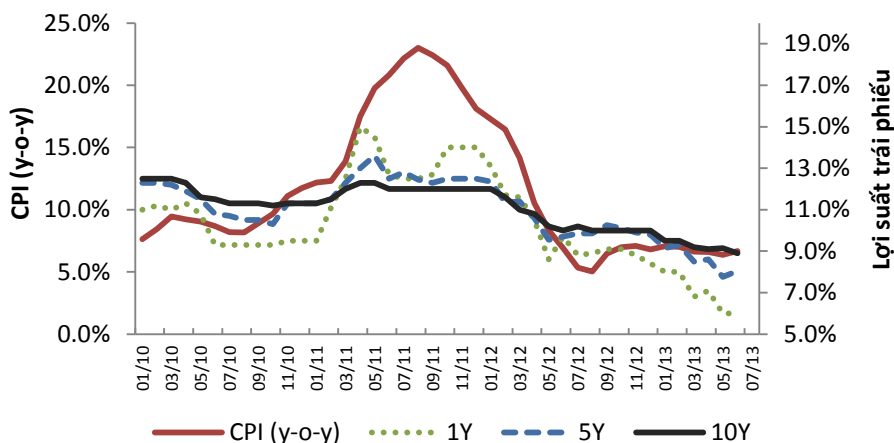


TÓM LƯỢC

6 THÁNG 2013: THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU SÔI ĐỘNG, LỢI SUẤT TRÁI PHIẾU TIẾN TỚI MỨC CÂN BẰNG TRONG TRUNG HẠN



(Nguồn: Bloomberg, VCBS)

Những nội dung chính:

- Thông tin Kinh tế vĩ mô 6 tháng 2013: GDP tăng trưởng 4,9% (y-o-y). Chúng tôi dự báo, tốc độ tăng trưởng GDP năm 2013 đạt khoảng 5,2% và có thể đạt 6% trong năm 2014. CPI 6 tháng đầu năm tăng 2,4% (y-t-d) và 6,73% (y-o-y). Chúng tôi kỳ vọng CPI hai quý cuối năm tăng nhẹ khi sức cầu được cải thiện và giá cả của một số dịch vụ thiết yếu tăng lên.
- Ngoại trừ diễn biến trầm lắng trong tháng 6, thị trường trái phiếu sơ cấp và thứ cấp khá sôi động và thiết lập kỷ lục trong 6 tháng đầu năm 2013. Lãi suất trúng thầu vẫn trong xu hướng giảm từ đầu năm 2013 và tiệm cận mức cân bằng trong trung hạn. Chúng tôi cho rằng nhu cầu đối với Trái phiếu Chính phủ và Chính phủ bảo lãnh đặc biệt là các kỳ hạn ngắn sẽ vẫn lớn trong thời gian tới.
- Lãi suất liên ngân hàng VND tiếp tục xu hướng giảm từ đầu năm 2013 trong khi lãi suất USD dao động trong biên độ hẹp. Thị trường liên ngân hàng và tình hình thanh khoản ngắn hạn của hệ thống ngân hàng được dự báo tiếp tục ổn định.
- Lợi suất trái phiếu tiếp tục giảm xuống mức đáy mới trong đầu tháng 6 và hồi phục lại mức lợi suất một tháng trước đó, chủ yếu đối với trái phiếu kỳ hạn ngắn trong khi lợi suất trái phiếu dài hạn vẫn duy trì xu thế giảm. Đường cong lợi suất trái phiếu trở nên phẳng hơn. Chúng tôi cho rằng lợi suất trái phiếu sẽ tiệm cận các mức hợp lý trung hạn và khả năng sụt giảm mạnh là không đáng kể.

Trong kỳ này
Tóm lược
Cập nhật vĩ mô
Thị trường trái phiếu
Lãi suất

Trịnh Quang Dũng
+84 4 3936 6425 (ext. 104)
tqdung@vcbs.com.vn

Đậu Thị Vân Anh
+84 4 3936 6425 (ext. 117)
dtvanh@vcbs.com.vn

Phụ lục Trang 9

Điều khoản sử dụng Trang 10

Cập nhật vĩ mô, trái phiếu, thông tin tài chính, doanh nghiệp có tại
www.vcbs.com.vn

KINH TẾ VĨ MÔ

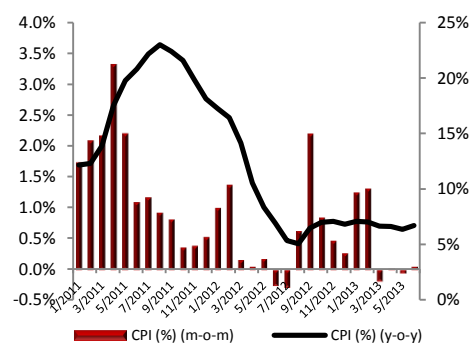
- GDP 6 tháng 2013 đạt 4,9% (y-o-y)
- CPI nửa đầu năm 2013 tăng 2,4% (y-t-d) và 6,73% (y-o-y)

GDP 6 tháng 2013 đạt 4,9% (y-o-y). Nền kinh tế vẫn đang trong giai đoạn tự điều chỉnh trong chu kỳ kinh tế, tuy nhiên, một số tín hiệu hồi phục tích cực đã trở nên rõ nét hơn. GDP năm 2013 được dự báo sẽ tăng 5,2% và có thể đạt 6% trong năm 2014.

Sức cầu hồi phục chậm. CPI được kiểm soát tốt là cơ sở để Chính phủ thực hiện nhiều biện pháp kích thích kinh tế.

Nền kinh tế vẫn đang trong giai đoạn tự điều chỉnh trong chu kỳ kinh tế, tuy nhiên, một số tín hiệu hồi phục tích cực đã trở nên rõ nét hơn. GDP trong Q1 tăng 4,76% (y-o-y), cải thiện hơn ở mức 4,9% trong Q2. Mặc dù tốc độ tăng trưởng chỉ tương đương với kết quả năm trước, nhưng sự tăng trưởng này là hợp lý và là cơ sở cho sự phục hồi vững chắc trong nửa cuối năm 2013. Sản xuất công nghiệp có nhiều khởi sắc khi chỉ số hàng tồn kho giảm mạnh từ 21,5% đầu năm nay xuống còn 9,7% trong tháng 6 và chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) dần được cải thiện (tháng 3, tháng 4 và tháng 5 lần lượt là 4,9%, 5% và 5,2% (y-o-y)) và đạt mức 5,2% sau 6 tháng 2013. Đồng thời, kim ngạch xuất khẩu đạt 62,053 tỷ USD (+16,1% y-o-y) trong khi kim ngạch nhập khẩu đạt 63,456 tỷ USD, dẫn đến thâm hụt thương mại ở mức 1,403 tỷ USD. Kim ngạch xuất nhập khẩu hồi phục mạnh mẽ là chỉ báo tích cực cho thấy tổng cầu có sự phục hồi. **Chúng tôi cho rằng, khả năng nền kinh tế tiếp tục suy thoái hơn nữa là rất thấp, tuy nhiên, giai đoạn củng cố có thể kéo dài. Chúng tôi tin rằng chỉ khi đồng thời cả ba chỉ số kinh tế bao gồm chỉ số doanh thu bán lẻ, chỉ số sản xuất công nghiệp, tăng trưởng tín dụng và đầu tư mới cho thấy cải thiện cụ thể và rõ ràng hơn, nền kinh tế mới có thể chuyển sang giai đoạn tăng trưởng bền vững. Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng GDP năm 2013 sẽ đạt mức 5,2% và có thể đạt 6% trong năm 2014.**

CPI 6 tháng đầu năm 2013 tăng 2,4% (y-t-d), tương đương 6,73% (y-o-y). CPI được kiểm soát tốt là cơ sở để Chính phủ triển khai các biện pháp kích thích nền kinh tế trong thời gian tới.



Lạm phát từ đầu năm 2013 đến nay được kiểm soát tốt. CPI trong 6 tháng đầu năm tăng 2,4% (y-t-d), tương đương 6,73% (y-o-y). CPI tăng trưởng âm trong tháng 3 và tháng 5 chủ yếu là do các quyết định hành chính vì thế không phản ánh chính xác xu hướng của lạm phát. Như vậy, với mức tăng trưởng chỉ số giá tiêu dùng trong nửa đầu năm 2013, mục tiêu kiềm chế lạm phát ở mức 7% theo kế hoạch đề ra là có thể đạt được. Đây là tín hiệu tích cực làm cơ sở cho Chính phủ triển khai các biện pháp kích thích tăng trưởng kinh tế trong thời gian tới. **Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng CPI tăng trưởng thấp trong nửa đầu 2013 là do tổng cầu 6 tháng qua vẫn chưa có sự phục hồi rõ nét, khiến cho chỉ số giá tiêu dùng sụt giảm. Chúng tôi kỳ vọng rằng CPI 6 tháng cuối năm 2013 sẽ tăng lên do: (1) tổng cầu dự kiến phục hồi rõ nét hơn trong những tháng tới, (2) giá viện phí, giá điện và giá nhiên liệu thế giới có khả năng điều chỉnh tăng trong thời gian tới, và (3) tăng trưởng tín dụng vào cuối năm 2012 và điều chỉnh lãi suất tiền gửi, lãi suất cho vay trong năm 2013 có thể gây ra độ trễ nhất định đến chỉ số CPI trong 6 tháng cuối năm 2013.**

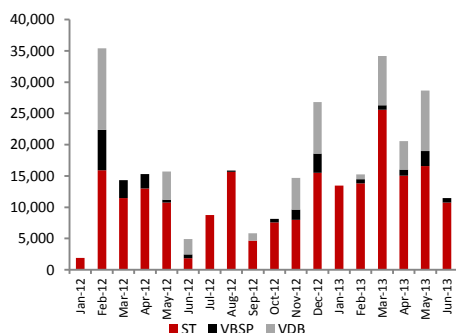
THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

- Thị trường trái phiếu sôi động, thiết lập kỷ lục mới trong 6 tháng đầu năm 2013
- Lãi suất trúng thầu giảm xuống đáy trong tháng 5 – cân bằng trong trung hạn
- Trái phiếu Chính phủ vẫn hấp dẫn khi lợi suất ở vùng đáy
- Đường cong lãi suất chuyển dịch dần xuống dưới, dốc từ tháng 1 đến tháng 5 và phẳng hơn trong tháng 6
- Thị trường thứ cấp tiếp tục sôi động

THỊ TRƯỜNG SƠ CẤP

Diễn biến thị trường sơ cấp tháng 6: Trầm lắng và ảm đạm.

11.465 tỉ đồng (-52,7% m-o-m) trái phiếu kho bạc, trái phiếu ngân hàng Chính sách xã hội được phát hành thành công trong tháng 6.



Trái với trạng thái sôi động trên thị trường sơ cấp các tháng trước, lượng trái phiếu phát hành tháng 6 chỉ đạt 11.456 tỷ đồng (-52,7% m-o-m), mức thấp nhất kể từ tháng 11/2012. Trong đó, trái phiếu kho bạc chiếm phần lớn ở mức 93,8% trong khi trái phiếu ngân hàng Chính sách xã hội chỉ đóng góp 6,2% trong khi hai phiên đầu giá trái phiếu ngân hàng phát triển hoàn toàn thất bại. Cầu đối với trái phiếu Chính phủ và trái phiếu Chính phủ bảo lãnh giảm xuống thể hiện qua tỷ lệ phát hành thành công sụt giảm mạnh từ mức 76,3% trong tháng 5 xuống còn 47,2% trong tháng 6 và tỷ lệ đăng ký mua trái phiếu cũng giảm xuống 1,4 lần từ mức 2,23 lần của tháng trước. Chúng tôi cho rằng tình hình kém sôi động trên thị trường sơ cấp vừa qua chủ yếu là do:

(1) Cầu đối với trái phiếu Chính phủ và trái phiếu Chính phủ bảo lãnh ngắn hạn vẫn dồi dào, tuy nhiên, các nhà đầu tư kỳ vọng lãi suất trúng thầu cao hơn mức lãi suất được đưa ra.

(2) Lãi suất trúng thầu tiệm cận các mức hợp lý trung hạn và chỉ số CPI, vì thế khả năng lợi suất trái phiếu sụt giảm mạnh trong thời gian tới là không đáng kể.

(3) Động thái rút vốn ồ ạt khỏi các thị trường mới nổi diễn ra, trong đó có Việt Nam, sau khi FED (Mỹ) quyết định sẽ thu hẹp gói hỗ trợ QE3 và tình hình khủng hoảng tài chính ở Trung Quốc bùng nổ. Đồng thời, các chỉ số vĩ mô không khả quan như dự kiến dẫn đến sự im ắng trên thị trường khi nhà đầu tư tiếp tục chờ đợi và quan sát thêm các diễn biến trên thị trường.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các tổ chức tín dụng sẽ tiếp tục đầu tư vào trái phiếu do tín dụng tăng trưởng thấp, thanh khoản hệ thống vẫn dồi dào và trái phiếu kỳ hạn ngắn như 2 năm, 3 năm và trái phiếu kho bạc sẽ tiếp tục được lựa chọn do những quan ngại về rủi ro dài hạn.

Kho bạc Nhà nước huy động thành công 3.000 tỷ đồng tín phiếu trong tháng 6.

3.000 tỷ đồng tín phiếu kho bạc đã được phát hành thành công trong tháng 6. Tổng lượng đăng ký đặt thầu đạt 8.560 tỷ đồng, gấp 2,85 lần lượng phát hành, thấp hơn mức 4,08 lần trong tháng 5. Điều này chứng tỏ nhu cầu mua loại chứng khoán này hiện vẫn còn cao, tuy nhiên đã giảm sút so với tháng trước. Lãi suất trúng thầu giảm mạnh xuống 5,68% và hồi phục nhẹ ở mức 5,8% vào cuối tháng.

Diễn biến thị trường sơ cấp 6 tháng đầu 2013: Sôi động và tăng trưởng kỷ lục

6 tháng đầu năm 2013, tổng lượng trái phiếu và tín phiếu phát hành đạt 145.381 tỉ đồng (+50,8% y-o-y), mức cao nhất trong những năm gần đây.

6 tháng đầu năm 2013, thị trường sơ cấp đã ghi nhận khối lượng trúng thầu cao nhất trong những năm gần đây. Cụ thể, tổng khối lượng trái phiếu phát hành đạt 123.541 tỷ đồng (+28% y-o-y), trong đó, trái phiếu kho bạc nhà nước đóng góp 95.289 tỷ đồng, tương đương 85% , trái phiếu ngân hàng Phát triển Việt Nam và trái phiếu Ngân hàng Chính sách Xã hội Việt Nam chỉ chiếm 15% còn lại. Đồng thời, tín phiếu cũng ghi nhận

100% thành công trong các phiên đấu giá, huy động 21.840 tỷ đồng (+143% y-o-y) với tỷ lệ trúng thầu trên phát hành là 94,9%.

Bên cạnh đó, theo kế hoạch điều chỉnh của Kho bạc Nhà nước ngày 16 tháng 5 năm 2013, tổng lượng phát hành trái phiếu và tín phiếu kho bạc được điều chỉnh lên mức 170.000 tỷ đồng (+41,6% y-o-y) cho năm 2013. Trong đó, 33.000 tỷ đồng là hạn mức cho tín phiếu kho bạc, phần còn lại dành cho các kỳ hạn từ 2 đến 15 năm. Tính đến 30 tháng 6, Kho bạc Nhà nước đã huy động thành công 95.289 tỷ đồng trái phiếu và 21.840 tỷ đồng tín phiếu, bằng 68,9% kế hoạch điều chỉnh và 79% tổng khối lượng phát hành trong năm 2012. **Chúng tôi cho rằng, mặc dù diễn biến trong tháng 6 có phần trầm lắng, nhưng thị trường sơ cấp sẽ sớm sôi động trở lại trong những tháng tới do: (1) tăng trưởng tín dụng chỉ hồi phục chậm trong hai quý cuối năm. (2) cung trái phiếu tiếp tục dồi dào để tài trợ cho nhiều dự án của Chính phủ. Thêm vào đó, trái phiếu kỳ hạn ngắn như 2 năm và 3 năm vẫn được ưa thích do lo ngại về rủi ro dài hạn.**

Lãi suất trúng thầu tiếp tục giảm – cân bằng trong ngắn hạn.

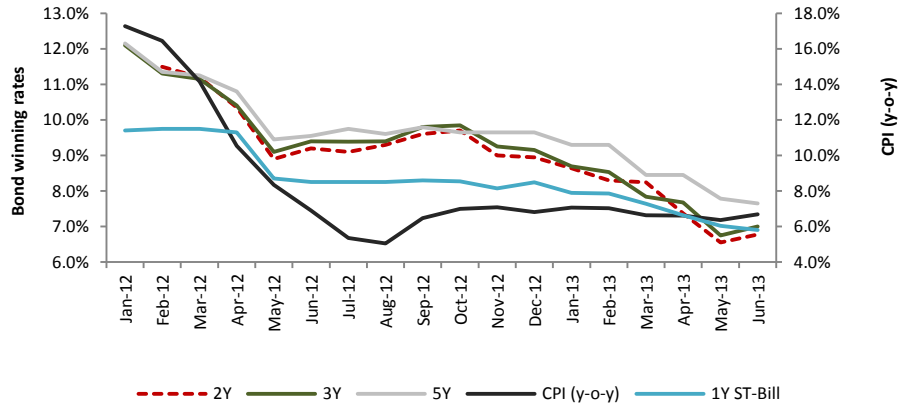
Lãi suất trúng thầu trái phiếu và tín phiếu tiếp tục xu hướng giảm kể từ tháng 9/2012 và chạm đáy vào tháng 5/2013. Lãi suất trúng thầu hồi phục nhẹ trong tháng 6 và dự kiến dao động trong biên độ hẹp trong thời gian tới. Xu hướng lãi suất trúng thầu được dự báo sẽ diễn biến sát với biến động của chỉ số CPI và những thay đổi điều kiện kinh tế vĩ mô.

Lãi suất trúng thầu trái phiếu và tín phiếu giảm liên tục từ tháng 9/2012 đến tháng 5/2013, tiếp tục đà giảm từ tháng 9/2012. Trong 5 tháng đầu năm, lãi suất trúng thầu với trái phiếu kỳ hạn từ 2 đến 5 năm đã giảm 2%-2,17%, tương đương mức giảm trong cả năm 2012. Xu hướng giảm này kéo dài đến giữa tháng 6 và bắt đầu hồi phục nhẹ sau đó. Tuy nhiên, như đã trình bày trong các báo cáo trước, chênh lệch giữa lãi suất trúng thầu trái phiếu kỳ hạn 5 năm và kỳ hạn 2 năm cao hơn mức chênh lệch trung bình dẫn đến lãi suất trúng thầu với trái phiếu kỳ hạn 5 năm giảm từ 7,78% trong tháng 5 xuống 7,65% trong tháng 6.

Lãi suất trúng thầu tín phiếu cũng diễn biến với xu hướng tương tự. Đối với kỳ hạn 52 tuần, lãi suất trúng thầu đã giảm từ 8% vào đầu năm xuống 5,68% vào cuối tháng 6. Lãi suất trúng thầu tháng 6 dao động trong phạm vi hẹp từ 5,77% đến 5,8%.

Tình hình vĩ mô được cải thiện, thể hiện thông qua các chỉ số kinh tế gần đây cũng như CPI được kiểm soát tốt trong 6 tháng đầu năm 2013, được xem như nguyên nhân dẫn tới việc giảm điểm liên tục của lãi suất trúng thầu từ tháng 1 đến tháng 5. Sự hồi phục của lãi suất trúng thầu trong tháng 6 đã xác nhận quan điểm của chúng tôi về mức cân bằng trung hạn được tiến tới trên cơ sở đánh giá đầy đủ yếu tố lạm phát kỳ vọng.

Ngoài ra, đà suy giảm của lãi suất trúng thầu và lợi suất trái phiếu từ đầu năm là động lực cơ bản thúc đẩy nhà đầu tư tham gia thị trường thứ cấp để chốt lời, dẫn tới khối lượng giao dịch trong Q2 đạt mức cao kỷ lục. Nhìn chung, với dự báo nguồn cung trái phiếu tiếp tục dồi dào trong các tháng tới và tăng trưởng tín dụng được cải thiện trong Q3, chúng tôi kỳ vọng lãi suất trúng thầu trái phiếu có thể dao động trong biên độ hẹp và xác suất sụt giảm mạnh là không đáng kể.

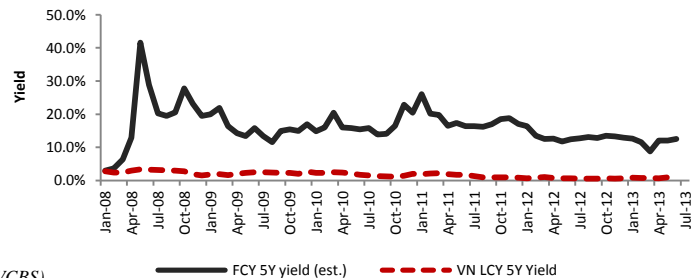


Trái phiếu Chính phủ vẫn hấp dẫn khi lợi suất tiến tới mức đáy

Chênh lệch giữa mức lợi suất trái phiếu chính phủ ước tính của chúng tôi và mức lợi suất thực ổn định trong suốt 6 tháng đầu năm 2013.

Chênh lệch giữa mức lợi suất trái phiếu chính phủ ước tính của chúng tôi và mức lợi suất thực được duy trì ổn định trong 6 tháng đầu năm. Lợi suất trái phiếu chính phủ ước tính của chúng tôi giữ vững ở mức 12%/năm dưới sự cân bằng của 2 yếu tố: lợi suất trái phiếu chính phủ Mỹ tăng từ 0,88% trong tháng 1 lên 1,39% trong tháng 6 và giá trị tương đối của đồng USD so với VND 12 tháng giảm từ 9,64% xuống 8,41% trong cùng thời gian. Sự ổn định của lợi suất trái phiếu chính phủ ước tính cùng với dao động hẹp của chỉ số CDS 5 năm phát đi các tín hiệu tích cực về sự phục hồi kinh tế vĩ mô. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng rằng trái phiếu chính phủ Việt Nam sẽ tiếp tục hấp dẫn các nhà đầu tư nước ngoài khi lợi suất trái phiếu tiến tới mức cân bằng trung hạn.

Dự báo VGB yield và Mức lãi suất thực VGB



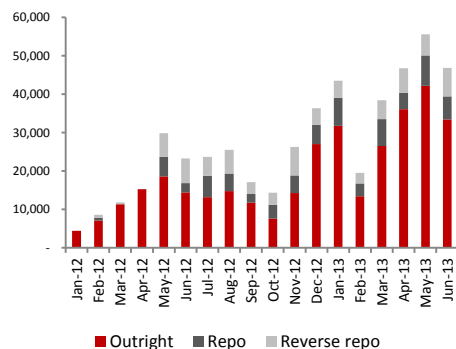
(Nguồn: Bloomberg, VCBS)

THỊ TRƯỜNG THỨ CẤP

Diễn biến tháng 6: Thị trường Thứ cấp kém sôi động

Tháng 6, thị trường thứ cấp trở nên ít sôi động hơn so với tháng 5. Tuy nhiên, tổng giá trị giao dịch vẫn ở mức trung bình 4 tháng qua và cao hơn đáng kể mức kỷ lục của năm trước.

Thị trường thứ cấp tháng 6 trở nên kém sôi động hơn so với tháng 5 với tổng giá trị giao dịch trái phiếu và tín phiếu chỉ đạt 47.053 tỷ đồng (-15,9% m-o-m). Về giao dịch trái phiếu, giá trị giao dịch outright giảm xuống còn 33.380 tỷ đồng (-20% w-o-w) trong khi giá trị giao dịch repo đạt 13.469 tỷ đồng, tương đương với mức tháng 5. Về giao dịch outright, trái phiếu kỳ hạn 0-3 năm tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn nhất 80% so với tổng giá trị giao dịch, trái phiếu kỳ hạn 3-5 năm, 5-7 năm lần lượt đóng góp 17% và 3%. Bên cạnh đó, trái phiếu kho bạc tiếp tục được giao dịch nhiều nhất với 89% tổng giá trị giao dịch trong khi trái phiếu ngân hàng phát triển Việt Nam chỉ chiếm 11% còn lại. Về giao



dịch repo, 44% tổng giá trị giao dịch thuộc về giao dịch repo và giao dịch reverse repo cấu thành phần còn lại.

Tương tự như 4 tháng gần đây, giao dịch tín phiếu tiếp tục đóng góp một phần nhỏ tương đương 1.253 tỷ đồng vào tổng giá trị giao dịch trên thị trường thứ cấp trong tháng 6, tương đương 2,6% tổng giá trị giao dịch.

Chúng tôi cho rằng trạng thái kém sôi động trên thị trường thứ cấp trong tháng 6 có thể là do các hoạt động chốt lời và sự hồi phục của lợi suất trái phiếu đi lên từ vùng đáy dẫn đến động thái chờ đợi và quan sát của nhà đầu tư trước khi mở vị thế mới.

Diễn biến giao dịch 6 tháng đầu năm 2013: Tổng giá trị giao dịch trong 6 tháng đầu năm 2013 vượt con số của cả năm 2012 trên 7%

Tổng giá trị giao dịch trên thị trường thứ cấp 6 tháng đầu năm 2013 tăng gần gấp 3 lần cùng kỳ năm ngoái và cao hơn con số của cả năm 2012.

Trong 6 tháng đầu năm 2013, tổng giá trị giao dịch trên thị trường thứ cấp đạt 254.530 tỷ đồng (+174% y-o-y), gần gấp ba lần con số này trong 6 tháng năm 2012 và là mức cao kỷ lục kể từ năm 2010. Giá trị này cũng cao hơn tổng giá trị giao dịch trong cả năm 2012 trên 7%. Đáng lưu ý là giá trị giao dịch bình quân hàng tháng chỉ đạt khoảng 4000-5000 tỷ đồng trong năm 2010, 2011; tăng lên khoảng 19.600 tỷ trong năm 2012 và nhảy vọt lên mức trung bình 40.000 tỷ trong 6 tháng 2013.

Nhìn từ khía cạnh khác, cơ cấu giao dịch vẫn đồng nhất trong suốt 6 tháng đầu năm 2013, giao dịch trái phiếu kỳ hạn 0-3 năm chiếm phần lớn 51% và giao dịch trái phiếu kho bạc chiếm 62% tổng giá trị giao dịch.

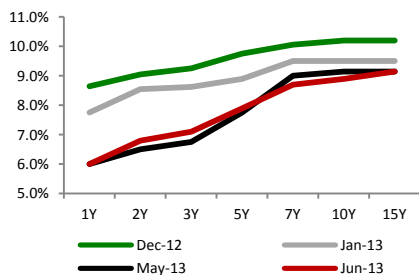
Theo sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, nhà đầu tư nước ngoài đang tích cực tham gia giao dịch trên thị trường trái phiếu, đóng góp khoảng 30% tổng giá trị giao dịch trên thị trường thứ cấp.

Giá trị giao dịch bùng nổ trên thị trường thứ cấp kể từ đầu năm 2013, củng cố kỳ vọng của chúng tôi về trạng thái sôi động của thị trường này trong năm 2013, như đã nêu trong các báo cáo trước. Điều này có thể được lý giải bởi các nguyên nhân sau: (1) các nhà đầu tư tiếp tục tập trung giao dịch trái phiếu hơn khi mà chỉ số CPI và lợi suất trái phiếu được dự đoán duy trì xu thế giảm trong nửa đầu năm 2013, đồng thời tăng trưởng tín dụng dưới mức kỳ vọng, (2) lãi suất liên ngân hàng được duy trì thấp tương đối với lợi suất trái phiếu cho phép các nhà đầu tư hưởng lợi chênh lệch giá trên thị trường trái phiếu. Theo đó, chúng tôi giữ nguyên quan điểm rằng thị trường trái phiếu sẽ tiếp tục sôi động trong thời gian tới giữa bối cảnh thanh khoản ngắn hạn dư thừa của hệ thống ngân hàng và lãi suất liên ngân hàng ở mức thấp.

Đường cong lợi suất Trái phiếu dịch chuyển xuống và quay trở lại hình dáng thông thường.

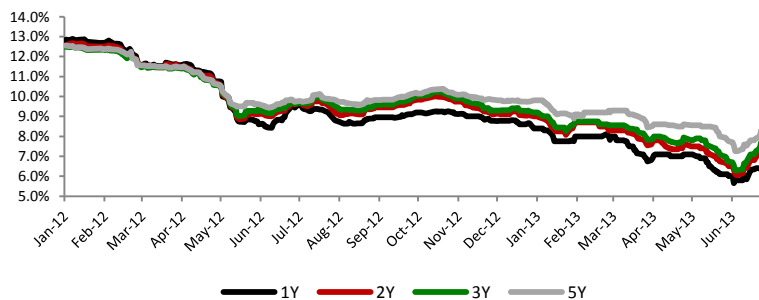
Lợi suất trái phiếu tiếp tục đà giảm từ đầu năm 2013 đến tháng 5/2013. Đường cong lợi suất trở nên dốc hơn. Vào giữa tháng 6, lợi suất trái phiếu ngắn hạn tăng trở lại khiến cho đường cong lợi suất phẳng hơn vào cuối tháng 6.

Lợi suất trái phiếu đối với mọi kỳ hạn, theo dữ liệu Bloomberg, đã liên tục giảm xuống kể từ đầu năm đến tháng 5 với mức giảm sâu ở kỳ hạn ngắn và giảm nhẹ hơn ở kỳ hạn dài. Cụ thể, tính đến cuối tháng 5, lợi suất đối với trái phiếu ngắn hạn kỳ hạn 1 năm, 2 năm và 3 năm giảm xuống còn 6% (-2,65% y-t-d), 6,5% (-2,55% y-t-d) và 6,75% (-2,5% y-t-d). Trong khi lợi suất đối với trái phiếu dài hạn giảm khoảng 1-1,1% (y-t-d). Đường cong lợi suất chạm đáy vào giữa tháng 6 và hồi phục lại mức tháng 5 sau đó, tuy nhiên, đường cong lợi suất đã trở nên phẳng hơn. Lợi suất của trái phiếu kỳ hạn 2 năm và 3 năm tăng khoảng 0,3% - 0,35% trong khi lợi suất trái phiếu dài hạn như 10 năm



giảm nhẹ khoảng 0,3%. Chúng tôi cho rằng lợi suất trái phiếu đã tiến tới mức cân bằng trung hạn và khả năng sụt giảm sâu là không đáng kể. Ngoài ra, lợi suất trái phiếu cũng dao động trong biên độ nhỏ và có tương quan qua lại chặt chẽ với biến động của chỉ số CPI và độ dốc thường thấy của đường cong lãi suất sẽ được duy trì.

Đường cong lợi suất



(Nguồn: HNX, VCBS)

TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP VÀ CQ ĐỊA PHƯƠNG

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp tiếp tục trầm lắng. Hà Nội phát hành thành công trái phiếu thủ đô.

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp tiếp tục ảm đạm mặc dù rất nhiều kế hoạch phát hành được công bố. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp được kỳ vọng bước đầu khởi sắc cùng với sự phục hồi rõ nét hơn của tăng trưởng tín dụng.

Tình trạng trầm lắng của thị trường trái phiếu doanh nghiệp từ đầu năm 2013 tiếp diễn trong tháng 6 với không có đợt trái phiếu nào được phát hành thêm. Trong khi đó, rất nhiều kế hoạch phát hành đã được công bố, nhưng rất ít đợt phát hành thực tế diễn ra trên thị trường do sức cầu yếu, cùng với tín dụng tăng trưởng thấp. Các NHTM và các định chế tài chính tỏ ra thận trọng với loại hình chứng khoán rủi ro này khi các doanh nghiệp đang gặp nhiều vấn đề với lượng hàng tồn kho cao và nhu cầu tiêu thụ yếu, chưa kể đến đặc điểm thị trường trái phiếu doanh nghiệp kém phát triển và tính thanh khoản thấp như tại Việt Nam. Tuy nhiên, cùng với kỳ vọng tăng trưởng tín dụng được cải thiện và lãi suất cho vay tiếp tục giảm trong các tháng tới, chúng tôi cho rằng thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ bước đầu khởi sắc, đặc biệt đối với các doanh nghiệp cơ sở hạ tầng.

Kho bạc Nhà nước thành phố Hà Nội phát hành thành công 1.000 tỉ đồng trái phiếu thủ đô kỳ hạn 5 năm với lãi suất 8,7%/năm trong tháng 6 để bổ sung nguồn vốn cho 8 công trình trọng điểm của thủ đô.

Tiếp sau thành công của đợt phát hành trái phiếu thành phố của Tp.Hồ Chí Minh và Đà Nẵng vào cuối năm 2012, Hà Nội đã phát hành được 1.000 tỷ đồng trái phiếu đô thị kỳ hạn 5 năm ở mức 8,7%/năm trong tháng 6/2013 khi lợi suất trái phiếu chính phủ cùng kỳ hạn đang đứng ở mức 7,8%. Tỷ lệ khối lượng đặt thầu trên gọi thầu đạt 3.32 lần. Đợt phát hành này mở đầu cho kế hoạch huy động 5.000 tỷ đồng thông qua trái phiếu đô thị giai đoạn 2013-2015 của Hà Nội nhằm bổ sung nguồn vốn cho 8 công trình cơ sở hạ tầng trọng điểm của thủ đô, bao gồm đường vành đai 1 và 2, đường số 5, cải tạo bệnh viện Đức Giang, xây dựng mới bệnh viện đa khoa với công suất 1000 giường bệnh ở Mê Linh và nâng cấp hệ thống thoát nước phía Tây Hà Nội. Chúng tôi cho rằng, nhiều thành phố và tỉnh thành khác sẽ tiếp tục tham gia phát hành trái phiếu đô thị để mở rộng nguồn vốn, bổ sung kinh phí cho các dự án cơ sở hạ tầng và dự án công cộng.

LÃI SUẤT – XU THẾ VÀ DỰ BÁO

- Lãi suất liên ngân hàng VND xuống thấp kỉ lục trong tháng 6
- Trần lãi suất tiền gửi cho kỳ hạn dưới 6 tháng giảm xuống còn 7%, trần lãi suất tiền gửi cho các kỳ hạn khác được gỡ bỏ
- Ngân hàng Nhà nước tiếp tục bơm ròng nhẹ thông qua nghiệp vụ thị trường mở (OMO)
- Thanh khoản ngắn hạn của hệ thống ngân hàng duy trì trạng thái ổn định.

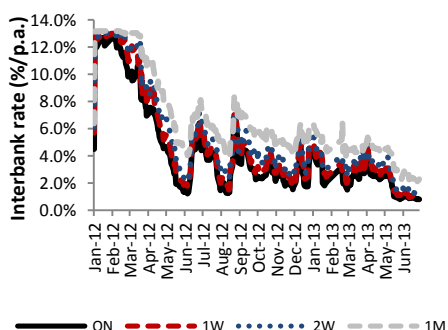
Trần lãi suất huy động cho kỳ hạn dưới 6 tháng được điều chỉnh ở mức 7% trong khi trần lãi suất đối với các kỳ hạn dài hơn được gỡ bỏ. Trần lãi suất huy động đối với đồng USD được điều chỉnh giảm để tránh hiện tượng đầu cơ.

Lãi suất VND bình quân liên ngân hàng tiếp tục xu hướng giảm và chạm đáy vào cuối tháng 6 trong khi lãi suất USD bình quân liên ngân hàng thay đổi không đáng kể. Thị trường liên ngân hàng và trạng thái thanh khoản ngắn hạn của hệ thống ngân hàng được kỳ vọng tiếp tục ổn định.

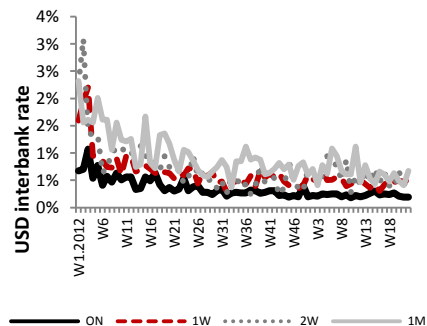
Ngân hàng Nhà nước điều chỉnh hạ trần lãi suất huy động trong tháng 6. Cụ thể, trần lãi suất đối với tiền gửi kỳ hạn dưới 6 tháng là 7% trong khi đối với các kỳ hạn dài hơn, trần lãi suất huy động được gỡ bỏ. Động thái này được đánh giá là phù hợp với thực tế nhiều ngân hàng đã tự động cắt giảm lãi suất huy động xuống dưới 7% làm cho trần lãi suất không còn nhiều ý nghĩa. Theo sau sự điều chỉnh giảm trần lãi suất huy động VND, trần lãi suất tiền gửi bằng USD cũng được hạ xuống để tránh tình trạng đầu cơ USD. **Chúng tôi cho rằng khó có khả năng lãi suất được cắt giảm sâu thêm do trần lãi suất 7% là mức có thể duy trì trạng thái lãi suất thực dương trong bối cảnh chỉ số CPI được kỳ vọng ở mức 7-8% trong năm 2013.**

Đà giảm của lãi suất bình quân VND liên ngân hàng kể từ đầu năm nay tiếp tục duy trì trong khi lãi suất bình quân USD liên ngân hàng thay đổi không đáng kể. Tính đến cuối tháng 6, lãi suất VND đã giảm 0,8%-3,35%/năm cho các kỳ hạn dưới 5 tháng, tương đương mức thấp hơn 3,7%-3,94% so với hồi tháng 1 và giảm 5,16%-7,33%/năm đối với các kỳ hạn dài hơn, tương đương mức thấp hơn 1,67%-2,51% so với đầu năm. Trong khi đó, lãi suất USD dao động trong biên độ hẹp từ 0,01%-1,2% kể từ đầu năm nay và ở quanh mức 0,19%-1,54% trong tháng 6. **Xu hướng đi xuống của lãi suất bình quân VND liên ngân hàng và sự thay đổi không đáng kể trong lãi suất USD cùng với tâm lý lạc quan trên thị trường trái phiếu đã phản ánh đầy đủ trên khối lượng giao dịch và khối lượng phát hành cao nhất từ trước tới nay trong 6 tháng đầu năm 2013.** Điều này cho thấy thị trường liên ngân hàng đang ở trạng thái ổn định và thanh khoản hệ thống tiếp tục dư thừa ngắn hạn. Chúng tôi kỳ vọng rằng thanh khoản của hệ thống ngân hàng sẽ tiếp tục dồi dào và vì thế, thị trường liên ngân hàng sẽ tiếp tục ổn định trong thời gian tới.

Lãi suất liên ngân hàng VND (% p. a.)



Lãi suất liên ngân hàng USD (% p. a.)



(Nguồn: SBV, Bloomberg)

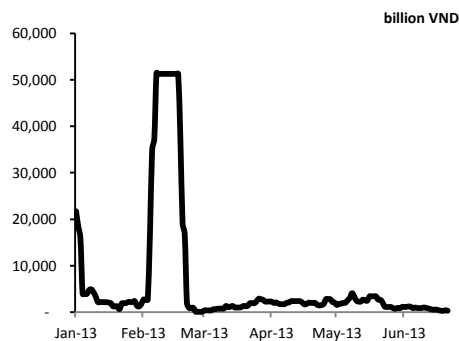
Ngân hàng Nhà nước bơm ròng 21.331 tỉ đồng thông qua nghiệp vụ thị trường mở trong tháng 6. Trạng thái thanh khoản

Ngân hàng Nhà nước tăng cường bơm ròng ra thị trường thông qua kênh nghiệp vụ thị trường mở trong tháng 6. Cụ thể, thông qua nghiệp vụ reverse repo, NHNN đã bơm ròng 2.226 tỉ đồng trong khi lượng giấy tờ có giá đáo hạn trị giá 2.945 tỉ đồng, dẫn tới

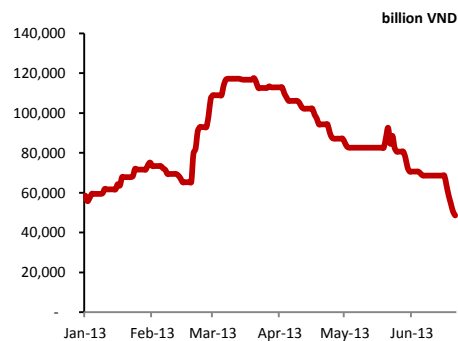
chung tiếp tục dồi dào.

việc hút ròng 719 tỉ đồng. Như vậy, số dư của nghiệp vụ reverse repo trên thị trường mở giảm mạnh từ giá trị 1.154 tỉ đồng trong tháng 5 xuống còn 435 tỉ đồng trong tháng 6. Với các giao dịch outright, lượng tín phiếu đáo hạn trong tháng 6 ở mức 22.030 tỉ đồng trong khi không có đợt phát hành tín phiếu mới, dẫn đến trạng thái bơm ròng 21.311 tỉ đồng thông qua nghiệp vụ thị trường mở. Chúng tôi cho rằng sự giảm sút số dư qua kênh reverse repo trên thị trường mở đã khẳng định kỳ vọng thanh khoản dồi dào của hệ thống ngân hàng. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng Ngân hàng Nhà nước sẽ tiếp tục duy trì số dư thấp qua kênh reverse repo và phát hành tín phiếu để tái hấp thụ dòng tiền từ tín phiếu đáo hạn trong những tháng tới.

Số dư Reverse Repo (bnVND)



Số dư Outright (bnVND)



(Nguồn: SBV)

PHỤ LỤC

Khối lượng phát hành trái phiếu và tín phiếu trên thị trường sơ cấp

Tháng	ST (tỷ VND)	VBSP (tỷ VND)	VDB (tỷ VND)	ST-Bill (tỷ VND)	Tổng (tỷ VND)
Jun-12	1,850	600	2,460	1,000	5,910
Jul-12	8,750	0	0	2,100	10,850
Aug-12	15,650	200	0	3,750	19,600
Sep-12	4,660	0	1,200	1,850	7,710
Oct- 12	7,600	550	0	7,650	15,800
Nov-12	8,000	1,600	5,100	6,600	21,300
Dec-12	15495	3,100	8220	2,300	29,115
Jan-13	13,460	0	0	7,290	20,750
Feb-13	13,798	700	745	3,550	18,793
Mar-13	25,600	700	7,850	3,000	37,150
Apr-13	15,066	930	4,590	2,000	22,586
May-13	16,600	2,400	9,637	3,000	31,637
Jun-13	10,765	700	0	3,000	14,465

(Nguồn: HNX, VCBS)

Khối lượng giao dịch trái phiếu và tín phiếu trên thị trường thứ cấp

Month	Bonds		ST-bills		Total
	Outright (VND)	Repo & Reverse repo Value (bn. VND)	Outright (bn. VND)	Repo & Reverse repo Value (bn. VND)	
Jun-12	14,404	8,805	-	-	23,209
Jul-12	13,199	10,463	-	-	23,662
Aug-12	14,761	10,754	55.1	-	25,570
Sep-12	11,723	5,340	-	-	17,063
Oct -12	7,626	6,676	-	-	14,302
Nov -12	14,257	11,946	-	-	26,203
Dec-12	27,012	9,275	-	-	36,287
Jan-13	31,763	12,023	-	-	43,786
Feb-13	13,399	6,141	-	-	19,540
Mar- 13	26,523	11,854	957	434	39,768
Apr- 13	36,067	10,655	1,358	654	48,734
May-13	42,160	13,422	236	137	55,955
Jun-13	33,380	13,469	46	158	47,053

(Nguồn: HNX, VCBS)

Nghiệp vụ thị trường mở (OMO)

Month	Reverse Repo				Outright (SBV Bills)			
	Due	Offer	Balance	Outstanding	Due	Offer	Balance	Outstanding
Jun-12	5,083	4,633	(450)	1,095	14,201	3,059	(11,142)	58,137
Jul-12	3,103	2,027	(1,076)	19	18,350	-	(18,350)	39,787
Aug-12	23,487	34,428	10,941	10,960	8,000	-	(8,000)	31,787
Sep-12	46,255	43,886	(2,369)	8,591	9,717	-	(9,717)	22,070
Oct-12	26,389	19,319	(7,070)	1,521	14,128	14,972	844	22,914
Nov -12	11,998	12,116	118	1,639	11,340	37,724	26,384	49,298
Dec-12	8,638	33,738	25,100	26,739	4,050	13,312	9,262	55,747
Jan-13	36,037	11,056	(24,981)	1,758	37,161	53,754	16,593	75,153
Feb-13	55,247	53,584	(1,663)	95	17,182	49,259	32,077	107,230
Mar-13	4,172	6,378	2,206	2,301	9,227	14,874	5,647	112,877
Apr-13	9,184	8,968	(216)	2,085	25,756	0	(25,756)	87,121
May-13	10,980	10,049	(931)	1,154	36,505	20,000	(16,505)	70,616
Jun-13	2,945	2,226	(719)	435	22,030	0	(22,030)	48,586

(Nguồn: SBV, VCBS Unit: tỷ VND)

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

**Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank
198 Trần Quang Khải, Hà Nội
Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024
Fax: 84 - 4 - 39 360 262**

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367516/17/18/19/20; 39368601/02; 39365094/95; 39367516; 39366990 - Số máy lẻ: 213/218
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1 và 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)- 38200799 Lầu 6, Tòa nhà Khánh Nguyên, số 63 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200774/75/76; 38200799 - Số máy lẻ: 101-104
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Toà nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812