

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**

-----๑๑๑❖๑๑๑-----

**HÀ QUỲNH HOA**

**CẦU VỀ TIỀN VÀ HỆ QUẢ  
ĐỐI VỚI CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ Ở VIỆT NAM**

Chuyên ngành: Kinh tế học

Mã số: 62.31.03.01

**TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

**HÀ NỘI – 2008**

Công trình được hoàn thành tại:

## **TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**

Người hướng dẫn khoa học:

**1. PGS.TS TRẦN THỌ ĐẠT**

**2. TS. PHẠM THỊ THU**

**Phản biện 1:** GS. TS Cao Cự Bội  
Trường ĐH Kinh tế Quốc dân

**Phản biện 2:** PGS. TS Lê Hoàng Nga  
Học viện Ngân hàng

**Phản biện 3:** PGS. TS Trần Đình Thiên  
Viện Kinh tế Việt Nam

Luận án được bảo vệ trước Hội đồng chấm luận án cấp nhà nước họp tại **Trường Đại học Kinh tế Quốc dân** vào hồi...15...giờ...00...ngày...25...tháng...7....năm 2008

Có thể tìm hiểu Luận án tại:

- **Thư viện Quốc gia**
- **Thư viện trường Đại học Kinh tế Quốc dân**

## PHẦN MỞ ĐẦU

### 1. Sự cần thiết của đề tài:

Cầu tiền đóng một vai trò quan trọng trong phân tích các chính sách kinh tế vĩ mô, đặc biệt trong việc lựa chọn hành động của chính sách tiền tệ (CSTT). Cầu tiền ổn định sẽ giúp cho các nhà hoạch định CSTT có thể dự báo được nhu cầu tiền của nền kinh tế và đưa ra những quyết định liên quan đến cung ứng tiền đáp ứng được nhu cầu tiền nhưng không gây ra những bất ổn cho thị trường tiền tệ nói riêng và nền kinh tế nói chung. Đó chính là điều kiện tiên quyết cho một CSTT hiệu quả.

Chính vì sự quan trọng của cầu tiền trong việc hoạch định và thực thi CSTT mà trong vài thập kỷ qua, các nghiên cứu về mặt lý thuyết cũng như thực nghiệm về cầu tiền đã được thực hiện khá nhiều trên thế giới. Tuy nhiên, phần lớn các nghiên cứu được thực hiện ở các nước phát triển, đặc biệt là ở Anh, Mỹ và rất ít nghiên cứu được thực hiện ở các nước đang phát triển. Những năm gần đây trước tác động của chế độ tỉ giá thả nổi, xu hướng toàn cầu hóa thị trường vốn, tự do hóa khu vực tài chính, cải cách các thị trường nội địa ở các nước đang phát triển ngày càng tăng, thì việc nghiên cứu cầu tiền ngày càng được các Ngân hàng Trung ương, các nhà hoạch định chính sách, các nhà nghiên cứu quan tâm nhiều hơn và thực sự đã trở thành vấn đề thời sự quốc gia.

Trên thế giới, cầu tiền được nghiên cứu định lượng từ trước những năm 1970. Trước những năm 1980, các nghiên cứu thực nghiệm về cầu tiền đều sử dụng mô hình hiệu chỉnh từng phần (PAM). Mô hình được sử dụng phổ biến trong ước lượng cầu tiền vào những năm 1980 là mô hình hàng tồn kho (BSM- *Buffer stock model*), những năm 1990 là mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM- *Error corection model*). Trong các mô hình đó thì mô hình ECM có ưu điểm hơn cả trong ước lượng cầu tiền vì mô hình này phù hợp với đặc điểm của cơ sở dữ liệu theo dãy thời gian, thể hiện được bản chất lý thuyết trong hàm cầu dài hạn và những biến động ngắn hạn qua các số liệu thực tế. Chính vì những ưu điểm đó mà mô hình ECM được sử dụng nhiều trong việc ước lượng cầu tiền trên thế giới vào những năm 1990.

Từ cuối những năm 1990 đến nay thì các nghiên cứu thực nghiệm về cầu tiền cho thấy rằng việc áp dụng mô hình tuyến tính trong ước lượng cầu tiền không còn phù hợp ở một số nước khi có sự phát triển mạnh mẽ của hệ thống tài chính, sự thay đổi cơ cấu thành tố cầu tiền, khủng hoảng dầu mỏ, thay đổi thể chế chính sách, biến động chu kỳ kinh tế và thậm chí là cả những định hướng phát triển kinh tế cụ thể mà các can thiệp chính sách phải được thực hiện nhanh và mạnh về lãi suất, cung tiền và khối lượng tín dụng. Những thay đổi đó gây ra ảnh hưởng đột ngột tới hàm cầu tiền và các dãy số thời gian xuất hiện quan hệ phi tuyến. Đó là cơ sở thực tiễn cho một số nghiên cứu thực nghiệm hàm cầu tiền phi tuyến hiện nay trên thế giới. Chẳng hạn như nghiên cứu cầu tiền ở Đài Loan (1962- 1996) của Huang, Lin và Cheng năm 2001 cho thấy khi chính phủ có sự điều tiết và kiểm soát chặt biến động của lãi suất tiền gửi và chỉ số giá tiêu dùng thì sự can thiệp quá mức của chính phủ để đạt được mục tiêu đề ra làm cho quan hệ giữa các biến giải thích cầu tiền là quan hệ phi tuyến. Nghiên cứu cầu tiền của Trung Quốc giai đoạn 1987- 2004 do Darran Austin và Bert Ward thực hiện năm 2006 cho thấy nền kinh tế trong quá trình cải cách hệ thống tài chính và lạm phát có biến động chu kỳ thì các nhân tố ảnh hưởng tới cầu tiền không theo quan hệ tuyến tính.

Ở Việt Nam, cho đến thời điểm này, số lượng các nghiên cứu định lượng về cầu tiền được thực hiện là rất ít. Phương pháp ước lượng mới chỉ dừng lại ở việc ước lượng mô hình cầu tiền tuyến tính. Chẳng hạn như, nghiên cứu của Phạm Quốc Thắng (năm 1996) xây dựng hàm cầu tiền theo mô hình hiệu chỉnh từng phần (PAM) cho thời kỳ 1985-1995, số liệu nghiên cứu lấy theo năm. Với số lượng chỉ 10 quan sát, kết quả ước lượng do đó ít ý nghĩa trong phân tích và dự báo. Nghiên cứu của Hà Quỳnh Hoa (năm 2000) phân tích cầu tiền sử dụng mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM) cho giai đoạn từ quý 4 năm 1990 đến quý 4 năm 1998, các biến số trong mô hình được lấy theo quý nên số quan sát đủ lớn để kết quả ước lượng có ý nghĩa thống kê và có thể sử dụng để dự báo được. Tuy nhiên, ước lượng sử dụng phương trình đồng tích hợp đơn cho ba dãy số thời gian nên có thể bỏ sót véc tơ đồng tích hợp khác. Nghiên cứu của Đặng Chí Trung (năm 2004) xét cầu tiền theo tháng (1991:T1- 2002: T12) theo mô hình PAM và đưa

thêm biến giải thích mới so với mô hình của Hà Quỳnh Hoa, đó là ảnh hưởng của tỷ giá hối đoái thực tế đến nhu cầu nắm giữ tiền. Qua đó có thể thấy các nghiên cứu cầu tiền ở nước ta là còn ít và ứng dụng các kết quả đó vào việc hoạch định CSTT là rất hạn chế. Các nghiên cứu cũng chỉ dừng lại ở việc đưa ra các hệ số ảnh hưởng của các nhân tố ảnh hưởng tới cầu tiền mà chưa nêu ra được mối liên hệ với CSTT của Ngân hàng trung ương (NHTW) nhằm giúp cho NHTW kiểm soát cầu tiền và điều hành CSTT đạt hiệu quả.

Vậy, nguyên nhân của vấn đề đó là do đâu? Muốn trả lời được câu hỏi đó chúng ta cần phải xem xét sâu hơn những vấn đề có liên quan đến thực trạng phát triển của thị trường tài chính, môi trường kinh tế vĩ mô, ... để từ đó lựa chọn được các biến số phù hợp nhất về lý thuyết và thực tiễn. Qua đó, có thể ước lượng một hàm cầu tiền phù hợp hơn, có khả năng giải thích tốt hơn và từ đó đưa ra được những hệ quả đối với CSTT cho Việt Nam.

Đó chính là gợi ý cho việc lựa chọn đề tài nghiên cứu là: "***Cầu về tiền và hệ quả đối với chính sách tiền tệ ở Việt Nam***".

## **2. Mục đích nghiên cứu:**

Mục đích của luận án bao gồm: (i) Tổng hợp các lý thuyết về cầu tiền và thực tiễn nghiên cứu cầu tiền trên thế giới, từ đó rút ra bài học cho nghiên cứu cầu tiền ở Việt Nam; (ii) Phân tích thực trạng thực thi CSTT của Ngân hàng Nhà nước để thấy được những hạn chế trong việc điều hành cũng như các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả của CSTT và cầu tiền ở Việt Nam; (iii) Ước lượng lại hàm cầu tiền M1 cho Việt Nam với các biến giải thích tốt hơn và sử dụng phương pháp ước lượng ưu việt hơn các phương pháp đã sử dụng trong ước lượng cầu tiền ở Việt Nam; (iv) Ước lượng hàm cầu tiền M2; (v) Đưa ra các khuyến nghị trong việc hoạch định CSTT ở Việt Nam trên cơ sở nghiên cứu cầu tiền.

## **3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu**

Đối tượng nghiên cứu hướng tới cách thức hoạch định và thực thi CSTT, các nhân tố ảnh hưởng tới nhu cầu nắm giữ tiền và hệ quả đối với CSTT.

Phạm vi nghiên cứu của luận án là: (i) CSTT từ năm 1990 đến nay; (ii) Ước lượng hàm cầu tiền M1 cho giai đoạn 1994- 2006; (iii) Ước lượng hàm cầu tiền M2 cho giai đoạn 2000- 2006 nhằm xác định các nhân tố ảnh hưởng tới nhu cầu

nắm giữ tiền của người dân Việt Nam và dự báo cầu tiền. Qua đó đưa ra khuyến nghị liên quan tới việc hoạch định CSTT của Ngân hàng Nhà nước.

#### **4. Phương pháp nghiên cứu**

Để phù hợp với nội dung, yêu cầu và mục đích nghiên cứu mà luận án đã đề ra luận án sử dụng một số phương pháp nghiên cứu khoa học, bao gồm: Phương pháp thống kê, Phương pháp so sánh đối chứng, Phương pháp mô hình hóa, Phương pháp phân tích kinh tế lượng.

#### **5. Ý nghĩa khoa học của luận án**

Luận án với đề tài '*Cầu về tiền và hệ quả đối với chính sách tiền tệ ở Việt Nam*' khi đạt được những mục tiêu nghiên cứu đặt ra sẽ có một số đóng góp không chỉ cho những người nghiên cứu sau này về cầu tiền mà còn đưa ra được những khuyến nghị cho việc điều hành CSTT, cụ thể:

- Luận án hệ thống hóa được các lý thuyết cầu tiền từ trường phái kinh tế học cổ điển đến nay cùng với thực trạng nghiên cứu cầu tiền ở các nước. Qua đó rút ra những vấn đề nảy sinh khi nghiên cứu thực nghiệm cầu tiền, tạo cơ sở cho các nghiên cứu mở rộng hơn sau này về cầu tiền.

- Hoàn thiện phương pháp phân tích định lượng các nhân tố ảnh hưởng tới nhu cầu nắm giữ tiền của Việt Nam.

- Phân tích thực trạng về việc hoạch định thực thi CSTT ở Việt Nam từ năm 1990 đến nay.

- Ứng dụng kết quả phân tích cầu tiền cho việc hoạch định CSTT ở Việt Nam.

#### **6. Bố cục của luận án**

Ngoài lời mở đầu, kết luận và danh mục các tài liệu tham khảo, luận án được chia thành 4 chương:

Chương 1: Tổng quan về nghiên cứu cầu tiền và hệ quả đối với CSTT

Chương 2: Thực trạng về CSTT, các nhân tố ảnh hưởng tới CSTT ở Việt Nam

Chương 3: Nghiên cứu cầu tiền và ước lượng hàm cầu tiền ở Việt Nam

Chương 4: Ứng dụng kết quả nghiên cứu cầu tiền trong hoạch định CSTT ở Việt Nam

## Chương 1

# TỔNG QUAN VỀ NGHIÊN CỨU CẦU TIỀN VÀ HỆ QUẢ ĐỐI VỚI CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

### 1.1. TỔNG QUAN VỀ LÝ THUYẾT CẦU TIỀN

Các lý thuyết cầu tiền đều được xây dựng dựa trên việc xem xét vai trò và chức năng của tiền. Thông thường khi nói đến các chức năng của tiền người ta thường đề cập tới 3 chức năng: tiền là phương tiện trao đổi, tiền là phương tiện cất trữ giá trị, tiền là phương tiện hạch toán. Trong ba chức năng đó thì chức năng thứ 3 của tiền cũng giống như chức năng mà rất nhiều các phương tiện khác có thể sử dụng để ghi chép, để tính toán. Do đó, để thực hiện công việc hạch toán thì không nhất thiết phải sử dụng phương tiện là tiền. Chính vì lý do đó mà các lý thuyết cầu tiền hầu như chỉ xem xét chức năng phương tiện trao đổi và phương tiện cất trữ giá trị.

#### 1.1.1. Lý thuyết cầu tiền của trường phái Kinh tế học cổ điển

Các lý thuyết cầu tiền của trường phái cổ điển đều nhằm vào việc giải thích cầu tiền với chức năng tiền là phương tiện trao đổi. Nhà kinh tế học cổ điển đầu tiên đưa ra lý thuyết về cầu tiền là Leon Walras và tiếp đó là Mill năm 1848, Wicksell năm 1906, Fisher năm 1911,... Với những yếu tố khác không đổi, cầu tiền danh nghĩa của mỗi cá nhân ( $M_d$ ) cũng như cầu tiền của cả nền kinh tế sẽ có quan hệ tỷ lệ  $k$  với thu nhập danh nghĩa ( $P.y$ ). Nghĩa là  $M_d = kPy$ .

#### 1.1.2. Lý thuyết của trường phái Keynes

Theo Keynes mọi người nắm giữ tiền với 3 động cơ: giao dịch, dự phòng, và đầu cơ. Hàm cầu tiền theo Keynes được viết như sau:  $m^d = f(y, i)$ , cầu tiền thực tế  $m^d$  là hàm của thu nhập thực tế ( $y$ ) và lãi suất ( $i$ ).

#### 1.1.3. Các lý thuyết cầu tiền sau Keynes

Sau Keynes, nhiều mô hình cầu tiền cũng được các nhà kinh tế học xây dựng. Chẳng hạn như các mô hình cầu tiền theo cách tiếp cận lý thuyết tồn kho, mô hình cầu tiền dự phòng và các mô hình cầu tiền tài sản hoặc đầu cơ khác.

#### *Mô hình cầu tiền theo cách tiếp cận lý thuyết tồn kho*

Baumol (1952) và Tobin (1956) xây dựng lý thuyết cầu về tiền dựa cách tiếp cận lý thuyết tồn kho. Theo lý thuyết này, nếu chúng ta chỉ nắm giữ các tài

sản thay thế tiền thì để thực hiện các giao dịch, chúng ta cần phải bán tài sản đi và giả sử chi phí giao dịch khi bán tài sản là  $a^0$  cố định cho mỗi lần giao dịch, khi đó mô hình cầu tiền tồn kho có công thức:  $m^* = \sqrt{\frac{a^0 y}{2i}}$  (khối lượng cầu tiền thực tế nắm giữ tối ưu ( $m^*$ ) có quan hệ thuận với chi phí giao dịch ( $a^0$ ) và thu nhập thực tế ( $y$ ), và có quan hệ nghịch với lãi suất ( $i$ )).

### **Cách tiếp cận cầu tiền tài sản sau Keynes**

Rất nhiều nhà kinh tế học sau Keynes xây dựng lý thuyết cầu tiền dựa trên cơ sở coi tiền là một loại tài sản, thông qua việc nhấn mạnh chức năng cất trữ giá trị của tiền. Trường phái kinh tế học nổi tiếng nghiên cứu cầu tiền theo mô hình cơ cấu đầu tư là ‘trường phái Yale’.

### **Cách tiếp cận lý thuyết cầu tiền của người tiêu dùng**

Tiền còn được phân tích dưới một cách tiếp cận khác đó là cách tiếp cận lý thuyết cầu tiền của người tiêu dùng. Trường phái kinh tế học nổi tiếng phân tích cầu tiền theo cách tiếp cận này là ‘trường phái Chicago’. Trường phái này xây dựng lý thuyết cầu tiền dựa trên cơ sở lý thuyết cầu thông thường về hàng lâu bền.

Tóm lại, về mặt lý thuyết các mô hình cầu tiền tựu chung lại chia thành 3 nhóm mô hình lý thuyết là lý thuyết cầu tiền giao dịch, cầu tiền tài sản, và cầu tiền của người tiêu dùng. Và chúng ta cũng có thể thấy rằng mặc dù các mô hình phân tích cầu tiền được xây dựng theo những hướng khác nhau nhưng các kết quả thì hầu như là giống nhau, khối lượng cầu tiền thực tế có quan hệ ngược với các biến phản ánh chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền và có quan hệ thuận với biến quy mô.

## **1.2. TỔNG QUAN VỀ NGHIÊN CỨU CẦU TIỀN Ở MỘT SỐ NƯỚC TRÊN THẾ GIỚI**

### **1.2.1. Cơ sở lý thuyết của các ước lượng cầu tiền**

Các mô hình lý thuyết cầu tiền có quan hệ hàm số cơ bản trong dài hạn được viết dưới dạng tổng quát  $\frac{M}{P} = f(S, OC)$ . Trong đó  $M$  là tổng khối lượng tiền danh nghĩa được chọn lựa,  $P$  là mức giá chung,  $M/P$  là cầu tiền thực tế.  $M/P$  là một hàm của biến quy mô được lựa chọn ( $S$ ) và chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền ( $OC$ ).

## **1.2.2. Các vấn đề nảy sinh khi lựa chọn biến số và phương pháp ước lượng**

### **1.2.2.1. Lựa chọn biến**

Việc lựa chọn các khối lượng tiền trong ước lượng cầu tiền thực tiễn tùy thuộc vào việc xem xét tiền theo lý thuyết giao dịch hay là tài sản. Các ước lượng cầu tiền theo lý thuyết cầu tiền giao dịch thường sử dụng khối lượng tiền hẹp, còn các ước lượng theo lý thuyết cầu tài sản thì sử dụng khối lượng tiền rộng hơn.

Biến quy mô thường được sử dụng trong ước lượng cầu tiền là một thước đo các giao dịch liên quan tới hoạt động kinh tế. Đối với các ước lượng dựa theo mô hình cầu tiền giao dịch thì biến quy mô thường được sử dụng là thu nhập hiện tại còn đối với các mô hình cầu tiền tài sản thì biến quy mô là tài sản. Các biến đại diện cho thu nhập trong các ước lượng thực nghiệm thường là GNP, NNP, GDP, GNI, GNE, IO...

Việc lựa chọn biến số nào làm đại diện cho biến chi phí cơ hội trong hàm cầu tiền tùy thuộc vào khối lượng tiền được lựa chọn trong ước lượng. Nếu khối lượng tiền được chọn là M1 thì biến phản ánh chi phí cơ hội có thể là lãi suất tiền gửi tiết kiệm, lãi suất trái phiếu chính phủ,... Còn trong trường hợp khối lượng tiền sử dụng là khối lượng tiền rộng thì có rất nhiều các biến có thể lựa chọn để phản ánh thu nhập của các tài sản không phải là tiền như cổ tức, lãi suất trái phiếu chính phủ hoặc trái phiếu dài hạn công ty.

Thực tiễn nghiên cứu cầu tiền cho thấy đối với những nước có khu vực tài chính kém phát triển, đặc biệt là ở những nước đang phát triển và những nền kinh tế có tỷ lệ lạm phát cao thì tỷ lệ lạm phát kỳ vọng được coi là biến phản ánh chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền phù hợp hơn bất kỳ tỷ lệ lãi suất nào được lựa chọn. Đối với những nước có hiện tượng đô la hóa thì sự thay đổi kỳ vọng của tỷ giá hối đoái cũng là một biến đáng quan tâm.

### **1.2.2.2. Về phương pháp ước lượng**

#### **a. Phương pháp ước lượng cầu tiền tuyến tính**

Các nghiên cứu thực nghiệm về cầu tiền cho thấy chúng ta có thể sử dụng 3 mô hình khi ước lượng hàm cầu tiền tuyến tính: Mô hình hiệu chỉnh từng phần (PAM- *Partial adjustment model*), mô hình hàng tồn kho (BSM- *Buffer stock model*), mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM- *Error correction model*). Trong các mô

hình ước lượng cầu tiền tuyến tính thì mô hình ECM có ưu điểm hơn cả và từ đầu những năm 1990 cho đến nay, ECM là mô hình được sử dụng nhiều nhất trong nghiên cứu cầu tiền trên thế giới.

### **b. Phương pháp ước lượng cầu tiền phi tuyến**

Gần đây với sự phát triển mạnh mẽ của hệ thống tài chính, sự thay đổi cơ cấu thành tố cầu tiền, khủng hoảng dầu mỏ, sự thay đổi thể chế chính sách, sự biến động chu kỳ kinh tế và thậm chí là cả những định hướng phát triển kinh tế cụ thể mà các can thiệp chính sách phải được thực hiện nhanh và mạnh về lãi suất, cung tiền và khối lượng tín dụng gây ra ảnh hưởng đột ngột tới hàm cầu tiền và do đó các dãy số thời gian xuất hiện quan hệ phi tuyến. Khi đó hàm cầu tiền phải được ước lượng theo hàm phi tuyến. Hiện nay các mô hình cầu tiền phi tuyến sử dụng phương pháp của Terasvirta (1994).

Thực tiễn nghiên cứu cầu tiền cho thấy mô hình mới nhất trong xu hướng nghiên cứu cầu tiền trên thế giới chưa chắc đã là mô hình tốt nhất được lựa chọn để giải thích nhu cầu nắm giữ tiền cho tất cả các nước. Việc lựa chọn mô hình nào, biến số nào cho giải thích cầu tiền còn là một vấn đề mang tính thực tiễn của mỗi quốc gia.

## **1.3. HỆ QUẢ CỦA NGHIÊN CỨU CẦU TIỀN ĐỐI VỚI CSTT**

### **1.3.1. Lý luận chung về CSTT**

CSTT là một bộ phận của chính sách tiền tệ tài chính quốc gia, thuộc tầm kinh tế vĩ mô do NHTW vạch ra và chính NHTW đưa vào vận hành trong thực tế nhằm ổn định tiền tệ và nâng cao sức mua của đồng tiền. CSTT là một trong những vấn đề hấp dẫn nhất và gây nhiều tranh cãi nhất trong kinh tế vĩ mô vì tính chất đa dạng của nó. Tuy điều hành CSTT rất khác nhau giữa các thời kỳ, các giai đoạn phát triển kinh tế, khác nhau giữa các nước song quy trình hoạt động của CSTT của NHTW các nước đều theo một quy trình chung, có thể tóm tắt như sau: Công cụ CSTT → Mục tiêu hoạt động → Mục tiêu trung gian → Mục tiêu cuối cùng.

Một khuôn khổ CSTT của bất kỳ NHTW nào đều phải có đầy đủ các yếu tố và chiến lược hoạt động. Để các yếu tố này phát huy hiệu quả sử dụng một cách

tốt nhất thì trong điều hành CSTT cần một số điều kiện: (i) Tính độc lập, trách nhiệm và minh bạch của NHTW trong điều hành CSTT; (ii) Sự phù hợp về mục tiêu và biện pháp của các chính sách vĩ mô; (iii) Sự phát triển của các định chế tài chính và thị trường tiền tệ.

### **1.3.2. Hệ quả của nghiên cứu cầu tiền đối với CSTT**

Nghiên cứu thực nghiệm về cầu tiền ở một số nước trên thế giới có một số ứng dụng thực tiễn khi hoạch định CSTT, cụ thể là:

*Thứ nhất*, thông qua việc ước lượng hàm cầu tiền, NHTW có thể dự báo được nhu cầu tiền của nền kinh tế và dựa trên cơ sở sự biến động về cầu tiền để đưa ra dự kiến khối lượng tiền tăng hàng năm. Khi mục tiêu hành động và mục tiêu trung gian của CSTT được lượng hóa dựa trên cơ sở phân tích định lượng nó sẽ làm tăng tính minh bạch của CSTT, từ đó làm tăng hiệu quả thực thi CSTT của NHTW.

*Thứ hai*, với một hàm cầu tiền ổn định trong thời gian nghiên cứu, phù hợp với lý thuyết cầu tiền và thực tiễn phát triển kinh tế thì các nhà hoạch định chính sách sẽ biết được các hệ số ảnh hưởng của các biến số kinh tế như thu nhập, lãi suất tới nhu cầu nắm giữ tiền của công chúng để có thể đưa ra các quyết định chính sách phù hợp.

*Tóm lại*, nghiên cứu thực nghiệm về cầu tiền có thể dựa trên các lý thuyết và phương pháp khác nhau nhưng kết quả nghiên cứu thực nghiệm về cầu tiền đều có một số ý nghĩa cơ bản trong việc hoạch định và thực thi CSTT ở các nước. Nghiên cứu cầu tiền làm tăng tính minh bạch của CSTT, từ đó làm tăng hiệu quả thực thi CSTT của NHTW vì một hàm cầu tiền ước lượng được phù hợp với lý thuyết và thực tiễn là cơ sở tốt cho việc dự báo cung ứng tiền tệ tăng thêm hàng năm. Đồng thời với các hệ số ước lượng được trong hàm cầu tiền, NHTW sẽ biết được ảnh hưởng của các biến số kinh tế đến sự thay đổi cầu tiền để từ đó điều chỉnh cung ứng tiền tệ phù hợp với mục tiêu kinh tế vĩ mô mà chính phủ đã đặt ra. Hơn thế, nghiên cứu cầu tiền còn cho chính phủ thấy được vai trò của các chính sách kinh tế trong từng thời kỳ để có thể có sự phối hợp chính sách tốt nhất cho mục tiêu kinh tế vĩ mô đã đặt ra.

## Chương 2

# THỰC TRẠNG VỀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ Ở VIỆT NAM

## 2.1. THỰC TRẠNG VỀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TỪ NĂM 1990 ĐẾN NAY

### 2.1.1. Mục tiêu và công cụ của CSTT ở Việt Nam

#### 2.1.1.1. Mục tiêu của CSTT

Mục tiêu cuối cùng của CSTT được xác định bằng mục tiêu kinh tế vĩ mô mà chính phủ đặt ra hàng năm.

Mục tiêu trung gian được NHNN đưa ra liên quan tới tốc độ tăng tổng phương tiện thanh toán M2 và tăng trưởng tín dụng của cả nền kinh tế. Trước năm 1992 các mục tiêu trung gian được đặt ra hoàn toàn mang tính chất định tính. Từ năm 1992 đến nay các mục tiêu đó đã được lượng hóa. Năm 1992, khối lượng tiền cung ứng tăng thêm được xác định theo công thức  $\Delta MB = MS_c (g_e + g_p + a)$ , trong đó:  $\Delta MB$  là lượng tiền cung ứng tăng trong năm kế hoạch (tiền cơ sở  $MB$ ),  $MS_c$  là số dư của  $MS$  cuối năm trước,  $g_e$  là tỷ lệ tăng trưởng kinh tế của năm kế hoạch,  $g_p$  là tỷ lệ lạm phát của năm kế hoạch,  $a$  là % tác động của các yếu tố khác. Theo công thức này thì NHNN đã không có sự phân biệt rõ ràng giữa khối lượng tiền  $MB$  và  $MS$ , NHNN không thấy được tác động của quá trình tạo tiền của hệ thống NHTM.

Năm 1996, NHNN thay đổi cách tính lượng cung ứng tiền dự kiến tăng hàng năm thể hiện được mối quan hệ giữa  $MS$  với  $MB$  và các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô khác.

$$(i) \Delta MB = MB_c - MB_d$$

$$(ii) MB_c = \frac{MS_c}{k}$$

Trong đó:  $MB_c$  là khối lượng tiền cơ sở cuối kỳ (tính đến 31/12 năm kế hoạch),  $MB_d$  là khối lượng tiền cơ sở đầu kỳ,  $MS_c$  là tổng phương tiện thanh toán đến cuối kỳ,  $k$  là hệ số tạo tiền dự kiến

$$(iii) MS_c = MS_d (g_e + g_p + 1)$$

Mục tiêu hoạt động của CSTT của NHNN trước năm 1989 là tỷ giá và hiện nay là khối lượng tiền cơ sở.

### 2.1.1.2. Công cụ của CSTT

Các công cụ của CSTT của NHNN ngày càng mang tính chất thị trường hơn nhưng thời gian sử dụng thì chưa nhiều, mức độ linh hoạt của các công cụ chưa cao (xem chi tiết ở bảng 2.6).

Bảng 2.6. Các công cụ của chính sách tiền tệ

STT	Công cụ của CSTT	Thời điểm áp dụng	Nội dung
1	Lãi suất	Trước tháng 6/1992	Lãi suất theo chỉ định
		Từ tháng 6/1992- 1995	Thực hiện cơ chế lãi suất thực dương Lãi suất được quản lý theo khung lãi suất trần và sàn
		Từ năm 1996 đến trước tháng 8/2000	Duy trì lãi suất trần, xóa bỏ lãi suất sàn
		Từ tháng 8/2000 đến trước tháng 6/2002	Xóa bỏ lãi suất trần. Điều hành lãi suất theo cơ chế lãi suất cơ bản cộng biên độ
		Từ tháng 6/2002	Cơ chế lãi suất thỏa thuận
2	Tỷ giá hối đoái	Trước năm 1989	Tỷ giá hối đoái cố định
		Từ năm 1989 đến trước tháng 2/1999	Tỷ giá hối đoái chính thức NHNN công bố cộng biên độ
		Từ tháng 2/1999 đến nay	Tỷ giá hối đoái bình quân trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng cộng biên độ
3	Dự trữ bắt buộc	Từ tháng 6/1992	
4	Hạn mức tín dụng	Từ năm 1994- quý 2 năm 1998	
5	Tái cấp vốn	Áp dụng từ năm 1994	Cung cấp vốn ngắn hạn
6	Nghiệp vụ thị trường mở	Áp dụng từ 12/7/2000	
7	Hoán đổi ngoại tệ	Áp dụng từ năm 2001	

### 2.1.2. Những hạn chế trong việc điều hành CSTT của Việt Nam

Thứ nhất, hệ thống các tiêu chí tiền tệ của NHNN chưa thực sự rõ ràng để chuyển tải tác động của các quyết định chính sách đến mục tiêu hoạt động, mục tiêu trung gian và mục tiêu cuối cùng của CSTT

*Thứ hai*, các công cụ CSTT gián tiếp còn có những hạn chế để điều tiết tiền tệ có hiệu quả. Thời gian sử dụng các công cụ này chưa lâu nên mức độ linh hoạt trong sử dụng các công cụ này để điều tiết cung ứng tiền thấp.

*Thứ ba*, việc điều hành CSTT chưa có sự phối hợp chặt chẽ với các chính sách kinh tế vĩ mô khác như chính sách tài khóa.

*Thứ tư*, CSTT chủ yếu còn mang tính ngắn hạn.

### **2.1.3. Nguyên nhân của những hạn chế trong điều hành CSTT**

Một số nguyên nhân khách quan trong điều hành CSTT có thể kể tới như: hoạt động của thị trường tiền tệ chưa thực sự phát triển, chưa có sự kết hợp chặt chẽ giữa các bộ ngành có liên quan với NHNN, Chính phủ chi phối quá sâu trong việc điều hành CSTT, sự biến động giá dầu, khủng bố, khủng hoảng tài chính tiền tệ, nền kinh tế có hiện tượng đôla hóa ở mức cao, ảnh hưởng của thiên tai, lũ lụt, tham nhũng, cúm gia cầm, dân chúng thích thanh toán bằng tiền mặt,...

Một số nguyên nhân chủ quan trong điều hành CSTT có thể kể tới như: các công cụ của CSTT gián tiếp có thời gian sử dụng chưa lâu, trình độ cán bộ còn hạn chế, công tác dự báo để xây dựng và điều hành CSTT còn bất cập với yêu cầu của NHTW trong nền kinh tế thị trường.

Tóm lại, qua việc phân tích thực trạng thực thi CSTT ở VN từ năm 1990 đến nay, có thể thấy việc điều hành chính sách thời gian qua về cơ bản đạt được mục tiêu kinh tế vĩ mô đặt ra. Kết quả đó không chỉ có những nguyên nhân chủ quan của việc thực thi CSTT mà còn có các nguyên nhân khách quan. Tuy các công cụ của CSTT hầu như mới được sử dụng một cách chính thức để điều tiết cung ứng tiền sau Pháp lệnh NHNN thì cùng với sự phát triển của hệ thống ngân hàng, các công cụ của CSTT cũng được thường xuyên chỉnh sửa và hoàn thiện góp phần đắc lực cho sự điều tiết lượng tiền trong lưu thông. Trong thời gian tới khi CSTT thực hiện hoàn toàn mang tính thị trường thì công việc dự báo nhu cầu tiền của dân chúng là rất quan trọng, nó giúp cho các nhà hoạch định CSTT có thể dự báo lượng cung ứng tiền tệ đảm bảo mục tiêu chính sách vĩ mô.

## **2.2. MỘT SỐ NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG TỚI CSTT Ở VIỆT NAM**

### **2.2.1. Các nhân tố thuộc về ngân sách và chính sách tài khóa**

Ở Việt Nam, Ngân sách Nhà nước (NSNN) luôn trong tình trạng thâm hụt nhưng trong giới hạn an toàn (quốc hội cho phép ở mức 5% GDP). NSNN Việt Nam đã được trang trải bằng 3 cách: vay trong nước bằng cách phát hành công trái, tín phiếu, trái phiếu kho bạc, in thêm tiền (trước năm 1992), phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế (từ năm 2005). Dù tài trợ NSNN theo cách nào thì đều có ảnh hưởng tới cung ứng tiền tệ của nền kinh tế.

Để điều hành CSTT đạt kết quả tốt, NHNN cần chủ động phối hợp về thông tin và chính sách với Bộ tài chính để có thể đưa ra kế hoạch cung ứng tiền tệ tăng thêm phù hợp với nhu cầu chi tiêu của chính phủ nói riêng và của cả nền kinh tế nói chung. Qua đó, NHNN có thể chủ động trong điều tiết cung ứng tiền.

### **2.2.2. Các nhân tố thuộc về cán cân thanh toán**

Cán cân thanh toán (CCTT) thặng dư ngày càng tăng trong chế độ tỷ giá hối đoái thả nổi có quản lý thì vai trò can thiệp vào thị trường ngoại hối nhằm ổn định tỷ giá hối đoái, cải thiện cán cân thương mại ngày càng trở nên khó khăn. Cuối năm 2006, đầu năm 2007 lượng vốn nước ngoài chảy vào nền kinh tế Việt Nam tăng vọt, để ổn định tỷ giá NHNN đã mua vào một lượng lớn ngoại tệ cho dự trữ ngoại hối quốc gia nhưng áp lực lạm phát đối với nền kinh tế là không thể tránh khỏi. Với một nền kinh tế có hiện tượng đô la hóa thì NHNN cần phải tính toán kỹ mức độ gia tăng tổng phương tiện thanh toán có xét tới lượng ngoại tệ chảy vào nền kinh tế ngày càng tăng, cũng như việc thay đổi nhu cầu tiền khi có sự biến động của tỷ giá hối đoái nhằm dự báo chính xác cầu tiền và đưa ra CSTT hợp lý.

### **2.2.3. Các nhân tố thuộc về thị trường tài chính**

Thị trường tài chính Việt Nam đến nay sau hơn 10 năm cải cách, hệ thống tài chính các thị trường cấu thành cơ bản đã được hình thành tương đối đầy đủ mặc dù mức độ phát triển của từng thị trường cấu thành là không giống nhau.

- Thị trường tiền tệ kém phát triển với vai trò chủ đạo là các NHTM quốc doanh.

- Thị trường chứng khoán của nước ta vẫn ở giai đoạn sơ khai, số lượng các doanh nghiệp niêm yết và số người tham gia giao dịch không nhiều. Thị trường chứng khoán cho đến nay vẫn chưa là 'hàn thử biểu' của nền kinh tế và kênh huy động vốn quan trọng của các doanh nghiệp Việt Nam.

#### **2.2.4. Tác động của hiện tượng đôla hóa đến CSTT**

Ở Việt Nam hiện tượng đôla hóa xảy ra từ đầu những năm 1990 khi chính phủ có những cải cách trong việc sử dụng đồng đôla. Để đánh giá mức độ đôla hóa của một nước có thể sử dụng hai tiêu chí là khối lượng tiền gửi ngoại tệ và khối lượng ngoại tệ trong lưu thông. Ở Việt Nam, do không có số liệu thống kê về khối lượng ngoại tệ trong lưu thông, để đánh giá mức độ đôla hóa thì tiêu chí được lựa chọn để đánh giá mức độ đôla hóa là tiền gửi ngoại tệ. Theo Quỹ tiền tệ quốc tế thì nếu tỷ lệ tiền gửi ngoại tệ (FCD) trên tổng tiền gửi ở mức 30% thì được đánh giá là có mức độ đôla hóa cao.

Trong nền kinh tế bị đôla hóa cao như trên mà NHNN không thể biết được hiện tại trong dân chúng có bao nhiêu tiền mặt ngoại tệ ( $C_f$ ) thì sẽ không thể xác định được chính xác MB và do đó không thể kiểm soát được M2. Như vậy, để cho CSTT của NHNN có thể kiểm soát được M2 thì cần thiết phải chống đôla hóa. Nghĩa là, NHNN phải kiểm soát được toàn bộ tiền mặt ngoại tệ và toàn bộ tiền gửi ngoại tệ. Nhưng để chống đôla hóa thì không thể thực hiện được trong thời gian ngắn vì cần phải xây dựng luật chống đôla hóa cùng với việc nâng cao giá trị đồng nội tệ,... Thực trạng này cho thấy nghiên cứu cầu tiền nói riêng và CSTT nói chung ở Việt Nam cần phải quan tâm tới hiện tượng đôla hóa, sự thay đổi của tỷ giá, tâm lý của người dân trong việc sử dụng ngoại tệ, khối lượng ngoại tệ trong dân,...

### **Chương 3**

## **NGHIÊN CỨU CẦU TIỀN VÀ ƯỚC LƯỢNG HÀM CẦU TIỀN Ở VIỆT NAM**

Dựa trên cơ sở những phân tích về lý thuyết và thực tiễn nghiên cứu cầu tiền trên thế giới và thực tiễn về các vấn đề của nền kinh tế Việt Nam như CSTT, tài khóa, cán cân thanh toán và thực trạng về sự hoạt động của một số thị trường tài chính ở Chương 2, Chương 3 của luận án sẽ xem xét cụ thể các vấn đề về cầu tiền ở Việt Nam. Cụ thể, Chương 3 được chia thành ba phần. Phần đầu sẽ xem xét thực tiễn về các nghiên cứu cầu tiền ở Việt Nam thời gian qua. Các phần tiếp theo sẽ trình bày cụ thể những vấn đề liên quan tới việc lựa chọn biến và ước lượng hàm cầu tiền cho nền kinh tế giai đoạn 1994- 2006 đối với khối lượng tiền M1 và giai đoạn 2000-2006 cho khối lượng tiền M2.

### **3.1. THỰC TRẠNG VỀ NGHIÊN CỨU CẦU TIỀN Ở VIỆT NAM**

Ở Việt Nam có rất ít các nghiên cứu định lượng về cầu tiền. Một số nghiên cứu đã được thực hiện nhưng còn hạn chế về phương pháp, khả năng giải thích hành vi nắm giữ tiền thực tiễn cũng như khả năng ứng dụng cho điều hành CSTT.

Các nghiên cứu thực nghiệm về cầu tiền ở Việt Nam mới chỉ dừng lại ở việc sử dụng hai mô hình: Mô hình hiệu chỉnh từng phần (PAM) và mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM). Các nghiên cứu cầu tiền sử dụng mô hình PAM đã được thực hiện như nghiên cứu của TS Võ Trí Thành và Suiwah Leung được thực hiện ở Úc năm 1996, nghiên cứu của Phạm Quốc Thắng năm 1996, nghiên cứu của Đặng Chí Trung năm 2004. Tuy nhiên nghiên cứu cầu tiền có sử dụng mô hình ECM thì mới chỉ có nghiên cứu mà tác giả đã thực hiện năm 2000.

Các nghiên cứu đó tuy đã cho thấy sự nỗ lực của các nhà nghiên cứu về một vấn đề mà được dành sự quan tâm lớn khi hoạch định CSTT trên thế giới nhưng những nghiên cứu cầu tiền ở Việt Nam có một số điểm còn hạn chế sau: các nghiên cứu cầu tiền mới chỉ dừng lại ở việc xem xét M1, biến quy mô và biến chi phí cơ hội được sử dụng trong các ước lượng không được lựa chọn kỹ lưỡng mà chỉ dừng lại ở việc chỉ định biến,...

### 3.2. ƯỚC LƯỢNG HÀM CẦU TIỀN CHO VIỆT NAM

Phần nghiên cứu này đề cập một cách chi tiết liên quan tới các vấn đề ước lượng một hàm cầu tiền cụ thể cho Việt Nam trong quãng thời gian từ năm 1994 đến nay. Cụ thể là sẽ phân tích các vấn đề liên quan đến số liệu (lựa chọn biến, định nghĩa biến,...), phương pháp ước lượng, lựa chọn mô hình phù hợp và cuối cùng là ước lượng hàm cầu tiền. Từ đó ước lượng lại một hàm cầu tiền có khả năng giải thích thực tiễn tốt hơn so với các nghiên cứu trước đó đã thực hiện cho khối lượng tiền M1. Đồng thời phần nghiên cứu này cũng tập trung vào việc ước lượng hàm cầu tiền M2 để từ đó có thể có những dự báo cũng như là các khuyến nghị cho việc điều hành CSTT của NHNN.

Thời kỳ lựa chọn để nghiên cứu định lượng về cầu tiền M1 ở Việt Nam là từ năm 1994 đến hết năm 2006. Còn đối với việc ước lượng cầu tiền M2 thì thời gian nghiên cứu là từ năm 2000 đến năm 2006. Nguồn số liệu sử dụng để ước lượng cầu tiền được lấy từ NHNN Việt Nam và Tổng cục thống kê. Các số liệu được thu thập với tần suất theo tháng. Biến quy mô được lựa chọn là sản lượng công nghiệp theo tháng (*lip*); biến chi phí cơ hội của hàm cầu tiền M1 là: Tỷ lệ lạm phát kỳ vọng (*aninfe*) và tỷ giá (*ger*); và Biến chi phí cơ hội của hàm cầu tiền M2 là: tỷ lệ lãi suất trúng thầu tín phiếu kho bạc nhà nước (*tpkb*)

- **Mô hình cầu tiền M1 giai đoạn 1994- 2006**

Với sự hỗ trợ của phần mềm EVIEW, hàm cầu tiền dài hạn M1 ước lượng được như sau:

$$\widehat{\ln m1r} = 10,1719 + 1,1151lip - 0,0377aninfe - 0,0381ger$$

(0.05043)	(0.64170)	(0.60512)	(3.3)
[-22.1131]	[ 5.88511]	[ 6.30109]	

Phương trình (3.3) thỏa mãn tất cả các kiểm định thống kê cho thấy trong dài hạn các biến số ảnh hưởng tới nhu cầu nắm giữ tiền M1 với các biến số được chọn đều có dấu của các hệ số ước lượng được là hoàn toàn phù hợp với lý thuyết. Sự thay đổi của sản lượng có ảnh hưởng thuận với nhu cầu tiền. Tỷ lệ lạm phát kỳ vọng và tỷ giá có ảnh hưởng ngược đến nhu cầu nắm giữ tiền của công chúng.

Hệ số phản ánh độ co giãn của cầu tiền với thu nhập là 1,115 phản ánh đúng thực trạng của nền kinh tế trong quá trình tiền tệ hóa, thị trường tài chính vẫn còn ở giai đoạn phát triển thấp, người dân không có nhiều thứ tài sản được gọi là tiền để thực hiện chức năng giao dịch.

Hệ số ảnh hưởng của tỷ lệ lạm phát kỳ vọng đến cầu tiền là -0,0377, nhu cầu nắm giữ M1 ở Việt Nam có ảnh hưởng rất nhỏ bởi sự biến động của lạm phát.

Hệ số ảnh hưởng của tỷ giá trong hàm cầu tiền cho thấy khi đồng nội tệ mất giá 1% người dân sẽ giảm nhu cầu nắm giữ tiền 0,038%. Điều này là hoàn toàn phù hợp với thực tiễn của nền kinh tế có hiện tượng đôla hóa cao ở nước ta khi mà mọi người có thể dùng đồng nội tệ và ngoại tệ gần như nhau trong giao dịch.

Hàm cầu tiền M1 ngắn hạn được xác định dựa trên một hệ thống gồm có hai phương trình cho  $lnm1r$  và  $ger$ . Mỗi phương trình đều có dạng của một mô hình ECM bao gồm nhiều biến và trong đó có cả phần hiệu chỉnh sai số (EC) nhằm mục đích đảm bảo quan hệ dài hạn được thỏa mãn. Độ trễ của các biến trong hàm điều chỉnh ngắn hạn là trễ 5. Hai biến giả xem xét ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính tiền tệ năm 1998 (D1998) và xem xét ảnh hưởng của hoạt động của thị trường chứng khoán 2000 (D2000) cũng được đưa vào hàm cầu tiền.

Kết quả ước lượng bằng OLS cho thấy đa phần các biến số trong hàm cầu tiền ngắn hạn, đều có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, biến lạm phát lại không có ý nghĩa điều này có thể cho ta thấy thấy trong ngắn hạn biến số ảnh hưởng có ý nghĩa tới cầu tiền không phải là lạm phát. Hệ số ước lượng được của EC trong hàm cầu tiền ngắn hạn có dấu âm cho thấy: (i) các tác nhân kinh tế thời kỳ này có điều chỉnh khối lượng tiền nắm giữ theo một tỷ lệ với sự bất cân bằng của thời kỳ trước; (ii) hệ số đó đảm bảo rằng có tồn tại quan hệ đồng tích hợp như đã tìm ra ở phần trước theo giả thuyết của Granger năm 1987.

Trong hai biến giả được chọn để đưa vào hàm cầu tiền ngắn hạn thì biến D1998 là có ý nghĩa thống kê ở mức 5% còn biến giả D2000 thì không có ý nghĩa. Tuy nhiên, dấu ước lượng được của biến giả D2000 lại có ý nghĩa giải thích thực tiễn là năm 2000 khi nền kinh tế Việt Nam có thị trường chứng khoán hoạt động, nền kinh tế có thêm nhiều loại tài sản tài chính mới như cổ phiếu, chứng chỉ quỹ,...

Các biến giả mùa từ SD2 đến SD9 đều có ý nghĩa thống kê điều này hàm ý cầu tiền trong ngắn hạn chịu tác động bởi yếu tố mùa vụ. Cầu về tiền vào các tháng tết âm lịch và hai quý đầu của năm thường có sự biến động lớn hơn so với các tháng còn lại trong năm.

Các kiểm định tính ổn định của hàm cầu tiền ước lượng cũng được thực hiện như kiểm định *CUSUM* và *CUSUM-Squares*. Kết quả kiểm định cho thấy hàm cầu tiền M1 là tương đối ổn định với mức ý nghĩa thống kê 5% và có khả năng dự báo.

- **Mô hình cầu tiền M2 giai đoạn 2000- 2006:**

Hàm cầu tiền dài hạn M2 ước lượng được như sau:

$$\widehat{\ln m2r} = 10,545 + 1,609lip - 0,084tpkb + 0,089ger$$
$$(0,08932) \quad (0,05894) \quad (0,01731) \quad (3.7)$$
$$[-18,0161] \quad [1,43542] \quad [-5,15458]$$

Hệ số nhạy cảm của cầu tiền đối với thu nhập là 1,609 cho thấy khi thu nhập thực tế tăng 1% thì cầu tiền M2 tăng 1,609% phản ánh đúng thực trạng của một nền kinh tế trong quá trình tiền tệ hóa của Việt Nam.

Hệ số nhạy cảm của cầu tiền M2 đối với lãi suất tín phiếu kho bạc như đã phân tích thì có dấu là hoàn toàn phù hợp với lý thuyết tuy nhiên hệ số đó là tương đối thấp chỉ có -0,084 nghĩa là khi lãi suất tăng 1% thì cầu tiền giảm rất ít 0,084%. Vậy, cầu tiền ở Việt Nam là ít co giãn với lãi suất. Điều đó cũng cho thấy ở nước ta thì CSTT có khả năng điều tiết sản lượng nhiều hơn là chính sách tài khóa.

Còn đối với hệ số ảnh hưởng của cầu tiền đối với sự thay đổi của tỷ giá hối đoái hay tỷ lệ mất giá của VNĐ đối với USD là dương cho thấy trong một nền kinh tế có hiện tượng đôla hóa như Việt Nam, người dân sử dụng cả nội tệ và ngoại tệ gần như nhau trong giao dịch thì sự biến động 1% của tỷ giá không gây ảnh hưởng nhiều lắm tới tổng khối lượng M2, chỉ có 0,089%.

Hàm cầu tiền M2 ngắn hạn được ước lượng theo mô hình VECM với các biến số lấy trễ tới bậc 7. Các biến giả mùa vụ (SD) để xem xét ảnh hưởng mùa vụ đến cầu tiền cũng được đưa vào trong ước lượng hàm cầu tiền M2 ngắn hạn. Kết

quả cho thấy hành vi nắm giữ tiền M2 trong ngắn hạn chịu sự tác động có ý nghĩa của thu nhập, tỷ giá hối đoái. Sự biến động của lãi suất tín phiếu kho bạc không phải là nhân tố chính ảnh hưởng tới hành vi nắm giữ tiền trong ngắn hạn của Việt Nam thời gian qua.

Cũng như kết quả ước lượng được về cầu tiền M1 thì cầu tiền M2 trong ngắn hạn cũng có tính mùa vụ và biến động nhiều nhất vào quý đầu tiên của các năm. Điều này là hoàn toàn đúng với thực tiễn do nhu cầu tiền giao dịch tăng mạnh vào tết dương lịch và tết âm lịch của Việt Nam.

Các kiểm định tính ổn định của hàm cầu tiền ước lượng cũng được thực hiện như kiểm định *CUSUM* và *CUSUM-Squares*. Kết quả kiểm định cho thấy cầu tiền M2 ngắn hạn thời kỳ 2000- 2006 là ổn định.

## Chương 4

# ỨNG DỤNG KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU CẦU TIỀN TRONG HOẠCH ĐỊNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ Ở VIỆT NAM

Với những kết quả ước lượng thực nghiệm cầu tiền ở Chương 3, có thể khẳng định rằng cầu tiền M1 của Việt Nam giai đoạn 1994-2006 và cầu tiền M2 giai đoạn 2000- 2006 là khá ổn định và có thể sử dụng làm cơ sở cho việc phân tích và hoạch định CSTT. Dựa trên cơ sở những kết quả ước lượng về cầu tiền ở Việt Nam và thực trạng điều hành CSTT thời gian qua, luận án nêu ra một số hệ quả trong việc hoạch định CSTT của NHNN, chẳng hạn như trong việc lựa chọn mục tiêu, công cụ và nâng cao điều kiện thực thi CSTT hiệu quả.

### 4.1. TRONG VIỆC LỰA CHỌN MỤC TIÊU CỦA CSTT

#### 4.1.1. Mục tiêu trung gian

Mục tiêu trung gian của CSTT có thể là tổng khối lượng tiền M1 và M2. Cả hai mục tiêu này theo nghiên cứu của luận án đều có thể đo lường được, có thể dự báo được, kiểm soát được và chúng có tác động dự báo tới mục tiêu cuối cùng.

Với kết quả ước lượng cầu tiền M2 dài hạn mà luận án đã thực hiện thì tỷ lệ tăng cung ứng tiền tệ danh nghĩa M2 dự báo theo mô hình cầu tiền sẽ được tính theo công thức:

$$\widehat{g_{M2}} = 10,545 + 1,609g_e^e - 0,084tpkb^e + 0,089ger^e + g_p^e \quad (4.1)$$

Trong đó:  $\widehat{g_{M2}}$  là tỷ lệ tăng cung tiền M2 danh nghĩa dự kiến theo năm,  $g_e^e$  là tỷ lệ tăng trưởng kinh tế dự kiến,  $tpkb^e$  là tỷ lệ lãi suất tín phiếu kho bạc dự tính,  $ger^e$  là tỷ lệ mất giá dự kiến của VN đồng so với đôla Mỹ,  $g_p^e$  là tỷ lệ lạm phát dự kiến.

Theo công thức trên và mục tiêu về tăng trưởng, lạm phát mà chính phủ đã đặt ra, chúng ta có thể có một số phương án sau theo dự kiến của mô hình cầu tiền M2 đã ước lượng được theo bảng 4.2. Kết quả trên cho thấy để đạt được mục tiêu tăng trưởng kinh tế và lạm phát đã đặt ra cho năm 2007 thì với giả định về tỷ lệ lạm phát và lãi suất tín phiếu kho bạc thực hiện như phương án 1 và 2 thì cung ứng tiền tệ M2 dự kiến sẽ tăng khoảng 31- 32%.

Bảng 4.2. Một số phương án về việc tăng tổng phương tiện thanh toán nhằm thực hiện các mục tiêu kinh tế vĩ mô năm 2007

Chỉ tiêu dự kiến	Phương án 1	Phương án 2	Mục tiêu đã đặt ra
$g_e^e$	8,2 %	8,5 %	từ 8,2 % đến 8,5 %
$tpkb^e$	4,8 %	5,0 %	
$ger^e$	0,1 %	0,2 %	
$g_p^e$	8,0 %	8,0 %	nhỏ hơn 8 %
$\widehat{g_{M2}}$	31,3 %	31,8 %	từ 20 % đến 23 %

Vậy, với mục tiêu mà NHNN đã đặt ra cho năm 2007 là cung tiền tăng 20-23% thì khá thấp, không đảm bảo đạt được các mục tiêu kinh tế vĩ mô khác mà chính phủ đã đặt ra nhất là trong bối cảnh hiện tại của nền kinh tế Việt Nam, tăng trưởng kinh tế theo mô hình ước lượng của luận án phụ thuộc chủ yếu vào CSTT (hệ số nhạy cảm của cầu tiền với lãi suất là thấp).

#### 4.1.2. Mục tiêu hoạt động

Trong bối cảnh (từ năm 2001) lãi suất đang trong quá trình tự do hóa ở Việt Nam thì mục tiêu hoạt động là tổng khối lượng tiền cơ sở. Tuy nhiên, việc xác định khối lượng tiền cơ sở tăng thêm hàng năm vẫn chưa dựa trên cơ sở phân tích định lượng. Với kết quả nghiên cứu của luận án thì công thức xác định khối lượng tiền cơ sở sẽ là:  $\widehat{g_{MB}} = g_{M1}^e - g_{M_m}^e$ . Trong đó:  $\widehat{g_{MB}}$  là tốc độ tăng dự kiến của khối lượng tiền cơ sở,  $g_{M1}^e$  là tốc độ tăng dự kiến của khối lượng tiền M1,  $g_{M_m}^e$  là sự thay đổi dự kiến của số nhân tiền M1.

Tuy nhiên do hạn chế về số liệu thu thập được nên luận án chưa dự báo được sự thay đổi của số nhân tiền M1. Nhưng với NHNN thì việc này có thể làm được, cộng với dự báo về M1 theo kết quả nghiên cứu của luận án này thì việc định lượng mục tiêu hoạt động trong hoạch định CSTT của NHNN là việc làm có thể thực hiện được.

#### 4.2. TRONG VIỆC LỰA CHỌN CÔNG CỤ CỦA CSTT

Như kết quả phân tích thực nghiệm của luận án trong chương 3 thì các hàm cầu tiền M1 và M2 ngắn hạn ước lượng được đều có sự biến động mang tính mùa vụ nên rất cần thiết phải nâng cao hiệu lực của các công cụ CSTT cũng như việc

sử dụng linh hoạt và thành thạo các công cụ CSTT gián tiếp nhằm giúp NHNN tăng cường khả năng kiểm soát cầu tiền. Qua đó có thể ổn định được thị trường tiền tệ và CSTT sẽ đạt được các mục tiêu đã đặt ra. Luận án đề xuất một số điểm sau đối với việc sử dụng và lựa chọn các công cụ của CSTT của NHNN trong thời gian tới, cụ thể:

- Sử dụng thành thạo và linh hoạt các công cụ CSTT gián tiếp như nghiệp vụ thị trường mở, chiết khấu, hoán đổi ngoại tệ, thầu chi.

- Công cụ dự trữ bắt buộc cần điều hành linh hoạt nhằm nâng cao khả năng kiểm soát tiền tệ của NHNN.

- NHNN nên để các tổ chức tín dụng hoàn toàn tự xác định lãi suất, thực hiện tự do hóa hoàn toàn kể cả lãi suất huy động tiền gửi ngoại tệ của các pháp nhân (hiện tại có sự quy định cứng của NHNN).

- Hình thành khung lãi suất của thị trường liên ngân hàng với lãi suất tái cấp vốn được điều chỉnh dần để đóng vai trò là lãi suất trần, lãi suất chiết khấu được điều chỉnh theo hướng là lãi suất sàn.

#### **4.3. TRONG VIỆC NÂNG CAO ĐIỀU KIỆN THỰC THI CSTT HIỆU QUẢ**

Ngoài những ứng dụng trực tiếp từ kết quả nghiên cứu cầu tiền trong hoạch định CSTT như việc lựa chọn mục tiêu và công cụ, luận án còn đưa ra một số khuyến nghị với NHNN và Chính phủ nhằm nâng cao điều kiện thực thi CSTT, cụ thể:

NHNN cần: chủ động hơn trong việc phối hợp với các cơ quan khác trong hoạch định CSTT; xây dựng và thực thi CSTT theo nguyên tắc thị trường; thúc đẩy sự phát triển của thị trường tiền tệ; đẩy nhanh quá trình hiện đại hóa công nghệ thanh toán ngân hàng; triệt để cổ phần hóa các NHTM Nhà nước; tăng cường phối hợp với các NHTW và các tổ chức tài chính quốc tế về CSTT và ngăn ngừa rủi ro; kêu gọi sự hỗ trợ của Chính phủ...

Chính phủ cần: nâng cao tính độc lập của NHNN trong việc hoạch định và thực thi CSTT; lựa chọn lại mục tiêu cho CSTT không nên đặt ra quá nhiều mục tiêu như hiện nay; thúc đẩy nhanh sự phát triển của thị trường tài chính, đặc biệt là thị trường tiền tệ và thị trường chứng khoán; xây dựng cơ chế cung cấp thông tin giữa NHNN và các Bộ, ngành khác trong nền kinh tế...

## KẾT LUẬN

Luận án với đề tài: "*Cầu về tiền và Hệ quả đối với CSTT ở Việt Nam*" đã tập trung nghiên cứu được những vấn đề về lý luận và thực tiễn về việc nghiên cứu cầu tiền trên thế giới và ở Việt Nam; xây dựng được hàm cầu tiền cho Việt Nam; đồng thời phân tích thực trạng điều hành CSTT của Việt Nam thời gian qua và đưa ra những khuyến nghị cho việc điều hành CSTT dựa trên cơ sở phân tích thực trạng về cầu tiền. Những nội dung cụ thể mà luận án đã đạt được là:

1. Tập hợp một cách có hệ thống những lý thuyết về cầu tiền nhằm cung cấp một cách hệ thống cơ sở lý thuyết cho những nghiên cứu đi sau về cầu tiền.

2. Tổng hợp được các nghiên cứu thực nghiệm về cầu tiền và rút ra những kinh nghiệm liên quan tới công việc định lượng cầu tiền như về việc lựa chọn biến, mô hình, phương pháp ước lượng,...

3. Tổng quan về CSTT, tài khóa, cán cân thanh toán, và thực trạng về sự phát triển của các thị trường tài chính, tiền tệ từ những năm 1990 đến nay, qua đó làm rõ lý do lựa chọn biến số giải thích cầu tiền ở Việt Nam.

4. Phân tích cụ thể thực trạng thực thi CSTT của Việt Nam từ năm 1990 và làm rõ được những tồn tại trong điều hành CSTT của NHNN.

5. Luận án đã ước lượng được hàm cầu tiền M1 cho nền kinh tế Việt Nam giai đoạn 1994-2006 và M2 cho giai đoạn 2000-2006 bằng việc áp dụng hai mô hình VAR và VECM là hai mô hình chưa từng được sử dụng trong việc ước lượng cầu tiền ở Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng dãy số liệu thu thập dài nhất và kết quả ước lượng có khả năng giải thích tốt hơn các nghiên cứu trước đó về thực tiễn hành vi nắm giữ tiền ở Việt Nam. Cả hai hàm cầu tiền M1 và M2 ước lượng được đều ổn định và có khả năng sử dụng làm cơ sở định lượng cho việc dự báo cung ứng tiền tệ tăng thêm hàng năm của NHNN Việt Nam.

6. Luận án đã đưa ra được những giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả điều hành CSTT của Việt Nam không chỉ xuất phát từ việc phân tích định lượng về cầu tiền mà còn dựa trên cả phân tích thực trạng điều hành CSTT của NHNN thời gian qua.

Tuy luận án đã đạt được những mục tiêu nghiên cứu đã đề ra song việc nghiên cứu "*Câu về tiền và Hệ quả đối với chính sách tiền tệ ở Việt Nam*" vẫn chỉ là một nghiên cứu gợi mở cho việc ứng dụng phân tích định lượng câu tiền vào việc điều hành CSTT của NHNN. Để việc điều hành CSTT đạt hiệu quả hơn nữa trong quá trình phát triển NHNN thành một NHTW hiện đại thì sẽ cần phải có nhiều nghiên cứu sâu hơn mà hiện tại luận án chưa thực hiện được, chẳng hạn như: ước lượng câu tiền cho từng thành tố của khối lượng tiền, ước lượng câu tiền với chi phí cơ hội là lãi suất thị trường chợ đen.

# DANH MỤC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN

## **A. Đăng bài bằng tiếng việt**

1. Hà Quỳnh Hoa (2008), "Tổng quan về nghiên cứu định lượng cầu tiền ở một số nước trên thế giới và bài học cho nghiên cứu cầu tiền ở Việt Nam", *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, Số đặc san 3/2008, trang 43- 46.
2. Trần Thọ Đạt và Hà Quỳnh Hoa (2007), "Ước lượng cầu tiền của Việt Nam giai đoạn 2000- 2006 bằng mô hình véctơ", *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, Số đặc san 12/2007, trang 52- 56.
3. Hà Quỳnh Hoa (2007), "Đô la hóa: Một cản trở đối với mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ ở Việt Nam", *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, số 121, 7/2007, trang 48- 49.
4. Hà Quỳnh Hoa (đồng tác giả) (2006), "Hiệu quả kỹ thuật, hiệu quả phân bổ, hiệu quả chi phí của ngân hàng Nông nghiệp phát triển nông thôn Việt Nam: cách tiếp cận phi tham số", *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, số 113, 11/2006, trang 42- 44.

## **B. Đăng bài bằng tiếng anh.**

1. Ha Quynh Hoa (2007), "Dolarization: An obstacle to the target of controlling monetary policy in Vietnam", *Journal of Economics and Development*, Vol. 28, December 2007.
2. Tran Tho Dat và Ha Quynh Hoa (2002), "Demand for money in the period 1990- 1998", *Vietnam's Socio- Economic Development*, No. 32, Winter 2002.