

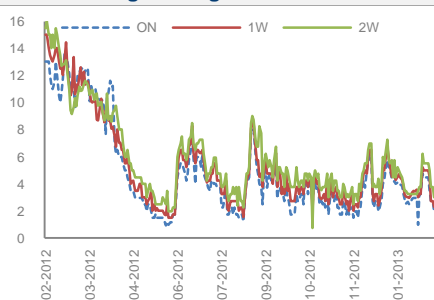
Thị trường trái phiếu Việt Nam: Cân nhắc rủi ro đến từ biến động tỷ giá 05.03.2013



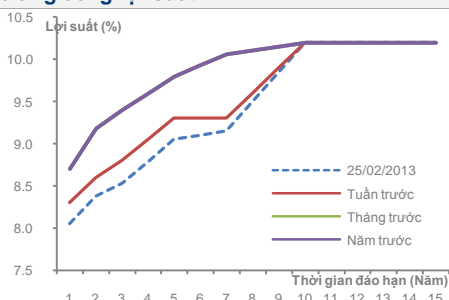
Các chỉ tiêu vĩ mô quan trọng

Chỉ tiêu	01-2012	02-2012
CPI (y/y, %)	7.07	7.02
Chỉ số SXCN (y/y, %)	21.10	-10.10
Doanh thu bán lẻ (y/y, %)	1.00	3.60
Cán cân TM (tỷ USD)	0.76	0.90

Lãi suất liên ngân hàng



Đường cong lợi suất



MIRAE ASSET SECURITIES (VIETNAM)

Trụ sở

91 Pasteur, P.Bến Nghé, Quận 1, TP.HCM

T: 84-8-3911-0636 F: 84-8-3911-0678

Email: infoclient@miraeasset.com

Website: www.masvn.com

Chi nhánh Hà Nội

27 Hàng Bài, Q.Hoàn Kiếm, Hà Nội

T: 84-4-6273-0541 F: 84-4-6273-054

PHÒNG PHÂN TÍCH

Lê Quang Minh – Trưởng nhóm

minh.le@miraeasset.com

Phan Khánh Hoàng

hoang.phan@miraeasset.com

Phạm Bình Phương

phuong.pham@miraeasset.com

Nhận định thị trường trái phiếu: Sau kỳ nghỉ Tết dài, dòng tiền quay trở lại hệ thống ngân hàng và nhu cầu dự trữ tiền mặt giảm. Trong khi đó, tín dụng của toàn hệ thống đến ngày 21/02/2013 vẫn tăng trưởng âm 0,16% so với cuối 2012. Do đó, hiện tượng dư thừa thanh khoản lại tái diễn và nhu cầu đầu tư vào các tài sản phi rủi ro tăng trở lại. Kèm theo đó lạm phát không tăng mạnh như kỳ vọng ủng hộ cho việc lợi suất giảm nhẹ ở các kỳ hạn ngắn. Rủi ro lớn nhất đối với nhà đầu tư nước ngoài hiện nay là biến động bất thường của tỷ giá.

Cập nhật tình hình vĩ mô: rủi ro đến từ tỷ giá?

- Số liệu kinh tế vĩ mô tháng 2/2013 tiếp tục cho thấy những yếu kém vốn có vẫn kéo dài như CPI tăng nhẹ do lương thực thực phẩm, tiêu dùng nội địa nhích nhẹ, hoạt động sản xuất công nghiệp vẫn yếu do kỳ nghỉ dài.
- Việt Nam đạt mức xuất siêu 900 triệu US\$ trong tháng 2, mức kỷ lục trong 4 năm trở lại đây.
- NHNN hút ròng mạnh trên OMO sau đợt hỗ trợ thanh khoản ròng mạnh vào đầu tháng 2/2012, lãi suất liên ngân hàng giảm.
- Tỷ giá USD/VND tăng mạnh từ cuối tháng 2/2013 - dấu hiệu của việc chủ động phá giá tiền đồng?

Tổng quan thị trường trái phiếu: Lợi suất quay trở lại xu hướng giảm nhẹ từ cuối tháng 2/2013.

Thị trường sơ cấp:

- Tín phiếu KBNN: Nhu cầu tăng mạnh, lãi suất trúng thầu giảm 20 điểm cơ bản.
- Nhu cầu Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn ngắn ổn định, trái phiếu Chính phủ bảo lãnh ảm đạm.

Thị trường thứ cấp:

- Giao dịch trái phiếu sôi động trở lại sau kỳ nghỉ Tết

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH VĨ MÔ:

CPI tăng nhẹ do giá lương thực phẩm. CPI tháng 2/2013 tăng 1,32% so với tháng 1/2013 được dẫn dắt chủ yếu bởi mức tăng của giá cả lương thực phẩm trong dịp Tết (tăng 2,28% so với tháng trước), trong khi các nhóm khác như Y tế, Nhà ở và Vật liệu xây dựng... đi ngang. Tuy nhiên lạm phát theo năm trong tháng lại giảm nhẹ xuống 7,02% so với mức 7,07% của tháng 1/2012, phản ánh sức tiêu dùng trong nước vẫn chưa cải thiện. Đáng chú ý, đợt điều chỉnh tăng giá của Thuốc và Dịch vụ Y tế đã tạm dừng, do đó chúng tôi nhận thấy không có nhiều rủi ro lạm phát sẽ tăng trở lại trong ngắn hạn.

Tiêu dùng nội địa nhích nhẹ. Nhu cầu trong nước tăng nhẹ trong dịp Tết nhưng nhìn chung vẫn còn khá yếu do người dân thận trọng trong chi tiêu. Tổng mức hàng hóa bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng hai tháng đầu năm 2013 ước tính đạt 422,2 nghìn tỷ đồng, tăng 10,9% so với cùng kỳ năm trước, nếu loại trừ yếu tố giá thì tăng 3,6%.

Hoạt động sản xuất công nghiệp vẫn yếu do kỳ nghỉ dài. Chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp tháng 2/2013 giảm mạnh 21,3% so với tháng trước và giảm 10,1% so với cùng kỳ năm trước, chủ yếu do kỳ nghỉ Tết dài. Tuy nhiên, tính chung hai tháng đầu năm thì chỉ số sản xuất công nghiệp vẫn tăng 6,8% so với cùng kỳ năm trước. Các ngành tiện ích công cộng như phân phối điện và cung cấp nước duy trì tăng mạnh tương ứng là 11,7% và 9,7%. Chỉ số tồn kho tại thời điểm 01/02/2013 tăng 19,9% so với cùng thời điểm năm trước.

Việt Nam đạt mức xuất siêu kỷ lục trong 4 năm trở lại đây. Hoạt động thương mại của Việt Nam thu hẹp đáng kể so với tháng trước, nguyên nhân chủ yếu là do kỳ nghỉ lễ dài trong nước và mùa lễ hội trong khu vực. Tuy nhiên, theo số liệu ước tính của Tổng cục Thống kê, Việt Nam tiếp tục duy trì vị thế xuất siêu. Theo đó, trong tháng 2/2012 kim ngạch xuất khẩu ước đạt 7,5 tỷ US\$ (giảm 34,6% so với tháng trước), trong khi kim ngạch nhập khẩu ước đạt 6,6 tỷ US\$ (giảm 38,3% so với tháng trước). Do đó, Việt Nam đã xuất siêu 900 triệu US\$ trong tháng 2/2013, mức xuất siêu 2 tháng đầu năm đã đạt gần 1,7 tỷ US\$. Với trạng thái thặng dư cán cân thương mại kéo dài, kèm theo việc dự trữ ngoại hối tiếp tục cải thiện (tăng thêm khoảng 5 tỷ US\$ trong 2 tháng đầu năm) giúp ổn định cán cân thanh toán tổng thể.

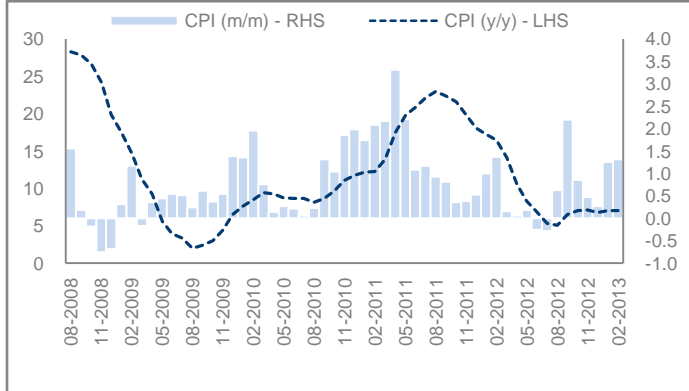
Tỷ giá tăng mạnh từ cuối tháng 2/2013 - dấu hiệu của việc chủ động phá giá tiền đồng? Sau hơn một năm ổn định, tiền đồng đột ngột giảm giá mạnh trên thị trường phi chính thức, USD đã vượt ngưỡng 21.100 đồng. Không có nhiều yếu tố tác động lên đợt tăng mạnh này, tình hình giao dịch vẫn khá ảm đạm. Báo cáo tháng 2/2013 của UBGSTCQG bày tỏ quan điểm chưa cần thiết và chưa nên đặt vấn đề điều chỉnh tỷ giá. Tuy nhiên khi mục tiêu kiểm soát lạm phát trở nên hiện thực hơn thì cần thiết xem xét điều chỉnh tỷ giá để giảm bớt sức ép điều chỉnh tỷ giá trong trung hạn. Tỷ giá USD/VND niêm yết ở các NHTM cũng bắt đầu leo thang lên 21.020 đồng/USD sau khi tỷ giá phi chính thức biến động mạnh. Mặc dù các yếu tố cơ bản tiếp tục củng cố giá trị tiền đồng, nhưng tiềm ẩn rủi ro về việc phá giá chủ động đến từ các nhà làm chính sách với quan điểm ủng hộ xuất khẩu. Tuy nhiên, việc phá giá có thể tác động xấu lên tình trạng nợ nước ngoài. Do đó, sẽ cần nhiều thời gian để xem xét vấn đề tỷ giá. Chúng tôi cho rằng trong năm 2013 mức phá giá nếu có vẫn chỉ ở mức 2-3% theo cam kết của Thống đốc NHNN.

NHNN hút ròng mạnh trên OMO, nhu cầu thanh khoản của các NHTM giảm. Sau dịp Tết nhu cầu dự trữ tiền mặt của các NHTM giảm đáng kể và dư thừa thanh khoản đang quay lại do trong tháng 2/2013 trên toàn hệ thống tổng số dư tiền gửi tăng 1,84% và tổng dư nợ giảm 0,16% so với cuối 2012. Do đó, NHNN đã hút mạnh lượng thanh khoản đã bơm vào hệ thống trước Tết nhằm tránh lạm phát quay lại. Trong hai tuần cuối tháng 2/2013, NHNN đã hút ròng 50,3 nghìn tỷ đồng trên OMO.

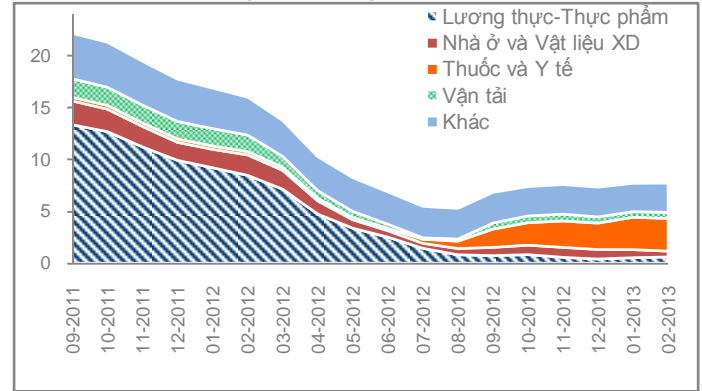
Ngoài ra, nhu cầu tín phiếu KBNN cũng ổn định sau Tết do NHTM vẫn tiếp tục dư thừa thanh khoản, do đó NHNN cũng chào bán thành công 50,6 nghìn tỷ đồng tín phiếu vào hai tuần cuối tháng 2/2013. Lượng tín phiếu bán ròng trong tháng 2/2013 đạt 35 nghìn tỷ đồng.

CÁC CHỈ SỐ KINH TẾ CHÍNH:

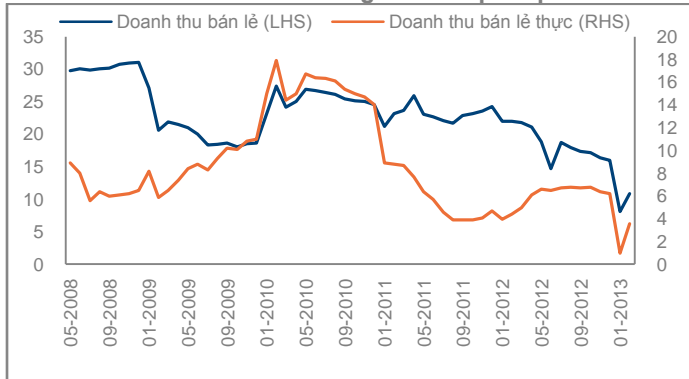
Biểu đồ 1: Diễn biến lạm phát của Việt Nam



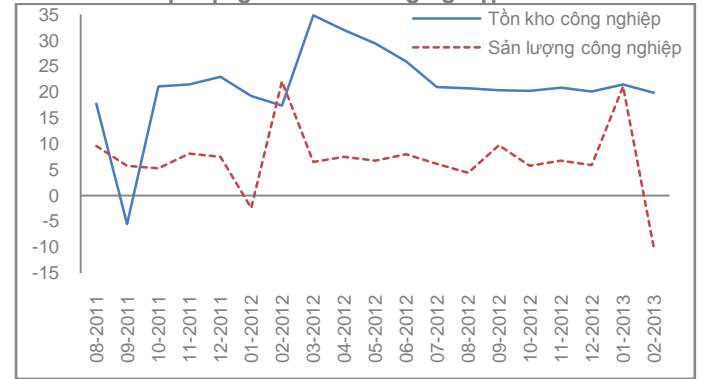
Biểu đồ 2: Cấu trúc lạm phát Việt Nam



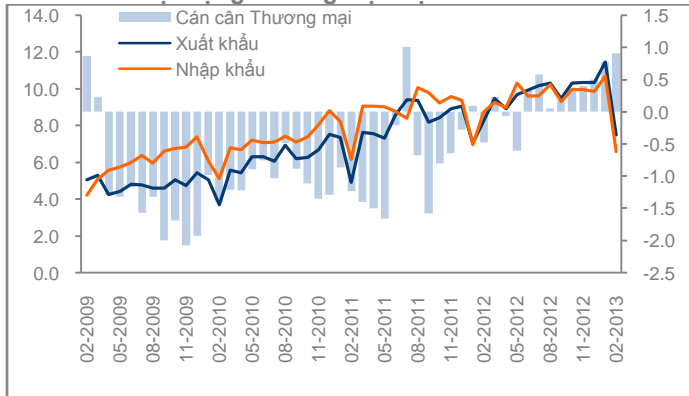
Biểu đồ 3: Doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ



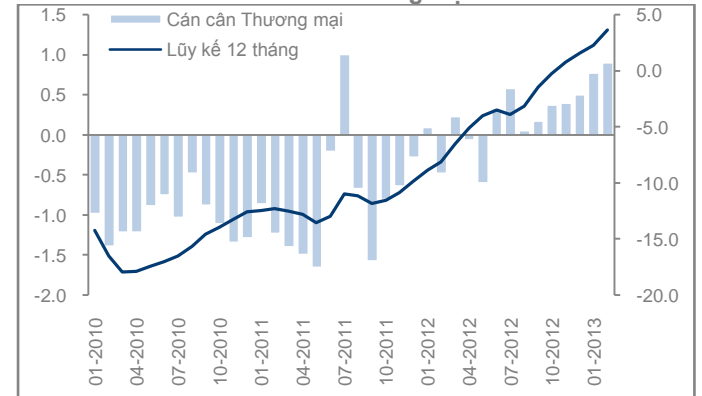
Biểu đồ 4: Hoạt động sản xuất công nghiệp



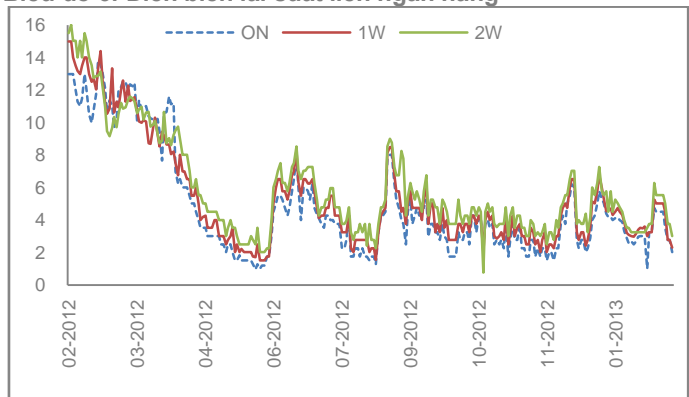
Biểu đồ 5: Hoạt động thương mại Việt Nam



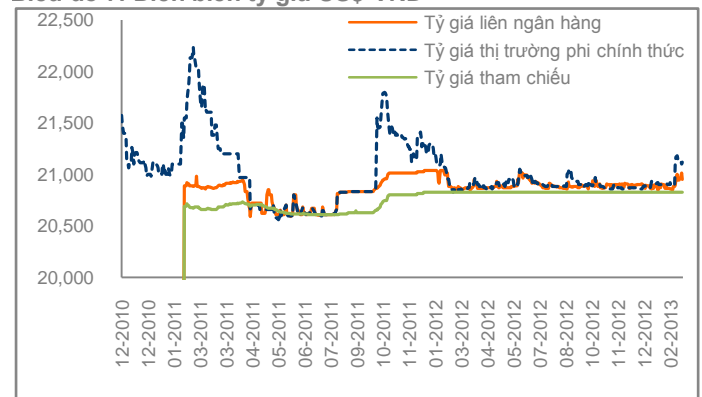
Biểu đồ 6: Cải thiện cán cân thương mại



Biểu đồ 6: Diễn biến lãi suất liên ngân hàng



Biểu đồ 7: Diễn biến tỷ giá US\$-VND



Nguồn: TCTK, Bloomberg, NHNN và CTCK Mirae Asset

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU:

Thị trường sơ cấp: Đầu thầu tín phiếu KBNN và trái phiếu Chính phủ thành công, lợi suất trúng thầu giảm nhẹ.

Nhu cầu tín phiếu KBNN tăng mạnh, lãi suất trúng thầu giảm 20 điểm cơ bản. Vào ngày 25/02, HNX tổ chức đấu thầu tín phiếu KBNN đầu tiên của năm Quý Tỵ với giá trị 2.000 tỷ đồng ở kỳ hạn 1 năm. Tỷ lệ thành công đạt 100%, nhu cầu tín phiếu tăng vọt với lượng đặt mua cao gấp 3,5 lần lượng chào bán. Lợi suất trúng thầu giảm 20 điểm cơ bản từ mức 8,00% vào đầu tháng 2/2012 xuống 7,80%/năm.

Bảng 1: Hoạt động đấu thầu tín phiếu KBNN trong tháng 2/2013

Ngày đấu thầu	Kỳ hạn (ngày)	Khối lượng chào bán (tỷ đồng)	Khối lượng đăng ký (tỷ đồng)	Tỷ lệ đăng ký/chào bán (lần)	Khối lượng trúng thầu (tỷ đồng)	Tỷ lệ trúng thầu (lần)	Biên độ lãi suất (%)	Lãi suất trúng thầu (%)
07-01	364	1,000	7,150	0.14	1,000	1.00	7.89-8.60	8.00%
14-01	364	2,000	6,240	0.32	2,000	1.00	7.50-8.29	7.69%
21-01	364	2,000	2,450	0.82	2,000	1.00	7.29-8.00	7.65%
28-01	364	3,000	4,090	0.73	2,290	0.76	7.65-8.50	7.90%
04-02	364	2,000	3,100	0.65	1,550	0.78	7.80-9.00	8.00%
25-02	364	2,000	7,010	0.29	2,000	1.00	7.75-9.15	7.80%

Nguồn: HNX

Nhu cầu Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn ngắn ổn định, trái phiếu Chính phủ bảo lãnh âm đạm. Chính phủ tổ chức 6 phiên đấu thầu trái phiếu trong tháng 2/2013; bao gồm 9.000 tỷ đồng trái phiếu do VDB phát hành, 3.000 tỷ đồng trái phiếu do NHCSXH phát hành và 15.000 tỷ đồng trái phiếu do KBNN phát hành.

Tỷ lệ trúng thầu của trái phiếu Chính phủ bảo lãnh ở mức rất thấp ở mức 8,2% của trái phiếu VDB và 23,33% của NHCSXH. Lợi suất trúng thầu của trái phiếu VDB hầu như không đổi so với cuối tháng 1/2013, lần lượt ở các kỳ hạn 2 năm 9,45%; 3 năm 9,50%; 10 năm 9,40%; chỉ duy nhất kỳ hạn 5 năm có mức biến động khá lớn khi lãi suất trúng thầu chỉ còn 9,45%, giảm mạnh từ mức 9,75% của đầu tháng. Lãi suất trúng thầu của trái phiếu NHCSXH cũng giảm nhẹ từ mức 9,98% về 9,79% vào cuối tháng 2/2013.

Tỷ lệ trúng thầu của trái phiếu Chính phủ đạt mức cao trong các phiên đấu thầu, lãi suất có xu hướng giảm ở các kỳ hạn ngắn và giữ nguyên ở các kỳ hạn dài. Lợi suất trúng thầu kỳ hạn 2 năm chỉ còn ở mức 8,30%, giảm gần 14 điểm cơ bản so với cuối tháng 1/2013, lợi suất trúng thầu kỳ hạn 3 năm ở mức 8,53% giảm 12 điểm cơ bản, lợi suất trúng thầu kỳ hạn 5 và 10 năm không đổi ở mức lần lượt 9,30% và 9,15%/năm.

Bảng 2: Thống kê đấu thầu trái phiếu trong tháng 2/2013 (tỷ đồng)

Ngày	Đơn vị phát hành	Kỳ hạn (năm)	KL đấu thầu	KL đăng ký	Tỷ lệ đăng ký/chào bán	KL trúng thầu	Tỷ lệ trúng thầu	Biên độ lãi suất (%)		Lãi suất trúng thầu
								Thấp nhất	Cao nhất	
05-02	NHPTVN	2	2,000	1,630	0.82	-	-	-	9.95	11.37
		3	2,000	1,630	0.82	-	-	-	9.65	11.67
		5	1,000	435	0.44	200	0.20	9.75	9.75	12.00
07-02	KBNN	3	3,000	6,680	2.23	3,000	1.00	8.65	8.20	10.50
		5	3,000	3,360	1.12	2,450	0.82	9.30	8.35	10.17
08-02	NHCSXH	3	500	1,930	3.86	500	1.00	9.98	9.85	11.10
		5	1,500	580	0.39	-	-	-	10.80	11.70
26-02	KBNN	2	2,000	8,970	4.49	2,000	1.00	8.30	8.00	10.50
		3	3,000	5,750	1.92	3,000	1.00	8.53	8.20	10.20
		5	3,000	3,145	1.05	2,460	0.82	9.30	8.35	9.74
		10	1,000	1,398	1.40	888	0.88	9.15	8.65	10.68
27-02	NHCSXH	3	500	1,510	3.02	200	0.40	9.79	9.69	10.70
		5	500	660	1.32	-	-	-	10.40	11.70
28-02	NHPTVN	2	1,000	1,680	1.68	100	0.10	9.45	9.40	10.50
		3	1,000	1,530	1.53	150	0.15	9.50	9.25	10.80
		5	1,000	350	0.35	110	0.11	9.45	9.45	10.70
		10	1,000	670	0.67	185	0.18	9.40	9.40	9.75

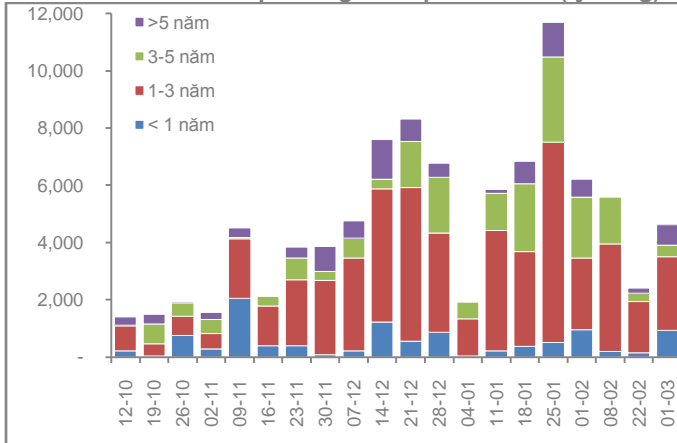
Nguồn: HNX

Thị trường thứ cấp: Giao dịch sôi động trở lại sau kỳ nghỉ Tết.

Giao dịch trái phiếu thứ cấp có xu hướng giảm sút trong những ngày trước và sau Tết, giá trị giao dịch lần lượt giảm từ mức hơn 6.221 tỷ đồng của tuần cuối tháng 1/2013 về 5,589 tỷ đồng tuần đầu tiên của tháng 2/2013 và chỉ còn đạt 2.414 tỷ đồng vào tuần sau kỳ nghỉ tết. Cùng với sự sôi động của thị trường sơ cấp, thị trường thứ cấp dần sôi động hơn trong tuần cuối tháng 2/2013 với giá trị giao dịch đạt mức 4.615 tỷ đồng. Thanh khoản ổn định trở lại đã thúc đẩy các NHTM đầu tư vào trái phiếu tập trung ở các kỳ hạn ngắn.

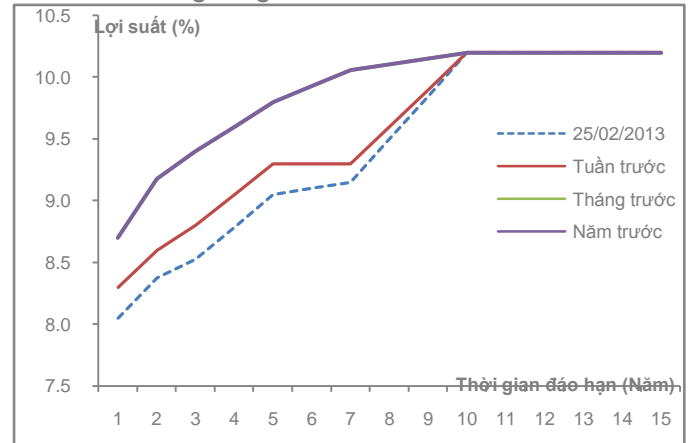
Lợi suất sau khi có đợt hồi phục khá mạnh trong tuần đầu tháng 2/2012 nhưng đang có dấu hiệu giảm trở lại. Tuy nhiên mức biến động lợi suất trong tháng 2/2012 là khá thấp, xoay quanh mốc 10 điểm cơ bản ở từng kỳ hạn ngắn, trong khi các kỳ hạn trên 10 năm không đổi.

Biểu đồ 7: Diễn biến thị trường sơ cấp theo tuần (tỷ đồng)



Nguồn: HNX

Biểu đồ 8: Đường cong lãi suất



Nguồn: HNX

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Các thông tin, dự đoán trong báo cáo phân tích này, bao gồm các nhận định cá nhân là dựa trên các nguồn thông tin đáng tin cậy. Nhận định được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận. Theo đánh giá chủ quan của chúng tôi là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không cần báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin tham khảo mà không hàm ý khuyến nghị người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Mirae Asset sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất cứ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng Khoán Mirae Asset (Việt Nam). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của Mirae Asset đều trái luật. Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng Khoán Mirae Asset.