THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU- CỔ PHIẾU

Thị trường trái phiếu và thị trường cổ phiếu bao gồm hai thị trường cổ phiếu niêm yết (HSX và HNX), thị trường cổ phiếu các công ty đại chúng chưa niêm yết (UPCOM), cũng như triển vọng cho các thị trường này trong thời gian tới. Đánh giá thị trường chứng khoán Việt Nam, cần sử dụng nhiều yếu tố định lượng áp dụng tại các nghiên cứu quốc tế như phương pháp xác định giá trị chịu rủi ro của thị trường chứng khoán (VAR), bản đồ nhiệt (Heatmap) phản ánh mức độ rủi ro hiện tại dựa trên lịch sử giao dịch chứng khoán, thống kê mức độ tương quan giữa các thị trường chứng khoán (TTCK).

Thời gian qua, nhờ những điều kiện thuận lợi của thị trường, Kho bạc nhà nước đã hoàn thành kế hoạch phát hành trái phiếu chính phủ 2016 điều chỉnh lần 1 ngay khi hết thời điểm ba quý đầu năm và đến cuối năm 2016 đầu 2017 đã huy động thêm được 31 nghìn tỷ đồng, hoàn thành kế hoạch phát -hành điều chỉnh lần 2. Khối lượng phát hành trái phiếu chính phủ năm 2016 đạt mức 281,3 nghìn tỷ VND, ghi nhận năm phát hành thành công nhất kể từ 2008 đến nay. Lượng phát hành ròng (phát hành mới trừ thanh toán đáo hạn) đạt 172 nghìn tỷ VND. Kỳ hạn TPCP vay bình quân năm 2016 tăng lên mức 8,7 năm từ mức 6,1 năm và 5,2 năm thời điểm 2015 và 2014. Lãi suất TPCP năm 2016 giảm dần từ đầu năm và tạo đáy vào thời điểm đầu tháng 10. 08 tháng đầu năm 2017 Kho bạc nhà nước phát hành 3.179 tỷ đồng trái phiếu. Thị trường bắt nhịp đầu năm khá tích cực, Tính quý 2/2017, chỉ số VN-Index đạt 778,88 điểm, tăng 17,1% so với cuối năm 2016. Mặc dù nhu cầu cầu đầu tư TPCP vẫn ở mức cao song thị trường giao dịch, có phần kém sôi động, đặc biệt cuối năm 2016 lãi suất thị trường 2 bước vào giai đoạn tăng mạnh cuối năm. Nhìn chung, thị trường được phân đoạn rõ rệt, cho thấy KBNN đã tranh thủ được các điều kiện thuận lợi của thị trường năm 2016 để huy động vốn trái phiếu với lãi suất ở mức thấp. Ngoài ra, năm 6 tháng đầu năm 2017 vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài tiếp tục vào ròng. Giá trị danh mục của nhà đầu tư nước ngoài đến cuối tháng 5 đạt trên 22 tỷ USD, tăng 28% so với cuối năm 2016.

Bên cạnh đó, lãi suất phát hành có xu hướng giảm từ đầu năm, nhờ dòng tiền đầu tư trái phiếu được hỗ trợ mạnh. Thị trường ngoại hối ổn định, cung ngoại tệ dồi dào, NHNN liên tiếp mua vào ngoại tệ đầu năm, đẩy lượng tương ứng VND bổ sung cho thanh khoản hệ thống. Nhu cầu vay mượn của các Tổ chức tín dụng

TBD DBDC

(TCTD) không lớn khiến thị trường tiền tệ liên ngân hàng giao dịch kém sôi động. Đặc biệt, quý 2, khi thanh khoản hệ thống dư thừa lượng lớn, lãi suất liên ngân hàng đứng ở mức rất thấp, nhu cầu đầu tư trái phiếu tăng, lãi suất các kỳ hạn 5 năm và 7 năm ghi nhận mức giảm mạnh. Lãi suất phát hành TPCP kỳ hạn. 5 năm giảm từ mức 6,5-6,6% đầu năm xuống mức 6%, tiếp theo đó là bước giảm mạnh xuống mức 4,9%. Tuy nhiên, lãi suất TPCP kỳ hạn 5 năm có xu hướng tăng trở lại trong giai đoạn cuối năm, phiên phát hành 12, lãi suất kỳ hạn này điều chỉnh tăng nhẹ lên mức 5,28%.

Từ cuối tháng 9 năm 2016, do cung các kỳ hạn 5 năm, 7 năm còn lại thấp, cầu đầu tư của khối ngân hàng chuyển dần sang các kỳ hạn dài hơn 10 năm, 15 năm. Lãi suất các kỳ hạn này cũng ghi nhận mức giảm khá mạnh. Trong khi đó, lãi suất phát hành các kỳ hạn 20 năm và 30 năm chỉ giảm nhẹ 4 điểm và 2 điểm xuống mức 7,71% và 7,98%.

Trong tháng cuối năm 2016 thanh khoản hệ thống không còn duy trì trạng thái dồi dào. Bên cạnh đó, các TCTD cũng chuyển dần dòng tiền đầu tư sang thị trường ngoại tệ và thị trường tiền tệ liên ngân hàng, khi các thị trường này bước vào giai đoạn sôi động. Do đó, lãi suất phát hành phiên đầu tháng 12 tăng nhẹ trở lại. Trong thời gian tiếp theo năm 2017, lãi suất phát hành dự kiến chịu áp lực tăng khi lạm phát có xu hướng tăng cao, cùng với đó là áp lực từ yếu tố quốc tế khi Fed đẩy nhanh tốc độ tăng lãi suất trong năm 2017, dự kiến cả năm 2017 là 3 lần tăng lãi suất lên mức 1,75%.

Thanh khoản dồi dào và lãi suất thấp trên thị trường liên ngân hàng đã tạo điều kiện thuận lợi cho lãi suất TPCP giao dịch trên thị trường thứ cấp giảm nhanh và tạo đáy vào cuối tháng 9/2016 trước khi tăng trở lại vào cuối năm do áp lực từ thị trường ngoại hối và kỳ vọng lạm phát gia tăng. Mặc dù bán mạnh TPCP trong quý IV (hơn 10 nghìn tỷ VND) nhưng tính chung cả năm 2016, nhà đầu tư nước ngoài mua ròng hơn 12 nghìn tỷ đồng, chấm dứt chuỗi bán ròng kể từ năm 2013.

Trên thị trường thứ cấp, tính đến quý 2 2017, tổng giá trị dư nợ trái phiếu đạt khoảng trên 1 triệu tỷ VND, tương đương gần 27% GDP. Mặc dù thị trường trái phiếu Việt Nam qua nhiều năm phát triển đã ghi nhận sự tăng trưởng ấn tượng về quy mô, tuy nhiên mức tăng trưởng này chỉ tập trung ở phân khúc TPCP. Trái lại, TPDN chỉ chiếm khoảng 4% tổng quy mô thị trường.

TTBD DBDC

Cuối 2016 đầu 2017, tổng giá trị giao dịch trên thị trường thứ cấp thông qua Kí dịch bình quân khoảng 3 nghìn tỷ VND/phiên. Trong đó, kỳ hạn 7 năm tăng mạnh nhất (+464%); 5 năm (+148%); 3 năm (+137%). về cơ cấu, trái phiếu kỳ hạn ngắn (dưới 5 năm) chiếm tỷ trọng nhiều nhất (61 %); trái phiếu trung hạn (5 - 7 năm) chiếm 28% và các kỳ hạn dài (10 - 30 năm) chỉ chiếm hơn 10%.

Trọng năm 2016, khối nhà đầu tư nước ngoài mua ròng hơn 12 nghìn tỷ đồng, chấm dứt chuỗi bán ròng kể từ năm 2013.Trong đó, xu hướng mua ròng diễn ra ở phần lớn thời gian của 2016 khi giá trị VND ổn định, thời gian cuối năm (quý 4), khối này quay đầu bán ròng khoảng 10 nghìn tỷ VND do hoạt động chốt lợi nhuận và tái cấu trúc lại danh mục đầu tư.Mặt khác, theo thống kê sơ bộ, trong 2 tháng đầu năm 2017, khối ngoại đã trở lại mua ròng với giá trị hơn 44 triệu USD.

Bằng việc nới lỏng cung tiền trên thị trường 2 (liên ngân hàng) tạo thanh khoản dư thừa kéo dài trên hệ thống, lãi suất thị trường 2 trong một khoảng thời gian khá dài giữ ở mức đáy của nhiều năm hở lại đây, đã tác động khiến lợi suất TPCP cũng giảm mạnh, tạo đáy vào thời điểm cuối tháng 9/2016 hước khi tăng trở lại vào cuối năm 2016, làm cho đường cong lãi suất TPCP tăng lên đáng kể so với đầu năm, đặc biệt ở các kỳ hạn ngắn 2, 3 và 5 năm. Điều này phản ánh kỳ vọng lạm phát đang gia tăng.

Theo kế hoạch, khối lượng trái phiếu Chính phủ đáo hạn trong năm 2017 là 132.932 tỷ đồng, trong đó tập trung chủ yếu ở 6 tháng đầu năm (104.582 tỷ đồng, chiếm 79%). Như vậy, lượng trái phiếu Chính phủ phát hành ròng trong năm 2017 ước khoảng 120 nghìn tỷ đồng, trong đó, riêng nhu cầu từ các doanh nghiệp bảo hiểm dự kiến đã đạt ít nhất 50 nghìn tỷ đồng vì vậy việc thực hiện mục tiêu phát hành TPCP năm 2017 sẽ có nhiều thuận lợi.

Về lãi suất TPCP, nhiều khả năng sẽ chịu áp lực tang, nguyên nhân do chính sách bảo hộ thương mại dưới thời tổng thống Mỹ Donal Trump sẽ có xu hướng đẩy giá cả hàng hóa thế giới tăng, trong khi áp lực tăng CPI từ nội tại nền kinh tế trong nước cũng lớn. Bên cạnh đó,xu hướng tăng lãi suất của Fed trong năm 2017 là khá rõ ràng và có thể tác động đến lợi suất trái phiếu tại các nền kinh tế nhạy cảm với vấn đề tỷ giá. Do đó, lợi suất TPCP kỳ hạn dưới 10 năm được dự báo có xu hướng tăng lên, kỳ hạn 5 năm cuối năm 2017 có thể cao hơn khoảng 1% so với

TTBD BBDC

cuối năm 2016. Đối với kỳ hạn dài, trên 10 năm, chúng tôi đánh giá mức lãi suất hiện tại đang khá hợp lý đối với kỳ hạn 15 năm và hấp dẫn đối với kỳ hạn 20 năm, 30 năm. Nhu cầu của các Tổ chức, đặc biệt là các doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ lớn, trong khi các doanh nghiệp này gần như không có loại hình tài sản đầu tư tương đương thay thế, vì vậy, lợi suất của TPCP kỳ hạn dài được dự báo không tăng và thậm chí có thể giảm nhẹ đối vơi kỳ hạn 20 năm, 30 năm.

Thị trường chứng khoán của hầu hết các nước trong khu vực Đông Nam Á (trừ Malaysia và Phillipines) đều phục hồi trong năm 2016. VNIndex nằm trong kênh tăng giá dài hạn kể từ năm 2012 đến nay và có mức tăng khoảng 16% trong năm 2016 trong bối cảnh các công ty niêm yết có kết quả kinh doanh chưa có nhiều'thay đổi so với năm 2015, chủ yếu do luồng vốn trong nước đổ vào thị trường cũng như tâm lý chung của các nhà đầu tư về triển vọng các hiệp định thương mại và đầu tư tự do AEC, TPP v.v…Đây là mức tăng cao thứ hai trong khu vực, chỉ sau TTCK Thái Lan.

So với các TTCK trong khu vực ĐNÁ, mặc dù có giá trị vốn hóa khiêm tốn nhất (khoảng 65 tỷ USD), tuy nhiên TTCK TP.HCM giai đoạn này đang có chỉ số P/E và tỷ lệ chi trả cổ tức trên thị giá ở mức hấp dẫn, mặc dù P/E đã tăng khá mạnh đầu năm 2017 và ở mức cao nhất trong 5 năm qua.

Tính đến hết năm 2016, mức vốn hóa của thị trường chứng khoán niêm yết (HSX và HNX) đạt hơn 1,6 triệu tỷ VND, tăng 25% so với cuối năm 2015 và tương đương 37% GDP. Trên hai sàn giao dịch chứng khoán hiện có 694 cổ phiếu và chứng chỉ quỹ niêm yết (374 tại HNX và 322 tại HSX bao gồm 02 quỹ ETF). Tuy nhiên số lượng công ty niêm yết vẫn là lớn cho một thị trường chứng khoán có quy mô nhỏ, phản ánh thực tế hầu hết các công ty niêm yết có giá trị vốn hóa thấp, biến động chỉ số thị trường chịu chi phối chủ yếu bởi top 50 công ty niêm yết, chiếm trên 70% vốn hóa thị trường.

Vốn hóa thị trường giao dịch chứng khoán của các công ty đại chúng chưa niêm yết (UPCOM) tăng mạnh trong 2016, đến đầu năm 2017 đạt trên 300 nghìn tỷ VND, vượt giá trị vốn hóa thị trường năm của HNX (hiện mới ở mức xấp xỷ 150 nghìn tỷ VND), một phần nhờ có các công ty đại chúng lớn đăng ký giao dịch tại đây như Tổng công ty cảng hàng không Việt Nam ACV bắt đầu giao dịch kể từ cuối tháng 11/2016 với giá trị vốn hóa trên 100 nghìn tỷ VND.

TTBD DBDC

Nhà đầu tư nước ngoài có xu hướng dịch chuyển dòng vốn khỏi thị trường mới nổi trong đó có Việt Nam.

Cụ thể, tính từ đầu năm 2009 đến hết năm 2016, Nhà đầu tư nước ngoài NĐTNN) mua ròng trênTTCK Tp.HCM khoảng 25,2 nghìn tỷ VND. Tuy nhiên, kể từ khi kinh tế TrungQuốc có dấu hiệu suy yếu, tăng trưởng chậm lại và phá giá đồng NDT vào tháng 8/2015, thêm vào đó là kỳ vọng Mỹ sẽ tăng dần lãi suất, NĐTNN đang rút vốn khỏi các thị trường mới nổi trong đó có Việt Nam. Tính riêng trong năm 2016 NĐTNN đã bán một lượng ròng hơn 7 nghìn tỷ VND trên thị trường chứng khoán niêm yết. Sức ép NĐTNN rút vốn khỏi thị trường mới nổi trong năm 2017 được có khả năng sẽ còn tiếp diễn.

Nằm trong xu hướng chung của khối ngoại, hai quỹ ETF ngoại tiêu biểu đang hoạt động tại thị trường chứng khoán Việt Nam là quỹ FTSE Vietnam UCITS ETF (FTSE) và quỹ Market Vectors Vietnam ETF (VNM) đã có sự sụt giảm mạnh số lượng chứng chỉ quỹ (CCQ) niêm yết trong năm 2016, đặc biệt trong giai, đoạn cuối năm. Tính chung cả năm, VNM ETF đã ghi nhận sụt giảm khoảng 5 triệu CCQ, tương đương giá trị bán ròng khoảng 1.300 tỷ đồng; quỹ FTSE ghi nhận mức giảm CCQ 2,1 triệu đơn vị, tương đương lượng bán ròng gần 1.100 tỷ đồng.

Cùng xu hướng trên, các quỹ ETF nội (quỹ mô phỏng chỉ số, hoán đổi danh mục) hoạt động khá mờ nhạt. Dù kết hợp được cả đặc tính của 2 loại hình quỹ đóng và quỹ mở, tuy nhiên, nhà đầu tư vẫn chưa thực sự mặn mà với 2 quỹ ETF nội hiện có là VFMVN30 với vốn huy động là 100 tỷ VND và SSIAM HNX30 với vốn huy động khoảng 370 tỷ VND. So với các quỹ ETF ngoại thì ETF nội có nguồn vốn thấp hơn và đấy cũng là một thiệt thòi đáng kể. Vốn ít, nên những giao dịch của ETF nội khó lòng "tạo sóng" hay "gây bão" trên thị trường, để từ đó tạo ra sự cuốn hút riêng. Bên cạnh đó, các chỉ số mô phỏng là VN30 và HNX30 lại tăng trưởng kém tích cực trong 2 năm gần đây, dẫn đến điểm kém hấp dẫn của ETF trong con mắt của nhà đầu tư. Tính đến hết tháng 12/2016, hoạt động của hai quỹ này đều kém hơn (underperform) chỉ số thị trường VNIndex

Trong khi đó, trái ngược với xu hướng các quỹ ETF, các quỹ mở có kết quả rất tích cực ở những tháng đầu năm 2017. Hiện nay, toàn thị trường có 18 quỹ mở, trong đó có 5 quỹ đầu tư trái phiếu, 4 quỹ cân bằng và 10 quỹ đầu tư cổ phiếu (riêng Quỹ BVPF mới hoàn thành chào bán IPO). Tính đến đầu 2017, tổng quy

mô các quỹ mở đạt hơn 1.000 tỷ đồng, tăng khoảng trên 20% so với cuối năm 2016.

Nổi bật nhất trong việc huy động vốn vào quỹ mở là Quỹ TCBF của Techcombank Capital. Tổng tài sản quản lý của quỹ tính đến 23/12/2016 tăng 683% so với cuối năm 2015. Riêng trong khoảng thời gian 2 tháng, từ cuối tháng 10/2016 đến tháng 12/2016, tài sản của quỹ đã tăng trưởng gấp đôi, từ 200 tỷ đồng lên 487 tỷ đồng. Theo sau là các quỹ VEOF, VCBF-BCF, VCBF-TBF với mức tăng trưởng AUM từ 60-90%. Ngược lại, có một số quỹ mở vẫn phải đối mặt với tình trạng nhà đầu tư rút ròng như VFMVFA, SSI-SCA, MBBF.

Vốn hóa Thị trường chứng khoán niêm yết và UPCOM (thị trường giao dịch chứng khoán của các công ty đại chúng chưa niêm yết) đã tăng mạnh và sẽ tiếp đà tăng trưởng nhanhtrong thời gian tới. Do một loạt các tập đoàn, công ty lớn niêm yết vào cuối năm như: Sabeco, Habeco, ACV (Tổng công ty cảng hàng không Việt Nam), vốn hóa TTCKVN ở thời điểm cuối năm 2016 đã tăng mạnh so vói đầu năm. Trong năm 2017 dự kiến có thêm Tổng công ty hàng không Việt Nam, VietJet Air, Masan Consumer, Novaland, Petrolimex v.v. niêm yết, với tổng giá trị vốn hóa thị trường ước tính khoảng 10 tỷ USD, sẽ tiếp tục làm tăng mạnh vốn hỏa thị trường trong, năm 2017, ước tỉnh từ 15 đến 25% so với mức hiện tại

Nhìn trên góc độ dòng tiền, thị trường chứng khoán năm 2017 có nhiều yếu tố tích cực từ việc, các Ngân hàng trung ương (NHTW) duy trì chính sách nới lỏng như ECB, BOJ, PBOC. Nhờ đó, thị trường chứng khoán Việt Nam được kỳ vọng sẽ tiếp tục hưởng lợi từ dòng vốn nước ngoài đặc biệt từ các quốc gia châu Á như Trung Quốc, Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc. Dựa trên các yếu tố chi phí vốn tại các quốc gia này ở mức tương đối thấp so với Việt Nam và thị trường có sức chống chịu tương đối tốt với các yếu tố bất định trên thế giới trong năm vừa qua.

Bên cạnh đó, lộ trình triển khai thị trường chứng khoán phái sinh hứa hẹn đem lại nhiều sản phẩm mới cho thị trường. Theo kế hoạch thị trường phái sinh sẽ chính thức đưa vào vận hành ngay trong Quý 1 năm 2017 với các sản phẩm chứng quyền có đảm bảo (Thông tư số 107/2016/TT-BTC hướng dẫn chào bán và giao dịch chứng quyền có bảo đảm đã được Bộ Tài chính ký ban hành vào ngày 29/6/2016 và có hiệu lực từ ngày 1/1/2017), hợp đồng tương lai về chỉ số trái phiếu và chỉ số chứng khoán trong năm 2017 (Thông tư số 11/2016/TT-BTC ngày

TTBD BBDC

19/01/2016 của Bộ Tài chính hướng dẫn một số điều của Nghị định số 42/2015/NĐ-CP ngày 05/5/2015 của Chính phủ về chứng khoán phái sinh và thị trường chứng khoán phái sinh có hiệu lực từ 1/7/2016).