

**Lưu Hải Yến**

**Chuyên viên Khôi Nghiên Cứu**

T: (844) 4456 8668 ext 6717

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

**TÓM TẮT**

- Cả khối lượng và lợi suất trái phiếu phát hành trên thị trường sơ cấp đang chững lại. Tuần này, phát hành được 3.750 tỷ đồng TPCP Và 220 tỷ đồng TP của Ngân Hàng Chính Sách Xã Hội.
- Giao dịch trên thị trường thứ cấp diễn ra ảm đạm và mức lợi suất yêu cầu nằm trong khoảng 12,3% đến 12,5%.
- Việt Nam CDS kì hạn 5 năm biến động mạnh, đạt 350 điểm cơ bản vào ngày đầu tuần và giảm xuống còn 315 điểm cơ bản vào ngày hôm qua.
- NHNN hút ròng gần 6.400 tỷ đồng qua thị trường mở từ ngày 27/6 đến 1/7.
- Thanh khoản thị trường liên ngân hàng dồi dào. Lãi suất qua đêm ổn định quanh mức 11%- 12%.
- Thị trường ngoại hối ổn định.

**THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ**

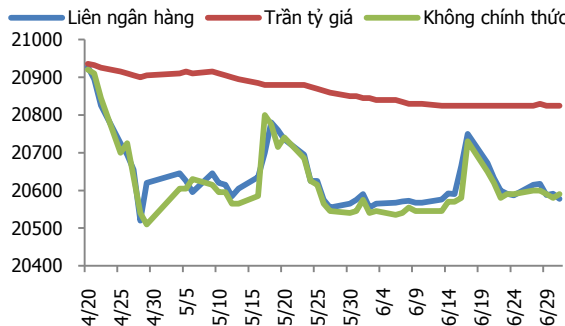
Thanh khoản của ngân hàng đang ở trạng thái rất dồi dào. Từ ngày 27/6 đến 1/7, NHNN hút ròng về 6.392 tỷ đồng trên thị trường mở. Như vậy trong 6 tháng đầu năm nay, lượng tiền hút ròng ở kênh này đã đạt gần 85.000 tỷ đồng. Lãi suất liên ngân hàng ổn định quanh mức 11%- 12% đối với kì hạn qua đêm, 13-13,5% cho kì hạn 1 tuần, 14% cho kì hạn 2 tuần và 15% với kì hạn 1 tháng.

Về mặt lý thuyết, NHNN hạ lãi suất thị trường mở từ 15% xuống 14% đối với kì hạn 7 ngày hôm qua đã phát đi một tín hiệu mà ở đó họ bắt đầu ghi nhận sự hạ nhiệt của lạm phát. Chi phí thanh khoản thấp hơn là cơ hội để các NHTM hạ lãi suất cho vay ra nền kinh tế. Tuy vậy, việc hạ lãi suất này có vẻ không tác động nhiều lắm đến các NHTM ở thời điểm hiện tại. Do thanh khoản hệ thống đang tốt nên lãi suất cho vay liên ngân hàng kì hạn 1 tuần đang ở dưới hoặc bằng ngưỡng 14% trên thị trường mở nên nếu có nhu cầu các NHTM sẽ ưu tiên vay trên thị trường liên ngân hàng (vay trên thị trường mở các NHTM phải có TPCP để cầm cố trong khi vay liên ngân hàng không cần). Thực tế, gần đây số lượng các NHTM tham gia trên thị trường mở đã giảm xuống chỉ còn từ 4- 6, thay vì 15-20 như trước đây. Như vậy chừng nào lãi suất thị trường mở còn cao hơn lãi suất liên ngân hàng cùng kì hạn thì việc hạ lãi suất đó không tác động nhiều đến hành vi của NHTM và việc hạ lãi suất đó chỉ đơn thuần cho thấy là thị trường liên ngân hàng đang ở trạng thái thanh khoản rất tốt. Theo chúng tôi, NHNN đang điều hành theo hướng vừa đảm bảo thanh khoản của hệ thống ngân hàng nhưng vẫn kiềm nén tỷ lệ tăng trưởng tín dụng dưới 20% nhằm hạn chế cung tiền ra ngoài để ngăn chặn lạm phát. Với thanh khoản ngân hàng được đảm bảo nền kinh tế tự thân nó sẽ dễ dàng điều tiết một cách linh hoạt theo theo những tín hiệu của thị trường.

**Thuật ngữ viết tắt**

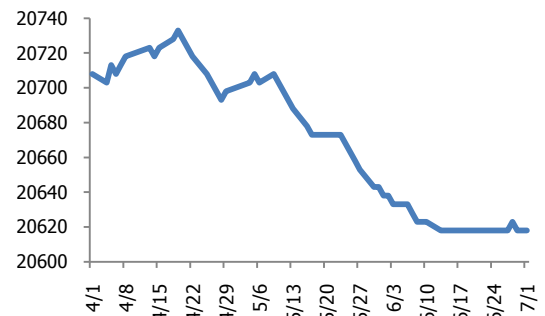
- CDS: Hợp đồng bảo hiểm rủi ro tín dụng
- CP: Chính Phủ
- HNX: Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội
- GT: Giá trị
- KBNN: Kho Bạc Nhà Nước
- KL: Khối lượng
- LS: Lãi suất
- MoF: Bộ Tài Chính
- NHCSXH: Ngân hàng chính sách xã hội
- NDF: Hợp đồng kì hạn không chuyển giao
- NHNN: Ngân hàng Nhà Nước
- NHTM: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



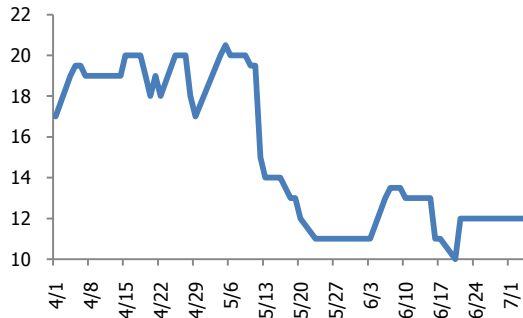
Nguồn: MB & TLS

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



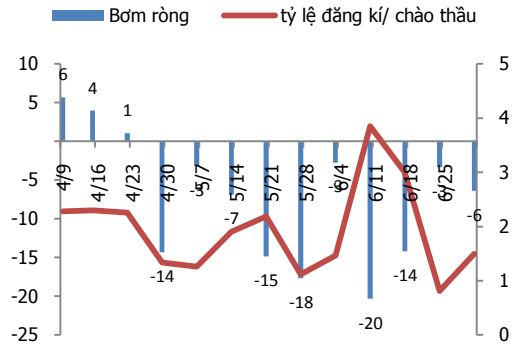
Nguồn: SBV

**Hình 3: Lãi suất qua đêm (%)**



Nguồn: MB

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



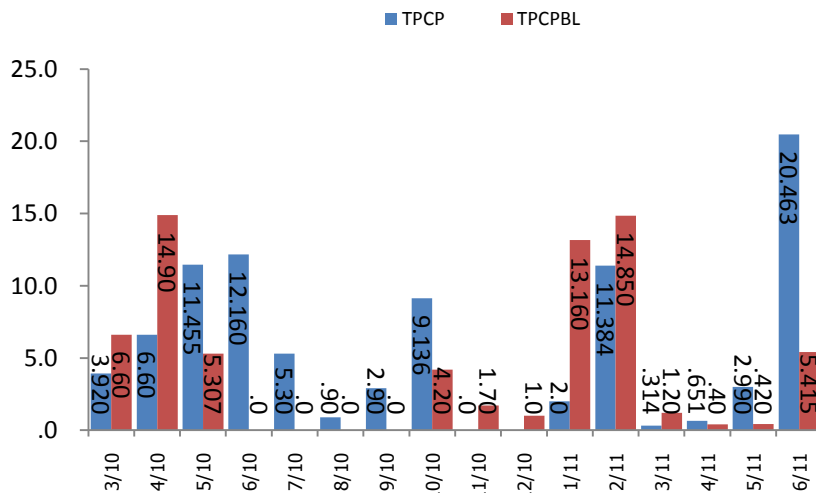
Nguồn: Bloomberg

**THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU**

**Trái Phiếu Trong Nước**

Thị trường trái phiếu sau nhiều tuần sôi động đã bắt đầu có dấu hiệu chững lại. Khối lượng trúng thầu trên thị trường sơ cấp tuần này đã giảm rõ rệt so với tuần trước, chỉ đạt 3.750 tỷ đồng TPCP so với 6.808 tỷ đồng trước đó. Nguyên nhân trực tiếp là do Kho Bạc Nhà Nước tiếp tục giảm lãi suất trần xuống, và đã dưới mức kì vọng của nhà đầu tư. Giao dịch trên thị trường thứ cấp vẫn diễn ra ảm đạm, khi mà có rất ít nhà đầu tư chào mua cũng như chào bán. Tổng giá trị giao dịch trên thị trường thứ cấp đạt hơn 1.100 tỷ đồng nhưng vẫn dễ nhận thấy nhiều giao dịch repos trong đó. Mức lợi suất yêu cầu trên thị trường thứ cấp vẫn dao động trong khoảng từ 12,3% đến 12,5%. Xu hướng chưa rõ ràng của nền kinh tế có thể là một yếu tố làm các nhà đầu tư phân vân. Lạm phát tháng sáu nếu so sánh theo tháng là giảm rõ nét nhưng lại tăng lên 20% so với cùng kì năm ngoái. Bên cạnh đó, thanh khoản ngân hàng tốt nhưng lãi suất thị trường vẫn chưa giảm. Với giả định giai đoạn xấu nhất đang được thiết lập và nền kinh tế bắt đầu phục hồi chậm thì xu hướng của lợi suất trái phiếu trong thời gian tới là sẽ giảm.

**Hình 5: Giá trị TPCP và TPCPBL phát hành hàng tháng (1.000 tỷ đồng)**

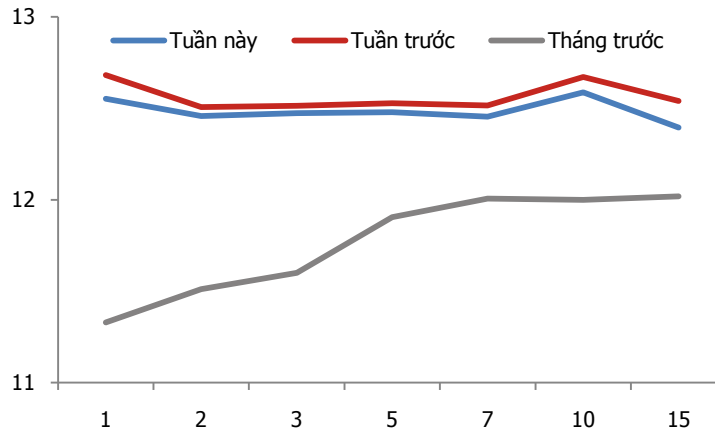


Nguồn: Bloomberg & HNX

**Bảng 1: Kết quả đấu thầu TPCP & TPCPBL gần đây**

Ngày	TCPH	Kỳ hạn	KL trúng thầu	KL đăng kí	KL chào thầu	LSTT	LS trần
7/1	NHCSXH	3	220	740	550	12,49	12,49
7/1	NHCSXH	5	0	1.020	1.000	0	12,60
30/6	KBNN	2	0	2.281	2.500	0	11,00
30/6	KBNN	3	2.100	2.980	2.500	12,30	12,30
30/6	KBNN	5	1.650	2.050	2.000	12,30	12,30
24/6	NHCSXH	2	200	520	500	12,78	12,78
24/6	NHCSXH	3	100	1.000	1.000	12,70	12,70
24/6	NHCSXH	5	150	1.200	500	12,60	12,60
23/6	KBNN	2	2.308,4	2.828	2.500	12,40	12,40
23/6	KBNN	3	2.500	4.940	2.500	12,30	12,30
23/6	KBNN	5	2.000	5.005	2.000	12,10	12,10
16/6	KBNN	2	1.905	3.205	2.000	12,42	12,42
16/6	KBNN	3	2.000	6.080	2.000	12,30	12,30
16/6	KBNN	5	1.000	4.954	1.000	12,30	12,30
10/6	NHCSXH	2	1.500	1.500	1.500	13,20	13,20
10/6	NHCSXH	3	500	900	500	13,10	13,10
10/6	VDB	5	1.820	4.220	2.000	12,70	12,70
10/6	VDB	10	325	1.510	1.500	12,00	12,00
9/6	KBNN	3	1.500	9.000	1.500	12,70	12,70
9/6	KBNN	5	1.500	8.700	1.500	12,65	12,65
2/6	KBNN	3	1.000	5.050	1.000	13,00	13,00
2/6	KBNN	5	1.000	4.865	1.000	13,00	13,00
27/5	NHCSXH	2	0	0	1.300	0	12,90
27/5	NHCSXH	3	0	0	1.200	0	13,20
27/5	NHCSXH	5	0	0	500	0	13,10
26/5	KBNN	3	905	1.358	1.000	13,30	13,30
26/5	KBNN	5	1.000	2.116	1.000	13,20	13,25
19/5	KBNN	3	0	971	1.000	0	13,25
19/5	KBNN	5	530	1.191	1.000	13,20	13,20
17/5	VDB	10	420	690	800	12,20	12,20
16/5	KBNN	5	0	1.380	1.000	0	13,30
16/5	KBNN	3	0	1.000	1.000	13,30	13,30
5/5	KBNN	5	555	1.455	1.000	13,20	13,20
5/5	KBNN	3	0	350	1.000	0	13,20
21/4	KBNN	5	301	901	1.000	11,90	12,10
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

Nguồn: HNX

**Hình 6: Đường cong lợi suất (%)**


Nguồn: Bloomberg

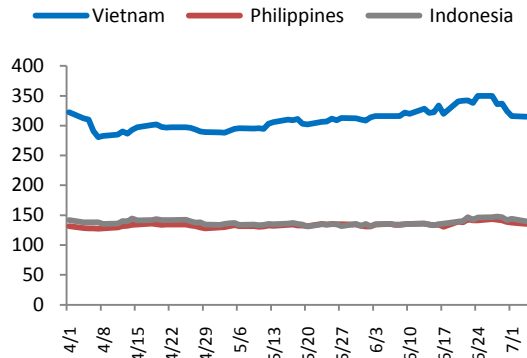
**Bảng 2: Giao dịch TPCP trên HNX (27/6-1/7)**

Ngày	Mã	Kỳ hạn còn lại	Coupon (%)	KL	Giá	Lợi suất	GT ( tỷ đồng)
6/27	CPB0811038	0-1	16,00	600.000	100.704	11,23	68,234
6/27	CP061113	0-1	8,25	1.100.000	99.948	8,31	117,625
6/27	VDB111036	5	12,70	700.000	118.630	8,00	83,381
6/27	TD1116026	5	13,20	500.000	103.426	12,20	52,615
6/27	QH071211	1	8,10	3.000.000	97.224	13,14	301,857
6/28	TD1013063	2	9,65	500.000	86.549	17,10	46,632
6/28	CP071201	1	7,90	1.285.710	97.587	12,31	129,809
6/28	CP061125	0-1	8,19	1.400.000	97.842	13,49	143,639
6/29	TD1116026	5	13,20	500.000	104.509	11,90	53,192
6/29	VDB111036	5	12,70	700.000	118.561	8,01	83,381
6/29	TP4A0706	10	9,25	500.000	87.188	11,50	45,203
6/30	CPB071245	1	8,65	1.000.000	95.226	12,30	99,824
6/30	CPB071234	1	7,85	2.000.000	94.834	12,30	200,636

Nguồn: HNX

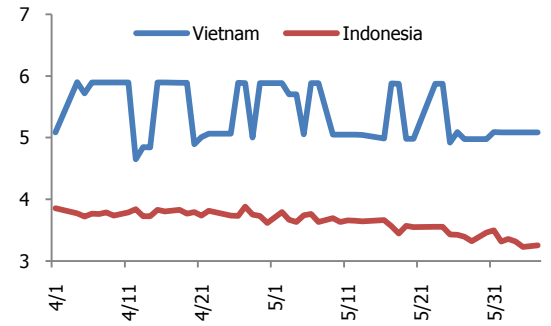
## Thị trường trái phiếu khu vực

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 4/7/2011

	1N	2N	3N	5N	7N
Mỹ	-	0,47	0,82	1,78	2,53
Singapore	-	2,34	-	0,99	-
Vietnam	12,51	12,55	12,46	12,46	12,43
Indonesia	5,44	7,47	6,29	6,83	7,32
Malaysia	2,95	3,94	3,24	3,51	3,73
Philippines	3,27	6,49	4,55	5,14	5,72
Nhật Bản	0,13	1,16	0,22	0,43	0,68
Trung Quốc	3,41	3,89	3,41	3,54	3,71
Thái Lan	3,49	3,89	3,70	-	3,77
Hong Kong	0,17	2,37	0,70	1,42	1,92

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.