

**Luu Hai Yen**

**Fixed Income Analyst**

T: (844) 4456 8668 ext 6717

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

**TÓM TẮT**

- Tuần này KBNN phát hành thành công gần 5.000 tỷ đồng TPCP. Lãi suất TPCP trên thị trường sơ cấp tiếp tục giảm mạnh.
- Nguồn cung trên thị trường thứ cấp vẫn khan hiếm và mức lợi suất yêu cầu cũng giảm mạnh, nằm trong khoảng 12,3% đến 12,5%.
- Việt Nam CDS kì hạn 5 năm tăng mạnh trong tuần và hạ về mức 319 điểm cơ bản vào ngày cuối tuần.
- NHNN hút ròng hơn 14.000 tỷ đồng qua thị trường mở trong tuần từ ngày 13/6 đến 17/6.
- Thanh khoản thị trường liên ngân hàng dồi dào. Lãi suất qua đêm giảm từ 13% về còn 10% đến 11,5%.
- Tỷ giá USD/VND có sự điều chỉnh tăng mạnh sau một thời gian bị nén vì các NHTM bán ngoại tệ cho NHNN.

**THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ**

Tỷ giá USD/VND niêm yết và tự do đã tăng mạnh vào hai ngày cuối tuần bắt nguồn từ sự tăng lên của tỷ giá liên ngân hàng. Các NHTM sau một thời gian ở trạng thái short ngoại tệ để bán cho NHNN đã mua vào USD để khôi phục trạng thái khiến tỷ giá liên ngân hàng tăng mạnh. Chú ý là NHNN chỉ mua vào của mỗi NHTM đến -2% trạng thái ngoại tệ của ngân hàng đó. Đây chỉ là sự điều chỉnh nhỏ và không đáng lo ngại. Nguồn cung USD cho các NHTM sắp tới sẽ được củng cố khi mà thời hạn 1/7/2011 mà các tập đoàn và tổng công ty nhà nước phải bán lại ngoại tệ cho các NHTM đang đến gần.

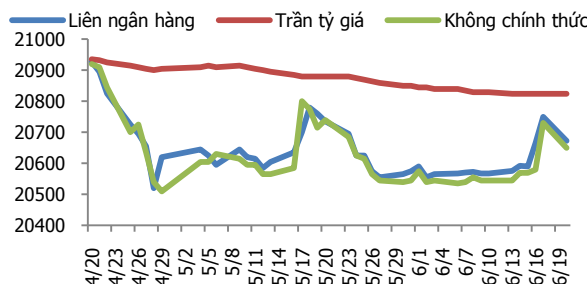
Thông thường khi nhu cầu USD của các NHTM tăng lên thì lãi suất tiền đồng cũng có xu hướng tăng lên, do họ phải tăng cường vay mượn để mua USD, nhưng lần này lãi suất tiền đồng lại giảm dần về cuối tuần và tiếp tục giảm vào ngày thứ 2 đầu tuần này cho thấy thanh khoản tiền đồng của các NHTM đang rất tốt. Lãi suất qua đêm đã giảm về mức 10% đến 11,5%, kì hạn một tuần ở mức 13%, hai tuần ở mức 14% và một tháng ở mức 15%. NHNN tiếp tục hút ròng về 14.211 tỷ đồng qua thị trường mở. Như vậy tính từ đầu năm đến ngày 17/6/2011, NHNN đã hút ròng về hơn 74.000 tỷ đồng qua nghiệp vụ này. Trong ba ngày gần đây nhất, NHNN đã không mua được thêm USD do tỷ giá USD/VND liên ngân hàng cao hơn tỷ giá mua vào của NHNN trong khi lãi suất liên ngân hàng lại giảm thì không loại trừ NHNN vẫn tiếp tục bơm tiền qua kênh tái cấp vốn/tái chiết khấu. Thanh khoản ngân hàng sẽ vẫn ổn định trong thời gian tới khi NHNN lại tiếp tục mua vào USD để tăng lượng dự trữ ngoại hối và có thể vẫn thực hiện tái cấp vốn/tái chiết khấu cho các NHTM.

Thanh khoản ngân hàng dồi dào và chỉ số giá tiêu dùng của hai thành phố lớn nhất nước tháng này đã hạ nhiệt cùng với lợi suất trái phiếu liên tục giảm mạnh là những tín hiệu tích cực cho thấy nền kinh tế đã có những dấu hiệu bắt đầu ổn định. Tuy vậy vẫn còn quá sớm để NHNN đưa ra các biện pháp nới lỏng.

**Thuật ngữ viết tắt**

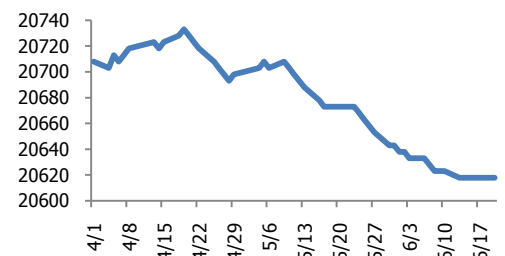
- CDS: Hợp đồng bảo hiểm rủi ro tín dụng
- CP: Chính Phủ
- HNX: Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội
- GT: Giá trị
- KBNN: Kho Bạc Nhà Nước
- KL: Khối lượng
- LS: Lãi suất
- MoF: Bộ Tài Chính
- NHCSXH: Ngân hàng chính sách xã hội
- NDF: Hợp đồng kì hạn không chuyển giao
- NHNN: Ngân hàng Nhà Nước
- NHTM: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



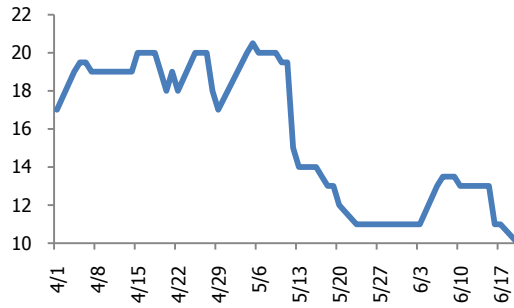
Nguồn: MB & TLS

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



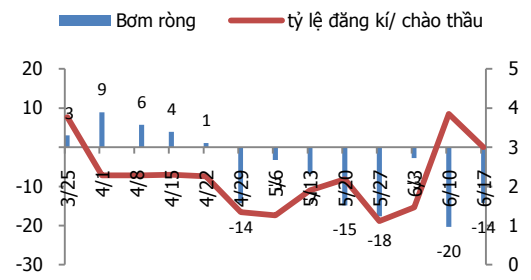
Nguồn: SBV

**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**

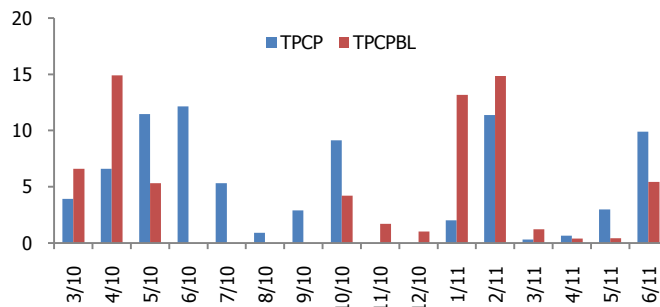
**Trái Phiếu Trong Nước**

Kho Bạc Nhà Nước lại phát hành thành công gần 5.000 tỷ đồng TPCP ở các kì hạn chuẩn 2,3 và 5 năm và lãi suất trúng thầu tiếp tục giảm cho thấy nhu cầu về trái phiếu đang tăng trở lại cùng với kì vọng lạm phát giảm dần (kì hạn dài có lãi suất thấp hơn kì hạn ngắn). Lãi suất TPCP đang đứng ở mức 12,3% đến 12,42%, thấp hơn so với 13% của lãi suất tái chiết khấu và 15% của lãi suất thị trường mở, đồng nghĩa với việc mua TPCP để kinh doanh trên thị trường tiền tệ là không có lợi. Tuy vậy, thanh khoản ngân hàng dồi dào cùng với kì vọng lãi suất sẽ giảm khiến cho giá TPCP tăng lên trong thời gian tới là nguyên nhân chính khiến nhiều NHTM quyết định mua vào.

Giá trị giao dịch thị trường thứ cấp đạt hơn 1.400 tỷ đồng, nhưng vẫn chủ yếu là các hợp đồng repo. Nguồn cung khan hiếm là nguyên nhân khiến thị trường thứ cấp chưa thực sự sôi động tại thời điểm này. Mức lãi suất trúng thầu trên thị trường sơ cấp có xu hướng giảm nên lợi suất kì vọng trên thị trường thứ cấp cũng giảm theo. Lợi suất kì vọng mua trong tuần đã giảm so với tuần trước, chỉ còn ở mức từ 12,3% đến 12,5% trong khi lợi suất kì vọng bán nằm trong khoảng 11,8% đến 12%. Như vậy trong ngắn hạn, lợi suất TPCP giảm nhưng về dài hạn xu hướng tăng là điều gần như chắc chắn.

Việt Nam CDS kì hạn 5 năm biến động mạnh trong tuần, có ngày tăng lên hơn mức 330 điểm cơ bản và kết thúc ở mức 319 điểm cơ bản vào ngày cuối tuần, có thể do nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục lo ngại về vụ việc Vinashin xin xóa nợ do không có khả năng thanh toán lãi suất trái phiếu, hoặc do lo sợ về việc Việt Nam có thể đưa ra những biện pháp nới lỏng sớm khi kì vọng lạm phát vẫn còn rất cao.

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

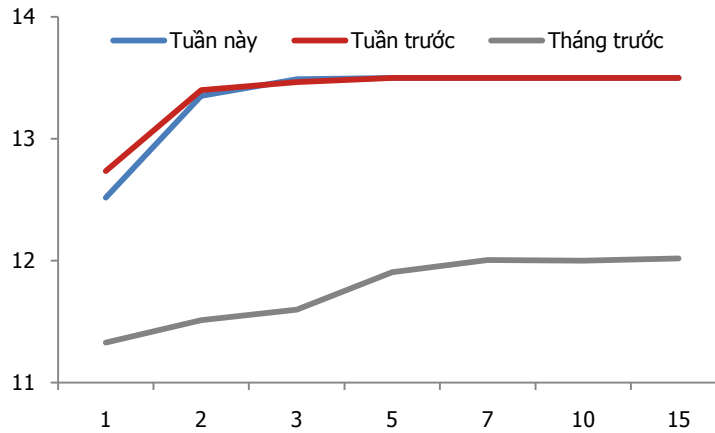


Nguồn: Bloomberg & HNX

**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
16/6	KBNN	2	1.905	3.205	2.000	12,42	
16/6	KBNN	3	2.000	6.080	2.000	12,30	
16/6	KBNN	5	1.000	4.954	1.000	12,30	
10/6	NHCSXH	2	1.500	1.500	1.500	13,20	
10/6	NHCSXH	3	500	900	500	13,10	
10/6	VDB	5	1.820	4.220	2.000	12,70	
10/6	VDB	10	325	1.510	1.500	12,00	
9/6	KBNN	3	1.500	9.000	1.500	12,70	
9/6	KBNN	5	1.500	8.700	1.500	12,65	
2/6	KBNN	3	1.000	5.050	1.000	13,00	
2/6	KBNN	5	1.000	4.865	1.000	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
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

Nguồn: HNX

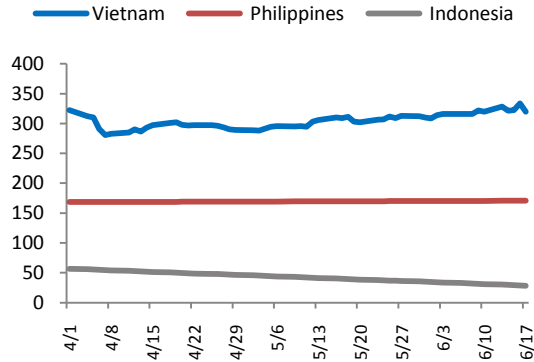
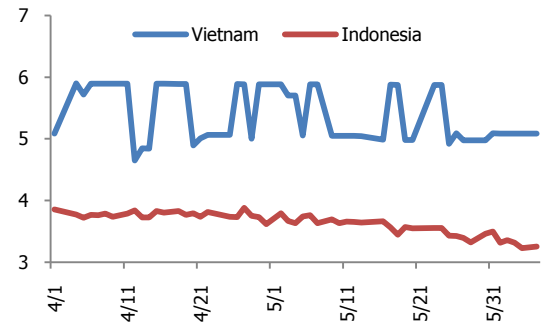
**Hình 6: Đường cong lợi suất (%)**


Nguồn: Bloomberg

**Bảng 2: Giao dịch TPCP trên HNX (13/6-17/6)**

Ngày	Mã	Kỳ hạn còn lại	Coupon (%)	KL	Giá	Lợi suất	GT ( tỷ đồng)
6/13	VDB111017	5	11,50	1.300.000	112.995	8,02	151,93
6/13	VDB111016	3	11,30	1.700.000	107.453	8,04	94,57
6/13	TD1114005	3	11,10	1.000.000	106.895	8,04	55,53
6/13	TP4A2705	9	9,25	1.480.000	87.605	11,46	69,25
6/13	CP4A3104	8	9,00	2.000.000	87.404	11,45	95,27
6/13	CP4_1004	8	9,00	2.000.000		11,45	
6/13	TP4A0206	10	9,25	38.000.000		11,46	
6/13	VDB111006	2	11,20	2.000.000		13,30	
6/13	VDB111007	5	11,30	2.000.000		13,20	
6/14	TB1012034	1	11,30	1.000.000	98.264	13,45	49,90
6/14	CPD071246	1	8,65	526300	94.157	13,00	25,84
6/14	CPB0813005	2	8,50	3.000.000	93.755	13,00	145,84
6/14	QHB1012020	1	11,80	2.000.000	98.208	14,10	100,27
6/14	QHB1012015	1	12,10	1.000.000	98.49	14,10	50,63
6/15	CPB071245	1	8,65	1.500.000	94.23	13,00	73,85
6/15	TD1116026	5	13,20	640000	102.741	12,40	33,32
6/16	TD1114005	3	11,10	600.000	94.504	12,20	30,53

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 17/6/2011**

	1N	2N	3N	5N	7N	10N
Mỹ	-	0,37	0,68	1,53	2,23	2,94
Singapore	-	2,28	-	1,05	-	2,28
Vietnam	12,59	12,68	12,51	12,54	12,53	12,68
Indonesia	5,66	7,67	6,47	7,02	7,47	7,67
Malaysia	2,96	3,93	3,24	3,50	3,72	3,93
Philippines	3,37	6,55	5,13	5,53	5,95	6,55
Nhật Bản	0,14	1,12	0,24	0,41	0,66	1,12
Trung Quốc	3,41	3,99	3,50	3,62	3,80	3,99
Thái Lan	3,29	3,77	3,50	3,61	3,69	3,77
Hong Kong	0,22	2,28	0,67	1,36	1,96	2,28

*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 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.