



NHỮNG ĐIỂM NHẤN VỀ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CÁC NƯỚC ĐÔNG Á VÀ TRIỂN VỌNG

TS. TRẦN THỊ VÂN ANH - Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội

Trái phiếu chính phủ có vai trò quan trọng nhằm huy động vốn cho các nước Đông Á, do đó việc xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu chính phủ là một trong những nhiệm vụ quan trọng đối với nhiều quốc gia. Tuy nhiên, thị trường trái phiếu chính phủ Đông Á vẫn chưa phát triển đúng tiềm năng của khu vực. Bài viết xem xét thực trạng của thị trường trái phiếu Chính phủ ở các quốc gia Đông Á và triển vọng phát triển thị trường này trong thời gian tới.

Thực trạng thị trường trái phiếu chính phủ của các nước Đông Á

Các nước Đông Á bao gồm Trung Quốc, Hong Kong, Indonesia, Hàn Quốc, Singapore, Malaysia, Thái Lan, Philippines và Việt Nam. Trong những năm qua, thị trường trái phiếu các nước Đông Á có quy mô và tốc độ phát triển tương đối thấp so với tiềm năng của khu vực. Theo thống kê của Quỹ Tiền tệ quốc tế (IMF), hiện nay, quy mô dân số của khu vực châu Á - Thái Bình Dương chiếm 60% dân số thế giới, 34% GDP toàn cầu, 40% hoạt động thương mại toàn cầu, 59% dự trữ ngoại hối thế giới, song chỉ chiếm 29% tài sản tài chính thế giới. Thị trường vốn chỉ cung cấp khoảng 40% số vốn cho nền kinh tế khu vực (trong đó có khoảng 25% là từ thị trường chứng khoán và khoảng 15% từ thị trường trái phiếu). Nguyên nhân của tình trạng này là do Chính phủ nhiều nước vẫn coi ngân hàng là kênh tài trợ vốn chủ yếu để phát triển công nghiệp nội địa, do đó họ chưa chú trọng phát triển thị trường trái phiếu.

Phần lớn các nước đang phát triển ở châu Á thực thi chính sách tài khóa thận trọng, nên ít có nhu cầu tài trợ vốn bằng trái phiếu chính phủ, hoặc do tình trạng thâm hụt ngân sách thường xuyên nên lãi suất trái phiếu chính phủ tương đối thấp, không thu hút được nhà đầu tư tư nhân. Điều này đã ảnh hưởng không nhỏ tới sự phát triển kinh tế của khu vực Đông Á.

Nhìn lại cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ ở Đông Á năm 1997 có thể thấy, thị trường trái phiếu nội tệ kém phát triển do nhiều doanh nghiệp (DN) hoạt động sản xuất kinh doanh ở khu vực này phải đi vay ngắn hạn bằng ngoại tệ từ các ngân hàng nước

ngoài để tài trợ cho các dự án dài hạn. Chính vì thế, nó tác động tới đồng nội tệ liên tục bị mất giá, khiến DN chịu rủi ro tỷ giá, gia tăng gánh nặng nợ nần và phải phá sản. Cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ thế giới thời gian vừa qua là những bài học hữu ích cho Chính phủ các nước Đông Á nhận thức sâu sắc tầm quan trọng của việc phát triển thị trường trái phiếu nội tệ nói chung và thị trường trái phiếu chính phủ nói riêng. Đặc biệt, Chính phủ các nước Đông Á cũng có chính sách khuyến khích phát triển cơ sở hạ tầng để thúc đẩy thị trường trái phiếu hoạt động ổn định, bền vững. Đồng thời, ban hành các quy định giám sát thị trường trái phiếu tuân thủ đúng theo các chuẩn mực quốc tế, phát triển thị trường trái phiếu chính phủ để tạo thành chuẩn mực cho thị trường trái phiếu công ty.

Bên cạnh đó, Chính phủ các nước Đông Á đã đưa ra nhiều sáng kiến để phát triển thị trường trái phiếu. Cụ thể như:

(i) Sáng kiến phát triển thị trường trái phiếu châu Á (ABMI) được đưa ra tại Hội nghị Bộ trưởng Tài chính ASEAN+3 năm 2003 nhằm xây dựng thị trường trái phiếu sơ cấp ổn định và thị trường trái phiếu thứ cấp có tính thanh khoản cao trong khu vực;

(ii) Các ngân hàng Trung ương Đông Á cùng với sự hỗ trợ kỹ thuật của Ngân hàng Phát triển châu Á (ADB) đã thành lập hai quỹ trái phiếu châu Á là ABF1 và ABF2, để khuyến khích mở rộng thị trường trái phiếu nội tệ tại khu vực Đông Á;

(iii) Từ năm 2008, các nước ASEAN+3 đã hợp tác thành lập Diễn đàn phát triển thị trường trái phiếu châu Á nhằm hợp nhất thị trường trái phiếu khu vực;



QUY MÔ VÀ THÀNH PHẦN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CÁC NƯỚC ĐÔNG Á

	Quý I/2014		Quý I/2015		Tăng trưởng tính theo nội tệ (%)		Tăng trưởng tính theo USD (%)			
	Tỷ USD	%	Tỷ USD	%	Tỷ USD	%	Quý I/2014	Quý I/2015	Quý I/2014	Quý I/2015
Trung Quốc										
Tổng	4.702	100	5.192	100	5.279	100	10,5	12	10,4	12,3
Trái phiếu chính phủ	3.056	65,0	3.335	64,2	3.370	63,8	8,2	10	8,1	10,3
Trái phiếu doanh nghiệp	1.646	35,0	1.858	35,8	1.909	36,2	15,0	15,7	14,9	16,0
Hàn Quốc										
Tổng	1.648	100	1.703	100	1.712	100	8,6	8,3	13,4	3,9
Trái phiếu chính phủ	635	38,6	701	41,2	712	41,6	8,6	16,7	13,4	12,0
Trái phiếu doanh nghiệp	1.012	61,4	1.002	58,8	1.001	58,4	8,6	3,0	13,4	- 1,1
Malaysia										
Tổng	322	100	316	100	290	100	5,5	2,1	0,0	- 10,0
Trái phiếu chính phủ	188	58,4	185	58,6	165	57	4,2	- 0,3	- 1,2	- 12,1
Trái phiếu doanh nghiệp	134	41,6	131	41,4	125	43	7,5	5,4	1,8	- 7,1

Nguồn: Bloomberg, NHTW và Bộ Tài chính các nước Đông Á

(iv) Các nước ASEAN+3 cùng với sự hỗ trợ của ADB đã thành lập Quỹ Đầu tư và Bảo lãnh tín dụng nhằm hỗ trợ cho các DN có kế hoạch phát hành trái phiếu nội tệ.

Mặc dù tốc độ tăng trưởng và quy mô của thị trường trái phiếu chính phủ Đông Á vẫn thấp hơn tiềm năng của toàn khu vực. Nếu như năm 1996, giá trị trái phiếu nội tệ thị trường Đông Á chiếm khoảng 2,1% tổng giá trị trái phiếu toàn cầu thì đến năm 2012, tỷ lệ này đã tăng lên tới 8,1%. Thị trường trái phiếu nội tệ các nước Đông Á tăng từ mức 1.000 tỷ USD năm 2001 lên mức 6.500 tỷ USD vào cuối năm 2012.

Theo thống kê của ADB, tính đến cuối tháng 3/2015, thị trường trái phiếu nội tệ khu vực Đông Á có giá trị ước khoảng 8.300 tỷ USD trong đó thị trường trái phiếu chính phủ là khoảng 4.952 tỷ USD, chiếm 59,9% tổng quy mô thị trường. Trái phiếu công ty đạt 3.320 tỷ USD, tương đương 41,1% tổng quy mô thị trường trái phiếu. Trong quý I/2015, lượng phát hành mới trái phiếu nội tệ Đông Á là 924 tỷ USD, giảm so với mức 1.032 tỷ USD của quý trước, tuy nhiên tăng so với cùng kỳ năm 2014. Quy mô thị trường trái phiếu tính theo GDP của các quốc gia Đông Á không biến động mạnh, ước khoảng từ 40 - 50%, trong đó quy mô thị trường trái phiếu tính theo GDP của Hàn Quốc chiếm tỷ lệ cao nhất đạt 100%, đứng thứ hai là Malaysia vào khoảng 96%.

Phân tích bảng số liệu có thể thấy, trong số các nước trong khu vực Đông Á thì Trung Quốc, Hàn Quốc và Malaysia có thị trường trái phiếu phát triển nhất. Quy mô của thị trường trái phiếu Trung Quốc là 5.279 tỷ USD, chiếm 63,7% thị trường trái phiếu khu vực. Quy mô của thị trường trái phiếu Hàn Quốc và Malaysia

tương ứng lần lượt là 1.712 tỷ USD và 290 tỷ USD.

Tính cuối quý I/2015, trái phiếu chính phủ chiếm khoảng 59,9% thị trường trái phiếu nội tệ các nước Đông Á và chiếm tỷ lệ đa số tại hầu hết các quốc gia trong khu vực. Số lượng trái phiếu chính phủ còn hạn trên thị trường vào cuối quý I/2015 ước khoảng 4.952 tỷ USD, tăng 1,2% so với quý trước và tăng 9,9% so với cùng kỳ năm trước. Trung Quốc có thị trường trái phiếu Chính phủ lớn nhất khu vực Đông Á, ước khoảng 3.370 tỷ USD, tương đương 68,1% quy mô toàn thị trường. Tiếp sau đó là Hàn Quốc (712 tỷ USD) và Thái Lan (218 tỷ USD).

Quy mô thị trường trái phiếu Đông Á ước khoảng 57,7% GDP toàn khu vực. Hàn Quốc là nước có tỷ lệ trái phiếu còn hạn tính trên GDP lớn nhất ước tính khoảng 100%, tiếp theo là Malaysia với tỷ lệ 96%. Những nước có tỷ lệ trái phiếu còn hạn tính trên GDP thấp nhất trong khu vực là Indonesia với khoảng 15,1%, Việt Nam là 22,9% và Phillipines là 36,5%. Các nước còn lại có tỷ lệ trái phiếu còn hạn tính trên GDP trong khoảng từ 50,8% đến 81,5%.

Thị trường trái phiếu chính phủ Hàn Quốc tăng mạnh trong thời gian vừa qua là do Chính phủ nước này tăng lượng trái phiếu ngân hàng Trung ương và trái phiếu Chính phủ phát hành mới trong năm 2015, để hỗ trợ chính sách tiền tệ mở rộng thúc đẩy nền kinh tế nước này tăng trưởng.

Trong khi đó, trái phiếu chính phủ kỳ hạn 2 năm của các nước trong khu vực Đông Á có xu hướng giảm điểm mạnh. Cụ thể, trái phiếu chính phủ kỳ hạn 2 năm tại các nước trong khu vực Đông Á lần lượt giảm điểm như Trung Quốc (- 72), Hàn Quốc (- 31), Thái Lan (- 49), Philippines (- 47)... Trong khi đó, trái phiếu chính



phủ kỳ hạn 10 năm của các nước trong khu vực Đông Á đều tăng điểm khá ấn tượng dao động từ mức điểm thấp nhất là Hàn Quốc (13 điểm) đến nước có số điểm cao nhất là Indonesia (145 điểm) (Bloomberg và Viện Tài chính quốc tế - IIF).

Lãi suất trên thị trường trái phiếu nội tệ các nước Đông Á biến động mạnh trong quý I/2015, trong đó lãi suất trái phiếu phần lớn giảm từ cuối tháng 12/2014 cho tới cuối tháng 2/2015 do tỷ lệ tăng trưởng kinh tế tương đối thấp. Nguyên nhân của tình trạng này là do giá dầu thế giới giảm liên tục xuống tới 40 USD/thùng, tỷ lệ lạm phát tại một số nước có xu hướng tăng cao và biến động lãi suất trái phiếu thị trường Mỹ và khu vực Eurozone.

Sự biến động của lãi suất trái phiếu Chính phủ ở Đông Á còn do ảnh hưởng của mức lạm phát tại các nước này. Tỷ lệ lạm phát tại Indonesia là 7,2% cao nhất trong khu vực, một phần do giá dầu thế giới tăng cũng như do Chính phủ cắt giảm các khoản trợ giá nhiên liệu. Lạm phát cao đã góp phần làm lãi suất trái phiếu chính phủ Indonesia tăng ở mọi kỳ hạn.

Lạm phát tăng ở Malaysia lại có tác động ngược lại làm cho lãi suất trái phiếu chính phủ giảm ở tất cả các kỳ hạn đặc biệt ở những kỳ hạn ngắn. Trái phiếu có kỳ hạn dưới 5 năm có mức lãi suất giảm từ 1 đến 23 điểm. Nguyên nhân của tình trạng này là do thị trường có phản ứng tích cực do giá dầu ổn định hơn và qua đó hỗ trợ cho việc huy động vốn của Chính phủ.

Khác với các nước khác trong khu vực, Thái Lan lại phải đối mặt với vấn đề giảm phát với chỉ số CPI giảm xuống -1,3% so với mức -1,0% trước đó. Tình trạng này làm lãi suất trái phiếu chính phủ giảm ở tất cả các kỳ hạn, đặc biệt những kỳ hạn dưới 5 năm lãi suất trái phiếu chính phủ giảm trong khoảng từ 3 - 49 điểm.

Triển vọng

Theo nhận định của một số tổ chức quốc tế và các chuyên gia kinh tế, dự kiến đến cuối năm 2015 và năm 2016, sự phát triển của thị trường trái phiếu chính phủ các nước Đông Á sẽ chịu ảnh hưởng của một số vấn đề sau:

Thứ nhất, lãi suất trái phiếu chính phủ Mỹ tăng: Dự kiến lãi suất trái phiếu chính phủ Mỹ tiếp tục tăng và tác động mạnh đến thị trường trái phiếu Đông Á. Nếu lãi suất cơ bản được Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) điều chỉnh chậm thì sẽ không ảnh hưởng tiêu cực tới thị trường trái phiếu chính phủ khu vực Đông Á. Trong trường hợp, lãi suất thay đổi đột ngột như đã diễn ra trong năm 2013 có khả năng gây ra làn sóng bán phá giá trái phiếu nội tệ để chuyển hướng đầu tư sang các tài sản tài chính ngoại tệ hấp dẫn hơn.

Thứ hai, tính thanh khoản kém cũng làm gia tăng

sự bất ổn của của thị trường trái phiếu chính phủ Đông Á. Nếu lãi suất trái phiếu chính phủ Mỹ tăng sẽ làm cho những tài sản này hấp dẫn hơn trái phiếu nội tệ Đông Á. Còn trong trường hợp tính thanh khoản của thị trường trái phiếu không đủ mạnh thì việc một số lượng lớn nhà đầu tư bán tháo trái phiếu nội tệ để chuyển hướng đầu tư sẽ gây ảnh hưởng nghiêm trọng tới thị trường trái phiếu chính phủ toàn khu vực.

Tính cuối quý I/2015, trái phiếu chính phủ chiếm khoảng 59,9% thị trường trái phiếu nội tệ các nước Đông Á và chiếm tỷ lệ đa số tại hầu hết các quốc gia trong khu vực. Số lượng trái phiếu chính phủ còn hạn trên thị trường vào cuối quý I/2015 ước khoảng 4.952 tỷ USD, tăng 1,2% so với quý trước và tăng 9,9% so với cùng kỳ năm trước.

Thứ ba, chính sách tiền tệ của khu vực Eurozone: Nền kinh tế khu vực Eurozone vẫn đang trên đà phục hồi nhưng các nước này đang phải đối mặt với rủi ro giảm phát do giá dầu thế giới liên tục giảm giá mạnh kể từ hồi đầu năm đến nay. Thêm vào đó, Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) dự kiến tiếp tục triển khai những biện pháp quyết liệt để giải quyết nguy cơ giảm phát và hỗ trợ đà phục hồi cho nền kinh tế toàn khu vực. Với mức lãi suất thấp kỷ lục hiện nay, dự kiến ECB sẽ tiếp tục vận dụng tới chính sách nới lỏng tiền tệ và bắt đầu mua trái phiếu trên quy mô lớn. Điều này có thể khiến các nhà đầu tư châu Âu chuyển hướng đầu tư vào trái phiếu Chính phủ các khu vực khác. Như vậy, thị trường trái phiếu Chính phủ Đông Á có thể được hưởng lợi từ xu hướng này và do đó phần nào bù đắp lại được dòng vốn đầu tư trong khu vực chảy sang thị trường Mỹ.

Thứ tư, sự lên ngôi của trái phiếu nội tệ: Nếu như năm 2014 giá trị trái phiếu ngoại tệ phát hành trên thị trường Đông Á lên tới con số kỷ lục 200 tỷ USD, thì năm 2015 độ hấp dẫn của việc huy động vốn bằng ngoại tệ giảm do sự lên giá của đồng USD làm tăng rủi ro khi đi vay bằng ngoại tệ. Tuy nhiên, sự lên giá của đồng USD sẽ khiến các nước Đông Á gia tăng phát hành trái phiếu Chính phủ nội tệ. 

Tài liệu tham khảo:

1. IMF (2013), *Global Financial Stability Report*, October 2013;
2. IMF (2015), *Global Financial Stability Report*, April 2015;
3. Ministry of Strategy and Finance, Seoul National University, (2013), *Government Bond Market Development: The Korean Experience*;
4. Pacific Trade and Development Working Paper series (2014), *Capital Market Development in Asia and Pacific region*;
5. WB (2001), *Developing Government Bond Markets Handbook*.