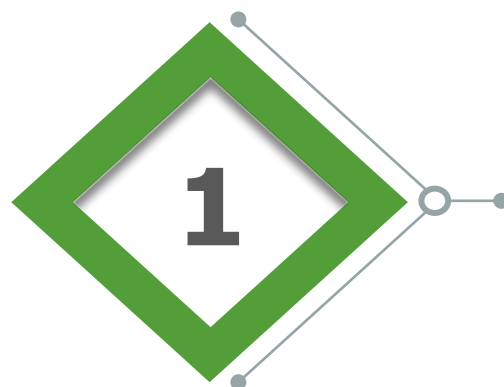


BỘ TÀI CHÍNH

CỘNG HÒA XÃ HỘI CHỦ NGHĨA VIỆT NAM
TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ
CÔNG TRÌNH GIAO THÔNG, THỦY LỢI
100.000 VND
MỘT TRĂM NGHÌN ĐỒNG
LAI SUẤT: 8% / NĂM
KỲ HẠN: 5 NĂM
phát hành 29 tháng 10 năm 2003
m gốc: 29 tháng 10 năm 2008
7/BỘ TRƯỞNG

**TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ
NĂM 2020**

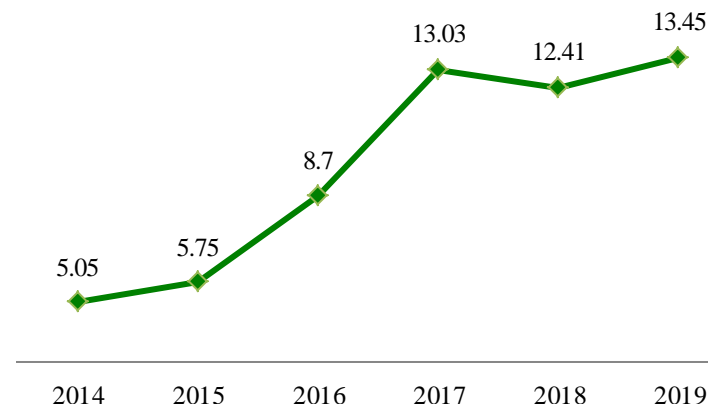


DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG 2019

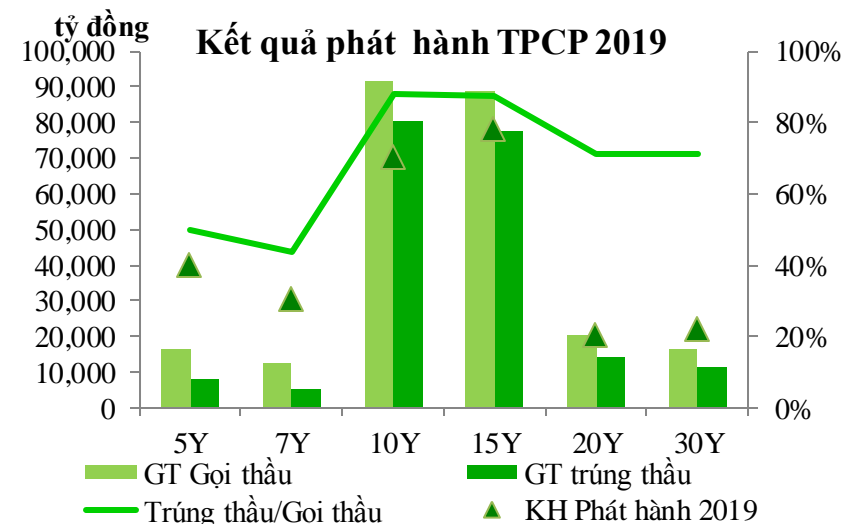
KBNN phát hành thành công lượng lớn trái phiếu dài hạn 10 năm, 15 năm.

- 215.267 tỷ đồng (+12,11% yoy) trái phiếu được huy động năm 2019. Cụ thể, lượng phát hành của trái phiếu Kho Bạc Nhà Nước, trái phiếu Ngân Hàng Phát Triển Việt Nam, trái phiếu Ngân Hàng Chính Sách Xã Hội lần lượt đạt 197.769 tỷ đồng, 13.797 tỷ đồng, và 3.702 tỷ đồng.
- Đối với Trái phiếu Chính phủ, 197.769 tỷ đồng (+19,28% yoy) được phát hành. Tuy nhiên, TPCP đáo hạn trong năm 2019 gấp khoảng 2 lần lượng đáo hạn trong năm 2018 nên lượng phát hành ròng trong năm 2019 giảm 25% yoy.
- Trong những năm gần đây cho thấy xu hướng KBNN phát hành đẩy tăng khối lượng kỳ hạn dài và giảm khối lượng kỳ hạn ngắn. Trong đó, lượng trái phiếu phát hành tập trung vào các kỳ hạn 10 năm & 15 năm.
- Mức độ quan tâm và nhu cầu của nhà đầu tư khá cao, điều này được thể hiện qua khối lượng đặt thầu toàn thị trường gấp 3,22 lần so với khối lượng gọi thầu trong 2019, cao hơn so với mức 2,23 lần của năm 2018.

Kỳ hạn trúng thầu trung bình



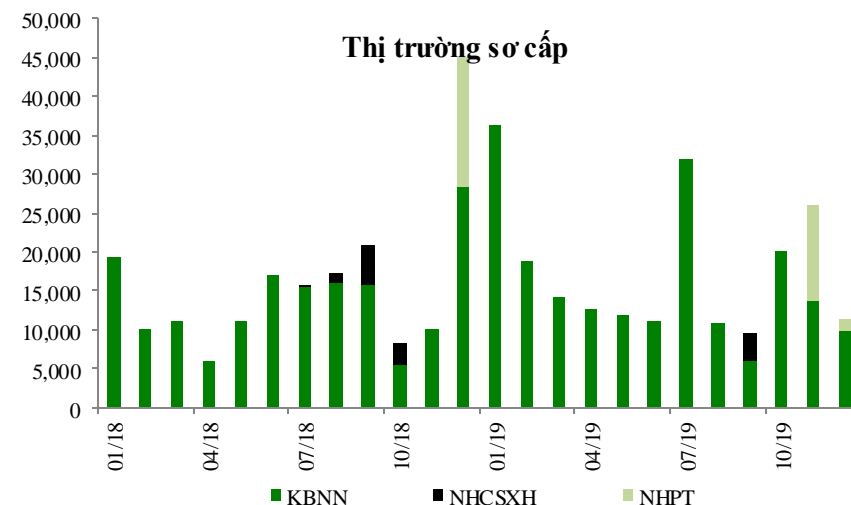
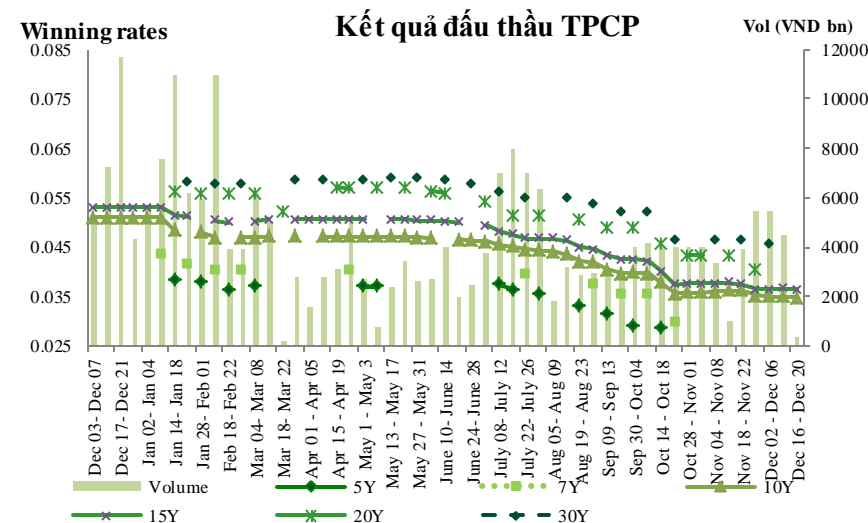
Kỳ hạn	KH 2019	Phát hành 2019	% KH phát hành 2019
5Y	40.000	8.256	20,6%
7Y	30.000	5.540	18,5%
10Y	70.000	80.386	114,8%
15Y	78.000	77.653	99,6%
20Y	20.000	14.360	71,8%
30Y	22.000	11.574	52,6%
Tổng	260.000	197.769	76,1%



Nguồn: HNX, VCBS Tổng hợp

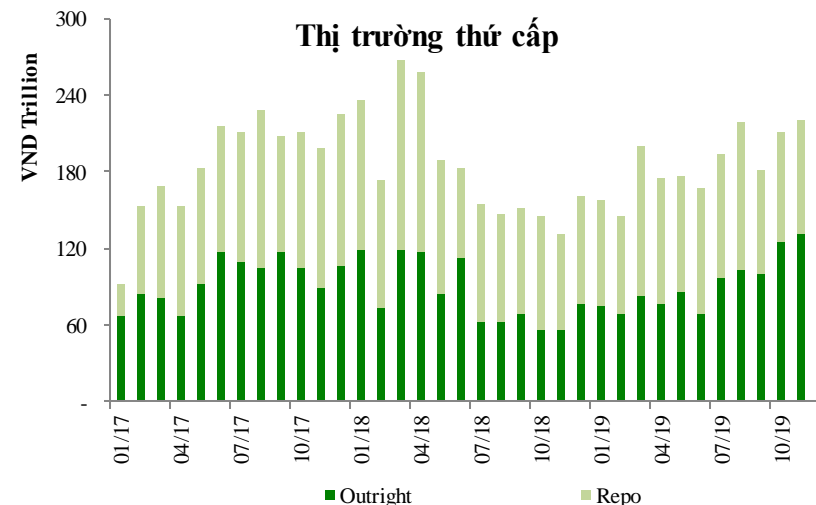
Lợi suất trúng thầu giảm mạnh tại tất cả các kỳ hạn

- ❖ Lãi suất trúng thầu giảm mạnh ở tất cả các kỳ hạn, ghi nhận mức lãi suất trúng thầu thấp nhất từ trước tới nay. Cụ thể, lợi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm, 7 năm, 10 năm, 15 năm, 20 năm, 30 năm lần lượt là: 2,00% (-182 bps ytd), 3,00% (-135 bps ytd), 3,48% (-162 bps ytd), 3,65% (-165 bps ytd), 4,02% (-158 bps ytd), 4,55% (-125 bps ytd).
- ❖ Điều này được lý giải khi trong năm 2019, KBNN không chịu áp lực phát hành khi giải ngân vốn đầu tư phát triển đạt 78,6% kế hoạch năm (thời gian giải ngân năm 2019 kết thúc vào ngày 31/01/2020).
- ❖ Mặt khác, cầu trái phiếu từ các thành viên thị trường vẫn được duy trì, đặc biệt phải kể đến nhu cầu nắm giữ của khối bảo hiểm. Đồng thời, hệ thống NHTM dư thừa tiền (dù có sự phân hóa giữa các ngân hàng) và cũng tăng mạnh cầu TPCP:
 - Nhu cầu huy động của các NHTM nhằm đáp ứng các chuẩn mới (tăng trưởng huy động 12,5% năm 2019, cao hơn 11,5% của năm 2018).
 - Ở chiều ngược lại, tăng trưởng tín dụng lại được điều tiết hợp lý theo hướng ưu tiên cải thiện về chất lượng và đảm bảo an toàn (tăng trưởng tín dụng khoảng 13,5% năm 2019, thấp hơn 13,89% năm 2018)

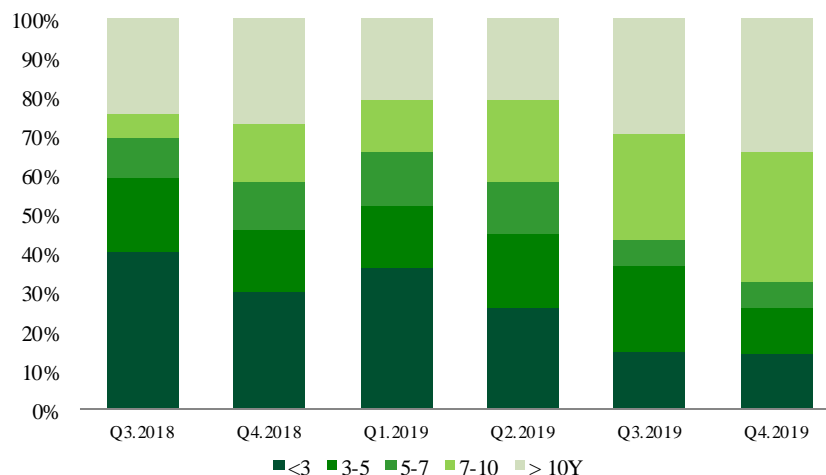


Nguồn: HNX, VCBS Tổng hợp

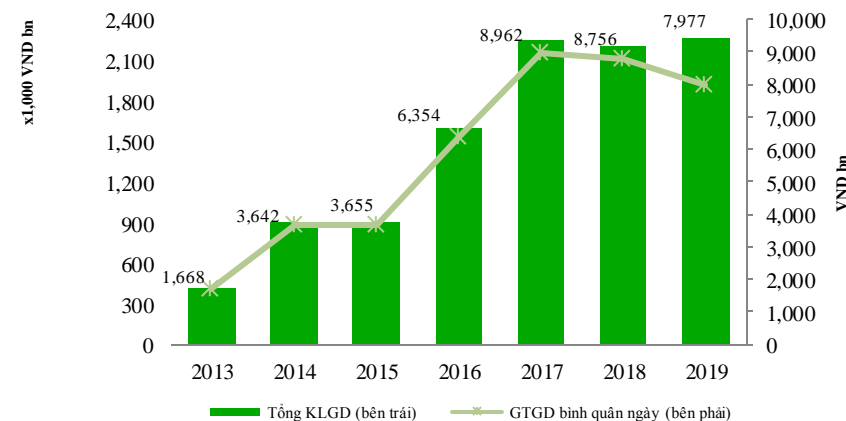
- Quy mô thị trường TPCP năm 2019 đạt trên 25% GDP, gấp 12 lần so với năm 2009. Trong đó, 2.257 triệu tỷ đồng (+2,7% yoy) được giao dịch trên thị trường thứ cấp.
- Trong những gần đây, TPCP Việt Nam không chỉ đạt được sự tăng trưởng về quy mô giao dịch, mà cũng đạt được những bước phát triển về chiều sâu.
- Cụ thể, giá trị giao dịch outright đạt 1,132 triệu tỷ đồng trong khi giá trị giao dịch repo đạt 1,125 triệu tỷ đồng (chiếm khoảng 50% trên tổng giá trị giao dịch toàn thị trường, cải thiện nhiều so với con số 38% vào năm 2016). Trong đó, tháng 3 và tháng 8 là tháng có giá trị giao dịch repo đạt mức cao nhất (đạt 117.631 và 115.342 tỷ đồng).
- Đối với hoạt động outright, trái phiếu kỳ hạn dưới 7 năm vẫn là trái phiếu có thanh khoản tốt nhất, tuy nhiên cũng cần lưu ý tới mức độ sôi động ở phân khúc trái phiếu trên 10 năm.



Giao dịch Outright theo kỳ hạn



GTGD bình quân ngày



Nguồn: HNX, Bloomberg, VCBS Tổng hợp

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU – Thứ cấp 2019

❖ Kết thúc năm 2019, lợi suất các kỳ hạn 1 năm, 2 năm, 3 năm, 4 năm, 7 năm, 10 năm và 15 năm lần lượt kết thúc ở mức 1,500% (-260 bps yoy); 1,690% (-252 bps yoy); 1,825% (-247 bps yoy); 2,025% (-253 bps yoy); 2,808% (-195 bps yoy); 3,416% (-171 bps yoy); và 3,608% (-181 bps yoy).

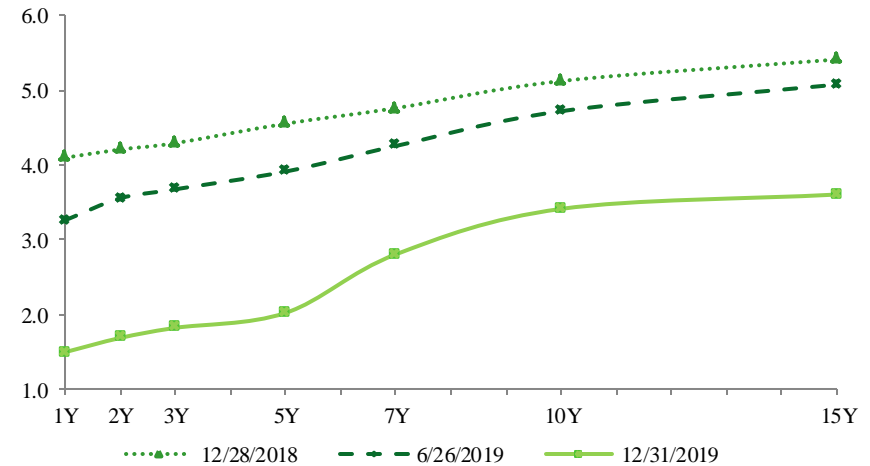
❖ Đường lợi suất dịch chuyển mạnh xuống dưới, trong đó, áp lực giảm mạnh được ghi nhận chủ yếu vào nửa cuối năm

- Nửa đầu năm lãi suất chịu áp lực tăng nhẹ, thanh khoản không dồi dào do thời điểm ảnh hưởng bởi Tết Nguyên đán, người dân có xu hướng rút tiền khỏi hệ thống. Hơn nữa, tâm lý của các thành viên khá thận trọng trước triển vọng thị trường cũng như các yếu tố bất định gia tăng.
- Nửa cuối năm, nhà đầu tư đã làm quen hơn với thực tế chiến tranh thương mại và bất ổn chính trị thế giới sẽ khó có thể sớm kết thúc trong thời gian ngắn.
- Đồng thời, trong bối cảnh bất ổn định địa chính trị thế giới, sự ổn định của nền kinh tế Việt Nam cùng dòng vốn đầu tư nước ngoài tiếp tục khởi sắc.
- Những động thái điều hành chính sách hợp lý và xuyên suốt của NHNN nhằm mục tiêu duy trì sự ổn định của thị trường, đặc biệt là việc sử dụng hài hòa hợp lý các công cụ điều tiết trên thị trường như dự trữ ngoại hối, điều tiết qua công cụ lãi suất điều hành và nghiệp vụ thị trường mở.

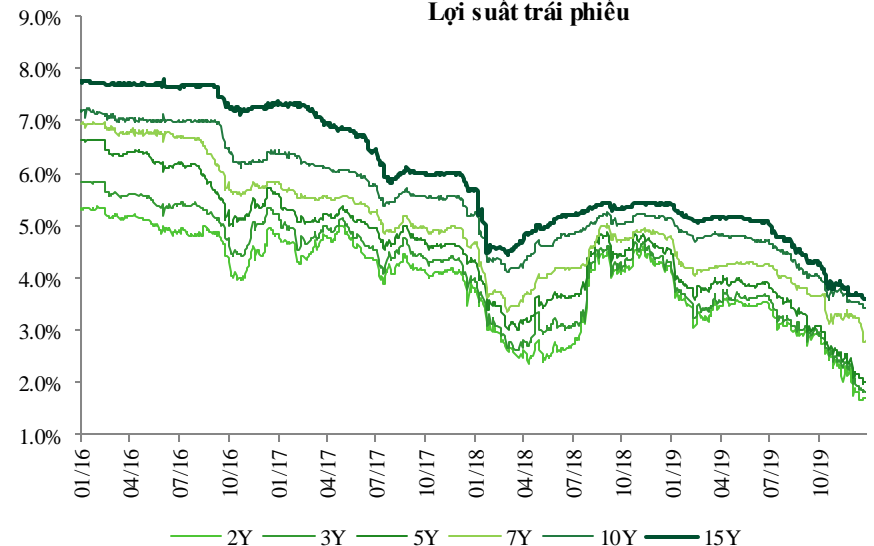
❖ Bên cạnh đó, các kỳ hạn ngắn chịu ảnh hưởng bởi lãi suất liên ngân hàng. Kể từ sau Tết Nguyên đán, thanh khoản hệ thống thường xuyên ở trạng thái dồi dào (trừ cuối tháng 6 và tháng 8):

- Tốc độ giải ngân đầu tư công không nhiều đột biến (57,5% kế hoạch)
- Tỷ giá và thị trường ngoại hối ổn định cùng nguồn cung ngoại tệ dồi dào
- Trong nửa cuối Q4, thanh khoản liên ngân hàng chịu tác động từ động thái của KBNN đối với tiền gửi tại các NHTM, tuy nhiên áp lực được đánh giá mang tính ngắn hạn khi thị trường cần điều chỉnh lại để thích ứng với các điều kiện mới. Nhìn chung, thanh khoản của hệ thống vẫn khá dồi dào.

Đường lợi suất trái phiếu



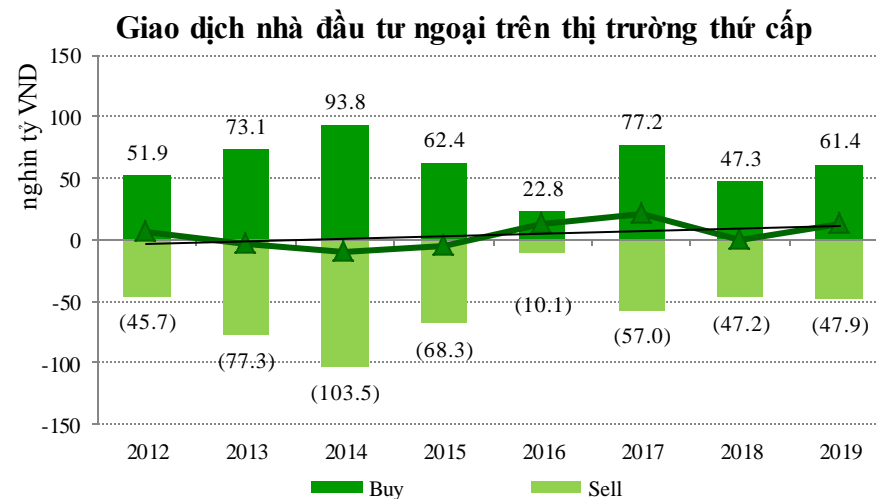
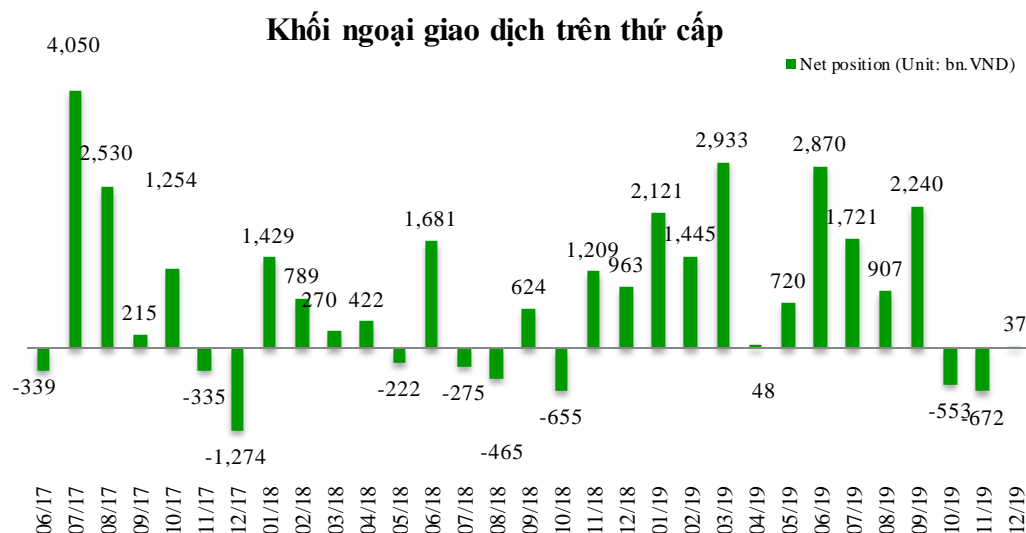
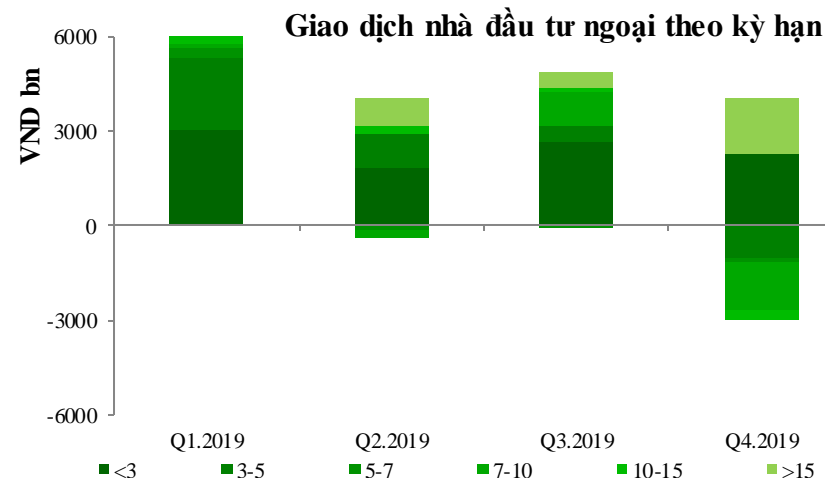
Lợi suất trái phiếu



Nguồn: HNX, Bloomberg, VCBS Tổng hợp

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU – Khối ngoại giao dịch trên thứ cấp 2019

- Khối ngoại mua ròng 13,569 tỷ đồng trên thị trường, mua ròng được ghi nhận chủ yếu tại kỳ hạn dưới 3 năm (9.765 tỷ VNĐ).
- Trái phiếu chính phủ Việt Nam được đánh giá là kênh đầu tư an toàn và hấp dẫn đối với nhà đầu tư nước ngoài.
- Trong đó, sự sôi động của khối ngoại được ghi nhận rõ nét nhất vào Quý 1 và Quý 3. Tuy nhiên đối với giai đoạn cuối năm, hoạt động khối ngoại có dấu hiệu chậm lại đáng kể do cuối năm thường được ghi nhận là giai đoạn khối ngoại chủ động thu một phần lợi nhuận và đồng thời tiến hành tái cơ cấu danh mục đầu tư.

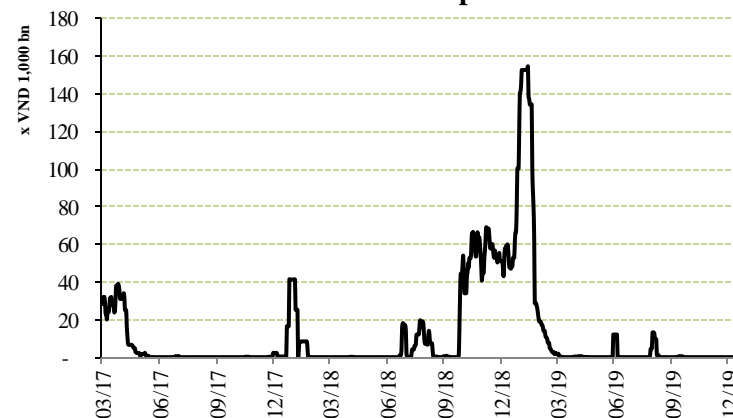


Nguồn: HNX, Bloomberg, VCBS Tổng hợp

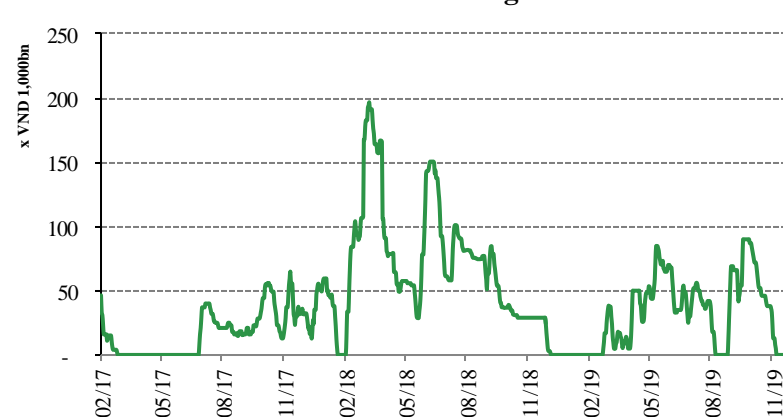
NHNN hút ròng 49.179 tỷ VND thông qua nghiệp vụ thị trường mở.

- Các động thái và quyết định của NHNN đưa ra phù hợp với yếu tố mùa vụ và điều kiện thị trường trong năm.
- Động thái điều hành đáng chú ý trong năm là NHNN đã ban hành Quyết định số 1870/QĐ-NHNN ngày 12/09/2019, theo đó hạ lãi suất điều hành 25 điểm phần trăm từ ngày 16/09/2019. Những thông điệp về giảm lãi suất của NHNN theo chúng tôi đánh giá khá phù hợp vào thời điểm bối cảnh kinh tế vĩ mô trong nước và thế giới có nhiều yếu tố thuận lợi: (1) Các NHTW trên thế giới, đặc biệt là Cục Dự trữ liên bang Mỹ (FED) nói lỏng chính sách tiền tệ. (2) Trong nước, các số liệu kinh tế vĩ mô nhiều điểm sáng đặc biệt là các số liệu liên quan đến lạm phát, thấp nhất trong vòng 3 năm gần nhất. (3) Thị trường ngoại hối và tỷ giá có những diễn biến thuận lợi.
- Cuối tháng 11, NHNN đã hạ lãi suất mua kỳ hạn xuống 4,00% và tăng kỳ hạn 7 ngày lên 14 ngày. Đồng thời, NHNN cũng đã hạ lãi suất tín phiếu kỳ hạn 7 ngày từ 3,00% xuống 2,25% trong năm 2019.
- Trong năm 2020, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ tiếp tục điều hành hiệu quả thị trường tiền tệ, phù hợp với điều kiện thị trường, qua đó hỗ trợ thanh khoản hệ thống.

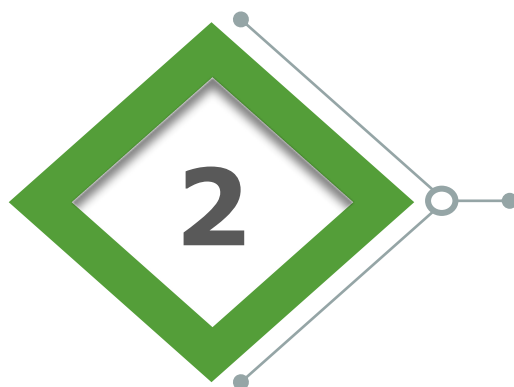
Reverse Repo



SBV-Bill Outstanding



Nguồn: HNX, Bloomberg, VCBS Tổng hợp



CẬP NHẬT DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG T1.2020

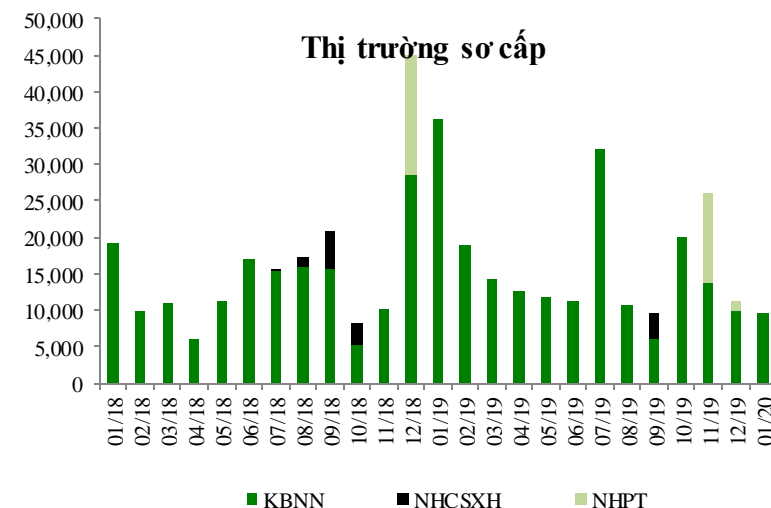
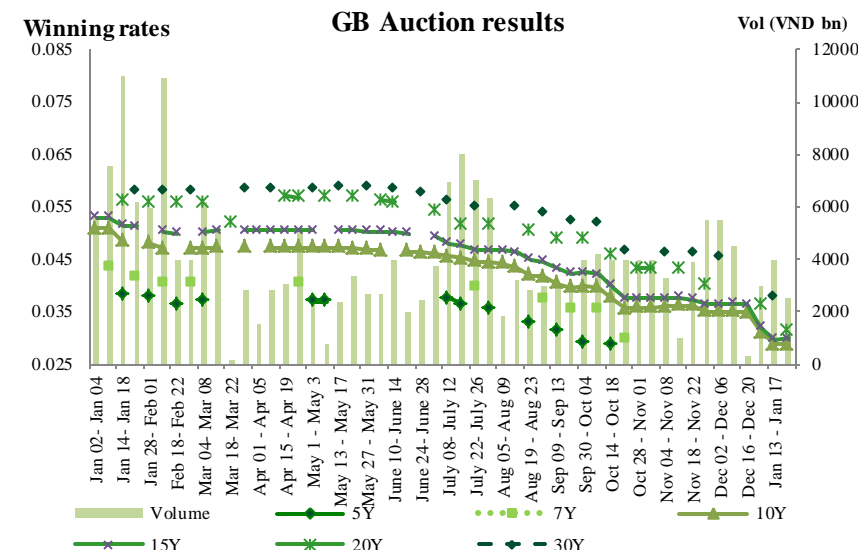
Trái phiếu dài hạn 10 năm, 15 năm tiếp tục được đẩy mạnh phát hành

- 9.526 tỷ đồng trái phiếu được huy động trong tháng 1.2020. Cầu trái phiếu từ các thành viên trên thị trường vẫn tiếp tục được duy trì trong tháng 1. Tỷ lệ trúng thầu thành công đạt 79,4% khối lượng phát hành. Khối lượng đặt thầu cao gấp 3,9 lần khối lượng gọi thầu.
- Lãi suất trúng thầu giảm mạnh ở tất các kỳ hạn, ghi nhận mức lãi suất trúng thầu thấp nhất từ trước tới nay. Cụ thể, lợi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm, 7 năm, 10 năm, 15 năm, 20 năm, 30 năm là: 1,80%, 2,24%, 2,88%, 2,97%, 3,63%, 3,80%, lần lượt giảm 20 bps, 76 bps, 60 bps, 68 bps, 39 bps, 75 bps so với cuối năm 2019.

Cập nhật kết quả phát hành của KBNN

- Ngày 10.02, KBNN chính thức đưa ra kế hoạch phát hành trái phiếu Q1.2020 với tổng giá trị 50–60 nghìn tỷ VND. Trong tháng đầu năm, có tổng cộng 9.526 tỷ đồng TPCP được phát hành tương đương 16%-19% kế hoạch phát hành Quý 1. Tiến độ hoàn thành kế hoạch cả năm chi tiết như sau:

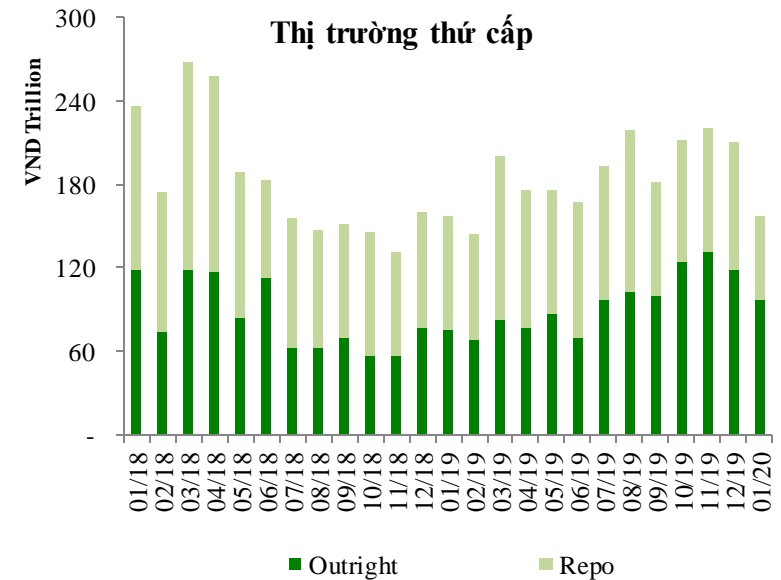
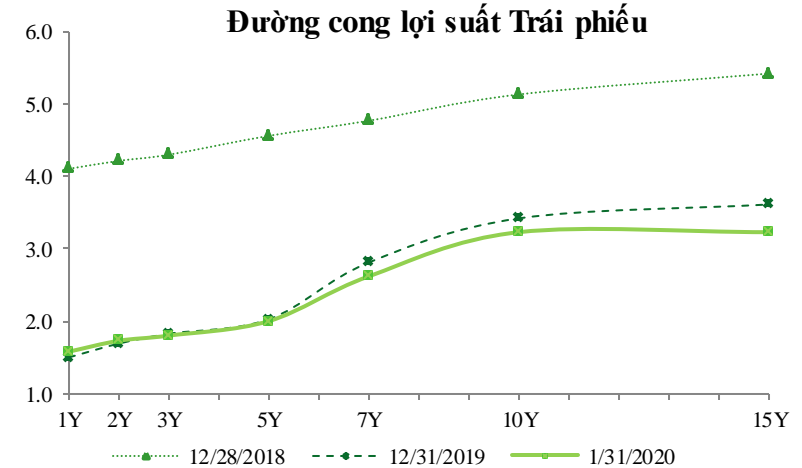
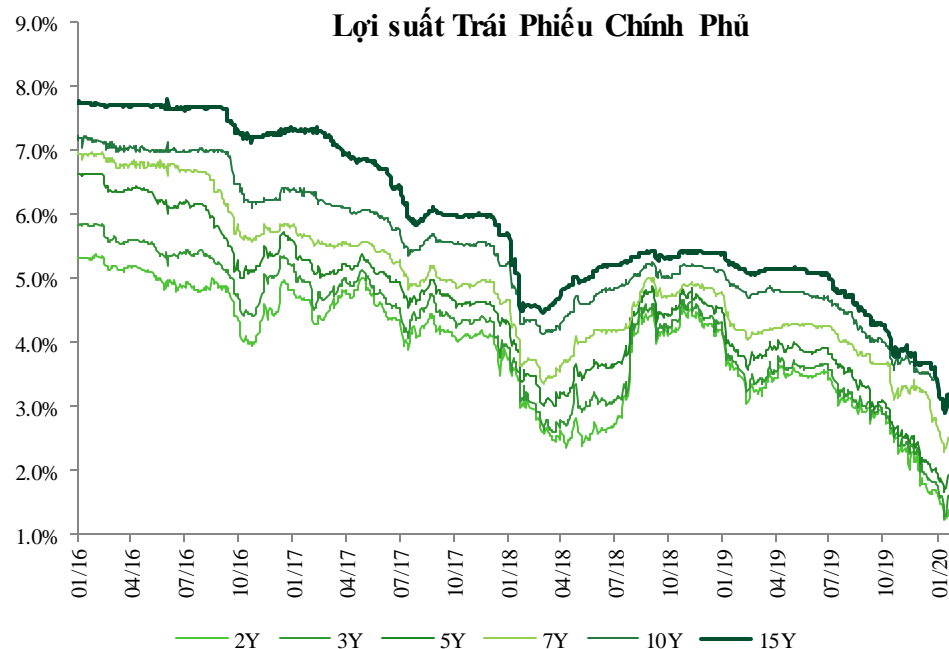
Kỳ hạn	KH Q1.2020	Phát hành T1.2020	% KH phát hành Q1.2020
5Y	5.000 – 6.000	500	8,3% - 10,0%
7Y	4.000 – 5.000	500	10,0% - 12,5%
10Y	14.000 – 17.000	2.913	17,1% - 20,8%
15Y	15.000 – 18.000	3.613	20,1% - 24,1%
20Y	7.000 – 8.000	1.500	18,8% - 21,4%
30Y	5.000 – 6.000	500	8,3% - 10,0%
Tổng	50.000 – 60.000	9.526	15,9% - 19,1%



Nguồn: HNX, VCBS Tổng hợp

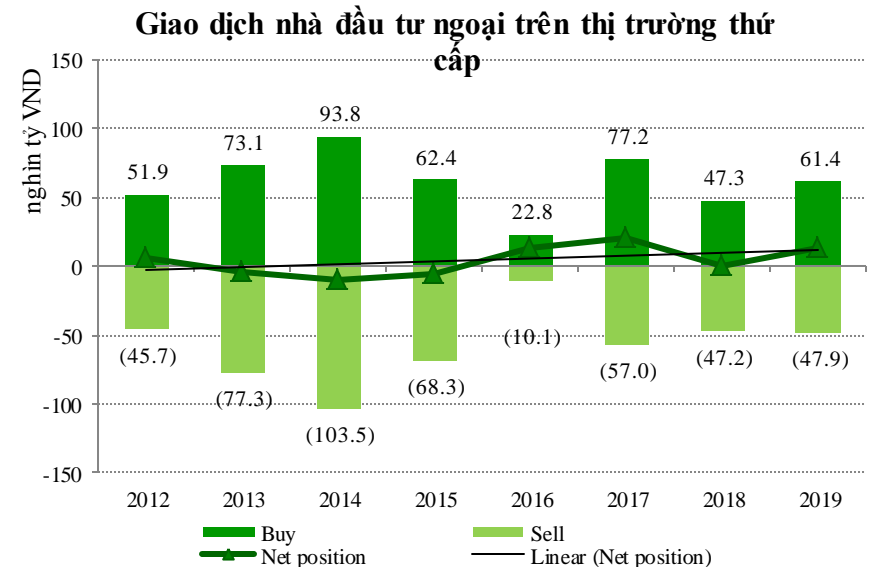
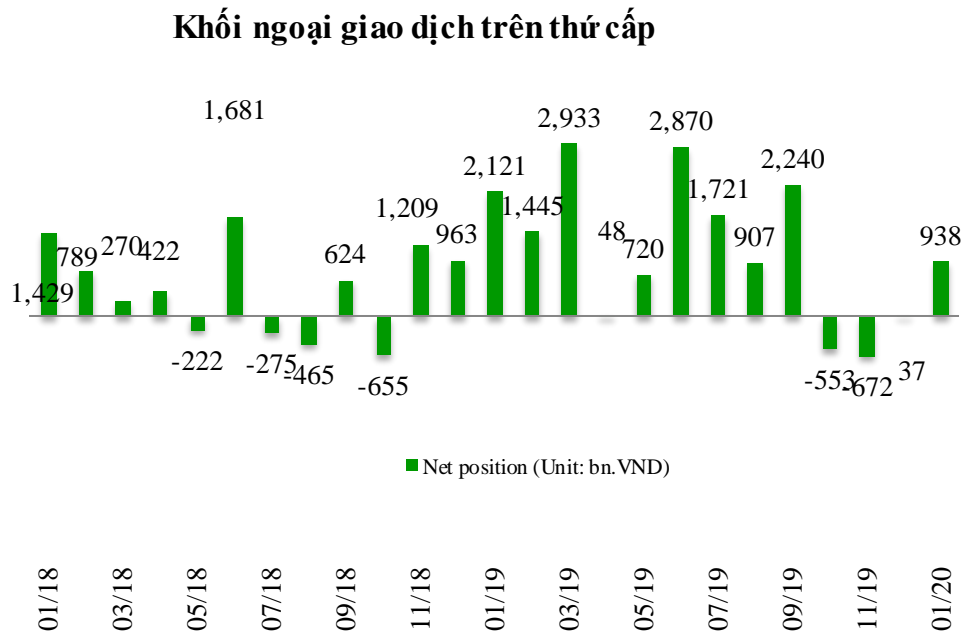
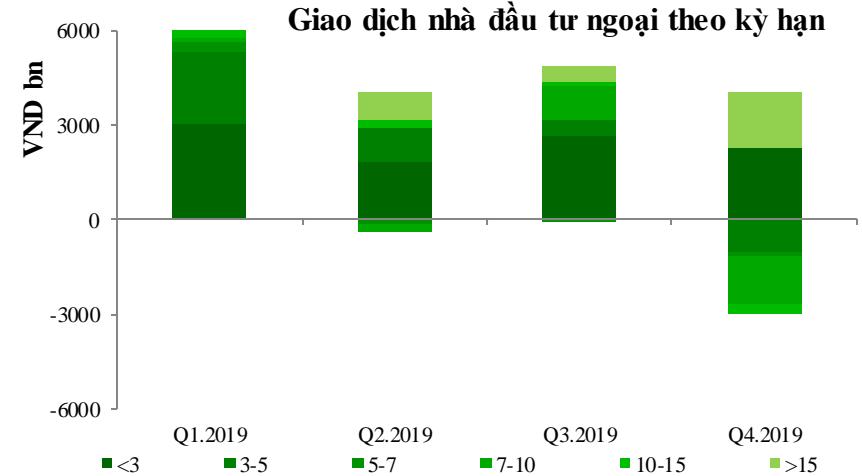
THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU – Thứ cấp Tháng 1.2020

- 175.690 tỷ VND (-25,56% mom) giao dịch trên thị trường thứ cấp. Thanh khoản thị trường giảm khá so với tháng trước do nghỉ Tết Nguyên Đán. Trong đó phải kể đến sự thay đổi khối lượng của giao dịch repo. Cụ thể, khối lượng giao dịch outright và repo lần lượt đạt 96.169 tỷ đồng (-18,4% mom) và 60.524 tỷ đồng (-34,7% mom).
- Sau khi tạo đáy vào giữa tháng, lợi suất trái phiếu chịu áp lực nhích tăng nhẹ. Theo thống kê của Bloomberg, lợi suất các kỳ hạn 1 năm, 2 năm, 3 năm, 5 năm, 7 năm, 10 năm và 15 năm lần lượt kết thúc tháng 1 ở 1,597% (+7.9 bps mom), 1,729% (+3,9 bps mom), 1,800% (-2,5 bps mom), 2,000% (-2,5 bps mom), 2,917% (-19,1 bps mom), 3,226% (-19,0 bps mom), 3,226% (-38,2 bps mom).



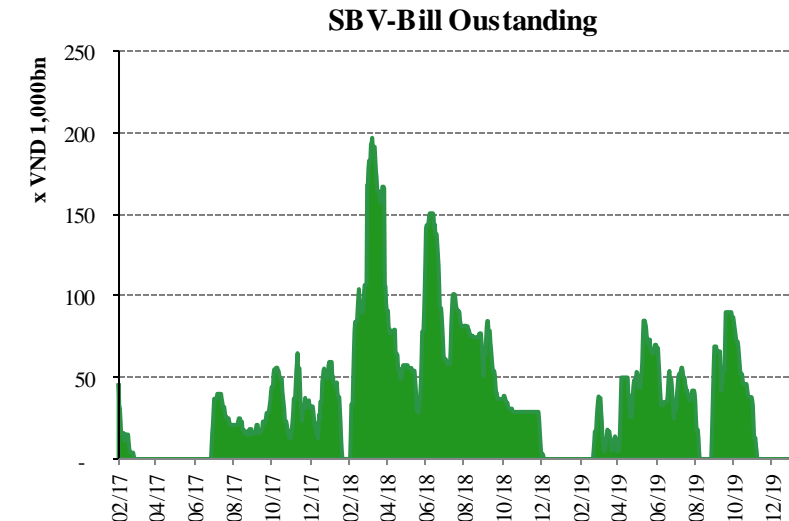
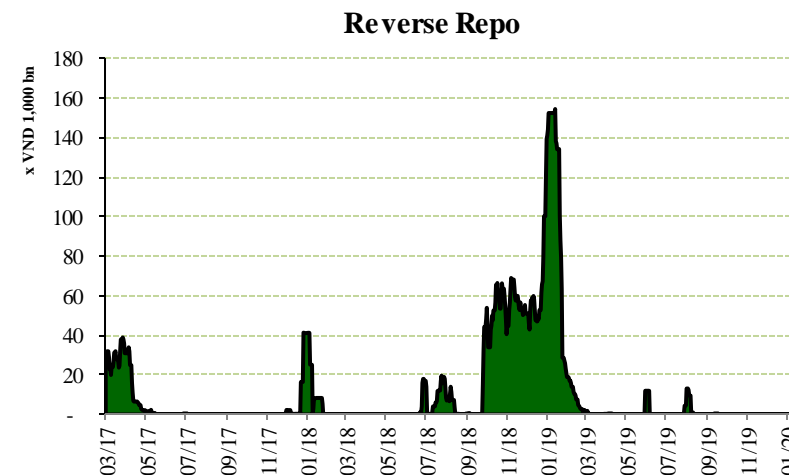
Nguồn: HNX, Bloomberg, VCBS Tổng hợp

- Khối ngoại mua ròng 938 tỷ đồng trên thị trường, mua ròng được ghi nhận chủ yếu tại kỳ hạn dài trên 10 năm.
- Trong bối cảnh kinh tế toàn cầu xuất hiện những chỉ báo suy thoái tăng trưởng cùng những bất ổn địa chính trị, trái phiếu chính phủ Việt Nam vẫn được đánh giá là kênh đầu tư an toàn và hấp dẫn đối với nhà đầu tư nước ngoài.

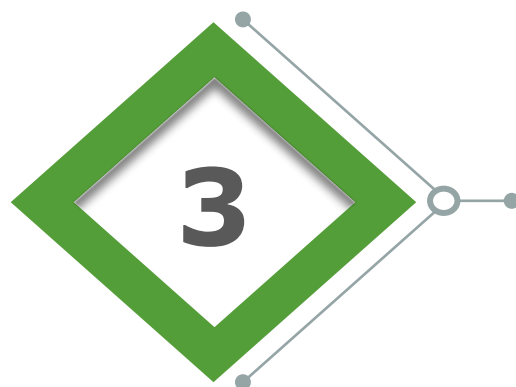


Nguồn: HNX, Bloomberg, VCBS Tổng hợp

- Trong tháng đầu năm 2020, NHNN đã sử dụng công cụ nghiệp vụ thị trường mở để điều tiết lãi suất trên thị trường liên ngân hàng, kiểm soát cung tiền trên thị trường.
- Theo Tổng cục thống kê, CPI tháng 1/2020 tăng 1,23% mom và 6,43% yoy, mức tăng cao nhất của CPI tháng 1 trong 7 năm. Lạm phát cơ bản tháng 1 tăng 0,76% mom và tăng 3,25% yoy. Để hạn chế áp lực gia tăng lạm phát, từ nửa cuối tháng 1, **NHNN đã phát hành tín phiếu, nâng kỳ hạn 7 ngày lên 91 ngày, nâng lợi suất từ 2,25% lên 2,65-2,8%**. Từ đó, lãi suất liên ngân hàng tăng trở lại từ giữa tháng 1.



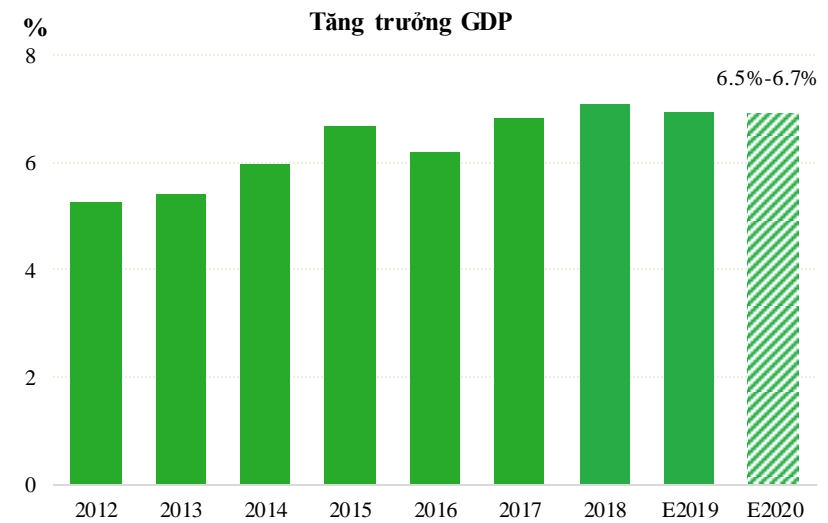
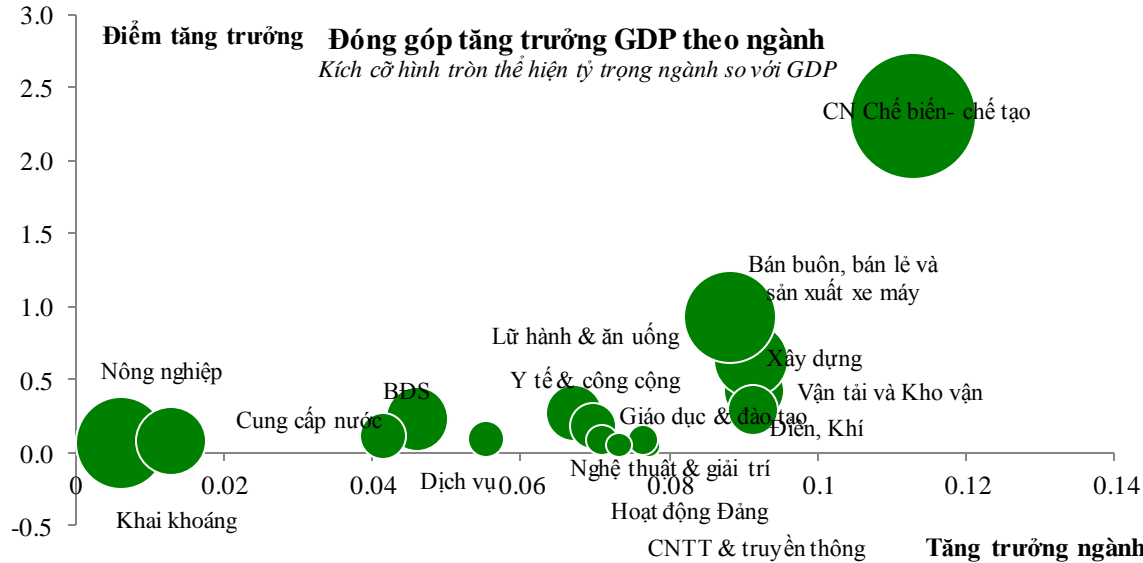
Nguồn: HNX, Bloomberg, VCBS Tổng hợp



TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG 2020

TĂNG TRƯỞNG - VẪN LÀ ĐIỂM SÁNG TRONG CÁC CHỈ BÁO

Tăng trưởng năm 2020 dự báo đạt khoảng 6,5% - 6,7%

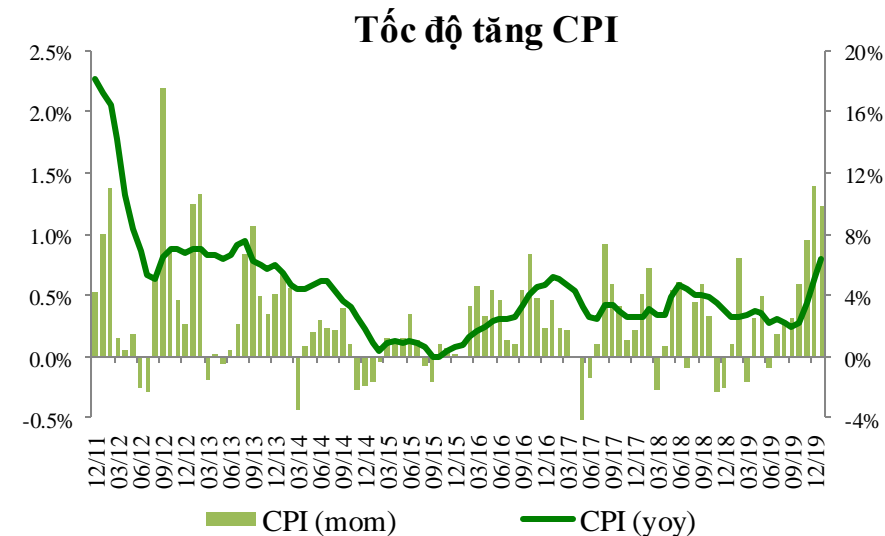
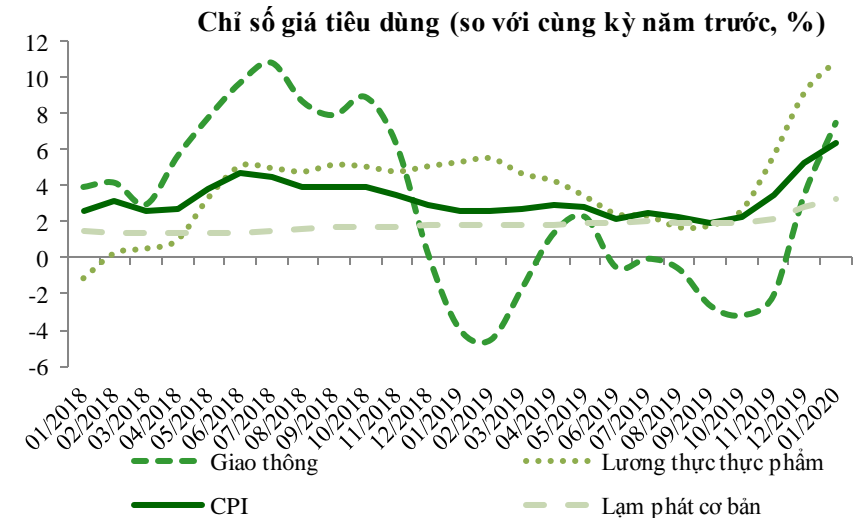


Nguồn: CEIC, GSO, VCBS tổng hợp

- Tăng trưởng kinh tế được dự báo sẽ gặp nhiều thách thức trong Quý I do ảnh hưởng bởi dịch bệnh Corona. Tuy nhiên, động thái của Chính phủ là quyết liệt với trọng tâm là y tế dự phòng, đồng thời cũng cho thấy lo ngại sâu sắc về tác động tiêu cực mà dịch bệnh có thể gây ra với kinh tế - xã hội nếu không kịp thời khống chế. Từ đó, VCBS kỳ vọng mức độ lây lan và ảnh hưởng của dịch Corona sẽ nằm trong tầm kiểm soát.
- Trong năm 2020, Khu vực Công nghiệp - Xây dựng được kỳ vọng:
 - Khu vực công nghiệp với sức kéo chủ yếu từ khối FDI được kỳ vọng là nhân tố chính duy trì đà tăng trưởng kinh tế khi tiếp tục được hưởng lợi trong bối cảnh kinh tế - đại chính trị trên thế giới như hiện tại
 - Ngành Xây dựng được dự báo tăng trong bối cảnh xây dựng cơ sở hạ tầng kỳ vọng được thúc đẩy, chi tiêu chính phủ được cải thiện.
- Khu vực dịch vụ trong năm tới:
 - Cầu tiêu dùng được kỳ vọng sẽ tiếp tục cải thiện;
 - Doanh thu bán lẻ hàng hóa sẽ giữ tốc độ tăng trưởng ổn định.
- Tăng trưởng tín dụng sẽ tăng thấp hơn so với giai đoạn 2016-2017 và tương đương năm 2018-2019, tập trung chất lượng tín dụng, đảm bảo ổn định lành mạnh hoạt động của các tổ chức tín dụng.
- Tốc độ giải ngân ngân sách được dự báo sẽ có thể cải thiện trong nửa cuối năm 2020.
- Do sự ảnh hưởng của dịch Corona, chúng tôi cho rằng tồn tại các yếu tố tác động đến tăng trưởng trong Quý I/2020. Tuy nhiên với nỗ lực và biện pháp điều hành của Chính phủ, VCBS kỳ vọng tăng trưởng sẽ hồi phục từ Quý II/2020.

→ Từ đó, chúng tôi điều chỉnh GDP tăng 6,8% - 7,0% xuống khoảng 6,5% - 6,7% trong năm 2020.

- ▼ Các yếu tố chính tạo áp lực tăng cho lạm phát trong năm 2020:
 - Sự phục hồi của giá lương thực thực phẩm, trong đó cần phải lưu ý đến giá thịt lợn.
 - Áp lực tăng giá dịch vụ vẫn được ghi nhận.
- ▼ Trong tháng đầu năm, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tăng 1.23% mom và tăng 6,43% yoy, đây là mức tăng cao nhất của chỉ số giá tháng 1 trong 7 năm. Đồng thời, lạm phát cơ bản tăng 0,76% mom và tăng 3,25% yoy.
- ▼ Giá thịt lợn cùng với giá của nhiều nhóm khác liên tục tăng nhanh ảnh hưởng đến mục tiêu kiểm soát lạm phát của Chính phủ trong năm 2020. VCBS kỳ vọng khi các doanh nghiệp đẩy mạnh hoạt động tái đàn cũng như nhập khẩu thịt từ nước ngoài, lạm phát tổng được kỳ vọng sẽ giảm bớt áp lực tăng và ổn định trở lại trong các tháng tới.
- ▼ Bên cạnh những khó khăn khi lạm phát đã tăng nhanh và mạnh trong 3 tháng gần đây, VCBS vẫn kỳ vọng năm 2020 sẽ ghi nhận một số yếu tố thuận lợi như:
 - Cầu tiêu dùng tuy vẫn đang phục hồi tốt nhưng chưa thực sự mạnh mẽ để tạo sức ép lớn lên lạm phát.
 - Chính sách tiền tệ điều hành linh hoạt, giảm thiểu tối đa các tác động của lạm phát tiền tệ.
 - Giá cả của các loại hàng hóa dịch vụ công, điện, nước, ... trong khả năng điều hành và kiểm soát của Chính phủ.
- ▼ Trong bối cảnh lạm phát cơ bản tăng nhanh và dịch Corona ảnh hưởng đến triển vọng kinh tế vĩ mô, **chúng tôi điều chỉnh dự báo lạm phát ở mức 3,0% - 3,5% lên 4,0% - 4,5% trong năm 2020.**



Nguồn: CEIC, GSO, VCBS tổng hợp

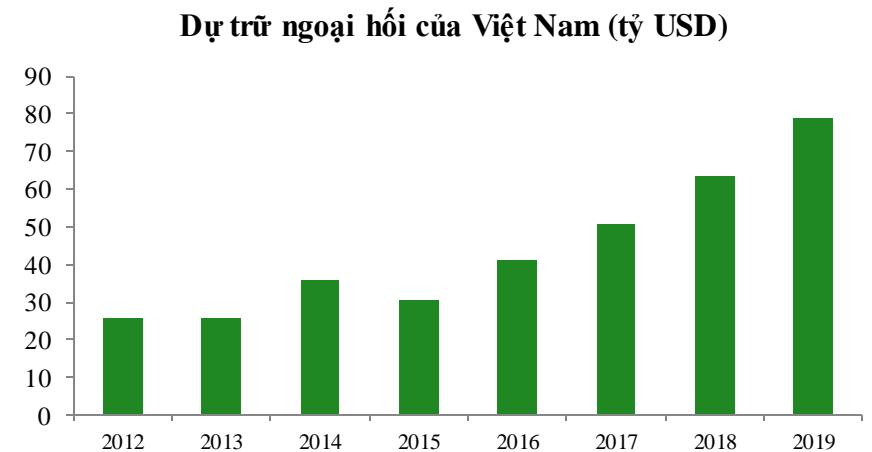
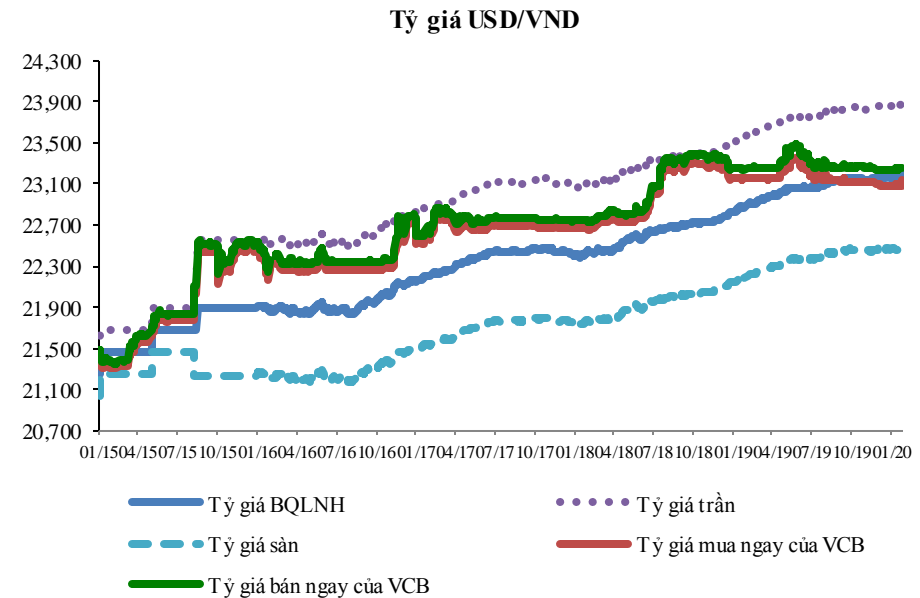
Nhìn chung thị trường ngoại hối và tỷ giá được kỳ vọng có những diễn biến thuận lợi nhờ nguồn cung ngoại tệ khá dồi dào trong bối cảnh:

- Dòng vốn đầu tư tích cực, FDI thực hiện năm 2019 ước đạt 20.38 tỷ USD
- Cán cân thương mại xuất siêu 9,9 tỷ USD trong năm 2019.
- Bên cạnh đó, kỳ vọng của nhà đầu tư đang dần được cải thiện:
 - (1) Ảnh hưởng của chiến tranh thương mại Mỹ - Trung lên tỷ giá được phần nào giảm bớt khi nhà đầu tư đã quen với thực tế chiến tranh thương mại sẽ khó có thể sớm kết thúc trong tương lai gần.
 - (2) Động thái nới lỏng của nhiều NHTW trên thế giới, đặt biệt là FED cũng là một yếu tố tích cực giảm áp lực tỷ giá.

VCBS kỳ vọng NHNN vẫn tiếp tục thể hiện chính sách linh hoạt và nhất quán nhằm hỗ trợ và ổn định tỷ giá. Tuy nhiên, việc Việt Nam vào danh sách theo dõi quốc gia thao túng tiền tệ sẽ khiến NHNN thận trọng hơn, hạn chế mua dự trữ USD và cân nhắc bán USD khi cần nhằm đảm bảo tiêu chí điều hành mang tính 2 chiều.

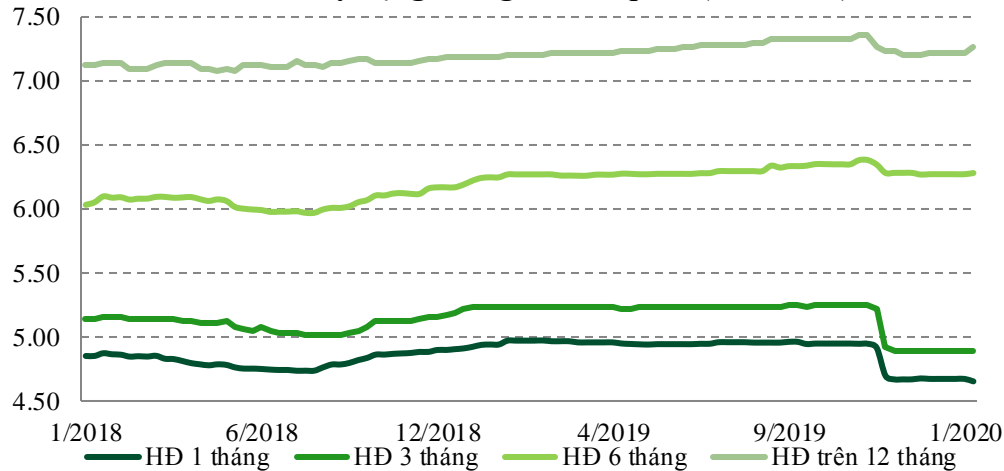
Diễn biến khó lường và phức tạp của dịch nCov khiến nhà đầu tư tìm đến tài sản an toàn như USD, giá trị đồng bạc xanh tăng trong đầu năm 2020. Từ đó, tỷ giá trung tâm và tỷ giá giao dịch tại NHTM cũng chịu áp lực tăng. Tuy nhiên, VCBS đánh giá đây chỉ là ảnh hưởng ngắn hạn, khi tình hình dịch bệnh được kiểm soát và diễn biến thuận lợi, tỷ giá sẽ ít biến động, đặc biệt trong bối cảnh Việt Nam vẫn là điểm đến thu hút của dòng vốn nước ngoài.

Như vậy, **tỷ giá trong năm có thể chịu áp lực quanh các sự kiện lớn trên thế giới. Tuy nhiên tỷ giá sẽ biến động không quá 1% cho cả năm 2020.**



Nguồn: CEIC, SBV, VCBS tổng hợp

Lãi suất huy động tiền gửi bình quân (Đơn vị: %)

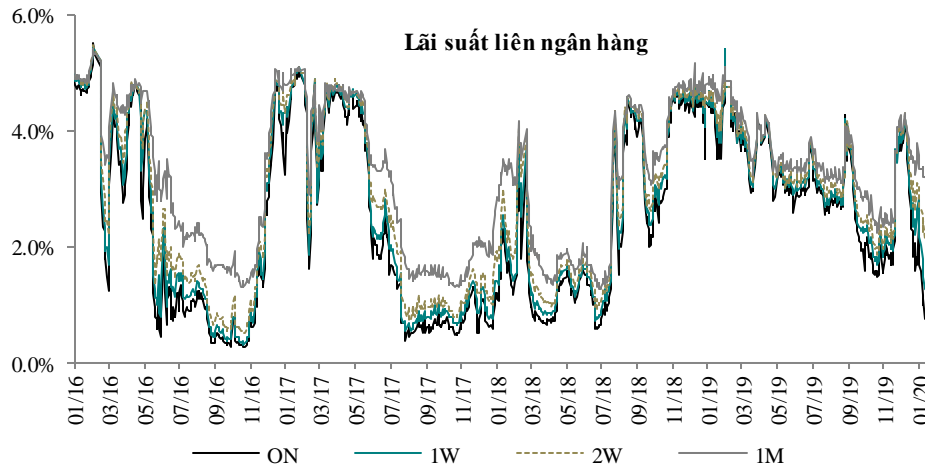


- NHNN đã ban hành Quyết định số 2415 và 2416/QĐ-NHNN, nhằm đảm bảo hỗ trợ cho hệ thống ngân hàng và tăng trưởng kinh tế, đồng thời giữ ổn định giá trị tiền đồng ở mức hợp lý.
- Chính sách điều hành linh hoạt của NHNN và động thái nới lỏng chính sách tiền tệ của các NHTW, đặc biệt là việc FED giảm lãi suất là yếu tố tích cực để giảm thiểu áp lực tăng của lãi suất huy động.
- Theo đó, LSHĐ ghi nhận nhịp giảm bớt áp lực tăng trong cả năm 2019, nhưng mặt bằng lãi suất vẫn đang ở ngưỡng cao hơn so với cùng kỳ năm 2018. Mặt khác, LSCV nhìn chung không có nhiều sự biến động và mặt bằng ở mức cao.

- Trong năm 2020, yếu tố tạo áp lực lên lãi suất huy động liên quan đến thực trạng nội tại của hệ thống ngân hàng hiện nay đi cùng với định hướng của NHNN trong việc yêu cầu nâng cao năng lực quản trị rủi ro, các chỉ tiêu an toàn và hướng tới đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế về hệ thống ngân hàng. Điều này đồng nghĩa áp lực về nguồn vốn đối với các ngân hàng sẽ tăng lên đáng kể với các hiệu ứng có thể kể đến như tăng mặt bằng LSHĐ, nâng cao quy mô vốn.
- Ở chiều ngược lại, mục tiêu ổn định mặt bằng lãi suất ở mức hợp lý để hỗ trợ tăng trưởng có thể đạt được với các yếu tố hỗ trợ chính như:
 - Nhiều quốc gia trên thế giới, đặc biệt là FED đang nới lỏng chính sách tiền tệ, giảm lãi suất.
 - Dòng tiền nước ngoài vào Việt Nam được duy trì tạo điều kiện thuận lợi cho NHNN chủ động điều tiết cung tiền và thanh khoản một cách hợp lý khi cần thiết.
 - Tỷ giá và thị trường ngoại hối ổn định với mức biến động hợp lý của VND so với các quốc gia trong khu vực.
 - NHNN có thể sử dụng một số biện pháp mang tính hành chính trong trường hợp cần thiết để hạn chế áp lực cạnh tranh về huy động tiền gửi giữa các ngân hàng.
- Như vậy, **lãi suất huy động được dự báo chịu áp lực tăng nhưng mức tăng kỳ vọng không lớn trong khoảng từ 0-50 điểm cơ bản (0-0,5%), tập trung tại các kỳ hạn dài từ 12 tháng trở lên. Trong khi đó, lãi suất cho vay kỳ vọng sẽ không có nhiều biến động và duy trì tương đương như mặt bằng hiện tại.**

Nguồn: GSO, VCBS tổng hợp

Xu hướng giảm chiếm ưu thế chủ đạo trên lãi suất liên ngân hàng



Ngoại trừ các thời điểm căng thẳng do yếu tố mùa vụ, thanh khoản hệ thống ngân hàng dồi dào, xu hướng giảm chiếm ưu thế chủ đạo trên liên ngân hàng trong năm 2019 nhờ các yếu tố:

- Dòng vốn đầu tư tiếp tục chảy vào thị trường Việt Nam;
- Tốc độ giải ngân vốn đầu tư công không nhiều đột biến.
- Các động thái điều hành linh hoạt của Ngân hàng Nhà nước.

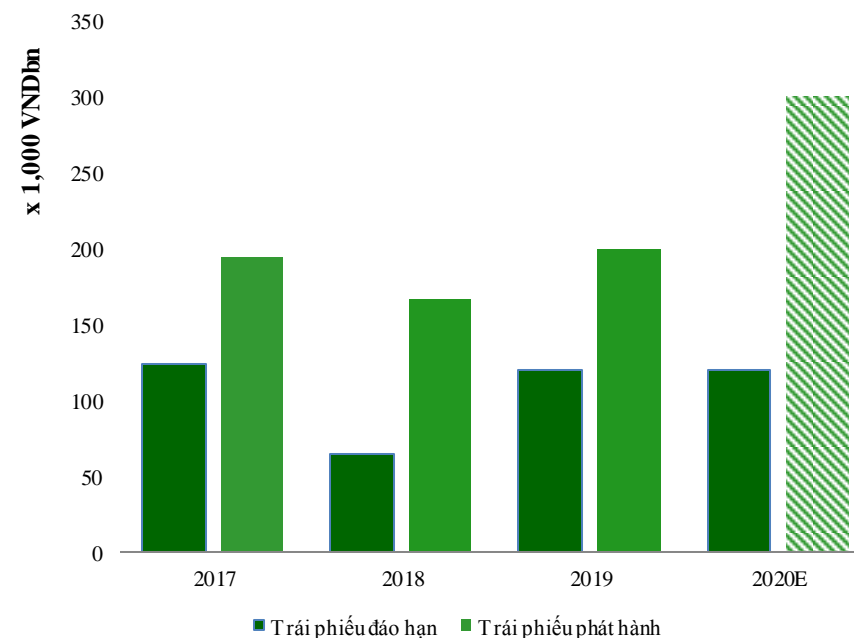
Nguồn: HNX, Bloomberg, VCBS Tổng hợp

- ♥ Mật bằng lãi suất liên ngân hàng trong năm 2020 sẽ chịu ảnh hưởng tác động bởi một số yếu tố chính. Trong đó, các nhân tố ảnh hưởng lên mật bằng lãi suất liên ngân hàng chịu áp lực tăng bao gồm:
 - Yếu tố mùa vụ, đặc biệt là thời điểm cuối năm và giáp Tết Nguyên đán
 - Lãi suất và kỳ hạn gửi của KBNN tại hệ thống các NHTM cũng như tiến độ giải ngân vốn đầu tư công.
- ♥ Tuy nhiên, lãi suất liên ngân hàng được kỳ vọng sẽ giảm trong năm 2020, thanh khoản dồi dào nhờ những yếu tố hỗ trợ như:
 - Diễn biến thị trường ngoại hối nhiều yếu tố thuận lợi, tỷ giá ổn định;
 - Dòng vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp vào thị trường Việt Nam, đặc biệt khi các yếu tố kinh tế vĩ mô trong nước vẫn tương đối ổn định cùng nhiều điểm sáng tích cực;
 - Tốc độ tăng trưởng tín dụng ở mức vừa phải.
- ♥ Như vậy, mật bằng lãi suất liên ngân hàng năm 2020 được kỳ vọng sẽ thấp hơn so với năm trước và tại một số thời điểm, lãi suất liên ngân hàng sẽ chịu áp lực tăng ngắn hạn xung quanh các sự kiện quan trọng hay yếu tố mùa vụ xảy ra.
- ♥ Trong tháng đầu năm, NHNN giữ lãi suất tín phiếu 2,65% đồng thời tăng khối lượng phát hành, nhằm kiểm soát, ổn định lạm phát. Theo đó, NHNN sẽ tiếp tục sử dụng công cụ tiền tệ thận trọng, ưu tiên hút khối lượng và tạo thông điệp cho thị trường về lạm phát có thể được kiểm soát. Sau đó, sang đến nửa cuối năm 2020 với kỳ vọng áp lực lạm phát giảm bớt và ổn định hơn, NHNN nhiều khả năng sẽ điều hành chính sách tiền tệ theo hướng linh hoạt, hỗ trợ và điều tiết thanh khoản thị trường.

Kế hoạch phát hành trái phiếu Kho Bạc Nhà Nước năm 2020

- ▼ Kế hoạch phát hành năm 2020 được ước tính khoảng 300.000 tỷ đồng.
- ▼ Việc tập trung phát hành TPCP kỳ hạn dài với chi phí huy động vốn hợp lý đã tạo điều kiện cho Chính phủ tăng vay nợ tại thị trường trong nước, giảm vay nợ nước ngoài, giảm rủi ro của danh mục nợ công. Trong năm tới, KBNN sẽ tiếp tục nỗ lực kéo dài kỳ hạn các loại trái phiếu chính phủ được phát hành theo hướng phần đầu loại trái phiếu có kỳ hạn 10 năm trở lên.
- ▼ Theo Thông tư 36/2014/TT-NHNN, các ngân hàng phải duy trì tỷ lệ dự trữ thanh khoản nhanh không dưới 10% vào cuối ngày làm việc. Những tài sản có tính thanh khoản cao gồm tiền mặt, tiền gửi tại NHNN, tiền trên tài khoản thanh toán, tài khoản tại ngân hàng đại lý, tín phiếu NHNN, trái phiếu chính phủ, và trái phiếu chính phủ của các quốc gia có xếp hạng tín nhiệm từ AA trở lên. Việc duy trì tiền mặt và tiền gửi cao sẽ ảnh hưởng đến thu nhập. Trong khi đó, tín phiếu thường có kỳ hạn ngắn 7 ngày. Bởi vậy, trái phiếu chính phủ vẫn là tài sản được các NHTM ưu tiên lựa chọn.
- ▼ Trong các năm vừa qua, các nhà đầu tư đã dần dịch chuyển khẩu vị đầu tư từ trái phiếu ngắn hạn sang các nhóm trái phiếu trung và dài hạn. **Thị trường chứng kiến nhu cầu tăng tại các kỳ hạn 10 năm - 15 năm.**

Trái phiếu phát hành và đáo hạn các năm



Nguồn: HNX, Bloomberg, VCBS Tổng hợp

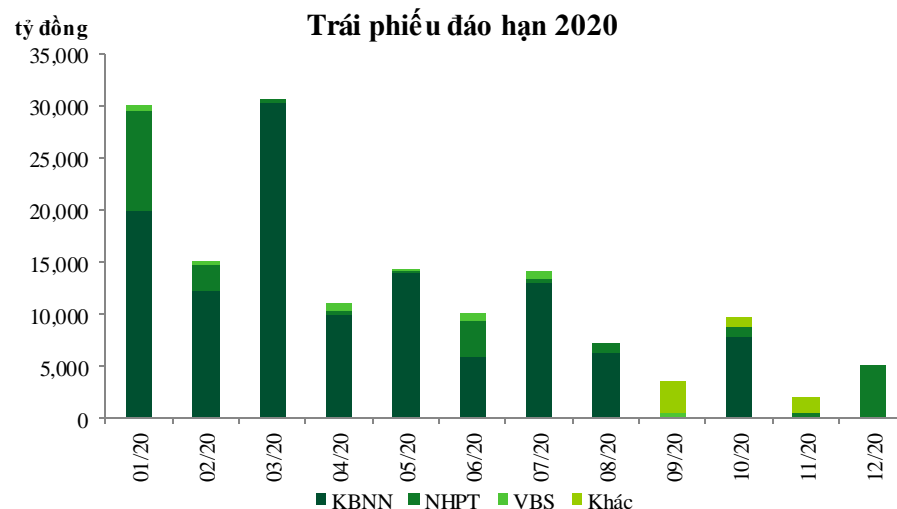
YẾU TỐ CHI PHỐI

- Thanh khoản thị trường dồi dào, dòng tiền từ các nguồn vốn đầu tư nước ngoài tạo dư địa để NHNN có thể hỗ trợ cho thanh khoản thị trường.
- Định hướng đưa tiêu chuẩn hệ số an toàn của các ngân hàng tiếp cận dần với chuẩn quốc tế vẫn được duy trì và có thể tạo ra áp lực nhất định lên toàn hệ thống khi nguồn lực của các NHTM có sự khác biệt đáng kể.
- Quá trình giải ngân vốn đầu tư công có thể được đẩy mạnh từ nửa cuối năm sau. Tuy vậy, chúng tôi không quá lo ngại về lượng tiền KBNN bị rút khỏi hệ thống khi nguồn tiền này sẽ sớm trở lại nền kinh tế theo nhiều hình thức khác nhau.



THỊ TRƯỜNG THỨ CẤP

- Các ngân hàng trong nước sẽ tiếp tục là chủ thể chi phối xu hướng thị trường. Quy định về các chỉ số an toàn hoạt động vẫn sẽ yêu cầu các NHTM gia tăng các tài sản có tính thanh khoản cao, đặc biệt là TPCP.
- Đường lợi suất được kỳ vọng dịch chuyển xuống dưới, trong đó kỳ hạn 10 năm có thể dao động trong khoảng 2,8% – 3,4%/năm.
- Tuy nhiên trong xu hướng giảm chung, lợi suất trái phiếu có thể sẽ ghi nhận sự phục hồi tăng ngắn hạn xung quanh các thời điểm:
 - Yếu tố mùa vụ liên quan đến thanh khoản thị trường, đặc biệt là Tết nguyên đán.
 - Các diễn biến và biến động xung quanh động thái của KBNN và điều hành của NHNN.
 - Diễn biến giải ngân đầu tư công của Chính phủ được kỳ vọng có thể thay đổi mang tính bước ngoặt sớm nhất vào đầu Quý 3.2020.

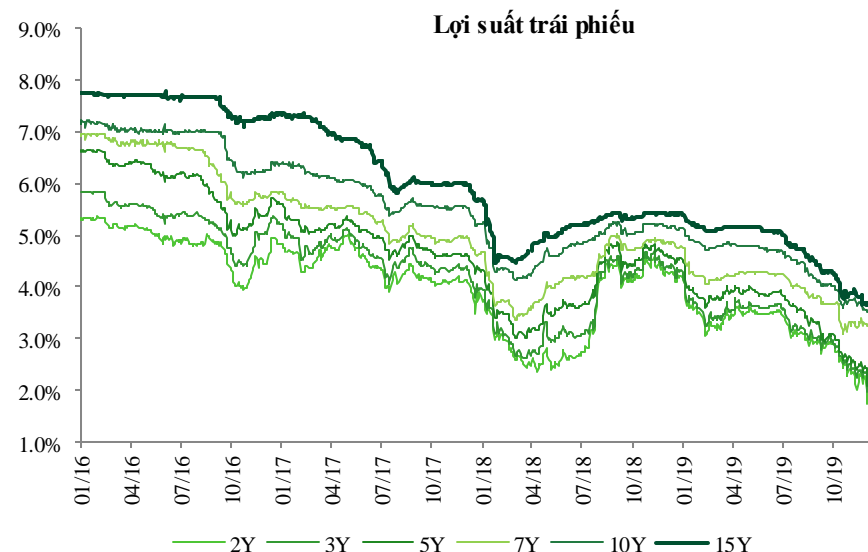
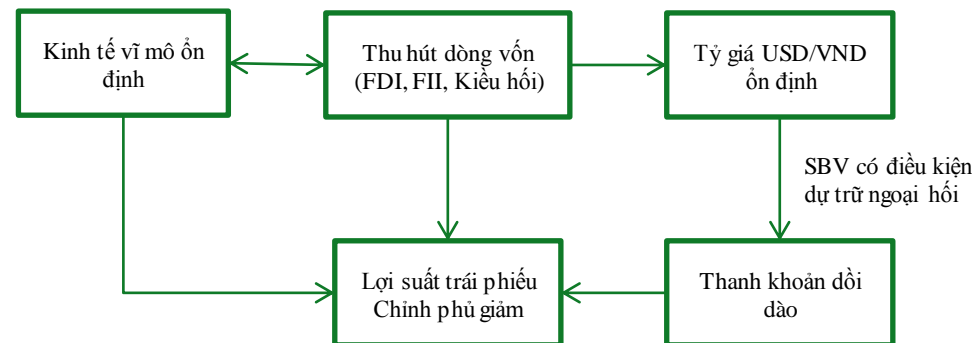


Nguồn: HNX, VCBS Research

♥ Kể từ 2016 đến nay, lợi suất trái phiếu ghi nhận xu hướng giảm mạnh qua từng năm khiến cho:

- Lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn dài (10 năm 3,5% - 3,6%) đã đạt lùi về ngưỡng lạm phát kỳ vọng trong trung hạn (3% - 4%).
- Lợi suất trái phiếu chính phủ ở các kỳ hạn trung hạn (<10 năm) đã lùi xuống dưới mức chi phí vốn của một số ngân hàng. Theo đó các ngân hàng có xu hướng tìm đến các trái phiếu kỳ hạn dài hơn (làm tăng rủi ro thanh khoản và mất cân đối cơ cấu tài sản nguồn vốn) và/hoặc mua các kỳ hạn ngắn hơn nhưng chấp nhận lỗ chi phí vốn.

♥ Xu hướng giảm được kỳ vọng tiếp tục chiếm ưu thế chủ đạo trên lợi suất trái phiếu Chính phủ trong năm 2020. Tuy nhiên, trong trường hợp thị trường thế giới có biến động lớn, dòng vốn vào Việt Nam không thuận lợi như giai đoạn trước hoặc thanh khoản hệ thống suy giảm có thể dẫn đến nguy cơ mất thanh khoản trên thị trường đi cùng với việc lãi suất trái phiếu Chính phủ tăng trở lại, tương tự như giai đoạn từ tháng 6 - tháng 11.2018 (căng thẳng thương mại Mỹ Trung nổ ra).



Nguồn: Bloomberg, VCBS Research

Tháng	Kho Bạc Nhà Nước							VDB	VBSP	Khác	
	KLPH	5 Năm	7 Năm	10 Năm	15 Năm	20 Năm	30 Năm	KLPH	KLPH	KLPH	KLPH
10/18	5.366	4,20	N/A	4,95	5,20	N/A	N/A	0	2.940	0	8.306
11/18	10.220	N/A	N/A	5,10	5,30	N/A	N/A	0	0	0	10.220
12/18	28.450	N/A	N/A	5,10	5,30	N/A	N/A	16.545	0	0	44.995
01/19	36.344	3,80	4,17	4,80	5,12	5,59	5,80	0	0	0	36.344
02/19	18.850	3,63	4,05	4,70	5,00	5,56	5,79	0	0	0	18.850
03/19	14.275	3,70	N/A	4,72	5,06	5,20	5,85	0	0	0	14.275
04/19	12.576	N/A	4,05	4,72	5,06	5,69	5,85	0	0	0	12.576
05/19	11.936	3,70	N/A	4,69	5,04	5,68	5,88	0	0	0	11.936
06/19	11.132	N/A	N/A	4,64	5,00	5,58	5,78	0	0	0	11.132
07/19	32.081	3,55	3,97	4,44	4,68	5,15	5,51	0	0	0	29.081
08/19	10.848	3,30	3,75	4,18	4,46	5,06	5,38	0	0	0	10.848
09/19	9.950	2,89	3,54	3,98	4,25	4,88	5,23	0	3.702	0	13.652
10/19	20.190	2,85	3,00	3,58	3,76	4,32	4,65	0	0	0	10.190
11/19	13.729	2,37	N/A	3,51	3,65	4,02	4,61	12.397	0	0	26.126
12/19	9.858	2,00	N/A	3,48	3,65	N/A	4,55	1.400	0	0	11.258
01/20	9.526	1,80%	2,24%	2,88%	3,00%	3,15%	3,80%	9.526	0	0	9.526

Nguồn: HNX, VCBS tổng hợp

Tháng	Trái phiếu		Tín phiếu kho bạc		Tổng
	Outright	Repo	Outright	Repo	
10/18	55.760	89.321	-	-	145.081
11/18	56.834	74.806	-	-	131.640
12/18	77.194	83.527	-	-	160.721
01/19	75.609	81.829	-	-	157.438
02/19	68.127	76.721	-	-	144.848
03/19	82.809	117.631	-	-	200.440
04/19	77.210	98.480	-	-	175.690
05/19	86.163	90.162	-	-	176.325
06/19	69.201	97.371	-	-	166.572
07/19	97.267	96.210	-	-	193.477
08/19	103.053	115.342	-	-	218.395
09/19	99.661	81.694	-	-	181.355
10/19	124.405	86.923	-	-	211.328
11/19	130.835	90.234	-	-	221.069
12/19	117.869	92.618	-	-	210.487
01/20	96.169	60.524	-	-	175.690

Nguồn: HNX, VCBS Research

Tháng	Reverse Repo				Outright			
	Đáo hạn	Gọi thầu	Số dư trong tháng	Lũy kế	Đáo hạn	Gọi thầu	Số dư trong tháng	Lũy kế
10/18	16.018	60.562	44.544	45.000	62.591	15.070	(47.521)	31.060
11/18	237.878	237.663	(215)	44.785	2.100	-	(2.100)	28.960
12/18	25.929	32.208	6.279	51.064	28.960	-	(28.960)	-
01/19	184.354	280.582	93.228	144.292	-	-	-	-
02/19	188.097	64.776	(123.321)	20.972	-	-	-	-
03/19	50.248	30.911	(19.337)	1.635	54.499	59.399	4.900	4.900
04/19	1.830	501	(1.329)	306	37.101	82.199	45.098	49.998
05/19	918	612	(306)	-	168.330	203.131	34.800	84.799
06/19	21	12.021	12.000	12.000	288.046	236.246	(51.800)	32.999
07/19	12.000	-	(12,000)	-	9.830	199.994	22.999	55.999
08/19	-	13.134	13.134	13.134	25.960	114.997	(55.999)	-
09/19	14.122	988	(13.134)	-	3.000	149.993	68.997	68.997
10/19	497	497	-	-	-	344.981	-	53.997
11/19	-	49.179	49.179	-	17.000	106.992	(53.997)	-
12/19	103.292	54.113	(49.179)	-	74.600	-	-	-

Nguồn: HNX, VCBS Research

	KBNN	NHPT	NHCSXH	Khác	Tổng
Tháng 1	19.544	4.100	875		24.519
Tháng 2	18.184	3.000	850		22.034
Tháng 3	9.981	125	600		10.706
Tháng 4	9.180	4.650			13.830
Tháng 5	5	3.257			3.262
Tháng 6	5.807	90			5.897
Tháng 7	5.734	150			5.884
Tháng 8	50			2.500	2.550
Tháng 9	50			1.490	1.540
Tháng 10	9.416	4.330		860	14.606
Tháng 11	20.533	5.960	1.450	2.000	29.943
Tháng 12	3.500	1.400	600		5.500
Tổng	101.984	27.062	4.375	6.850	140.272

Nguồn: HNX, VCBS Research