

## Dấu hiệu chuyển dịch từ thị trường trái phiếu sang thị trường cổ phiếu

Ngày 3 tháng 6 năm 2013

### NHẬN ĐỊNH VĨ MÔ

- Nền kinh tế đang cho tín hiệu đi lên nhưng mức tăng trưởng hiện tại vẫn thấp hơn mức tăng trưởng tiềm năng.
- Lạm phát đang trở về mức lạm phát kỳ vọng, tạo điều kiện cho chính phủ Việt Nam tiếp tục duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ bắt đầu từ cuối tháng 02/2012.

### ĐỘNG THÁI CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC

- Chúng tôi rằng NHNN Việt Nam vẫn có thể tiếp tục hạ các mức lãi suất ở mức 1% với lãi suất tái cấp vốn và 0.5% với lãi suất tái chiết khấu.

### THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

- Lợi suất thị trường Trái phiếu Việt Nam đang tiến tới vùng đáy quan trọng trong xu thế giảm được hình thành từ năm 2008.
- Việc cắt giảm lãi suất (nếu có) sẽ tác động chủ yếu tới các đường lợi suất trái phiếu ngắn hạn và gần như không tác động tới lợi suất trái phiếu dài hạn.

### THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

- Chúng tôi tán đồng quan điểm là thị trường cổ phiếu sẽ tiếp tục có quá trình tăng điểm kéo dài xu thế tăng điểm hình thành từ tháng 11/2012
- chúng tôi cũng đưa ra dự báo rằng chỉ số VNINDEX sẽ sớm thiết lập mốc cao kể từ cuối năm 2009 là 565 điểm, ở mốc điểm này thị trường cổ phiếu được kỳ vọng có bước điều chỉnh lớn trước khi tiếp tục tăng điểm.

### KẾT LUẬN

- Cơ hội đầu tư thuận lợi được chuyển từ thị trường trái phiếu sang thị trường cổ phiếu.
- Trong thị trường trái phiếu cơ hội còn lại thuộc về nhóm trái phiếu ngắn và trung hạn.

### BỘ PHẬN PHÂN TÍCH BSC

Trưởng Bộ phận

Lê Đại Nghĩa

[nghiald@bsc.com.vn](mailto:nghiald@bsc.com.vn)

Cán bộ thực hiện:

Nguyễn Thị Thu Trang

[trangntt@bsc.com.vn](mailto:trangntt@bsc.com.vn)

Nguyễn Hoàng Việt

[vieth@bsc.com.vn](mailto:vieth@bsc.com.vn)

Hoàng Anh Tuấn

[tuanha@bsc.com.vn](mailto:tuanha@bsc.com.vn)

Trần Hữu Quang

[quangth@bsc.com.vn](mailto:quangth@bsc.com.vn)

### MỤC LỤC

1. Nhận định vĩ mô
2. Động thái của NHNN
3. InterMarket
4. Dự báo

## I. NHÌN NHẬN VĨ MÔ

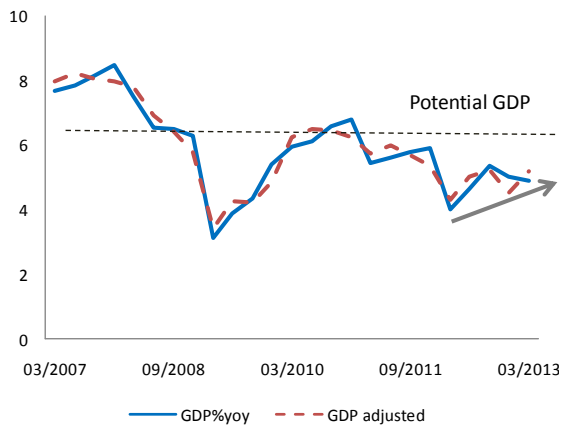
### 1. ĐÁNH GIÁ TRẠNG THÁI NỀN KINH TẾ HIỆN TẠI

#### Tín hiệu tích cực từ nền kinh tế

GDP quý 1/2013 đã có bước tăng trưởng 4.89% cao hơn mức cùng kỳ năm 2012, 4.75%, bước tăng trưởng này đánh dấu cho xu thế đi lên của GDP tại Việt Nam, xu thế này được mô tả tại đồ thị 1, đồ thị tăng trưởng GDP theo quý từ năm 2007 sau khi điều chỉnh với yếu tố chu kỳ (đường nét đứt), đã cho tín hiệu đi lên từ 4.19% trong quý 1/2012 lên 5.18% quý 1/2013.

Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng GDP hiện tại đang thấp hơn mức tăng trưởng tiềm năng của nền kinh tế, mức tăng trưởng GDP tiềm năng được chúng tôi xác định ở khoảng 6%, đồ thị 1, và cũng thấp hơn tốc độ tăng trưởng GDP quý 1 hàng năm của GDP các năm 2000 – 2007, điều này hàm ý rằng tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế còn yếu.

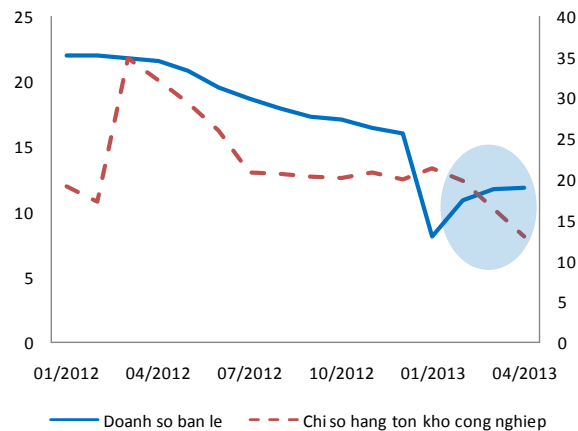
Đồ thị 1: Tăng trưởng GDP (2007 - Q1/2013)



Nguồn: GSO, BSC

Tăng trưởng GDP Việt Nam sau khi điều chỉnh với yếu tố chu kỳ (đường nét đứt) đang cho tín hiệu đi lên từ mức 4.19% trong quý 1/2012 lên 5.18% quý 1/2013. Tuy nhiên, mức tăng trưởng hiện tại vẫn thấp hơn mức tăng trưởng tiềm năng (6%) của nền kinh tế.

Đồ thị 2: Doanh số bán lẻ và tồn kho SXCN



Nguồn: GSO

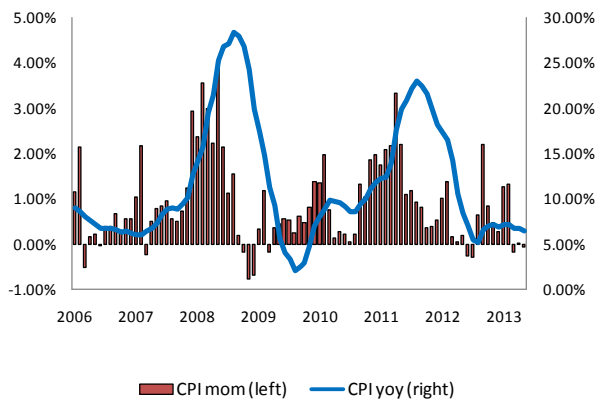
Từ đầu quý 1/2013, chỉ số hàng tồn kho công nghiệp liên tục giảm, trong khi doanh số bán lẻ tăng lên, cho thấy có sự cải thiện trong lĩnh vực sản xuất và tiêu dùng.

**Tín hiệu đi lên của GDP được củng cố bởi doanh số bán lẻ và chỉ số hàng tồn kho:** Dựa vào số liệu thống kê của GSO, chúng tôi quan sát và nhận thấy rằng từ đầu quý 1/2013 chỉ số hàng tồn kho công nghiệp liên tục giảm, trong khi doanh số bán lẻ liên tục tăng lên, tín hiệu này cho hàm ý về sự phục hồi của nền kinh tế đang diễn ra, đồ thị 2.

**Lạm phát hiện tại đang trở về mức lạm phát kỳ vọng, tạo điều kiện cho chính phủ Việt Nam tiếp tục duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ**

Lạm phát bắt đầu giảm nhanh từ đầu năm 2012 và hiện đang dừng lại tại mức 6.36%, đây mức lạm phát tương đương với lạm phát kỳ vọng và lạm phát trong giai đoạn 2006-2007 của nền kinh tế Việt Nam, đồ thị 3 và 4, mức lạm phát hiện tại cho phép chính phủ Việt Nam tiếp tục duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ bắt đầu từ tháng 02/2012.

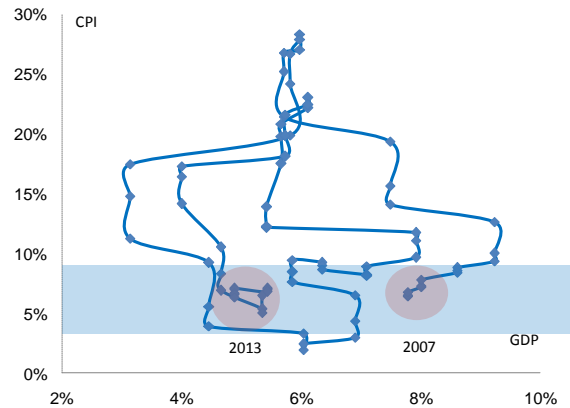
**Đồ thị 3 : Diễn biến lạm phát Việt Nam (2006 - 2013)**



Nguồn: GSO

Lạm phát bắt đầu giảm nhanh từ đầu năm 2012, liên tục giữ ổn định ở quanh 6-7% kể từ cuối năm 2012 đến nay

**Đồ thị 4: Tương quan giữa GDP và CPI (2007 - 2013)**



Nguồn: GSO, BSC

Theo chu kỳ, lạm phát 2013 đang quay trở về mức lạm phát kỳ vọng tương đương với lạm phát trong giai đoạn 2006-2007

**2. CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC TRÊN THỊ TRƯỜNG**

Hiện tại, đa số quan điểm của các chuyên gia kinh tế nói chung đều tương đối thống nhất là nền kinh tế Việt Nam hiện nay còn yếu. Do đó, họ cho rằng cần thiết phải nới lỏng chính sách tài khóa để tạo cú hích lên tổng cầu, và một số người đã đưa ra rằng cần 01 gói kích cầu có quy mô từ 100 nghìn - 200 nghìn tỷ đồng.

Về vấn đề này, chúng tôi cho rằng việc thực thi chính sách nới lỏng tài khóa như trên để kích thích nền kinh tế chỉ có thể được thực hiện khi:

**Thứ nhất**, phải nâng cao được hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Nhà nước.

**Hai là**, phải có cơ chế giám sát chặt chẽ tiến trình thực thi các dự án đầu tư công, đảm bảo đầu tư đúng trọng điểm, mang lại lợi ích dài hạn cho nền kinh tế và tránh lãng phí thất thoát.

***Dấu hiệu chuyển dịch từ thị trường trái phiếu sang thị trường cổ phiếu***

***Cuối cùng***, chúng tôi cũng lưu ý việc mở rộng tài khóa sẽ làm tăng thâm hụt ngân sách và khiến mức lãi suất chung của nền kinh tế bị đẩy lên cao, gây ra sự lấn át hoạt động đầu tư tư nhân.

*(\*) Năm 2009, Chính phủ đã tung ra gói kích cầu bao gồm các khoản hỗ trợ lãi suất, các khoản ứng vốn, bổ sung trái phiếu chính phủ, miễn giảm thuế, bảo lãnh tín dụng.. với tổng quy mô xấp xỉ 160.000 tỉ đồng. Tăng trưởng GDP sau đó có sự cải thiện nhanh lên mức 5,5-6% vào cuối năm 2009 - đầu 2010. Tuy nhiên, chỉ 1 thời gian ngắn sau đó, quý 4/2010, GDP đạt đỉnh (6,78%) và đảo chiều đi xuống, đồng thời lạm phát tăng nhanh lên tới trên 20% trong năm 2011.*

## **II. ĐỘNG THÁI CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC**

Bắt đầu từ cuối tháng 2/2012 Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam (NHNN) đã thực hiện việc cắt giảm các mức lãi suất điều hành gồm lãi suất cơ bản, lãi suất tái cấp vốn và lãi suất tái chiết khấu, việc cắt giảm này cũng đánh dấu một quá trình chuyển từ chính sách tiền tệ thắt chặt sang nới lỏng. Cho tới ngày 31/5/2013 thì NHNN Việt Nam đã thực hiện 07 lần thay đổi giảm các bước lãi suất điều hành trên và đồng thời đưa các mức lãi suất cơ bản, lãi suất tái cấp vốn, và lãi suất chiết khấu về các mức 9%, 7% và 5%, đây là các mức lãi suất tương đương với giai đoạn tháng 2/2008, giai đoạn trước khi NHNN Việt Nam cho là nền kinh tế đã tăng trưởng quá nóng, đồ thị 5 .

Cho tới thời điểm hiện tại, sau khi thực hiện liên tiếp các công cụ thuộc phạm vi chính sách tiền tệ, thống đốc Nguyễn Văn Bình tiếp tục phát biểu “Tiếp tục căn cứ vào những diễn biến của kinh tế vĩ mô để có điều kiện giảm, đặc biệt là giảm mạnh hơn nữa lãi suất cho vay, tạo thêm thuận lợi cho các doanh nghiệp trong vấn đề tiếp cận nguồn vốn”<sup>1</sup>. Phát biểu này mô tả đầy đủ trạng thái suy nghĩ của NHNN Việt Nam, họ đang muốn xem xét sự phản ứng của nền kinh tế với chính sách tiền tệ được nới lỏng cho tới hiện tại và ở một cách nhìn nhận khác thì có thể nhận thấy ít nhất là NHNN Việt Nam chưa có ý định thay đổi chính sách tiền tệ từ nới lỏng sang thắt chặt, và nếu NHNN nhận thấy rằng việc nới lỏng chưa đủ thúc đẩy nền kinh tế thì các công cụ trong bộ công cụ của chính sách tiền tệ sẽ tiếp tục sử dụng. Dựa trên quan sát của mình chúng tôi thấy rằng NHNN Việt Nam nếu thực hiện việc tiếp tục gia tăng việc nới lỏng cung tiền thì nhóm công cụ lãi suất sẽ tiếp tục được sử dụng<sup>2</sup>.

Khi nhóm chính sách nới lỏng bằng lãi suất tiếp tục được sử dụng, trong điều kiện chính sách tài khóa đang được nới lỏng<sup>3</sup> và các bước lãi suất bắt đầu quay về thời kỳ trước giai đoạn khủng hoảng năm 2008, thì giới hạn cho việc sử dụng công cụ lãi suất đang thực sự hẹp đi, và điều này dẫn tới dự báo của chúng tôi rằng NHNN Việt Nam vẫn có thể tiếp tục hạ các mức lãi suất, tuy nhiên mức lãi suất họ có thể hạ chỉ có thể ở mức 1% với lãi suất tái cấp vốn và 0.5% với lãi suất tái chiết khấu.

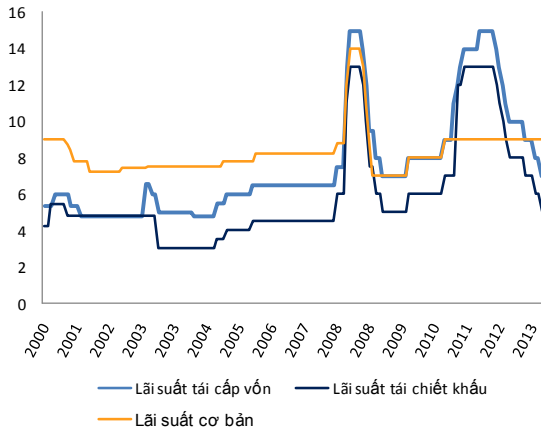
---

<sup>1</sup> Đây là phát biểu của ông Nguyễn Văn Bình tại kỳ họp thứ 5 quốc hội khóa XIII. The speech of The Governor Nguyen Van Binh at the fifth meeting of XIII National Assembly

<sup>2</sup> Từ thời điểm 2010 tới nay NHNN Việt Nam, không sử dụng các công cụ như tỷ lệ dự trữ bắt buộc và chuyển sang sử dụng công cụ trong nhóm lãi suất.

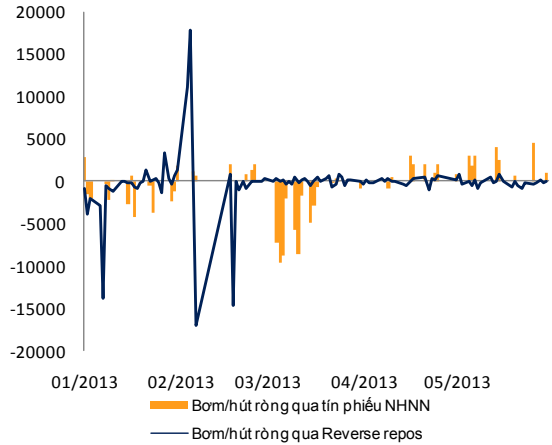
<sup>3</sup> Chính phủ Việt Nam đang thực hiện chính sách tài khóa chủ động (Discretionary Fiscal Policies) để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế

**Đồ thị 5: Diễn tiến các mức lãi suất được NHNN sử dụng từ năm 2007 đến nay**



Nguồn: Bloomberg

**Đồ thị 6 : Quá trình sử dụng thị trường mở (OMO) đi kèm với việc cắt giảm các mức LS**



Nguồn: Bloomberg

### III. QUÁ TRÌNH CHUYỂN ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU VÀ CỔ PHIẾU

#### 1. THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

Đồ thị 7 cho thấy rằng các mức lợi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam đang có xu hướng giảm, xu hướng này bắt đầu từ tháng 10/2012 và cả đường lợi suất trái phiếu ngắn hạn thấp hơn các đường lợi suất dài hạn và bắt đầu từ cuối tháng 1/2013 khoảng cách (spread) giữa đường trái phiếu dài hạn<sup>4</sup> và ngắn hạn đang được mở rộng ra.

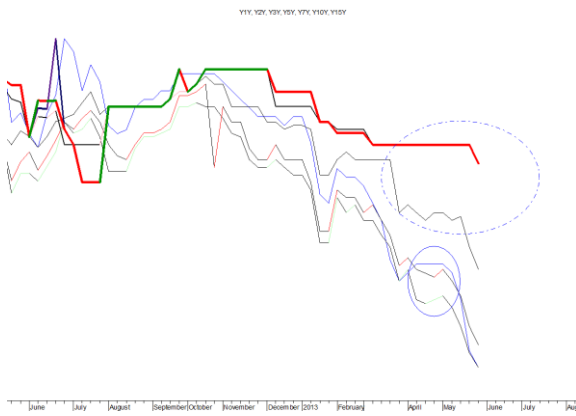
Diễn tiến của thị trường trái phiếu cho chúng ta vài hàm ý sau:

Thị trường đang ghi nhận nền kinh tế đang ở giai đoạn tăng trưởng yếu, với mức chi phí vốn và lạm phát trong nền kinh tế sụt giảm,

Từ đầu năm 2013 khoảng cách giữa các đường lợi suất trái phiếu (spread) được mở rộng tăng lên, đồ thị 7, điều này cho thấy rằng thị trường đang hàm ý lạm phát sẽ tăng lên trong dài hạn, khi mà chính phủ Việt Nam đang thực hiện một chính sách tài khóa và tiền tệ nới lỏng đồng thời từ năm 2013.

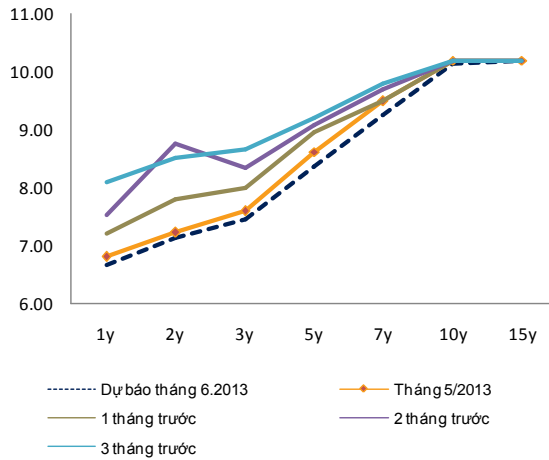
<sup>4</sup> Chúng tôi tạm chia lợi suất trái phiếu có kỳ hạn lớn hơn bằng 5 năm sẽ được coi là trái phiếu dài hạn và trái phiếu có kỳ hạn thấp hơn 5 năm được coi là trái phiếu có kỳ hạn trung và ngắn hạn.

**Đồ thị 7 : Đường lợi suất trái phiếu Chính phủ các kỳ hạn 1 – 15 năm**



Nguồn: Bloomberg

**Đồ thị 8: Đường lợi suất trái phiếu Chính phủ qua từng giai đoạn**



Nguồn: Bloomberg, BSC

Đồ thị 3 mô tả các đường lợi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam có kỳ hạn từ 1 – 15 năm, trong đó các đường được bao bởi đường tròn có nét đứt là đường lợi suất của nhóm trái phiếu dài hạn, ngược lại các đường được bao bởi đường trong nét liền là các đường lợi suất trái phiếu trung và ngắn hạn.

Đồ thị 4 mô tả các đường lợi suất trái phiếu ở các khoảng thời gian khác nhau, các đường cong lợi suất này đều có xu hướng đi lên.

**Dự báo:** Thị trường trái phiếu đang có bước lợi suất sụt giảm, tuy nhiên với việc lạm phát đã quay về mức lạm phát kỳ vọng (phần phân tích trên), và quá trình thực hiện nới lỏng đồng thời chính sách tài khóa và tiền tệ của Chính phủ Việt Nam và đã có dấu hiệu rõ nét cho thấy thị trường đang hiểu những dự định và phản ứng đầy đủ với chính sách của Chính phủ, chúng tôi dự báo rằng lợi suất thị trường Trái phiếu Việt Nam đang tiến tới vùng đáy quan trọng, vùng đáy trong xu thế giảm được hình thành từ năm 2008.

Khi quá trình cắt giảm lãi suất tiếp tục được thực hiện trong thời gian tới của NHNN Việt Nam được đưa ra thì chúng tôi cho rằng việc cắt giảm này tác động chủ yếu tới các đường lợi suất trái phiếu ngắn hạn và gần như không tác động tới lợi suất trái phiếu dài hạn.

## ***Dấu hiệu chuyển dịch từ thị trường trái phiếu sang thị trường cổ phiếu***

Bảng mô hình của mình chúng tôi dự báo các mức lợi suất trái phiếu kỳ hạn từ 1 tới 15 năm sẽ hình thành đậy trong vùng sau:

<b>Kỳ hạn trái phiếu Chính phủ</b>	<b>Lợi suất được dự báo hình thành đậy</b>
1 năm	5%
2 năm	5.3%
3 năm	5.5% – 5.6%
5 năm	6%-6.2%
7 năm	8.5% - 8.7%
10 năm	8.9% - 9.1%
15 năm	9%

## **2. THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU**

Kể từ cuối tháng 11/2012, thị trường cổ phiếu đã bắt đầu xu hướng đi lên, và xu hướng này tiếp tục kéo dài cho tới thời điểm hiện tại với kỳ vọng rằng nền kinh tế sẽ phục hồi nhờ những chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ đang được thực hiện bởi Chính phủ Việt Nam, từ chính sách tiền tệ và quá trình sụt giảm lãi suất, các nhà đầu tư đang kỳ vọng rằng lượng tiền rẻ sẽ thúc đẩy quá trình kéo dài xu thế tăng của thị trường cổ phiếu.

Đứng ở vị trí của mình, chúng tôi hiện tại đang tán đồng quan điểm là thị trường cổ phiếu sẽ tiếp tục có quá trình tăng điểm kéo dài xu thế tăng điểm hình thành từ tháng 11/2012 và đồng thời chúng tôi cũng đưa ra dự báo rằng chỉ số VNINDEX sẽ sớm thiết lập mốc cao kể từ cuối năm 2009 là 565 điểm, ở mốc điểm này thị trường cổ phiếu được kỳ vọng có bước điều chỉnh lớn trước khi tiếp tục tăng điểm.



### Dấu hiệu chuyển dịch từ thị trường trái phiếu sang thị trường cổ phiếu



### 3. QUÁ TRÌNH CHUYỂN DỊCH GIỮA CƠ HỘI ĐẦU TƯ TRÊN THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU VÀ TRÁI PHIẾU

Các phân tích nhận định ở trên cho chúng tôi kết luận sau:

- Cơ hội đầu tư thuận lợi được chuyển từ thị trường trái phiếu sang thị trường cổ phiếu, khi mà lợi suất trái phiếu đang hình thành các vùng đáy.
- Trong thị trường trái phiếu cơ hội còn lại thuộc về nhóm trái phiếu ngắn và trung hạn.
- Khi chỉ số VNINDEX tiến tới mốc 565 điểm, thì độ rộng của thị trường tăng lên và cơ hội đầu tư xuất hiện ở các cổ phiếu có tính rủi ro cao hay có hệ số beta lớn.