

# THANH KHOẢN TRÊN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ VÀ GIAO DỊCH MUA BÁN LẠI TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

(Kỳ 2: Đánh giá thanh khoản trên thị trường TPCP Việt Nam  
trong tương quan với giao dịch mua bán lại)

*Trần Anh Tuấn \**

**Tóm tắt:** Thanh khoản trên thị trường trái phiếu chính phủ (TPCP) và giao dịch mua bán lại TPCP có tác dụng hỗ trợ, thúc đẩy cùng phát triển. Điều này có ý nghĩa quan trọng trong các chính sách về phát triển thị trường nợ công nói chung và phát triển thị trường giao dịch mua bán lại nói riêng. Ứng dụng thước đo đã trình bày trong viết kỳ I, kết quả kiểm thử số liệu giao dịch để xác định thanh khoản và so sánh với giao dịch mua bán lại TPCP trên thị trường nợ công Việt Nam cho thấy nhận định trên là phù hợp. Mặc dù, chất lượng dữ liệu chưa thực tốt, nhưng thanh khoản và giao dịch mua bán lại TPCP về tổng thể đã giao động đồng pha. Các kỳ hạn TPCP có tính thanh khoản cao cũng là sản phẩm ưa thích trong các giao dịch mua bán lại. Tần suất, quy mô giao dịch (giao dịch mua bán thông thường – đối tượng sử dụng để xem xét thanh khoản và giao dịch mua bán lại) nhìn trong cả một chiều dài cũng có sự giao động tương đồng. Chênh lệch giá chào mua, chào bán khá cạnh tranh, bám sát với thực tế thị trường và chính sách lãi suất. Kết luận rút ra từ kết quả này là cần thiết phải phối hợp chính sách trong phát triển thị trường giao dịch mua bán thông thường (outright) và thị trường giao dịch mua bán lại TPCP (repos). Sự phối hợp này nên trải rộng trên nhiều khía cạnh từ hàng hóa (TPCP), chủ thể giao dịch, cơ chế giao dịch, cơ chế giám sát..., nhằm mang lại một kết quả tốt hơn.

**Từ khóa:** Thanh khoản, chênh lệch chào mua chào bán, tính cạnh tranh, giao dịch mua bán thông thường, giao dịch mua bán lại.

**Abstract:** Liquidity on the government bond market and the trading of repurchase contracts have a meaningful reciprocal relationship, bringing about the mutual growth. Such conclusion plays a very important role in formulating the policies on public debt market in general and the repurchase market in particular in the time to come. Upon adopting liquidity measures presented the first part, this part will brief out the outcomes from the liquidity test. Overallly they confirm the relevance in the above mentioned statement. Despite the fact, datasets are not of good statistical quality, the test results proves the hypothesis that liquidity and the trading of repurchase contracts are in gear. Liquid terms of government bonds are also much preferred in all repurchase contracts. Frequency and size of the trades (i.e outright trades of concern and repurchase trades) are in line over the study's period. Bid-ask spread is rather tight, mirroring the market

\* Trường Đại học Công Đoàn.

\*\* Trường Đại học Nội vụ Hà Nội.

fluctuations and the interest rate policies. As a result, possible recommendations can come up on the coordination in policy formulation for developing the outright market and government bond repurchase market. Such coordination should ranges from product development, trading partners, trading mechanism, surveillance system.... in order to get the fruitful results.

**Keywords:** Liquidity, bid-ask spread, tightness, outright, repurchase.

## I. Đặt vấn đề

Thanh khoản trên thị trường TPCP phản ánh trên cả bốn thước đo định lượng là vòng quay tài sản, độ sâu thị trường, khả năng đáp ứng, khả năng cạnh tranh. Thanh khoản của thị trường TPCP sẽ tác động qua lại đối với giao dịch mua bán lại.

Việc kiểm thử trên bốn thước đo này sẽ kiểm tra tính thống kê, phân phối của số liệu giao dịch TPCP thu thập trên hạ tầng giao dịch TPCP tại Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội giai đoạn 2009-2021. Việc kiểm thử sẽ tập trung vào yếu tố thanh khoản để suy luận khái quát tác động đối với giao dịch mua bán lại. Về lý thuyết, để kiểm tra tính nhân quả, yếu tố tác động vào vật phải tạo kết quả rõ ràng, có tính thống kê khi so sánh với việc không có tác động vào vật (Phạm Nam Khách – 2021). Điều này không dễ dàng khi so sánh tác động của giao dịch mua bán lại TPCP đối với thanh khoản trên thị trường TPCP do việc đo lường thanh khoản thực hiện hoàn toàn trên giao dịch mua bán thông thường. Tuy nhiên, logic để kiểm thử tác động của thanh khoản tới giao dịch mua bán lại TPCP là: TPCP phải được định giá tốt để giao dịch mua bán lại có thể được hiện thực với mức rủi ro tối thiểu, đáp ứng được lợi ích của các bên tham gia giao dịch. Như vậy,

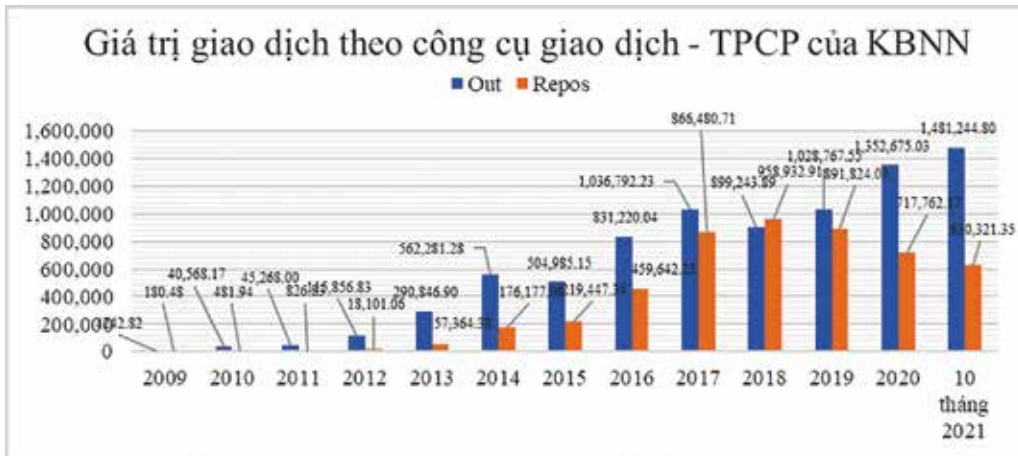
nếu giao dịch mua bán lại tăng cùng với thanh khoản thị trường, số liệu có tính phân phối thống kê chuẩn, có thể kết luận là có mối quan hệ tương tác đồng thuận.

## II. Kết quả kiểm thử

Thị trường giao dịch TPCP chuyên biệt Việt Nam trong hơn một thập kỷ hoạt động đã ghi nhận sự chuyển mình mạnh mẽ. Năm 2010, giá trị giao dịch mua bán thông thường chỉ đạt trên 40.000 tỷ đồng. Tới cuối năm 2020, giá trị giao dịch đã đạt trên dưới 1,35 triệu tỷ đồng. (Hình 1). Các hoạt động giao dịch mua bán lại cũng có sự tăng trưởng rất tốt và chỉ thực sự khởi sắc vào năm 2015, đạt quy mô khoảng 220.000 tỷ sau những thay đổi về chính sách, quy định, hạ tầng phục vụ loại hình giao dịch này được áp dụng. Năm 2018, giao dịch mua bán lại TPCP đạt xấp xỉ 985.000 tỷ đồng, sau đó có xu hướng giảm và đứng ở mức 718.000 tỷ vào cuối năm 2020 (H.1).

Nhìn vào đồ thị (hình 1), có thể thấy khi giao dịch mua bán thông thường (out) cải thiện thì giao dịch mua bán lại TPCP (Repos) cũng có khởi sắc tương tự.

Trong giai đoạn này, lợi suất giao dịch trên các kỳ hạn chuẩn như 2 năm, 5 năm, 10 năm cũng liên tục giảm. Xu hướng này cho thấy thị trường TPCP Việt Nam đã từng bước giành được sự tin cậy của các nhà đầu tư về tiềm năng



Hình 1. Giá trị giao dịch theo công cụ giao dịch - TPCP của Kho bạc Nhà nước

phát triển và các chính sách kinh tế vĩ mô phù hợp.

### 1. Vòng quay tài sản

Thanh khoản toàn thị trường TPCP duy trì ở mức trên 1 trong 8 năm qua. Mức cao nhất đạt được vào năm 2020 là 1.45 và thấp nhất là 1.05 vào năm 2018. Đây là mức thanh khoản tốt. Sự cải thiện thanh khoản những năm gần đây vẫn đáng ghi nhận: quy mô niêm yết/lưu hành TPCP tăng cao, nhưng quy mô giao dịch có tốc độ tăng trưởng cũng không thấp hơn, giúp cho tỷ lệ thanh khoản được duy trì.

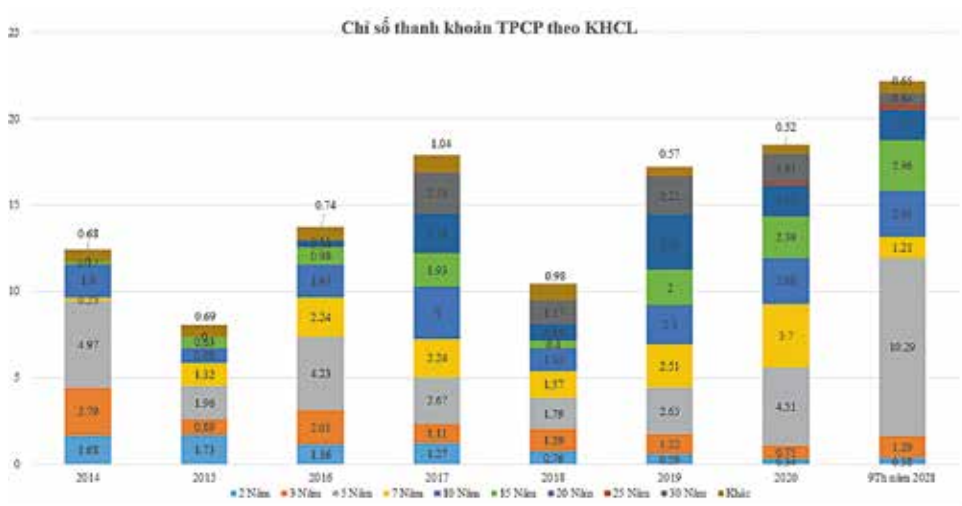
Xem xét từng kỳ hạn, dựa theo tiêu chí kỳ hạn còn lại của TPCP, mức thanh khoản có sự khác biệt đáng kể giữa các phân khúc khác nhau. Nhìn chung, trước năm 2016, các kỳ hạn có thanh khoản tốt là các kỳ hạn từ 5 năm trở xuống. Nhưng từ 2016 trở đi, các kỳ hạn dài trên 10 năm có tính thanh khoản cao hơn. Sự thay đổi này rất đáng xem xét. Nó xảy ra đồng thời khi chính sách của Việt Nam thay đổi theo hướng: Quốc hội chỉ cho phép Chính phủ phát hành vay nợ có kỳ hạn tối thiểu là 5 năm trở lên (năm 2015). Mặc dù về

sau, chính sách này có sự thay đổi cơ bản, nhưng hiện tại nó vẫn đang có ảnh hưởng, quy mô lưu hành của các kỳ hạn ngắn chủ yếu ghi nhận là do tính chất đáo hạn của TPCP, tỷ trọng do TPCP có kỳ hạn ngắn được phát hành mới, bổ sung rất thấp.

TPCP kỳ hạn chuẩn từ 5 năm trở xuống, trước năm 2018 được ưa chuộng, có tính thanh khoản tốt, luôn duy trì trên mức thanh khoản toàn thị trường, cá biệt TPCP kỳ hạn 5 năm có tính thanh khoản rất cao và được đặc biệt ưu thích sử dụng trong các giao dịch mua bán lại năm 2016.

Từ 2019 cho tới cuối năm 2020, TPCP kỳ hạn dài 10 năm và 15 năm cũng chiếm tỷ trọng sử dụng cao trong các giao dịch mua bán lại. Thanh khoản của các kỳ hạn này luôn cao hơn thanh khoản chung của thị trường gấp 4 đến 5 lần.

Tính thống kê về thanh khoản của các kỳ hạn nhìn chung khá tốt ngoại trừ kỳ hạn 25 năm. Dữ liệu các kỳ hạn 3 năm, 5 năm và 10 năm có ý nghĩa thống kê rất tốt. Mức thanh khoản kỳ hạn 5 năm tốt nhất. Tính cân bằng (skewness) tốt nhất ở kỳ hạn 2 năm (Biểu 01). Giữa các kỳ hạn ngắn (như 2 năm và 3 năm); các kỳ



Hình 2. Chỉ số thanh khoản TPCP theo KBNN

hạn trung (như 5 năm và 7 năm) và các kết tốt (Hệ số tương quan Correlation kỳ hạn dài (như 10 năm 15 năm) tính liên Coefficient đều trên 0.6).

	Mean	Median	SD	Kurtosis	Skewness	SR	Minimum	Maximum
2 năm	0.824	0.76	0.38888	-1.9767	0.00138	0.17391	0.34	1.27
3 năm	1.276	1.22	0.45998	2.26382	1.04964	0.20571	0.75	2.01
5 năm	3.166	2.67	1.15814	-2.2522	0.20143	0.51793	1.79	4.51
7 năm	2.452	2.24	0.77921	2.2909	1.09098	0.34847	1.57	3.7
10 năm	2.252	2.3	0.64928	-0.4209	-0.4784	0.29037	1.33	3
15 năm	1.54	1.93	0.82149	-1.4752	-0.6662	0.36738	0.4	2.39
20 năm	1.728	1.81	1.11692	-0.8261	0.10676	0.4995	0.34	3.21
25 năm	0.036	0	0.0805	5	2.23607	0.036	0	0.18
30 năm	1.538	1.61	0.90093	1.25547	-1.1408	0.40291	0.11	2.38

Biểu 01. Tính cân bằng của các kỳ hạn thanh khoản

**2. Chênh lệch chào mua chào bán**

Mức chênh lệch chào mua chào bán đối với các kỳ hạn chuẩn tương đối sát trong 5, 6 năm trở lại đây. Xét các kỳ hạn chuẩn từ 3 tháng đến 5 năm, giai đoạn mới bắt đầu áp dụng quy định chào giá 2013-

2014, bình quân chênh lệch trên dưới 20 điểm cơ bản, bất kể thuộc kỳ hạn ngắn hay trung bình. Nhưng giai đoạn 2015-2020, mức chênh lệch này đã giảm xuống một nửa, cho thấy sự phù hợp với xu hướng lãi suất giảm trong toàn giai đoạn (Biểu 2).

**Năm 2013-2014**

Kỳ hạn	Mean	Median	SD
3 tháng	20.7	21.3	4.5
6 tháng	20.7	21.6	4.9
1 năm	19.2	20.5	4.5
2 năm	18.5	19.5	4.4
3 năm	18.9	19.7	4.6
5 năm	20.1	20.0	5.6

**Năm 2015-2020**

Kỳ hạn	Mean	Median	SD
3 tháng	12.0	12.0	2.6
6 tháng	11.9	12.0	2.5
1 năm	12.1	12.2	2.3
2 năm	11.6	11.6	2.0
3 năm	11.6	11.4	1.9
5 năm	11.6	11.3	2.0

Biểu 2. Bảng chênh lệch chào mua chào bán TPCP

Chênh lệch lợi suất chào giá theo tuần có sự thay đổi mạnh mẽ kể từ 2015 so với hiện tại, mức chênh lệch rất cao trong giai đoạn đầu, tới trên dưới 30 điểm, nhưng giảm đáng kể trong những năm gần đây. Sự thu hẹp về khoảng chênh lệch giữa giá chào mua, chào

bán cho thấy tính cạnh tranh cao hơn trong giao dịch của những kỳ hạn này trên thị trường.

Chênh lệch chào giá của các kỳ hạn có sự tương quan chặt chẽ, hệ số tương quan thấp nhất là kỳ hạn 5 năm (Correlation Coefficient: 0.89 – Biểu 3).

	3 tháng	6 tháng	1 năm	2 năm	3 năm	5 năm
3 tháng	1					
6 tháng	0.974161	1				
1 năm	0.920597	0.944012	1			
2 năm	0.925274	0.946227	0.973105	1		
3 năm	0.910838	0.935377	0.953529	0.982902	1	
5 năm	0.898906	0.925943	0.970284	0.983647	0.975125	1

Biểu 3. Hệ số tương quan

Kết quả kiểm thử cũng cho thấy, dữ liệu phân phối ổn định, có ý nghĩa về thống kê, không có hiện tượng bất thường, khiến cho tính thống kê bị sai lệch.

### 3. Quy mô giao dịch

Giao dịch bình quân phiên ghi nhận sự cải thiện tích từ năm 2013. Khởi đầu là các giao dịch mua bán thông thường (Outright) sau đó, các giao dịch mua bán lại TPCP (Repos), cũng tham gia và có sự bùng nổ mạnh kể từ năm 2016. Tuy nhiên, nhìn toàn bộ chiều dài phát triển, có thể thấy khối lượng giao dịch mua bán Outright bình quân không ngừng cải thiện kể từ khi có tác động của chính sách mới tới hoạt động giao dịch TPCP. Từ mức bình quân chỉ xấp xỉ 60 tỷ ngày tính theo tuần trong giai đoạn đầu (2009) đã tới hơn 3000 tỷ đồng vào năm (2016) và tăng tới hơn 5000 tỷ đồng vào năm 2020. Kết quả này cho thấy thị trường TPCP có sự tăng trưởng tốt và cũng phản ánh tính thanh khoản của thị trường

không ngừng cải thiện. Tuy nhiên, tính biến động về quy mô giao dịch trên thị trường như vậy là khá lớn.

Trong cùng giai đoạn, khối lượng giao dịch Repos cũng có sự cải thiện vượt bậc, từ mức rất nhỏ (2.5 tỷ vnd/phiên) tới mức bình quân gần 3000 tỷ vào cuối năm 2020, đã cho thấy vai trò ngày càng tăng và sự hấp dẫn của loại sản phẩm này trên thị trường TPCP. Sự tăng trưởng của sản phẩm repo cũng khởi sắc từ những năm 2014. Tuy nhiên, với giao dịch mua bán lại TPCP, quy mô giao dịch bình quân có mức biến động không nhỏ trong 3 năm trở lại đây.

Sự biến động về quy mô giao dịch của các kỳ hạn chuẩn xem xét cũng khá lớn, nhất là các kỳ hạn ngắn (1 năm và 2 năm). Hệ số tương quan giữa kỳ hạn ngắn cao (Correlation Coefficient = 0.9).

Dữ liệu thống kê cho thấy kỳ hạn 10 năm có sự cải thiện về chất lượng, sự phân bổ dữ liệu có ý nghĩa thống kê.

Kỳ hạn	Năm 2016-2017			Năm 2018-2020		
	Mean	Median	SD	Mean	Median	SD
1 năm	68.3	69.5	28.1	48.3	55.4	40.8
2 năm	86.0	82.5	27.9	60.9	61.8	27.8
3 năm	81.3	75.6	22.1	71.3	66.0	23.9
5 năm	71.5	69.4	42.1	83.3	76.2	37.4

**Biểu 4. Giá trị giao dịch mua bán thông thường bình quân kỳ hạn (Đv: Tỷ đồng)**

Kỳ hạn 1 năm có sự biến động lớn về quy mô.

Xem xét dữ liệu về giao dịch mua bán lại TPCP trong cùng kỳ, loại hình giao dịch này cũng có sự tăng trưởng tốt. Tuy nhiên, trong giai đoạn xem xét, ngoại trừ năm 2016, mức bình quân ghi nhận thấp hơn so với các năm còn lại - giao dịch mua bán lại bình quân nhìn chung vẫn ghi nhận giá trị giao dịch lớn nhưng có xu hướng giảm dần.

Xét các cặp kỳ hạn phổ biến trong giao dịch mua bán lại TPCP, biến động quy mô giao dịch khá lớn ở hầu hết các

kỳ hạn. Tuy nhiên, mức biến động này mạnh hơn ở kỳ hạn 3 tuần và 1 tháng trong năm 2020.

Giá trị giao dịch bình quân trong hai giai đoạn 2016-2017 và 2018-2020 so với giao dịch mua bán thông thường trong cùng giai đoạn, không có sự thay đổi lớn. Kỳ hạn 1 tháng có sự thay đổi quy mô giao dịch bình quân lớn nhất (Biểu 5).

Dữ liệu thống kê cho thấy kỳ hạn 3 tháng có mức độ phân bố dữ liệu không ổn định, mức chênh lệch giao dịch lớn. Tính tương quan giữa các kỳ hạn thấp.

Kỳ hạn	Năm 2016-2017			Năm 2018-2020		
	Mean	Median	SD	Mean	Median	SD
1 tuần	169.7	176.6	68.8	168.2	166.0	61.3
3 tuần	114.5	109.4	58.5	117.9	109.0	62.7
1 tháng	121.6	121.5	32.6	137.7	137.3	46.2
3 tháng	50.3	46.8	31.2	48.5	27.8	55.9

**Biểu 5. Giá trị giao dịch mua bán lại bình quân các kỳ hạn chủ yếu (Đv: Tỷ đồng)**

**4. Tần suất giao dịch**

Số giao dịch mua bán TPCP thông thường và số giao dịch mua bán lại TPCP không ngừng tăng kể từ khi thị trường giao dịch TPCP chuyên biệt vận hành, trong đó, các giao dịch mua bán thông thường không ngừng tăng, nhưng giao dịch mua bán lại TPCP có xu hướng giảm sau khi đạt đỉnh vào năm 2018.

Giao dịch mua bán TPCP thông thường ở những kỳ hạn chuẩn có diễn biến trái chiều, các kỳ hạn 5 năm và 10 năm có xu hướng tăng, trong khi các kỳ hạn 1 năm và 2 năm có xu hướng giảm.

Chênh lệch lớn về tần suất giao dịch diễn ra ở kỳ hạn 10 năm. Với mức bình quân giai đoạn 2019-2020 là 18.6 giao dịch ngày, trong khi ở giai đoạn trước chỉ

là 1.8 giao dịch ngày. Giao dịch kỳ hạn 5 năm cũng có ghi nhận sự cải thiện, tăng nhẹ từ mức 5.8 giao dịch lên mức 7.1 giao dịch. (Biểu 6).

Kỳ hạn	Năm 2016-2017			Năm 2019-2020		
	Mean	Median	SD	Mean	Median	SD
1 năm	3.2	3	2.4	2	1.5	2.1
2 Năm	5.4	5	3.1	2.4	1.6	2.5
5 Năm	5.8	4.2	4.7	7.1	5.8	4.7
10 Năm	1.8	1	2.0	16.4	27.8	10.9

**Biểu 6. Tần suất giao dịch mua bán thông thường TPCP bình quân ngày (Đv: Số giao dịch)**

Giao dịch mua bán lại TPCP khi so sánh giữa hai giai đoạn cũng có diễn biến về tần suất giao dịch trái ngược nhau. Các kỳ hạn 2 tuần, 3 tuần có tần suất giao dịch tăng trong khi tần suất giao dịch ghi nhận xu hướng giảm đối với các kỳ hạn 1 tháng, 3 tháng.

Biểu 7 cũng thể hiện kết quả tương tự. Tần suất giao dịch kỳ hạn 2 tuần, 3 tuần có tăng nhẹ trong giai đoạn 2018-2020 so với giai đoạn trước. Kỳ hạn 1 tháng và 3 tháng đều có sự suy giảm trong giai đoạn này (Biểu 7).

Kỳ hạn	Năm 2016-2018			Năm 2019-2020		
	Mean	Median	SD	Mean	Median	SD
2 tuần	3,7	2,75	3,1	5,2	4,0	2,9
3 tuần	2,1	1,6	1,8	2,4	2	1,9
1 tháng	6,7	6,6	3,9	2,8	4,2	3,2
3 tháng	1,8	1,4	1,7	0,4	0	0,7

**Biểu 7. Tần suất giao dịch mua bán lại bình quân ngày (Đv: Số giao dịch)**

Dữ liệu có sự phân bố không ổn định, mức chênh lệch lớn giai đoạn 2016-2018 nhưng đã có sự cải thiện tốt hơn giai đoạn 2018-2020 ngoại trừ kỳ hạn 3 tháng.

**III. Hạn chế và một số nhận định**

Kết quả thử nghiệm thanh khoản TPCP trên thị trường TPCP chuyên biệt qua các thước đo cho thấy có sự cải thiện đáng kể về thanh khoản. Thước đo đã cho thấy có những thay đổi về thanh khoản khá tương thích với tình hình giao dịch thực tế qua từng năm.

Thử nghiệm trên bộ dữ liệu giao dịch

tuy lớn nhưng phân bố thống kê chưa tốt. Nó phản ánh chất lượng của bộ dữ liệu này. TPCP là sản phẩm tài chính phi rủi ro, là công cụ phòng ngừa trên thị trường của các định chế tài chính. Thường thì sự ổn định của các công cụ này xét trên các khía cạnh như quy mô, tần suất, lãi suất khá ổn định, ít tạo ra đột biến bất thường ở các thị trường đã phát triển, trừ phi có ảnh hưởng của những khó khăn bất thường hay khủng hoảng kinh tế. Tại Việt Nam, kết quả thử nghiệm cho thấy tính biến động của thị trường lớn.

Nó khiến cho việc lý giải các kết quả chưa thực sự thuyết phục. Mặc dù, về lý thuyết, thanh khoản cao thì thường đi kèm với biến động lớn. Thực tế kiểm thử ở Việt Nam, kết quả có sự lệch pha, nhưng chênh lệch không lớn, cho nên có thể ghi nhận ý nghĩa giá trị của kết quả này. Nó phản ánh năng lực và diễn biến chung ở thị trường TPCP Việt Nam – một thị trường còn đang phát triển. Tính minh bạch, tính chính xác về bản chất của giao dịch chưa tốt (ví dụ như nó phù hợp với nhận định rất nhiều giao dịch mua bán thông thường là giao dịch mua bán lại TPCP ẩn danh do các ngân hàng thương mại thực hiện để né các hạn chế về hạn mức tín dụng).

Giao dịch mua bán lại TPCP có diễn biến tương đối đồng thuận với giao dịch mua bán thông thường và với thanh khoản của thị trường TPCP. Tuy nhiên, tác động nhân quả trong giả thiết ban đầu phải chứng minh mang tính tương đối, chưa chặt chẽ. Luận điểm kiểm thử có kết luận mang tính khái quát: thanh khoản có tương tác với những cải thiện về hoạt động giao dịch mua bán lại TPCP. Tuy nhiên, nhận định không phải từ kết quả của thước đo trực tiếp đối với giao dịch mua bán lại, cho nên kết luận đối với nhận định về tác động của thanh khoản với giao dịch mua bán lại còn mang tính chủ quan.

Tuy nhiên, xem xét trực tiếp tài sản bảo đảm trong giao dịch mua bán lại TPCP cũng không giúp giải quyết vấn đề trong giai đoạn hiện tại. Yếu tố giá chưa chính xác của tài sản bảo đảm trong giao dịch mua bán lại sẽ gây ảnh hưởng nếu

sử dụng để tính toán thước đo như thước đo về vòng quay của tài sản hay xem xét xu thế lãi suất giao dịch của tài sản. Lý do: mọi tài sản bảo đảm đều bị khấu trừ giá trị để phòng ngừa rủi ro biến động giá! Tuy nhiên, việc khấu trừ giá trị này của tài sản bảo đảm lại ẩn giữa các chủ thể giao dịch nên khiến cho giá của tài sản bảo đảm nếu thu thập sẽ sai. Ngoài ra, tỷ lệ phòng vệ rủi ro trong giao dịch mua bán lại TPCP là tỷ lệ tĩnh nên khi thị trường biến động, giá của tài sản bảo đảm sẽ bị sai lệch nếu không điều chỉnh.

Giao dịch mua bán lại TPCP trên thị trường TPCP Việt Nam mở rộng với mọi chủ thể tham gia. Quy định này, một mặt cho phép đa dạng hóa cơ sở nhà đầu tư, giúp giao dịch trở lên thanh khoản hơn. Tuy nhiên, nó cũng khiến cho sự bất biến của thị trường gia tăng. Việc không phân loại được giao dịch phục vụ những mục đích nào, của loại đối tượng nào sẽ làm cho thị trường bị biến động mạnh. Điều này phần nào đã phản ánh chính xác khi so sánh tính thanh khoản của TPCP tác động đối với tài sản bảo đảm sử dụng trong giao dịch mua bán lại. Tác động nhân quả: thanh khoản của tài sản bảo đảm cao thì loại tài sản đảm đó sẽ sử dụng nhiều trong giao dịch mua bán lại. Tuy nhiên, điều này đúng với giao dịch kỳ hạn dài nhưng lại chưa thuyết phục về mặt thống kê với kỳ hạn ngắn (kỳ hạn 2 năm).

Mặc dù còn những hạn chế như trên, nhưng có thể nói thanh khoản trên thị trường TPCP sẽ mang lại tác động tích cực đối với việc phát triển giao dịch mua bán lại TPCP.

#### IV. Kết luận

Việc kiểm thử thanh khoản trên thị trường TPCP đã cho kết quả, nhận định chung về tổng quan thanh khoản trên thị trường TPCP. Các thước đo thanh khoản đã sử dụng, phản ánh những khía cạnh khác nhau của thanh khoản, nhưng kết quả mang lại không mâu thuẫn và loại trừ. Điều này gợi mở một cách xem xét sâu hơn về thanh khoản trong các nghiên cứu chuyên biệt. Khi đó, những hạn chế về mặt dữ liệu, có thể giải quyết khi xem xét và xử lý riêng, qua các mô hình toán đặc thù.

Đối với giao dịch mua bán lại TPCP,

sự cải thiện của hoạt động giao dịch này cùng với thanh khoản chung trên thị trường TPCP là cơ sở để khẳng định cần tiếp tục đầu tư, thúc đẩy sự phát triển của thị trường giao dịch này. Giao dịch mua bán lại TPCP đã có tăng trưởng vượt qua quy mô của giao dịch mua bán thông thường nhưng sau đó đã chững lại. (Hình 1). Điều này là dấu hiệu cho thấy cần có sự xem xét thấu đáo tình hình của loại hình giao dịch mua bán lại TPCP. Trên thế giới, quy mô của thị trường giao dịch mua bán lại TPCP gấp nhiều lần giao dịch mua bán thông thường./.

#### Tài liệu tham khảo

1. ASEAN (2012). “ASEAN + 3 Bond Market Guide”.
2. Ross Kendall and Jonathan Lee, (2017) “The Chinese Interbank Repo Market”.
3. Golaka C Nath (2013). “Repo Market – A tool to manage liquidity in financial institutions”.
4. Julie Guo and Zhan Zhang (2020). “Secondary Market Liquidity in Bonds and Asset backed Securities”.
5. Marco Macchiavelli, Xing (Alex) Zhou (2019). “Finding liquidity and Market liquidity: the Broker – Dealer perspective”.
6. Phạm Khánh Nam (2021). “Cuộc cách mạng trong kinh tế học thực nghiệm”. <https://tiasang.com.vn/-dien-dan/Cuoc-cach-mang-trong-kinh-te-hoc-thuc-nghiem--28577>
7. Chaoquiong Shi, Shuman Zhang (2010). “Measuring Bond Market Liquidity: An empirical study of the Chinese Interbank Bond market”.