

Luu Hai Yen

**THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ**

Fixed Income Analyst

T: (844) 4456 8668 ext 6717

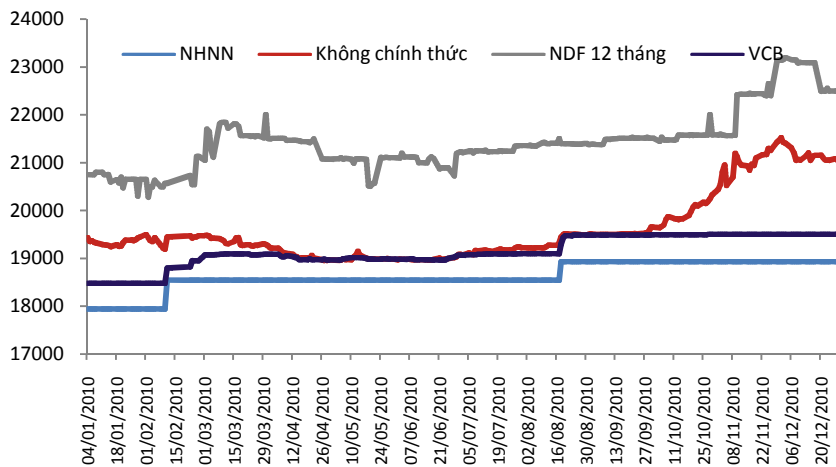
E: [Yen.LuuHai@tls.vn](mailto:Yen.LuuHai@tls.vn)

**Tỷ giá**

VND đã trải qua hai lần phá giá trong năm 2010 xuống tổng cộng 5,46%. Tỷ giá tự do ổn định từ tháng 3 đến tháng 9 rồi tăng mạnh trong quý 4. Có những thời điểm chênh lệch giữa tỷ giá chính thức và tự do lên đến 10%. Nguyên nhân chính được cho là do lãi suất cho vay tiền đồng (14-15%/năm) cao hơn hẳn lãi suất cho vay bằng USD (6%-7%/năm) đã khuyến khích doanh nghiệp vay USD. Vay nhiều USD trong quý 2 và quý 3 với thời hạn 3 hoặc 6 tháng dẫn đến căng thẳng nhu cầu tiền USD vào quý 4 để trả nợ. Ngoài ra còn có nguyên nhân từ lạm phát cao, thâm hụt thương mại kéo dài.

Thị trường forward giao dịch ở mức gần 22.500VND/USD đối với NDF 12 tháng. Khả năng sẽ có dòng tiền nóng đổ vào trong nước để tranh thủ lãi suất cao là khá lớn. Tuy vậy thâm hụt thương mại triền miên sẽ vẫn tiếp tục làm cho tỷ giá nằm ở mức cao. Chúng tôi kì vọng NHNN sẽ có thể phá giá tiền đồng để thu hẹp khoảng cách giữa tỷ giá tự do và tỷ giá chính thức. Mức phá giá 5%-7% (theo phương pháp ngang giá sức mua) là tương đối hợp lý.

**Hình 1: Tỷ giá VND/USD năm 2010**



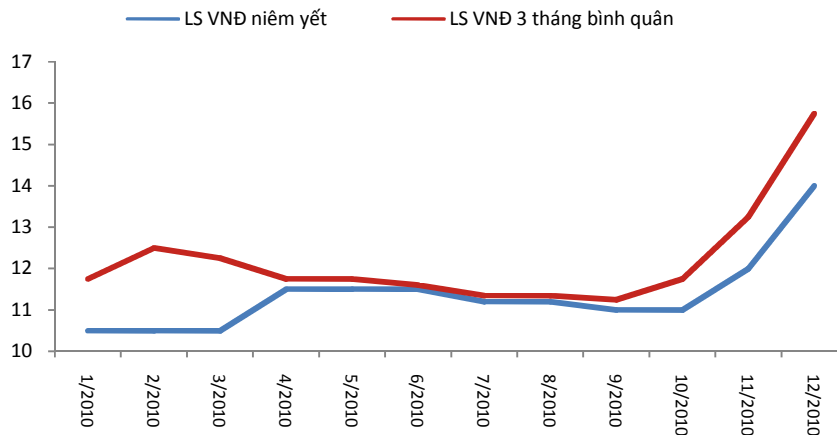
Nguồn: NHNN, VCB, TLS & Bloomberg

**Thuật ngữ viết tắt**

- CDS: Hợp đồng bảo hiểm rủi ro tín dụng
- CP: Chính Phủ
- HNX: Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội
- GT: Giá trị
- KBNN: Kho Bạc Nhà Nước
- KL: Khối lượng
- LS: Lãi suất
- MoF: Bộ Tài Chính
- NDF: Hợp đồng kì hạn không chuyển giao
- NHNN: Ngân hàng Nhà Nước
- NHTM: Ngân hàng thương mại
- TCPH: Tổ chức phát hành
- TLS: Công ty chứng khoán Thăng Long
- TPCP: Trái phiếu Chính Phủ
- TPDN: Trái phiếu doanh nghiệp
- USD: Đô la Mỹ
- VBMA: Hiệp hội thị trường trái phiếu Việt Nam
- VCB: Ngân hàng Ngoại Thương

**Lãi suất và thị trường mở**

**Hình 2: Lãi suất huy động VND năm 2010 (%)**

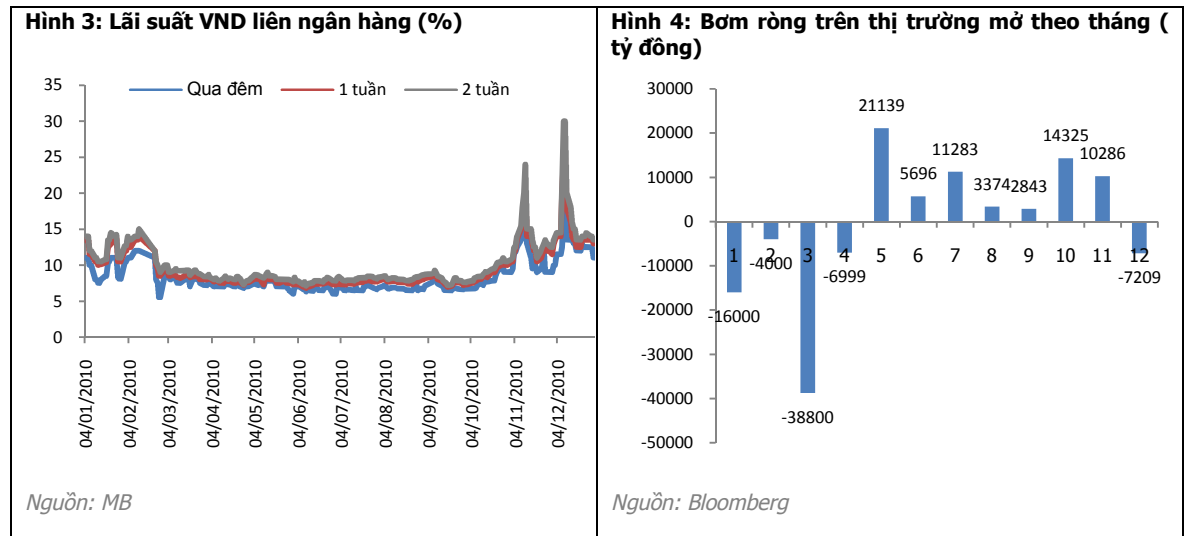


Nguồn: MB

Thắt chặt tiền tệ được thực hiện trong quý 1/2010. Trong quý 2 và 3/2010, NHNN đã cố gắng hạ lãi suất thị trường bằng một loạt các biện pháp như bơm mạnh thanh khoản cho hệ thống NHTM, thực hiện hoán đổi ngoại tệ, mua USD của các NHTM để bơm VND ra thị trường. Các nỗ lực này cùng với các biện pháp hành chính dường như đã thất bại do chưa thực sự tạo được cơ hội bình đẳng cho các ngân hàng nhỏ trong việc tiếp cận nguồn vốn rẻ từ NHNN nên thường xuyên xảy ra cuộc chạy đua ngầm giữa các NHTM nhằm thu hút vốn từ dân cư. Với lợi thế về vốn, các ngân hàng lớn kiếm được khoản lợi nhuận bằng việc mua trái phiếu CP rồi đem cầm cố trên thị trường mở để vay NHNN, sau đó cho vay lại các ngân hàng nhỏ trên thị trường liên ngân hàng.

Thông tư 13 có hiệu lực từ 1/10/2010 với những yêu cầu khắt khe hơn về tỷ lệ chi trả đã làm gia tăng nhu cầu vay mượn của các NHTM trên thị trường tiền tệ. Mặt khác, CPI tăng mạnh trở lại từ tháng 9 đã khiến NHNN phải thay đổi lại chính sách tiền tệ của mình. Ngày 5/11, NHNN đã nâng mức lãi suất cơ bản từ 8% lên 9%, phát đi thông điệp rõ ràng về một chính sách tiền tệ thắt chặt. Chính sách này được kì vọng kéo dài đến quý 1 và nới lỏng dần trong quý 2 và quý 3, sau đó thận trọng trong quý 4 năm 2011.

Mức lãi suất cho vay (16%-18%) được kì vọng không đổi trong quý 1/2011 và giảm dần từ quý 2. Chúng tôi cho rằng cùng với kiểm chế lạm phát, giảm tình trạng độc quyền của các NHTM lớn trong việc tiếp cận vốn rẻ của NHNN là những yếu tố quan trọng để giảm mặt bằng lãi suất.



**THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU**

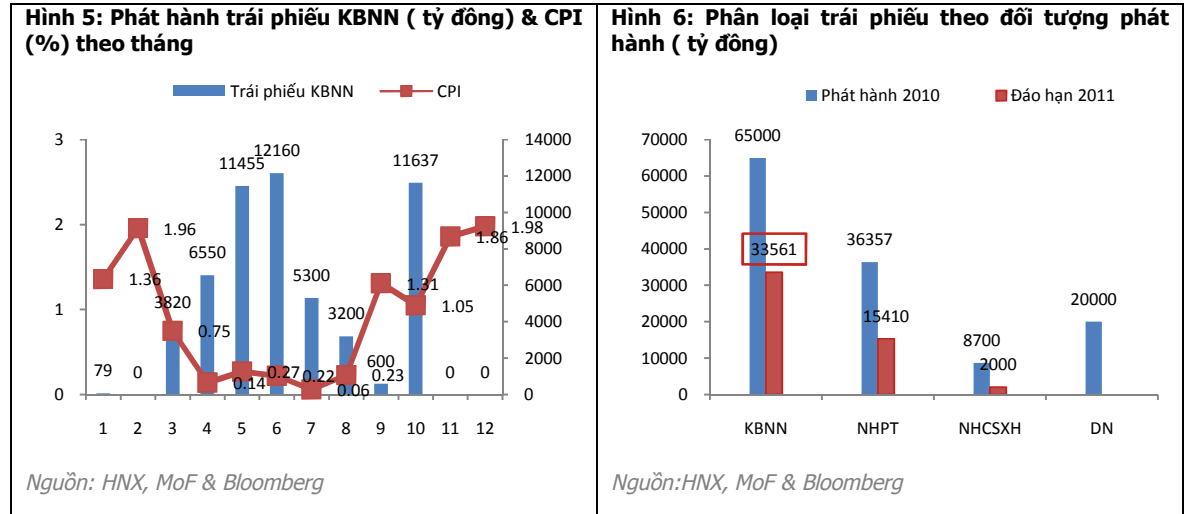
**Thị trường trái phiếu sơ cấp**

Trong 2 tháng đầu năm và 2 tháng cuối năm căng thẳng thanh khoản của hệ thống ngân hàng cùng với lãi suất trần thấp hơn so với yêu cầu của nhà đầu tư đã khiến KBNN gần như không phát hành được lượng trái phiếu nào. Ở những tháng còn lại, chính sách tiền tệ được nới lỏng hơn đặc biệt là với các NHTM được bơm mạnh vốn trên thị trường mở (lãi suất trái phiếu 12% trong khi lãi suất thị trường mở chỉ khoảng 7%-8%) chính là những nguyên nhân làm cầu TPCP tăng mạnh. Thị trường trái phiếu cũng được hưởng lợi từ thông tư 13, ở đó hạn chế các NHTM đầu tư vào các hoạt động rủi ro khiến cho giá trái phiếu tăng lên trong giai đoạn này.

Trái phiếu và tín phiếu KBNN đã phát hành trong năm 2010 đạt khoảng 65.000 tỷ. Kế hoạch phát hành trong năm tới là 45.000 tỷ hoàn toàn có thể đạt được do: (i) có tới 33.500 tỷ VGBs đáo hạn trong năm 2011; (ii) Thông tư 13 cùng với hạn mức tăng trưởng tín dụng năm 2011 thấp hơn năm 2010 sẽ khuyến khích các NHTM tiếp tục đầu tư vào các tài sản an toàn như TPCP; (iii) nhu cầu mua TPCP để cầm cố trên thị trường mở được dự đoán vẫn sẽ rất lớn.

Theo thống kê VBMA, cả năm có khoảng 47.000 tỷ TPDN được bán ra. Mặt bằng lãi suất cho vay cao cùng với khả năng tiếp cận vốn bị hạn chế do tác động thông tư 13 là những điều kiện cho TPDN nở rộ. Hầu hết các doanh nghiệp đều áp dụng hình thức cố định lãi suất năm đầu (14%-16%), và thả nổi vào những năm

tiếp theo khiến cho TPCĐ trở nên khá hấp dẫn trong điều kiện kinh tế vĩ mô không ổn định. Năm 2011 với giả thiết tăng trưởng tín dụng thấp hơn so với 2010, thì dự đoán thị trường TPCĐ sẽ vẫn náo nhiệt.



### Thị trường TPCĐ thứ cấp

**Bảng 1: Tổng kết giao dịch trái phiếu CP trên HNX năm 2010**

Kỳ hạn còn lại	KLGD	Vùng lợi suất	GTGD	SỐ NĐT TN	SỐ NĐT NN
[0-1] năm	22.105.000	5,998306~15,725859	2.358.030.110.000	12	22
1 năm	345.208.240	2,370067~23,055308	37.105.838.408.460	264	158
2 năm	379.491.120	2,462946~23,792945	39.778.328.173.680	375	145
3 năm	349.720.000	5,021401~17,474212	36.245.149.930.000	340	64
[3-5] năm	57.100.000	7,588871~16,928829	6.283.806.200.000	60	4
5 năm	226.400.000	8,134179~12,809806	23.983.362.760.000	168	28
[5-7] năm	1.600.000	11,500083~11,500083	150.107.200.000	2	0
[7-10] năm	65.152.000	9,899937~11,544280	6.320.390.092.000	73	5
10 năm	257.020.000	4,649989~13,325490	26.923.075.120.000	193	13
[10-15] năm	22.200.000	9,964563~11,503331	2.181.428.800.000	32	6

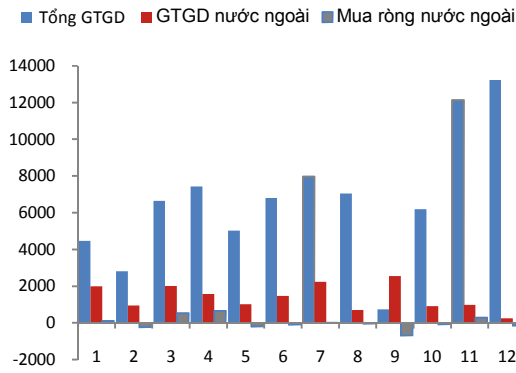
*Nguồn: HNX*

Nhìn chung, thị trường thứ cấp trong năm khá ảm đạm. Tổng giá trị giao dịch toàn thị trường đạt khoảng 80.000 tỷ đồng, trong đó giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài chỉ đạt gần 17.000 tỷ đồng với giá trị mua ròng là 28 tỷ. Niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài vẫn chưa trở lại do lo ngại về xu hướng mất giá của VND. Dự báo trong năm 2011, thị trường trái phiếu trong nước vẫn thiếu vắng nhà đầu tư nước ngoài do chúng tôi không kì vọng kinh tế vĩ mô sẽ được cải thiện nhiều trong năm 2011.

Đặc điểm của thị trường thứ cấp trong năm qua là có rất nhiều giao dịch repos được tách ra là hai hợp đồng riêng biệt do nhà đầu tư kì vọng lợi suất còn tăng nhưng do vẫn có nhu cầu, đặc biệt là các NHTM cần TPCĐ để cầm cố trên thị trường mở nên họ gia tăng vay mượn lẫn nhau. Với giả thiết lạm phát cả năm 2011 khoảng 8,6% (Vietnam outlook-TS. Phạm Thế Anh) và lợi suất TP biến động theo diễn biến của lạm phát và của lãi suất thị trường thì dự báo lợi suất TPCĐ sẽ ổn định trong quý 1 khoảng 10-12%, giảm xuống trong quý 2 và 3 trong khoảng 8%-10% trước khi tăng trở lại trong quý 4 ở mức 9%-11%.

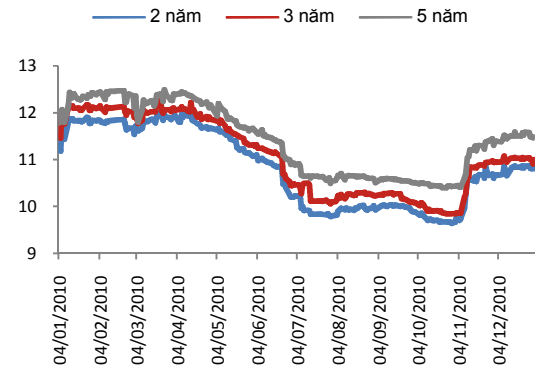
Thanh khoản của thị trường thứ cấp được kì vọng sẽ cải thiện khi kế hoạch tái cấu trúc lại thị trường trái phiếu theo hướng giảm các mã trái phiếu có cùng thời gian thanh toán được thực hiện trong năm 2011.

**Hình 7: Giá trị giao dịch trái phiếu CP trên HNX ( tỷ đồng)**



Nguồn: HNX

**Hình 8: Diễn biến của lợi suất trái phiếu CP các kì hạn (%)**

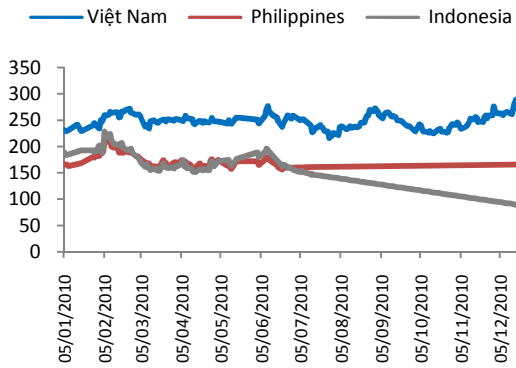


Nguồn: Bloomberg

**Trái phiếu phát hành quốc tế.**

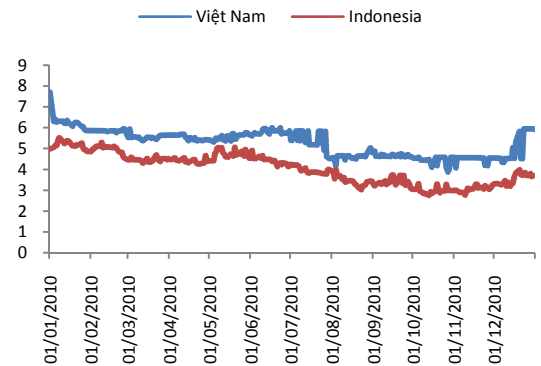
Trong năm 2010, Việt Nam đã phát hành 1 tỷ USD trái phiếu quốc tế. Vấn đề của Vinashin và việc hạ định mức tín nhiệm của các tổ chức tín nhiệm quốc tế đối với nợ quốc gia đã làm suy giảm mạnh niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài đối với trái phiếu Việt Nam cũng như gây khó khăn cho việc phát hành trái phiếu quốc tế của các doanh nghiệp Việt Nam. Tập đoàn dầu khí Việt Nam và Tổng công ty than và khoáng sản đã phải hoãn lại kế hoạch phát hành 1 tỷ USD và 0,5 tỷ USD ra thị trường quốc tế do những điều kiện không thuận lợi này. CDS của Việt Nam liên tục tăng trong năm và nằm ở mức rất cao so với Indonesia và Philippines.

**Hình 9: CDS 5 năm**



Nguồn: Bloomberg

**Hình 10: Lợi suất trái phiếu quốc tế phát hành năm 2005 (%)**



Nguồn: Bloomberg

## SẢN PHẨM

Sản phẩm này được phát hành hàng tuần, tập trung vào các vấn đề của thị trường trái phiếu Việt Nam. Trong báo cáo này, chúng tôi gắn kết các thông tin kinh tế vĩ mô và sự thay đổi của thị trường tiền tệ với thị trường trái phiếu. Bình luận được viết bởi Lưu Hải Yến (Thạc sỹ tài chính, Đại học New South Wales, Úc). TLS phát hành báo cáo này, nhưng những sai sót nếu có thuộc về tác giả. Chúng tôi cảm ơn khách hàng đã đọc và gửi phản hồi về các sản phẩm của chúng tôi.

## KHOẪ NGHIÊN CỨU

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế được phụ trách bởi Phạm Thế Anh (Tiến sỹ kinh tế, Đại học Manchester, Anh) đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu do Đỗ Hiệp Hòa (MBA Hawaii; ứng viên CFA III) phụ trách đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Nghiên Cứu cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua bản tin là The Investor Daily.

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG (TLS)



Được thành lập vào năm 2000, TLS là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. TLS cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với trên 600 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, TLS hiện là một trong những công ty chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt Nam. Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp. Là thành viên của tập đoàn MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty quản lý quỹ MB Capital. TLS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, TLS đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới từ năm 2009;
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

## VĂN PHÒNG

**Trụ sở Công ty:** Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội. Điện thoại: +84(4) 3726 2600.

**Website:** [www.tls.vn](http://www.tls.vn)

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:** Tầng 2, Tòa nhà Petro Việt Nam, 1-5 Lê Duẩn, Quận 1, Hồ Chí Minh. Điện thoại: +84(8) 3910 6411.

**Trụ sở Phân tích:** Tầng 4, Tòa nhà Vinaconex, 34 Láng Hạ, Ba Đình, Hà Nội. Điện thoại: +84(4) 4456 8668. E: [research@tls.vn](mailto:research@tls.vn)

## QUYỀN TỪ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của TLS. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của TLS. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu giá nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.