

Luu Hai Yen

Fixed Income Analyst

T: (844) 4456 8668 ext 6717

E: Yen.LuuHai@tls.vn

TÓM TẮT

- Đấu thầu TPCP và TPCP bảo lãnh ngày 30, 31/3 hoàn toàn thất bại.
- Giá trị giao dịch TPCP trên thị trường thứ cấp đạt gần 1.200 tỷ đồng.
- Việt Nam CDS kì hạn 5 năm giảm còn 322 điểm cơ bản, lợi suất trái phiếu phát hành quốc tế của Việt Nam năm 2005 giao dịch ở mức 5,7%.
- NHNN hút ròng gần 17.000 tỷ đồng trên thị trường mở trong tháng 3, thanh khoản ngân hàng dự báo tiếp tục căng thẳng trong tháng 4.

THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ

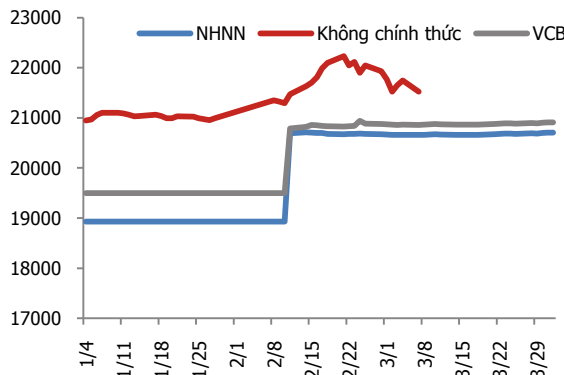
Tuần này, lãi suất liên ngân hàng giảm mạnh xuống còn 14% đối với kì hạn qua đêm trong ngày cuối tháng 3 do nhu cầu dự trữ của các NHTM đã được đáp ứng đủ nhưng đã tăng lên 17% vào ngày đầu tháng 4 khi mà chu kì dự trữ mới bắt đầu và NHNN tăng lãi suất tái cấp vốn, lãi suất cho vay trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và lãi suất thị trường mở từ 12% lên 13%. Tăng các lãi suất này sẽ làm tăng chi phí vay vốn trực tiếp từ NHNN nên các NHTM sẽ tăng cường vay mượn lẫn nhau trên thị trường liên ngân hàng. Dự báo mặt bằng lãi suất liên ngân hàng trong tháng 4 sẽ cao hơn tháng 3 và thanh khoản NHTM vẫn trong trạng thái căng thẳng.

Cũng trong tuần này, NHNN bơm ròng 8.929 tỷ đồng trên thị trường mở. Như vậy, tính cho cả tháng 3 NHNN đã hút ròng về gần 17.000 tỷ đồng qua nghiệp vụ này. Với tình hình thanh khoản NHTM có thể tiếp tục căng thẳng trong tháng tới thì thị trường trái phiếu sẽ vẫn còn thừa thớt. Bên cạnh đó, cũng vì lí do thanh khoản căng thẳng nên chúng tôi cho rằng NHNN chưa vội tăng dự trữ bắt buộc ít nhất là cho đến khi biết được CPI tháng 4. Mặt khác nếu so với năm 2008 thì dư địa cho tăng các lãi suất chủ chốt vẫn còn và tăng trưởng tín dụng quý 1 vẫn dưới 5% như mục tiêu nên nhiều khả năng NHNN sẽ tiếp tục sử dụng công cụ lãi suất để điều tiết cung tiền.

Thuật ngữ viết tắt

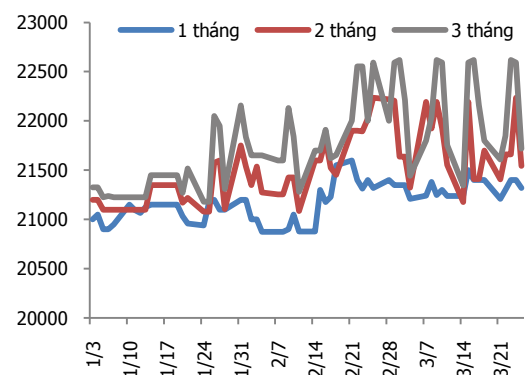
- CDS: Hợp đồng bảo hiểm rủi ro tín dụng
- CP: Chính Phủ
- HNX: Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội
- GT: Giá trị
- KBNN: Kho Bạc Nhà Nước
- KL: Khối lượng
- LS: Lãi suất
- MoF: Bộ Tài Chính
- NHCSXH: Ngân hàng chính sách xã hội
- NDF: Hợp đồng kì hạn không chuyển giao
- NHNN: Ngân hàng Nhà Nước
- NHTM: Ngân hàng thương mại
- TCPH: Tổ chức phát hành
- TLS: Công ty chứng khoán Thăng Long
- TPCP: Trái phiếu Chính Phủ
- TPCPBL: Trái phiếu Chính Phủ bảo lãnh
- TPDN: Trái phiếu doanh nghiệp
- VEC: Tổng công ty ĐTPT đường cao tốc

Hình 1: Tỷ giá VND/USD



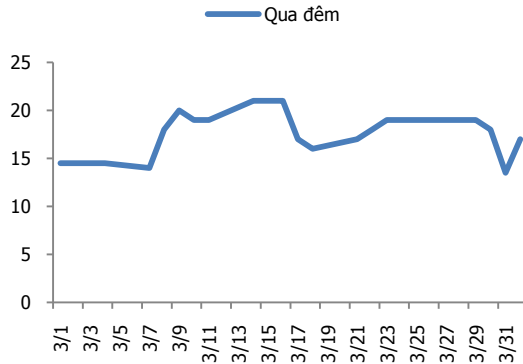
Nguồn: NHNN, VCB & TLS

Hình 2: VND/USD NDF



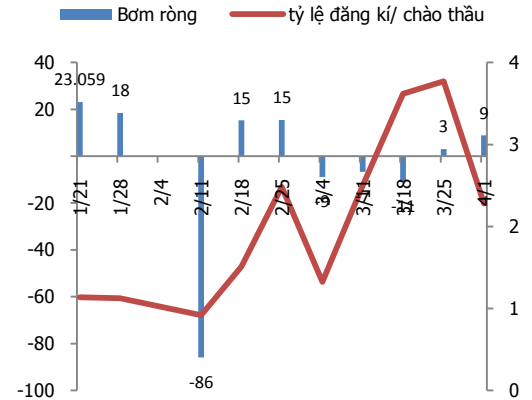
Nguồn: Bloomberg

Hình 3: Lãi suất qua đêm (%)



Nguồn: MB

Hình 4: Lượng tiền bơm ròng trên thị trường Mở (1.000 tỷ đồng)



Nguồn: Bloomberg

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

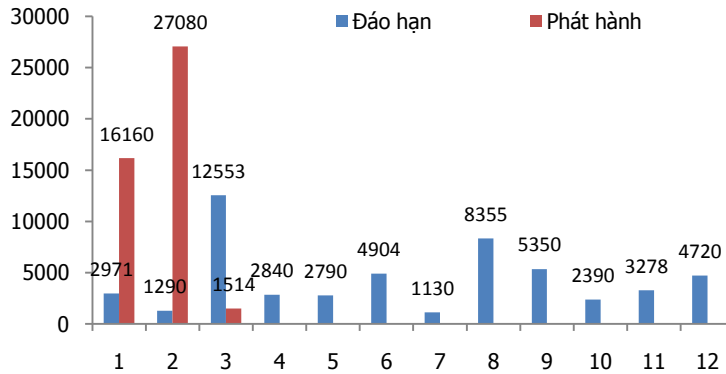
Trái Phiếu Trong Nước

Phát hành sơ cấp TPCP ngày 31/3 và trái phiếu của tổng công ty Đầu Tư và Phát Triển Đường Cao Tốc Việt Nam ngày 30/3 đã hoàn toàn thất bại do lãi suất trần thấp hơn nhiều so với mức kì vọng của các nhà đầu tư. Việc tăng các lãi suất chủ chốt lên 13% và lãi suất tái chiết khấu sẽ có thể tăng thêm nữa càng củng cố nhận định của chúng tôi về khả năng thất bại của các đợt phát hành sơ cấp trong những tháng tới. Theo quan sát của chúng tôi, mặc dù trong điều kiện lạm phát cao nhưng Bộ Tài Chính tăng không đáng kể trần lãi suất ở các kì hạn trong khi nhu cầu về TPCP của các NHTM đang có những dấu hiệu sụt giảm do: (i) thanh khoản tiền mặt đang và dự báo tiếp tục căng thẳng trong quý 2; (ii) các mức lãi suất chủ chốt tăng lên 13%;(iii) lượng TPCP và TPCP bảo lãnh được phát hành ra tính từ đầu năm đến nay đã gần bằng lượng đáo hạn trong cả năm 2011 (đã phát hành 45 nghìn tỷ so với 52 nghìn tỷ đáo hạn). Như vậy, khả năng thành công của những đợt phát hành sơ cấp trong những tháng tiếp theo sẽ không cao.

Lợi suất TPCP tiếp tục tăng, hiện tại các bên mua đang chào mức lợi suất là 13%. Như vậy, thị trường trái phiếu đang phản ứng với các thông tin thắt chặt và kì vọng việc thắt chặt này sẽ tiếp tục diễn ra với mức độ mạnh hơn. Chúng tôi điều chỉnh lại dự báo về lợi suất TPCP từ 12-13% lên 13-14% trong ít nhất 1 tháng tới và tiếp tục nhận định xu hướng tăng của lợi suất trong quý 2 này.

Giao dịch trên thị trường thứ cấp đạt gần 1.200 tỷ đồng trong tuần, bao gồm cả những hợp đồng repos được tách ra làm 2 hợp đồng outright. Trong điều kiện lạm phát kì vọng còn cao và lợi suất TPCP còn có thể tăng, mua TPCP không phải là một lựa chọn khôn ngoan. Thay vào đó, NHTM (bên cần TPCP để cầm cố trên thị trường mở) có thể kí hợp đồng vay mượn các quỹ, công ty bảo hiểm (bên nắm giữ nhiều TPCP đến khi đáo hạn) thông qua các hợp đồng repos với những mức lãi suất cạnh tranh hơn lãi suất thị trường.

Việt Nam CDS kì hạn 5 năm giảm xuống 322 điểm cơ bản. Trong khi lợi suất trái phiếu phát hành quốc tế năm 2005 của Việt Nam là 5,7% so với mức 3,7% của trái phiếu quốc tế do Indonesia phát hành trong cùng năm.

Hình 5: Giá trị TPCP và TPCPBL mới phát hành và đáo hạn hàng tháng năm 2011 (tỷ đồng)


Nguồn: Bloomberg & HNX

Bảng 1: Kết quả đấu thầu TPCP & TPCPBL trong tháng 3/2011

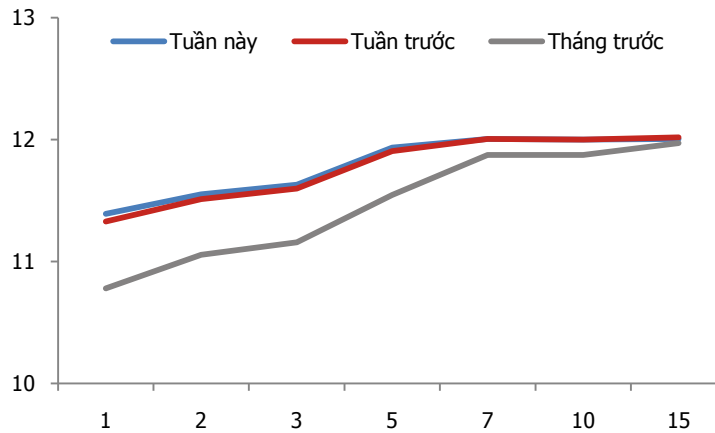
Ngày	TCPH	Kỳ hạn	KL trúng thầu	KL đăng kí	KL chào thầu	LSTT	LS trần
31/3	KBNN	5	0	100	1.000	0	11,80
31/3	KBNN	3	0	150	1.000	0	11,60
31/3	KBNN	2	0	650	1.000	0	11,40
30/3	VEC	3	0	400	200	0	11,80
30/3	VEC	5	0	500	500	0	12,10
30/3	VEC	10	0	300	300	0	12,20
25/3	NHCSXH	2	500	1.050	3.000	11,20	11,40
25/3	NHCSXH	3	700	700	1.200	11,80	11,80
25/3	NHCSXH	5	0	0	500	0	11,90
24/3	KBNN	5	0	1.280	1.000	11,95	11,80
24/3	KBNN	10	0	0	1.000	0	11,50
17/3	KBNN	3	0	650	1.000	0	11,00
17/3	KBNN	5	0	420	1.000	0	11,40
17/3	KBNN	10	30	30	1.000	11,50	11,50
10/3	KBNN	3	25	1.150	2.000	11,00	11,00
10/3	KBNN	5	0	400	2.000	12,20	11,40
10/3	KBNN	10	114	144	2.000	11,49	11,50
9/3	VEC	5	0	0	500	0	11,50
9/3	VEC	10	0	0	500	0	11,60
9/3	VEC	15	0	0	500	0	11,60
3/3	KBNN	3	125	1.850	2.000	11,00	11,00
3/3	KBNN	5	0	750	2.000	0	11,20
3/3	KBNN	10	20	20	2.000	11,50	11,50
2/3	VEC	5	0	0	500	0	11,50
2/3	VEC	10	0	0	300	0	11,60
2/3	VEC	15	0	0	200	0	11,60

Nguồn: HNX

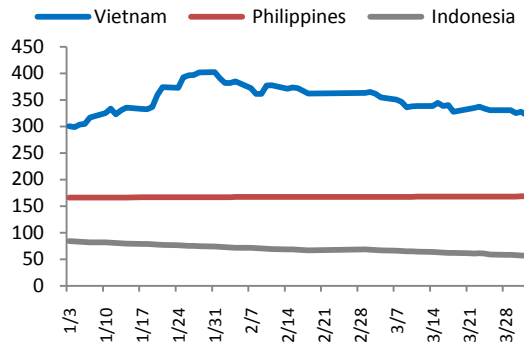
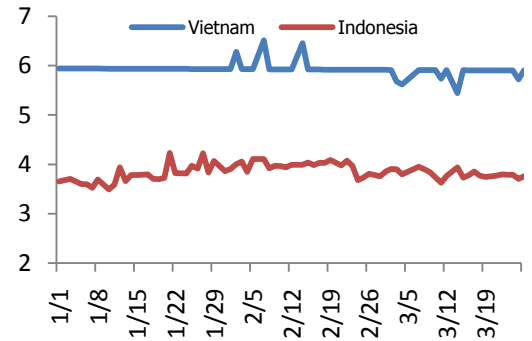
Bảng 2: Giao dịch TPCP trên HNX (28/3-1/4)

Ngày	Mã	Kì hạn còn lại	Coupon (%)	KL	Giá	Lợi suất	GT (tỷ đồng)
28/3	QHB0818043	7	15,00	1.300.000	116.732	11,50	162,117
28/3	VDB111009	1	11,50	250.000	99.915	11,50	25,451
28/3	TB1013051	2	10,08	600.000	100.260	9,90	64,762
29/3	CPD0813027	2	16,00	50.000	107.639	12,00	5,886
29/3	CP061123	1	8,36	1.600.000	97.093	13,26	160,296
29/3	TD1012039	1	10,90	900.000	98.465	12,33	96,951
30/3	QHD0919024	8	9,90	1.500.000	100.591	9,78	156,380
30/3	TD1114005	3	11,10	250.000	97.855	12,00	24,935
30/3	TB1013051	2	10,08	600.000	96.776	11,75	62,705
30/3	QHB1013031	2	11,60	1.000.000	98.650	12,35	109,392
31/3	CP061123	1	8,36	1.600.000	97.257	13,00	160,632
31/3	CPD0813027	2	16,00	50.000	99.723	16,00	5,495
1/4	QHB0813063	3	15,00	1.000.000	105.661	12,20	112,154

Nguồn: Bloomberg

Hình 6: Đường cong lợi suất (%)


Nguồn: Bloomberg

Thị trường trái phiếu khu vực
Hình 7: CDS 5 năm

Nguồn: Bloomberg
Hình 8: Lợi suất trái phiếu phát hành quốc tế năm 2005 (%)

Nguồn: Bloomberg
Bảng 3: Lợi suất TPCP các nước ngày 1/4/2011

	1N	2N	3N	5N	7N	10N
Mỹ	-	0,80	1,28	2,24	2,89	3,44
Singapore	-	2,50	-	1,18	-	2,50
Vietnam	11,44	12,00	11,66	11,98	12,03	12,00
Indonesia	-	7,99	7,07	7,46	7,83	7,99
Malaysia	2,95	4,10	3,46	3,66	3,81	4,10
Philippines	2,38	7,19	5,28	6,06	6,70	7,19
Nhật Bản	0,16	1,29	0,25	0,51	0,80	1,29
Trung Quốc	2,86	3,92	3,26	3,52	3,75	3,92
Thái lan	2,82	3,70	3,10	3,35	3,52	3,70
Hong Kong	0,29	2,73	1,20	1,95	2,45	2,73

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

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

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.