



ĐẶC ĐIỂM CỦA THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2011-2014 VÀ MỘT SỐ KHUYẾN NGHỊ

PGS., TS. Lê Thị Tuấn Nghĩa - ThS. Trần Huy Tùng *

1. Đặc điểm thị trường trái phiếu chính phủ từ năm 2011

Thị trường trái phiếu Chính phủ (TPCP) là nơi huy động vốn quan trọng cho Ngân sách Nhà nước và cho đầu tư phát triển. Từ năm 2011, hệ thống văn bản pháp luật đối với hoạt động của thị trường TPCP tiếp tục được ban hành, tạo điều kiện cho các thị trường này phát triển. Trước hết là sự thay thế Nghị định 141/2003/NĐ-CP bởi Nghị định 01/2011/NĐ-CP ngày 5/1/2011 về việc phát hành trái TPCP, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu chính quyền địa phương. Những thay đổi cơ bản của Nghị định 01/2011/NĐ-CP so với Nghị định 141/2003/NĐ-CP là: (1) Đã tính tới vấn đề nợ công được quy định trong Luật Nợ công năm 2009 và Pháp lệnh Quản lý ngoại hối 2005; (2) Sự phân loại trái phiếu Chính phủ đã được thể hiện rõ ràng hơn khi gán tên trái phiếu với chủ thể phát hành. Theo đó, trái phiếu Chính phủ sẽ do Bộ Tài chính phát hành và chỉ gồm 4 loại: tín phiếu kho bạc, trái phiếu kho bạc, công trái xây dựng Tổ quốc và trái phiếu ngoại tệ. Trái phiếu đầu tư do các tổ chức tài chính nhà nước, tổ chức tín dụng được

chỉ định phát hành đã được coi như là trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh. Trái phiếu công trình trung ương cũng không còn tồn tại trong Nghị định mới; (3) Bổ sung yêu cầu về điều kiện phát hành trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu do chính quyền địa phương phát hành là tổ chức phát hành phải có một “Đề án phát hành trái phiếu” cụ thể theo những nội dung chi tiết yêu cầu trong Nghị định mới nhằm phục vụ cho công tác thẩm định của Chính phủ. Để hướng dẫn Nghị định 01/2011/NĐ-CP, Bộ Tài chính đã ban hành các thông tư hướng dẫn cụ thể về việc phát hành từng loại trái phiếu¹. Các văn bản trên cùng với Quyết định số 261/2013/QĐ-BTC về phê duyệt lộ trình phát triển thị trường trái phiếu đến năm 2020 cũng như bối cảnh kinh tế trong nước và quốc tế từ năm 2011 đến nay (năm 2014) đã tạo nên

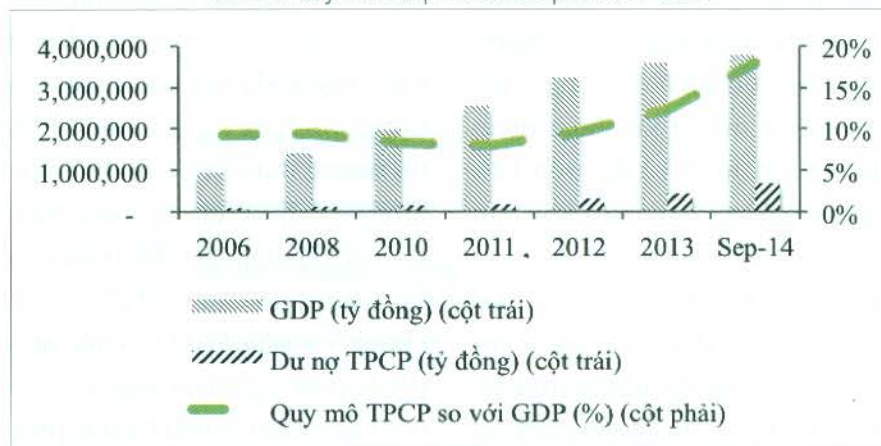
một diện mạo mới cho thị trường TPCP với những nét đặc trưng so với giai đoạn trước đây.

1.1. Quy mô thị trường trái TPCP tăng mạnh so với thời kỳ trước

Từ năm 2011, quy mô thị trường TPCP tính cả về dư nợ TPCP và tỷ lệ dư nợ TPCP so với GDP không ngừng tăng lên. Theo Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội, tính đến cuối tháng 9 năm 2014, tổng giá trị danh mục TPCP đang lưu hành đạt xấp xỉ 680.000 tỷ đồng, tăng hơn 4 lần so với năm 2009 và tương đương 18% GDP. Quy mô thị trường TPCP đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 23%/năm trong 5 năm qua, được đánh giá có mức tăng trưởng dẫn đầu các nền kinh tế mới nổi tại khu vực Đông Á cũng như khu vực ASEAN + 3. (Hình 1)

Mặc dù khối lượng TPCP đã tăng sau thời kỳ giảm sút trước năm 2011, song quy mô thị trường TPCP so với GDP vẫn nhỏ bé so với các nước trong khu vực². Điều này khiến cho lãi suất TPCP chưa đủ sức chi phối lãi suất của các công cụ nợ khác, đặc biệt là lãi suất của các ngân hàng thương mại (NHTM).

Hình 1: Quy mô trái phiếu Chính phủ 2011-2014



Nguồn: HSX, tổng cục thống kê và tính toán của nhóm tác giả

* Học viện Ngân hàng

Bảng 1: Kết quả TPCP niêm yết tại HNX 2011-T7/2014

Thời gian	Khối lượng TPCP niêm yết	KH 2 năm	KH 3 năm	KH 5 năm	KH 10 năm	KH 15 năm
2011	321.458.800		80.351.000	226.785.000	14.322.800	
2012	931.424.000	168.600.000	435.600.000	302.224.000	25.000.000	
2013	1.403.093.509	515.280.000	520.900.000	299.553.509	67.360.000	
7 tháng đầu 2014	1.226.544.725	321.898.666	467.077.059	365.530.000	72.039.000	40.000.000

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp từ HNX

1.2. Thanh khoản của trái phiếu Chính phủ đã được cải thiện

Từ năm 2009 đến 9/2014, giá trị giao dịch bình quân theo phiên đã tăng gấp 7,5 lần, từ 365 tỷ đồng/phiên lên 2.734 tỷ đồng/phiên. Tỷ lệ doanh số giao dịch thứ cấp so với giá trị TPCP lưu hành theo đó cũng tăng lên gấp 2,6 lần. Sự tăng trưởng ấn tượng này một phần nhờ khối lượng TPCP niêm yết trên Trung tâm giao dịch chứng khoán tăng dần ở quy mô từng mã TPCP (4.000 tỷ đồng/mã năm 2014 so với gần 500 tỷ đồng/mã năm 2009) với tất cả các kỳ hạn. Đây là một dấu hiệu tích cực bởi số lượng TPCP được tiêu chuẩn hóa (có thể niêm yết và giao dịch trên sàn giao dịch) đã tăng lên, tạo điều kiện cho các nhà đầu tư trên thị trường trong việc mua bán TPCP (bảng 1).

Sự sôi động của thị trường TPCP sơ cấp chủ yếu đến từ thị trường tín phiếu kho bạc. Khối lượng giao dịch tín phiếu kho bạc qua thị trường mở từ khi hoạt động đến cuối năm 2013 đạt trên 126 nghìn tỷ đồng. Tín phiếu kho bạc đã được các tổ chức tín dụng sử dụng để chiết khấu, cầm cố tại Ngân hàng Nhà nước và tham gia nghiệp vụ thị trường mở để đảm bảo khả năng thanh toán. Sự tăng nhanh của khối lượng giao

dịch tín phiếu kho bạc lần trái phiếu kho bạc đã khiến cho tính thanh khoản trên thị trường thứ cấp của các TPCP, đặc biệt trong giai đoạn từ 2012-2014 được cải thiện mạnh mẽ so với giai đoạn 2009-2011. Cụ thể, nếu tổng giá trị giao dịch Repos TPCP năm 2011 đạt 3.000 tỷ đồng thì liên tiếp từ năm 2012 đến 2014, con số này đạt trên 100.000 tỷ đồng. Kết quả tương tự cũng xảy ra với các giao dịch Outrights TPCP - giao dịch chiếm khoảng hơn 80% tổng giá trị giao dịch TPCP tại Việt Nam.

1.3. Sự tham gia của nhà đầu tư ngoại tăng

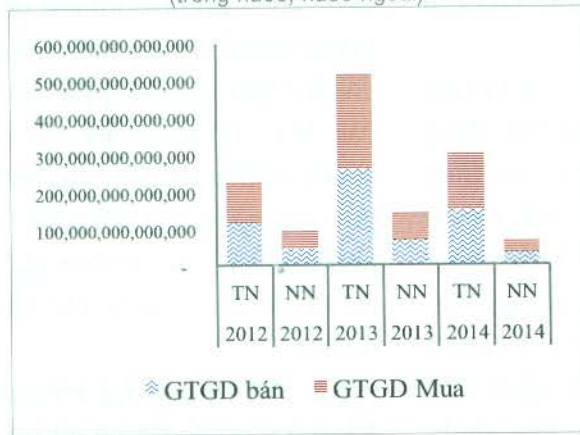
Từ năm 2009-2010, sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài vào thị trường còn khiêm tốn với tỷ trọng tham gia thị trường sơ cấp là 4% năm 2009, tỷ trọng giao dịch trên thị trường thứ cấp là 18,5% năm 2010. Tuy nhiên, từ năm 2011 đến nay, khi kinh tế Việt Nam bắt đầu có dấu hiệu ổn định và hồi phục, các nhà đầu tư nước ngoài đã bắt đầu tham gia trở lại với tỷ trọng giao dịch trên thị trường thứ cấp ổn định ở mức từ 20% - 30%, giá trị trúng thầu và mức độ tham gia đấu thầu trên thị trường sơ cấp là 12%. Tính chung cả năm 2013, khối nhà đầu tư nước ngoài đã mua ròng 88 triệu USD trái phiếu Chính phủ. Trong 6 tháng đầu năm 2014,

tuy giá trị nắm giữ trên thị trường thứ cấp chỉ đạt 14% - thấp hơn so với ngưỡng 24% trong 6 tháng đầu năm 2013 nhưng chung quy lại khối ngoại vẫn mua ròng giá trị khoảng 126 triệu USD. (Hình 2)

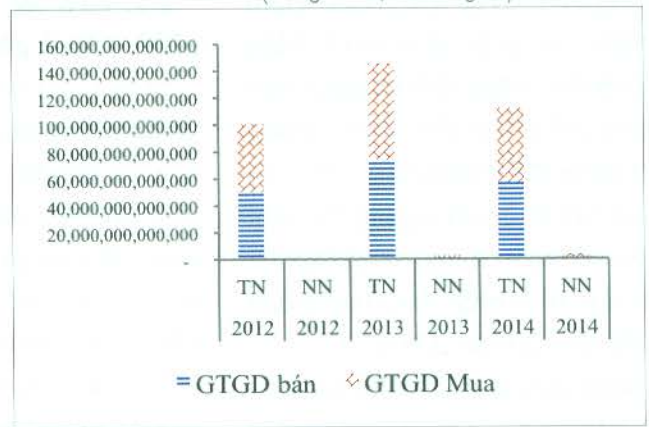
1.4. Khách hàng mua TPCP tập trung vào các ngân hàng thương mại

Sự sôi động trên thị trường TPCP trong suốt thời gian qua có đóng góp tích cực của các NHTM. Theo số liệu thống kê của HNX, trong số 23 thành viên tham gia đấu thầu trái phiếu Chính phủ năm 2014 có tới 17 NHTM. Nếu như vào năm 2011, tỷ lệ nắm giữ trái phiếu Chính phủ trong tổng tài sản của NHTM chỉ là 6% thì hiện lên khoảng 7%. Tiếp tục xu hướng từ năm 2011, trong 6 tháng đầu năm 2014, nguồn vốn huy động vào hệ thống ngân hàng Việt Nam tiếp tục có mức tăng trưởng tốt, tạo thanh khoản dồi dào cho các NHTM Việt Nam. Trong khi đó, tăng trưởng tín dụng vẫn còn gặp nhiều khó khăn, nợ xấu cao khiến các NHTM đẩy vốn vào thị trường các công cụ nợ có tính an toàn cao như trái phiếu, tín phiếu Chính phủ, trái phiếu do Chính phủ bảo lãnh. Đặc biệt, từ cuối năm 2013 đến 6 tháng đầu năm 2014, không chỉ có NHTM lớn mà cả các NHTM nhỏ cũng

Hình 2: Giá trị giao dịch Outrights TPCP theo Nhà đầu tư (trong nước, nước ngoài)



Hình 3: Giá trị giao dịch Repos TPCP theo Nhà đầu tư (trong nước, nước ngoài)



Nguồn: HNX

tham gia thị trường trái phiếu, tăng cường nắm giữ trái phiếu Chính phủ.

Trong bối cảnh nhu cầu tín dụng của các doanh nghiệp và cá nhân bị hạn chế, việc đầu tư vào TPCP đã giúp các NHTM bù đắp chi phí huy động, thậm chí có thể tạo ra lợi nhuận tuy không lớn. Đây là kênh đầu tư an toàn, rủi ro rất thấp, thậm chí bằng không, do vậy, NHTM có thể cơ cấu lại tài sản có trong quá trình tái cơ cấu toàn diện ngân hàng. Thêm nữa, TPCP có thể dễ dàng giao dịch trên thị trường tiền tệ thông qua hoạt động thị trường mở càng làm tăng khả năng thanh khoản cho các NHTM.

1.5. Trái phiếu Chính phủ có kỳ hạn trên 5 năm tăng đáng kể

Trước năm 2013, kỳ hạn của các TPCP được phát hành chủ yếu tập trung ở kỳ hạn từ 3 năm trở xuống, các kỳ hạn từ 4 - 5 năm hầu như không có trong khi các TPCP có kỳ hạn 5 năm và trên 5 năm chiếm tỷ trọng thấp hơn trong số TPCP được phát hành. Trong hai gần đây, tỷ trọng của các TPCP được phát hành có kỳ hạn dài 5 năm tăng lên so với

các kỳ hạn khác. (Hình 4)

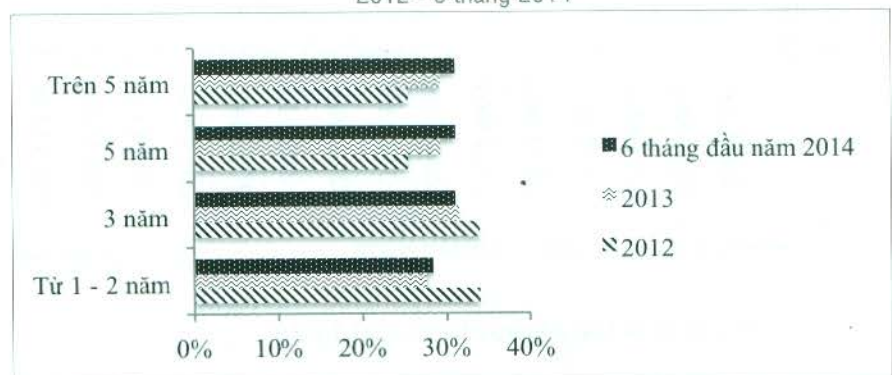
1.6. Lợi suất trái phiếu Chính phủ mang tính thị trường hơn, diễn biến cùng chiều với lãi suất ngân hàng

Đầu năm 2011, Nghị quyết 11/NQ-CP/2011 tháng 2/2011 đã đặt nhiệm vụ ưu tiên ổn định vĩ mô, kiềm chế lạm phát trong nền kinh tế. Theo đó, lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay của hệ thống ngân hàng đều tăng. Vào giữa năm 2011, lãi suất cho vay ngân hàng phổ biến ở mức 18%/năm, lãi suất tiền gửi là 14% theo qui định trần lãi suất huy động của Ngân hàng Nhà nước. Lợi suất của TPCP (lãi suất hoàn vốn) thời hạn 1 năm khoảng 12%, thấp hơn lãi suất tiền gửi ngân hàng. Mỗi tương

quan giữa lãi suất tiền gửi, cho vay của ngân hàng và lợi suất TPCP trong thời gian này là hoàn toàn phù hợp.

Từ cuối 2011, những dấu hiệu đình đốn kinh tế đã xuất hiện và đến quý I/2012, những dấu hiệu này đã rõ nét đòi hỏi phải chuyển đổi mục tiêu từ kiềm chế lạm phát sang thúc đẩy phục hồi kinh tế. Trong bối cảnh đó, lãi suất có xu hướng giảm. Đầu năm 2012, Ngân hàng Nhà nước đã có 6 lần điều chỉnh giảm cập lãi suất chỉ đạo (lãi suất tái chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn) xuống còn 7% - 9% vào ngày 24/12/2012, ba lần cắt giảm trần lãi suất tiền gửi xuống 11% từ 25/5/2012 và sau đó, giảm xuống mức 7%, mặt bằng lãi suất tiếp tục giảm

Hình 4: Tỷ trọng kỳ hạn của trái phiếu Chính phủ 2012 - 6 tháng 2014



Nguồn: Kho bạc Nhà nước

xuống tới mức 10-12%/năm trong 2013. Lợi suất TPCP giảm mạnh vào giữa năm 2012, biến động lên xuống đến khoảng cuối năm 2012. Tại thời điểm tháng 12 năm 2012, đầu năm 2013, lợi suất TPCP chạm ngang lãi suất tiền gửi ngân hàng, song sau đó, đã duy trì ở mức thấp hơn trong suốt năm 2013. (Hình 5)

Năm 2014, mặt bằng lãi suất VND tiếp tục giảm từ 0,5% đến 1,5%/năm so với cuối năm 2013, trong đó lãi suất huy động giảm 0,5% đến 1%/năm. Đến nay, lãi suất huy động với kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng bình quân ở mức 5,5 - 6%/năm; kỳ hạn 6 tháng đến dưới 12 tháng là 6% - 7,5%/năm; kỳ hạn trên 12 tháng là 7,5 - 8,3%/năm. Lợi suất TPCP 1 năm khoảng 4%.

Sự biến động tương quan giữa lãi suất TPCP và lãi suất ngân hàng cho thấy lãi suất TPCP đã mang tính thị trường hơn.

2. Một số khuyến nghị

2.1. Tiếp tục đa dạng hóa trái phiếu Chính phủ

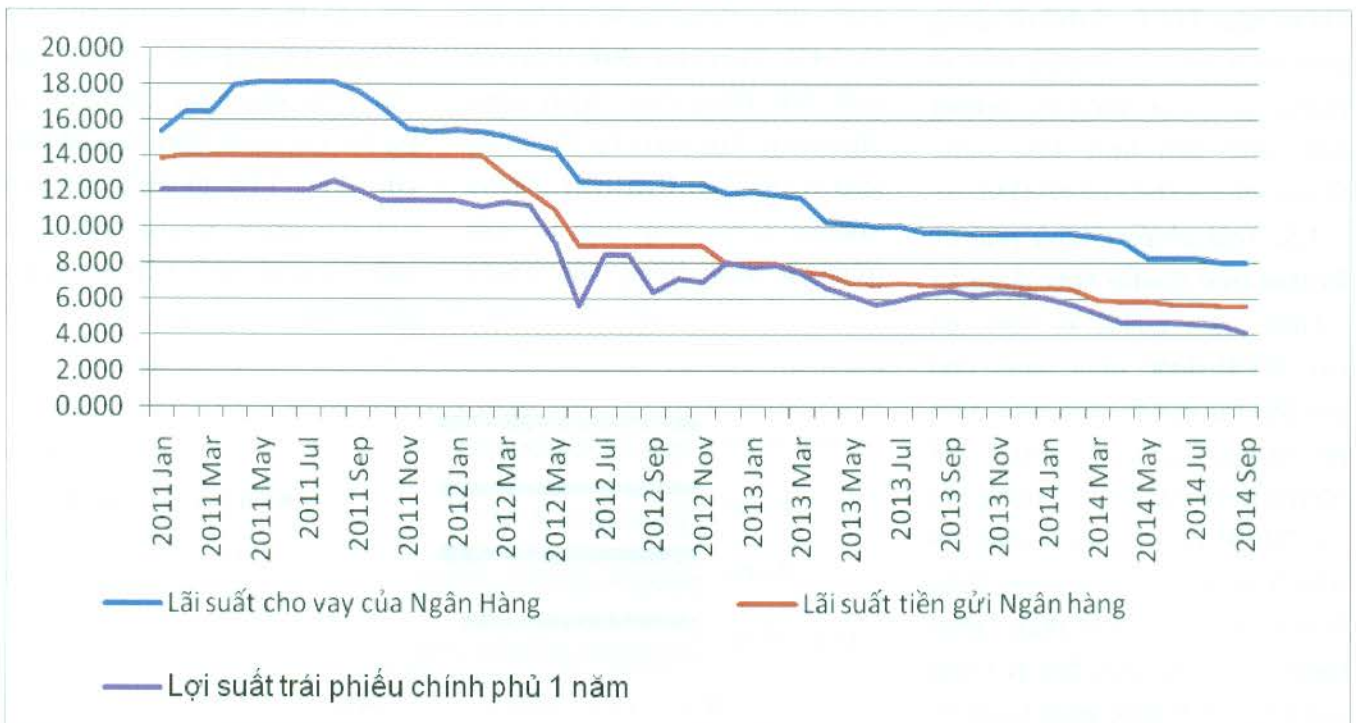
Sự đa dạng hóa các loại kỳ hạn sẽ làm tăng khả năng huy động vốn và tiến tới là việc xây dựng một đường cong lãi suất chuẩn cho các công cụ nợ khác tham chiếu. Việc đa dạng hóa kỳ hạn TPCP cần căn cứ trên nhu cầu về vốn và khả năng huy động vốn trong xã hội; tùy theo mục đích, thời hạn sử dụng vốn để đầu tư mà phát hành TPCP có kỳ hạn phù hợp với vòng đời của dự án và công trình. Ở Việt Nam, trong chiến lược phát triển kinh tế - xã hội và tiến trình là khá lớn, thời hạn vay vốn đầu tư thường dài; do vậy, trước mắt giai đoạn 2014 - 2020 cần tập trung phát hành các loại TPCP có kỳ hạn từ 3 năm - 10 năm, trên 10 năm đồng thời phát hành TPCP với nhiều kỳ hạn khác nhau tạo nguồn hàng hóa để thu hút các nhà đầu

tư phù hợp với chiến lược đầu tư riêng cũng như tạo lợi thế để thị trường luôn tồn tại mức lãi suất chuẩn. Việc gia tăng phát hành các loại TPCP có kỳ hạn dài không những sẽ giảm áp lực trả nợ trong ngắn hạn đối với Chính phủ mà còn giúp Chính phủ có thể dễ dàng cơ cấu lại các khoản nợ hơn.

2.2. Khôi phục lại việc phát hành trái phiếu Chính phủ ra thị trường quốc tế

Bên cạnh việc phát hành TPCP ở thị trường trong nước, việc phát hành TPCP ra thị trường quốc tế cũng cần được quan tâm. Theo đánh giá của các tổ chức đánh giá tín nhiệm quốc tế thì hiện nay định mức tín nhiệm của Việt Nam đã được cải thiện khi nền kinh tế có các dấu hiệu phục hồi. Để kêu gọi thành công các đợt phát hành trái phiếu quốc tế nhằm bù đắp thiếu hụt ngân sách với chi phí thấp do nhiều

Hình 5: Lợi suất trái phiếu Chính phủ và lãi suất tín dụng ngân hàng 2011-2014



Nguồn: Thống kê tài chính Quốc tế IFS, NHNN

quốc gia hiện đang thực hiện chính sách tiền tệ nới lỏng, việc chú trọng nâng cao định mức tín nhiệm quốc gia là rất quan trọng. Để làm được điều này, các vấn đề sau cần được đảm bảo thực hiện đồng bộ:

Thứ nhất, thực hiện đầy đủ và có hiệu quả các đề án về tái cơ cấu kinh tế, đầu tư công, doanh nghiệp nhà nước, hệ thống các tổ chức tín dụng, tái cấu trúc thị trường chứng khoán và các định chế tài chính, nhằm góp phần thúc đẩy tăng trưởng và phát triển bền vững. Trước mắt, cần tập trung xử lý nợ xấu triệt để tại các Tổ chức tín dụng để cải thiện chất lượng tín dụng. Bên cạnh đó, tăng cường hiệu quả công tác quản lý nợ công và nợ nước ngoài của quốc gia theo hướng tiếp tục hoàn thiện hệ thống pháp luật và công cụ quản lý nợ.

Thứ hai, thực hiện chính sách tài khóa chặt chẽ phấn đấu giảm bội chi Ngân sách Nhà nước về mức bằng khoảng 4,5% GDP vào năm 2015 và xuống khoảng dưới 4% GDP vào năm 2020.

Thứ ba, điều hành chính sách tiền tệ chặt chẽ, thận trọng và linh hoạt theo tín hiệu thị trường; giảm dần mức độ đô la hoá, vàng hoá nền kinh tế và sự phụ thuộc vào đồng Đô la Mỹ trong cán cân thanh toán quốc tế; thực hiện chính sách tỷ giá linh hoạt và chủ động theo hướng ưu tiên kiểm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, giảm nhập siêu và bảo đảm an toàn cán cân thanh toán quốc tế.

Thứ tư, tăng cường mức độ công khai và minh bạch thông tin, xây dựng cơ chế phối hợp giữa các

bộ, ngành trong việc cung cấp, trao đổi thông tin và tổ chức làm việc với các cơ quan xếp hạng tín nhiệm quốc gia.

Thứ năm, có kế hoạch sử dụng số tiền huy động được một cách minh bạch, hiệu quả cùng cơ chế giám sát chặt chẽ nhằm tránh những việc đầu tư không hiệu quả vào các công ty như trường hợp của Vinashin trước đây.

2.3. Thu hút thêm nhiều chủ thể đầu tư

Giao dịch trên thị trường TPCP hiện nay chưa có sự đa dạng khi chủ yếu đến từ các NHTM. Điều này có thể dẫn đến sự thiếu bền vững cho thị trường về mặt dài hạn. Do đó, Chính phủ và Bộ Tài chính cần xem xét ban hành các chính sách khuyến khích và ưu đãi đầu tư trên thị trường nợ công để thu hút nhiều chủ thể tham gia đầu tư hơn như: (i) các nhà đầu tư nước ngoài; (ii) các tổ chức đầu tư công cụ nợ như các tổ chức bảo hiểm nhân thọ, bảo hiểm xã hội. Các chính sách khuyến khích về tài chính có thể thực hiện kết hợp với các chính sách về điều hành, định hướng phát triển để tạo động lực thúc đẩy sự tham gia của các định chế đầu tư mới nên trên. Bên cạnh chính sách về tài chính, việc nâng cấp, hiện đại hóa hệ thống thông tin hỗ trợ cho thị trường TPCP cũng cần tập trung đẩy mạnh. Hiện tại, hệ thống thông tin về thị trường TPCP mới chỉ cung cấp dữ liệu cơ bản, chưa nhiều thông tin giá trị gia tăng và các thông tin chưa được tổng hợp đa dạng, nhiều chiều. Đồng thời, hệ thống thông tin chưa cung

cấp nhiều chỉ báo mang tính hỗ trợ dự báo, đầu tư cho thị trường. Vì vậy, trong tương lai cần nâng cấp trang web chuyên biệt về thị trường TPCP theo hướng cung cấp đầy đủ thông tin thô và thông tin phân tích cho các nhà đầu tư. Giao diện cùng các dữ liệu dạng số, biểu đồ cần được thiết kế sao cho tiện lợi với người sử dụng. ■

¹ TT 17/TT-BTC 2012 hướng dẫn phát hành trái phiếu Chính phủ tại thị trường trong nước (Được sửa đổi, bổ sung bởi TT203/TT-BTC 2013); TT 81/TT-BTC 2012 hướng dẫn về phát hành trái phiếu chính quyền địa phương tại thị trường trong nước; TT 34/TT-BTC 2012 hướng dẫn về phát hành trái phiếu được chính phủ bảo lãnh (được sửa đổi, bổ sung bởi TT 167/TT-BTC 2013); TT 106/102/TTLB-BTC-NHNN hướng dẫn việc phát hành tín phiếu kho bạc qua Ngân hàng Nhà nước Việt Nam; TT 234/2012/TT-BTC hướng dẫn quản lý giao dịch trái phiếu Chính phủ, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu chính quyền địa phương...

² Đến năm 2013, tỷ lệ TPCP/GDP của Nhật Bản là 196,51%, Hàn Quốc là 42,38% và Thái Lan là 27,76%

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Cao Sỹ Kiêm, 2014, Lãi suất đang theo hướng cung cầu, truy cập tại <http://thoibaonganhang.vn/tin-tuc/2-lai-suat-dang-huong-theo-cung-cau-thi-truong-23004.html>
2. Nguyễn Thị Hoàng Lan, 2014, Thị trường Trái phiếu Chính phủ (TPCP) chuyên biệt - Bốn năm chặng đường phát triển, Tạp chí Chứng khoán, Số 6 (188).
3. Asia Bond Monitor (2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013)
4. VCBS, Báo cáo thị trường trái phiếu năm 2012.
5. BVSC, Báo cáo thị trường trái phiếu năm 2012 và 6 tháng 2013.
6. UBGSTCQG (2012), Báo cáo giám sát khu vực phi tài chính
7. "Bộ Tài chính sẽ có nhiều giải pháp hỗ trợ thị trường trái phiếu phát triển", Tạp chí Chứng khoán số 179 tháng 9/2013.
8. "Thị trường trái phiếu Việt Nam - Một số vấn đề và giải pháp phát triển", Tạp chí Chứng khoán số 179 tháng 9/2013.
9. <http://www.tienphong.vn/Kinh-Te/595127/Khoan-dau-tu-nhieu-rui-ro-cua-ngan-hang.html>, "Mua hàng trăm ngàn tỷ trái phiếu doanh nghiệp: Khoản đầu tư nhiều rủi ro của ngân hàng".
10. <http://www.vinacorp.vn/news/nhin-lai-su-phat-trien-cua-thi-truong-trai-phieu-viet-nam-10-nam-qua/ct-543814>, "Nhìn lại sự phát triển của thị trường trái phiếu Việt Nam 10 năm qua".
11. HNX, <http://hnx.vn/web/thi-truong-trai-phieu/tong-quan>.