

**Luu Hai Yen**
**Fixed Income Analyst**

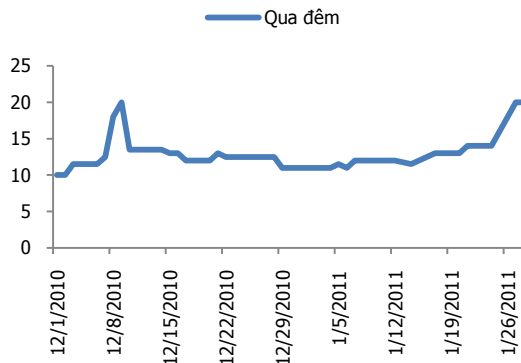
T: (844) 4456 8668 ext 6717

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

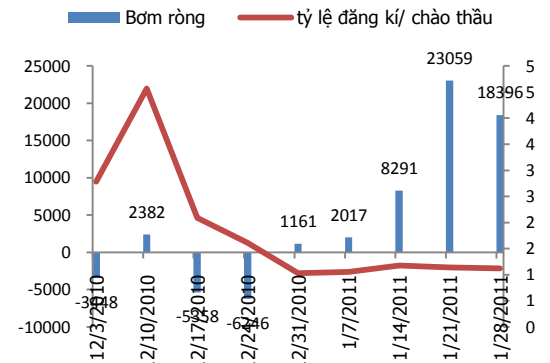
- KBNN đã phát hành thành công 2.000 tỷ TPCP kì hạn 2 năm và 3 năm ở mức lãi suất 11% và 11,1%.
- Thị trường TPCP thứ cấp vẫn trong trạng thái ảm đạm.
- Việt Nam CDS tiếp tục tăng lên sát mốc 400 điểm cơ bản.
- Thị trường tiền tệ căng thẳng do thanh khoản các NHTM sụt giảm. Lãi suất qua đêm chào bán tăng lên mức 20% mặc dù NHNN tiếp tục tuần thứ 5 liên tiếp bơm mạnh qua thị trường mở.
- Thị trường ngoại hối ổn định nhưng tiềm tàng nhiều nguy cơ bất ổn do giá vàng và ảnh hưởng của thị trường tiền tệ

**THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ**

Lượng tiền lớn rút ra khỏi ngân hàng để chi tiêu trước Tết khiến cho thanh khoản thị trường liên ngân hàng giảm nhanh. Lãi suất liên ngân hàng chào ra tăng mạnh trong tuần này lên đến 20% đối với kì hạn qua đêm. NHNN lại tiếp tục bơm ròng lên đến hơn 18.000 tỷ đồng qua thị trường mở để hỗ trợ cho các NHTM, đồng thời kì hạn cho vay điều chỉnh từ 7 ngày lên 14 ngày. Tuy vậy, đây có thể chỉ là sự điều chỉnh tạm thời để tránh đáo hạn vào tuần nghỉ Tết. Lãi suất liên ngân hàng tăng trong khi tỷ lệ đăng kí /chào thầu trên thị trường mở trong tuần là 1,12, so với mức 1,17 và 1,13 ở 2 tuần liền trước đó cho thấy có khả năng nhiều ngân hàng không còn đủ TPCP để cầm cố. Sau Tết, thanh khoản của thị trường tiền tệ sẽ có thể cải thiện nhiều do không còn áp lực rút tiền để chi tiêu cho dịp Tết. Bên cạnh đó, lạm phát được chúng tôi trong tháng 2 kì vọng còn cao nhưng sẽ giảm so với tháng 1.

**Hình 1: Lãi suất qua đêm (%)**


Nguồn: MB

**Hình 2: Lượng tiền bơm ròng trên thị trường Mở**


Nguồn: Bloomberg

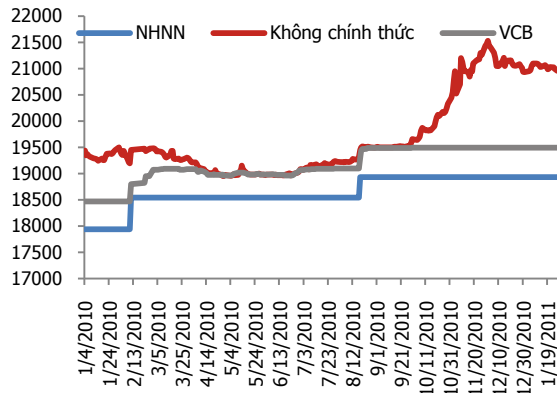
**Thuật ngữ viết tắt**

- 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

Căng thẳng tiền đồng là một yếu tố khiến nhiều ngân hàng phải bán USD để mua VND, làm tăng nguồn cung USD. Ngoài ra không loại trừ các ngân hàng nhỏ đẩy lãi suất huy động USD để thu hút tiền gửi sau đó bán ra ngoài mua VND. Tỷ giá vẫn được giao dịch ổn định quanh mức 21.000 VND/USD trong tuần và chênh lệch giữa giá vàng trong và ngoài nước ở mức khá cao trong khoảng 1,1 đến 1,2 triệu. Mức chênh lệch cao này cùng với việc cung USD sẽ có thể không còn dồi dào sau Tết do thanh khoản tiền đồng được cải thiện

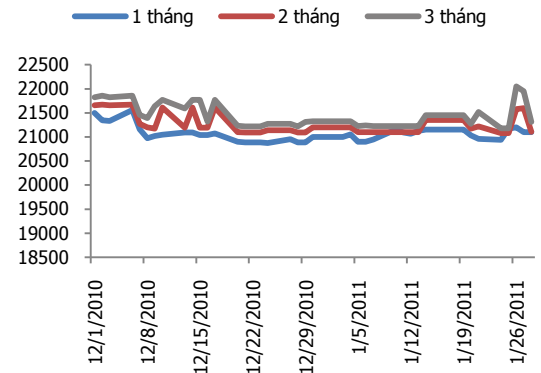
có thể khiến USD tăng giá. Chúng tôi vẫn giữ quan điểm VND sẽ bi phá giá từ 5%-7% như đã đề cập trước đây.

**Hình 3: tỷ giá VND/USD**



Nguồn: SBV, VCB & TLS

**Hình 4: VND/USD NDF**



Nguồn: Bloomberg

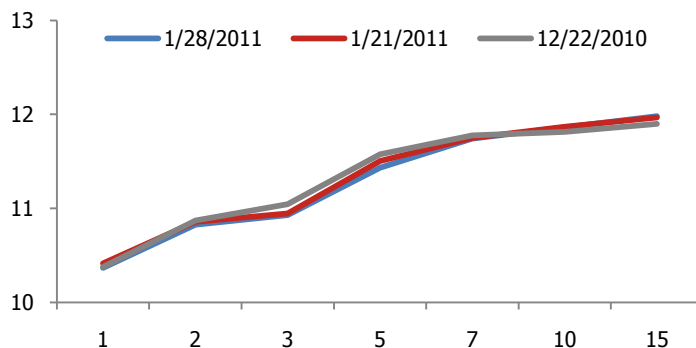
**THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU**

**Trái Phiếu Trong Nước**

2000 tỷ TPCP kì hạn 2 năm và 3 năm đã được đấu thầu thành công trong ngày 26/1 ở các mức lãi suất trần lần lượt là 11% và 11,1%. Mức lợi suất này hấp dẫn hơn các mức giao dịch thực tế trên thị trường thứ cấp. Nhà đầu tư tỏ ra quan tâm đến kì hạn ngắn hơn là kì hạn dài thể hiện ở tỷ lệ dự thầu/ khối lượng thầu ở mức cao 5,1% đối với kì hạn 2 năm và chỉ là 2,8% đối với kì hạn 3 năm. Điều này là hoàn toàn dễ hiểu trong bối cảnh lạm phát còn kì vọng cao trong năm 2011. Khối lượng phát hành TPCP dự kiến trong cả năm 2011 chỉ là 45 nghìn tỷ, trong khi theo có tới 33,5 nghìn tỷ đáo hạn trong năm có thể khiến cầu về TPCP vẫn cao. Thực tế dấu hiệu về sự thiếu hụt TPCP để cầm cố trên thị trường mở đã được chúng tôi chỉ ra trong phần thị trường tiền tệ.

Một số công ty công bố (SBS, DLG, PHS,TDH) công bố đã phát hành TPDN trong tháng 1/2011, tập trung ở các kì hạn ngắn từ 1 đến 3 năm.

**Hình 5: Đường cong lợi suất (%)**



Nguồn: Bloomberg

**Bảng 1: Giao dịch TPCP trên HNX (24/1-28/1)**

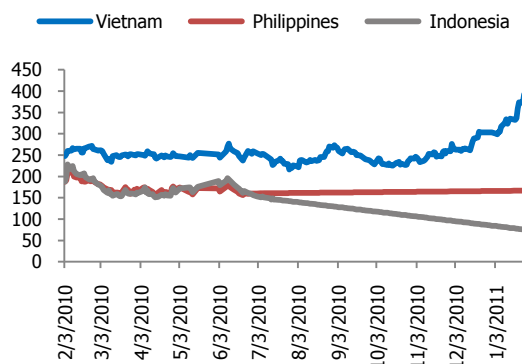
Ngày	Mã	Kì hạn còn lại	Coupon (%)	KL	Giá	Lợi suất	GT ( tỷ đồng)
1/25	QH061141	1	8,50	800.000	98.756	9,97	79,694
1/26	TP4A4804	9	9,00	1.050.000	88.998	11,00	95,260
1/26	TP4A5004	9	9,00	1.200.000	89.037	11,00	109,744
1/26	TP4A4104	9	9,00	550.000	89.106	11,00	50,907
1/26	TP4A4204	9	9,00	950.000	89.091	11,00	87,729
1/26	QHB0911015	1	8,90	2.000.000	100.528	7,78	208,566
1/26	CPD071233	2	7,90	400.000	95.654	10,75	39,151
1/27	TP4A1306	10	9,25	390.000	89.257	11,04	37,617
1/27	TP4A4604	8	9,00	1.500.000	88.837	11,04	137,213
1/27	QHB0911020	1	9,20	3.000.000	100.696	7,88	312,372
1/27	TB1015041	4	11,33	200.000	101.679	10,78	21,950

*Nguồn: Bloomberg*

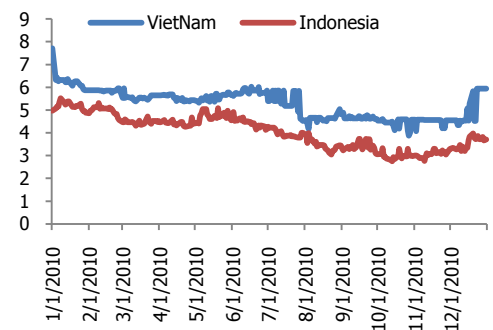
Thị trường thứ cấp vẫn ở trong trạng thái ảm đạm. Mặc dù giá trị giao dịch đã tăng 70% so với tuần trước đó, nhưng cũng chỉ đạt gần 1.200 tỷ đồng và không loại trừ còn bao gồm cả các giao dịch repos được tách làm 2 hợp đồng riêng biệt. Chênh lệch giữa lãi suất thị trường mở là lợi suất TPCP không còn hấp dẫn nhưng nhu cầu để cầm cố trên thị trường mở vẫn còn khá lớn. Giao dịch nhà đầu tư nước ngoài vào khoảng mức 600 tỷ đồng và chỉ ở kì hạn 1 năm. Vùng lợi suất nằm trong khoảng 7,78%-9,97% đối với kì hạn 1 năm, 10,75% đối với kì hạn 2 năm, 10,78% đối với kì hạn 3 đến 5 năm, 10,99%-11,04% đối với kì hạn 7 đến 10 năm. Trong khi đó, lợi suất tham khảo trong tuần giảm nhẹ so với tuần trước. Cùng với kì vọng lạm phát, chúng tôi cho rằng lợi suất TPCP đang đạt đỉnh và mức lợi suất hiện tại có thể kéo dài cho đến hết tháng 2, sau đó nhiều khả năng giảm rõ rệt trong thời gian tiếp theo.

CDS kì hạn 5 năm của Việt Nam vẫn đang trong đà tăng, giao dịch ở gần 400 điểm cơ bản trong ngày 27/1. Lo ngại của nhà đầu tư nước ngoài về bất ổn của kinh tế Việt Nam tiếp tục tồn tại trong năm 2011 là nguyên nhân chính đẩy giá bảo hiểm rủi ro vỡ nợ lên cao.

### Thị trường trái phiếu khu vực

**Hình 6: CDS 5 năm**


*Nguồn: Bloomberg*

**Hình 7: Diễn biến của lợi suất trái phiếu CP các kì hạn (%)**


*Nguồn: Bloomberg*

**Bảng 2: Lợi suất TPCP các nước 28/1/2011**

	1N	2N	3N	5N	7N	10N
Mỹ	-	0,54	0,94	1,91	2,66	3,32
Singapore	-	2,62	-	1,24	1,82	2,62
Vietnam	10,37	11,86	10,93	11,43	11,74	11,86
Indonesia	6,65	8,86	7,87	8,14	8,53	8,86
Malaysia	2,85	4,07	3,23	3,51	3,75	4,07
Nhật bản	3,83	6,88	5,06	5,61	6,73	6,88
Trung quốc	0,15	1,22	0,24	0,49	0,75	1,22
Thái lan	3,16	4,02	3,39	3,62	3,85	4,02
Hong Kong	2,54	-	-	3,36	3,61	-

*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.

## KHOẺ 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 tư. 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.