

# Thị trường trái phiếu tháng 11

## Thanh khoản dư thừa mặc dù tín dụng đã hồi phục

**Trạng thái thanh khoản dư thừa tiếp tục ảnh hưởng tới hoạt động của thị trường tiền tệ trong tháng 11:**

- Lãi suất liên ngân hàng duy trì ở mức thấp và các hoạt động thị trường mở kém sôi động.
- Giá trị giao dịch trên thị trường sơ cấp đi ngang, dù nguồn cung từ KBNN sụt giảm, nhờ sự tham gia trở lại của Ngân hàng phát triển Việt Nam và Ngân hàng chính sách xã hội. Giao dịch trên thị trường thứ cấp duy trì tương đối tốt với lợi suất TPCP các kì hạn giảm nhẹ.

**KBSV dự báo mặt bằng lãi suất liên ngân hàng tăng nhẹ do thanh khoản bớt dồi dào, trong khi lợi suất TP xu hướng đi ngang với cung – cầu đều giảm**

**Thị trường Trái phiếu doanh nghiệp tăng nhẹ trong tháng 11**

- Nghị định 81/2020/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung Nghị định 163/2018/NĐ-CP có hiệu lực từ 1/9/2020 tạo khuôn khổ pháp lý chặt chẽ hơn với hoạt động phát hành trái phiếu riêng lẻ làm cho tổng giá trị phát hành trong tháng 11 giảm 80% so với tháng 8.
- Nhóm ngân hàng và bất động sản là những tổ chức phát hành lớn nhất thị trường trong đó kỳ hạn phát hành bình quân trong tháng 11 đạt 4.7 năm. Lãi suất phát hành cao nhất là 13% thuộc về nhóm bất động sản.

**Tiền đồng tăng giá nhẹ trong tháng 11 sau động thái hạ giá mua vào USD của NHNN.**

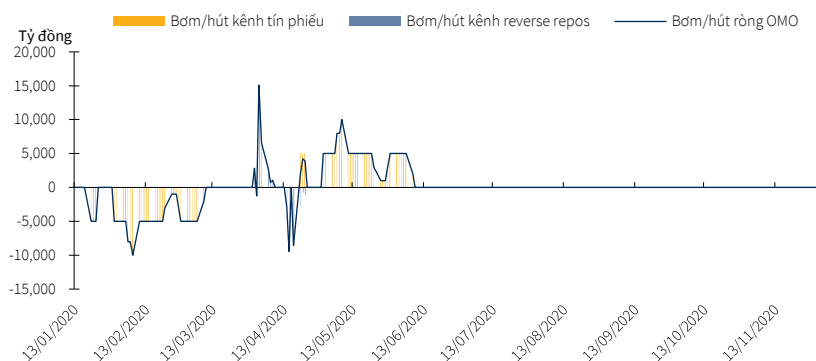
## Hoạt động thị trường mở

### Thanh khoản duy trì dồi dào trong tháng 11 mặc dù tín dụng đã hồi phục

Hoạt động thị trường mở tiếp tục yên ắng trong tháng 11 khi chỉ có 1 giao dịch reverse repos được thực hiện trị giá 1.1 tỷ đồng. Nguồn cung VND vẫn dồi dào nhờ hoạt động mua ngoại tệ của NHNN trong bối cảnh tín dụng đã hồi phục (11 tháng đạt 8.4% YTD so với mức tăng 7.3% trong 10 tháng). Theo ước tính của chúng tôi, NHNN đã mua vào khoảng 2 tỷ USD, tương đương với bơm ra ngoài thị trường gần 50 nghìn tỷ đồng.

Hoạt động OMO tiếp tục kém sôi động trong tháng 11

**Biểu đồ 1. Diễn biến hoạt động thị trường mở trong 10 tháng đầu năm 2020**

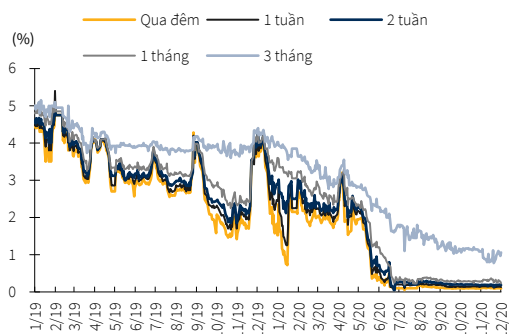


Nguồn: NHNN, KBSV

### Lãi suất liên ngân hàng tiếp tục duy trì ở mức thấp

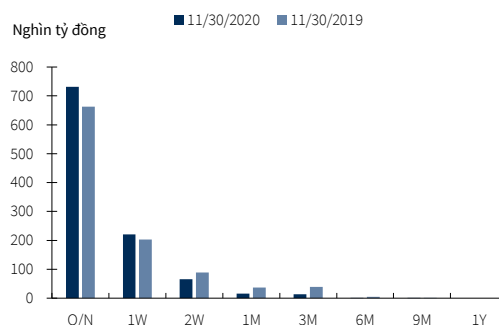
Lãi suất liên ngân hàng các kỳ hạn luôn duy trì ở mức thấp kể từ cuối tháng 6, với mặt các kì hạn ngắn hầu như đi ngang do thanh khoản trong hệ thống ngân hàng luôn dồi dào. Cụ thể, lãi suất các kỳ hạn từ qua đêm đến 1 tháng dao động trong khoảng 0.1% - 0.3%/năm. Lãi suất kỳ hạn 3 tháng có nhiều biến động hơn do chịu tác động nhu cầu vay kỳ hạn 3 tháng và mặt bằng lãi suất tiền gửi dưới 6 tháng. Khối lượng giao dịch trên thị trường liên ngân hàng trong tháng 11 tập trung ở kỳ hạn qua đêm và duy trì ở mức cao (+10.2% YoY).

**Biểu đồ 2. Lãi suất liên ngân hàng**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 3. Khối lượng giao dịch trên thị trường liên ngân hàng**



Nguồn: NHNN, KBSV

**Diễn biến lãi suất liên ngân hàng tăng nhẹ khi thanh khoản thị trường bớt dồi dào hơn**

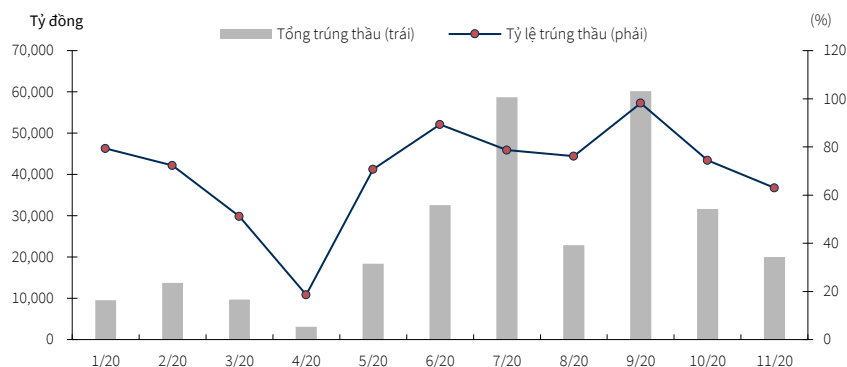
Diễn biến lãi suất liên ngân hàng trong tháng 12 sẽ tăng nhẹ khi thanh khoản thị trường bớt dồi dào. Các chỉ số về bán lẻ và sản xuất chế biến chế tạo diễn biến tích cực trong 3 tháng qua là nhân tố quan trọng cho thấy khả năng hồi phục của nhu cầu vốn trong thời gian sắp tới. Tăng trưởng tín dụng dự kiến sẽ đạt 10% YTD trong năm 2020. Như vậy chỉ trong tháng 12, tín dụng ước tính tăng 1.5 điểm phần trăm, tương đương với gần 125 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, thanh khoản có thể được hỗ trợ thông qua nghiệp vụ mua ngoại tệ của NHNN khi chúng tôi cho rằng nhiều khả năng NHNN đã đàm phán và giải trình với Bộ Tài chính Mỹ về hành động mua ngoại tệ của mình trong thời gian qua.

## Thị trường trái phiếu – Sơ cấp

### Thị trường TPCP sơ cấp trong tháng 11 có sự tham gia thêm từ NH Phát triển và Ngân hàng chính sách xã hội sau gần 1 năm không gọi thầu

Số liệu từ HNX cho thấy, khối lượng trái phiếu chính phủ (TPCP) trúng thầu trong tháng 11 tăng nhẹ so với tháng 10 nhờ có sự tham gia thêm của Ngân hàng Phát triển Việt Nam và Ngân hàng Chính sách xã hội. Cụ thể, tổng khối lượng TP phát hành thành công trong tháng 11 là 36.9 nghìn tỷ đồng, tăng 16.6% so với tháng 10 nhờ NHPTVN và NHCSXH lần lượt phát hành thành công 15 nghìn tỷ và 1.9 nghìn tỷ đồng. Nếu chỉ tính riêng KBNN, tổng lượng TPCP huy động trong tháng 11 là 20 nghìn tỷ đồng, giảm 36.8% MoM. Nguồn cung TP từ KBNN tiếp tục giảm mạnh trong tháng 11. Tổng khối lượng gọi thầu từ KBNN chỉ đạt 31.7 nghìn tỷ đồng (-25.5% MoM), do kế hoạch phát hành ở các kỳ hạn dài trên 10 năm đã được hoàn thành. Khối lượng đặt thầu đã có sự cải thiện so với tháng 10, tuy nhiên vẫn ở mức thấp so với các tháng trước đó. Lợi suất trúng thầu do NHPTVN và NHCSXH phát hành ở mức tương đối cao so với KBNN (kỳ hạn 10 và 15 năm lần lượt là 3.1 và 3.2%). Lợi suất trúng thầu trung bình TP của KBNN ở các kỳ hạn 5, 10 và 15 năm lần lượt là 1.22% (0 bps MoM), 2.53% (0 bps) và 2.76% (+4 bps).

Biểu đồ 4. Kết quả TPCP KBNN trúng thầu theo tháng



Nguồn: HNX, KBSV

Bảng 1. Kết quả đấu thầu theo kỳ hạn tháng 11/2020

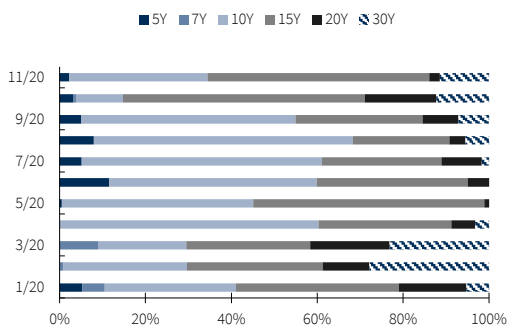
Kỳ hạn	Số phiên	Gọi thầu	Đặt thầu	Trúng thầu	Tỷ lệ trúng thầu	Lãi suất trúng thầu
		Tỷ VND	Tỷ VND	Tỷ VND	%	%
5 Năm	4	6,000	5,041	440	7.3	1.22
7 Năm	1	6,000	3,700	-	-	-
10 Năm	7	15,000	56,805	13,000	86.7	2.48 - 3.12
15 Năm	7	20,500	55,340	17,100	83.4	2.70 - 3.31
20 Năm	2	1,500	1,500	500	33.3	3.02 - 3.05
30 Năm	2	2,000	3,090	1,790	89.5	3.24

Nguồn: HNX, KBSV

## Xu hướng tăng phát hành các kỳ hạn dài vẫn được duy trì

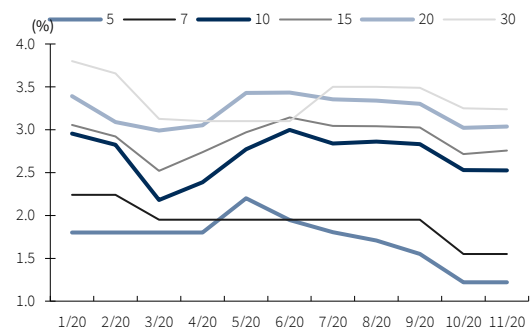
Cơ cấu TPCP theo kỳ hạn phát hành thành công trong tháng 11 tiếp tục nghiêng về kỳ hạn 15 năm khi TPCP kỳ hạn 10 năm đã hoàn thành kế hoạch năm. Xu hướng KBNN phát hành đẩy tăng khối lượng kỳ hạn dài và giảm khối lượng kỳ hạn ngắn tiếp tục duy trì, tuy nhiên lượng trái phiếu phát hành chỉ còn tập trung vào kỳ hạn 15 năm với tổng khối lượng chiếm 52%. Tính đến hết tháng 11, KBNN đã phát hành thành công 280.3 nghìn tỷ đồng và đã vượt kế hoạch năm 2020 đặt ra. Các kỳ hạn trên 10 năm đã hoàn thành kế hoạch năm đặt ra trong khi kỳ hạn ngắn như 5 và 7 năm vẫn còn cách xa kế hoạch ban đầu.

Biểu đồ 5. Kết quả đấu thầu theo các kỳ hạn



Nguồn: HNX, KBSV

Biểu đồ 6. Diễn biến lợi suất trúng thầu

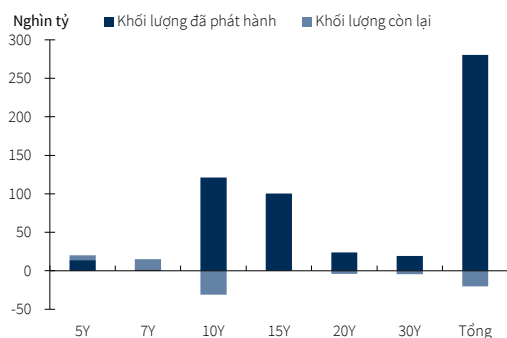


Nguồn: HNX, KBSV

## Lợi suất trái phiếu trúng thầu nhiều khả năng sẽ đi ngang trong tháng 11

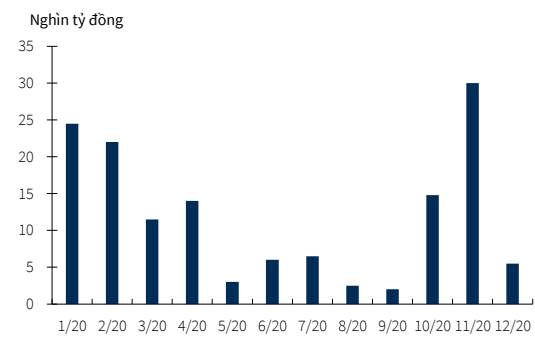
Chúng tôi dự báo lợi suất TPCP sẽ đi ngang trong tháng 12 cuối năm khi mà cả cung và cầu đều giảm mạnh. Cụ thể, nguồn cung giảm mạnh khi các kỳ hạn dài đã hoàn thành kế hoạch năm và chúng tôi chưa quan sát thấy tín hiệu KBNN điều chỉnh tăng kế hoạch phát hành năm. Tuy nhiên, nhu cầu cũng sẽ giảm tương đối khi các kỳ hạn còn kế hoạch không còn nhiều sức hấp dẫn, lợi suất hiện đang ở mức thấp và thanh khoản ngân hàng không còn quá dồi dào trong giai đoạn cao điểm cuối năm.

Biểu đồ 7. Kế hoạch phát hành TPCP 2020 của KBNN



Nguồn: HNX, KBSV

Biểu đồ 8. Trái phiếu đáo hạn 2020



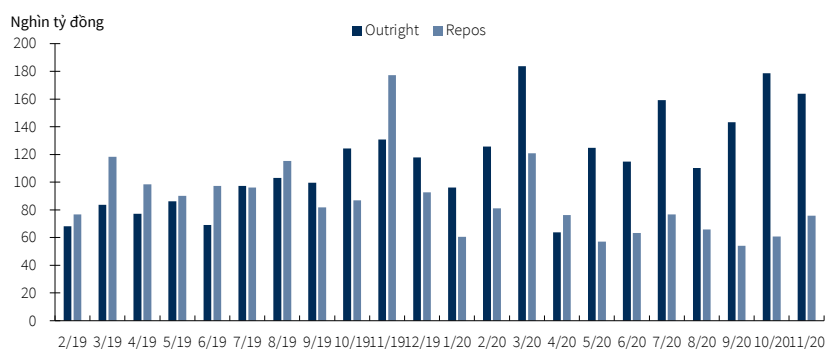
Nguồn: HNX, KBSV

## Thị trường trái phiếu – Thứ cấp

### Thanh khoản trên thị trường thứ cấp đi ngang

Thanh khoản trên thị trường thứ cấp đi ngang trong tháng 11 với tổng giao dịch đạt 239,779 tỷ đồng (+0.1% MoM). Giá trị giao dịch Outright tiếp tục chiếm tỷ trọng nhiều hơn, 68.3% và tập trung chủ yếu ở kỳ hạn từ 10 – 15 năm. Mặt bằng lợi suất TPCP giảm nhẹ so với tháng 11 trong đó kỳ hạn 7 - 15 năm giảm mạnh nhất. Tính đến ngày 30/11, lợi suất TP kỳ hạn 1, 5, 10 năm lần lượt là 0.17% (-0.75 bps), 1.2% (-12.2bps) và 2.4% (-15.5 bps). Đường cong lợi suất dịch chuyển nhẹ xuống phía dưới.

**Biểu đồ 9. Khối lượng giao dịch trên thị trường thứ cấp**

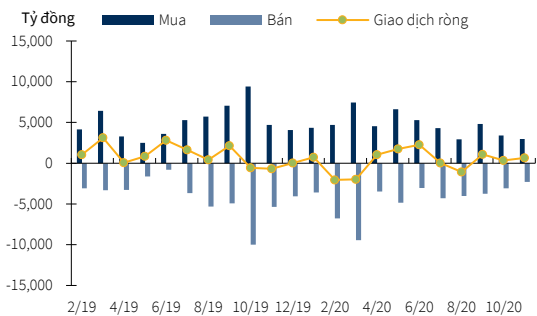


Nguồn: HNX, KBSV

### Giao dịch khối ngoại mua ròng trong tháng 11

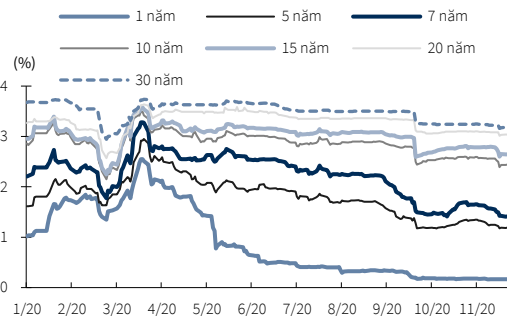
Giao dịch khối ngoại tiếp tục mua ròng 658 tỷ đồng trong tháng 10 nhờ lượng mua tương đối lớn ở giao dịch outright kỳ hạn 5 và 10 năm (khoảng 2,395 tỷ đồng) trong khi giao dịch repos không phát sinh giao dịch của khối ngoại. Như vậy, lũy kế 11 tháng đầu năm khối ngoại đã mua ròng 2,836 tỷ đồng (thấp hơn đáng kể so với mức mua ròng 13.5 nghìn tỷ đồng 10 tháng đầu năm 2019). Trong khu vực, lợi suất TPCP 10 năm của Việt Nam liên tục giảm và hiện chỉ còn cao hơn Thái Lan trong khi đánh giá tín dụng của Việt Nam vẫn ở mức dưới mức đầu tư khiến cho việc đầu tư vào thị trường TPCP của Việt Nam không còn nhiều sức hấp dẫn đối với khối ngoại.

**Biểu đồ 10. Kết quả giao dịch khối ngoại**



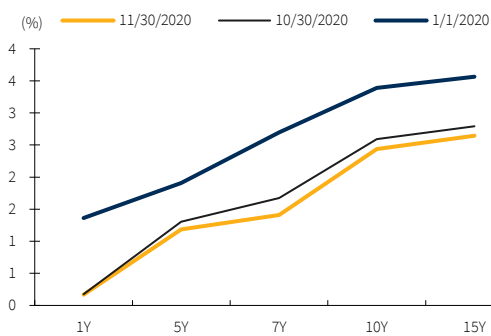
Nguồn: HNX, KBSV

**Biểu đồ 11. Diễn biến lợi suất TPCP các kỳ hạn**



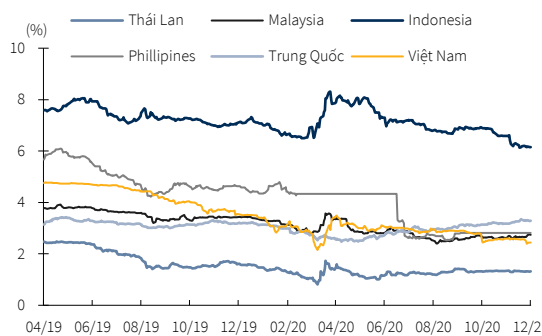
Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 12. Đường cong lợi suất TPCP**



Nguồn: HNX, KBSV

**Biểu đồ 13. Diễn biến lợi suất TPCP 10 năm trong khu vực**



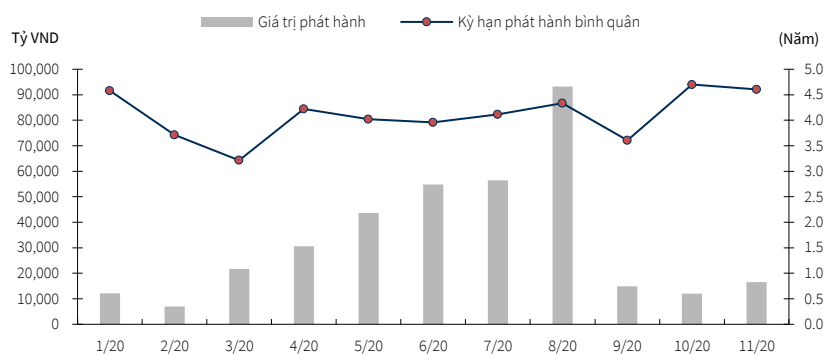
Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Thị trường trái phiếu doanh nghiệp

**Tổng giá trị TPDN phát hành trong tháng 11 tăng so với tháng 10, tuy nhiên vẫn ở mức thấp trong năm do Nghị định 81/2020/NĐ-CP có hiệu lực**

Khối lượng trái phiếu doanh nghiệp phát hành tăng trong tháng 11, tăng 37.9% MoM. Tuy nhiên, tổng giá trị phát hành vẫn ở mức thấp trong năm và giảm tới 82.3% so với tháng cao điểm là tháng 8 sau khi các quy định mới về siết chặt hoạt động phát hành trái phiếu được quy định tại Nghị định số 81/2020/NĐ-CP có hiệu lực từ 01/9/2020.

**Biểu đồ 14. Kết quả phát hành TPDN 10 tháng 2020**



Nguồn: FiinPro, KBSV

**Kỳ hạn bình quân đi ngang trong tháng 11, với đóng góp chủ yếu từ nhóm ngành bất động sản và ngân hàng**

Các doanh nghiệp có xu hướng phát hành tập trung ở các kỳ hạn trung hạn, trải trong đó các kỳ hạn từ 3-7 năm chiếm giá trị nhiều nhất (14.4 nghìn tỷ đồng, chiếm 87.4% tổng giá trị phát hành). Kỳ hạn phát hành bình quân trong tháng 10 là 4.61 năm, hầu như đi ngang so với tháng 10. Nhóm ngân hàng, xây dựng và bất động sản là các nhóm có kỳ hạn phát hành lớn nhất trong tháng, với bình quân đạt 6.1 năm, 5 năm và 4.9 năm. Nhóm điện và tài chính có kỳ hạn thấp nhất, chỉ đạt 1.6 và 2.7 năm.

**Doanh nghiệp ngân hàng chiếm tỷ trọng lớn trong tổng lượng phát hành**

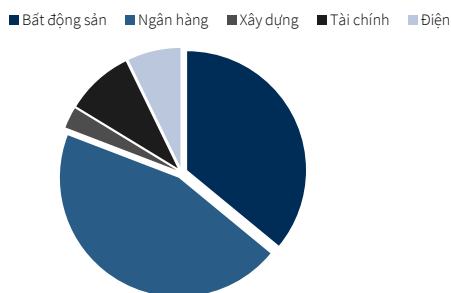
Trong tháng 11, nhóm ngân hàng và bất động sản tiếp tục là 2 tổ chức phát hành lớn nhất thị trường và chiếm tới hơn 66.9% tổng giá trị phát hành. Trong đó, nhóm Ngân hàng phát hành thành công đạt hơn 6,000 tỷ đồng, với đóng góp chính từ 2 ngân hàng TPB và LPB. Nhóm ngành Bất động sản ghi nhận giá trị phát hành thành công đạt 4,917 tỷ đồng, chủ yếu đến từ Công ty Cổ phần Bất động sản Hano-Vid (2,400 tỷ đồng) và BCM (2,000 tỷ đồng).

**Doanh nghiệp bất động sản trả lãi suất trái phiếu cao nhất thị trường**

Một số ít doanh nghiệp công bố lãi suất phát hành, dao động từ 6.5% đến 13%. HDB huy động trái phiếu với lãi suất trung bình thấp nhất, chỉ 6.5% cho kỳ hạn 7 năm trong khi Công ty IDJ, thuộc ngành bất động sản phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ với lãi suất cao đạt mức 13.0% cho kỳ hạn 3 năm. Đặc biệt, Công ty chứng khoán Rồng Việt đã phát hành trái phiếu với kỳ hạn chỉ có 1 năm và mức lãi suất lên tới 9.5%.



Biểu đồ 15. Giá trị phát hành TPDN theo nhóm ngành

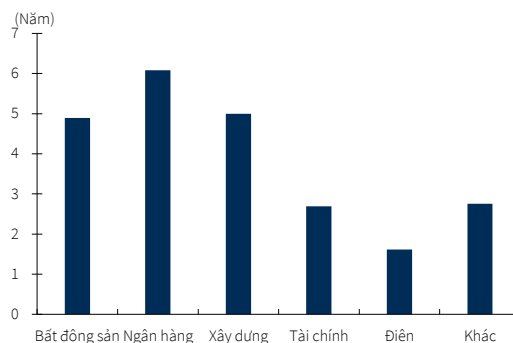


Nguồn: FiinPro, KBSV

**Hoạt động phát hành TPDN riêng lẻ trong tháng cuối năm sẽ không có nhiều biến động mạnh như Quý 2**

Như đã dự báo trước đó, các doanh nghiệp đã quay lại kênh tín dụng khi cần huy động vốn trong tháng 11, khi tăng trưởng tín dụng 11 tháng tăng mạnh lên 8.4% YTD từ mức 7.3% trong tháng 10. Với việc các doanh nghiệp cần có thời gian để làm quen và chuẩn bị nhằm đáp ứng được các điều kiện mới về phát hành TPDN và dư địa để các NHTM đẩy mạnh cho vay trong tháng 12 vẫn còn tương đối nhiều, hoạt động phát hành TPDN riêng lẻ sẽ tiếp tục trầm lắng.

Biểu đồ 16. Kỳ hạn phát hành TPDN trong tháng 11



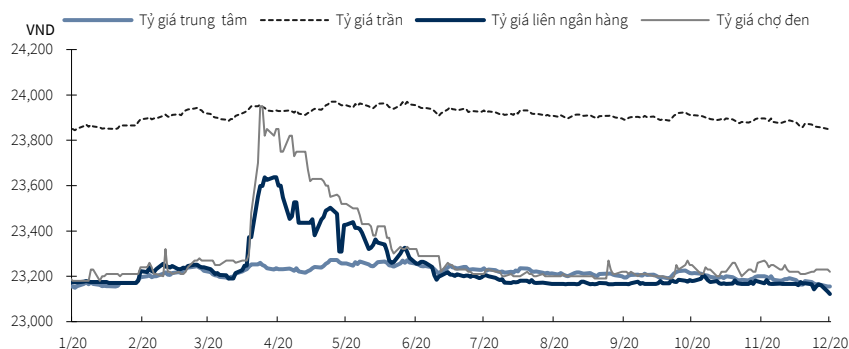
Nguồn: FiinPro, KBSV

## Thị trường ngoại hối

**Tỷ giá có xu hướng giảm ở các thị trường sau động thái hạ giá mua vào USD của NHNN**

Tỷ giá USD/VND liên ngân hàng giảm xuống còn 23,133 sau động thái hạ giá mua vào USD xuống còn 23,125 đồng (từ 23,175) tại Sở giao dịch hàng hóa của NHNN. Tỷ giá niêm yết tại các NHTM cũng có xu hướng tương đồng, giảm 50 đồng và ở mức 23,010/23,220 do nguồn cung ngoại tệ dồi dào nhờ cán cân thương mại thặng dư (ước tính 20.1 tỷ USD cho 11 tháng đầu năm). Tỷ giá trên thị trường tự do sau khi tăng vào giai đoạn đầu tháng do đồng USD tăng giá trên thị trường quốc tế cũng quay lại giảm còn 23,170/23,200.

**Biểu đồ 17. Diễn biến tỷ giá USD/VND**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Tiền Đồng nhiều khả năng sẽ tiếp tục đi ngang trong tháng 12**

Tỷ giá USD/VND được kỳ vọng sẽ tiếp tục đi ngang do nguồn cung ngoại tệ vẫn duy trì dồi dào mặc dù cầu ngoại tệ thường cao hơn trong giai đoạn cuối năm. Đáng chú ý, NHNN đã quay lại hoạt động mua ngoại tệ bổ sung dự trữ ngoại hối trong tháng 11, do vậy chúng tôi nhận định nhiều khả năng NHNN đã đàm phán và giải trình với Bộ Tài chính Mỹ trong chuyến thăm vừa qua của đoàn công tác cấp cao Bộ tài chính Mỹ và hoạt động mua ngoại tệ có thể tiếp tục được thực hiện trong tháng 12. Tuy nhiên, yếu tố cần theo dõi thêm là các động thái tiếp theo của Mỹ, bao gồm phiên điều trần theo Section 301 Đạo luật thương mại 1974 về việc Việt Nam có phá giá tiền đồng hay không dự kiến diễn ra vào ngày 29/12 và Báo cáo đánh giá thao túng tiền tệ từ Bộ Tài chính Mỹ.

## KHOẢNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM

---

**Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình**

binhnx@kbsec.com.vn

### **Phân tích Ví mô & Chiến lược Thị trường**

**Giám đốc Kinh tế Ví mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh**

anhthd@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Ví mô – Thái Thị Việt Trinh**

trinhhtt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng**

tungla@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Doanh nghiệp – Trần Thị Phương Anh**

anhhttp@kbsec.com.vn

### **Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)**

**Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu**

hieudd@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng**

tungna@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga**

ngaphb@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Nguyễn Ngọc Hiếu**

hieunn@kbsec.com.vn

### **Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)**

**Giám đốc Phân tích Khách hàng Quốc tế (Hồ Chí Minh) – Harrison Kim**

harrison.kim@kbf.com

**Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung**

dungdpp@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Thủy sản – Nguyễn Thanh Danh**

danhnt@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

### LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.