

**Luu Hai Yen**

**Fixed Income Analyst**

T: (844) 4456 8668 ext 6717

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

**TÓM TẮT**

- Kế hoạch phát hành TPCP năm 2011 là gần 100,000 tỷ đồng.
- Thị trường thứ cấp giao dịch trầm lắng.
- Việt Nam CDS kì hạn 5 năm ở mức 297 điểm cơ bản vào ngày 15/3.
- NHNN bơm ròng gần 9,000 tỷ đồng qua thị trường mở trong 2 tuần đầu tháng 4, thanh khoản ngân hàng vẫn căng thẳng.
- Tỷ giá USD/VND tự do và liên ngân hàng đã nằm trong biên độ quy định của NHNN.

**THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ**

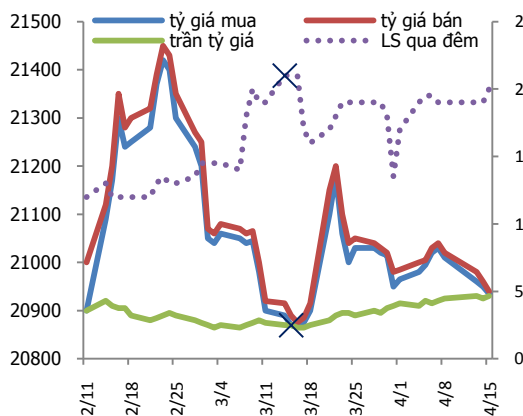
Sau lần phá giá gần đây nhất (11/2/2011), tỷ giá giao dịch liên ngân hàng thực tế lần đầu tiên chạm mức tỷ giá trần do NHNN quy định vào những ngày giữa tháng 3 trùng với thời điểm thanh khoản tiền đồng của các NHTM đang rất căng thẳng. Điều này được giải thích bằng việc nhiều NHTM phải bán ngoại tệ để lấy tiền đồng, làm cho tỷ giá giao dịch liên ngân hàng giảm xuống. Tại thời điểm hiện tại, thanh khoản ngân hàng cũng đang căng thẳng tuy nhiên có nhiều lí do để tin rằng việc tỷ giá giao dịch liên ngân hàng nằm trong biên độ sẽ được duy trì trong một khoảng thời gian dài hơn, có thể chừng nào thắt chặt tiền tệ vẫn còn được thực hiện: (i) quy định về trần lãi suất huy động USD là 3% trong khi chưa thấy dấu hiệu của nới lỏng tiền đồng sẽ làm giảm sức hấp dẫn của USD so với tiền đồng. (ii) NHNN có xu hướng nâng dần tỷ giá bình quân liên ngân hàng kể từ giữa tháng 3 để kéo tỷ giá giao dịch về biên độ quy định (đây có thể là thời điểm hợp lý để NHNN mua lại ngoại tệ, bù đắp lượng dự trữ mỏng hiện tại). Bên cạnh việc tỷ giá tự do cũng đang sát với tỷ giá chính thức thì những thông tin trên cho thấy thị trường ngoại hối đang dần bước vào một giai đoạn ổn định mới.

Thanh khoản thị trường liên ngân hàng vẫn căng thẳng. Các mức lãi suất liên ngân hàng đều nằm trên 20%. Trong 2 tuần đầu tháng 4 sau khi nâng lãi suất thị trường mở từ 12% lên 13%, NHNN liên tục bơm tiền qua thị trường này nhưng với khối lượng dè chừng là 5,694 và 3,975 tỷ đồng. Nhu cầu vay trên thị trường mở vẫn lớn khi tỷ lệ đăng kí/ chào thầu ở mức gần 230%. Dự báo từ nay đến hết tháng, lãi suất liên ngân hàng và nhu cầu vay trên thị trường mở sẽ tăng lên do chu kì dự trữ tháng của các NHTM. Bên cạnh đó, CPI tháng 4 này vẫn được dự đoán ở mức rất cao. Chúng tôi kì vọng sẽ có thêm chính sách mới theo hướng tiền tệ càng ngày càng thắt chặt hơn sau khi con số này được công bố.

**Thuật ngữ viết tắt**

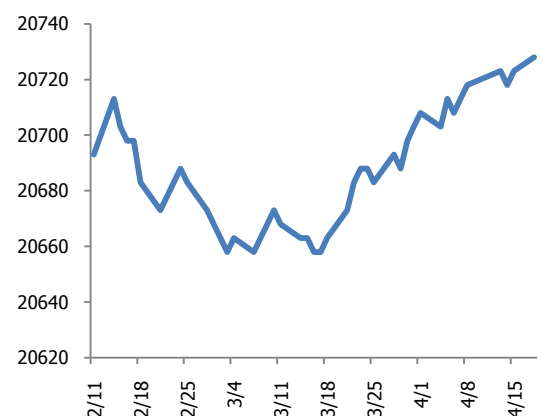
- CDS: Hợp đồng bảo hiểm rủi ro tín dụng
- CP: Chính Phủ
- HNX: Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội
- GT: Giá trị
- KBNN: Kho Bạc Nhà Nước
- KL: Khối lượng
- LS: Lãi suất
- MoF: Bộ Tài Chính
- NHCSXH: Ngân hàng chính sách xã hội
- NDF: Hợp đồng kì hạn không chuyển giao
- NHNN: Ngân hàng Nhà Nước
- NHTM: 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 ĐTVT đường cao tốc

**Hình 1: Tỷ giá VND/USD liên ngân hàng**



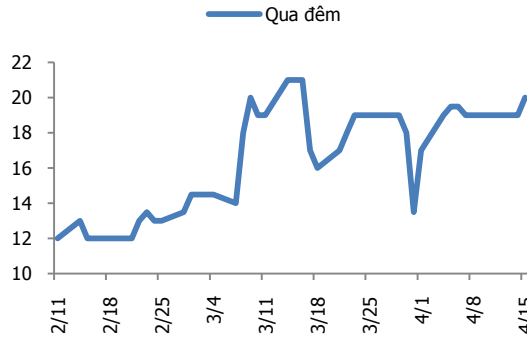
Nguồn: NHNN, MB & TLS

**Hình 2: Tỷ giá VND/USD bình quân liên ngân hàng**



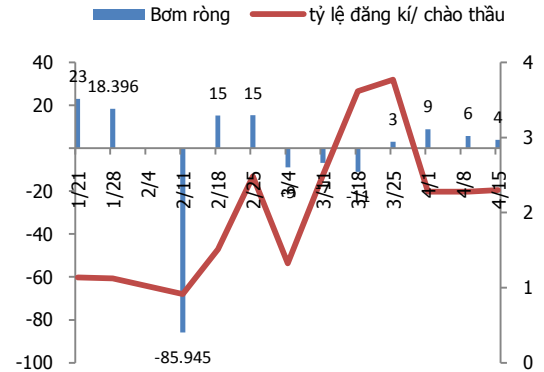
Nguồn: Bloomberg

**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**

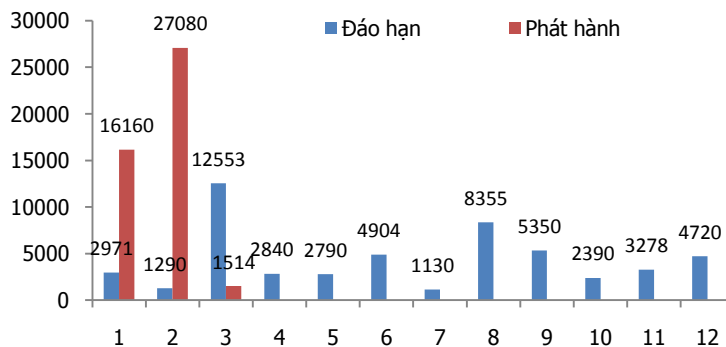
**Trái Phiếu Trong Nước**

Nguồn tin chính thức từ Kho Bạc Nhà Nước cho biết, kế hoạch phát hành TPCP dự kiến cả năm 2011 là gần 100,000 tỷ đồng, cao hơn hẳn con số 45,000 như công bố trên các phương tiện thông tin đại chúng. Con số này theo chúng tôi là không khả thi vì tính đến thời điểm này lượng TPCP mới phát hành được khoảng 15,000 tỷ đồng (bao gồm cả 2,100 tỷ Tín phiếu Kho Bạc) trong khi thanh khoản ngân hàng dự báo tiếp tục căng thẳng đến hết năm. Bên cạnh đó, Bộ Tài Chính lại có vẻ không muốn nâng trần lãi suất lên tương ứng so với kì vọng của các bên tham gia thì đấu thầu TPCP sẽ vẫn thất bại như đã diễn ra trong tháng 3. Cũng giống năm 2010, kế hoạch phát hành cả năm sẽ có thể không cố định mà được điều chỉnh dần so mới mức thâm hụt ngân sách và biến động của kinh tế vĩ mô. Các NHTM nếu cần TPCP cho nghiệp vụ thị trường mở có thể thực hiện repos với những mức lãi suất cạnh tranh hơn là mua TPCP trong giai đoạn này.

Giao dịch TPCP trên thị trường thứ cấp rất trầm lắng với tổng giá trị giao dịch 2 tuần gần đây chỉ đạt khoảng 1,000 tỷ đồng. Các mức lợi suất chào ra nằm trong khoảng 12-13% tùy vào kì hạn. Bên cạnh đó, rất dễ nhận thấy các hợp đồng repos cho kì hạn 10 năm được tách ra làm 2 hợp đồng outright với vùng lợi suất chỉ từ 7% đến 9%. Cùng với xu hướng thắt chặt tiền tệ, lợi suất TPCP sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới.

CDS kì hạn 5 năm của Việt Nam kết thúc ở 297 điểm cơ bản vào ngày 15/4 so với mức 168 và 51 điểm cơ bản của Philippines và Indonesia.

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

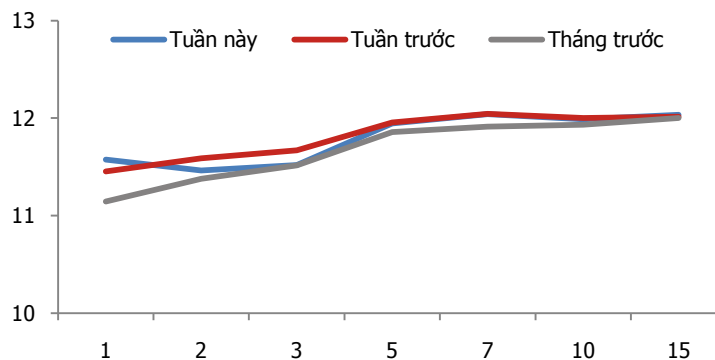


Nguồn: Bloomberg & HNX

**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

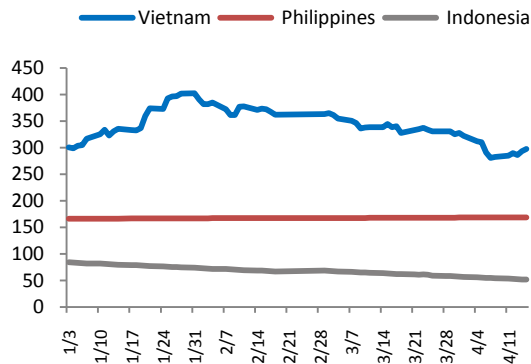
**Hình 6: Đường cong lợi suất (%)**


Nguồn: Bloomberg

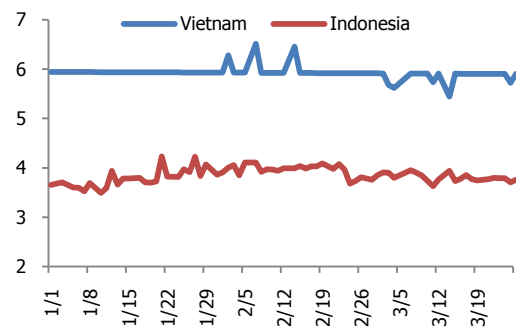
**Bảng 2: Giao dịch TPCP trên HNX (4/4-15/4)**

Ngày	Mã	Kì hạn còn lại	Coupon (%)	KL	Giá	Lợi suất	GT ( tỷ đồng)
4/4	QHB1013031	2	11,60	2.000.000	98.069	12,70	245,183
5/4	QHB0813072	2	11,00	1.440.000	96.241	12,70	144,533
6/4	TB1013035	2	11,40	300.000	89.173	18,15	29,994
7/4	TP4A1206	10	9,25	800.000	110.183	7,75	87,944
7/4	QH052003	9	9,25	1.400.000	100.800	9,11	146,122
7/4	QH062126	10	9,25	200.000	100.826	9,11	21,382
13/4	TB1013035	2	11,40	300.000	89.388	18,12	26,704
13/4	QHB0813072	2	11,00	1.440.000	95.643	13,00	144,019
13/4	QHB0813063	2	15,00	1.000.000	104.391	12,76	111,295
14/4	QHB1012018	1	12,10	500.000	100.474	11,50	50,584
14/4	CPD071235	1	7,86	500.000	95.057	11,50	49,402

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 15/4/2011**

	1N	2N	3N	5N	7N	10N
Mỹ	-	0,69	1,19	2,12	2,80	3,41
Singapore	-	2,40	-	1,08	-	2,40
Vietnam	11,65	11,99	11,50	11,97	12,04	11,99
Indonesia	5,76	7,78	6,61	7,06	7,43	7,78
Malaysia	2,96	4,09	3,35	3,57	3,82	4,09
Philippines	2,11	6,85	5,00	5,65	6,37	6,85
Nhật Bản	0,16	1,29	0,29	0,54	0,86	1,29
Trung Quốc	2,83	3,89	3,22	3,47	3,70	3,89
Hong Kong	0,29	2,75	1,15	1,92	2,45	2,75

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 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.