

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



**HÀ QUỲNH HOA**

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

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

**HÀ NỘI – 2008**

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



**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

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

*Người hướng dẫn khoa học:*

1. PGS.TS TRẦN THỌ ĐẠT
2. TS. PHẠM THỊ THU

**HÀ NỘI – 2008**

## LỜI CAM ĐOAN

*Tôi xin cam đoan đây là công trình nghiên cứu của riêng tôi. Các số liệu, kết quả nêu trong luận án là trung thực và có nguồn gốc rõ ràng.*

Tác giả luận án

**HÀ QUỲNH HOA**

# MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN	
MỤC LỤC	
DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT	
DANH MỤC CÁC BẢNG	
DANH MỤC CÁC HÌNH	
PHẦN MỞ ĐẦU	
<b>CHƯƠNG 1. TỔNG QUAN VỀ NGHIÊN CỨU CẦU TIỀN VÀ HỆ QUẢ ĐỐI VỚI CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ.....</b>	<b>10</b>
1.1. TỔNG QUAN VỀ LÝ THUYẾT CẦU TIỀN.....	10
1.2. TỔNG QUAN VỀ NGHIÊN CỨU CẦU TIỀN Ở MỘT SỐ NƯỚC TRÊN THẾ GIỚI.....	21
1.3. HỆ QUẢ CỦA NGHIÊN CỨU CẦU TIỀN ĐỐI VỚI CSTT.....	38
<b>CHƯƠNG 2. THỰC TRẠNG VỀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ, CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ Ở VIỆT NAM.....</b>	<b>57</b>
2.1. THỰC TRẠNG VỀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TỪ NĂM 1990 ĐẾN NAY..	57
2.2. MỘT SỐ NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG TỚI CSTT Ở VIỆT NAM.....	90
<b>CHƯƠNG 3. NGHIÊN CỨU CẦU TIỀN VÀ ƯỚC LƯỢNG HÀM CẦU TIỀN Ở VIỆT NAM.....</b>	<b>112</b>
3.1. THỰC TRẠNG VỀ NGHIÊN CỨU CẦU TIỀN Ở VIỆT NAM.....	112
3.2. ƯỚC LƯỢNG HÀM CẦU TIỀN CHO VIỆT NAM.....	120
<b>CHƯƠNG 4. ỨNG DỤNG KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU CẦU TIỀN TRONG HOẠCH ĐỊNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ Ở VIỆT NAM.....</b>	<b>154</b>
4.1. TRONG VIỆC LỰA CHỌN MỤC TIÊU CỦA CSTT.....	154
4.2. TRONG VIỆC LỰA CHỌN CÔNG CỤ CỦA CSTT.....	160
4.3. TRONG VIỆC NÂNG CAO ĐIỀU KIỆN THỰC THI CSTT HIỆU QUẢ..	163
KẾT LUẬN.....	169
NHỮNG CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ.....	171
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO.....	172
PHỤ LỤC.....	184

## DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT

<b>Viết tắt</b>	<b>Nguyên văn</b>
NHNN	Ngân hàng Nhà nước
NHTW	Ngân hàng Trung ương
FED	Cục dự trữ Liên bang Mỹ ( <i>Federal Reserve System</i> )
NHTM	Ngân hàng thương mại
NHTM CP	Ngân hàng thương mại cổ phần
NHTM NN	Ngân hàng thương mại Nhà nước
NHNo& PTNT	Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển nông thôn
CSTT	Chính sách tiền tệ
NSNN	Ngân sách Nhà nước
CCTT	Cán cân thanh toán
VNĐ	Việt Nam đồng
USD	Đôla Mỹ
M1	Tổng khối lượng tiền hẹp (tổng lượng tiền mặt ngoài hệ thống ngân hàng và các khoản tiền gửi không kỳ hạn)

M2	Tổng phương tiện thanh toán (tổng lượng tiền mặt ngoài hệ thống ngân hàng + tiền gửi bằng VNĐ và bằng ngoại tệ của dân cư, DN tại các NHTM)
MB	Tổng khối lượng tiền cơ sở (tiền mặt ngoài NHNN và tiền gửi của các tổ chức tín dụng tại NHNN) ( <i>Monetary Base</i> )
MS	Tổng cung ứng tiền tệ ( <i>Money supply</i> )
TTTC	Thị trường tài chính
ECM	Mô hình hiệu chỉnh sai số ( <i>Error Correction Model</i> )
VECM	Mô hình véc tơ hiệu chỉnh sai số ( <i>Vector Error Correction Model</i> )
PAM	Mô hình hiệu chỉnh từng phần ( <i>Partial Adjustment Model</i> )
VAR	Mô hình véc tơ tự hồi quy ( <i>Vector Autoregressive Model</i> )
IMF	Quỹ tiền tệ quốc tế ( <i>International Monetary Fund</i> )
WTO	Tổ chức thương mại thế giới ( <i>World Trade Organization</i> )
GSO	Tổng cục thống kê ( <i>General Statistics Office</i> )
CIEM	Viện nghiên cứu quản lý kinh tế trung ương ( <i>Central Institute for Economic Management</i> )

## DANH MỤC CÁC BẢNG

Bảng 2.1. Tăng trưởng kinh tế, lạm phát, tốc độ tăng M2 và tăng trưởng tín dụng từ năm 1990- 1998.....	58
Bảng 2.2. Tăng trưởng kinh tế, lạm phát, tốc độ tăng M2 và tăng trưởng tín dụng từ năm 1999- 2006.....	64
Bảng 2.3. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc năm 2005 và 2006.....	74
Bảng 2.4. Mức gia tăng tỷ giá của nghiệp vụ hoán đổi ngoại tệ (áp dụng từ ngày 16/08/2001).....	81
Bảng 2.5. Mục tiêu và thực tiễn thực hiện của CSTT từ năm 1993 đến nay.....	83
Bảng 2.6. Các công cụ của chính sách tiền tệ.....	84
Bảng 2.7. Doanh số nghiệp vụ thị trường mở và tỷ trọng giá trị giao dịch thị trường mở với GDP từ năm 2000 đến nay.....	87
Bảng 2.8. Thu chi Ngân sách nhà nước so với GDP (%) Thời kỳ 1991-1999.....	92
Bảng 2.9. Thu chi Ngân sách nhà nước so với GDP (%) Thời kỳ 2000-2006.....	92
Bảng 2.10. Cơ cấu nguồn bù đắp thâm hụt Ngân sách nhà nước (% so với thâm hụt) .....	94
Bảng 2.11. Cán cân thanh toán của Việt Nam 1991- 1998.....	95
Bảng 2.12. Cán cân thanh toán của Việt Nam 1999- 2006.....	96

Bảng 2.13. Tỷ trọng tiền gửi ngoại tệ trên vốn huy động tại các NHTM ở thành phố Hà nội và Hồ Chí Minh.....	107
Bảng 3.1. Kết quả ước lượng cầu tiền của TS Võ Trí Thành và Suiwah Leung.....	113
Bảng 3.2. Kết quả ước lượng cầu tiền của Phạm Quốc Thắng.....	114
Bảng 3.3. Kết quả ước lượng cầu tiền (lnM1) của Đặng Chí Trung .....	115
Bảng 3.4. Kết quả nghiên cứu cầu tiền của Hà Quỳnh Hoa.....	115
Bảng 3.5. Kết quả Kiểm định lồng nhau cho lnM1r để chọn anife.....	126
Bảng 3.6. Kết quả kiểm định Unit Root- ADF cho các chuỗi số liệu trong hàm cầu tiền M1.....	128
Bảng 3.7. Kết quả kiểm định đồng tích hợp cho hàm cầu tiền M1.....	129
Bảng 3.8. Kết quả kiểm định ngoại sinh yếu cho hàm cầu tiền M1.....	134
Bảng 3.9. Kết quả ước lượng mô hình cầu tiền M1 ngắn hạn .....	135
Bảng 3.10. Kết quả kiểm định Unit Root- ADF cho các chuỗi số liệu trong hàm cầu tiền M2.....	142
Bảng 3.11. Kết quả kiểm định đồng tích hợp cho hàm cầu tiền M2.....	143
Bảng 3.12. Kết quả kiểm định ngoại sinh yếu cho hàm cầu tiền M2.....	146
Bảng 3.13. Kết quả ước lượng mô hình cầu tiền M2 ngắn hạn .....	148
Bảng 4.1. Tốc độ tăng của M2 thực tế và theo công thức xác định cung ứng tiền tệ tăng thêm của NHNN từ năm 1996.....	157
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 của Chính phủ năm 2007.....	158



## DANH MỤC CÁC HÌNH

Hình 2.1. Doanh số giao dịch nghiệp vụ thị trường mở từ 12/7/2000 đến 2006.....	79
Hình 3.1. Giá trị hồi quy của hàm cầu tiền dài hạn M1 ước lượng được và giá trị thực tế.....	130
Hình 3.2. Véc tơ đồng tích hợp 1 cho M1.....	130
Hình 3.3. Tốc độ chu chuyển của tiền trong thời gian 1994-2006.....	132
Hình 3.4. Kiểm định CUSUM và CUSUM- Squares cho tính ổn định của hàm cầu tiền M1 ngắn hạn.....	138
Hình 3.5. Kết quả kiểm định tính ổn định của các hệ số trong hàm cầu tiền ngắn hạn M1.....	139
Hình 3.6. Giá trị hồi quy của hàm cầu tiền dài hạn M2 ước lượng được và giá trị thực tế.....	144
Hình 3.7. Véc tơ đồng tích hợp 1 cho M2.....	144
Hình 3.8. Kiểm định CUSUM- Squares cho tính ổn định của hàm cầu tiền M2 ngắn hạn.....	149
Hình 3.9. Kết quả kiểm định tính ổn định của các hệ số trong hàm cầu tiền ngắn hạn M2.....	150

## 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. Cầu tiền ổn định sẽ giúp cho các nhà hoạch định chính sách tiền tệ 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 nhưng không gây ra những bất ổn cho thị trường tiền tệ nói riêng và nền kinh tế nói chung. Đó chính điều kiện tiền quyết cho một chính sách tiền tệ hiệu quả.

Chính vì sự quan trọng của cầu tiền trong việc hoạch định và thực thi chính sách tiền tệ 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.

Ở Việt Nam từ năm 1986, sau khi Việt Nam bắt đầu thực hiện công cuộc đổi mới kinh tế đến nay, nền kinh tế đã từng bước chuyển đổi từ cơ chế kế hoạch hóa tập trung sang cơ chế thị trường và hội nhập sâu rộng hơn vào nền kinh tế thế giới. Trong tiến trình đó, hệ thống tài chính nói chung và hệ thống ngân hàng nói riêng cũng dần được cải cách theo nguyên tắc thị trường. Khởi đầu cho công cuộc cải cách đó được đánh dấu bằng sự ra đời của Pháp

lệnh Ngân hàng vào tháng 5 năm 1990, theo đó hệ thống ngân hàng một cấp chuyển thành mô hình hệ thống ngân hàng hai cấp: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam thực hiện chức năng quản lý nhà nước về tiền tệ và thực thi chính sách tiền tệ, còn hệ thống ngân hàng thương mại thực hiện chức năng kinh doanh tiền tệ. Từ đó đến nay, hệ thống tài chính Việt Nam, nhất là Ngân hàng Nhà nước và khu vực ngân hàng thương mại tiếp tục được cải cách, từng bước hoàn thiện nhằm đáp ứng nhu cầu phát triển của đất nước. Với đặc điểm của thị trường tài chính Việt Nam chủ yếu là dựa vào ngân hàng thì sự đổi mới và phát triển của Ngân hàng Nhà nước và các công cụ chính sách tiền tệ mà Ngân hàng Nhà nước sử dụng để quản lý hoạt động của hệ thống ngân hàng thương mại có vai trò vô cùng quan trọng.

Trước năm 1999, để thực thi chính sách tiền tệ, Ngân hàng Nhà nước chủ yếu sử dụng các công cụ trực tiếp như hạn mức tín dụng (sử dụng trước năm 1998) và lãi suất hơn là các công cụ chính sách tiền tệ hiện đại. Từ năm 1999 đến nay, việc thực thi chính sách tiền tệ đã được dần chuyển sang sử dụng các công cụ gián tiếp là thị trường mở (bắt đầu sử dụng năm 2000), tái chiết khấu, và dự trữ bắt buộc. Tuy nhiên, việc thực thi chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước về thực chất hiện nay vẫn đang trong quá trình chuyển đổi từ điều hành trực tiếp sang tác động gián tiếp tới các mục tiêu trung gian của chính sách tiền tệ. Đội ngũ cán bộ thực hiện chính sách tiền tệ chưa có nhiều kinh nghiệm đang trong quá trình vừa học vừa làm. Hiểu biết chung của cộng đồng tài chính về các nghiệp vụ cũng như cách thức tham gia rất khác nhau và chưa sâu. Bên cạnh đó, tính tự chủ của Ngân hàng Nhà nước còn hạn chế cùng với sự hạn chế về thông tin và dự báo cung cầu tiền tệ nên đã làm cho việc kiểm soát cung ứng tiền tệ chưa kịp thời và các can thiệp vào thị trường trong một số trường hợp chưa đủ mạnh.

Xuất phát từ thực tế về hoạt động của thị trường tài chính Việt Nam chủ yếu dựa vào hệ thống ngân hàng và thực tế điều hành chính sách tiền tệ

của Ngân hàng Nhà nước thì việc nghiên cứu cầu tiền và dự báo cầu tiền là rất cần thiết ở Việt Nam. Tuy vậy, cho đến nay số lượng các nghiên cứu chính thức về cầu tiền ở Việt Nam là tương đối ít, hiệu quả ứng dụng trong điều hành chính sách tiền tệ còn rất hạn chế.

Trên thế giới, cầu tiền được nghiên cứu định lượng từ trước những năm 1970. Tuy nhiên, cùng với sự phát triển của kỹ thuật kinh tế lượng thì các mô hình cầu tiền được ước lượng ngày càng phản ánh đúng đắn thực tiễn hơn và các hệ số ước lượng được có ý nghĩa kinh tế hơn. Trước những năm 1980, các nghiên cứu thực nghiệm về cầu tiền đều sử dụng mô hình hiệu chỉnh từng phần (PAM). Trong mô hình đó, cầu tiền là hàm của biến quy mô và một số biến chi phí cơ hội. Đồng thời để thể hiện sự điều chỉnh sai lệch giữa khối lượng tiền thực tế nắm giữ và khối lượng cầu tiền dài hạn do sự điều chỉnh của chi phí nắm giữ tiền trong hàm cầu tiền cũng có một biến trễ. Tuy nhiên, các nghiên cứu thực nghiệm cho nền kinh tế Mỹ với dãy số liệu sau chiến tranh thế giới lần thứ II cho thấy cầu tiền không ổn định vào những năm 1970 (hiện tượng đó được gọi là hiện tượng *missing money*). Sự không ổn định của hàm cầu tiền cũng xảy ra khi nghiên cứu ở các nước công nghiệp khác ở những năm đó. Nguyên nhân của hiện tượng *missing money* trong ước lượng cầu tiền là do có sự cải cách tài chính trong những năm 1970 và sự không phù hợp trong cấu trúc điều chỉnh từng phần của mô hình cầu tiền. Sau những năm 1970, mô hình ước lượng cầu tiền đã được điều chỉnh phù hợp hơn.

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 correction model*). Trong hai mô hình BSM và ECM thì mô hình ECM có ưu điểm hơn trong ước lượng cầu tiền. Mô hình ECM phù hợp hơn 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 sự 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. Phạm Quốc Thắng (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 có ý nghĩa trong phân tích và dự báo. Nghiên cứu của Hà Quỳnh Hoa (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 (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 chính sách tiền tệ 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 chính sách tiền tệ của Ngân hàng Trung ương nhằm giúp cho Ngân hàng Trung ương kiểm soát cầu tiền và điều hành chính sách tiền tệ 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 chính sách tiền tệ 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:

- 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.

- Phân tích thực trạng thực thi chính sách tiền tệ 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,

- 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.

- Ước lượng hàm cầu tiền M2

- Đưa ra các khuyến nghị trong việc hoạch định chính sách tiền tệ ở Việt Nam trên cơ sở nghiên cứu cầu tiền.

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

Để đạt được những mục đích nghiên cứu nêu trên luận án hướng tới những đối tượng và xem xét phạm vi nghiên cứu như sau:

#### *\* Đối tượng nghiên cứu*

- Cách thức hoạch định và thực thi chính sách tiền tệ

- Các nhân tố ảnh hưởng tới nhu cầu nắm giữ tiền.

- Hệ quả đối với chính sách tiền tệ

#### *\* Phạm vi nghiên cứu*

- Chính sách tiền tệ từ năm 1990 đến nay. Từ khi mà hệ thống ngân hàng Việt Nam được tách thành hai cấp và các công cụ chính sách tiền tệ của một ngân hàng trung ương hiện đại bắt đầu được hình thành.

- Ước lượng hàm cầu tiền M1 cho giai đoạn 1994- 2006. Mốc của thời kỳ nghiên cứu định lượng này là năm 1994 xuất phát từ một số lý do: (i) đây là thời gian mà thị trường ngoại tệ liên ngân hàng bắt đầu hoạt động, tỷ giá bắt đầu được hình thành sát với thị trường hơn, thời kỳ mà chính phủ cho phép mọi tác nhân có thể sử dụng đôla Mỹ không hạn chế, hiện tượng đôla

hóa xảy ra; (ii) bắt đầu từ năm 1994 thì các công cụ của chính sách tiền tệ mang dần tính thị trường hơn; (iii) nền kinh tế thoát khỏi thời kỳ lạm phát trên hai con số; (iv) các nhân tố ảnh hưởng tới nhu cầu nắm giữ tiền mang tính thị trường hơn.

- 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 chính sách tiền tệ 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: Các số liệu sử dụng trong luận án này có hai nguồn cơ bản là từ Tổng cục Thống kê Việt Nam và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Các số liệu liên quan tới việc phân tích định lượng của luận án gồm có: giá trị sản lượng công nghiệp, chỉ số giá tiêu dùng, khối lượng tiền, tỷ giá. Tất cả các dãy số liệu đó sau khi thu thập đều có sự điều chỉnh về cùng một gốc so sánh (năm 1994) để có sự phù hợp giữa các dãy số được sử dụng trong ước lượng.
- Phương pháp so sánh đối chứng: Dựa trên cơ sở những số liệu thực tế thu thập được tác giả so sánh với những mục tiêu, chỉ tiêu cụ thể đề ra để từ đó rút ra những điểm đạt được và chưa đạt được trong điều hành chính sách tiền tệ...
- Phương pháp mô hình hóa: phương pháp này được sử dụng nhằm làm rõ hơn những phân tích định tính bằng các hình vẽ cụ thể và làm cho các vấn đề trở nên dễ hiểu hơn.



- Phương pháp phân tích kinh tế lượng: luận án sử dụng phương pháp ước lượng theo mô hình véc tơ tự hồi quy VAR (*Vector Autoregressive model*) và mô hình véc tơ hiệu chỉnh sai số VECM (*Vector Error Correction*) cho việc nghiên cứu thực nghiệm cầu tiền ở Việt Nam giai đoạn 1994- 2006.

## **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 về cầu tiền mà còn có thể đưa ra được những khuyến nghị cho việc điều hành chính sách tiền tệ, 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 chính sách tiền tệ ở Việt Nam từ năm 1990 đến nay.

- Ứng dụng kết quả phân tích cầu tiền cho việc hoạch định chính sách tiền tệ 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 chính sách tiền tệ

Chương 2: Thực trạng về chính sách tiền tệ, các nhân tố ảnh hưởng tới chính sách tiền tệ 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 chính sách tiền tệ ở Việt Nam

## **Chương 1**

### **TỔNG QUAN VỀ NGHIÊN CỨU CẦU TIỀN**

### **VÀ HỆ QUẢ ĐỐI VỚI CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ**

Cầu về tiền ổn định là một trong những yếu tố quan trọng để Ngân hàng Trung ương có thể đưa ra chính sách tiền tệ và điều hành chính sách tiền tệ đạt hiệu quả tốt. Vì lẽ đó mà trên thế giới cầu về tiền đã được nghiên cứu từ rất lâu. Vậy, thực tế đó như thế nào chúng ta sẽ đề cập tới trong phần nghiên cứu này.

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

Các lý thuyết cầu tiền đều được xây dựng 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 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. Chẳng hạn như lý thuyết cầu tiền của trường phái kinh tế học cổ điển đưa ra dựa trên chức năng phương tiện trao đổi của tiền,... Sau đây, chúng ta sẽ xem xét các lý thuyết cầu tiền từ trường phái kinh tế học cổ điển cho đến nay để thấy được quan niệm các trường phái kinh tế học về chức năng của tiền và các nhân tố ảnh hưởng đến nhu cầu nắm giữ tiền theo quan điểm đó.

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

Kể từ các nhà kinh tế học cổ điển thì tiền có thể có bốn chức năng: tiền là phương tiện trao đổi, phương tiện cất trữ giá trị, đơn vị hạch toán và phương tiện để ghi chép các khoản nợ. Tuy nhiên, với quan điểm chung của các nhà kinh tế cổ điển, các thị trường trong nền kinh tế đều tự động điều chỉnh đến trạng thái cân bằng và giá cả luôn điều chỉnh linh hoạt đảm bảo cho trạng thái cân bằng được thiết lập nên tiền trong nền kinh tế chỉ là phương tiện trao đổi.

Do vậy, 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 [60], Wicksell năm 1906 [92], Fisher năm 1911 [24],...

Thực tế các lý thuyết cổ điển không đề cập trực tiếp đến cầu tiền mà họ đề cập tới cầu tiền gián tiếp trong lý thuyết số lượng thông qua việc phân tích “tốc độ chu chuyển của tiền”- số lần mà một đơn vị tiền tệ thực hiện giao dịch trong một khoảng thời gian. Đến năm 1917, các nhà kinh tế học cổ điển thuộc trường phái Cambridge mà đại diện là Pigou (1917) [70] và Marsall (1923) [56] mới chính thức đề cập đến nhu cầu nắm giữ tiền.

Pigou nghiên cứu cầu tiền theo cách tiếp cận số dư tiền, ông đơn giản hoá việc nghiên cứu cầu tiền bằng giả định mỗi cá nhân có khối lượng tài sản, khối lượng giao dịch, và thu nhập ít nhất là trong một khoảng thời gian ngắn sẽ thay đổi theo một tỷ lệ ổn định với nhau. 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  $M_d = kPy$ . Cầu tiền phụ thuộc chính vào thu nhập danh nghĩa và cả hệ số  $k$ . Độ lớn của hệ số  $k$  theo các nhà kinh tế học tân cổ điển đi sau cho là nó phụ thuộc vào các biến số khác trong quá trình phân bổ của người tiêu dùng như lãi suất và của cải.

## Các cách tiếp cận tân cổ điển về cầu tiền

Các nhà kinh tế học tân cổ điển cũng xem xét vai trò cơ bản của tiền là phương tiện trao đổi trong phân tích cầu tiền. Tiền, theo họ, được mọi người tìm kiếm và nắm giữ vì nó đáp ứng nhu cầu mua bán hàng hoá và dịch vụ. Tiền là thứ yêu thích mang tính kinh tế vì nó được chi tiêu và luân chuyển trong nền kinh tế. Tuy vậy, họ không bỏ qua chức năng cất trữ giá trị của tiền nhưng họ lại không đề cập trực tiếp đến vai trò của lãi suất- chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền- trong việc xác định cầu tiền.

Các nhà kinh tế này cho là cầu về tiền có nhiều nhân tố khác ảnh hưởng tới như sự bất ổn trong tương lai (Marshall và Pigou), lạm phát dự kiến (Cannan) [7]. Các nhà kinh tế học Cambridge khi phân tích cầu tiền đã đưa ra ràng buộc “coi như tất cả các yếu tố khác là không thay đổi”. Ràng buộc này ngầm chứa ảnh hưởng của lãi suất tới cầu tiền. Trong phân tích của họ, nhân tử  $k$  hàm chứa ảnh hưởng dương của tỷ lệ lãi suất thu hồi vốn của các tài sản tài chính khác thay thế tiền. Lavington (1921) [52] cho rằng tỷ lệ lãi suất là yếu tố cơ bản ảnh hưởng tới chi phí của việc nắm giữ tiền và sau đó Fisher (1930) [25] cũng có quan điểm tương tự.

Tuy nhiên, năm 1935 Hicks [36] cho rằng lý thuyết cầu tiền cần được xây dựng dựa trên nền tảng lý thuyết giá trị truyền thống, nghĩa là cầu tiền là kết quả của sự lựa chọn tối ưu giữa các tài sản tài chính khác nhau. Với một khối lượng tài sản giới hạn nào đó thì cầu tiền phụ thuộc vào tình trạng lợi tức và rủi ro của các loại tài sản cũng như các khoản chi phí giao dịch. Đó cũng chính là cơ sở khẳng định cầu tiền phụ thuộc vào chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền, đó là lãi suất.

Như vậy, chúng ta có thể thấy lý thuyết cầu tiền của trường phái kinh tế học cổ điển là lý thuyết cầu tiền giao dịch. Cầu tiền phụ thuộc chính vào thu nhập danh nghĩa. Tuy nhiên, trong nghiên cứu cầu tiền của trường phái này

thì lãi suất cũng được một số nhà kinh tế cổ điển nói tới khi giải thích nhu cầu nắm giữ tiền như Lavington, Fisher, Hicks. Nhưng không có ai trong số họ giải thích một cách thoả đáng tầm quan trọng của lãi suất đến cầu tiền mà chỉ có Keynes là người giải thích thoả đáng đồng thời nhấn mạnh ý nghĩa của hệ số nhạy cảm cầu tiền đối với lãi suất trong phân tích vĩ mô. Đó chính là lý thuyết mà Keynes đưa ra năm 1936 [48] về “sự ưa thích thanh khoản” mà chúng ta sẽ xem xét ở phần tiếp sau.

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

Keynes phân tích cầu tiền ở góc độ rộng hơn các nhà kinh tế học trước đó. Trong khi các nhà kinh tế học cổ điển và tân cổ điển phân tích cầu tiền chủ yếu xem xét cầu tiền là khối lượng tiền giao dịch, thì Keynes lại phân tích cầu tiền là khối lượng tiền mà mọi người có nhu cầu nắm giữ nhằm thỏa mãn không chỉ động cơ giao dịch mà còn có động cơ đầu cơ và dự phòng. Keynes đưa ra lý thuyết cầu tiền dựa trên cơ sở giải thích tại sao mọi người lại nắm giữ tiền và cầu về tiền được nảy sinh như thế nào từ những động cơ đó. Theo Keynes mọi người nắm giữ tiền với 3 động cơ: giao dịch, dự phòng, và đầu cơ.

Giống như lý thuyết số lượng, Keynes cho rằng mọi người có động cơ nắm giữ tiền vì tiền là phương tiện trao đổi. Theo ông thì tổng mức giao dịch bao nhiêu là do mỗi cá nhân cũng như tất cả các cá nhân trong nền kinh tế quyết định. Do tổng mức giao dịch có quan hệ một cách ổn định với thu nhập nên ông cho rằng “cầu tiền giao dịch” phụ thuộc vào thu nhập.

Các cá nhân theo Keynes do họ không biết chắc chắn về các khoản cần thanh toán hoặc phải thanh toán, các khoản chi tiêu không định trước, bất thường xảy ra nên họ nắm giữ tiền với động cơ dự phòng. Đó là cơ sở để Keynes xây dựng lý thuyết cầu tiền dự phòng. Cầu tiền dự phòng được Keynes gọi là “sự ưa thích thanh khoản”. Trong lý thuyết đó, Keynes đã làm

rõ gợi ý mà Marshall và Pigou đã đề cập trước đây rằng sự bất ổn trong tương lai là một nhân tố ảnh hưởng tới cầu tiền. Thay vì chỉ nói đến sự bất ổn chung chung, Keynes đã tập trung vào một biến số kinh tế như tỷ lệ lãi suất trong tương lai, cụ thể là lợi tức trái phiếu trong tương lai để phân tích.

Còn đối với chức năng cất trữ giá trị được Keynes đề cập khi xem xét động cơ đầu cơ. Theo Keynes, các cá nhân có thể nắm giữ tài sản dưới dạng tiền hoặc trái phiếu. Giá trái phiếu phụ thuộc vào tỷ lệ lãi suất vì những người mua hy vọng kiếm được ít nhất là bằng tỷ lệ lãi suất trái phiếu hiện tại mà họ đang đầu tư. Tại bất kỳ thời điểm nào theo Keynes thì cũng có một giá trị hay một khoảng giá trị của tỷ lệ lãi suất mà có thể coi như là giá trị chuẩn mà qua đó mọi người điều chỉnh hành vi. Khi mà lãi suất nằm trên khoảng này thì mọi người có khuynh hướng kỳ vọng nó sẽ giảm, và ngược lại thì họ có kỳ vọng tăng khi lãi suất nằm dưới khoảng này.

Đối với một tác nhân với kỳ vọng về giá trị tương lai về suất chính xác và cho trước thì nhu cầu tiền đầu cơ là một hàm rời rạc. Tuy vậy, nền kinh tế với tư cách là một tổng thể thì mọi người có các kỳ vọng rất đa dạng về thay đổi của lãi suất dựa theo những ước đoán của bản thân họ về giá trị tương lai của lãi suất. Giả định, tại một thời điểm nào đó có một vài ý kiến khác nhau về tỷ lệ lãi suất kỳ vọng, và việc nắm giữ tiền và trái phiếu của mỗi tác nhân không liên quan gì tới tổng khối lượng tiền trong nền kinh tế, thì hàm cầu tiền dự phòng là một hàm trơn và có quan hệ nghịch với lãi suất hiện hành.

Do vậy, lãi suất chính thức được đưa vào trong hàm cầu tiền và hàm cầu tiền có thể viết theo cách sau:  $m^d = f(y, i)$ , cầu tiền thực tế  $m^d$  là hàm của thu nhập thực tế ( $y$ ) và lãi suất ( $i$ ). Hàm ý chính trong phân tích cầu tiền của Keynes là khi lãi suất rất thấp, mọi người trong nền kinh tế hy vọng lãi suất sẽ tăng trong tương lai do đó họ thích nắm giữ tiền nhiều hơn

dù cho khối lượng cung ứng là nhiều hay ít. Khi đó, cầu tiền hoàn toàn nhạy cảm với lãi suất. Nền kinh tế khi gặp phải tình huống này được gọi là “bẫy thanh khoản”, ở đó độ co giãn của cầu tiền theo lãi suất có thể bằng vô cùng khi lãi suất ở mức rất thấp.

Tiếp theo những đóng góp của Keynes, nhiều nhà nghiên cứu khác cũng đưa ra hàng loạt các lý thuyết khác đều coi thu nhập và lãi suất như là các biến số chính trong việc xem xét bản chất và nhân tố xác định hàm cầu tiền. Phần tiếp theo sẽ trình bày một cách ngắn gọn về quan điểm của những lý thuyết đó.

### **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 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 năm 1952 [5] và Tobin năm 1956 [86] xây dựng lý thuyết cầu về tiền dựa cách tiếp cận lý thuyết tồn kho. Trong các lý thuyết đó thì tiền được coi là một phần dự trữ quan trọng cho các mục đích giao dịch trong tương lai. Mặc dù các tài sản tài chính mang lại thu nhập cao hơn tiền, nhưng mọi người vẫn nắm giữ một lượng tiền nào đó và lượng tiền nắm giữ nhiều hay ít phụ thuộc vào chi phí chuyển đổi giữa tiền và các tài sản tài chính.

Mô hình cầu tiền theo cách tiếp cận tồn kho giả định tồn tại hai loại tài sản cất trữ giá trị (đó là tiền và các tài sản thay thế tiền có lãi suất- gọi chung là trái phiếu), các khoản thu nhập và chi phí là ngoại sinh. Thêm vào đó họ giả định tất cả các khoản thanh toán đều được thực hiện bằng tiền mặt và tất cả các thông tin có liên quan đều biết trước và không có sự biến động.



Theo mô hình này, hộ gia đình có nhu cầu nắm giữ bao nhiêu tiền là dựa trên cơ sở lựa chọn danh mục đầu tư và cân đối giữa hai mặt sau:

- Thứ nhất, nếu nắm giữ tài sản thay thế tiền- trái phiếu thì có thu nhập là lãi suất  $i$  nhưng nắm giữ tiền thì phải bỏ qua khoản thu nhập đó.

- Thứ hai, trong thực tế do không có sự trùng khớp về các khoản thu và các khoản phải chi nên để thực hiện các giao dịch mà với giá định của các nhà kinh tế học đi theo cách tiếp cận hàng tồn kho là mọi khoản thanh toán đều thực hiện bằng tiền thì mọi người phải nắm giữ tiền mặt.

Như vậy, 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 hoa hồng khi bán tài sản là  $a^0$  cố định cho mỗi lần giao dịch thì khi phí giao dịch tăng, nhu cầu nắm giữ tiền tăng. Lãi suất trái phiếu hay chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền tăng thì cầu tiền sẽ giảm. Do đó, nếu mọi người nắm giữ tiền ở mức bình quân cao hơn thì sẽ không phải đến ngân hàng mỗi khi muốn mua một cái gì đó nên chi phí giao dịch giảm, nhưng nắm giữ tiền nhiều hơn cũng có nghĩa là chúng ta sẽ mất đi lãi suất có thể thu được nếu gửi tiền vào tài khoản tiết kiệm có lãi.

Các mô hình cầu tiền tồn kho đưa ra một công thức căn bậc hai nổi tiếng:  $m^* = \sqrt{\frac{a^0 y}{2i}}$  cho biết 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. Các mô hình cầu tiền đó được gọi là mô hình cầu tiền tài sản hay mô hình cơ cấu đầu tư.

Trường phái kinh tế học nổi tiếng nghiên cứu cầu tiền theo mô hình cơ cấu đầu tư là ‘trường phái Yale’. Với cách tiếp cận này, tiền được hiểu theo nghĩa rộng là số lượng tiền nắm giữ trong danh mục cơ cấu đầu tư, tiền là một bộ phận trong cơ cấu phân bổ tài sản mà mỗi loại tài sản đều tạo ra luồng thu nhập hiện hữu và dịch vụ ngầm ẩn (lợi ích có được khi nó không phải là tiền). Do đó, vấn đề quan tâm chính của các mô hình cơ cấu đầu tư là đánh giá rủi ro và thu nhập kỳ vọng của các tài sản.

Cầu tiền thực tế theo mô hình cơ cấu đầu tư phụ thuộc vào lãi suất, của cải và tính thanh khoản của các tài sản tài chính. Do mọi người đều muốn tối đa hóa lợi ích nên khi lãi suất của các tài sản không phải là tiền tăng hoặc tính thanh khoản của các tài sản tài chính cao thì cầu tiền sẽ giảm. Tuy vậy, theo Tobin năm 1958 các cá nhân nắm giữ một phần của cải của người đó dưới dạng tiền trong danh mục cơ cấu đầu tư không giống nhau. Sự khác biệt đó là do những cá nhân khác nhau thì không giống nhau về sự sẵn sàng chấp nhận rủi ro và kỳ vọng về lợi tức của việc nắm giữ các tài sản không phải là tiền. Nếu ai đó sẵn sàng chấp nhận rủi ro để có được thu nhập cao trong tương lai từ việc nắm giữ các tài sản không phải là tiền thì trong cơ cấu tài sản của họ tiền sẽ có tỷ trọng nhỏ. Còn đối với các tác nhân ghét rủi ro thì tỷ trọng tiền trong danh mục cơ cấu đầu tư tối ưu của họ là lớn. Fischer năm 1975 [23] cho rằng nếu chỉ xét tới hành vi ghét rủi ro của các tác nhân kinh tế thì không thể đưa ra được cơ sở nền tảng cho hành vi nắm giữ tiền mà nó chỉ là lý do sơ khai của việc nắm giữ tiền vì tiền không phải là hoàn toàn không rủi ro như Tobin đã đề cập, rủi ro của việc nắm giữ tiền phụ thuộc sự biến động của giá cả. Do vậy, tài sản có tính an toàn nhất theo Fischer lại là trái phiếu có lãi suất điều chỉnh theo biến động mức giá.

Chức năng cất trữ giá trị của tiền cũng được nhấn mạnh trong ‘*Mô hình các thế hệ gối nhau*’ (*overlapping-generations models*). Samuelson [73] là nhà kinh tế học đầu tiên nghiên cứu cầu tiền theo hướng này vào năm 1958.

Và sau đó Thomas Sargent [75] và Neil Wallace [91] là hai nhà kinh tế học cổ điển nổi tiếng nghiên cứu cầu tiền theo mô hình các thế hệ gộp nhau ở thập kỷ 1980. Mô hình các thế hệ gộp nhau là mô hình cân bằng động xét tới sự khác nhau về khuynh hướng tiết kiệm giữa người già và người trẻ. Để giải thích cầu tiền một cách đơn giản, các tác nhân kinh tế được giả định là sẽ sống trong hai thời kỳ (thời kỳ 1 và 2). Do vậy, tại bất kỳ thời điểm nào thì dân số của một nền kinh tế cũng được chia thành hai phần một nửa già và một nửa trẻ, điều này cho phép các thế hệ gộp nhau. Trong các mô hình các thế hệ gộp nhau, tiền chỉ thuần túy được xem như là một loại tài sản và bỏ qua hoàn toàn chức năng phương tiện trao đổi. Mỗi tác nhân kinh tế được giả định là sẽ nhận được một lượng hàng hóa tiêu dùng thừa kế nhất định vào ngày mà người đó sinh ra. Những hàng hóa được thừa kế đó là những hàng hóa không lâu bền và không thể được cất trữ để tiêu dùng ở thời kỳ kế tiếp. Tuy vậy, các hàng hóa đó có thể chuyển thành tiền và được tích trữ qua các thời kỳ. Tại mỗi thời kỳ thì người trẻ sẽ bán một số hàng hóa thừa kế của thế hệ trước và dùng số tiền đó để nuôi dưỡng thế hệ trước qua đó sẽ điều hòa được tiêu dùng qua các thời kỳ.

Tóm lại, các lý thuyết cầu tiền tài sản được xây dựng dựa trên việc xem xét chức năng cất giữ giá trị của tiền. Tuy cách tiếp cận có thể khác nhau nhưng đều có chung một kết luận là cầu tiền thực tế phụ thuộc vào lãi suất, khối lượng tài sản, tính thanh khoản của các tài sản tài chính, sự sẵn sàng chấp nhận hay không chấp nhận rủi ro của các tác nhân kinh tế,...

**Cách tiếp cận lý thuyết cầu tiền của người tiêu dùng** (*Consumer demand theory approach*)

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. Năm 1956 trong bài viết '*Xem xét lại lý thuyết số lượng tiền*' Friedman cho rằng xem xét nhu cầu nắm giữ tài sản cần dựa trên các tiền đề về sự lựa chọn của người tiêu dùng và ông đã đưa ra lý thuyết cầu tiền nói chung bằng cách coi tiền như một loại tài sản mà nó mang lại lợi ích cho người nắm giữ.

Friedman phân tích cầu tiền bằng cách phân tích xem mọi người muốn nắm giữ bao nhiêu tiền nếu các nhân tố khác không đổi. Khối lượng tiền được Friedman sử dụng khi phân tích cầu tiền là khối lượng tiền rộng. Khi xét khối lượng tiền rộng Friedman còn cho rằng hàng hóa hữu hình cũng là một loại tài sản tài chính vì nó mang lại nhiều tiện ích cho người nắm giữ. Vì thế mà khi nghiên cứu cầu tiền ông đưa ra rất nhiều biến chi phí cơ hội trong đó có tỷ lệ lạm phát dự kiến mà ông coi là biến xấp xỉ đại diện cho thu nhập của những hàng hóa hữu hình và biến giải thích chính của hàm cầu tiền là tổng khối lượng tài sản.

Tóm lại, đến đây chúng ta đã thấy sự phát triển về mặt lý thuyết cầu tiền một cách tổng quát bắt đầu từ trường phái kinh tế học cổ điển. Trường phái cổ điển coi tiền chỉ là đơn vị tính toán và xây dựng các mô hình cầu tiền giao dịch. Cách tiếp cận số dư tiền của các nhà kinh tế trường Đại học Cambridge nhấn mạnh cầu về tiền là nhu cầu nắm giữ tiền của công chúng và đã đưa ra quan hệ giữa cầu tiền thực tế và thu nhập thực tế. Keynes xây dựng lý thuyết cầu tiền dựa trên cách tiếp cận Cambridge và phát triển lý thuyết cầu tiền dựa trên các động cơ dẫn dắt mọi người nắm giữ tiền và chính thức đưa thêm biến lãi suất vào trong việc xác định số dư cầu tiền thực tế. Các nhà kinh tế sau Keynes cũng đã phát triển rất nhiều mô hình mà qua đó đưa ra những cách giải thích khác nhau phản ánh mối quan hệ giữa các khối lượng tiền thực tế với thu nhập thực tế và lãi suất. Chức năng phương tiện trao đổi của tiền là cơ sở để xây dựng lý thuyết cầu tiền giao dịch trong đó các chi phí giao dịch

được coi như ổn định và đã biết trước như mô hình cầu tiền tồn kho và mô hình tiền mặt phải có trước khi giao dịch. Còn các mô hình cầu tiền dự phòng thì lại đề cập đến tính bất định của các chi phí giao dịch. Chức năng tài sản của tiền là cơ sở để xây dựng những mô hình cầu tiền tài sản. Những mô hình cầu tiền tài sản coi tiền là một loại tài sản trong cơ cấu đầu tư, cầu tiền được xác định dựa trên cơ sở tối đa hóa cơ cấu đầu tư của rất nhiều tài sản khác nhau với đặc tính về lợi ích và rủi ro không giống nhau. Các mô hình các thể hệ gộp nhau bỏ qua hoàn toàn chức năng phương tiện trao đổi của tiền mà chỉ nhấn mạnh tới chức năng tài sản. Cách tiếp cận lý thuyết cầu của người tiêu dùng giữ nguyên các đặc tính của cách tiếp cận cơ cấu đầu tư nhưng coi tiền như là một loại 'hàng hóa' nào đó mà người tiêu dùng mua, hàng hóa này cung cấp cho người tiêu dùng hàng loạt các dịch vụ và phân tích cầu tiền dựa trên nền tảng tối đa hóa độ thỏa dụng.

Dù phân tích cầu tiền dựa trên cơ sở phân tích như thế nào thì 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. Dù phân tích như thế nào thì khối lượng cầu tiền thực tế vẫn 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.

Tuy vậy, trong phân tích thực nghiệm về cầu tiền, biến nào được lựa chọn làm biến quy mô và biến nào được chọn làm biến chi phí cơ hội của việc giữ tiền thì không giống nhau, nó phụ thuộc vào thực tiễn của mỗi nền kinh tế được nghiên cứu cầu tiền. Thực tiễn đó như thế nào sẽ được đề cập tới ở phần tiếp theo.

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

Cầu tiền đóng một vai trò quan trọng trong phân tích kinh tế vĩ mô, đặc biệt là trong việc lựa chọn thực hiện chính sách tiền tệ thích hợp. Chính vì vậy mà có hàng loạt các nghiên cứu trên thế giới về cả lý thuyết cũng như thực nghiệm về cầu tiền trong mấy thập kỷ qua. Đặc biệt khi thị trường tài chính có xu hướng toàn cầu hóa, sự mở rộng công cuộc cải cách và tự do hóa tài chính trong nước đang diễn ra, cùng với sự phát triển trong kỹ thuật kinh tế lượng về chuỗi thời gian thì nghiên cứu cầu tiền lại càng trở nên cần thiết để có thể giúp cho Ngân hàng Trung ương đưa ra chính sách tiền tệ hợp lý. Vậy, thực tiễn nghiên cứu cầu tiền ở các nước như thế nào sẽ được xem xét ở phần nghiên cứu này.

Thực tiễn nghiên cứu định lượng về cầu tiền trên thế giới cho thấy kết quả ước lượng của các mô hình cầu tiền phụ thuộc phần lớn vào việc giải quyết 2 vấn đề cơ bản sau [80]: Vấn đề thứ nhất liên quan tới việc lựa chọn biến số và phép biểu diễn số liệu; Vấn đề thứ hai là việc lựa chọn cơ sở lý thuyết cầu tiền phù hợp cho nghiên cứu thực tiễn.

Đối với việc lựa chọn biến số thì thực tiễn cho thấy việc xác định biến chi phí cơ hội phù hợp là quan trọng nhất giúp cho việc nghiên cứu đem lại những kết quả có ý nghĩa. Còn vấn đề lựa chọn cơ sở lý thuyết thì các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy việc chọn lựa hàm cầu tiền khi ước lượng sẽ có kết quả kiểm định mang ý nghĩa thực tiễn hơn nếu như lựa chọn hàm cầu tiền không hoàn toàn lệ thuộc lý thuyết mà còn phải quan tâm cả đến thực trạng của mỗi quốc gia được nghiên cứu, chẳng hạn như thực trạng về sự phát triển kinh tế vĩ mô, sự phát triển của khu vực tài chính tiền tệ, mức độ tự do hóa lãi suất, độ mở của nền kinh tế... Và một vấn đề cũng quan trọng không kém đó là sự tồn tại của dữ liệu liên quan tới ước lượng hàm cầu tiền.

Khi ước lượng cầu tiền có thể sử dụng mô hình cầu tiền dưới dạng tuyến tính hoặc phi tuyến. Các mô hình cầu tiền tuyến tính đã được các nghiên cứu thực nghiệm sử dụng là: mô hình hiệu chỉnh từng phần (PAM), mô hình hàng tồn kho (BSM) và mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM). Trong 3 mô hình tuyến tính đó thì mô hình ECM là có ưu điểm hơn cả trong việc giải quyết hai vấn đề nêu trên. Chính vì điểm đó mà những năm 1990 mô hình ECM được sử dụng rộng rãi trong ước lượng cầu tiền. Tuy nhiên, gần đây một số nghiên cứu thực nghiệm về cầu tiền cho thấy rằng mô hình cầu tiền phi tuyến có thể giải thích đúng đắn hơn khi nền kinh tế có các biến số biến động chu kỳ ảnh hưởng tới cầu tiền.

Các nghiên cứu thực nghiệm về cầu tiền được trình bày ở phần nghiên cứu này chỉ tính từ đầu những năm 1990 đến nay, bao gồm các nghiên cứu cầu tiền dưới dạng hàm tuyến tính áp dụng cách tiếp cận mô hình ECM và một số mô hình cầu tiền phi tuyến. Thông qua đó đề cập một cách chi tiết các vấn đề có liên quan đến những kỹ thuật ước lượng cầu tiền như: việc lựa chọn các biến số, thời kỳ nghiên cứu và tần suất đồng thời tổng hợp những kết quả nghiên cứu chủ yếu của một số mô hình cầu tiền. Các hệ số co giãn của cầu tiền đối với thu nhập trong dài hạn, hệ số co giãn hoặc bán co giãn của lãi suất, và các hệ số hồi quy của các biến số liên quan khác cũng sẽ được trình bày tóm lược. Từ đó rút ra bài học cho việc nghiên cứu cầu tiền ở Việt Nam.

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

Phần 1.1 cho thấy có rất nhiều lý thuyết về cầu tiền được xây dựng nhằm lý giải tại sao mọi người lại nắm giữ tiền dựa trên cơ sở xem xét các động cơ giao dịch, đầu cơ, dự phòng. Các lý thuyết cầu tiền được xây dựng dựa trên rất nhiều giả thiết và có chung một số biến số quan trọng gắn liền với khu vực kinh tế thực. Mặc dù các biến số được xem như tương tự nhau để giải thích về cầu tiền, nhưng gần như lại có vai trò riêng biệt khác nhau. Tuy vậy,

tất cả những kết quả nghiên cứu thực nghiệm về cầu tiền vẫn phản ánh bản chất chính được đưa ra từ các mô hình lý thuyết. Các mô hình lý thuyết cầu tiền có quan hệ hàm số cơ bản trong dài hạn được viết dưới dạng tổng quát như sau:

$$\frac{M}{P} = f(S, OC)$$

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 ( $OC$ ). Cũng giống như các mô hình lý thuyết, những mô hình nghiên cứu thực nghiệm nói chung đều xác định cầu tiền là cầu tiền thực tế.

### **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**

##### *\* Lựa chọn biến khối lượng tiền*

Việc định nghĩa và 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. Theo các lý thuyết cầu tiền giao dịch thì tiền có chức năng là phương tiện trao đổi và mọi người nắm giữ tiền là để nhằm thực hiện chức năng đó. Còn theo các lý thuyết cầu tiền tài sản thì tiền được coi là một phần trong danh mục cơ cấu đầu tư của mỗi người, theo lý thuyết này mọi người nắm giữ tiền vì tiền có tính thanh khoản cao nhất và an toàn. Chính vì lý do nắm giữ tiền theo hai lý thuyết đó khác nhau nên khối lượng tiền sử dụng khi ước lượng cầu tiền cũng khác nhau. 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 tiền tài sản thì sử dụng khối lượng tiền rộng hơn.



Việc định nghĩa về tiền không hoàn toàn giống nhau giữa các nước do có sự khác biệt về thể chế và sự phát triển của hệ thống tài chính... Tuy vậy khối lượng tiền thường được chia thành hai loại cơ bản là khối lượng tiền hẹp và khối lượng tiền rộng. Khối lượng tiền hẹp thường là để chỉ những tài sản hiện hữu và có khả năng chuyển dịch ngay trong các giao dịch hàng ngày. Do đó, khối lượng tiền hẹp thường bao gồm tiền mặt và các tài khoản phát hành séc không có lãi suất hoặc có lãi suất rất thấp. Khối lượng tiền rộng bao gồm nhiều loại tài sản hơn so với khối lượng tiền hẹp và phụ thuộc vào việc người dân coi những thứ gì là tiền. Khối lượng tiền hẹp thường được ký hiệu là M1 còn khối lượng tiền rộng là M2.

Khối lượng tiền M1 được sử dụng nhiều trong các nghiên cứu cầu tiền vì nó là khối lượng tiền mà các nhà hoạch định chính sách có khả năng kiểm soát cao hơn là M2. Đặc biệt là ở những nước đang phát triển sử dụng khối lượng M1 thì tốt hơn M2 vì hệ thống ngân hàng và thị trường tài chính kém phát triển nên khó có thể lựa chọn được biến chi phí cơ hội phù hợp. Tuy nhiên, có nghiên cứu lại cho thấy ước lượng M2 thì hợp lý hơn bởi vì các biến số trong thực tế như tổng thu nhập thì có quan hệ trực tiếp với khối lượng tiền rộng chứ không phải là lượng tiền hẹp.

Tóm lại, tùy thuộc vào mục đích nghiên cứu cũng như là các biến số khác quan tâm trong ước lượng cầu tiền mà khối lượng tiền lựa chọn trong các nghiên cứu khác nhau thì không giống nhau. Người ta có thể ước lượng cầu tiền cho tổng các khối lượng tiền hoặc là từng thành tố của khối lượng tiền (xem cột 3 của Phụ lục 12)

*\* Biến quy mô*

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 (xem cột 4 của Phụ lục 12) trong các ước lượng thực nghiệm thường là tổng sản phẩm quốc dân (GNP), tổng sản phẩm quốc dân ròng (NNP), tổng sản phẩm quốc nội (GDP), tổng thu nhập quốc dân (GNI), tổng chi tiêu quốc dân (GNE), tổng giá trị sản lượng công nghiệp (IO)...

Tuy nhiên, tài sản rất khó có thể đo lường. Vì thế mà trên thế giới các nghiên cứu đề cập tới tài sản là biến quy mô là rất ít, nó mới chỉ được sử dụng trong ước lượng cầu tiền ở hai nước là Anh và Mỹ vì hai nước này có tồn tại các dãy số liệu đo lường tài sản trong quãng thời gian dài. Các nghiên cứu cầu tiền theo lý thuyết cầu tiền tài sản thường là sử dụng biến đại diện cho tài sản chẳng hạn như là thu nhập thường xuyên vì thu nhập thường xuyên có thể xác định được dựa trên thu nhập hiện thời và thu nhập kỳ vọng.

*\* Biến chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền*

Một vấn đề quan trọng nữa khi xác định mô hình cầu tiền là việc lựa chọn các biến số chi phí cơ hội thích hợp. Khi nắm giữ tiền mọi người thường quan tâm tới lãi suất của bản thân khối lượng tiền và lãi suất của các tài sản khác không phải là tiền.

Nếu khối lượng tiền xem xét khi ước lượng là M1 thì lãi suất của bản thân khối lượng tiền thường coi như là bằng không và thực tế thì nếu như thành tố của M1 có lãi suất thì thường là lãi suất thấp và không thay đổi nên có thể bỏ qua trong ước lượng. Còn đối với lãi suất của các tài sản thay thế tiền thì có rất nhiều lựa chọn như lãi suất tiền gửi tiết kiệm, lãi suất trái phiếu chính phủ,... hay đó chính là thu nhập của những thứ tài sản gần giống M1 và thay thế M1.

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 công ty dài hạn. Theo cách tiếp cận cơ cấu đầu tư thì tiền là một bộ phận trong cơ cấu tài sản của mỗi người bao gồm các tài sản thực, tài sản tài chính trong nước và tài sản nước ngoài. Khi đó họ thường gán cho thu nhập của các tài sản thực trong nước là tỷ lệ lạm phát kỳ vọng còn thu nhập của các tài sản nước ngoài là lãi suất ở nước ngoài và sự mất giá kỳ vọng của đồng nội tệ.

Thực tiễn nghiên cứu cầu tiền cho thấy đối với những nước mà 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 vì một số lý do như: do thị trường tài chính kém phát triển nên có rất ít khả năng thay thế giữa tiền và tài sản tài chính; lãi suất có sự điều tiết của chính phủ; dữ liệu về lãi suất không tồn tại. Lạm phát kỳ vọng có thể được xác định theo quan điểm kỳ vọng hợp lý hoặc kỳ vọng thích nghi; xác định bằng cách tính trung bình trọng số từ các số liệu trong quá khứ; thu thập từ điều tra ý kiến về lạm phát của dân cư; hoặc đơn giản nhất là lấy lạm phát của kỳ trước là tỷ lệ lạm phát kỳ vọng của kỳ này và đôi khi còn lấy luôn tỷ lệ lạm phát thực tế là lạm phát kỳ vọng của kỳ này nếu lạm phát thực tế và kỳ vọng có tương quan cao...

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. Đồng nội tệ kỳ vọng mất giá ám chỉ rằng thu nhập kỳ vọng từ việc nắm giữ tài sản nước ngoài tăng, do vậy, các tác nhân sẽ thay thế nắm giữ nội tệ bằng ngoại tệ.

Các lý thuyết cầu tiền như chúng ta đã thấy không đưa ra một dạng hàm cầu tiền chuẩn duy nhất cho việc phân tích cầu tiền. Theo như Zarembka

(1968) [94] thì dạng hàm loga tuyến tính là dạng hàm phù hợp nhất với cơ sở lý thuyết. Do vậy các biến lãi suất có thể đưa vào mô hình dưới dạng loga hoặc là giá trị. Hệ số ước lượng của lãi suất có thể cho biết độ co giãn hoặc bán co giãn của cầu tiền đối với lãi suất.

### ***1.2.2.2. Về phương pháp ước lượng và một số kết quả nghiên cứu thực nghiệm về hàm cầu tiền ở một số nước trên thế giới***

#### **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*).

#### *\* Mô hình hiệu chỉnh từng phần*

Phương pháp ước lượng hiệu chỉnh từng phần được sử dụng phổ biến trong ước lượng cầu tiền vào những năm 1960 và đầu 1970. Cách ước lượng đó được xây dựng dựa trên giả định thông tin hoàn hảo, giá và lãi suất là hoàn toàn linh hoạt, các tác nhân luôn có khuynh hướng điều chỉnh khối lượng tiền nắm giữ theo khối lượng cầu dài hạn. Với sở thích nắm giữ tiền nào đó thì nếu có một sự thay đổi nào đó của các biến giải thích thì các cá nhân sẽ lập tức điều chỉnh khối lượng tiền và giảm thiểu chi phí điều chỉnh.

Hàm cầu tiền dài hạn có dạng thông thường như sau:

$$\ln m_t^* = a_0 + a_1 \ln y_t + a_2 \ln i_t \quad (1.1)$$

Trong đó  $m_t^*$  là khối lượng cầu tiền thực tế dài hạn hay là khối lượng cầu tiền thực tế có nhu cầu nắm giữ ở thời kỳ  $t$ ,  $y_t$  là thu nhập thực tế ở thời kỳ  $t$ ,  $i_t$  là một hoặc một số biến chi phí cơ hội ở thời kỳ  $t$ .

Giả sử thị trường tiền tệ ban đầu cân bằng. Nếu điều kiện đó bị phá vỡ thì thu nhập và lãi suất sẽ phải điều chỉnh để trạng thái cân bằng lại được thiết lập. Tuy vậy do có sự tồn tại của các chi phí điều chỉnh cơ cấu đầu tư nên quá trình điều chỉnh thực tiễn không được thực hiện một cách đầy đủ và nhanh chóng. Năm 1966, Chow [12] giả định sự điều chỉnh đó được thực hiện theo cơ chế từng phần:

$$\ln m_t - \ln m_{t-1} = d (\ln m_t^* - \ln m_{t-1}) \quad (1.2)$$

Trong đó  $m_t$  là khối lượng tiền thực tế đang nắm giữ ở thời kỳ  $t$  và  $d$  là hệ số điều chỉnh từng phần ( $0 < d < 1$ ). Kết hợp phương trình 1.1 và 1.2 chúng ta có phương trình cầu tiền trong ngắn hạn như sau:

$$\ln m_t = d.a_0 + d.a_1 \ln y_t + d.a_2 \ln i_t + (1-d) \ln m_{t-1} \quad (1.3)$$

Các hệ số  $a_1$  và  $a_2$  ở phương trình trên cho biết hệ số co giãn của cầu tiền đối với thu nhập và lãi suất trong dài hạn còn  $d.a_1$  và  $d.a_2$  cho biết các hệ số đó trong ngắn hạn.

Tuy nhiên, thực tế việc sử dụng mô hình PAM gặp phải một số vấn đề khó khăn và hạn chế trong nghiên cứu động sau năm 1974 như:

- Khi ước lượng cầu tiền theo mô hình PAM dùng để dự báo thì dẫn đến việc dự báo quá cao cầu tiền mà Goldfel năm 1976 gọi nó là hiện tượng “*missing money*” do có sự đổi mới tài chính như sự xuất hiện của tài khoản NOW và NMMF trong cung cấp dịch vụ tài chính ngân hàng.
- Sử dụng mô hình PAM để ước lượng chuỗi thời gian có thể cho kết quả hồi quy giả do các chuỗi có cùng xu thế. Các hệ số ước lượng được không những chịu ảnh hưởng của biến độc lập mà còn bao hàm cả xu thế.

- Xảy ra hiện tượng *overshooting* do hệ số ước lượng của lãi suất quá nhỏ trong ngắn hạn nên để điều chỉnh biến động ngắn hạn về dài hạn thì đòi hỏi tỷ lệ lãi suất phải có sự thay đổi rất lớn nhưng thực tiễn cho thấy lãi suất không thay đổi quá nhiều như vậy.

\* *Mô hình hàng tồn kho (BSM)*

Mô hình này được sử dụng trong ước lượng cầu tiền vào những năm 1980. Mô hình BSM có ưu điểm hơn so với PAM ở chỗ nó loại trừ được hiện tượng *overshooting* và điều chỉnh được cấu trúc trễ trong hàm cầu ngắn hạn. Theo mô hình BSM thì mọi người nắm giữ tiền bởi vì khối lượng tiền nắm giữ trong tay là cái *nệm êm* làm giảm phần lớn những cú sốc liên quan tới sự bất cân đối giữa các khoản tiền nhận được và chi ra.

Mô hình được xây dựng dựa trên 2 giả định cơ bản: khối lượng tiền là ngoại sinh tức là nó hoàn toàn bị điều chỉnh bởi các nhân tố từ phía cung như hoạt động thị trường mở và việc mở rộng tín dụng của hệ thống ngân hàng; thị trường tiền tệ không cân bằng do tại bất kỳ thời điểm nào thì khối lượng tiền mà các tác nhân nắm giữ cũng không thể xóa được sự chênh lệch giữa cung tiền và cầu tiền. Sự bất cân đối đó có thể kéo dài tới mức mà cần phải có một sự thay đổi ngoại sinh để cân bằng lại thị trường.

Mô hình BSM mà Carr và Darby đưa ra năm 1981 [8] có dạng:

$$\ln m_t = \beta_0 + \beta_1 y_t + \beta_2 i_t + \beta_3 \ln m_{t-1} + \alpha(\ln m_t - \ln m_t^*) + u_t \quad (1.4)$$

Trong đó  $m$  là khối lượng tiền thực tế,  $y$  là thu nhập thực tế và  $i$  là chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền.  $m_t^*$  là khối lượng cung tiền thực tế dự kiến phụ thuộc vào chính sách tiền tệ. Theo phương trình trên thì cả hai vế của nó đều chứa biến  $\ln m_t$  nên khi ước lượng có thể dẫn đến một số vấn đề kinh tế lượng như giữa  $\ln m_t$  và  $u_t$  có hiện tượng tương quan. Đồng thời trong thực tế thì giả định lượng tiền là hoàn toàn ngoại sinh thì không chắc chắn đúng.

\* *Phương pháp hiệu chỉnh sai số (ECM)*

Mô hình ECM được các nhà kinh tế học sử dụng nhiều trong việc phân tích định lượng cầu tiền từ đầu những năm 1990. Mô hình này có ưu điểm hơn so với các mô hình trước đó không chỉ là vì các đặc tính của số liệu được kiểm định kỹ lưỡng trước khi lựa chọn kỹ thuật ước tính thích hợp mà cấu trúc trở được chọn dựa trên cơ sở dữ liệu tạo ra quá trình vận động cho các biến kinh tế giữa ngắn hạn và dài hạn. Do vậy mà kết quả ước lượng theo mô hình ECM cho ta thông tin về các đặc tính không chỉ trong ngắn hạn mà cả trong dài hạn.

Hàm cầu tiền dài hạn được giả định có dạng:

$$\ln m_t = b_1 \ln y + b_2 i \quad (1.5)$$

Tại mỗi thời kỳ do có sự bất ổn và sự điều chỉnh của các khoản chi phí nên có sự sai lệch giữa khối lượng cầu tiền tối ưu và thực tế thực tế nắm giữ  $e_t$ .

$$e_t = \ln m_t - b_1 \ln y_t - b_2 i_t \quad (1.6)$$

Khối lượng cầu tiền ở mỗi thời kỳ sẽ điều chỉnh một phần qua sự thay đổi của  $y$  và  $i$  và một phần qua  $e_t$

$$\Delta \ln m_t = \delta b_1 \Delta \ln y_t + \delta b_2 \Delta i_t + \beta \Delta e_{t-1} \quad (1.7)$$

Trong đó  $\delta$  là hệ số điều chỉnh của cầu tiền ở thời kỳ  $t$  theo sự thay đổi của  $y$  và  $i$  còn  $\beta$  là hệ số điều chỉnh của cầu tiền ở thời kỳ  $t$  theo sự sai lệch của cầu tiền thực tế nắm giữ và cầu tiền dài hạn ở thời kỳ trước.

Theo Granger (1983 và 1986) [28, 29] khái niệm cân bằng dài hạn ổn định chỉ là sự tương đương về mặt thống kê của đồng tích hợp. Khi có đồng tích hợp và nếu có một cú sốc bất kỳ xảy ra gây ra sự mất cân bằng thì sẽ tồn tại một quá trình điều chỉnh động ngắn hạn như cơ chế hiệu chỉnh sai số, cơ

ché này sẽ đưa hệ thống trở lại trạng thái cân bằng dài hạn. Thực tế cho thấy, đồng tích hợp hàm ý sự tồn tại của dạng hàm hiệu chỉnh sai số động trong việc xem xét quan hệ giữa các biến. Do vậy, mô hình ECM sử dụng trong ước lượng sẽ cho phép xác định cân bằng dài hạn từ sự vận động ngắn hạn được xác định từ dữ liệu thực tế.

Cách ước lượng hàm cầu tiền theo như Engle và Granger nêu trên là cách tiếp cận mô hình hiệu chỉnh sai số phương trình đơn cho các dãy số thời gian. Tuy nhiên, nghiên cứu cầu tiền thực tế cho thấy không chỉ có một vectơ đồng tích hợp nếu số lượng các biến đưa vào hàm cầu tiền nhiều hơn hai. Tức là có thể có nhiều hơn một vectơ hệ số đồng tích hợp trong quá trình *Data Generating*. Trong trường hợp đó hàm cầu tiền được xây dựng dựa trên mô hình vectơ hiệu chỉnh sai số (VECM) được Johansen ứng dụng vào năm 1988 [43] và được Johansen và Juselius phát triển vào năm 1990 [44] (mô hình VECM sẽ được ứng dụng trong ước lượng hàm cầu tiền ở Việt Nam nên mô hình VECM sẽ được trình bày ở Chương 3 của luận án)

Như vậy, mô hình ECM là mô hình có ưu điểm hơn cả trong việc ước lượng cầu tiền dưới dạng tuyến tính. Đó là lý do mà có rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm về cầu tiền ở các nước được thực hiện theo mô hình ECM vào những năm 1990. Chúng ta có thể thấy rất rõ điều này qua Phụ lục 12. Phụ lục này đề cập một cách tóm tắt một số nghiên cứu thực nghiệm về cầu tiền sử dụng mô hình ECM. Các thông tin chúng ta có thể thấy được là các biến số sử dụng trong các ước lượng- khối lượng tiền, biến quy mô, biến chi phí cơ hội- và cách thức kiểm định các biến.

Theo những tóm tắt nghiên cứu cầu tiền ở một số nước trên thế giới ở Phụ lục 12 thì các kết quả ước lượng của các nghiên cứu trong Phụ lục 12 như các độ co giãn dài hạn của thu nhập và bán co giãn hoặc co giãn của chi phí cơ hội và các biến khác được trình bày ở Phụ lục 13. Do nghiên cứu động



ngắn hạn bao gồm nhiều biến phức tạp nên Phụ lục 13 chỉ tập trung vào những kết quả ước lượng dài hạn của các nghiên cứu.

Qua những thông tin ở Phụ lục 12 và 13 chúng ta có thể thấy một số điểm sau đây khi nghiên cứu cầu tiền ở các nước sử dụng mô hình ECM từ đầu những năm 1990 như sau:

- Phần lớn các nghiên cứu được thực hiện ở các nước kinh tế phát triển cũng như là những nền kinh tế có hệ thống thống kê phát triển.
- Tần suất số liệu khi nghiên cứu có thể là theo năm, quý hoặc tháng tùy theo sự tồn tại của dữ liệu và mục đích nghiên cứu.
- Khối lượng tiền được lựa chọn có thể là B (tiền cơ sở), M1 (khối lượng tiền hẹp), M2 (khối lượng tiền rộng), CHP (khối lượng tiền công chúng đang nắm giữ, CC (khối lượng tiền trong lưu thông)... Các khối lượng tiền sử dụng trong ước lượng có thể là dạng biến danh nghĩa hoặc thực tế.
- Biến quy mô có thể sử dụng là DA (tổng chi tiêu của các tác nhân trong nước), GDE (tổng chi tiêu trong nước), GDP (tổng sản phẩm quốc nội), GNP (tổng sản phẩm quốc dân), IIP (chỉ số sản xuất công nghiệp), IO (giá trị sản lượng công nghiệp), NI (thu nhập quốc dân), NNI (thu nhập quốc dân ròng).
- Lãi suất xem xét trong hàm cầu tiền có thể là CMR (lãi suất không kỳ hạn), CBDR (lãi suất chiết khấu của NHTW), CPR (lãi suất thương phiếu), CBR (lãi suất trái phiếu công ty), FDR (lãi suất tiền gửi cố định), LIBOR (lãi suất LIBOR), LTBR (lãi suất vay dài hạn), MMR (lãi suất trên thị trường tiền tệ), CBTD3M (lãi suất tiền gửi 3 tháng tại NHTM), TDR (lãi suất tiền gửi có kỳ hạn), T-bill (tín phiếu chính phủ), T-bond (trái phiếu chính phủ). Tùy theo khối

lượng tiền lựa chọn và sự tồn tại của số liệu mà lãi suất có thể sử dụng trong các ước lượng là không giống nhau.

- Trong những nền kinh tế có hiện tượng đô la hóa thì tỷ giá hối đoái cũng là một biến số được đưa vào hàm cầu tiền. Chẳng hạn như họ sử dụng DEPR (mức độ phá giá của đồng nội tệ), XR (tỷ giá hối đoái của đồng nội tệ); EER (tỷ giá hối đoái hiệu quả), NEER (tỷ giá hối đoái hiệu quả danh nghĩa)
- Nếu các biến mà  $I(0)$  thì sẽ được đưa vào hàm cầu tiền ngắn hạn dưới dạng giá trị còn nếu là  $I(1)$  thì sẽ được đưa vào hàm cầu tiền khi ước lượng là dưới dạng sai phân.
- Hệ số ước lượng được của cầu tiền đối với các biến giải thích trong những mô hình của các nước khác nhau thì không giống nhau. Nhưng chúng đều đưa đến một kết luận giống như trong lý thuyết là đều phản ánh quan hệ thuận chiều với biến quy mô và có quan hệ ngược chiều với các biến chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền.
- Một điểm cuối cùng nhưng không kém phần quan trọng trong việc nghiên cứu cầu tiền mà các nhà nghiên cứu luôn phải lưu tâm đó là lựa chọn hàm cầu tiền không nên phụ thuộc hoàn toàn vào lý thuyết mà còn phải quan tâm cả đến thực trạng của mỗi quốc gia được nghiên cứu chẳng hạn như sự phát triển kinh tế vĩ mô, sự phát triển của thị trường tài chính, mức độ tự do hóa lãi suất, độ mở của nền kinh tế...

Kết quả của các nghiên cứu thực nghiệm về cầu tiền ở những nước đang phát triển, những nước có hệ thống tài chính ở mức độ phát triển thấp như ở Argentina (1946-1962), Trung Quốc (1983-1993), Cameroon (1976-1987), Iran (1959-1990), Malayxia (1973-1995), Thái Lan (1978-1995)... cho thấy rằng:

- Hệ số nhạy cảm của cầu tiền đối với thu nhập đều lớn hơn 1. Điều này cho thấy khi thị trường tài chính phát triển ở giai đoạn thấp và quá trình tiền tệ hóa diễn ra thì 1% thay đổi trong thu nhập làm cho cầu tiền thay đổi lớn hơn.
- Một biến chi phí cơ hội mà được sử dụng tương đối phổ biến trong các nghiên cứu cầu tiền ở những nước đang phát triển đó là tỷ lệ lạm phát kỳ vọng chứ không phải như những nước phát triển là tỷ lệ lãi suất. Lý do của sự lựa chọn đó là do thị trường tài chính kém phát triển, lãi suất có sự can thiệp nên sự biến động của lãi suất không phản ánh đúng hành vi thị trường.
- Đối với những nước có thị trường tài chính kém phát triển, danh mục tài sản tài chính là ít thì sự biến động của tỷ giá hối đoái cũng là một biến quan tâm trong ước lượng cầu tiền.

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

Như phân trên chúng ta thấy hầu hết các phương pháp ước lượng cầu tiền tuyến tính đều phải đòi hỏi giả định là các quan hệ đồng tích hợp là có dạng tuyến tính. Tuy nhiên theo các lý thuyết về kinh tế học về cầu tiền thì điều kiện này là không cần thiết. Đồng thời thực tiễn phát triển kinh tế các nước cho thấy có sự thay đổi lớn về chế độ tỷ giá hối đoái, về thể chế và mục tiêu của các chính sách kinh tế vĩ mô. Cùng với nó là 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 đòi hỏi 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 do đó các dãy số thời gian xuất hiện quan hệ phi tuyến.

Sự tồn tại quan hệ phi tuyến giữa cầu tiền với thu nhập và lãi suất đã được nhiều nhà kinh tế chứng minh. Chẳng hạn như nghiên cứu cầu tiền ở Taiwan của Huang, Lin và Cheng năm 2001 [39] về bằng chứng tồn tại quan hệ phi tuyến là cầu tiền có khuynh hướng thay đổi nhanh trong nền kinh tế trong đà suy thoái hơn là khi nền kinh tế trong xu hướng đi lên.

Nghiên cứu của Choi và Saikkonen năm 2004 [9] cho thấy cầu tiền nhạy cảm hơn với lãi suất khi lãi suất ở mức cao. Vì khi lãi suất ở mức cao mà lại có sự biến động tăng thêm nữa thì chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền cao hơn và chính nó làm cho công chúng trở nên nhạy cảm hơn với sự thay đổi của lãi suất khi họ đưa ra quyết định nắm giữ tiền. Mặt khác, giả thuyết của chu kỳ chính trị cho thấy rằng những chính trị gia đương chức trước các kỳ bầu cử thường thực hiện chính sách tiền tệ mở rộng để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nhằm mục tiêu tái đắc cử nhiệm kỳ sau.

Cầu tiền của Nhật do nhóm nghiên cứu Youngsoo Bae, Vikas Kakkar và Masao Ogaki thực hiện năm 2006 [93] theo 3 dạng hàm dựa trên các lý thuyết cầu tiền khác nhau. Trong đó hai dạng hàm là phi tuyến và một có dạng tuyến tính thông thường. Kết quả của nghiên cứu này cho thấy dạng hàm cầu tiền dài hạn phi tuyến là phù hợp hơn cả.

Nghiên cứu của Lee, Cheng, và Chang năm 2006 [53] cho thấy tồn tại quan hệ đồng tích hợp phi tuyến khi nghiên cứu cầu tiền ở hầu hết các nước G-7.

Cầu tiền của Trung Quốc do Darran Austin và Bert Ward thực hiện năm 2006 [16] cho giai đoạn 1987- 2004 theo mô hình phi tuyến. Kết quả nghiên cứu của họ khẳng định thêm rằng khi nền kinh tế có sự cải cách tài chính diễn ra thì hàm cầu tiền tuyến tính sẽ bị bác bỏ. Đồng thời họ cũng đưa ra khuyến nghị đối với việc điều hành chính sách tiền tệ của Trung Quốc là chỉ nên hướng tới một mục tiêu chính sách tiền tệ là giữ lạm phát ở dưới

ngưỡng 5,1%. Vì chỉ ở mức lạm phát đó thì hàm cầu tiền mới ổn định, và khi đó Ngân hàng trung ương có thể kiểm soát cầu và điều hành chính sách tiền tệ hiệu quả.

Các mô hình cầu tiền phi tuyến sử dụng phương pháp của Terasvirta [85]. Mô hình hóa các mối quan hệ kinh tế bằng các hồi quy chuyển tiếp trơn, thủ tục kiểm định tính chất tuyến tính của mô hình hiệu chỉnh sai số của hàm cầu tiền đối với khả năng phi tuyến của hàm hồi quy chuyển tiếp trơn (STR).

Sau khi đã chọn được các biến phù hợp cho mô hình cầu tiền thông qua một số các kiểm định bao gồm cả kiểm định J của Davidson và Mc-Kinnon để xác định chuỗi số liệu nào cung cấp nhiều thông tin về hàm cầu tiền thì chiến lược mô hình hóa hồi quy chuyển tiếp trơn (STR) gồm ba giai đoạn chính: chỉ định, ước lượng và đánh giá.

Trong giai đoạn đầu thì mô hình cầu tiền tuyến tính được chỉ định và kiểm định tính phi tuyến của các tham số trong hàm cầu. Đồng thời lựa chọn biến chuyển ( $s_t$ ) và xác định xem nên sử dụng LSTR1 hay LSTR2.

Mô hình tuyến tính được chỉ định có dạng của mô hình cầu tiền hiệu chỉnh sai số như sau:

$$\Delta m_t = \beta' \Delta z_t + \lambda EC_{t-1} + u_t \quad (1.8)$$

$$\text{Trong đó: } t = 1, \dots, T \quad u_t \sim iid(0, \sigma_u^2)$$

Và  $m$  là khối lượng tiền được chọn,  $z$  là véc tơ các biến giải thích (thu nhập, biến chi phí cơ hội và có thể là giá trị trễ của  $m$ ),  $EC$  là phần hiệu chỉnh sai số bao gồm độ chệch của tiền so với giá trị cân bằng dài hạn ước lượng được và  $u$  là sai số thỏa mãn các giả thiết chuẩn.

Nếu các kiểm định khẳng định rằng tồn tại mối quan hệ đồng tích hợp tức là hàm trên là hàm cầu tiền dài hạn. Sau đó dựa trên kiểm định về tính

ngoại sinh yếu cho phép sử dụng cách tiếp cận phương trình đơn thì mô hình tuyến tính này sẽ được kiểm định tiếp cho trường hợp chỉ định STR phi tuyến.

Theo Terasvirta, chúng ta sử dụng hàm chuyển tiếp logistic,  $G(.)$  và biểu diễn mô hình STR như sau:

$$m_t = \phi' z_t + \theta' z_t G(\gamma, c, s_t) + u_t$$

$$t = 1, \dots, T; \quad u_t \sim iid(0, \sigma_u^2)$$

$$G(m, c, s_t) = \left( 1 + \exp \left\{ -\gamma \prod_{k=1}^K (s_t - c_k) \right\} \right)^{-1}, \quad \gamma > 0 \quad (1.9)$$

$z_t = (w_t', x_t')$  là một ma trận  $((m+1) \times 1)$  của các biến giải thích với  $w_t' = (1, m_t, \dots, m_{t-p})'$  và  $x_t' = (x_{1t}, \dots, x_{kt})'$ .  $G(.)$  là hàm chuyển tiếp (bị giới hạn giữa 0 và 1) và phụ thuộc vào các biến chuyển  $(s_t)$ , tham số ngưỡng  $(c)$  và tham số “độ trơn”  $\gamma$ . Các vectơ  $\phi$  và  $\theta$  biểu thị cho các tham số trong phần tuyến tính và phần phi tuyến của mô hình tương ứng, và ma trận  $x_t$  có thể bao gồm cả biến dừng, cả phần hiệu chỉnh sai số là một biến giải thích ngoại sinh. Hàm chuyển  $G(.)$  có thể có dạng đơn điệu hoặc đối xứng tùy thuộc vào  $K=1$  hay  $K=2$  trong hàm chuyển. Với  $K=1$  thì mô hình được gọi là LSTR1 sẽ có một ngưỡng duy nhất và quá trình chuyển giữa hai trạng thái là đơn điệu, còn với  $K=2$  (mô hình LSTR2) thì có một ngưỡng phía trên và một ngưỡng phía dưới giữa hai trạng thái.

Nếu mô hình tuyến tính bị bác bỏ thì bước tiếp theo là tiến hành ước lượng mô hình phi tuyến. Bước cuối cùng là đánh giá mô hình thông qua các kiểm định chỉ định mô hình như kiểm định tự tương quan, kiểm định không tồn tại tuyến tính, kiểm định phương sai sai số thay đổi có điều kiện tự hồi quy...

Nói chung so với mô hình ước lượng cầu tiền tuyến tính thì mô hình cầu tiền phi tuyến thể hiện và giải thích được rõ hơn những tác động mang tính thể chế, sự ảnh hưởng của tốc độ cải cách tài chính, và một số biến khác mang tính phi tuyến ảnh hưởng tới nhu cầu nắm giữ tiền.

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

#### **1.3.1. Lý luận chung về CSTT**

##### ***1.3.1.1. Quan niệm về CSTT***

Chính sách tiền tệ (CSTT) là một bộ phận của chính sách tiền tệ tài chính quốc gia, thuộc tầm kinh tế vĩ mô do Ngân hàng trung ương (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. Như vậy, chúng ta có thể thấy:

- CSTT là một bộ phận hữu cơ cấu thành chính sách kinh tế tài chính quốc gia
- CSTT là công cụ kinh tế vĩ mô
- NHTW là người đề ra và vận hành CSTT
- Mục tiêu tổng quát của CSTT là ổn định và nâng cao sức mua của đồng tiền trong nước

Ở Việt Nam Ngân hàng Trung ương (Ngân hàng Nhà nước Việt nam) là cơ quan của chính phủ, thực hiện chức năng quản lý nhà nước về tiền tệ và hoạt động ngân hàng, chịu trách nhiệm chính trong việc hoạch định và thực thi chính sách tiền tệ quốc gia nhằm ổn định giá trị đồng tiền, góp phần đảm bảo hoạt động ngân hàng và hệ thống tổ chức tín dụng, thúc đẩy phát triển kinh tế xã hội theo định hướng xã hội chủ nghĩa [23].

### ***1.3.1.2. Hệ thống các mục tiêu của CSTT***

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 → MT hoạt động → MT trung gian → MT cuối cùng.

Để đạt được đích cuối cùng của CSTT, NHTW phải theo đuổi nhiều mục tiêu trực tiếp và gián tiếp khác nhau. Các mục tiêu này có liên kết chặt chẽ với nhau cũng như với mục tiêu cuối cùng của CSTT. Việc lựa chọn các mục tiêu của CSTT được coi là việc làm quan trọng nhất và khó khăn nhất trong việc xây dựng và thực thi CSTT, nó quyết định tính hiệu quả hay không hiệu quả của CSTT, bởi vì mục tiêu quyết định khuôn khổ hay chiến lược CSTT quốc gia.

#### *a. Mục tiêu cuối cùng*

Mục tiêu cuối cùng cụ thể của CSTT của những quốc gia khác nhau thì không giống nhau. Chẳng hạn như mục tiêu của CSTT mà Cục dự trữ Liên bang Mỹ đưa ra là: tạo nhiều công ăn việc làm, tăng trưởng kinh tế, ổn định giá cả, ổn định lãi suất, ổn định thị trường tài chính, ổn định thị trường ngoại hối. Mục tiêu của NHTW Liên bang Đức là hướng tới: tăng trưởng kinh tế, kiềm chế lạm phát, ổn định giá trị đồng tiền. Các mục tiêu CSTT của Malaysia cũng như một số nước Châu Á khác là: duy trì ổn định tiền tệ, ổn định tỷ giá và thúc đẩy phát triển hệ thống tài chính và ngân hàng, góp phần thúc đẩy phát triển và tăng trưởng kinh tế.

Tuy nhiên, CSTT là một công cụ quản lý kinh tế vĩ mô nên dù các mục tiêu cụ thể của CSTT của các nước có thể khác nhau nhưng về cơ bản nó đều



hướng tới các mục tiêu của kinh tế vĩ mô đó là tăng trưởng kinh tế, tạo công ăn việc làm, và ổn định giá trị đồng nội tệ.

❖ Kiểm soát lạm phát, ổn định giá cả, ổn định giá trị đồng nội tệ

Lạm phát là sự gia tăng của mức giá chung theo thời gian. Lạm phát xảy ra do rất nhiều nguyên nhân khác nhau.

- Theo quan điểm của trường phái kinh tế học cổ điển thì nguyên nhân của lạm phát là do cung ứng tiền tệ, tốc độ gia tăng của lạm phát theo trường phái này đúng bằng tốc độ tăng của cung ứng tiền tệ. Do vậy để kiểm soát được giá cả và lạm phát thì phải kiểm soát được tốc độ tăng của cung ứng tiền tệ.

- Theo quan điểm của trường phái Keynes thì lạm phát có nguyên nhân từ sự biến động của cung cầu về hàng hóa và dịch vụ. Nếu tổng cầu tăng lên quá mức trong khi cung không kịp đáp ứng hoặc do chi phí sản xuất tăng thì cũng làm cho lạm phát tăng. Tiền chi là một yếu tố làm thay đổi cầu và làm cho lạm phát thay đổi. Năm 2004 lạm phát ở nền kinh tế Việt nam có một số nguyên nhân như: giá dầu tăng, cúm gia cầm, nhu cầu xuất khẩu tăng quá mức, cung tiền tăng,...

Lạm phát xảy ra có thể có tác động hai mặt đến nền kinh tế- xã hội, tích cực hoặc tiêu cực. Nếu như lạm phát ở mức vừa phải, có thể dự đoán được thì nó có tác động tích cực đối với tăng trưởng kinh tế. Còn khi lạm phát xảy ra quá cao, có sự biến động quá lớn thì nó sẽ dẫn đến sự sai lệch các tín hiệu thị trường, làm gia tăng các khoản chi phí thực đơn, chi phí dầy da, phân phối lại của cải một cách ngẫu nhiên, không mong muốn giữa các thành viên trong xã hội, kích thích tâm lý đầu cơ tích trữ hàng hóa, bất động sản, vàng bạc, gây mất lòng tin đối với đồng nội tệ,... Do đó, chi phí xã hội gia tăng, đời sống nhân dân gặp khó khăn; hệ thống ngân hàng thương mại khó khăn trong việc

thu hút vốn và nền kinh tế sẽ không có vốn cho đầu tư, khó khăn cho tăng trưởng kinh tế.

Các nhà kinh tế học cho rằng nền kinh tế thị trường thì phải chấp nhận lạm phát tuy nhiên cần phải có những biện pháp phù hợp đưa ra để giữ cho lạm phát ở một tỷ lệ nào đó tạo điều kiện thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Theo nghiên cứu của Mohsin S.Khan thì tỷ lệ lạm phát tối đa thúc đẩy tăng trưởng ở những nước phát triển là 1% năm, còn ở những nước đang phát triển 11% năm [63]. Để đạt được mục tiêu đó thì không thể thiếu được vai trò của NHTW.

- ❖ Ổn định giá trị đối ngoại của đồng tiền trên cơ sở cân bằng cán cân thanh toán quốc tế và ổn định tỷ giá hối đoái

Sự biến động của tỷ giá hối đoái sẽ có tác động đến hoạt động kinh tế trong nước đặc biệt là hoạt động xuất nhập khẩu. Tỷ giá hối đoái của đồng ngoại tệ mà thay đổi theo hướng làm tăng tỷ giá thực tế thì sẽ khuyến khích xuất khẩu do hàng hóa trong nước rẻ tương đối so với hàng hóa khác ở nước ngoài và sẽ không khuyến khích người trong nước tiêu dùng hàng ngoại. Qua đó cán cân thương mại sẽ được cải thiện hơn, ngoại tệ thu về cho nền kinh tế tăng, thu nhập từ xuất khẩu tăng, tăng GDP. Tuy vậy, khi tỷ giá thực tế tăng, các doanh nghiệp trong nước mà phải sử dụng các đầu vào nhập khẩu từ nước ngoài sẽ gặp nhiều khó khăn do chi phí nhập khẩu lớn. Ngược lại, nếu tỷ giá hối đoái đồng ngoại tệ thay đổi theo hướng làm giảm tỷ giá hối đoái thực tế thì sẽ gây bất lợi cho xuất khẩu và có tác dụng khuyến khích nhập khẩu, ngoại tệ chảy ra nước ngoài nhiều hơn...

Như vậy, muốn ổn định tiền tệ và kinh tế trong nước cần phải có biện pháp ổn định giá cả hàng hóa dịch vụ và tỷ giá hối đoái nhờ đó ổn định được giá trị thực tế của đồng nội tệ.

- ❖ Thúc đẩy tăng trưởng kinh tế:

Tăng trưởng kinh tế phản ánh sự gia tăng của sản lượng thực tế hoặc sản lượng thực tế bình quân đầu người theo thời gian. Chỉ tiêu kinh tế vĩ mô thông thường được sử dụng để tính tốc độ tăng trưởng kinh tế là tổng sản phẩm quốc nội- GDP. Khi cung ứng tiền tệ tăng, lãi suất tín dụng thường giảm xuống, chi phí đầu tư giảm sẽ khuyến khích đầu tư, tăng tổng cầu, tăng trưởng kinh tế. Ngược lại, cung tiền giảm làm cho lãi suất có xu hướng tăng, đầu tư giảm, chi tiêu giảm, tổng cầu giảm, tăng trưởng giảm.

❖ Tạo công ăn việc làm, giảm thất nghiệp:

Cùng với mục tiêu tăng trưởng kinh tế, CSTT cũng hướng vào mục tiêu tạo công ăn việc làm cho nền kinh tế. CSTT chỉ có thể tạo được công ăn việc làm nhiều hơn thông qua các tác động mở rộng đầu tư, mở rộng các hoạt động kinh tế, chống suy thoái kinh tế. Muốn vậy, NHTW cần phải tăng cung tiền. Tuy nhiên, khi đó thì CSTT đưa ra có thể không thể đạt được mục tiêu kinh tế vĩ mô khác như ổn định giá cả, lạm phát.

#### *b. Mục tiêu trung gian*

Mục tiêu trung gian của CSTT là những biến số tiền tệ mà có thể đo lường được, NHTW có thể kiểm soát được và phải có tác động dự báo được mục tiêu cuối cùng. Điều đó có nghĩa là biến số tiền tệ đó phải có mối liên hệ với mục tiêu hoạt động và có thể tác động tới mục tiêu cuối cùng của CSTT.

Ngân hàng Thế giới qua đúc kết kinh nghiệm của các nước đã chia mục tiêu trung gian thành 3 loại sau:

\* Mục tiêu trung gian là tổng lượng tiền

Khuôn khổ lý thuyết cho việc thực hiện mục tiêu trung gian là khối lượng tiền là lý thuyết số lượng tiền.

Để thực hiện được mục tiêu này NHTW phải thực hiện các bước sau:

(i) đặt mục tiêu cuối cùng về lạm phát trong từng thời kỳ nhất định; (ii) ước

tính mức tăng của sản lượng thực tế; (iii) dự báo tốc độ tăng của tốc độ chu chuyển tiền tệ.

Tuy nhiên, mục tiêu trên sẽ khó có thể đạt được nếu như tốc độ chu chuyển của tiền không ổn định hoặc có sự biến động không theo một chiều hướng sẽ gây khó khăn cho việc dự báo. Chẳng hạn như đối với những nước đang trong quá trình tự do hóa tài chính, tiền tệ hóa nền kinh tế thì cầu tiền tăng nhanh do đó tốc độ chu chuyển của tiền giảm xuống, việc tăng cung tiền có thể không phải là nguyên nhân của lạm phát trong tương lai như lý thuyết số lượng.

Do vậy, đối với những nước đang trong quá trình tự do hóa tài chính, tiền tệ hóa nền kinh tế thì việc xác định mục tiêu khối lượng tiền không thể áp dụng công thức của lý thuyết số lượng tiền mà cần phải dự báo cầu tiền để đưa ra con số chính xác về khối lượng cung ứng tiền tệ tăng thêm.

\* Mục tiêu trung gian là tỷ giá

Với mục tiêu trung gian là tỷ giá thì mục tiêu của CSTT của nước lựa chọn mục tiêu phụ thuộc vào CSTT của nước neo tỷ giá. Mục tiêu tỷ giá tránh được những biến động ngắn hạn về lãi suất và sản lượng do những biến động khó lường về nhu cầu tiền tệ nếu như chọn mục tiêu trung gian là tổng lượng tiền.

Thực hiện mục tiêu tỷ giá có ưu điểm là rất minh bạch đối với dân chúng và nếu nước neo tỷ giá có lạm phát thấp thì về cơ bản nước bị neo tỷ giá cũng có lạm phát thấp vì sau một thời gian điều chỉnh giá cả ở nước bị neo tỷ giá sẽ sát với nước neo tỷ giá.

Tuy nhiên, khi đặt mục tiêu trung gian là tỷ giá cũng có những bất lợi so với mục tiêu là tổng lượng tiền trong trường hợp có những thay đổi ngược chiều của thị trường đối với nền kinh tế như điều kiện thương mại xấu đi, năng suất thấp, mất thị trường xuất khẩu, khi đó cố định tỷ giá tức liên quan

tới việc cố định một giá cả tương đối thì không thể ngăn chặn những cú sốc thực đối với nền kinh tế do bị chi phối cả sức ép phá giá, sản lượng thực tế sẽ giảm (ít nhất là trong ngắn hạn) nếu tiền lương và giá cả trong nước là không hoàn toàn linh hoạt.

\* Mục tiêu trung gian là lãi suất thị trường

NHTW điều hành CSTT hướng lãi suất thị trường theo lãi suất mục tiêu. Lựa chọn lãi suất là mục tiêu trung gian đồng nghĩa với việc hạn chế tác động của mức cầu tiền hoặc cung tiền đến tổng cầu của nền kinh tế. Điều này có nghĩa rằng khi NHTW đã lựa chọn mục tiêu trung gian là lãi suất thị trường thì không thể đồng thời chọn tổng khối lượng tiền là mục tiêu trung gian.

Thực tiễn cho thấy NHTW có thể ấn định được lãi suất danh nghĩa trên thị trường thông qua việc xác định giá tín phiếu kho bạc trên thị trường mở nhưng việc xác định lãi suất thực tế là rất khó đo lường vì nó phụ thuộc vào tỷ lệ lạm phát dự tính.

Tuy nhiên với những nước có tự do hóa tài chính thì mục tiêu lãi suất không được lựa chọn.

Tóm lại, mục tiêu trung gian có thể là tổng khối lượng tiền, tỷ giá hoặc lãi suất thị trường. Mỗi một mục tiêu được lựa chọn gắn liền với những diễn biến kinh tế và thị trường trong từng giai đoạn phát triển, gắn liền với mục tiêu và giải pháp đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô. Như vậy, để lựa chọn được mục tiêu trung gian thích hợp đòi hỏi sự phân tích kỹ lưỡng về các diễn biến kinh tế, tiền tệ hiện tại và dự báo trong tương lai và xác định rõ định hướng phát triển kinh tế trong ngắn hạn cũng như dài hạn.

### *c. Mục tiêu hoạt động*

Mục tiêu hoạt động là những biến tiền tệ mà NHTW có thể tác động hay kiểm soát một cách trực tiếp bằng các công cụ của CSTT, nhằm thay đổi mục tiêu trung gian và qua đó tác động đến mục tiêu cuối cùng. Theo Mishkin, tiêu chuẩn để lựa chọn mục tiêu hoạt động là chỉ tiêu tiền tệ mà có thể dự báo được mục tiêu trung gian và chịu tác động trực tiếp của các công cụ CSTT. Mục tiêu hoạt động theo IMF có thể là giá cả tiền tệ (lãi suất) hoặc khối lượng tiền cơ sở.

Trong trường hợp NHTW chọn mục tiêu hoạt động là lãi suất thì NHTW là người kiểm soát lãi suất ngắn hạn trên thị trường liên ngân hàng. NHTW thông qua công cụ của CSTT có thể kiểm soát trực tiếp lãi suất này. Việc quy định lãi suất trần, lãi suất sàn của NHTW trên thị trường liên ngân hàng nhằm tạo hành lang dao động cho lãi suất ngắn hạn trên thị trường theo mức mong muốn của NHTW, thông qua sự tác động của công cụ CSTT như nghiệp vụ thị trường mở... Trong trường hợp việc chỉ đạo CSTT hầu hết thông qua sự can thiệp của NHTW trên thị trường ngoại hối hơn là việc điều chỉnh lãi suất thì tỷ giá lại được xem là mục tiêu hoạt động.

Nếu mục tiêu hoạt động là khối lượng tiền cơ sở (MB) thì NHTW phải dự báo khối lượng tiền cơ sở cần tăng thêm và thông qua các công cụ của CSTT kiểm soát trực tiếp khối lượng tiền đó.

Mục tiêu hoạt động là khối lượng tiền cơ sở được áp dụng trong điều kiện thị trường tiền tệ chưa phát triển, kém hiệu quả, khả năng cạnh tranh giữa các ngân hàng thấp, nhất là trong tình huống nền kinh tế có lạm phát ở mức cao. Tuy nhiên, để mục tiêu đó có hiệu quả thì một điều kiện không thể thiếu là cầu tiền và hệ số tạo tiền phải có liên hệ chặt chẽ với nhau và phải gắn với mục tiêu trung gian là tổng phương tiện thanh toán hoặc tổng tín dụng của nền kinh tế.

### ***1.3.1.3. Công cụ của CSTT***

Để đạt được mục tiêu của CSTT, NHTW các nước trên thế giới phải sử dụng hàng loạt công cụ của CSTT. Mỗi một quốc gia thì việc sử dụng công cụ nào để đạt được mục tiêu kinh tế vĩ mô đặt ra là không giống nhau nó phụ thuộc vào quan điểm và sức mạnh của NHTW mỗi nước. CSTT được vận hành thông qua bốn đầu mối quan hệ giữa NHTW với: chính phủ, các định chế tài chính trung gian, thị trường mở, khu vực tài chính tiền tệ đối ngoại. Hai đầu mối chủ yếu của NHTW khi vận hành các công cụ của CSTT là các ngân hàng thương mại (NHTM) cùng các tổ chức tín dụng và thị trường mở. CSTT thường có các công cụ điều tiết sau:

#### ***a. Công cụ tái cấp vốn***

Đây là công cụ đầu tiên của CSTT trên thế giới khi chưa có nghiệp vụ thị trường mở. Tái cấp vốn là hình thức cấp tín dụng của NHTW đối với các NHTM. Tái cấp vốn là cách để NHTW đưa tiền ra lưu thông đồng thời khống chế về số lượng và chất lượng tín dụng của các NHTM và các tổ chức tín dụng. Qua đó, NHTW tạo cơ sở đầu tiên cho việc thúc đẩy toàn bộ hệ thống NHTM tạo ra bút tệ cũng như khai thông được năng lực thanh toán của họ. Công cụ tái cấp vốn thường được thực hiện bằng cách chiết khấu hoặc tái chiết khấu các chứng từ có giá. Khi NHTW điều chỉnh lãi suất tái chiết khấu thì chi phí tín dụng thay đổi và do vậy có thể khuyến khích các NHTM vay nhiều hơn khi lãi suất tái cấp vốn giảm và ngược lại.

Thông qua công cụ tái cấp vốn NHTW có thể bơm tiền ra lưu thông, khống chế được khối lượng tiền cung ứng qua đó có thể kìm chế lạm phát hoặc kích thích tăng trưởng kinh tế. Tuy vậy, NHTW không đạt được tính chủ động trong điều tiết cung ứng vì còn phụ thuộc vào nhu cầu của các NHTM. Các NHTM có toàn quyền quyết định là sẽ vay hay không vay chiết khấu của

NHTW. Do đó, NHTW không thể nắm chắc được kết quả điều tiết cung tiền qua công cụ này.

*b. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc*

Tỷ lệ dự trữ bắt buộc là tỷ lệ tối thiểu của khối lượng tiền huy động mà các NHTM phải giữ lại dưới chức năng dự trữ mà không được sử dụng để kinh doanh nhằm đảm bảo khả năng thanh toán.

Công cụ này lần đầu tiên được sử dụng trên thế giới vào những năm 1930. Sau đại suy thoái kinh tế thế giới, rất nhiều các NHTM bị đổ vỡ do không đảm bảo được khả năng thanh toán vì thế FED đã sử dụng công cụ dự trữ bắt buộc để phục hồi hoạt động của các NHTM nhưng chính việc ép các NHTM tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc quá cao làm cung tiền giảm, lãi suất tăng, đầu tư giảm, tăng trưởng giảm, thất nghiệp gia tăng. Cuộc đại suy thoái kinh tế 1929-1933 lại càng bị trầm trọng hơn khi FED thay đổi chính sách dự trữ bắt buộc vào năm 1936 và 1937.

Khi NHTW giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc, làm tăng khả năng cung ứng tín dụng của các NHTM, tăng khả năng tạo tiền cho các NHTM, cung tiền tăng, lãi suất có xu hướng giảm, đầu tư tăng và tăng trưởng kinh tế và ngược lại.

Thông qua việc thay đổi tỷ lệ dự trữ bắt buộc NHTW có thể tác động về cả khối lượng và giá cả của tín dụng của các NHTM [12]:

- Về số lượng: khi tăng giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc khi đó chính là NHTW đã thắt chặt hay là nới lỏng khả năng tạo tiền của các NHTM
- Về chi phí: khi tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc có nghĩa là các NHTM sẽ phải để lại nhiều tiền dưới dạng dự trữ hơn, những khoản tiền đó không có lãi suất nên chính nó làm gia tăng chi phí tín dụng của NHTM. Còn khi NHTW quyết định cắt giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc thì



các NHTM không cần để lại nhiều tiền dưới dạng dự trữ như trước, số vốn có khả năng cho vay tăng, chi phí tín dụng do vậy giảm đi.

- Tăng giảm số lượng tín dụng kép: do chi phí tín dụng thay đổi nên lãi suất cho vay cũng bị thay đổi theo và do đó dung lượng tín dụng cũng bị ảnh hưởng.

Như vậy, công cụ tỷ lệ dự trữ bắt buộc của NHTW có 3 tác động kép qua đó có thể buộc các NHTM mở rộng hay hạn chế tín dụng. Tuy nhiên, công cụ này sẽ không thể tác động trực tiếp đến cơ cấu tài sản có của mọi NHTM trong cả hệ thống mà nó chỉ tác động đến những NHTM không có dự trữ dư thừa. Khả năng ảnh hưởng đến cung ứng tiền tệ của công cụ này là chậm.

### *c. Nghiệp vụ thị trường mở*

Như chúng ta đã thấy các nghiệp vụ tái chiết khấu của NHTW là phương cách để NHTW bơm tiền vào nền kinh tế. Nhưng nghiệp vụ này có hạn chế đối với khả năng điều chỉnh cung ứng tiền tệ của NHTW vì nó phụ thuộc vào nhu cầu vay của các NHTM. Hơn nữa, các NHTM lại ít muốn vay của NHTW do điều kiện hoặc thủ tục chặt chẽ hoặc khi bản thân họ không có nhu cầu vay tiền. Ngược lại, thông qua nghiệp vụ thị trường mở các NHTM có thể tìm cho mình nguồn tài trợ cần thiết với các thủ tục nhanh gọn hơn. Qua đó thì NHTW có thể chủ động hơn trong việc điều tiết cung ứng tiền tệ.

Thị trường mở là một kênh để NHTW phát hành tiền cho nền kinh tế hoặc rút bớt tiền ra khỏi lưu thông bằng cách mua hay bán các loại tín phiếu ngắn hạn. Từ đó NHTW trực tiếp làm thay đổi khối lượng tiền cơ sở trong nền kinh tế, thay đổi dự trữ của các NHTM và tác động đến khả năng tín dụng của ngân hàng, làm thay đổi cung ứng tiền tệ.

Vào những năm 1920 nghiệp vụ thị trường mở được FED phát hiện ra xuất phát từ thực tiễn nước Mỹ vào thời kỳ đó. Sau cuộc suy thoái 1920-1921,

khối lượng vay chiết khấu giảm sút nghiêm trọng do vậy FED rất túng tiền và FED giải quyết vấn đề này bằng cách mua các chứng khoán sinh lãi. Khi làm như vậy thì FED thấy dự trữ trong các NHTM tăng lên cũng như là khối lượng tiền cho vay và tiền gửi của các NHTM tăng lên gấp bội. Từ đó hoạt động này trở thành công cụ điều tiết cung ứng tiền tệ của NHTW, ngày nay gọi là nghiệp vụ thị trường mở.

Nghiệp vụ thị trường mở có một số ưu điểm so với các công cụ khác của CSTT như:

- NHTW có thể kiểm soát hoàn toàn khối lượng giao dịch trên thị trường mở.
- NHTW có thể điều chỉnh khối lượng tiền cơ sở một cách linh hoạt và chính xác.
- NHTW có thể dễ dàng đảo ngược chiều tác động đến các mục tiêu cuối cùng bằng cách đảo ngược chiều công cụ thị trường mở
- NHTW có thể hoàn thành nhanh chóng việc tác động đến khối lượng tiền mà không bị chậm trễ về mặt hành chính. Khi NHTW quyết định muốn thay đổi lượng tiền cơ sở hoặc dự trữ thì chỉ việc ra lệnh cho người kinh doanh chứng khoán và việc mua bán được thực hiện ngay tức thời.

#### ***1.3.1.4. Điều kiện thực thi CSTT hiệu quả***

Một khung khổ CSTT của bất kỳ NHTW nào đều phải có đầy đủ các yếu tố, đó là công cụ CSTT, mục tiêu hoạt động, mục tiêu trung gian, mục tiêu cuối cùng 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 sau:

*\* Tính độc lập, trách nhiệm và minh bạch của NHTW trong điều hành CSTT*

Các nhà nghiên cứu kinh tế thế giới đã chứng minh rằng ở những nước đang trong quá trình chuyển đổi, NHTW độc lập, có quyền làm theo ý mình và có tính trách nhiệm cao đã hỗ trợ và mang đến kết quả thực sự là lạm phát thấp hơn. Vậy tính độc lập, minh bạch và trách nhiệm của NHTW trong thực thi CSTT được hiểu như thế nào?

Tính độc lập của NHTW về khái niệm và tiêu chí của các nước có thể không giống nhau. Trong kết quả khảo sát của NHTW Anh thông qua phiếu điều tra của 77 nước trên thế giới năm 1999 cho thấy đa số các nước đang phát triển và chuyển đổi cũng như các nước phát triển đều cho rằng tính độc lập của NHTW là sự độc lập trong hoạt động, trong việc sử dụng các công cụ CSTT và thực thi CSTT. Tuy một số ít nước cho rằng tính độc lập là từ các cơ quan chính trị hoặc thâm hụt ngân sách. Một NHTW độc lập trong điều hành CSTT là nhân tố thúc đẩy năng lực sử dụng các công cụ CSTT của NHTW nhằm đạt được mục tiêu do chính phủ đặt ra, tăng hiệu quả thực thi CSTT.

Tính minh bạch của NHTW trong điều hành CSTT thể hiện ở việc thông tin đầy đủ tới dân chúng để dân chúng hiểu về hành động chính sách (tính minh bạch trong việc giải thích các quyết định chính sách), sự phân tích và dự báo các phản ứng chính sách của NHTW (tính minh bạch trong giải thích sự đánh giá, phân tích và dự báo). Mức độ minh bạch phụ thuộc vào mức độ cam kết của NHTW trong việc đưa ra và giải thích các vấn đề chính sách. Tính minh bạch làm gia tăng hiệu quả thực thi CSTT vì khi dân chúng hiểu rõ về CSTT của NHTW thì họ sẽ quyết định đầu tư, tính toán chi phí, giá thành chính xác hơn... qua đó tăng cường tác động và giảm độ trễ của CSTT đến những thay đổi về giá cả, tiền lương, hay nói cách khác là cơ chế truyền dẫn chính sách trở nên thông suốt hơn.

Tính trách nhiệm của NHTW đối với chính phủ là chìa khóa để NHTW thực thi CSTT đạt được mục tiêu mà chính phủ giao cho. Tính minh bạch và

tính trách nhiệm của NHTW có liên hệ chặt chẽ với nhau. Tính trách nhiệm càng cao thì càng tăng cường tính minh bạch.

*\* Sự phù hợp về mục tiêu và biện pháp của các chính sách vĩ mô*

Sự phù hợp về mục tiêu và giải pháp của các chính sách kinh tế vĩ mô là điều kiện quan trọng để đảm bảo tính hiệu quả của quá trình xây dựng và thực thi CSTT. Điều kiện này xuất phát từ mối quan hệ tất yếu giữa các khu vực trong nền kinh tế thể hiện qua các tài khoản kinh tế vĩ mô. Thu chi ngân sách gắn liền với tiết kiệm (S) và đầu tư (I) của nền kinh tế. S và I lại là kết quả của cán cân thanh toán. Những khoản mục đó lại nằm trong bảng cân đối tiền tệ toàn ngành... Qua đó có thể thấy rằng việc xây dựng CSTT phải được đặt trong chương trình tài chính quốc gia. CSTT phải được đặt ra trong mối liên hệ với các chính sách kinh tế vĩ mô khác của nền kinh tế.

*\* Sự phát triển của các định chế tài chính và thị trường tiền tệ*

Sự vững mạnh của các định chế tài chính không chỉ tạo cơ sở vững chắc cho tăng trưởng kinh tế mà còn là mắt xích quan trọng để tiếp nhận và phản ứng các quyết định chính sách của NHTW. Sự yếu kém và đổ vỡ của các định chế tài chính sẽ là ngòi nổ cho sự mất ổn định tiền tệ, qua đó CSTT không đạt được mục tiêu.

Cũng như các định chế tài chính, thị trường tiền tệ là đường dẫn quan trọng trong cơ chế truyền dẫn của CSTT. Một thị trường tiền tệ kém phát triển khó có thể chuyển tải chính xác các quyết định chính sách của NHTW tới thị trường và ngược lại NHTW cũng khó có thể nhận được các yêu cầu của thị trường để có quyết định chính xác trong điều hành CSTT nhằm đạt được mục tiêu đã đề ra.

Như vậy, để điều hành CSTT có hiệu quả thì ngoài việc NHTW xây dựng một khung khổ CSTT phù hợp với thực tế của nền kinh tế thì các điều kiện trên được thỏa mãn sẽ là cơ sở vững chắc bảo đảm sự thành công của

CSTT trong việc theo đuổi mục tiêu đặt ra. Tính độc lập, minh bạch và trách nhiệm trong điều hành CSTT của NHTW đảm bảo lòng tin của các thành viên thị trường tài chính đối với việc thực thi CSTT của NHTW. Sự phù hợp về mục tiêu và giải pháp kinh tế vĩ mô đảm bảo tính hiệu quả của mục tiêu mà CSTT theo đuổi, và sự phát triển của các định chế tài chính và thị trường tiền tệ là điều kiện hỗ trợ tích cực cho việc thành công của quá trình xây dựng và thực thi CSTT.

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

Nghiên cứu thực nghiệm về cầu tiền trên thế giới cho các nước có một số ứng dụng thực tiễn sau đây 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 và lãi suất tới nhu cầu nắm giữ tiền của công chúng để có thể đưa ra các quyết định chính sách phù hợp.

Chẳng hạn như hệ số nhạy cảm của cầu tiền đối với thu nhập ước lượng được nếu bằng 1 điều đó hàm ý quan hệ giữa cung ứng tiền tệ tăng thêm và sản lượng đúng như phương trình số lượng tiền. Khi đó dự báo cung ứng tiền tệ tăng thêm phụ thuộc vào dự báo về tốc độ tăng trưởng kinh tế. Còn nếu hệ số nhạy cảm của cầu tiền đối với thu nhập lớn hơn 1 như ở các nước đang phát triển, các nước trong quá trình tiền tệ hóa nền kinh tế thì việc dự báo

cung ứng tiền tệ tăng thêm không thể dựa trên cơ sở của lý thuyết số lượng tiền mà phải dựa trên cơ sở dự báo cầu tiền của nền kinh tế đó. Tuy nhiên đối với những nước có thị trường tài chính phát triển ở mức cao thì hệ số nhạy cảm của cầu tiền đối với thu nhập có thể nhỏ hơn 1.

Hệ số nhạy cảm của cầu tiền đối với lãi suất sẽ cho thấy ảnh hưởng của các quyết định CSTT đến các biến số kinh tế vĩ mô chẳng hạn như lãi suất, đầu tư, tổng cầu của nền kinh tế. Theo mô hình IS-LM chúng ta thấy, nếu cầu tiền kém nhạy cảm với lãi suất, hệ số ước lượng được của lãi suất trong hàm cầu tiền là nhỏ, thì một quyết định thay đổi cung ứng tiền tệ của NHTW sẽ làm cho lãi suất thay đổi nhiều, đầu tư thay đổi nhiều và do vậy ảnh hưởng mạnh tới tổng cầu và sản lượng của nền kinh tế. Trong trường hợp đó thì chính sách tài khóa ảnh hưởng yếu tới điều tiết sản lượng, NHTW có vai trò quan trọng hơn trong việc thực hiện mục tiêu kinh tế vĩ mô. Khi đó càng nhấn mạnh sự cần thiết phải có các điều kiện thực thi hiệu quả CSTT (đã nêu ở phần trên) của NHTW.

Còn nếu như hệ số nhạy cảm của cầu tiền đối với lãi suất là lớn thì sự thay đổi trong cung ứng tiền tệ làm lãi suất thay đổi ít, đầu tư thay đổi ít và do đó ít ảnh hưởng đến tổng cầu và sản lượng cân bằng. CSTT khi đó ảnh hưởng yếu tới mục tiêu kinh tế vĩ mô còn chính sách tài khóa có tác động mạnh. Nếu vậy, việc điều hành CSTT càng cần có sự phối hợp chặt chẽ với các chính sách kinh tế vĩ mô khác nhằm đạt được những mục tiêu mà chính phủ đã đề ra.

Tuy vậy thì nghiên cứu cầu tiền cũng chỉ cho chúng ta thấy được sự thay đổi trong thị trường tiền tệ, cung ứng tiền tệ có ảnh hưởng đến mục tiêu kinh tế vĩ mô là cao hay thấp (thông qua độ dốc của đường LM trong mô hình IS-LM) mà những mục tiêu đó còn phụ thuộc cả vào những biến động của thị trường hàng hóa trong thực tiễn (độ dốc cũng như sự ổn định của đường IS

trong mô hình IS-LM). Do vậy ước lượng một hàm cầu tiền thực nghiệm cho nền kinh tế là cần thiết nhưng cũng cần phải nghiên cứu thêm về cung cầu hàng hóa trong nền kinh tế nữa.

### ***Tóm tắt chương 1***

Cầu về tiền được nghiên cứu từ lâu trên thế giới về cả lý thuyết và thực tiễn do tầm quan trọng của việc dự báo nhu cầu tiền trong việc hoạch định và thực thi chính sách tiền tệ. Tuy nhiên phần lớn các nghiên cứu thực nghiệm về cầu tiền được thực hiện ở những nước kinh tế phát triển, những nước có hệ thống thống kê phát triển tốt. Các nghiên cứu cầu tiền thực nghiệm ở các nước nói chung đều dựa trên cơ sở lý thuyết cầu tiền cơ bản nhưng mô hình cầu tiền cụ thể ở các nước khác nhau thì không giống nhau. Mô hình cầu tiền cụ thể cho mỗi nước phụ thuộc vào những vấn đề thực tiễn của mỗi quốc gia như sự phát triển của hệ thống ngân hàng, thị trường tài chính, quá trình tự do hóa, độ mở của nền kinh tế, sự độc lập của ngân hàng trung ương, mức độ can thiệp của chính phủ vào thị trường, mức độ đôla hóa của nền kinh tế,...

Khi ước lượng hàm cầu tiền thực nghiệm chúng ta có thể sử dụng dạng hàm tuyến tính hoặc phi tuyến. Tuy nhiên, 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.

Thực tiễn nghiên cứu cầu tiền trên thế giới cho thấy dù nghiên cứu thực nghiệm dựa trên các lý thuyết và phương pháp có thể là 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.

Với mục tiêu nghiên cứu cầu tiền ở Việt Nam để đưa ra khuyến nghị đối với CSTT thì chương tiếp theo của luận án sẽ xem xét thực trạng về việc thực thi CSTT của NHNN Việt Nam và các nhân tố ảnh hưởng tới việc thực thi CSTT và cầu tiền ở Việt Nam để qua đó có thể chọn được các biện pháp thích phù hợp hành vi nắm giữ tiền của người dân Việt Nam và chọn được mô hình ước lượng phù hợp trong phần nghiên cứu và ước lượng cầu tiền ở chương 3 và đưa ra những ứng dụng cho hoạch định CSTT của NHNN nhằm nâng cao hiệu quả của CSTT ở chương 4.



## Chương 2

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

Như trên chúng ta đã thấy rằng việc nghiên cứu cầu tiền được thực hiện ở nhiều nước trên thế giới. Các hàm cầu tiền thực tế đều được xây dựng dựa trên một khung khổ lý thuyết cầu tiền nói chung nhưng các mô hình cầu tiền cụ thể cho từng nước thì không hề giống nhau. Mô hình cầu tiền cụ thể cho từng nước tùy thuộc vào môi trường kinh tế vĩ mô và sự phát triển của hệ thống tài chính,... của nước đó. Chẳng hạn như chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa, thực trạng cán cân thanh toán, sự phát triển của các trung gian tài chính, thị trường vốn... Do vậy, Chương 2 của luận án sẽ đề cập tới những vấn đề như thực trạng về CSTT, các nhân tố ảnh hưởng tới CSTT ở Việt Nam hiện nay nhằm đánh giá thực trạng thực thi CSTT của NHNN đồng thời tạo cơ sở cho việc lựa chọn đúng và phù hợp các biến số trong hàm cầu tiền 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

##### 2.1.1.1. Mục tiêu của CSTT

##### a) Thời kỳ từ năm 1990- 1998

Đây là thời kỳ mà NHTW thực hiện chính sách tiền tệ theo Pháp lệnh NHNN. Tại Điều 1 Pháp lệnh NHNN Việt Nam có quy định NHNN có chức năng quản lý Nhà nước về hoạt động tiền tệ, tín dụng, ngân hàng trong cả nước nhằm ổn định giá trị đồng tiền. Tuy vậy, trong từng thời kỳ cụ thể

NHNN xác định các mục tiêu CSTT dựa trên cơ sở bám sát các mục tiêu phát triển kinh tế xã hội và tình hình hoạt động ngân hàng.

Những năm 1990– 1995, Nghị quyết của Đại hội Đảng lần thứ VII khẳng định mục tiêu kinh tế trong giai đoạn này là: đẩy lùi lạm phát; ổn định, phát triển và nâng cao hiệu quả sản xuất xã hội; ổn định và từng bước cải thiện đời sống nhân dân, bắt đầu có tích lũy nội bộ nền kinh tế; từng bước hình thành và mở rộng đồng bộ các thị trường; đổi mới và hoàn thiện các công cụ quản lý vĩ mô trọng yếu và cải tiến công tác điều hành của Nhà nước. Do vậy, mà việc quản lý tiền tệ của NHNN trong cả giai đoạn này hướng vào mục tiêu kiềm chế lạm phát nhằm ổn định giá trị đồng tiền, ổn định tiền tệ, và hỗ trợ cho tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, trong từng năm, ngoài việc theo đuổi mục tiêu dài hạn trong cả giai đoạn nêu trên, mục tiêu quản lý tiền tệ của NHNN cũng được xác định cụ thể trên cơ sở bám sát thực trạng kinh tế, tình hình thực tế hệ thống tiền tệ và ngân hàng.

**Bảng 2.1. Tăng trưởng kinh tế, lạm phát, tốc độ tăng M2 và tăng trưởng tín dụng từ năm 1990- 1998**

Đơn vị : %/năm

Năm	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Tăng trưởng GDP	5,1	5,8	8,7	8,1	8,8	9,5	9,3	8,2	5,8
Lạm phát	67,5	67,4	17,5	5,3	14,4	12,7	4,5	3,6	9,2
Tăng M2 <sup>1</sup>	20,2	25,1	33,7	19,0	23,2	22,6	22,7	26,1	23,9
Tăng trưởng tín dụng	48	48	49,3	47,6	42	40,7	20,8	40,6	26

Nguồn: NHNN, IMF, Tổng cục thống kê

<sup>1</sup> M2 là tổng phương tiện thanh toán gồm có: tổng lượng tiền mặt ngoài hệ thống ngân hàng + tiền gửi bằng VND và bằng ngoại tệ của dân cư, DN tại các NHTM

MB (tiền cơ bản) bao gồm: tiền mặt ngoài NHNN và tiền gửi của các tổ chức tín dụng tại NHNN

*\* Năm 1990- 1991:*

*Bối cảnh kinh tế:* Đây là hai năm đầu thực hiện đổi mới hoạt động ngân hàng theo Pháp lệnh Ngân hàng. Nền kinh tế vừa thoát khỏi thời kỳ siêu lạm phát nhưng vẫn còn ở mức khá cao trên 60% năm. Chính phủ đã thực hiện chương trình cải cách kinh tế toàn diện nhưng vẫn có sự can thiệp nặng nề của bàn tay hữu hình, năng lực quản lý và năng lực tài chính của các tổ chức kinh tế còn nhiều yếu kém. Hệ thống ngân hàng trong tình trạng khó khăn, nhiều quỹ tín dụng nhân dân đổ bể, nợ khê đọng tăng, nợ khó đòi phát sinh, tiền mặt khan hiếm, uy tín hệ thống ngân hàng giảm sút, nhiều xí nghiệp quốc doanh gặp khó khăn, công nợ dây dưa...

*Chính sách tiền tệ:* Theo Pháp lệnh NHNN năm 1990, NHNN có chức năng quản lý tiền tệ thực hiện theo cơ chế “quản lý tiền tệ và cơ chế điều hoà lưu thông tiền tệ” với mục tiêu chống lạm phát, ổn định giá trị đồng tiền, ổn định tỷ giá. Để đạt được mục tiêu đó NHNN đã thực hiện chính sách tín dụng lựa chọn, điều chỉnh cơ cấu tín dụng theo hướng tăng cường cho vay các doanh nghiệp ngoài quốc doanh làm ăn có lãi, giảm cho vay các doanh nghiệp quốc doanh làm ăn thua lỗ nhằm khắc phục nợ tồn đọng của các NHTM và hạn chế tăng trưởng tín dụng không hiệu quả gây áp lực lạm phát; Giảm tài trợ vốn cho vay nền kinh tế từ NHNN bằng cách các NHTM đa dạng hoá các hình thức huy động để mở rộng huy động nguồn vốn trong dân nhằm đáp ứng nhu cầu tín dụng nền kinh tế; thực thi chính sách quản lý ngoại hối chặt chẽ nhằm tập trung ngoại tệ cho Nhà nước, hình thành hai trung tâm giao dịch ngoại tệ, qua đó tỷ giá chính thức công bố sát với thị trường hơn.

Như vậy chúng ta có thể thấy hai năm 1990, 1991 sau khi đổi mới hệ thống ngân hàng từ hệ thống ngân hàng một cấp sang hệ thống ngân hàng hai cấp NHNN Việt Nam đã hình thành chính sách tiền tệ nhưng chính sách đó chưa được xác định rõ ràng các mục tiêu hoạt động và mục tiêu trung gian.

\* Năm 1992-1995

*Bối cảnh kinh tế:* đây là 3 năm cuối của thời kỳ đất nước thực hiện kế hoạch đổi mới 5 năm lần thứ nhất. Giá cả của nền kinh tế vẫn có sự biến động lớn. Mục tiêu kinh tế vĩ mô chính phủ đặt ra là vẫn tiếp tục kiềm chế lạm phát.

*Chính sách tiền tệ:* Tiếp tục thực hiện mục tiêu của chính sách tiền tệ theo pháp lệnh ngân hàng. Cụ thể năm 1993 Thống đốc NHNN công bố là: “Tiếp tục phấn đấu ổn định tiền tệ, ổn định tỷ giá ngoại tệ và giá vàng, góp phần hạ thấp tốc độ lạm phát xuống dưới 15%, đảm bảo tăng trưởng kinh tế theo dự kiến của Quốc hội là 7,5%. Chính vì thế mà thời kỳ này NHNN thực hiện chính sách tiền tệ chặt để chống lạm phát, ổn định thêm một bước sức mua của đồng tiền và góp phần tăng trưởng kinh tế. Để đạt được mục tiêu đặt ra thì việc kiềm chế khối lượng tiền cung ứng tăng thêm để ổn định tiền tệ thông qua điều tiết khối lượng tiền cơ sở, khối lượng tín dụng và các phương tiện thanh toán là việc cần làm. Các công cụ của chính sách tiền tệ thời kỳ này bao gồm: tái cấp vốn (cho vay, chiết khấu, tái chiết khấu đối với giấy tờ có giá của tổ chức tín dụng); lãi suất (công bố lãi suất chiết khấu, lãi suất trần và lãi suất sàn); dự trữ bắt buộc; tỷ giá.

Từ năm 1992, NHNN cũng đã lượng hóa được khối lượng tiền cung ứng tăng thêm dựa trên cơ sở tỷ lệ tăng trưởng kinh tế và lạm phát theo công thức sau:

$$\Delta MB = MS_c (g_e + g_p + a) \quad (2.1)$$

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
- Hằng số  $a$  là % tác động của các yếu tố khác

Nếu theo công thức này thì chúng ta có thể thấy một số vấn đề tồn tại sau cách xác định khối lượng tiền cơ sở tăng thêm là:

- Thứ nhất, NHNN đã không phân biệt rõ ràng giữa khối lượng tiền cơ sở và tổng khối lượng cung ứng tiền.
- Thứ hai, NHNN không thấy được tác động của quá trình tạo tiền của hệ thống NHTM. MB có ảnh hưởng tới MS theo số nhân tiền hay còn gọi là hệ số tạo tiền  $k$ .

Do đó, nếu tính theo công thức trên để xác định khối lượng cung ứng tiền tệ tăng thêm thì sẽ dẫn đến lạm phát nhưng thực tiễn lạm phát của các năm 1992-95 lạm phát lại thấp, NHNN vẫn đạt được mục tiêu lạm phát. Các nhà kinh tế cho rằng với cách tính như trên mà lạm phát thời kỳ đó vẫn được kìm giữ thấp có nguyên nhân từ thực tiễn nền kinh tế sau cải cách, nền kinh tế đang trong quá trình tiền tệ hóa với nhu cầu tiền lớn ở những năm đầu 1990.

*\* Năm 1996- 1998*

*Bối cảnh kinh tế:* Đây là những năm nền kinh tế có nhiều biến động nhất từ khi đổi mới, nền kinh tế không chỉ gặp các biến động trong nước mà còn chịu ảnh hưởng bởi cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ Đông Nam Á.

*Chính sách tiền tệ:* Chính sách tiền tệ trong cả giai đoạn 1996-98 vẫn hướng tới mục tiêu kiềm chế lạm phát ở mức dưới 2 con số và hỗ trợ cho tăng trưởng kinh tế tuy vậy mục tiêu cụ thể từng năm có khác nhau, gắn với các mục tiêu phát triển kinh tế- xã hội và yêu cầu phát triển hệ thống tổ chức tín dụng.

Năm 1996 mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ được đặt ra tiếp tục ổn định giá trị đồng tiền, khống chế tỷ lệ lạm phát ở mức dưới 14%, góp phần

tăng trưởng kinh tế như mục tiêu Quốc hội đặt ra (9-10%). Để đạt được mục tiêu cuối cùng này, NHNN đã đưa ra các tiêu chí tiền tệ cụ thể là tăng trưởng tiền tệ ( $M2$ ), hạn chế ở mức 21,5%, tín dụng tăng ở mức 20%. Kết quả là năm 1996 nền kinh tế tiếp tục tăng trưởng cao 9,4%, lạm phát tiếp tục được kiềm chế ở mức thấp 4,5%. Năm 1996 cũng là năm mà NHNN thay đổi cách tính lượng cung ứng tiền tệ dự kiến tăng hàng năm thể hiện được mối quan hệ giữa  $MS$  với  $MB$  và các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô khác.

$$\Delta MB = MB_c - MB_d \quad (2.2)$$

$$MB_c = \frac{MS_c}{k} \quad (2.3)$$

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

$$MS_c = MS_d (g_e + g_p + 1) \quad (2.4)$$

Cách xác định khối lượng tiền cung ứng tăng thêm nêu trên đã khắc phục được những sai sót khi tính khối lượng tiền tăng thêm vào năm 1992. NHNN đã xác định được những ảnh hưởng của nhân tử  $k$  đến tổng khối lượng cung ứng tiền. Cách xác định này trong việc tính toán khối lượng tiền tăng thêm của NHNN từ năm 1996 đã phù hợp với lý thuyết kinh tế hơn.

Năm 1997, hoạt động của hệ thống ngân hàng có những dấu hiệu khó khăn trong việc mở rộng đầu tư tín dụng, lãi suất thị trường có xu hướng giảm thấp, cán cân thanh toán gặp khó khăn do đầu tư nước ngoài giảm thấp, kiều

hồi giảm<sup>2</sup>, NHNN đã đặt mục tiêu chính sách tiền tệ năm 1997 là kiềm chế lạm phát ở mức 7- 8%, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế đạt mức cao (9- 10%), tăng dự trữ ngoại hối cho Nhà nước, giữ ổn định lãi suất, kiểm soát tỷ giá để khuyến khích xuất khẩu và hạn chế nhập khẩu. Các chỉ tiêu tiền tệ chủ yếu được định hướng như sau: tăng trưởng M2 ở mức 22- 24%, tăng trưởng tín dụng 23-24%, tăng trưởng huy động vốn ở mức khoảng 25%.

Năm 1998, cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ trong khu vực bắt đầu có những ảnh hưởng tiêu cực đến tình hình xuất khẩu; thị trường tiền tệ trong nước và quốc tế diễn biến phức tạp, sức ép phá giá VND tăng, tốc độ tăng trưởng tín dụng chậm dẫn đến sức ép giảm lãi suất VND, hệ thống ngân hàng có dấu hiệu yếu kém. Trước tình hình như vậy, mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ là tiếp tục theo đuổi chính sách tiền tệ chặt chẽ, tiếp tục duy trì và nâng cao giá trị đồng tiền, kiểm soát lạm phát ở mức dưới 7%, ổn định thị trường ngoại hối và tỷ giá, cải thiện cán cân thanh toán, góp phần ổn định kinh tế vĩ mô, duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế cao (8,5- 9%). Để đạt được mục tiêu này, các chỉ tiêu tiền tệ định hướng được đặt ra là: M2 tăng 18%, huy động vốn tăng 25%, mức tăng dư nợ tín dụng khoảng 20%.

Như vậy, có thể nhận định rằng mục tiêu chính sách tiền tệ trong các năm 1996- 1998 được đặt ra bám sát với các diễn biến thực tế và các mục tiêu kinh tế vĩ mô. Mục tiêu điều hành được đặt ra tương đối cụ thể hơn so với các năm trước. Các tiêu chí tiền tệ có thể coi là mục tiêu trung gian đã được định lượng cụ thể hơn. Riêng mục tiêu hoạt động vẫn chưa được xác định rõ.

### ***b) Thời kỳ từ năm 1999 đến nay***

Chính sách tiền tệ được thực hiện theo các quy định của Luật NHNN năm 1998. Tại Điều 2 Luật NHNN quy định: Chính sách tiền tệ quốc gia là một bộ phận chính sách kinh tế - tài chính của Nhà nước nhằm ổn định giá trị

---

<sup>2</sup> do chính sách thuế trong giao dịch kiều hối.

đồng tiền, kiềm chế lạm phát, góp phần thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội, bảo đảm quốc phòng, an ninh và nâng cao đời sống của nhân dân. Bên cạnh các mục tiêu được quy định trong Luật NHNN, trong từng giai đoạn cụ thể, NHNN còn theo đuổi các mục tiêu như đảm bảo ổn định hệ thống ngân hàng. Do có quá nhiều mục tiêu đặt ra cho chính sách tiền tệ nên việc điều hành chính sách cũng gặp nhiều khó khăn.

**Bảng 2.2. Tăng trưởng kinh tế, lạm phát, tốc độ tăng M2 và tăng trưởng tín dụng từ năm 1999- 2006**

*Đơn vị : %/năm*

<b>Năm</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Tăng trưởng	4,8	6,8	6,9	7,1	7,3	7,7	8,4	8,17
Lạm phát	0,1	-0,6	0,8	4,0	3,0	9,5	8,4	6,6
M2	39,3	38,96	25,53	17,7	24,94	30,39	29,65	33,59
Tăng trưởng tín dụng	23,5	38,14	21,44	22,2	28,41	41,65	31,1	25,44

*Nguồn: NHNN, IMF, Tổng cục thống kê*

Năm 1999 do tác động của cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ khu vực, tăng trưởng năm 1998 giảm sút mạnh (5,8%) so với năm 1997 (8,8%). NHNN tiếp tục thực hiện chính sách tiền tệ thận trọng, nhằm đạt mục tiêu ổn định giá trị VND, ổn định tỷ giá, kiểm soát thị trường ngoại hối để hạn chế tác động xấu của cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế đạt mức 5 - 6%, kiểm soát lạm phát ở mức 5 - 6% và đảm bảo an toàn hệ thống. Để đạt mục tiêu này các các mục tiêu trung gian được đặt ra là M2 tăng 19%; tín dụng tăng 18– 19%; huy động vốn tăng 25%; phân đầu giảm nợ quá hạn xuống 5%.



Năm 2000 Đảng và Chính phủ đã đặt ra mục tiêu phát triển kinh tế xã hội là “huy động nội lực, chặn đà giảm sút nhịp độ tăng trưởng kinh tế, phát triển kinh tế với tốc độ cao hơn năm 1999, đạt được sự chuyển biến mạnh mẽ trong về cải cách cơ cấu kinh tế, nâng cao hiệu quả và sức cạnh tranh, chủ động tham gia tiến trình hội nhập kinh tế”. NHNN đã đề ra mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ năm 2000 là thực hiện chính sách tiền tệ nói lỏng thận trọng để vừa đảm bảo mục tiêu ổn định giá trị đồng tiền, kiểm soát lạm phát ở mức 6%, góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế (từ 5,5- 6%), đồng thời tiếp tục thực hiện chủ trương kích cầu của Chính phủ, tiếp tục ổn định hệ thống ngân hàng. Chính vì vậy, các mục tiêu tiền tệ chủ yếu như tăng trưởng tín dụng được định hướng ở mức 28- 30%, tổng phương tiện thanh toán M2 dự kiến tăng 38%.

Từ năm 2001 đến nay thực hiện Chiến lược 10 năm phát triển kinh tế 2001-2010 theo các mục tiêu chiến lược phát triển kinh tế - xã hội do Đại hội Đảng lần thứ IX đề ra. Trong đó, mục tiêu dài hạn (2001 - 2010) trong điều hành, thực thi chính sách tiền tệ đã được xác định: “Thực thi chính sách tiền tệ bảo đảm ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát, thúc đẩy sản xuất và tiêu dùng, kích thích đầu tư phát triển”. Nhất quán với mục tiêu dài hạn nêu trên, mục tiêu chính sách tiền tệ trong giai đoạn 2001-2005 cũng đã được xác định theo tinh thần Nghị quyết Đại hội Đảng lần thứ IX: “Xây dựng và thực hiện chính sách tiền tệ nhằm ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát, kích thích đầu tư phát triển, bảo đảm nền kinh tế tăng trưởng cao và bền vững”. Để đạt được các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô như Nghị quyết Đại hội Đảng IX đề ra (tăng trưởng GDP bình quân hàng năm là 7,5% cho thời kỳ 2001-2005, lạm phát bình quân hàng năm 5 - 6%), mức tăng trưởng M2 bình quân hàng năm được định hướng khoảng 15-20%/năm cho giai đoạn 2001-2010 và khoảng 22% từ 2001-2005. Tỷ lệ M2/GDP tăng lên gần 50% vào năm 2005 và đạt 60% vào năm 2010; tốc độ tăng trưởng huy động vốn bình quân hàng năm

khoảng 20-25%, tăng trưởng tín dụng đối với nền kinh tế khoảng 16-20% trong cả giai đoạn 2001 - 2010 (tăng bình quân 22% trong giai đoạn 2001 - 2005), phần đầu đến 2005 tín dụng trung dài hạn đạt 40% tổng dư nợ cho vay nền kinh tế, tỷ lệ nợ quá hạn dưới 4%.

Hai năm 2003, 2004 là các năm có vai trò quan trọng trong việc thực hiện kế hoạch phát triển kinh tế- xã hội 5 năm 2001-2005, mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ được xác định gắn chặt với các mục tiêu kinh tế vĩ mô, nhất là mục tiêu tăng trưởng GDP. Đối với năm 2003, năm được coi là “bản lề” trong việc thực hiện kế hoạch 5 năm, một số mục tiêu kinh tế vĩ mô được đặt ra là GDP tăng từ 7- 7,5%, chỉ số giá tiêu dùng tăng không quá 5%. Trong khi đó, tình hình kinh tế thế giới tiếp tục có nhiều diễn biến phức tạp: chiến tranh Iraq, nạn khủng bố, bệnh dịch SARS xảy ra ở nhiều nước có ảnh hưởng nhất định đến kinh tế Việt Nam. Để đạt được các mục tiêu phát triển kinh tế vĩ mô đã đề ra, mức tăng trưởng tín dụng nền kinh tế được định hướng khoảng 25%, tăng trưởng huy động vốn khoảng 23%.

Đối với năm 2004, mục tiêu tăng trưởng GDP được đặt ra là từ 7,5-8%, trong khi chỉ số giá tiêu dùng được định hướng không quá 5%. Tuy nhiên, ngay từ những tháng đầu năm 2004, xu hướng tăng giá các mặt hàng vật tư, nguyên liệu, năng lượng đã ảnh hưởng đến rất nhiều nền kinh tế trên thế giới trong đó có Việt Nam. Cộng với ảnh hưởng thiên tai, dịch cúm gia cầm làm cho chi phí sản xuất tăng làm lạm phát tăng. Trong khi đó để đạt được các mục tiêu kinh tế vĩ mô nhất là mục tiêu về tăng trưởng kinh tế đồng thời tiếp tục góp phần kiểm soát lạm phát, mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ được xác định là: Điều hành chính sách tiền tệ thận trọng, linh hoạt, kiểm soát tiền tệ chặt chẽ nhằm thực hiện mục tiêu ổn định giá cả, ổn định lãi suất, góp phần kiểm soát lạm phát và tăng trưởng kinh tế, điều hành tỷ giá thận trọng, không để xảy ra đột biến. Trên cơ sở các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô và mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ, một số chỉ tiêu tiền tệ năm 2004 được dự kiến như sau:

tổng phương tiện thanh toán dự kiến tăng khoảng 22%, tín dụng cho nền kinh tế tăng khoảng 25%, huy động vốn tăng khoảng 24%.

Cũng như năm 2004, thách thức đối với NHNN năm 2005 là vừa phải chịu áp lực góp phần đảm bảo mục tiêu tăng trưởng cao (8,5%), vừa phải nỗ lực thực hiện mục tiêu kiềm chế tốc độ tăng giá tiêu dùng (dưới 6,5%), ổn định kinh tế vĩ mô. Vì vậy NHNN tiếp tục thực hiện chính sách tiền tệ thận trọng cùng với giải pháp ổn định tỷ giá. Năm 2005 NHNN tiếp tục điều hành tỷ giá ổn định tương đối (tăng 0,86%) không tạo bất lợi cho nền kinh tế, đáp ứng yêu cầu khuyến khích xuất khẩu, kiểm soát nhập khẩu. Tổng phương tiện thanh toán, tín dụng cho nền kinh tế, huy động vốn tăng dự kiến giống như năm 2004.

Năm 2006, năm đầu tiên thực hiện kế hoạch Phát triển kinh tế xã hội 5 năm 2006- 2010. Kỳ họp thứ XIII, Quốc hội khóa XI đã đặt ra mục tiêu tăng trưởng kinh tế cho năm 2006 là 8%, tỷ lệ tăng giá tiêu dùng thấp hơn tốc độ tăng trưởng kinh tế. Để đạt được mục tiêu trên, NHNN dự kiến đưa ra một số chỉ tiêu tiền tệ cho năm 2006 như tổng phương tiện thanh toán tăng 23-25%, tín dụng đối với nền kinh tế tăng khoảng 18-20% và tổng huy động vốn tăng khoảng 20-22%.

### ***2.1.1.2. Công cụ của Chính sách tiền tệ***

#### ***a) Công cụ lãi suất***

Trong những năm 1980 do nền kinh tế trong thời kỳ bao cấp với tình trạng siêu lạm phát NHNN để ngăn chặn lạm phát đã thực hiện chính sách lãi suất thực âm. Đầu những năm 1990 khi đã chặn đứng được siêu lạm phát thì tháng 6 năm 1992, NHNN đã chuyển từ cơ chế lãi suất thực âm sang lãi suất thực dương và quản lý theo khung lãi suất. Theo cơ chế lãi suất thực dương NHNN quy định khung lãi suất đối với nền kinh tế (lãi suất tối thiểu tiền gửi và lãi suất tối đa tiền vay VNĐ), lãi suất cho vay bình quân phải lớn hơn lãi

suất huy động bình quân, chấm dứt bao cấp về vốn qua kênh tín dụng ngân hàng, và chỉ quy định lãi suất trần đối với ngoại tệ. Kể từ khi áp dụng chính sách lãi suất thực dương đến nay cơ chế điều hành lãi suất của NHNN đã được không ngừng đổi mới và hoàn thiện với những bước đi thận trọng tiến dần đến mục tiêu tự do hóa lãi suất. Đặc biệt trong những năm đầu thực thi chính sách tiền tệ, điều hành lãi suất với vai trò như một công cụ chính sách tiền tệ đã góp phần quan trọng trong việc thực hiện thành công mục tiêu chính sách tiền tệ hàng năm.

Từ năm 1996 đến năm 1998, cơ chế điều hành lãi suất VND đã được tiếp tục đổi mới với những đặc điểm cơ bản của chính sách lãi suất mới là:

- Đối với lãi suất cho vay: NHNN quy định mức trần tối đa đối với lãi suất cho vay ngắn hạn được quy định thấp hơn trần lãi suất cho vay trung hạn. Lãi suất trần cho vay trên địa bàn nông thôn cao hơn thành thị nhằm khuyến khích nguồn vốn ở thành thị chuyển về nông thôn
- Đối với lãi suất huy động: NHNN không quy định lãi suất tối thiểu huy động mà thời kỳ này bắt đầu có sự tự do hóa lãi suất huy động, NHNN chỉ quy định chênh lệch bình quân giữa lãi suất huy động và lãi suất cho vay là 0,35%/tháng,

Để góp phần hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, trong thời gian từ 1996 -1/1998 NHNN đã liên tục giảm trần lãi suất, lãi suất cho vay ngắn hạn từ 1,75%/tháng xuống 1,2%/tháng, lãi suất cho vay trung dài hạn giảm từ 1,7%/tháng xuống 1,25%/tháng. Việc điều chỉnh giảm trần lãi suất đã được thực hiện theo sát xu hướng giảm lạm phát, sự phát triển của thị trường tiền tệ, tạo điều kiện cho các ngân hàng tiết kiệm chi phí hoạt động, xử lý mối quan hệ giữa cung cầu vốn tín dụng trên thị trường. Khi nền kinh tế lâm vào thời kỳ thiếu phát, trần lãi suất cho vay giảm xuống chỉ còn là 0.85% /tháng áp dụng chung đối với cả cho vay ngắn hạn và cho vay trung dài hạn ở thành

thị và trần lãi suất được quy định cao hơn ở khu vực nông thôn (1%/ tháng) để đảm bảo chi phí hoạt động cho các NHTM ở nông thôn.

Để phù hợp với xu hướng đổi mới hoạt động ngân hàng và trên cơ sở của Luật NHNN từ tháng 8/2000 NHNN đã bỏ quy định về cơ chế trần lãi suất chuyển sang áp dụng cơ chế điều hành lãi suất theo lãi suất cơ bản (lãi suất cho vay khách hàng phổ biến tốt nhất của các NHTM lựa chọn). NHNN công bố lãi suất cơ bản và một biên độ thích hợp thể hiện bằng số phần trăm (%) tuyệt đối. Biên độ không có sự phân biệt giữa thành thị và nông thôn cũng như không có sự khác biệt giữa các tổ chức tín dụng (trừ Quỹ tín dụng nhân dân cơ sở). Tuy vậy, biên độ có sự khác biệt giữa lãi suất ngắn hạn, trung hạn và dài hạn. Theo nguyên tắc đó thì NHNN quy định lãi suất cơ bản và các tổ chức tín dụng được phép cộng thêm biên độ 0,3%/tháng đối với cho vay ngắn hạn và 0,5%/tháng đối với cho vay trung dài hạn VNĐ. Đối với lãi suất cho vay ngoại tệ, các tổ chức tín dụng được ấn định lãi suất cho vay theo lãi suất SIBOR cộng biên độ. Đến năm 2001, khi điều kiện thị trường đã tương đối ổn định, NHNN quyết định cho phép các tổ chức tín dụng tự quy định lãi suất cho vay cũng như huy động bằng ngoại tệ theo cung cầu vốn trên thị trường. Như vậy chúng ta có thể thấy việc áp dụng cơ chế lãi suất cơ bản của NHNN là một bước tiến quan trọng trong tiến trình tự do hóa lãi suất ở Việt Nam. Tuy nhiên, cơ chế này vẫn thể hiện sự can thiệp của chính phủ thể hiện ở việc NHNN khống chế biên độ nên lãi suất vẫn chưa phản ánh được sự biến động cung cầu về vốn trong nền kinh tế.

Và từ tháng 6/2002, NHNN đã bắt đầu thực hiện cơ chế lãi suất thỏa thuận trong hoạt động cho vay thương mại bằng VND của các tổ chức tín dụng đối với khách hàng. NHNN công bố lãi suất cơ bản để các tổ chức tín dụng tham khảo và định hướng lãi suất thị trường, hủy bỏ biên độ chênh lệch lãi suất huy động và cho vay. Để định hướng lãi suất thị trường, từ năm 2003 NHNN đã từng bước hình thành khung lãi suất trên thị trường liên ngân hàng,

trong đó lãi suất tái cấp vốn được điều chỉnh dần để trở thành lãi suất trần, lãi suất chiết khấu được điều chỉnh dần để trở thành lãi suất sàn. Tuy nhiên, khung lãi suất này còn chưa thực sự phát huy được vai trò định hướng lãi suất thị trường. Điều này là do những bất cập về cơ chế chuyển tải, sự kém phát triển của thị trường tài chính nói chung và thị trường tiền tệ nói riêng.

Năm 2004 và năm 2005 công cụ lãi suất được NHNN sử dụng linh hoạt hơn phù hợp với tình hình lạm phát vào hai năm đó. NHNN liên tục điều chỉnh nâng lãi suất cơ bản từ 7,5% năm 2004 lên 8,25% năm 2005. Ngay trong năm 2005 NHNN đã điều chỉnh lãi suất 3 lần nhằm thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt qua đó kiểm soát lạm phát. Lãi suất tái cấp vốn tăng lên 5,5% vào tháng 1 năm 2005 (năm 2004 là 5%), 6% vào tháng 3/2005 và 6,5% vào tháng 12/2005. Lãi suất tái chiết khấu 3% năm 2004 tăng lên 3,5% vào tháng 1/2005, 4% vào tháng 3/2005, và 4,5% vào tháng 12/2005.

Năm 2006, NHNN điều hành lãi suất theo hướng thận trọng, linh hoạt nhằm ổn định mặt bằng lãi suất, đảm bảo sự hợp lý giữa lãi suất VNĐ và lãi suất ngoại tệ trong mối quan hệ với tỷ giá. Lãi suất huy động Việt Nam đồng tăng khoảng 0.1- 0.4% tháng, lãi suất cho vay đồng nội tệ tương đối ổn định. Lãi suất USD tăng khoảng 0.2- 0.6%/năm do tác động của lãi suất trên thị trường thế giới cụ thể do FED năm 2006 đã 4 lần tăng lãi suất.

### ***b) Công cụ tỷ giá hối đoái***

Trước năm 1989 chế độ tỷ giá ở nước ta là chế độ tỷ giá cố định, 1 USD được ấn định ở mức 19 VNĐ. Trong quá trình đổi mới hoạt động ngân hàng, từ hệ thống ngân hàng một cấp sang hai cấp, cơ chế điều hành tỷ giá cũng từng bước được đổi mới. Quá trình đổi mới tỷ giá được diễn ra qua hai giai đoạn:

Giai đoạn 1989- 1999 với chế độ tỷ giá chính thức cộng biên độ. NHNN công bố tỷ giá chính thức giữa ngoại tệ với VNĐ, theo đó tỷ giá mua

bán trên thị trường chỉ được phép dao động trong biên độ cho phép so với tỷ giá chính thức. Biên độ tỷ giá được NHNN điều chỉnh linh hoạt theo sự biến động của nền kinh tế. Nhằm tránh ảnh hưởng bất lợi từ cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ Đông Nam Á, từ đầu năm 1997 đến năm 1998, NHNN đã 2 lần điều chỉnh nới rộng biên độ tỷ giá từ +/- 0,5% lên +/-5% và lên +/-10%, sau đó nâng tỷ giá chính thức từ 11.175VND/USD lên 11.800 VND/USD (phá giá 5,6%), và sau đó tiếp tục phá giá 9,2% thông qua việc nâng tỷ giá chính thức từ 11.815 VND/USD lên 12.998 VND/USD và điều chỉnh biên độ xuống +/- 7%. Đến tháng 8/1998, tỷ giá chính thức đã sát gần với tỷ giá trên thị trường tự do.

Từ tháng 2 năm 1999 đến nay, NHNN áp dụng chính sách tỷ giá bình quân thực tế trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng cộng biên độ giao dịch cho phép. Theo đó, thay cho việc công bố tỷ giá chính thức, NHNN công bố tỷ giá giao dịch bình quân trên thị trường liên ngân hàng của ngày làm việc gần nhất và các NHTM được phép giao dịch với tỷ giá không vượt quá tỷ giá do NHNN công bố cộng biên độ 0,1%. Đến tháng 7/2002, biên độ tỷ giá được mở rộng theo 2 chiều lên +/-0,25%. Với cơ chế điều hành tỷ giá mới như vậy, tỷ giá của đồng VND được hình thành trên cơ sở cung cầu ngoại tệ trên thị trường và tỷ giá trên thị trường liên ngân hàng thường sát với tỷ giá thị trường tự do. Thậm chí có thời điểm tỷ giá thị trường tự do cao hơn tỷ giá thị trường liên ngân hàng. Việc điều hành tỷ giá thành công đã có tác động đáng kể tạo điều kiện cải thiện cán cân thanh toán, góp phần tăng dự trữ ngoại tệ Nhà nước.

### ***c) Công cụ dự trữ bắt buộc***

NHNN bắt đầu đưa vào sử dụng công cụ dự trữ bắt buộc từ năm 1992 theo quy định tại Pháp lệnh NHNN. Nhưng thực ra nó đã được hình thành dưới dạng phiêi thai từ năm 1988. Theo Quyết định số 16/NH-QĐ ngày

26/04/1988, tổng giám đốc NHNN quy định mức ký gửi vốn của các NH chuyên doanh nhằm đảm bảo khả năng chi trả, mức ký gửi vốn tối đa là 20%. Việc đưa ra quy định về mức ký gửi vốn cũng chính là nhằm thực hiện được mục đích của công cụ tỷ lệ dự trữ bắt buộc mà chính thức được thực hiện ở Việt Nam sau Pháp lệnh NHNN. Về mặt lý thuyết mà nói thì dự trữ bắt buộc là một trong những công cụ điều tiết gián tiếp cung ứng tiền của chính sách tiền tệ. Khi NHNN muốn thực hiện chính sách tiền tệ mở rộng thì NHNN sẽ điều chỉnh giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc, từ đó làm tăng khả năng tạo tiền của hệ thống NHTM, cung tiền tăng và ngược lại. Tuy nhiên, tỷ lệ dự trữ bắt buộc được quy định cứng trong thời gian dài ở mức 10% /tổng tiền gửi huy động, không có sự phân biệt giữa các loại tiền huy động khác nhau. Từ tháng 6/1992 đến năm 1995 tiền gửi dự trữ bắt buộc được giữ trên một tài khoản riêng. Còn từ năm 1995 đến 1997 tiền gửi dự trữ bắt buộc được gửi trong một tài khoản với tiền gửi thanh toán nhưng NHNN quy định duy trì dự trữ bắt buộc hàng ngày. Do vậy, nhìn chung công cụ dự trữ bắt buộc chưa thực sự phát huy được vai trò điều tiết tiền tệ, các tổ chức tín dụng thường duy trì dự trữ vượt mức quy định, hạn chế các hoạt động trên thị trường tiền tệ và hạn chế vai trò điều tiết, kiểm soát tiền tệ của NHNN.

Từ năm 1999, công cụ tỷ lệ dự trữ bắt buộc đã được điều chỉnh ngày càng linh hoạt phù hợp với mục tiêu chính sách tiền tệ trong từng thời kỳ. NHNN đã đổi mới quy định về dự trữ bắt buộc từ việc duy trì hàng ngày sang áp dụng dự trữ bắt buộc bình quân duy trì trong kỳ. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc được NHNN điều chỉnh linh hoạt hơn phù hợp với thực tế phát triển kinh tế xã hội. Chẳng hạn như năm 1999, khi giá cả trong nền kinh tế có chiều hướng giảm NHNN đã 2 lần điều chỉnh giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc từ 10% xuống 5%. Đặc biệt năm 2001, NHNN đã điều chỉnh giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc bằng VND xuống 3% và nâng tỷ lệ dự trữ bắt buộc bằng ngoại tệ lên 15%, góp phần đáng kể trong việc tăng tính hấp dẫn của đồng Việt Nam và hạn chế



dòng chuyển dịch từ VND sang USD. Từ cuối năm 2001 và trong năm 2002, trong điều kiện lãi suất trên thị trường quốc tế giảm mạnh, NHNN đã giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc bằng ngoại tệ từng bước xuống 10%, sau đó xuống 8% và xuống 5% để tạo điều kiện hỗ trợ cho hoạt động của các tổ chức tín dụng.

Và từ tháng 8/2003, nhằm tăng cường khả năng điều tiết tiền tệ của NHNN, khuyến khích các tổ chức tín dụng đẩy mạnh huy động vốn trung dài hạn, tăng khả năng sử dụng linh hoạt nguồn vốn của các tổ chức tín dụng, NHNN đã quyết định thay đổi một số quy định về dự trữ bắt buộc như :

- Tiền gửi phải dự trữ bắt buộc bao gồm từ tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 24 (trước đó là tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn tháng dưới 12 tháng)
- Tiền gửi dự trữ bắt buộc được tính cả tiền gửi tại các chi nhánh NHNN của các tổ chức tín dụng.
- Tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi bằng VND kỳ hạn dưới 12 tháng từ 3% giảm xuống còn 2%

Bước vào năm 2004, trước bối cảnh chỉ số giá tiêu dùng liên tục tăng, tháng 6/2004 NHNN đã điều chỉnh tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi bằng VND và ngoại tệ (có hiệu lực thi hành từ tháng 7/2004). Cùng với việc điều chỉnh tỷ lệ dự trữ bắt buộc, NHNN đã thay đổi phương thức trả lãi đối với tiền gửi dự trữ bắt buộc. NHNN thực hiện trả lãi đối với tiền gửi dự trữ bắt buộc bằng VND thay cho việc trả lãi tiền gửi vượt dự trữ bắt buộc trước đây có tác động nhất định khuyến khích các tổ chức tín dụng sử dụng vốn hiệu quả hơn, tránh tăng lãi suất để huy động vốn dẫn đến dư thừa.

Năm 2005 công cụ dự trữ bắt buộc tiếp tục được điều hành theo hướng tính bình quân theo tháng và tiền gửi dự trữ trong mức dự trữ bắt buộc được NHNN trả lãi và không trả lãi cho tiền gửi vượt mức bắt buộc nhằm hạn chế

các tổ chức tín dụng để vốn dư thừa tại NHNN. Do đó mà năm 2005 mức dự trữ vượt mức của các tổ chức tín dụng giảm mạnh. Trung bình tỷ lệ dự trữ vượt trên tổng số tiền phải dự trữ bắt buộc giảm từ 47% năm 2004 xuống còn 24% năm 2005.

Năm 2006, tỷ lệ dự trữ bắt buộc không có gì thay đổi so với năm 2005 nhằm giảm áp lực tăng lãi suất huy động trên thị trường, duy trì ổn định tiền tệ và góp phần tăng trưởng kinh tế.

**Bảng 2.3. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc năm 2005 và 2006**

Loại tổ chức tín dụng	Tiền gửi VND		Tiền gửi ngoại tệ	
	Không kỳ hạn và dưới 12 tháng	Từ 12-24 tháng	Không kỳ hạn và dưới 12 tháng	Từ 12-24 tháng
Các NHTM Nhà nước (không bao gồm NHNo & PTNT), NHTMCP đô thị, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, ngân hàng liên doanh, công ty tài chính, công ty cho thuê tài chính	5%	2%	8%	2%
Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển nông thôn	4%	2%	8%	2%
NHTMCP nông thôn, ngân hàng hợp tác, Quỹ tín dụng nhân dân Trung ương	2%	2%	8%	2%

*Nguồn: NHNN*

#### **d) Hạn mức tín dụng**

Hạn mức tín dụng là một công cụ can thiệp trực tiếp mang tính hành chính của NHTW nhằm khống chế mức tăng khối lượng tín dụng của các tổ chức tín dụng trong nền kinh tế. Thông qua việc khống chế khối lượng tín dụng NHTW có thể đảm bảo mức tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán theo đúng mục tiêu đề ra.

Công cụ hạn mức tín dụng được áp dụng ở Việt Nam trong bối cảnh thực tiễn lạm phát năm 1994 có xu hướng tăng cao 14,4%, tổng phương tiện thanh toán tăng nhanh (33%). Trong điều kiện thị trường tiền tệ chưa phát triển, NHNN chưa có điều kiện sử dụng các công cụ điều tiết tiền tệ gián tiếp để kiểm soát mức gia tăng tổng phương tiện thanh toán, việc sử dụng hạn mức tín dụng là giải pháp cần thiết để hạn chế hệ số nhân tiền tệ, hạn chế gia tăng tín dụng và nâng cao chất lượng tín dụng. Thực tế công cụ này đã phát huy tác dụng góp phần kiểm soát mức độ gia tăng tổng phương tiện thanh toán, kiềm chế lạm phát theo mục tiêu đề ra.

Tuy nhiên, hạn mức tín dụng là công cụ điều tiết trực tiếp, hạn chế tính công bằng trong cạnh tranh, chưa điều chỉnh linh hoạt theo tín hiệu thị trường, ảnh hưởng đến việc đáp ứng nhu cầu về vốn cho nền kinh tế. Nên từ Quý 2/1998, NHNN đã không sử dụng hạn mức tín dụng trong điều tiết cung ứng tiền tệ nữa do không phù hợp với sự phát triển kinh tế thị trường và NHNN đã dần dần chuyển từ việc sử dụng các công cụ điều tiết trực tiếp sang công cụ gián tiếp trong điều hành chính sách tiền tệ.

#### *e) Công cụ tái cấp vốn*

Công cụ tái cấp vốn được sử dụng chính thức từ năm 1994 (theo Quyết định số 285/QĐ-NH14 ngày 10/11/1994). Tuy nhiên, trong giai đoạn đầu, cho vay theo đối tượng chỉ định chiếm tỷ lệ 50-60% so với tổng doanh số tái cấp vốn. Và cho vay tái cấp vốn chủ yếu tập trung thực hiện đối với 4 NHTM Nhà nước. Thời hạn cho vay thường kéo dài thậm chí tới 5-10 năm. Lãi suất tái cấp vốn quy định thiếu linh hoạt, quy định theo tỷ lệ phần trăm so với lãi suất trên khế ước... Trong thực tế điều hành, NHNN chưa nắm bắt được kịp thời cung cầu vốn trên thị trường, nên chưa điều chỉnh linh hoạt khối lượng cũng như lãi suất tái cấp vốn. Do vậy, công cụ tái cấp vốn cũng chưa thực sự phát huy tác dụng điều tiết tiền tệ.

Từ năm 1999 đến năm 2003, cơ chế tái cấp vốn cũng được hoàn thiện phù hợp với yêu cầu thực tế và quy định của Luật NHNN. Hình thức tái cấp vốn gồm: cho vay lại theo hồ sơ tín dụng, cho vay chiết khấu, tái chiết khấu giấy tờ có giá ngắn hạn, cho vay có đảm bảo bằng cầm cố giấy tờ có giá ngắn hạn. Hoạt động tái cấp vốn vẫn thực hiện chủ yếu đối với các NHTM Nhà nước. Việc tái cấp vốn đối với các NHTM khác rất hạn chế, nhất là các ngân hàng liên doanh và chi nhánh ngân hàng nước ngoài hầu như chưa thực hiện vay tái cấp vốn. Nguyên nhân chủ yếu là do các NHTM cổ phần cũng như các ngân hàng liên doanh, chi nhánh ngân hàng nước ngoài thiếu công cụ để thực hiện tái cấp vốn tại NHNN.

Năm 2003, thực hiện Luật sửa đổi một số Điều Luật NHNN, NHNN đã sửa đổi, bổ sung các quy định về cho vay tái cấp vốn của NHNN dưới các hình thức chiết khấu, tái chiết khấu, cho vay có đảm bảo bằng cầm cố các giấy tờ có giá theo hướng cho phép cả các giấy tờ có giá dài hạn được sử dụng trong các giao dịch nêu trên giữa NHNN và các ngân hàng. Điều này làm tăng đáng kể khối lượng giấy tờ có giá được giao dịch với NHNN, ngoài tín phiếu Kho bạc Nhà nước, tín phiếu NHNN, các giấy tờ có giá dài hạn như các loại trái phiếu Chính phủ cũng có thể sử dụng để chiết khấu, cầm cố vay vốn từ NHNN. Việc cho phép cả các trái phiếu Chính phủ sử dụng trong các giao dịch vay vốn từ NHNN đã từng bước mở rộng khả năng tiếp cận của các ngân hàng đối với các kênh hỗ trợ vốn của NHNN, tạo điều kiện nâng cao khả năng điều tiết của NHNN đối với thị trường tiền tệ.

Ngày 30 tháng 12 năm 2005 NHNN đã ban hành Quyết định 1909/QĐ-NHNN về việc các tổ chức tín dụng sử dụng một số loại trái phiếu trong việc tái cấp vốn với NHNN. Theo đó, danh mục các giấy tờ có giá được sử dụng trong các giao dịch cầm cố, thấu chi và cho vay qua đêm, giao dịch kỳ hạn trong chiết khấu và nghiệp vụ thị trường mở đã được mở rộng bao gồm các trái phiếu do quỹ Hỗ trợ phát triển, trái phiếu UBND Thành phố Hà nội và

Thành phố Hồ Chí Minh phát hành. Các tổ chức tín dụng cũng đã quan tâm đến việc sử dụng các công cụ tái cấp vốn, tái chiết khấu của NHNN. Các thành viên tham gia hoạt động tái cấp vốn không chỉ có các NHTM quốc doanh mà có cả các NHTM cổ phần, Ngân hàng liên doanh, chi nhánh Ngân hàng nước ngoài.

Về lãi suất tái cấp vốn: Kể từ năm 1999, lãi suất tái cấp vốn đã được điều chỉnh linh hoạt, phù hợp với diễn biến cung cầu vốn trên thị trường và phù hợp với mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ. Trong các năm 2000-2002, trong điều kiện CPI ở mức thấp, để phát tín hiệu nói lỏng chính sách tiền tệ và tạo điều kiện cho các tổ chức tín dụng tiếp cận nguồn vốn từ NHNN, Thống đốc NHNN đã quyết định điều chỉnh giảm lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu và giữ ở mức thấp tương ứng là 4,8%/năm và 4,2%/năm.

Đặc biệt, trong điều kiện thực hiện cơ chế lãi suất thoả thuận, để đảm bảo ổn định lãi suất thị trường, trong năm 2003 NHNN đã từng bước hình thành khung lãi suất định hướng lãi suất thị trường. Theo đó, lãi suất tái cấp vốn được điều chỉnh dần để đóng vai trò là lãi suất trần của thị trường liên ngân hàng, lãi suất chiết khấu được điều chỉnh theo hướng là lãi suất sàn. Cùng với việc điều chỉnh lãi suất chiết khấu để trở thành lãi suất sàn, NHNN đã thực hiện phân bổ hạn mức chiết khấu cho tất cả các ngân hàng. Qua đó, nghiệp vụ chiết khấu được điều hành như một kênh hỗ trợ vốn thường xuyên với giá rẻ từ NHNN. Trong khi đó, nghiệp vụ cho vay có bảo đảm bằng cầm cố giấy tờ có giá áp dụng lãi suất tái cấp vốn là mức lãi suất trần để NHNN từng bước thực hiện vai trò người cho vay cuối cùng trên thị trường liên ngân hàng.

Lãi suất tái cấp vốn và lãi suất chiết khấu đã được quy định ở các mức khác nhau, nhưng công cụ sử dụng để vay cầm cố và chiết khấu cũng như cơ

ché tiếp cận 2 hình thức tái cấp vốn này vẫn còn có điểm giống nhau. Do vậy, 2 loại lãi suất này chưa thực sự phát huy vai trò tạo khung giao động của lãi suất trên thị trường liên ngân hàng. Mối quan hệ giữa lãi suất tái cấp vốn, lãi suất chiết khấu và lãi suất thị trường còn chưa chặt chẽ. Sự thay đổi các loại lãi suất này của NHNN có tác động hạn chế đối với sự thay đổi nhu cầu tiền tệ, nhu cầu vay vốn của các NHTM.

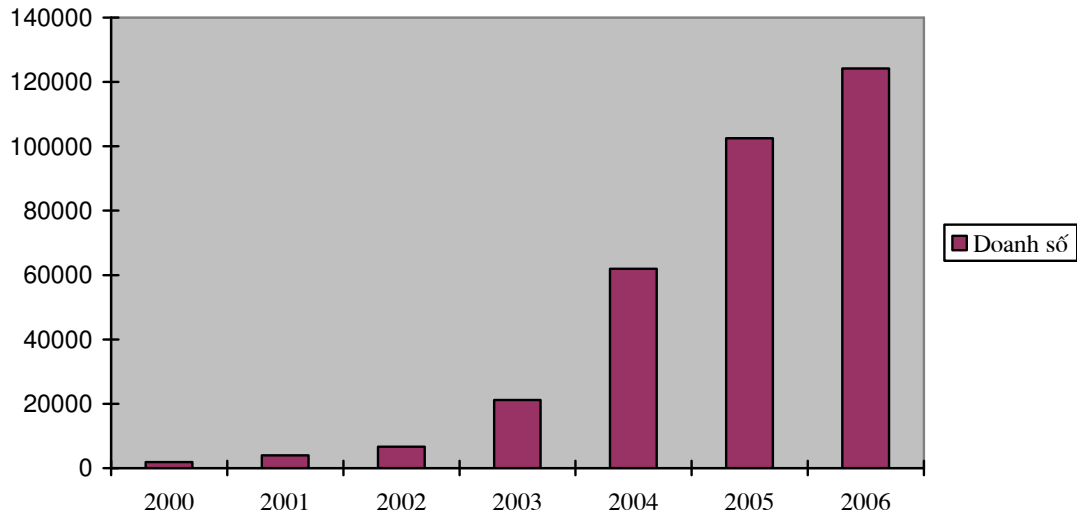
#### ***f) Nghiệp vụ thị trường mở***

Từ khi bắt đầu khai trương vào ngày 12/07/2000 đến nay, nghiệp vụ thị trường mở đã không ngừng được hoàn thiện và để trở thành công cụ điều tiết tiền tệ chủ yếu của NHNN. Việc sử dụng linh hoạt nghiệp vụ thị trường mở góp phần giải quyết nhanh chóng tình trạng khó khăn về vốn khả dụng của các tổ chức tín dụng. Thông qua đó nâng cao khả năng quản lý vốn khả dụng, tăng khả năng kinh doanh của các tổ chức tín dụng.

Tổng doanh số giao dịch theo cả 2 chiều mua và bán tăng mạnh qua các năm (Hình.2.1), khối lượng giao dịch qua từng phiên cũng ngày càng tăng thêm. Trong năm 2000, khối lượng giao dịch tối đa là 300 tỷ đồng/phiên, đến năm 2002 tăng lên là 1.000 tỷ đồng/phiên, năm 2003 là 1.500 tỷ đồng/phiên và đến đầu năm 2004 vào thời điểm giáp Tết âm lịch có phiên NHNN đã thực hiện nghiệp vụ thị trường mở với doanh số lên đến 3.500 tỷ đồng.

Năm 2005, nghiệp vụ thị trường mở tiếp tục là kênh điều tiết vốn khả dụng của các tổ chức tín dụng doanh số giao dịch tăng 65,55% đạt 102.511 tỷ VNĐ, số lượng phiên giao dịch tăng 28,5% so với năm 2004. Trong những tháng đầu năm 2005, đặc biệt là Tết nguyên đán NHNN đã kịp thời cung ứng vốn ngắn hạn cho các NHTM để đáp ứng kịp thời nhu cầu rút tiền của khách hàng. Trong thời gian này, nghiệp vụ thị trường mở được thực hiện hàng ngày, với doanh số tăng hơn 200% so với mức tăng 126% của cùng kỳ năm 2004 [2]. Từ năm 2000 cho đến nay, cường độ giao dịch của nghiệp vụ thị

trường mở ngày càng tăng từ 10 ngày/phiên năm 2000 lên 1 phiên /tuần vào năm 2001, 2 phiên /tuần từ tháng 5/2002 và từ tháng 11/2004 thực hiện 3 phiên/tuần.



**Hình 2.1: Doanh số giao dịch nghiệp vụ thị trường mở từ 12/7/2000 đến 2006 (Đơn vị: tỷ đồng)**

Kỳ hạn giao dịch của nghiệp vụ thị trường mở cũng ngày càng được đa dạng hóa từ 15-182 ngày, phù hợp với nhu cầu điều tiết vốn khả dụng của các tổ chức tín dụng. Thời gian thanh toán được thực hiện ngay trong ngày từ năm 2002 (T+ 0) thay vì T+2 (2000) và T+1 (2001).

Sau khi Luật NHNN được sửa đổi bổ sung, các loại giấy tờ có giá sử dụng trong giao dịch nghiệp vụ thị trường mở cũng được mở rộng hơn trong năm 2003. Các giấy tờ có giá sử dụng trong nghiệp vụ thị trường mở không chỉ bao gồm tín phiếu Kho bạc Nhà nước, tín phiếu NHNN như trước đây mà còn bao gồm cả trái phiếu Kho bạc Nhà nước, công trái, trái phiếu đầu tư do Ngân sách trung ương thanh toán, trái phiếu do quỹ Hỗ trợ phát triển, trái phiếu UBND Thành phố Hà nội và Thành phố Hồ Chí Minh phát hành.

Trước năm 2005, các thành viên tham gia hoạt động thị trường mở chủ yếu vẫn là 4 NHTM Nhà nước, nên mối quan hệ giữa lãi suất nghiệp vụ thị trường mở với các loại lãi suất khác do NHNN công bố như lãi suất tái cấp vốn, lãi suất chiết khấu, cũng như với lãi suất thị trường còn chưa chặt chẽ. Khối lượng giao dịch trong một số phiên còn thấp nên tác động của nghiệp vụ thị trường mở đến thị trường tiền tệ còn hạn chế.

Năm 2005 với cơ chế điều hành linh hoạt, quy trình thủ tục thuận lợi đã thu hút được nhiều thành viên tham gia vào các giao dịch nghiệp vụ thị trường mở không chỉ có các NHTM nhà nước mà còn có một số NHTM cổ phần, chi nhánh NH nước ngoài (như NHTM CP Á Châu, NHTM CP Nhà Hà nội, NHTM CP Sài Gòn Thương Tín, NHTM CP xuất nhập khẩu, NHTM CP Quốc tế, NHTM CP Kỹ thương, Citibank, Deutsche Bank,...)

Năm 2006, nghiệp vụ thị trường mở được điều hành thận trọng, linh hoạt thông qua thực hiện giao dịch theo cả hai chiều các giấy tờ có giá. Năm 2006 nghiệp vụ thị trường mở được thực hiện đều đặn 3 phiên/ 1 tuần (162 phiên: 29 phiên chào mua, 130 phiên chào bán hẫng và 3 phiên chào bán kỳ hạn) với doanh số giao dịch bình quân tăng 18% so với năm 2005 (khoảng 767 tỷ đồng/ phiên). Trong tổng giá trị giao dịch thị trường mở năm 2006 khoảng 124.234 tỷ đồng thì doanh số mua đạt 36.832 tỷ đồng và doanh số bán là 87.402 tỷ đồng. Số lượng các thành viên tham gia tăng 26% so với năm 2005 (19 thành viên).

### ***g) Nghiệp vụ hoán đổi ngoại tệ***

Đây là nghiệp vụ mới được sử dụng để xử lý tình trạng bất hợp lý về huy động vốn và sử dụng vốn bằng VND và bằng ngoại tệ của các tổ chức tín dụng. Được sử dụng từ tháng 7 năm 2001 ở Việt Nam (theo Quyết định số 893/2001/QĐ-NHNN). Thông qua nghiệp vụ này, NHNN đã thực hiện việc bơm tiền VND để hỗ trợ các tổ chức tín dụng gặp khó khăn tạm thời về vốn



khả dụng VND và nhằm đạt được mục tiêu chính sách tiền tệ. Tuy nhiên, NHNN không khuyến khích các NHTM tiếp cận nguồn vốn của NHNN qua kênh này mà chỉ sử dụng khi thực sự cần thiết. Do vậy, tỷ lệ SWAP được quy định ở mức khá cao so với lãi suất trên thị trường liên ngân hàng và thực tế công cụ này chỉ phát huy tác dụng trong những thời điểm các NHTM thực sự khan hiếm về vốn khả dụng VND, nhất là đối với các ngân hàng nước ngoài có ngoại tệ dư thừa nhưng lại khó khăn về vốn VND và không sở hữu giấy tờ có giá ngắn hạn nên không có điều kiện tiếp cận các kênh hỗ trợ vốn khác của NHNN. Mức gia tăng tỷ giá hiện nay (Theo QĐ số 1033/QĐ-NHNN ngày 15/8/01 của Thống đốc NHNN áp dụng từ ngày 16/08/2001) của nghiệp vụ Swap đối với các kỳ hạn như bảng 2.4.

**Bảng 2.4. Mức gia tăng tỷ giá của nghiệp vụ hoán đổi ngoại tệ  
(áp dụng từ ngày 16/08/2001)**

Kỳ hạn	7 ngày	15 ngày	30 ngày	60 ngày	90 ngày
Giá trị	0,3%	0,4%	0,5%	1 %	1,5%
Tính theo tỷ giá bán giao ngay					

*Nguồn: NHNN*

Qua phần trên chúng ta có thể nhận thấy rằng về cơ bản từ năm 1990 đến nay NHNN đã hình thành được hệ thống các công cụ chính sách tiền tệ tương đối đầy đủ như công cụ dự trữ bắt buộc, tái cấp vốn, nghiệp vụ thị trường mở, nghiệp vụ hoán đổi ngoại tệ, nghiệp vụ cho vay qua đêm... NHNN đã có nhiều nỗ lực trong việc không ngừng hoàn thiện các công cụ chính sách tiền tệ theo hướng nâng cao vai trò điều tiết tiền tệ của các công cụ gián tiếp. Từ chỗ khuôn khổ chính sách tiền tệ chưa được xác định rõ ràng (năm 1990, 1991), các công cụ chính sách tiền tệ chưa hình thành đầy đủ đến nay NHNN đã tạo lập được một khuôn khổ chính sách tiền tệ tương đối rõ ràng, hệ thống

các công cụ chính sách tiền tệ tương đối hoàn chỉnh và chuyển hẳn sang các công cụ tiền tệ gián tiếp. CSTT đã góp phần thực hiện tốt các mục tiêu kinh tế vĩ mô đặt ra. Song cho đến nay, vai trò điều tiết tiền tệ của các công cụ CSTT còn có những hạn chế nhất định do NHNN vẫn chưa xác định rõ mục tiêu điều tiết tiền tệ của từng công cụ là điều tiết giá cả (lãi suất) hay điều tiết khối lượng (như vốn khả dụng...). Đây chính là một trong những khó khăn, bất cập trong điều hành các công cụ CSTT.

### **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 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:

- Do NHNN chưa xác định rõ ràng các tiêu chí tiền tệ là các mục tiêu hoạt động, mục tiêu trung gian để điều hành.

- Trong dự báo lượng tiền tác động đến MS và tín dụng nền kinh tế NHNN coi MB là tiêu chí hoạt động, song quá trình điều hành chỉ thực hiện điều tiết một số nhân tố tác động đến MB, chưa điều tiết toàn bộ MB. Thực chất chỉ điều hành khối lượng tiền Chính phủ cho phép cung ứng trong năm, chưa điều hành mức tăng MB – lượng tiền thực sự cung ra nền kinh tế (là lượng tiền có tác động đến tăng trưởng kinh tế, lạm phát và ổn định hệ thống).

- Trong định hướng kiểm soát sự gia tăng MS và gia tăng tín dụng đều được lượng hoá cụ thể, gắn liền với mức tăng trưởng kinh tế và lạm phát, nhưng thực tế điều hành các công cụ CSTT, NHNN chưa thực sự hướng tới mức tăng trưởng như đã đặt ra nhưng hầu như các năm vẫn đạt được mục tiêu cuối cùng của CSTT (xem Bảng 2.5). Điều đó cho thấy các tiêu chí tiền tệ chọn là mục tiêu trung gian cần được xem xét lại.

- Thêm vào đó khi dự báo sự thay đổi của khối lượng tiền NHNN đã không đề cập tới ảnh hưởng trễ của CSTT. Việc dự báo cung - cầu tiền tệ còn

đơn giản, chưa xem xét đầy đủ tác động của các khu vực khác như chính sách về thuế, thu nhập, thương mại, giá cả, để quyết định bơm tiền hay rút tiền về cho phù hợp với cung - cầu tiền tệ trên thị trường. Cần thiết phải có sự đánh giá và ước lượng lại nhu cầu tiền một cách khoa học và xét tới các biến số ảnh hưởng đầy đủ hơn.

**Bảng 2.5. Mục tiêu và thực tiễn thực hiện của CSTT từ năm 1993 đến nay**

Đơn vị: %

Năm	Các chỉ tiêu	Tăng trưởng	Lạm phát	M2	Tín dụng
1993-95	Mục tiêu	7,5	< 15	NA	NA
	Thực hiện	> 8	< 14,5		
1996	Mục tiêu	9-10	< 14	≤ 21,5	20
	Thực hiện	9,3	4,5	22,7	20,8
1997	Mục tiêu	9-10	7-8	22-24	23-24
	Thực hiện	8,2	3,6	26,1	40,6
1998	Mục tiêu	8,5-9	< 7	18	20
	Thực hiện	5,8	9,2	23,9	26
1999	Mục tiêu	5-6	5-6	19	18-19
	Thực hiện	4,8	0,1	39,3	23,5
2000	Mục tiêu	5,5-6	6	38	28-30
	Thực hiện	6,8	-0,6	38,96	38,14
2001	Mục tiêu	7,5-8	<5	23	20-25
	Thực hiện	6,9	0,8	25,53	21,44
2002	Mục tiêu	7-7,3	3-4	22-23	20-21
	Thực hiện	7,1	4	17,7	22,2
2003	Mục tiêu	7-7,5	< 5	NA	25
	Thực hiện	7,3	3	24,94	28,41
2004	Mục tiêu	7,5-8	< 5	22	25
	Thực hiện	7,7	9,5	30,39	41,65
2005	Mục tiêu	8,5	< 6,5	22	25
	Thực hiện	8,4	8,4	29,65	31,1
2006	Mục tiêu	8	< 8	23-25	18-20
	Thực hiện	8,17	6,6	33,59	25,44

Nguồn: NHNN, Tổng cục thống kê

*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 (xem thêm ở bảng 2.6) nên mức độ linh hoạt trong sử dụng các công cụ này để điều tiết cung ứng tiền tệ thấp.

**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 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	

Qua bảng trên chúng ta có thể thấy NHNN đã từng bước chuyển từ việc sử dụng các công cụ trực tiếp sang các công cụ quản lý gián tiếp. Tuy nhiên

các công cụ gián tiếp như đã đề cập là chưa đạt hiệu quả cao trong điều tiết cung ứng tiền tệ. Cụ thể là:

- Công cụ tái cấp vốn chưa thực hiện được đúng vai trò là công cụ cấp tín dụng ngắn hạn (kể cả hình thức cho vay qua đêm) của NHNN cho các NHTM và chưa có sự phân biệt rõ giữa các hình thức tái cấp vốn nhất là về thời hạn vay vốn, cũng như về các điều kiện tiếp cận. Việc điều tiết tiền tệ thông qua công cụ tái cấp vốn trong từng thời kỳ cũng chưa được định hướng rõ là điều tiết qua lãi suất hay qua khối lượng. Việc điều chỉnh lãi suất tái cấp vốn đối với giá trị đồng nội tệ không kịp thời và chưa hợp lý dẫn đến xu hướng chuyển đổi từ nội tệ sang ngoại tệ tăng nhanh và NHNN chưa hoàn toàn chủ động trong việc điều chỉnh cung ứng tiền tệ theo công cụ này.

- Công cụ tỷ lệ dự trữ bắt buộc chưa được điều hành bám sát với thực tiễn, việc tăng giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc chưa có ảnh hưởng rõ rệt đến cung ứng tiền tệ của nền kinh tế.

- Điều hành lãi suất là vấn đề bất cập nhất hiện nay. Khi lãi suất của nền kinh tế được tự do hoá, đòi hỏi NHNN phải thực hiện điều tiết lãi suất một cách gián tiếp thông qua việc sử dụng các công cụ CSTT. Các lãi suất của NHNN phải có tác động hiệu ứng đến lãi suất thị trường và có mối quan hệ chặt chẽ với lãi suất thị trường. Tuy nhiên, như phân tích tại những phần trên, vai trò điều tiết lãi suất của các công cụ CSTT hiện nay còn rất nhiều hạn chế. Lãi suất cho vay ngoại tệ thì được tự do hóa nhưng lãi suất huy động tiền gửi ngoại tệ của các pháp nhân lại có sự quy định cứng của NHNN.

NHNN chưa lựa chọn được lãi suất chủ đạo và chưa xây dựng được cơ chế điều hành, phương pháp xác định các loại lãi suất của NHNN (bao gồm lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất thị trường mở, lãi suất cơ bản) để đảm bảo mối quan hệ chặt chẽ giữa các loại lãi suất này, cũng như quan hệ giữa các loại lãi suất của NHNN với lãi suất tín phiếu Kho bạc Nhà

nước và lãi suất thị trường. Do vậy, diễn biến lãi suất của NHNN ít tác động tới lãi suất thị trường.

- Công cụ nghiệp vụ thị trường mở là công cụ mà NHNN Việt Nam chỉ mới bắt đầu sử dụng từ năm 2000 nhưng nó cũng đã chứng tỏ là một trong những công cụ gián tiếp của CSTT quốc gia. Tuy nhiên việc điều hành công cụ này còn một số hạn chế mà chúng ta có thể nhận thấy:

- Chưa xác định rõ mục tiêu hoạt động của nghiệp vụ thị trường mở
- Hàng hoá trên thị trường hạn hẹp về chủng loại hàng hóa chủ yếu là tín phiếu kho bạc và tín phiếu NHNN
- Thành phần tham gia chủ yếu là các NHTM NN
- Số phiên giao dịch ít, doanh số giao dịch không nhiều, giá trị doanh số giao dịch thị trường mở so với giá trị GDP danh nghĩa và tổng cung ứng tiền tệ là không đáng kể (Bảng 2.7) nên ảnh hưởng của hoạt động nghiệp vụ thị trường mở đến vốn khả dụng của các tổ chức tín dụng, đến cung ứng tiền tệ là không lớn.

*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 mà nguyên nhân của vấn đề này chủ yếu là do giữa các bộ ngành không có mối liên hệ thông tin chặt chẽ.

*Thứ tư*, CSTT chủ yếu còn mang tính ngắn hạn. Tuy nhiên cũng có các kế hoạch hoạt động ngân hàng 5 năm, nhưng các định hướng dài hạn có tính chiến lược về điều hành CSTT vẫn chưa được xây dựng một cách rõ ràng, thực sự khoa học trên cơ sở các phân tích định lượng do hệ thống thông tin, cơ sở dữ liệu còn chưa hoàn thiện.

**Bảng 2.7. Doanh số nghiệp vụ thị trường mở và tỷ trọng giá trị giao dịch thị trường mở với GDP và M2 từ năm 2000 đến nay**

Năm	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Doanh số thị trường mở (tỷ VNĐ)	1.903,5	3.933,8	6.621,5	21.183,2	61.940	102.511	124.234
GDP (tỷ VNĐ)	444.139	481.295	535.762	613.442	713.072	837.858	973.790
Doanh số thị trường mở so với GDP (%)	0,43	0,82	1,23	3,45	8,69	12,23	12,76
M2 (tỷ VNĐ)	196.994	250.846	284.144	378.060	495.447	648.574	868.772
Doanh số thị trường mở so với M2 (%)	0,96	1,56	2,33	5,6	12,5	15,8	14,3

*Nguồn: NHNN và GSO, % so với GDP và M2 tác giả tự tính*

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

#### **2.1.3.1. Nguyên nhân khách quan**

- Hoạt động của thị trường tiền tệ chưa thực sự phát triển: Hiện nay, thị trường tiền tệ đã có bước phát triển nhất định, tuy nhiên vẫn ở mức độ thấp, thiếu năng động, thiếu tính linh hoạt, chưa phản ánh được cung, cầu vốn, các công cụ thị trường còn rất ít và sử dụng không hiệu quả, thị trường tiền tệ chưa đảm nhiệm có hiệu quả là phương tiện để NHNN điều chỉnh tổng phương tiện thanh toán, chưa tạo ra khả năng thanh toán cho các doanh nghiệp, lãi suất trên thị trường tiền tệ chưa thể sử dụng làm lãi suất tham khảo để định giá các tài sản nợ khác.

- Sự kết hợp giữa các bộ ngành có liên quan với NHNN trong việc tính toán, cung cấp số liệu không nhất quán, không kịp thời dẫn đến dự báo tiền tệ cũng sai lệch.

- Sự chi phối quá sâu của Chính phủ làm giảm tính độc lập, chủ động của NHNN trong việc điều hành CSTT linh hoạt. NHNN là cơ quan của chính phủ chịu sự quản lý trực tiếp của chính phủ. Luật NHNN [23] quy định (Điều 5 và Điều 15):

- NHNN xây dựng dự án CSTT quốc gia để chính phủ xem xét trình quốc hội quyết định và tổ chức thực thi chính sách này (Khoản 1 Điều 5)
- Chủ trì xây dựng dự án chính sách tiền tệ quốc gia, kế hoạch cung ứng lượng tiền bổ sung cho lưu thông hàng năm trình Chính phủ (Khoản 1 Điều 15)
- Điều hành các công cụ thực hiện CSTT quốc gia; thực hiện việc đưa tiền ra lưu thông, rút tiền từ lưu thông về theo tín hiệu thị trường trong phạm vi lượng tiền cung ứng đã được Chính phủ phê duyệt (Khoản 2 Điều 15)

- Do tác động của biến động kinh tế trên thế giới như giá dầu, khủng bố, khủng hoảng tài chính tiền tệ...

- Do nền kinh tế có hiện tượng đôla hóa ở mức cao (phân tích chi tiết ở phần tiếp theo của chương này)

- Sự ảnh hưởng của thiên tai, lũ lụt, tham nhũng, cúm gia cầm,....

- Do dân chúng thích thanh toán bằng tiền mặt, tỷ trọng tiền mặt trong lưu thông lớn làm giảm hiệu quả các công cụ chính sách mà NHNN sử dụng để điều tiết cung tiền.

### **2.1.3.2. Nguyên nhân chủ quan**

- Do thời gian sử dụng các công cụ của CSTT để điều tiết cung ứng tiền tệ chưa nhiều, kinh nghiệm sử dụng còn hạn chế.



- Trình độ cán bộ chưa cao lại không được thường xuyên đào tạo và vẫn bị ảnh hưởng của cơ chế bao cấp.

- Nền kinh tế đang trong quá trình chuyển đổi vận hành theo cơ chế thị trường có sự quản lý điều tiết của nhà nước.

- Hoạt động buôn bán ngoại tệ trái phép của các bàn đổi ngoại tệ chính thức và thị trường chợ đen chưa có giải pháp hữu hiệu để ngăn chặn gây khó khăn cho việc xác định mục tiêu tiền tệ của NHNN.

- 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. Trong thời gian qua, điều hành CSTT chủ yếu vẫn chưa dựa vào các mô hình dự báo để lượng hóa các chỉ tiêu tiền tệ, chưa xác định rõ các mục tiêu dài hạn. Công tác phân tích chưa sâu dẫn đến việc dự báo chưa chính xác. Thực trạng này là do: (i) Thiếu một hệ thống thông tin kết nối giữa bộ phận dự báo với thị trường và với các Bộ, ngành khác, (ii) Thiếu cán bộ đã được đào tạo để có thể phân tích và dự báo theo mô hình kinh tế lượng, (iii) Trong điều hành chưa coi trọng đúng mức tầm quan trọng của công tác dự báo tiền tệ.

Tóm lại, qua việc phân tích thực trạng thực thi CSTT ở Việt Nam từ năm 1990 đến nay, có thể thấy việc điều hành chính sách thời gian qua về cơ bản đều 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. Các chương sau của luận án sẽ đề cập đến việc định lượng nhu cầu tiền ở Việt Nam và ứng dụng cho việc phân tích CSTT ở Việt Nam.

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

CSTT là một bộ phận không thể tách rời của hệ thống chính sách kinh tế (CSKT) vĩ mô. CSTT cùng với các CSKT vĩ mô khác tác động tới tất cả các khu vực của nền kinh tế từ đó tác động tới đầu ra kinh tế vĩ mô. Bất kỳ thay đổi nào của các CSKT vĩ mô khác cũng sẽ tác động tới cầu tiền tệ, đòi hỏi có những quyết định bơm, rút tiền thích hợp trong CSTT và ngược lại, để đạt được mục tiêu cuối cùng là tăng trưởng và ổn định kinh tế thì CSTT cũng cần phải có sự phối hợp với các CSKT vĩ mô khác. Trong khuôn khổ của luận án này, tác giả chỉ dừng lại ở việc phân tích ảnh hưởng của CSTT tới việc thực thi CSTT ở Việt Nam. Do CSTT và CSKT là hai CSKT lớn và thường được phối hợp trong các mô hình kinh tế vĩ mô chẳng hạn như mô hình IS-LM.

Ngoài ra chúng ta cũng thấy rằng việc thực thi CSTT hiệu quả ở mức nào còn phụ thuộc vào tình hình cán cân thanh toán, sự phát triển của thị trường tài chính, thực trạng đô la hóa... của nước đó.

Phần nghiên cứu này của luận án sẽ đề cập tới những vấn đề nêu trên nhằm phân tích rõ các nhân tố ảnh hưởng tới việc điều hành và thực thi CSTT ở Việt Nam thời gian qua.

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

Chính sách tài khóa là một trong những công cụ khá quan trọng được chính phủ các nước sử dụng để điều tiết nền kinh tế song song với CSTT. CSTT là hệ thống các chính sách về tài chính theo niên độ (năm tài khóa) của mỗi quốc gia. Nội dung của CSTT chủ yếu gồm: chính sách (CS) động viên ngân sách, CS chi ngân sách và CS về bội chi ngân sách.

CS động viên NSNN chủ yếu là chính sách thuế được xác định chủ yếu thông qua tỷ lệ động viên vào ngân sách. Mức độ động viên ngân sách tùy thuộc vào mục đích mở rộng hay thắt chặt tổng cầu. Khi tỷ lệ động viên ngân sách được hạ thấp thì khả năng tích lũy tài chính của khu vực tư nhân tăng, tăng đầu tư và tổng cầu của nền kinh tế.

Chính sách chi ngân sách thể hiện ở quy mô chi ngân sách cũng như phạm vi và đối tượng chi ngân sách nhà nước.

Chính sách về bội chi ngân sách được thể hiện ở cách thức mà chính phủ sử dụng nhằm bù đắp thâm hụt ngân sách.

Ở Việt Nam ngân sách nhà nước luôn trong tình trạng thâm hụt nhưng trong giới hạn an toàn (quốc hội cho phép ở mức 5% GDP). Nói chung ngân sách nhà nước Việt Nam đã được trang trải bằng 3 cách:

*Một là*, chính phủ vay trong nước bằng cách phát hành công trái, tín phiếu, trái phiếu kho bạc. Việc phát hành trái phiếu qua thị trường chứng khoán sẽ có ảnh hưởng tới hoạt động huy động vốn của các ngân hàng từ đó ảnh hưởng tới cung ứng tiền tệ. Còn việc phát hành tín phiếu qua NHNN sẽ tác động trực tiếp tới khối lượng tiền cơ sở và do vậy cung tiền cũng sẽ thay đổi.

*Hai là*, chính phủ có thể in thêm tiền. Cách bù đắp thâm hụt ngân sách này rất dễ thực hiện nhưng làm cho nền kinh tế bị áp lực lạm phát cao. Trước năm 1992 bội chi ngân sách nhà nước Việt Nam được tài trợ phần lớn bởi việc phát hành tiền nên vào những năm đó nền kinh tế rơi vào tình trạng siêu lạm phát. Sau năm 1992, do kiên quyết cắt giảm chi tiêu nên mức thâm hụt đã giảm dần và không phát hành tiền để bù đắp bội chi ngân sách áp lực tăng giá giảm, góp phần chặn đứng lạm phát phi mã không chế ở mức dưới 10%.

*Ba là*, phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế. Giá trị của lượng trái phiếu quốc tế phát hành sẽ trực tiếp làm thay đổi cán cân vốn và do đó làm thay đổi tổng khối lượng tổng phương tiện thanh toán quốc gia.

Như vậy cả ba cách tài trợ thâm hụt ngân sách nêu trên đều có ảnh hưởng tới cung ứng tiền tệ của nền kinh tế. Do vậy mà CSTK và CSTT có quan hệ mật thiết với nhau. Khi sử dụng CSTK để điều tiết nền kinh tế thì không thể không có sự phối hợp nhịp nhàng giữa hai chính sách nêu trên.

Theo số liệu thu thập được từ Bộ tài chính chúng ta có thể thấy từ đầu những năm 1990 cho đến năm 1997, NSNN có thâm hụt nhưng tỷ lệ thâm hụt so với GDP ngày càng giảm. Nhưng sau khi có khủng hoảng tài chính tiền tệ Châu Á xảy ra cho đến nay tỷ lệ đó ngày càng gia tăng.

**Bảng 2.8. Thu chi Ngân sách nhà nước so với GDP (%)**  
**Thời kỳ 1991-1999**

<b>Năm</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
Tổng thu ngân sách	13,5	19	22,3	24,7	23,9	23,6	23,9	24,3	25,1
Tổng chi ngân sách	17,2	23,4	28,6	27,4	25,7	24,7	28,5	29,2	30,2
<b>Cân đối ngân sách</b>	<b>-3,7</b>	<b>-4,4</b>	<b>-6,3</b>	<b>-2,7</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,9</b>	<b>-5,1</b>

*Nguồn: Bộ tài chính*

**Bảng 2.9. Thu chi Ngân sách nhà nước so với GDP (%)**  
**Thời kỳ 2000-2006**

<b>Năm</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Tổng thu ngân sách	25,8	22,29	23,12	28,16	31,42	26,8	27,79
Tổng chi ngân sách	30,8	26,96	27,66	31,44	35,76	31,6	32,77
<b>Cân đối ngân sách</b>	<b>-5</b>	<b>-4,67</b>	<b>-4,54</b>	<b>-3,28</b>	<b>-4,34</b>	<b>-4,9</b>	<b>-4,98</b>

*Nguồn: Bộ tài chính*

Thâm hụt ngân sách từ năm 1997 đến năm 2002 luôn ở mức xấp xỉ 5% GDP do sự biến động của giá dầu và thiên tai liên tiếp xảy ra làm giảm tốc độ tăng trưởng kinh tế nên chính phủ phải tăng chi tiêu để tạo ra 'cú huých' đối với nền kinh tế.

Theo các báo cáo của Bộ tài chính thì thu ngân sách nhà nước đều đạt và vượt chỉ tiêu đặt ra. Tuy nhiên, do ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính, thiên tai, dịch bệnh,... làm phát sinh nhiều khoản chi ngoài dự kiến của chính phủ. Hơn nữa, Việt Nam đang trong quá trình cải cách nền kinh tế nên chính phủ là tác nhân vô cùng quan trọng trong việc xây dựng cơ sở hạ tầng phát triển kinh tế. Đó là những nhân tố làm cho chi ngân sách luôn vượt chi.

Chính phủ Việt Nam hiện tại không chỉ tài trợ ngân sách bằng hình thức vay trong nước qua việc phát hành trái phiếu và tín phiếu bán cho dân chúng mà từ năm 2005 đã thực hiện phát hành trái phiếu ngoại tệ ra nước ngoài để vay nước ngoài cho chi tiêu ngân sách. Theo kế hoạch năm 2007 chính phủ tiếp tục phát hành trái phiếu bán ra nước ngoài với tổng giá trị là 1 tỷ USD. Tuy nhiên trong bối cảnh của Việt Nam hiện nay thì tài trợ NSNN bằng luồng vốn vay nước ngoài với lãi suất khá cao trên 7% là hợp lý hay chưa thì câu trả lời là không rõ ràng. Như chúng ta thấy năm 2006, cán cân thanh toán thặng dư ở mức kỷ lục trên 4 tỷ USD (xem số liệu cán cân thanh toán ở phần sau). Nguồn cung ngoại tệ lớn hơn cầu ngoại tệ và xu hướng này có thể tăng trong vài năm tới khi Việt Nam hội nhập sâu rộng vào WTO.

Vậy nên khi tài trợ ngân sách bằng phát hành trái phiếu chính phủ ra nước ngoài có thể gây áp lực đối với NHNN trong điều hành CSTT để đạt được các mục tiêu kinh tế vĩ mô đặt ra nhất là nền kinh tế Việt Nam có hiện tượng đô la hóa. Hơn thế nữa giữa hai cơ quan NHNN và Bộ tài chính chưa có sự kết hợp chặt chẽ với nhau trong điều hành chính sách. Các khoản thu chi NSNN không được thông tin kịp thời cho NHNN. Chính điều đó sẽ làm

cho NHNN không hoàn toàn chủ động trong điều hành CSTT, làm giảm hiệu quả của chính sách.

**Bảng 2.10. Cơ cấu nguồn bù đắp thâm hụt Ngân sách nhà nước**

*(% so với thâm hụt)*

	1981-85	1986-90	1991	1992-95	1996-2000	2001-05
Phát hành tiền	30,6	57,9	10	0	0	0
Vay nước ngoài	65,7	38,5	25	40,2	34,3	45,5
Vay trong nước	3,7	3,7	65	58,8	65,7	54,5

*Nguồn: IMF*

Như vậy, với đặc điểm nêu trên của ngân sách và CSTK Việt Nam thì 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, CSTT sẽ đạt hiệu quả cao hơn.

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

Kể từ khi có Pháp lệnh NHNN năm 1990, NHNN là cơ quan lập, phân tích và theo dõi cán cân thanh toán quốc tế của Việt Nam. Thực trạng về CCTT của Việt Nam chúng ta sẽ xem xét qua cán cân vãng lai và cán cân vốn (xem Bảng 2.11 và 2.12). Thực tế về cán cân thanh toán của Việt Nam có ảnh hưởng như thế nào tới việc thực thi CSTT của NHNN chúng ta sẽ xem xét qua từng bộ phận của cán cân thanh toán của Việt Nam thời gian qua cụ thể là từ năm 1990 đến nay.

### 2.2.2.1. Cán cân vãng lai

Theo bảng số liệu 2.11 và 2.12 chúng ta thấy CCVL của Việt Nam bị thâm hụt kể từ đầu những năm 1990 cho đến năm 1998. Mức thâm hụt CCVL ngày càng gia tăng, cao nhất là năm 1994. Tuy nhiên, năm 1996 là năm có tỷ trọng thâm hụt CCVL so với GDP là cao nhất 10,6%. Sau đó giảm xuống trong năm 1997, 1998 do chính phủ áp dụng một số biện pháp hạn chế nhập khẩu, đồng thời do tác động của cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ Đông Nam Á khiến nhu cầu nhập khẩu giảm xuống.

**Bảng 2.11. Cán cân thanh toán của Việt Nam 1991- 1998**

*Đơn vị: Triệu USD*

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>CÁN CÂN VÃNG LAI</b>	<b>-259</b>	<b>-123</b>	<b>-8</b>	<b>-1395</b>	<b>-1197</b>	<b>-1876</b>	<b>-2431</b>	<b>-1664</b>	<b>-1070</b>
<b>Cán cân thương mại</b>	<b>-41</b>	<b>-63</b>	<b>-60</b>	<b>-1177</b>	<b>-1190</b>	<b>-2345</b>	<b>-3143</b>	<b>-1315</b>	<b>-985</b>
+ Xuất khẩu (FOB)	1731	2042	2475	2985	4054	5198	7337	9145	9365
+ Nhập khẩu (FOB)	1772	2105	2535	4162	5244	7543	10480	10460	10350
<b>Dịch vụ</b>	<b>55</b>	<b>179</b>	<b>311</b>	<b>78</b>	<b>19</b>	<b>159</b>	<b>-61</b>	<b>-623</b>	<b>-530</b>
+ Thu	55	450	724	772	1283	2074	2709	2530	2616
+ Chi		271	413	694	1264	1915	2770	3153	3146
<b>Thu nhập từ đầu tư</b>	<b>-411</b>	<b>-339</b>	<b>-382</b>	<b>-560</b>	<b>-328</b>	<b>-317</b>	<b>-427</b>	<b>-611</b>	<b>-677</b>
+ Thu	28	42	43	30	27	96	140	136	127
+ Chi	439	381	425	590	355	413	567	747	804
<b>Chuyển giao (ròng)</b>	<b>138</b>	<b>100</b>	<b>123</b>	<b>264</b>	<b>302</b>	<b>627</b>	<b>1200</b>	<b>885</b>	<b>1122</b>
+ Tư nhân	138	35	59	70	170	474	1050	710	950
+ Chính phủ		65	64	194	132	153	150	175	172
<b>CÁN CÂN VỐN</b>	<b>121</b>	<b>-59</b>	<b>271</b>	<b>352</b>	<b>897</b>	<b>1765</b>	<b>2079</b>	<b>1663</b>	<b>215</b>
Đầu tư trực tiếp nước ngoài	120	220	260	832	1048	1780	1812	2074	800
Vay trung và dài hạn ròng	-47	-191	52	-597	-275	-290	98	375	431
Vay ngắn hạn ròng	48	-88	-41	117	124	311	224	-612	-644
Đầu tư dưới hình thức tiền và tiền gửi									
Đầu tư vào tài sản tài chính									
Thanh toán vay nợ FDI						36	55	174	372
<b>Sai số thống kê</b>	<b>-4</b>	<b>132</b>	<b>-198</b>	<b>-13</b>	<b>-109</b>	<b>-89</b>	<b>54</b>	<b>-3</b>	<b>328</b>
<b>CÁN CÂN TỔNG THỂ</b>	<b>-142</b>	<b>-50</b>	<b>65</b>	<b>-1056</b>	<b>-409</b>	<b>-200</b>	<b>-298</b>	<b>-4</b>	<b>-527</b>

*Nguồn: NHNN Việt Nam và IMF*

Năm 1999, là năm đầu tiên CCVL của Việt Nam thặng dư sau nhiều năm thâm hụt (Bảng 2.12). Tuy nhiên, mức thặng dư giảm dần trong năm 2000 khi nền kinh tế phục hồi. Từ năm 2002 cho đến nay, CCVL luôn trong tình trạng thâm hụt và mức thâm hụt của CCVL ngày càng gia tăng.

**Bảng 2.12. Cán cân thanh toán của Việt Nam 1999- 2006**

*Đơn vị: Triệu USD*

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>CÁN CÂN VĨNG LAI</b>	<b>1285</b>	<b>892</b>	<b>682</b>	<b>-604</b>	<b>-1878</b>	<b>-926</b>	<b>-723</b>	<b>-164</b>
<b>Cán cân thương mại</b>	<b>1080</b>	<b>628</b>	<b>481</b>	<b>-1054</b>	<b>-2528</b>	<b>-2256</b>	<b>-1750</b>	<b>-2776</b>
+ Xuất khẩu (FOB)	11540	14308	15027	16706	20176	26503	32000	39826
+ Nhập khẩu (FOB)	10460	13680	14546	17760	22704	28759	33750	42602
<b>Dịch vụ</b>	<b>-547</b>	<b>-615</b>	<b>-572</b>	<b>-750</b>	<b>-778</b>	<b>-872</b>	<b>-1067</b>	<b>-8</b>
+ Thu	2493	2695	2810	2948	3272	3867	4215	5100
+ Chi	3040	3310	3382	3698	4050	4739	5282	5108
<b>Thu nhập từ đầu tư</b>	<b>-429</b>	<b>-597</b>	<b>-477</b>	<b>-721</b>	<b>-811</b>	<b>-891</b>	<b>-1081</b>	<b>-1429</b>
+ Thu	142	185	318	167	125	188	300	668
+ Chi	571	782	795	888	936	1079	1381	2097
<b>Chuyển giao (ròng)</b>	<b>1181</b>	<b>1476</b>	<b>1250</b>	<b>1921</b>	<b>2239</b>	<b>3093</b>	<b>3175</b>	<b>4049</b>
+ Tư nhân	1050	1340	1100	1767	2100	2919	3000	3800
+ Chính phủ	131	136	150	154	139	174	175	249
<b>CÁN CÂN VỐN</b>	<b>-334</b>	<b>-772</b>	<b>220</b>	<b>1980</b>	<b>3305</b>	<b>2755</b>	<b>2429</b>	<b>3088</b>
Đầu tư trực tiếp nước ngoài	700	800	1300	1400	1450	1610	1850	2315
Vay trung và dài hạn ròng	605	729	139	-51	457	1164	983	1025
Vay ngắn hạn ròng	-1036	-1700	-22	7	26	-54	46	-30
Đầu tư dưới hình thức tiền và tiền gửi			-1197	624	1372	35	-450	-1535
Đầu tư vào tài sản tài chính								1313
Thanh toán vay nợ FDI	603	601						
<b>Sai số thống kê</b>	<b>-183</b>	<b>129</b>						<b>1398</b>
<b>CÁN CÂN TỔNG THỂ</b>	<b>768</b>	<b>249</b>	<b>902</b>	<b>1376</b>	<b>1427</b>	<b>1829</b>	<b>1706</b>	<b>4322</b>

*Nguồn: NHNN Việt Nam và IMF*

#### **2.2.2.2. Cán cân vốn**

Kể từ khi mở cửa kinh tế, Việt Nam đã tiếp nhận được một lượng vốn khá lớn từ nước ngoài, chủ yếu là đầu tư trực tiếp nước ngoài và vay nợ nước ngoài. Đầu tư trực tiếp nước ngoài tăng mạnh mẽ từ 120 triệu USD năm 1990



lên 2.395 triệu USD năm 1996. Từ năm 1997 do tác động của cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ Châu Á, luồng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài giảm dần trong giai đoạn 1997- 2000 và phục hồi từ năm 2001 (xem 2 Bảng 2.11 và 2.12).

Nhìn vào cơ cấu của cán cân vốn trong bảng CCTT của Việt Nam chúng ta có thể thấy đầu tư trực tiếp nước ngoài chiếm một tỷ trọng khá lớn (khoảng 60-70%) tổng luồng vốn vào. Với tỷ trọng lớn của đầu tư trực tiếp nước ngoài thì chi phí cho việc tài trợ CCTT là thấp (chí phí này được đánh giá bằng các khoản lãi phải trả đối với các khoản vay và rủi ro của việc rút vốn). Do vậy, nền kinh tế không chứa đựng rủi ro của việc rút vốn ở ạt nếu tỷ trọng của phần vốn vay ngắn hạn lớn.

Nhìn chung cán cân vốn của Việt Nam trong thời kỳ nghiên cứu của luận án đều thặng dư, cá biệt có một số năm thâm hụt nhưng mức thâm hụt không đáng kể. Cơ cấu của cán cân vốn theo nhiều nhà kinh tế thì là lành mạnh và không đáng lo ngại.

### **2.2.2.3. CCTT tổng thể:**

CCTT tổng thể của Việt Nam thường xuyên thâm hụt trước năm 1997. Sau đó có sự biến động mạnh cho đến năm 2001 (thâm hụt năm 1998, chuyển sang thặng dư năm 1999 và giảm mạnh vào năm 2000). Thặng dư CCTT tăng mạnh vào năm 2002 và giá trị thặng dư CCTT là lớn ở các năm sau 2002. Năm 2006 là năm mà CCTT của Việt Nam thặng dư cao nhất đạt 4.322 triệu USD tăng mạnh so với mức 2.131 triệu USD năm 2005. Luồng ngoại tệ thặng dư đã được NHNN thu hút phần lớn làm tăng dự trữ ngoại hối quốc gia.

Với thực trạng về CCTT của Việt Nam trong giai đoạn từ năm 1990 cho đến nay, chúng ta có thể thấy rằng CCTT ngày càng ổn định với mức thặng dư tăng. Trong thời gian tới khi Việt Nam đã chính thức tham gia WTO, luồng vốn đầu tư nước ngoài gia tăng sẽ giúp cho nền kinh tế có thể bù

đáp phần thâm hụt thương mại đồng thời tăng nguồn ngoại tệ cho dự trữ quốc gia.

Tuy nhiên, với sự thặng dư CCTT 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**

Một trong những nhân tố quyết định tới hiệu quả thực thi CSTT là liên quan tới mức độ phát triển của các định chế tài chính và thị trường tiền tệ. Một thị trường tài chính phát triển với các định chế vững mạnh sẽ là những mắt xích quan trọng trong việc tiếp nhận và phản ứng lại đúng đắn, kịp thời những quyết định CSTT của NHTW. Do vậy CSTT đưa ra sẽ đạt được tốt những mục tiêu đã được đặt ra.

Vậy, ở Việt Nam hiện nay các định chế tài chính đã phát triển ở mức độ nào chúng ta sẽ xem xét ở phần nghiên cứu này. 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.

### **2.2.3.1. Thị trường tiền tệ**

Thị trường tiền tệ, theo luật NHNN, là thị trường vốn ngắn hạn, là nơi mua bán các giấy tờ có giá ngắn hạn (dưới 1 năm). Thị trường tiền tệ bao gồm thị trường nội tệ liên ngân hàng (được thành lập và đi vào hoạt động năm 1993), thị trường ngoại tệ liên ngân hàng (chính thức đi vào hoạt động từ tháng 10/1994), thị trường đấu thầu tín phiếu kho bạc (bắt đầu vận hành năm 1995) và nghiệp vụ thị trường mở (chính thức vận hành vào tháng 7/2000). Chức năng của thị trường tiền tệ là tài trợ vốn ngắn hạn cho doanh nghiệp, cho ngân sách nhà nước, đảm bảo vốn khả dụng cho các tổ chức tín dụng và là nơi để cho NHNN thực thi các công cụ của CSTT.

Thị trường tiền tệ diễn ra chủ yếu thông qua hoạt động của hệ thống ngân hàng, vì các ngân hàng là chủ thể quan trọng nhất trong việc cung cấp và sử dụng vốn ngắn hạn. Tham gia thị trường tiền tệ ở nước ta hiện nay là hệ thống các tổ chức tín dụng, gồm có: các NHTM, các công ty tài chính, các công ty cho thuê tài chính, các quỹ tín dụng nhân dân.

Tiền thân ra đời của hệ thống NHTM Việt Nam là hệ thống NHNN Việt Nam được thành lập và đi vào hoạt động từ ngày 6/5/1951 với tên gọi ban đầu là NH Quốc gia Việt Nam. Tổ chức hoạt động ngân hàng mô hình một cấp, Nhà nước độc quyền quản lý, vừa làm chức năng quản lý nhà nước vừa trực tiếp kinh doanh tiền tệ tín dụng. Hoạt động ngân hàng đều do sự ấn định chủ quan của Nhà nước không có một CSTT theo đúng nghĩa. Bộ máy tổ chức công kênh kém hiệu quả,...

Ngày 26/3/1988 Hội đồng bộ trưởng (nay là Chính phủ) đã ban hành Quyết định số 53/HĐBT, quyết định tổ chức lại hoạt động của hệ thống Ngân hàng với mục tiêu tăng cường chức năng quản lý Nhà nước của NHNN, chức năng kinh doanh tiền tệ- ngân hàng được giao cho các NH chuyên doanh và được tách khỏi NH nhà nước. Mô hình hai cấp trong hoạt động ngân hàng đó

được thể chế hóa sau khi NHNN công bố Pháp lệnh NHNN ngày 24/5/1990. Hệ thống ngân hàng Việt Nam ngày càng được tách bạch thành hai hệ thống độc lập và rành bạch về chức năng và nhiệm vụ khi có sự ra đời của Luật NHNN Việt Nam và Luật tổ chức tín dụng Việt Nam (1/1/1998).

- Hệ thống ngân hàng nhà nước Việt Nam với chức năng là NHTW của Việt Nam
- Hệ thống các TCTD với chức năng kinh doanh tiền tệ và dịch vụ ngân hàng.

Hiện nay, hệ thống NHTM Việt Nam bao gồm các loại hình hoạt động như: NHTM nhà nước, NHTM cổ phần, NHTM liên doanh, chi nhánh NHTM nước ngoài.

Các NHTM nhà nước từ khi ra đời đến nay được hoạt động theo mô hình tổng công ty, Nhà nước có 100% vốn điều lệ. Các NHTM nhà nước hoạt động dưới sự điều chỉnh trực tiếp của luật các tổ chức tín dụng, vừa chịu sự điều chỉnh cả trực tiếp và gián tiếp của Luật DNNN. Cho đến nay, nhóm các NHTM nhà nước vẫn là nhóm chi phối thị phần huy động vốn và tín dụng của cả nước (tỷ trọng tín dụng của các NHTM nhà nước năm 2005 chiếm 70,8% và năm 2006 chiếm 63,49% của cả hệ thống) [18]. Thị phần của các NHTM nhà nước cao như vậy là do các NHTM nhà nước có mạng lưới rộng phủ khắp cả nước, có thời gian hoạt động lâu, do tâm lý của người dân chưa quen với hoạt động của các tổ chức tín dụng khác... Tuy nhiên, mô hình tổ chức truyền thống chậm đổi mới nên hệ quả là nhân lực quá đông, bộ máy cồng kềnh, hạn chế năng suất lao động. Vốn tự có của nhóm NHTM NN thấp (bình quân 3680 tỷ đồng), tỷ lệ an toàn vốn của ngân hàng (bình quân 4,39%) thấp nhất, mức độ rủi ro cao nhất trong các nhóm NHTM, chất lượng tài sản thấp nên khả năng sinh lời và hiệu quả kinh doanh của nhóm các NHTM nhà nước là rất thấp, không những thấp hơn so với nhóm NH nước ngoài và NH liên

doanh mà còn thấp hơn một số NHTM cổ phần [7]. Do vậy từ nay đến năm 2008 để nâng cao hiệu quả hoạt động của các NHTM nhà nước, NHNN Việt Nam đang và sẽ cổ phần hóa các NHTM nhà nước.

Nhóm các NHTM cổ phần hiện có khoảng 33 ngân hàng. Các ngân hàng cổ phần có quy mô thị phần nhỏ (tỷ trọng tín dụng cho nền kinh tế năm 2005 và 2006 lần lượt chiếm 14,76% và 21,16% [19]) nhưng tỷ lệ an toàn vốn bình quân nhóm khoảng 8% cao hơn các NHTM NN, đạt tỷ lệ an toàn tối thiểu theo thông lệ quốc tế. Hiện tại số vốn tự có của các NHTM cổ phần không lớn (năm 2005 chỉ có hai NHTM cổ phần Sài Gòn Thương tín và NHTM cổ phần Á Châu là có số vốn tự có trên 1000 tỷ đồng) nên hạn chế khả năng cung ứng vốn, đầu tư tài chính và đầu tư phát triển công nghệ. Tuy các NHTM cổ phần có nhiều cố gắng trong việc mở rộng thị phần song các NHTM cổ phần thường trong tình trạng thiếu nguồn và họ phải tăng lãi suất huy động để cạnh tranh với các NHTM nhà nước. Ngày 22/11/2006, Chính Phủ ban hành Nghị định 141/2006/NĐ-CP về ban hành danh mục mức vốn pháp định của các tổ chức tín dụng. Theo Nghị định đó thì các NHTM cổ phần đã được cấp phép và hoạt động phải đảm bảo vốn điều lệ thực góp tối thiểu chậm nhất vào ngày 31/12/2008 là 1000 tỷ. Nghị định đó tạo điều kiện cho các NHTM cổ phần tăng vốn hoạt động và tăng dần khả năng cạnh tranh khi Việt Nam đã nằm trong WTO.

Hiện nay ở Việt Nam có 4 ngân hàng liên doanh. Vốn tự có của các NH liên doanh bình quân gần 350 tỷ đồng. Thị phần tín dụng nhỏ, năm 2005 là 1,17% và năm 2006 là 1,25% [19] nhưng hoạt động ổn định, mức độ rủi ro thấp hiệu quả kinh doanh cao hơn các NHTM nhà nước và cổ phần.

Nhóm chi nhánh NH nước ngoài chiếm khoảng 8,31% thị phần tín dụng của cả nền kinh tế năm 2005 và 8,04% năm 2006. Hiện tại do các quy định của NHNN nên việc mở rộng mạng lưới cũng như việc tiếp cận dịch vụ

cho công chúng là hạn chế nhưng đến năm 2010 khi mà Việt Nam phải thực hiện cam kết với WTO về lĩnh vực ngân hàng, các ngân hàng hoạt động trên lãnh thổ Việt Nam được đối xử bình đẳng như nhau thì nhóm chi nhánh ngân hàng nước ngoài là đối thủ cạnh tranh đáng gờm của các tổ chức tín dụng trong nước vì họ có lợi thế hơn hẳn các NHTM trong nước, chẳng hạn như:

- Trình độ quản lý, kinh nghiệm kỹ năng làm việc
- Các dịch vụ cung cấp có sẵn từ các Ngân hàng mẹ
- Thu nhập hấp dẫn nên dễ thu hút lao động có trình độ cao từ thị trường cũng như là từ các NHTM Việt Nam
- Có kinh nghiệm kinh doanh quốc tế và ngân hàng điện tử
- Khả năng duy trì và phát triển thị trường mục tiêu với khách hàng trong khu vực công nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài

Như vậy, chúng ta có thể khẳng định rằng hiện tại thị trường tiền tệ ở Việt Nam với sự hoạt động của chủ thể quan trọng nhất là các NHTM vừa hạn chế về số lượng vừa kém về chất lượng. Quy mô vốn sở hữu nhỏ, năng lực tài chính hạn hẹp, hệ số an toàn thấp, nhân sự và công nghệ bất cập, cơ chế quản trị điều hành cách xa với chuẩn mực quốc tế, chưa lấy hình ảnh và thương hiệu là vũ khí cạnh tranh,... Với các thành viên tham gia thị trường tiền tệ như trên thì thực tế hoạt động của các thị trường thành tố như thế nào, chúng ta sẽ xem xét tiếp ở phần sau.

*\* Thị trường nội tệ liên ngân hàng*

Thị trường nội tệ liên ngân hàng Việt Nam được thành lập năm 1993. Đây là nơi mà thực hiện việc cho vay và đi vay lẫn nhau giữa các ngân hàng nhằm mục đích bù đắp thiếu hụt tạm thời nhu cầu vốn khả dụng và là nơi để các NHTM tối đa hóa việc sử dụng nguồn vốn của mình. NHNN tham gia thị

trường này với tư cách là thành viên và tác động lên thị trường để thực thi CSTT.

Trong giai đoạn đầu thành lập, hoạt động của thị trường nội tệ liên ngân hàng được thực hiện 1 phiên/tuần chủ yếu là giữa các NHTM nhà nước thông qua các tài khoản tại NHNN. Qua đó NHNN kiểm soát khối lượng giao dịch và lãi suất trên thị trường. Tuy vậy, trong thời gian đầu vai trò trung gian của NHNN chưa phát huy hết tác dụng. NHNN không thực hiện được một cách hiệu quả vai trò điều hành, can thiệp thị trường. Ngoài ra, lợi ích, nhu cầu của các thành viên không được đảm bảo.

Giai đoạn 1994-1998, hoạt động của thị trường nội tệ liên ngân hàng trở nên linh hoạt hơn và được tự do hơn. Các thành viên trực tiếp giao dịch với nhau vào tất cả các ngày làm việc trong tuần mà không phải thông qua NHNN hay thông qua trung tâm giao dịch. Trong thời gian này doanh số giao dịch 1 chiều (đi vay hoặc cho vay) bình quân khoảng từ 80.000- 140.000 tỷ đồng, số dư bình quân trên thị trường khoảng 10.000- 14.000 tỷ đồng. Khả năng kiểm soát khối lượng giao dịch và lãi suất của NHNN bị hạn chế mặc dù các NHTM được yêu cầu báo cáo về các giao dịch.

Từ năm 1998 đến nay, hoạt động của thị trường nội tệ liên ngân hàng từng bước được cải thiện nhờ có khung khổ pháp lý hoàn thiện hơn, hệ thống kỹ thuật công nghệ ngân hàng được hiện đại và đa dạng hóa, tự do hóa lãi suất, sự xuất hiện các công cụ mới như nghiệp vụ thị trường mở (năm 2000), vay thấu chi, vay qua đêm và thanh toán bù trừ điện tử (năm 2002). Ngoài ra, các kỳ hạn cho vay cũng đa dạng hơn. Những yếu tố đó đã có tác động tích cực làm cho doanh số hoạt động của thị trường ngày càng tăng và góp phần vào việc điều hành CSTT của NHNN.

*\* Thị trường ngoại hối và thị trường ngoại tệ liên ngân hàng*

Năm 1991 đánh dấu sự ra đời của thị trường ngoại hối có tổ chức tại Việt Nam với sự ra đời của hai trung tâm giao dịch ngoại hối tại TP HCM và HN theo quyết định số 107-NH/QĐ ngày 16/8/1991 của NHNN. Tuy nhiên do hoạt động của hai trung tâm này không có hiệu quả nên ngày 20/10/1994, NHNN quyết định thành lập thị trường ngoại tệ liên ngân hàng thay thế cho hai trung tâm giao dịch đó. Thị trường ngoại tệ liên ngân hàng với NHNN là người điều hành và là người mua bán cuối cùng khi cần thiết đã góp phần đáng kể đối với việc điều hành tỷ giá, góp phần làm cho tỷ giá phản ánh chính xác hơn giá trị thực của VNĐ.

Năm 2003, NHNN đã hủy bỏ quy định về trần tỷ giá kỳ hạn và thay đổi kỳ hạn, cho phép các tổ chức tín dụng được xác định tỷ giá kỳ hạn dựa trên cơ sở chênh lệch lãi suất giữa đồng đô la Mỹ và đồng Việt Nam, đồng thời mở rộng kỳ hạn từ 3- 365 ngày. Đồng thời NHNN cũng cho phép mở rộng các đối tượng được giao dịch ngoại tệ với các tổ chức tín dụng và khách hàng được chuyển đổi ngoại tệ mà không bị kiểm soát chứng từ.

Từ năm 2003 đến năm 2006 thị trường ngoại tệ liên ngân hàng liên tục phát triển về cả quy mô và doanh số giao dịch nhờ sự thay đổi trong cơ chế quản lý kinh doanh ngoại tệ. Tính đến năm 2006 số lượng các thành viên tham gia thị trường ngoại tệ liên ngân hàng lên tới 65 ngân hàng (năm 2003 có 59 thành viên và 23 thành viên năm 1994). Nhờ xuất khẩu tăng và kiều hối nhiều nên năm 2006 cung ngoại tệ tăng, NHNN đã mua được một lượng ngoại tệ lớn cho dự trữ ngoại tệ.

*\* Thị trường tín phiếu kho bạc*

Thị trường tín phiếu kho bạc bắt đầu hoạt động từ năm 1995 và là kênh huy động vốn lớn với chi phí thấp cho NSNN. Đặc biệt từ tháng 7/2000, thị



trường tín phiếu kho bạc cùng với tín phiếu NHNN đã trở thành nguồn cung cấp hàng hóa chủ yếu cho nghiệp vụ thị trường mở.

### ***2.2.3.2. Thị trường chứng khoán***

Thị trường chứng khoán trong nền kinh tế thị trường là kênh huy động vốn dài hạn quan trọng nhất cho các doanh nghiệp trong nền kinh tế đối ngược với thị trường tiền tệ nơi cung cấp nguồn vốn ngắn hạn cho các doanh nghiệp. Nhưng thực tế hiện nay ở Việt Nam như đã phân tích ở phần trên thì các NHTM vẫn là nơi cung cấp vốn chủ yếu cho các doanh nghiệp trong nền kinh tế kể cả vốn ngắn hạn và dài hạn. Điều này xuất phát từ thực trạng phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam.

Thị trường chứng khoán ở Việt Nam mới chỉ đi vào hoạt động từ năm 2000. Cho đến nay, Việt Nam có 2 trung tâm giao dịch chứng khoán, một ở thành phố Hồ Chí Minh (bắt đầu hoạt động năm 2000) và một ở Hà nội (bắt đầu hoạt động năm 2004).

Với thời gian tồn tại và phát triển quá ngắn như vậy, 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 (đến hết tháng 1 năm 2007 cả nước có 195 công ty niêm yết và hơn 100.000 tài khoản giao dịch chứng khoán). Theo Ủy ban Chứng khoán Nhà nước tính đến ngày 31/12/2006 tổng vốn hóa thị trường đạt khoảng 220.000 tỷ đồng (bằng khoảng 22,7% GDP). Tổng giá trị trái phiếu niêm yết tính đến ngày 16/11/2006 bằng khoảng 6,4% GDP năm 2006, trong đó hầu hết là trái phiếu chính phủ và chính quyền địa phương (chiếm 97%) [27]. 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. Do vậy, chức năng cung ứng vốn dài hạn cho nền kinh tế của thị trường chứng khoán vẫn chưa thể hiện rõ. Vốn dài hạn vẫn chủ yếu được thực hiện thông qua thị trường tiền tệ. Đó chính là điểm bất cập,

không phù hợp với sự phát triển thị trường. Trong thời gian tới cần thúc đẩy hoạt động của thị trường chứng khoán nhằm tách hẳn chức năng cung ứng vốn dài hạn ra khỏi hoạt động của tín dụng ngân hàng.

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

Một trong những mục tiêu quan trọng của CSTT mà NHTW mong muốn đạt được là ổn định giá trị đồng nội tệ. Việc đó sẽ có thể đạt được dễ dàng khi mà NHTW có khả năng kiểm soát chặt cung ứng tiền tệ. Tuy nhiên, khả năng kiểm soát cung ứng tiền tệ sẽ gặp nhiều cản trở khi nền kinh tế có hiện tượng đôla hóa. Mức độ đôla hóa càng cao thì khả năng kiểm soát cung ứng tiền tệ càng kém, do đó mà làm giảm hiệu quả của 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. Bắt đầu từ năm 1990 thì các doanh nghiệp và hộ gia đình được chính phủ cho phép sử dụng và gửi đôla với số lượng hạn chế, hợp nhất 3 loại tỷ giá (tỷ giá thanh toán nội bộ cho hoạt động xuất nhập khẩu, tỷ giá cho các khoản kiều hối, tỷ giá cho các hoạt động phi thương mại như du lịch hoặc chuyển tiền của người nước ngoài). Năm 1994 chính phủ cho phép các doanh nghiệp có quyền gửi và sử dụng đô la với số lượng không hạn chế. Đó chính là những điều kiện tạo cho người dân Việt Nam sử dụng và giao dịch đồng đô la Mỹ như là sử dụng đồng nội tệ- đôla hóa xảy ra.

Theo các nhà kinh tế thì để đánh giá mức độ đôla hóa cần xác định khối lượng ngoại tệ trong lưu thông và khối lượng tiền gửi ngoại tệ tại các ngân hàng. Tuy nhiên, không có số liệu về khối lượng ngoại tệ trong lưu thông nên việc phân tích hiện tượng đôla hóa ở Việt Nam chỉ có thể thông qua tiêu chí tiền gửi ngoại tệ. Theo IMF 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.

**Bảng 2.13. Tỷ trọng tiền gửi ngoại tệ trên vốn huy động tại các NHTM ở thành phố Hà nội và Hồ Chí Minh**

*Đơn vị : tỷ đồng Việt Nam (quy đổi)*

Thời điểm	TP Hà nội		TP HỒ Chí Minh	
	Số tiền	%	Số tiền	%
31-12-1996			9.661	40,3
31-12-1998			12.389	34,0
31-12-1999			16.217	39,7
31-12-2000			25.068	44,6
31-12-2001			27.764	41,6
31-12-2002	48.554	43,9	33.161	38,6
31-12-2003	53.750	37,3	38.200	34,0
31-12-2004	61.540	38,1	48.800	33,1
31-12-2005	67.252	35,0	58.450	32,3
31-12-2006	72.912	30,1	67.704	23,7
31-05-2007	75.241	26,3	98.096	26,7

*Nguồn : Báo cáo của Chi nhánh NHNN Hà nội và TP HCM*

Theo bảng 2.13 chúng ta có thể thấy tình trạng đôla hóa ở nước ta là một vấn đề đáng được quan tâm và nghiên cứu. Trước năm 2006, tỷ lệ tiền gửi đô la Mỹ so với tổng huy động ở cả thành phố Hà Nội và Hồ Chí Minh đều trên 30%. Năm 2006 tỷ trọng đó đã giảm đi do một số nguyên nhân như đồng nội tệ có sự lên giá tương đối so với đồng đôla Mỹ, thị trường chứng khoán bùng nổ,... làm cho người dân không muốn gửi tiết kiệm bằng đô la Mỹ như trước kia nữa mà chuyển sang gửi bằng tiền đồng hoặc kinh doanh chứng khoán. Theo TS Nguyễn Đại Lai [14] thì khi nền kinh tế bị đôla hóa thì cả

việc cung ứng lẫn kiểm soát khối lượng tiền M2 đều vượt khỏi tầm tay của NHTW. Đó chính là nguy cơ đe dọa trực tiếp đến an ninh tài chính của cả một nền kinh tế mà không một Chính phủ hay NHTW nào trên thế giới muốn chứng kiến.

Nếu gọi D là tổng tiền gửi các loại của nền kinh tế vào hệ thống ngân hàng (trừ tiền gửi dự trữ bắt buộc của tổ chức tín dụng tại NHTW); gọi MB là tổng tiền mặt do NHTW phát hành gồm: tiền mặt trong lưu thông ( $C_u$ ), tiền mặt dưới hình thức tiền gửi dự trữ bắt buộc của các tổ chức tín dụng tại NHTW (RR), tiền mặt dưới hình thức đảm bảo thanh toán tại quỹ của các NHTM (ER) thì:

$$MB = C_u + RR + ER$$

Gọi cr là tỷ lệ tiền mặt so với tiền gửi, rrr là tỷ lệ dự trữ bắt buộc, er là tỷ lệ tiền gửi thanh toán so với tiền gửi thì:

$$MB = C_u + RR + ER = cr.D + rrrr.D + er.D = D(cr + rrrr + er)$$

$$\text{Do đó: } D = MB / (cr + rrr + er)$$

Do vậy tổng khối lượng cung ứng tiền M2 sẽ là:

$$M2 = C + D = cr.D + D = MB(cr + 1) / (cr + rrr + er)$$

Theo công thức trên chúng ta thấy khối lượng tiền M2 phụ thuộc vào MB và các hệ số cr, rrr, er. Trong tình huống không có đôla hóa thì các hệ số đó NHNN có thể kiểm soát được thông qua báo cáo định kỳ bắt buộc của các tổ chức tín dụng. Còn nếu như 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 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,...

### ***Tóm tắt chương 2***

Thực trạng điều hành CSTT cho thấy từ năm 1992, CSTT cũng đã có mục tiêu định lượng và các công cụ CSTT gián tiếp đã được hình thành, những mục tiêu mà CSTT hàng năm đưa ra nói chung đều đạt được. Nhưng thực tế điều hành và thực thi chính sách tiền tệ còn một số tồn tại cần khắc phục như:

- Việc điều hành CSTT chưa thực sự khoa học, việc tính toán khối lượng cung ứng tiền tệ tăng thêm không dựa trên cơ sở dự báo cầu tiền.

- Cán cân thanh toán từ năm 1999 luôn thặng dư và mức thặng dư ngày càng tăng gây áp lực cho điều hành CSTT trong việc đảm bảo ổn định giá trị đồng nội tệ và chống lạm phát.

- Nền kinh tế bị đôla hóa làm cho khả năng kiểm soát tổng phương tiện trung gian trong quá trình thanh toán là rất khó khăn. NHNN không thể kiểm soát được tổng số đồng USD hiện tại đang nằm trong tay công chúng.

- Nền kinh tế dưới áp lực cạnh tranh khi gia nhập WTO, hội nhập vào nền kinh tế toàn cầu, thì hệ thống ngân hàng Việt Nam nói chung và NHNN nói riêng cần phải thay đổi theo xu thế hiện đại. Điều đó đòi hỏi sự đổi mới trong hoạt động và điều hành CSTT của NHNN hiện nay.

Đồng thời qua phân tích ở chương 2 chúng ta cũng nhận thấy một số điều kiện để thực thi CSTT hiệu quả ở nước ta hiện nay còn thiếu như:

- NHNN chưa độc lập trong điều hành CSTT (ràng buộc bởi những điều khoản trong Luật NHNN)

- CSTT chưa thực sự minh bạch thể hiện ở chỗ hàng năm NHNN đưa ra dự báo cung ứng tiền tệ tăng thêm nhưng chưa có sự giải thích rõ ràng về phân tích và dự báo (chưa dựa trên cơ sở phân tích cầu)

- CSTT đưa ra chưa thực sự phù hợp với mục tiêu và biện pháp của các chính sách kinh tế vĩ mô khác (chưa có sự phối hợp, thông tin kịp thời, đồng bộ giữa các bộ ngành có liên quan)

- Hệ thống tài chính của nước ta còn non trẻ, các định chế tài chính còn kém về chất lượng và thiếu về số lượng. Với sự phát triển sơ khai của thị trường chứng khoán, các NHTM hoạt động có chất lượng chưa cao vẫn là kênh cung cấp vốn chính (cả ngắn hạn và dài hạn) trong nền kinh tế. Thị trường tiền tệ vẫn ở giai đoạn phát triển thấp chưa thực sự là mắt xích truyền dẫn chính sách và phản ứng chính sách của NHTW.

Do vậy trong thời gian tới để làm tăng hiệu quả thực thi CSTT thì chúng ta cần phải đảm bảo các điều kiện để thực thi hiệu quả CSTT như đảm bảo tính độc lập, trách nhiệm, và minh bạch của NHNN; đảm bảo sự phù hợp về mục tiêu và biện pháp của CSTT với các chính sách kinh tế vĩ mô khác; thúc đẩy sự phát triển của các định chế tài chính và thị trường tiền tệ. Những điều kiện đó muốn có được thì không chỉ cần có sự thay đổi trong hoạch định và thực thi CSTT của NHNN mà còn cần có sự thay đổi trong cách nhìn nhận và sự hỗ trợ của chính phủ với việc điều hành CSTT của NHNN.

Tuy nhiên theo tôi thì việc làm quan trọng nhất hiện nay mà tự bản thân NHNN có thể làm được nhằm nâng cao hiệu quả thực thi CSTT đó là làm thế nào để lượng hóa được các mục tiêu trung gian và mục tiêu hoạt động nhằm nâng cao tính minh bạch và khả năng giải thích của các con số dự báo tiền tệ

cho dân chúng. Việc đó sẽ thực hiện được khi NHNN ước lượng được hàm cầu tiền cho nền kinh tế Việt Nam.

Vậy, cầu tiền ở Việt Nam do những nhân tố nào quyết định và ứng dụng trong phân tích CSTT ra sao, tôi sẽ trình bày ở những phần sau của luận án.

### **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 chính sách tiền tệ, 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 biên 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**

#### **3.1.1. Nghiên cứu cầu tiền ở Việt Nam**

Cho đến thời điểm này trên thế giới có rất nhiều nghiên cứu cầu tiền và kết quả nghiên cứu ở các nước có ý nghĩa lớn trong việc hoạch định CSTT của NHTW. Ở Việt Nam số lượng các nghiên cứu định lượng về cầu tiền là rất ít. Một số nghiên cứu đã được thực hiện ở Việt Nam nhưng còn hạn chế về phương pháp, khả năng giải thích hành vi nắm giữ tiền 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).



### 3.1.1.1. Các nghiên cứu sử dụng mô hình PAM

\* Nghiên cứu của TS Võ Trí Thành và Suiwah Leung [82]

Nghiên cứu sử dụng mô hình PAM cho cầu tiền của Việt Nam đầu tiên phải kể tới là nghiên cứu của TS Võ Trí Thành và Suiwah Leung. Hàm cầu tiền được nghiên cứu như một phần nội dung trong bài nghiên cứu được thực hiện ở Úc năm 1996 về "Cải cách giá cả và ổn định ở Việt Nam những năm 1980" (*Vietnam in the 1980s: Price Reforms and stabilization*). Trong nghiên cứu đó cầu tiền (M1-khối lượng tiền hẹp, CU- tiền mặt trong tay công chúng, HD- tiền gửi của công chúng) được xét là hàm của thu nhập (NI), tỷ lệ lạm phát ( $\Pi$ ) và biến giả (D) đại diện cho những thời điểm cải cách giá cả ở Việt Nam. Kết quả ước lượng được trình bày trong bảng 3.1 sau cho thấy cầu tiền phụ thuộc dương với thu nhập, phụ thuộc âm với biến chi phí cơ hội và việc cải cách giá cả cũng có ảnh hưởng ý nghĩa tới cầu tiền.

**Bảng 3.1. Kết quả ước lượng cầu tiền của Võ Trí Thành và Suiwah Leung**

Mô hình	HD (1978-91)	CU (1977-91)	M1 (1978-91)
c	-9,906	-8,071	-8,942
D	0,498	0,499	0,464
NI	1,791	1,404	1,599
$\Pi$	-0,817E-3	-0,867E-4	-0,334E-3
Biến phụ thuộc trễ	0,723	0,668	0,649

\* Nghiên cứu của Phạm Quốc Thắng năm 1996 [68]:

Đây là nghiên cứu chính thức đầu tiên về cầu tiền được thực hiện tại Việt Nam. Phạm Quốc Thắng xây dựng hàm cầu tiền của Việt Nam thời kỳ 1985-1995, lấy số liệu nghiên cứu theo năm. Như vậy nghiên cứu chỉ có 10

quan sát. Với số lượng quan sát quá ít như vậy, kết quả ước lượng không có ý nghĩa trong phân tích và dự báo.

Nghiên cứu của Phạm Quốc Thắng chỉ có ý nghĩa gợi mở cho các nghiên cứu sau về mối quan hệ giữa cầu tiền và một số các biến số trong kinh tế. Kết quả nghiên cứu của Phạm Quốc Thắng được tóm tắt trong bảng 3.2.

**Bảng 3.2. Kết quả ước lượng cầu tiền của Phạm Quốc Thắng**

Khối lượng tiền	Hệ số nhạy cảm của cầu tiền đối với thu nhập	Hệ số nhạy cảm của cầu tiền đối với lãi suất	Hệ số nhạy cảm của cầu tiền đối với sự biến động của giá (lạm phát)
$m_0$	1,78	-	
$m_1$	1,384	-	-
$m_2$	1,34	0,3 (R)	-0,21
$m_{2f}$	0,88	0,11 (r)	-

Trong đó:

- Dấu ‘-’ phản ánh hệ số ước lượng không có ý nghĩa
- R là lãi suất danh nghĩa
- r là lãi suất thực tế
- $m_0$  là khối lượng tiền cơ sở thực tế
- $m_1$  là khối lượng tiền hẹp thực tế, khối lượng tiền hẹp M1 bao gồm khối lượng tiền mặt cộng với các khoản tiền gửi không kỳ hạn
- $m_2$  là khối lượng tiền rộng thực tế, khối lượng tiền rộng M2 bao gồm M1 và bán tệ
- $m_{2f}$  là khối lượng tiền rộng cộng thêm các khoản tiền gửi ngoại tệ của công chúng tại các NHTM.

\* *Nghiên cứu cầu tiền của Đặng Chí Trung năm 2004 [15]:*

Đặng Chí Trung nghiên cứu cầu tiền theo tháng cho Việt Nam giai đoạn từ tháng 1/1991 đến tháng 12/2002, với các biến số giải thích như: sản lượng công nghiệp (IO), lãi suất (RATE), lạm phát (INF), tỷ giá hối đoái thực tế của đồng ngoại tệ (REX).

**Bảng 3.3. Kết quả ước lượng cầu tiền ( $\ln M1$ ) của Đặng Chí Trung**

Biến phụ thuộc	$\ln IO$	$rate$	$INF(-1)$	$\ln REX$	$\ln M1(-1)$	Ảnh hưởng của các nhân tố khác
Hệ số ảnh hưởng	0,066	-0,018	-0,824	0,136	0,936	-0,708

### 3.1.1.2. Nghiên cứu sử dụng mô hình ECM

\* *Nghiên cứu cầu tiền của Hà Quỳnh Hoa năm 2000 [30]:*

Nghiên cứu của tác giả năm 2000 về cầu tiền ở Việt Nam xét cho giai đoạn từ quý 4 năm 1990 đến quý 4 năm 1998.

**Bảng 3.4. Kết quả nghiên cứu cầu tiền của Hà Quỳnh Hoa**

	Biến số	Hệ số co giãn
Cầu tiền dài hạn: $\ln m1$	$\ln y$	1,0029
	R	-0,8275
Cầu tiền ngắn hạn: $\Delta \ln m1$	$\Delta \ln y$	0,54
	$\Delta R$	-4,34
	$\Delta \ln m1_{-1}$	-0,22
	$e_{-1}$	0,41

Các biến số trong mô hình được lấy theo quý nên số quan sát có được khi ước lượng hàm cầu tiền là 33 quan sát. Khối lượng tiền sử dụng trong ước lượng là M1 thực tế ( $m1$ ), biến giải thích là giá trị sản lượng công nghiệp thực tế ( $y$ ) và tỷ lệ lãi suất tiền gửi 3 tháng của NHTM ( $R$ ).

Như vậy chúng ta có thể thấy cho đến thời điểm này thì số lượng các nghiên cứu thực nghiệm về cầu tiền ở nước ta là tương đối ít. Kết quả của các ước lượng thực nghiệm này đều có hàm ý về lý thuyết giống nhau, các hệ số ước lượng được của thu nhập đều có giá trị dương và hệ số ước lượng được của các biến chi phí cơ hội đều có giá trị âm. Tuy nhiên, nghiên cứu cầu tiền ở nước ta còn tồn tại nhiều hạn chế như hạn chế về phương pháp ước lượng, khối lượng tiền, các biến chi phí cơ hội sử dụng trong ước lượng,...

### **3.1.2. Hạn chế của những nghiên cứu cầu tiền ở Việt Nam**

#### ***Khối lượng tiền***

Việc nghiên cứu cầu tiền mới chỉ dừng lại ở khối lượng tiền hẹp M1. Do vậy, khả năng sử dụng các kết quả nghiên cứu để đưa ra dự báo về nhu cầu tiền và từ đó có định hướng điều tiết cung tiền hàng năm là hạn chế. Thực tế thì mục tiêu của CSTT mà NHNN Việt Nam hướng tới là điều tiết khối lượng tiền M2 tăng hàng năm nên nghiên cứu và ước lượng cầu tiền không thể chỉ dừng lại ở việc ước lượng và phân tích các nhân tố ảnh hưởng tới M1 mà còn phải xem xét cả M2.

#### ***Biến quy mô***

Do số liệu thống kê về tổng sản phẩm chưa được tính theo tháng, theo quý trong quãng thời gian quan tâm của các nghiên cứu đã được thực hiện ở Việt Nam nên biến quy mô được sử dụng đều là giá trị sản lượng công nghiệp. Việc sử dụng giá trị sản lượng công nghiệp làm biến đại diện cho biến quy mô trong phân tích cầu tiền cũng được sử dụng phổ biến trong nghiên cứu thực nghiệm về cầu tiền ở những nước có sự hạn chế trong số liệu thống

kê trên thế giới. Nhưng việc sử dụng giá trị sản lượng công nghiệp thay cho chỉ tiêu tổng sản lượng khi ước lượng cầu tiền chỉ đem lại kết quả có ý nghĩa khi mà các dãy số đó có mức độ tương quan rất cao. Tuy nhiên, việc kiểm định mức độ tương quan của hai dãy số liệu này chưa được thực hiện trong các nghiên cứu ở Việt Nam.

Theo số liệu thống kê của Việt Nam từ năm 1994 đến năm 2006 về giá trị sản lượng công nghiệp và GDP thực tế, thông qua kiểm định tương quan hạng *Spearman* cho kết quả hai chuỗi số liệu này có hệ số tương quan hạng khá cao ở mức 91,58%. Như vậy có thể khẳng định rằng việc dùng giá trị sản lượng công nghiệp làm biến quy mô hay giá trị GDP trong việc ước lượng cầu tiền ở Việt Nam thì cũng đều có ý nghĩa.

Trong nghiên cứu của Đặng Chí Trung (2004) hệ số ước lượng của lnIO chỉ có 0.066 trong hàm cầu tiền dài hạn. Hệ số này có dấu hoàn toàn đúng lý thuyết nhưng về giá trị thì không thể giải thích được đối với đặc điểm của nền kinh tế trong quá trình tiền tệ hóa, và hệ thống tài chính phát triển ở mức độ thấp như Việt Nam. Hệ số đó quá thấp có thể là do hạn chế trong phương pháp ước lượng mà Đặng Chí Trung sử dụng (mô hình PAM). Còn trong nghiên cứu mà tác giả đã thực hiện năm 2000 thì có khả năng giải thích tốt hơn (sử dụng mô hình ECM)- hệ số đó lớn hơn 1.

Đến thời điểm này ở Việt Nam dãy số liệu thống kê về GDP theo quý cũng đã có từ năm 1992, nên chúng ta có thể sử dụng GDP là biến quy mô trong nghiên cứu khi xét tần suất biến theo quý. Còn trong trường hợp xét tần suất biến theo tháng thì giá trị sản lượng công nghiệp sẽ được chọn lựa. Việc thay thế GDP bằng sản lượng công nghiệp trong ước lượng cầu tiền sẽ đều đem lại kết quả có nghĩa vì hai biến này có tương quan ở mức khá cao.

### ***Các biến chi phí cơ hội giải thích hành vi nắm giữ tiền***

Biến chi phí cơ hội đã được sử dụng ở các nghiên cứu cầu tiền ở Việt Nam là lạm phát, lãi suất tiền gửi tiết kiệm và tỷ giá hối đoái thực tế khi nghiên cứu khối lượng tiền hẹp M1.

Các nghiên cứu chỉ dừng lại ở việc chỉ định biến chi phí cơ hội cho mô hình theo lý thuyết cầu tiền mà không kiểm định xem biến chi phí cơ hội nào là phù hợp hơn trong việc giải thích hành vi nắm giữ tiền của công chúng thì chưa có nghiên cứu nào thực hiện.

Trong nghiên cứu của tác giả thực hiện năm 2000 và nghiên cứu của Đặng Chí Trung (2004) đều xét lãi suất là biến phản ánh chi phí cơ hội. Nhưng biến đó có phản ánh đúng dẫn hành vi nắm giữ tiền của công chúng hay không thì đều không có sự kiểm nghiệm và so sánh. Mặt khác lãi suất trong thời kỳ nghiên cứu mà tác giả đã thực hiện (1990- 98) và của Đặng Chí Trung (1991- 2004) có sự kiểm soát chặt của NHNN thông qua các quy định về khung lãi suất (tháng 6 năm 2002 lãi suất mới được thực hiện theo cơ chế thỏa thuận) nên lãi suất không phản ánh được biến động thực tế cung cầu tiền tệ và do đó không phản ánh được đúng dẫn ảnh hưởng của lãi suất đến hành vi nắm giữ tiền. Trong trường hợp lãi suất có sự can thiệp thì một số nghiên cứu thực nghiệm về cầu tiền trên thế giới, như nghiên cứu cầu tiền cho nền kinh tế Trung Quốc, thì lạm phát lại là biến chi phí cơ hội tốt hơn.

Với thực trạng của một nền kinh tế có hiện tượng đô la hóa cao như nước ta thì tỷ giá hối đoái là một biến đại diện tốt cho việc phân tích tác động của hiện tượng thay thế tiền tệ. Tuy nhiên, khi phân tích ảnh hưởng của tỷ giá đến nhu cầu nắm giữ tiền, các nhà kinh tế đưa ra hai hiệu ứng để giải thích: hiệu ứng thay đổi cơ cấu đầu tư và hiệu ứng thay thế tiền tệ. Đối với hiệu ứng thứ nhất, các nhà kinh tế cho rằng tiền là một khoản trong danh mục cơ cấu đầu tư, nếu đồng nội tệ bị mất giá, giá trị của các tài sản nước ngoài

tính bằng nội tệ tăng và do đó làm tăng nhu cầu về tài sản trong nước mà trong đó có cả đồng nội tệ. Còn khi xét tới ảnh hưởng theo hiệu ứng thứ hai thì nếu đồng nội tệ mất giá mọi người kỳ vọng nó sẽ tiếp tục mất giá trong tương lai và do đó họ sẽ cắt giảm tỷ trọng đồng nội tệ trong danh mục cơ cấu đầu tư của họ. Như vậy ảnh hưởng của tỷ giá tới cầu tiền có hai tác động ngược chiều nhau và do đó dấu của tỷ giá trong hàm cầu tiền có thể là âm hoặc dương. Trong hàm cầu tiền của Đặng Chí Trung, hệ số ảnh hưởng của tỷ giá ngoại tệ là dương nghĩa là ảnh hưởng điều chỉnh cơ cấu đầu tư lớn hơn ảnh hưởng thay thế tiền tệ. Nhưng thực tiễn lại cho thấy trước năm 2000, trước khi có hoạt động của thị trường chứng khoán thì các loại tài sản ưa thích khác với tiền mọi người thường xét trong danh mục cơ cấu đầu tư gồm có bất động sản, vàng và đô la Mỹ- những thứ tài sản mà người dân ưa thích khi xét chức năng cất trữ giá trị. Do vậy, khi đồng nội tệ mất giá thì ảnh hưởng thay thế phải lớn hơn ảnh hưởng của việc điều chỉnh cơ cấu đầu tư nên hệ số ước lượng được của Đặng Chí Trung về ảnh hưởng của tỷ giá tới cầu tiền ở Việt Nam chỉ có ý nghĩa về mặt thống kê mà không có ý nghĩa giải thích thực tiễn.

Một biến số khác mà theo tôi có ảnh hưởng tới nhu cầu nắm giữ tiền mà các nghiên cứu về cầu tiền ở nước ta chưa đề cập tới đó là vàng. Ở Việt Nam, thực tiễn phát triển kinh tế cho thấy một thời kỳ dài trước năm 1996 nền kinh tế luôn có lạm phát ở mức hai đến ba con số (trừ năm 1993 là 5,3%) nên hiển nhiên là người dân không chỉ coi vàng đồ trang sức quý giá mà còn là phương tiện thanh toán và cất trữ giá trị. Khi vàng thực hiện chức năng thanh toán và cất trữ giá trị, vàng đóng vai trò tiền tệ. Khi giá vàng tăng cao, một khối lượng đáng kể đồng Việt Nam được chuyển đổi sang vàng. Khi vàng lên con số, số đông người tìm mua vàng, tác động lớn đến tâm lý người dân, đến mặt bằng giá chung và thị trường tiền tệ. Với cơ chế hướng tới tự do hóa các giao dịch ngoại hối và vàng biến động theo sự thay đổi giá vàng thế giới thì sự thay đổi trong giá vàng làm thay đổi cơ cấu tài sản của mỗi người và do đó

ảnh hưởng đến nhu cầu tiền cũng như là các thành phần của cầu tiền. Như vậy, khối lượng vàng giao dịch cũng như giá vàng là những biến số đáng quan tâm khi nghiên cứu cầu tiền. Tuy nhiên, không có số liệu thống kê về khối lượng vàng thực sự đang được người dân sử dụng nên không thể xem xét khi phân tích định lượng về cầu tiền nhưng chúng ta có thể phân tích sự biến động về giá vàng đến cầu tiền để qua đó thấy được sự thay đổi cơ cấu đầu tư của người dân khi vàng lên giá hoặc xuống giá.

### ***Phương pháp ước lượng***

Các nghiên cứu thực nghiệm được thực hiện cho nền kinh tế Việt nam cho đến thời điểm này mới chỉ dừng lại ở cách ước lượng cầu tiền có dạng tuyến tính chưa xét tới dạng hàm phi tuyến. Cách thức ước lượng mới chỉ dừng lại ở việc xác định hàm cầu tiền hiệu chỉnh sai số đơn phương trình, chẳng hạn như nghiên cứu mà tác giả đã thực hiện năm 2000. Nghiên cứu đó có hạn chế là sử dụng cách tiếp cận đơn phương trình nhưng lại xem xét cho 3 dãy số liệu là khối lượng tiền, sản lượng công nghiệp và lãi suất nên kết quả ước lượng có thể không phản ánh chính xác thực tiễn vì có thể là có nhiều hơn một biến phụ thuộc trong các biến nêu trên.

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

Phần nghiên cứu này sẽ 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 quan tâm của luận án, 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 trong phần nghiên cứu này của luận án cũng sẽ 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.

### **3.2.1. Số liệu**

Thời kỳ lựa chọn để nghiên cứu định lượng về cầu tiền M1 ở Việt Nam là từ năm 1994 đến hết năm 2006. Năm nghiên cứu định lượng lấy mốc từ năm 1994 là do trong số các biến chi phí được lựa chọn có biến tỷ giá hối đoái. Năm 1994 thị trường ngoại tệ liên ngân hàng thành lập. Trong thị trường này NHNN là người điều hành và là người mua bán cuối cùng khi cần thiết đã góp phần đáng kể đối với việc điều hành tỷ giá, góp phần làm cho tỷ giá phản ánh chính xác hơn giá trị thực của VNĐ. Đồng thời năm 1994 là năm mà chính phủ cho phép các doanh nghiệp có quyền gửi và sử dụng đôla với số lượng không hạn chế. Đó chính là điều kiện để người dân có thể dùng ngoại tệ cũng giống như nội tệ. Hiện tượng đôla hóa diễn ra và sự biến động giá trị của đồng đôla sẽ làm ảnh hưởng không nhỏ tới nhu cầu nắm giữ đồng nội tệ.

Còn đối với việc ước lượng cầu tiền M2 thì thời gian nghiên cứu là từ năm 2000 đến năm 2006. Việc ước lượng cầu tiền cho M2 chỉ lấy mốc từ năm 2000 liên quan tới một số lý do chẳng hạn như việc lựa chọn biến chi phí cơ hội cho cầu tiền M2. Biến chi phí cơ hội cho khối lượng tiền M2 sẽ được lựa chọn (xem thêm ở phần lựa chọn biến chi phí cơ hội) là lãi suất trúng thầu tín phiếu kho bạc 3 tháng. Năm 2000 là năm mà NHNN Việt Nam bắt đầu sử dụng công cụ nghiệp vụ thị trường mở trong điều tiết cung ứng tiền tệ, thị trường chứng khoán bắt đầu hoạt động, lãi suất bắt đầu được tự do hóa nên các biến phản ánh chi phí cơ hội của việc nắm giữ M2 mang tính thị trường hơn.

Nguồn của các số liệu sử dụng để ước lượng cầu tiền của luận án này được lấy từ NHNN Việt Nam và Tổng cục thống kê. Các số liệu được thu thập với tần suất theo tháng.

### 3.2.2. Lựa chọn biến số

#### 3.2.2.1. Khối lượng tiền

Một trong những vấn đề khá quan trọng khi nghiên cứu cầu tiền cần phải xác định đầu tiên là sự tồn tại của các số liệu về tiền. Các khối lượng tiền thông thường được sử dụng trong các nghiên cứu cầu tiền trên thế giới là M1 hoặc M2. Tuy các khối lượng tiền trong các nghiên cứu có thể giống nhau nhưng các thành tố của nó có thể khác nhau. Chẳng hạn như, ở Việt Nam M1 bao gồm tổng lượng tiền mặt ngoài hệ thống ngân hàng và các khoản tiền gửi không kỳ hạn. Ở Mỹ thì M1 còn bao gồm cả các tài khoản tiền gửi séc du lịch và các khoản tiền gửi có khả năng phát hành séc khác. M2 ở nước ta được gọi là tổng phương tiện thanh toán, thành phần của M2 gồm có: tổng lượng tiền mặt ngoài hệ thống ngân hàng, tiền gửi bằng VNĐ và bằng ngoại tệ của dân cư, doanh nghiệp tại các NHTM.

Thực tiễn, những thứ mà người dân Việt Nam dùng làm phương tiện thanh toán thì không chỉ là những thứ nằm trong M2 mà còn có một số thứ khác nữa cũng được sử dụng khá phổ biến như vàng và lượng đôla Mỹ nằm trôi nổi trong dân mà NHNN không kiểm soát được. Vậy nếu xét theo nghĩa rộng thì nghiên cứu nhu cầu về tiền phải xét tới tất cả những thứ được gọi là tiền đó. Nhưng hiện tại không có một số liệu thống kê nào về tổng khối lượng vàng và ngoại tệ nằm trong tay dân chúng nên không thể xem xét khối lượng tiền nghiên cứu bao gồm có vàng và ngoại tệ được.

Tóm lại, khối lượng tiền có thể được sử dụng trong ước lượng cầu tiền ở Việt Nam có thể là M1 hoặc M2. Không thể xét khối lượng tiền bao gồm khối lượng vàng và đôla do có sự hạn chế về số liệu thống kê mà chỉ nên xem xét ảnh hưởng của sự biến động giá vàng và đôla như những tín hiệu làm thay đổi cơ cấu tài sản của mỗi người và do vậy làm thay đổi nhu cầu tiền M1 hoặc M2.

Trong nghiên cứu này luận án lựa chọn khối lượng M1 để ước lượng cầu tiền cho thời kỳ 1994- 2006 và khối lượng tiền M2 cho thời kỳ 2000-2006.

### **3.2.2.2. *Biến quy mô***

Với tần suất nghiên cứu được lựa chọn là theo tháng thì nghiên cứu này tiếp tục sử dụng số liệu về sản lượng công nghiệp làm đại diện cho biến quy mô.

### **3.2.2.3. *Biến chi phí cơ hội***

Việc lựa chọn xem trong nghiên cứu cầu tiền biến nào phản ánh chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền tùy thuộc vào việc lựa chọn đâu là khối lượng tiền quan tâm. Chi phí cơ hội của việc nắm giữ một khối lượng tiền nào đó phụ thuộc vào phần chênh lệch giữa thu nhập có được từ việc nắm giữ các tài sản khác không phải là tiền và thu nhập của bản thân khối lượng tiền đó.

\* Đối với khối lượng tiền M1:

Tiền M1 bao gồm có tiền mặt và các khoản tiền gửi không kỳ hạn. Trong các thành tố của M1 thì khối lượng tiền gửi không kỳ hạn có thu nhập nhưng không đáng kể, hiện tại lãi suất tiền gửi không kỳ hạn khoảng 0,25%/tháng (cuối năm 2006). Tỷ trọng của khối lượng tiền gửi không kỳ hạn (bao hàm cả tiền gửi thanh toán của nền kinh tế) năm 2005 khoảng 45% [19]. Vì lãi suất của khoản tiền gửi không kỳ hạn là rất thấp nên các nghiên cứu cầu tiền thường coi như thu nhập hiện hữu của tiền là bằng không. Còn đối với thu nhập của các tài sản khác thay thế tiền M1 thông thường được xét là tỷ lệ lạm phát kỳ vọng, tỷ lệ lãi suất tín phiếu kho bạc, thương phiếu hoặc là tỷ lệ lãi suất của các tài khoản tiền gửi tiết kiệm nội tệ và ngoại tệ.

Như vậy, biến nào sẽ được chọn làm biến chi phí cơ hội cho nghiên cứu cầu tiền M1 ở nước ta. Biến đầu tiên theo tôi phải kể tới là tỷ lệ lạm phát kỳ vọng -thu nhập kỳ vọng của những tài sản thực- vì một số lý do sau đây:

*Thứ nhất*, như đã trình bày ở phần thực trạng về sự phát triển thị trường tài chính ở nước ta, thị trường chứng khoán ở nước ta mới chỉ bắt đầu hoạt động vào năm 2000, các hàng hóa trên thị trường không nhiều, các công ty cổ phần có vốn không lớn, sự hiểu biết của dân chúng về sự tồn tại của thị trường này thấp nên không thể đề cập tới sự ảnh hưởng của cổ tức cũng như là chỉ số chứng khoán tới cầu tiền hiện nay. Tuy nhiên, cần phải khẳng định là sự tồn tại của thị trường chứng khoán làm tăng danh mục tài sản trong cơ cấu đầu tư của mỗi người.

*Thứ hai*, trái phiếu là một công cụ nợ mà chính phủ sử dụng nhằm tăng nguồn cho ngân sách và các công ty sử dụng nhằm tăng nguồn cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Từ năm 1992 chính phủ Việt Nam sử dụng các công cụ của thị trường tài chính (trái phiếu và tín phiếu...) để tài trợ thâm hụt ngân sách thay cho biện pháp in tiền trước đây. Tính đến hết năm 2003 dư nợ trong nước của chính phủ là 13,7% GDP và năm 2004 là 15,4% [40]. Trong đó nợ dưới dạng trái phiếu và tín phiếu kho bạc chiếm tỷ trọng cao nhất (7% và 7,1% GDP cho năm 2003 và 2004). Nợ nước ngoài tính đến 31/12/2004 chiếm 27,4% GDP. Theo chuẩn mực quốc tế thì tỷ lệ đó vẫn ở mức an toàn (mức an toàn theo chuẩn quốc tế là thấp hơn 50% GDP). Do đó với sự tồn tại của công cụ nợ (trái phiếu và tín phiếu) mà chính phủ sử dụng để tài trợ cho ngân sách nhà nước thì chúng ta cũng có thể sử dụng biến lãi suất trái phiếu và tín phiếu kho bạc trong phân tích cầu tiền. Tuy nhiên, năm 1995 thị trường tín phiếu kho bạc mới bắt đầu hoạt động và từ năm 2000 khi có hoạt động của thị trường chứng khoán thì lãi suất tín phiếu mới thực sự mang tính thị trường nên không có đủ số liệu về lãi suất trái phiếu và tín phiếu kho bạc cho việc phân tích hiện tại về cầu tiền. Do đó, với thời kỳ nghiên cứu của M1 từ năm

1994 thì tỷ lệ lãi suất tín phiếu sử dụng trong ước lượng là không phù hợp nhưng nó sẽ là biến chi phí cơ hội giải thích tốt hành vi nắm giữ tiền cho cả M1 và M2 khi xét thời kỳ từ năm 2000.

*Thứ ba*, để hỗ trợ cho việc lựa chọn xem biến nào trong hai biến lãi suất và biến lạm phát kỳ vọng đại diện tốt hơn cho biến chi phí trong hàm cầu tiền-cho khối lượng tiền M1, kiểm định lồng nhau (kiểm định non-nest) được thực hiện theo hai mô hình sau:

$$\text{Mô hình 1: } \ln m1r = f(\text{lip}, \text{aninfe})$$

$$\text{Mô hình 2: } \ln m1r = f(\text{lip}, r)$$

Trong đó  $\ln m1r$  và  $\text{lip}$  là giá trị logarit cơ số tự nhiên của khối lượng tiền M1 thực tế và chỉ số sản xuất công nghiệp,  $\text{aninfe}$  là tỷ lệ lạm phát kỳ vọng và  $r$  là tỷ lệ lãi suất. Biến  $\text{aninfe}$  được lấy bằng tỷ lệ lạm phát bình quân năm trễ một thời kỳ.

Để lựa chọn biến chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền ( $\text{aninfe}$  hay  $r$ ) chúng ta sẽ kiểm định mô hình 1 lồng mô hình 2. Trước hết hồi quy giả được ước lượng theo phương trình sau:

$$\ln m1r = \alpha_1 + \alpha_2 \text{lip} + \alpha_3 \text{aninfe} + \alpha_4 \widehat{\ln m1r}^{\text{Mô hình 2}} + \varepsilon \quad (3.1)$$

Sau đó sử dụng thống kê  $t$  để kiểm định giả thuyết  $H_0: \alpha_4 = 0$ . Kết quả kiểm định non-nest cho khối lượng tiền M1 được trình bày tóm tắt trong bảng 3.5, với mức ý nghĩa thống kê 5% cả hai kiểm định J-test và N-test đều không bác bỏ mô hình 1 lồng mô hình 2, điều này có nghĩa là biến lạm phát sẽ được lựa chọn đại diện cho biến chi phí cơ hội trong việc ước lượng hàm cầu tiền M1.

**Bảng 3.5. Kết quả kiểm định lồng nhau cho  $lnm1r$  để chọn aninfe**

	Model 1 vs. model 2	Model 2 vs. model 1
J test	-0,79490 [0,42792]	3,53080 [0,00055]
Cox-Pesaran test (N test)	0,74320 [0,22868]	-5,14168 [0,00000]
Giá trị được ghi trong ngoặc vuông là giá trị xác suất thống kê		
<i>Nguồn: kết quả tác giả ước lượng được</i>		

Kết quả trên từ kiểm định lồng nhau là hoàn toàn phù hợp với thực tiễn Việt Nam. Như phần phân tích thực trạng về thị trường tài chính và CSTT của NHNN chúng ta đã thấy, thị trường tài chính đã hình thành nhưng vẫn ở giai đoạn sơ khai, những thứ thay thế tiền hiện chưa nhiều, đồng thời NHNN hiện tại vẫn có những quản lý cứng về lãi suất. Đối với lãi suất VND đã được tự do hóa từ tháng 6 năm 2002 nhưng lãi suất huy động tiền gửi ngoại tệ của các pháp nhân thì vẫn có sự quy định cứng của NHNN. Như vậy, nếu như xem xét biến chi phí cơ hội là lãi suất thì chỉ nên xét từ tháng 6/2002 đến nay. Nên lãi suất không được sử dụng trong nghiên cứu này mà lạm phát được dùng để phản ánh chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền. Nếu lạm phát kỳ vọng tăng thì thu nhập kỳ vọng từ việc nắm giữ các tài sản thực tăng và vì thế người dân sẽ nắm giữ ít tiền hơn trong danh mục cơ cấu tài sản của họ, cầu tiền giảm.

Ngoài biến lạm phát kỳ vọng lựa chọn làm chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền thì trong nền kinh tế có hiện tượng đôla hóa cao như Việt Nam nơi mà mọi người sử dụng đôla Mỹ gần như đồng nội tệ thì cũng cần phải xem xét sự biến động của tỷ giá ảnh hưởng đến nhu cầu nắm giữ tiền.

Như vậy, trong nghiên cứu này lạm phát kỳ vọng và tỷ giá là hai biến chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền M1.

\* Đối với khối lượng tiền M2:

Khi xét khối lượng tiền là M2 thì cầu tiền không chỉ được xem xét trong mối quan hệ với biến chi phí cơ hội được lựa chọn là tỷ lệ lãi suất trúng

thầu tín phiếu kho bạc nhà nước (*tpkb*) mà còn đề cập tới ảnh hưởng của sự biến động tỷ giá ngoại tệ tới cầu M2 (do nền kinh tế có hiện tượng đôla hóa cao). Ảnh hưởng dự kiến của sự thay đổi lãi suất tín phiếu kho bạc tới M2 là ngược chiều còn đối với sự biến động của tỷ giá là cùng chiều.

### 3.2.3. Mô hình cầu tiền M1 giai đoạn 1994- 2006:

Phần này sẽ tập trung vào việc ước lượng lại hàm cầu tiền M1 cho Việt Nam. Qua đó đưa ra một hàm cầu tiền M1 phù hợp hơn với lý thuyết và có khả năng giải thích thực tiễn tốt hơn tất cả các ước lượng cầu tiền M1 đã được thực hiện cho Việt Nam trước đó.

#### 3.2.3.1. Dạng hàm:

Dựa trên cơ sở lý thuyết cầu tiền đầu cơ, hàm cầu tiền thực tế trong dài hạn phản ánh mối quan hệ thuận chiều với biến quy mô và có quan hệ ngược chiều với các biến chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền. Hàm cầu tiền có dạng:

$$\ln m1r = F(lip, aninfe, ger) \quad (3.2)$$

Trong đó:  $m1r$  là khối lượng tiền M1 thực tế (được điều chỉnh theo chỉ số giá lấy năm 1994 làm gốc);  $lip$  là tốc độ thay đổi của chỉ số sản xuất công nghiệp theo tháng (năm 1994 =100);  $aninfe$  là tỷ lệ lạm phát kỳ vọng được tính bằng tỷ lệ lạm phát bình quân năm thời kỳ  $t-1$  và  $ger$  là tỷ lệ mất giá của đồng nội tệ

#### 3.2.3.2. Ước lượng hàm cầu tiền M1

##### \* Kiểm định Unit Root :

Đây chính là công việc đầu tiên phải thực hiện khi sử dụng phương pháp ước lượng theo mô hình ECM. Để kiểm định tính dừng của dãy số liệu, luận án sử dụng kiểm định ADF. Với các số liệu thu thập được để ước lượng cầu tiền ở Việt Nam ta có kết quả kiểm định ADF như bảng 3.6. Bảng 3.6 cho

ta thấy tất cả các chuỗi số liệu dạng logarit sai phân bậc nhất đều dừng (kết quả kiểm định chi tiết xem ở Phụ lục 1).

**Bảng 3.6. Kết quả kiểm định Unit Root- ADF cho các chuỗi số liệu trong hàm cầu tiền M1**

Biến	Giá trị ADF(độ trễ)	Giá trị tới hạn (mức ý nghĩa 1%)
$lnm1r$	ADF(4)= -0,199522	-3,4746
$\Delta ln m1r$	ADF(0)= -11,83560	-3,4738
$lip$	ADF(4)= -0,118433	-3,4773
$\Delta lip$	ADF(0)= -24,79867	-3,4738
$aninfe$	ADF(4)= -2,960859	-3,4776
$\Delta aninfe$	ADF(0)= -7,265192	-3,4741
$ger$	ADF(4)= -6,793795	-3,4776
$\Delta ger$	ADF(0)= -16,38776	-3,4741

*Nguồn: tác giả tự tính*

#### \* Kiểm định đồng tích hợp

Do các biến số sử dụng trong ước lượng ở dạng logarit đều không dừng, nên phải kiểm định khả năng xảy ra các véc tơ đồng tích hợp giữa các dãy số thời gian bằng phương pháp của Johansen và Juselius (1990). Đây là kỹ thuật kiểm định đồng tích hợp được sử dụng phổ biến nhất trong việc áp dụng nguyên tắc hợp lý cực đại nhằm xác định sự tồn tại các véc tơ đồng tích hợp giữa các dãy số thời gian không dừng. Phương pháp này sẽ cho biết được số lượng các véc tơ đồng tích hợp và cho phép các nhà nghiên cứu có thể kiểm định nhiều giả thuyết khác nhau liên quan tới các phần tử của véc tơ. Nếu kiểm định cho biết có ít nhất một véc tơ đồng tích hợp thì khi đó giữa các biến có mối quan hệ dài hạn (xem chi tiết ở phụ lục 2).



**Bảng 3.7. Kết quả kiểm định đồng tích hợp cho hàm cầu tiền M1**

Giả thuyết H <sub>0</sub>	Giá trị riêng của ma trận (Eigenvalue)	Giá trị thống kê vết của ma trận (Trace Statistic)	Giá trị tới hạn	
			5%	1%
r = 0 **	0,202514	56,21741	47,21	54,46
r ≤ 1	0,105504	22,72642	29,68	35,65
r ≤ 2	0,041071	6,225099	15,41	20,04
r ≤ 3	0,000124	0,018304	3,76	6,65
Giả thuyết H <sub>0</sub>	Giá trị riêng của ma trận (Eigenvalue)	Thống kê giá trị riêng cực đại của ma trận (Max-Eigen Statistic)	Giá trị tới hạn	
r = 0 **	0,202514	33,49100	27,07	32,24
r ≤ 1	0,105504	16,50132	20,97	25,52
r ≤ 2	0,041071	6,206795	14,07	18,63
r ≤ 3	0,000124	0,018304	3,76	6,65
Phương trình đồng tích hợp 1:		Giá trị Log likelihood	1103,964	
Các hệ số đồng tích hợp được chuẩn hóa (giá trị sai số tiêu chuẩn trong ngoặc tròn)				
lnm1r	lip	aninfe	ger	
1.000000	-1,115173 (0,05043)	0,037764 (0,64170)	0,038128 (0,60512)	
Các hệ số điều chỉnh (alpha):				
Δlnm1r	-0,008766	-0,002331	0,001128	0,000254
Δlip	0,009892	0,008085	-0,014678	0,000904
Δaninfe	0,000591	-0,001996	-0,000477	-1, 06e-05
Δger	-0,028527	0,005923	-0,011870	-0,000380
*(**) bác bỏ giả thuyết H <sub>0</sub> ở mức ý nghĩa 5% (1%)				

Nguồn: kết quả ước lượng được từ kiểm định đồng tích hợp 1

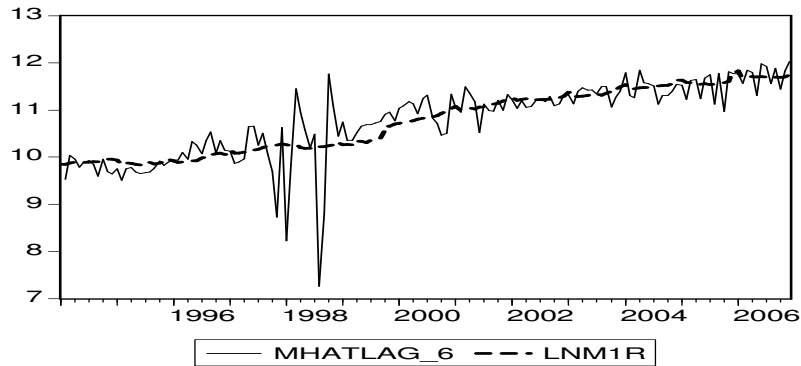
Kết quả trong bảng 3.7 cho thấy cả hai kiểm định mà Johansen và Juselius đưa ra (1990) là kiểm định vết của ma trận (*trace*) và kiểm định giá trị riêng cực đại của ma trận (*maximal eigenvalue*) đều bác bỏ giả thuyết không tồn tại véc tơ đồng tích hợp và khẳng định là có ít nhất một véc tơ đồng tích hợp. Như vậy, tồn tại mối quan hệ dài hạn giữa các biến được lựa chọn của mô hình cầu tiền dài hạn.

Dựa trên kết quả ước lượng đồng tích hợp chúng ta có hàm cầu tiền sau trong đó giá trị ghi trong ngoặc tròn là sai số chuẩn và giá trị ghi trong ngoặc vuông là giá trị của thống kê t (cụ thể xem phụ lục 3):

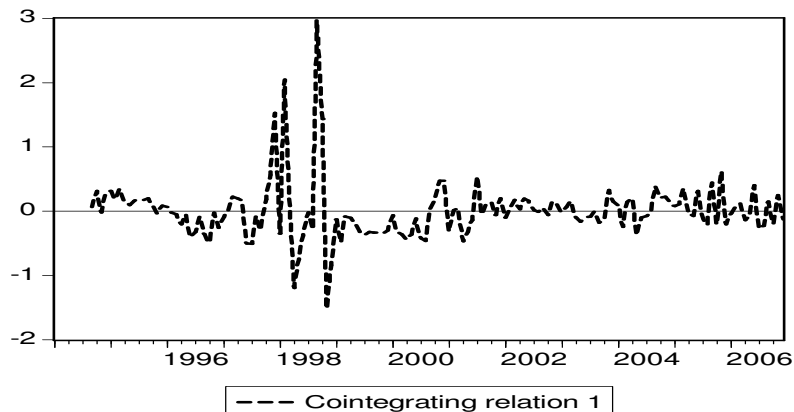
$$\widehat{\ln m1r} = 10,1719 + 1,1151\text{lip} - 0,0377\text{aninfe} - 0,0381\text{ger}$$

$$\begin{matrix} (0.05043) & (0.64170) & (0.60512) & (3.3) \\ [-22.1131] & [ 5.88511] & [ 6.30109] & \end{matrix}$$

Hàm số (3.3) 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.



**Hình 3.1: Giá trị hồi quy của hàm cầu tiền dài hạn M1 ước lượng được và giá trị thực tế**



**Hình 3.2: Véc tơ đồng tích hợp 1 cho M1**

**\* Phân tích các hệ số của hàm cầu tiền M1 dài hạn (3.3):**

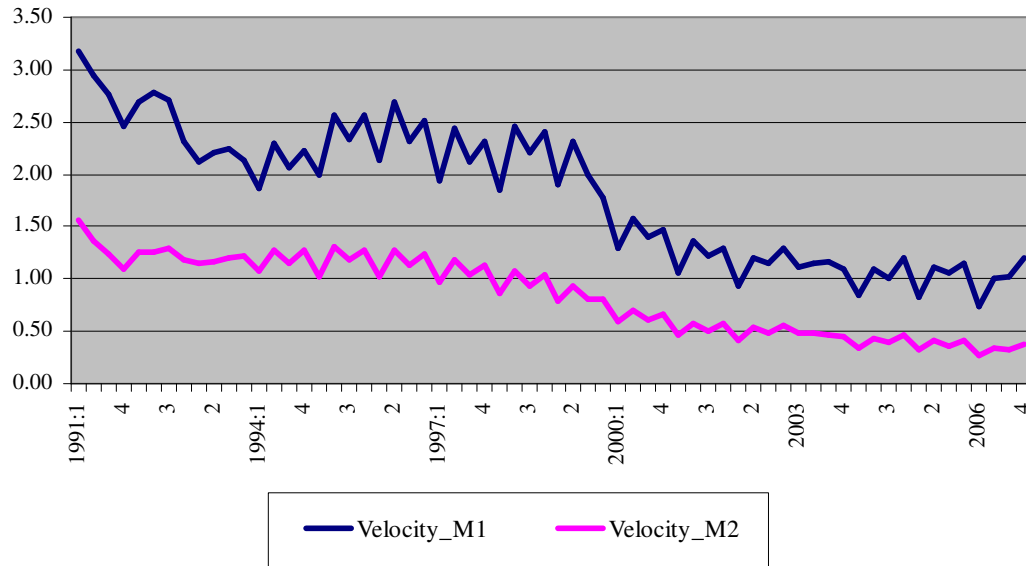
Trước tiên chúng ta xem xét hệ số phản ánh độ co giãn của cầu tiền với thu nhập. Theo kết quả, chúng ta thấy độ co giãn của cầu tiền với thu nhập là

1,115, nghĩa là cứ 1% tăng của thu nhập làm cho cầu tiền thay đổi lớn hơn 1%. Hệ số đó cho thấy một thực trạng của nền kinh tế Việt Nam thời gian qua cũng giống như ở nhiều nước trong quá trình tiền tệ hóa nền kinh tế, 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.

Quá trình tiền tệ hóa ở Việt Nam có thể được chứng minh bằng thực tế về tốc độ chu chuyển của tiền M1 và M2 (tốc độ chu chuyển của tiền được tính bằng thu nhập chia cho tổng khối lượng tiền) đều có xu hướng giảm trong suốt thời gian nghiên cứu (xem hình 3.3). Tốc độ chu chuyển của tiền giảm do quá trình tiền tệ hóa diễn ra nhanh làm cho tốc độ tăng trưởng của tiền vượt quá tốc độ tăng của sản lượng. Xu hướng đó sẽ đảo ngược trong thời gian tới khi mà thị trường tài chính phát triển ở mức cao và những tiến bộ của thị trường tài chính sẽ cho phép người dân có thể có nhiều thứ được sử dụng thay thế tiền và do đó họ sẽ giảm khối lượng tiền nắm giữ.

Hệ số ảnh hưởng của tỷ lệ lạm phát kỳ vọng đến cầu tiền là -0,0377 cho biết nếu người dân kỳ vọng rằng lạm phát sẽ tăng 1% thì nhu cầu tiền nội tệ sẽ giảm đi 0,0377%. Tỷ lệ đó tương đối thấp, khi lạm phát kỳ vọng tăng người dân chỉ chuyển một phần không đáng kể tiền M1 trong tổng tài sản của họ sang nắm giữ tài sản thực khác như đất đai, nhà cửa,... Nhân tố ảnh hưởng tới 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.



**Hình 3.3. Tốc độ chu chuyển của tiền trong thời gian 1994-2006**

Ngoài những hệ số của các biến ở vế phải của hàm cầu tiền dài hạn (3.3) nêu trên chúng ta không thể không nói tới một thành phần của nó là hệ số chặn của hàm cầu tiền. Hệ số chặn có giá trị dương hàm ý cầu tiền Việt Nam ngoài những nhân tố nêu trên còn có những yếu tố khác ảnh hưởng dương tới nhu cầu nắm giữ tiền. Hệ số đó một phần được lý giải bằng quá trình tiền tệ hóa nền kinh tế diễn ra mạnh mẽ sau khi chính phủ thực hiện chương trình cải cách kinh tế, chuyển từ nền kinh tế kế hoạch hóa sang nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa.

**\* Phân tích hệ số điều chỉnh  $lnm1r$  của ma trận  $\alpha$ :**

Các hệ số của ma trận  $\alpha$  đo lường tốc độ điều chỉnh ngắn hạn về dài hạn của các biến trong hệ phương trình của các biến nội sinh của mô hình VAR.

Kết quả trong bảng 3.7, cho thấy hệ số thứ nhất của ma trận là -0,0087. Hệ số này cho biết tốc độ điều chỉnh để phục hồi trạng thái cân bằng dài hạn của biến nội sinh  $lnm1r$  trong phương trình đầu tiên của hệ phương trình VAR

là -0,87%. Hệ số âm đó cho biết nếu khối lượng tiền trữ, thừa so với nhu cầu nhiều hơn là 1% thì thời kỳ này sẽ điều chỉnh giảm 0,87% số lượng tiền nắm giữ.

**\* Kiểm định tính ngoại sinh yếu của các biến trong hàm cầu tiền M1:**

Vì các biến số trong mô hình VAR đều được giả định là nội sinh nên chúng ta có tất cả là 4 phương trình phản ánh mối quan hệ giữa các biến nội sinh đó. Để đơn giản cho việc thiết lập một mô hình cầu tiền trong ngắn hạn thì kiểm định tính ngoại sinh yếu của các biến là cần thiết. Vì kiểm định đồng tích hợp cho thấy có ít nhất một véc tơ đồng tích hợp nên các kiểm định ngoại sinh yếu được thực hiện với giả định là  $rank(r)=1$ . Nếu một biến mà được gọi là ngoại sinh yếu thì thống kê kiểm định sẽ có phân phối Khi-bình phương hỗn hợp với bậc tự do 1 ( $\chi^2(1)$ ). Giả thiết  $H_0$  của kiểm định này là tồn tại tính ngoại sinh yếu. Nếu giả thiết  $H_0$  không bị bác bỏ thì những bất cân bằng trong quan hệ đồng tích hợp sẽ không được phản ánh vào biến đó nhưng bất kỳ sự bất cân bằng nào xảy ra của biến này thì cũng vẫn có tác động tới quan hệ đồng tích hợp.

Kết quả kiểm định ngoại sinh yếu trong mô hình (xem chi tiết ở phụ lục 4) và được trình bày tóm tắt ở bảng 3.8. Kết quả kiểm định đó cho biết biến *lip* và *aninfe* là ngoại sinh yếu còn hai biến *lnm1r* và *ger* không phải là ngoại sinh. Kiểm định ngoại sinh yếu cũng được thực hiện kết hợp của hai biến *lip* và *aninfe* với một trong hai biến còn lại (*lnm1r* hoặc *ger*) kết quả bác bỏ giả thuyết  $H_0$ .

**Bảng 3.8. Kết quả kiểm định ngoại sinh yếu cho hàm cầu tiền M1**

Các biến	Giá trị $\chi^2$ (bậc tự do)[giá trị xác suất]
$\Delta \ln m1r$	$\chi^2(1) = 10,55521 [0,001159]^{***}$
$\Delta lip$	$\chi^2(1) = 0,992679 [0,319088]$
$\Delta aninfe$	$\chi^2(1) = 0,638651 [0,424200]$
$\Delta ger$	$\chi^2(1) = 11,29103 [0,000779]^{***}$
$\Delta lip, \Delta aninfe, \Delta \ln m1r$	$\chi^2(3) = 14,55478 [0,002240]^{***}$
$\Delta lip, \Delta aninfe, \Delta ger$	$\chi^2(3) = 14,43134 [0,002373]^{***}$
*** Mức ý nghĩa thống kê 1%	
Nguồn: Tác giả ước lượng được từ mô hình	

**\* Ước lượng hàm cầu tiền M1 ngắn hạn:**

Vì  $\ln m1r$  và  $ger$  không phải là ngoại sinh yếu nên việc xác định mô hình phản ảnh hành vi điều chỉnh ngắn hạn được thực hiện dựa trên một hệ thống gồm có hai phương trình cho  $\ln m1r$  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). Phần hiệu chỉnh sai số EC được tính từ véc tơ đồng tích hợp (phương trình 3.3) và đưa vào các phương trình ECM này nhằm mục đích đảm bảo quan hệ dài hạn được thỏa mãn.

Độ trễ của các biến được xác định bằng cách bớt đi một độ trễ được áp dụng trong các kiểm định đồng tích hợp. Kiểm định đồng tích hợp của nghiên cứu này được thực hiện ở mức trễ 6 nên số trễ trong hàm điều chỉnh ngắn hạn là trễ 5.

Đồng thời xét thêm hai biến giả cho năm 1998 (D1998) và 2000 (D2000). Biến giả năm 1998 được đưa vào để xem xét ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính tiền tệ Đông Nam Á đến cầu tiền. Biến giả năm 2000 đưa vào nhằm xem xét ảnh hưởng của hoạt động của thị trường chứng khoán đến cầu tiền.

Do các số liệu gốc không điều chỉnh theo mùa nên trong phần ước lượng cầu tiền ngắn hạn chúng ta đưa thêm các biến giả mùa vụ (SD) để xem xét ảnh hưởng mùa vụ đến cầu tiền.

Vì các biến dưới dạng logarit là I(1), và sai phân bậc nhất của chúng là I(0) (xem thêm phụ lục 6) nên chúng ta sẽ đưa vào phương trình ước lượng các biến đó dưới dạng sai phân bậc nhất. Mô hình có thể được viết tổng quát dưới dạng của hai phương trình (3.4) và (3.5) sau đây:

$$\begin{aligned} \Delta \ln m l r_t = & \alpha_1 + \alpha_2 \Delta \ln m l r_{t-1} + \alpha_3 \Delta \ln m l r_{t-2} + \alpha_4 \Delta \ln m l r_{t-3} + \alpha_5 \Delta \ln m l r_{t-4} \\ & + \alpha_6 \Delta \ln m l r_{t-5} + \alpha_7 \Delta l i p_{t-1} + \alpha_8 \Delta l i p_{t-2} + \alpha_9 \Delta l i p_{t-3} + \alpha_{10} \Delta l i p_{t-4} \\ & + \alpha_{11} \Delta l i p_{t-5} + \alpha_{12} \Delta a n i n f e_{t-1} + \alpha_{13} \Delta a n i n f e_{t-2} + \alpha_{14} \Delta a n i n f e_{t-3} \\ & + \alpha_{15} \Delta a n i n f e_{t-4} + \alpha_{16} \Delta a n i n f e_{t-5} + \alpha_{17} \Delta g e r_{t-1} + \alpha_{18} \Delta g e r_{t-2} + \alpha_{19} \Delta g e r_{t-3} \\ & + \alpha_{20} \Delta g e r_{t-4} + \alpha_{21} \Delta g e r_{t-5} + \alpha_{22} D 1998 + \alpha_{23} D 2000 + \alpha_{24} E C + \theta_j S D_j \\ & + e_{1t} \end{aligned} \quad (3.4)$$

$$\begin{aligned} \Delta g e r_t = & \beta_1 + \beta_2 \Delta \ln m l r_{t-1} + \beta_3 \Delta \ln m l r_{t-2} + \beta_4 \Delta \ln m l r_{t-3} + \beta_5 \Delta \ln m l r_{t-4} \\ & + \beta_6 \Delta \ln m l r_{t-5} + \beta_7 \Delta l i p_{t-1} + \beta_8 \Delta l i p_{t-2} + \beta_9 \Delta l i p_{t-3} + \beta_{10} \Delta l i p_{t-4} \\ & + \beta_{11} \Delta l i p_{t-5} + \beta_{12} \Delta a n i n f e_{t-1} + \beta_{13} \Delta a n i n f e_{t-2} + \beta_{14} \Delta a n i n f e_{t-3} \\ & + \beta_{15} \Delta a n i n f e_{t-4} + \beta_{16} \Delta a n i n f e_{t-5} + \beta_{17} \Delta g e r_{t-1} + \beta_{18} \Delta g e r_{t-2} + \beta_{19} \Delta g e r_{t-3} \\ & + \beta_{20} \Delta g e r_{t-4} + \beta_{21} \Delta g e r_{t-5} + \beta_{22} D 1998 + \beta_{23} D 2000 + \beta_{24} E C + \psi_j S D_j \\ & + e_{2t} \end{aligned} \quad (3.5)$$

Do tất cả các biến trong mô hình trên đều dừng nên chúng được ước lượng bằng OLS. Kết quả ước lượng được trình bày ở bảng 3.9 (xem chi tiết ở Phụ lục 5). Bảng cho biết kết quả từ việc ước lượng hệ hai phương trình bằng phương pháp OLS.

Kết quả ước lượng được cho thấy đa phần các biến số trong phương trình cầu tiền ngắn hạn (3.4), 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. Do nền kinh tế trong thời gian lựa chọn nghiên cứu định lượng của luận án có tỷ lệ lạm phát thấp nên trong ngắn hạn lạm phát không có ý nghĩa giải thích hành vi nắm giữ tiền của công chúng.

**Bảng 3.9. Kết quả ước lượng mô hình cầu tiền M1 ngắn hạn**

Biến số	Hệ số	Sai số chuẩn	Thống kê t	Giá trị xác suất
C_	0,042441	0,010298	4,121385	0,0001***
$\Delta \ln m1r_1$	-0,162898	0,089800	-1,814005	0,0710**
$\Delta \ln m1r_2$	-0,059883	0,089174	-0,671529	0,5026
$\Delta \ln m1r_3$	0,113916	0,090250	1,262216	0,2082
$\Delta \ln m1r_4$	0,152522	0,090890	1,678084	0,0947*
$\Delta \ln m1r_5$	0,021436	0,087802	0,244135	0,8073
$\Delta lip_1$	-0,022962	0,028425	-0,807811	0,4200
$\Delta lip_2$	-0,058700	0,035553	-1,651059	0,1001
$\Delta lip_3$	-0,123848	0,038519	-3,215252	0,0015***
$\Delta lip_4$	-0,099405	0,035751	-2,780481	0,0059***
$\Delta lip_5$	-0,059372	0,025019	-2,373099	0,0185**
$\Delta anife_1$	0,254860	0,339943	0,749714	0,4542
$\Delta anife_2$	-0,103951	0,366248	-0,283828	0,7768
$\Delta anife_3$	-0,089448	0,373796	-0,239295	0,8111
$\Delta anife_4$	0,053197	0,385323	0,138057	0,8903
$\Delta anife_5$	-0,401145	0,360192	-1,113697	0,2666
$\Delta ger_1$	0,134602	0,057585	2,337423	0,0203**
$\Delta ger_2$	0,116251	0,049123	2,366516	0,0188**
$\Delta ger_3$	0,093613	0,041046	2,280665	0,0235**
$\Delta ger_4$	0,072181	0,032534	2,218652	0,0275**
$\Delta ger_5$	0,016279	0,025401	0,640873	0,5222
EC	-0,038263	0,018532	-2,064653	0,0401**
D1998	0,015650	0,007404	2,113648	0,0356**
D2000	-0,010281	0,006739	-1,525681	0,1285
SD1	-0,016724	0,012621	-1,325088	0,1865
SD2	-0,086467	0,012878	-6,714489	0,0000***
SD3	-0,042306	0,014868	-2,845470	0,0048***
SD4	-0,041042	0,014930	-2,748862	0,0065***
SD5	-0,048878	0,014387	-3,397468	0,0008***
SD6	-0,035201	0,014828	-2,373901	0,0184**
SD7	-0,031747	0,015318	-2,072449	0,0393**
SD8	-0,024176	0,013442	-1,798469	0,0734*
SD9	-0,031793	0,012362	-2,571865	0,0108**
SD10	-0,016135	0,012205	-1,322004	0,1875
SD11	-0,019430	0,012416	-1,564922	0,1190
R-squared	0,561930	Mean dependent var		0,012369
Adjusted R-squared	0,431278	S.D. dependent var		0,037161
S.E. of regression	0,028025	Sum squared resid		0,089533
Durbin-Watson stat	1,980233			

\*,\*\* và \*\*\* tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%

Nguồn: Kết quả ước lượng được từ mô hình

Hệ số ước lượng của biến tỷ giá đều có ý nghĩa thống kê. Các hệ số đó cho thấy trong ngắn hạn, khi tỷ giá tăng, ảnh hưởng thay thế tiền tệ lại nhỏ hơn ảnh hưởng thay đổi cơ cấu đầu tư. Nó phản ánh thực tế là khi đồng đôla



lên giá mọi người cho rằng nó có thể giảm trong thời gian tới nên họ bán đôla và nhu cầu M1 tăng.

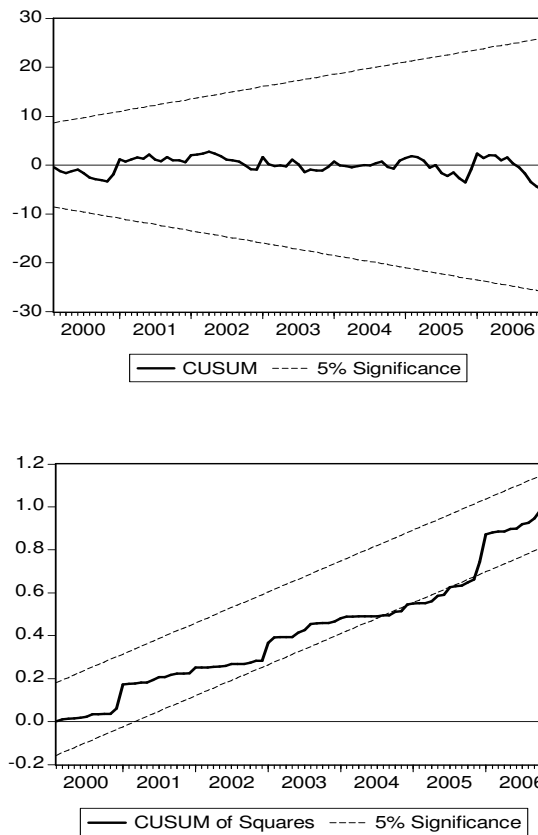
Hệ số ước lượng được của EC trong hàm cầu tiền ngắn hạn có dấu âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Dấu âm đó cho biết hai ý nghĩa: thứ nhất, các tác nhân kinh tế thời kỳ này có điều chỉnh khối lượng tiền nắm giữ theo một tỷ lệ với sự bất cân bằng của thời kỳ trước. Sự suy giảm trong khối lượng tiền nắm giữ dư thừa thời kỳ trước sẽ làm tăng nhu cầu nắm giữ tiền ở thời kỳ này. Như vậy sự bất cân bằng giữa khối lượng tiền thực sự nắm giữ và khối lượng tiền có nhu cầu luôn được điều chỉnh theo thời gian; thứ hai, hệ số của EC 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,... đồng thời trái phiếu khi có hoạt động của thị trường chứng khoán chúng có tính thanh khoản cao hơn thì cầu tiền M1 cũng bị ảnh hưởng giảm đi. Cơ cấu tài sản của người dân khi có sự tồn tại của thị trường chứng khoán có sự thay đổi theo hướng giảm tỷ trọng của tiền và tăng tỷ trọng của các tài sản tài chính không phải là tiền.

Các biến giả mùa từ SD2 đến SD9 trong bảng kết quả ước lượng cầu tiền (3.9) đều có ý nghĩa thống kê điều này hàm ý cầu tiền trong ngắn hạn chịu tác động bởi yếu tố mùa vụ. Hệ số điều chỉnh theo mùa xét về giá trị tuyệt đối của biến giả SD2 là lớn nhất và giảm dần ở các SD sau. 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.

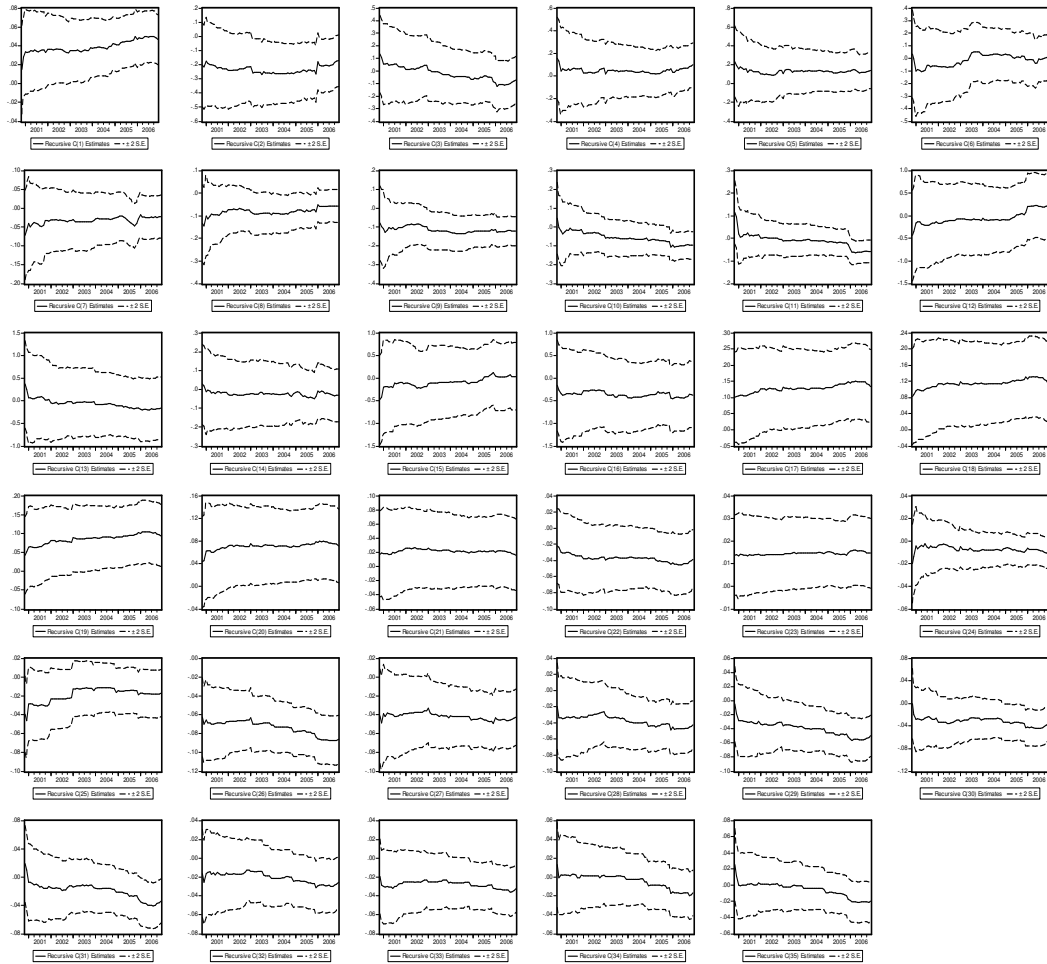
**\* Kiểm định tính ổn định của hàm cầu tiền và các hệ số ước lượng được trong hàm cầu tiền M1 ngắn hạn**

Để kiểm định tính ổn định của hàm cầu tiền ước lượng được, luận án sử dụng kiểm định *CUSUM* và *CUSUM-Squares*. Kết quả kiểm định *CUSUM* trong hình 3.4 cho thấy tổng tích lũy phần dư đệ quy (*cumulative sum of the recursive residuals*) nằm trong dải cộng trừ ý nghĩa thống kê 5%. Điều đó cho thấy, hàm cầu tiền ước lượng được nhìn chung là ổn định trong thời kỳ nghiên cứu 1994-2006. Tuy nhiên kiểm định *CUSUM-Squares* cho thấy hàm cầu tiền M1 nói chung là ổn định với mức ý nghĩa thống kê 5% nhưng vào năm 2004 có sự biến động nhưng không đáng kể đối với hàm cầu tiền.



**Hình 3.4. Kiểm định *CUSUM* và *CUSUM-Squares* cho tính ổn định của hàm cầu tiền M1 ngắn hạn**

Đồng thời luận án cũng kiểm định tính ổn định của các hệ số ước lượng được của hàm cầu tiền ngắn hạn và kết quả cũng cho thấy trong suốt thời kỳ nghiên cứu các hệ số ước lượng được của hàm cầu tiền ngắn hạn đều ổn định (xem hình 3.5)



**Hình 3.5. Kết quả kiểm định tính ổn định của các hệ số trong hàm cầu tiền ngắn hạn M1**

### 3.2.3.3. Một số kết luận về cầu tiền M1

Như kết quả của kiểm định đồng tích hợp thì giữa các biến  $lnm1r$ ,  $lip$ ,  $aninfe$ , và  $ger$  có tồn tại quan đồng tích hợp, nên trong dài hạn cầu tiền của

nền kinh tế Việt Nam được biểu diễn như phương trình (3.3). Hàm cầu tiền ước lượng được đó hoàn toàn phù hợp với lý thuyết và thực tiễn.

- Cầu tiền phụ thuộc dương với thu nhập và phụ thuộc âm với chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền.

- Hệ số co giãn của cầu tiền với thu nhập là lớn hơn 1 cho thấy thực trạng của một nền kinh tế trong quá trình tiền tệ hóa. Mức độ gia tăng của cầu tiền luôn lớn hơn mức độ gia tăng của thu nhập do có rất nhiều thứ trước kia (trước thời kỳ nghiên cứu của luận án) chưa được hạch toán, trao đổi bằng tiền thì nay được mọi người quan tâm nhiều hơn và trao đổi nhiều hơn như đất đai, nhà cửa,...

- Hệ số co giãn của cầu tiền đối với *ger* âm phản ánh đúng thực tế của nền kinh tế có hiện tượng đô la hóa. Cứ 1% tăng của *ger* thì mọi người sẽ thay thế tiền M1 bằng ngoại tệ. Do đó, nếu tỷ giá có sự biến động lớn thì cầu tiền M1 sẽ có sự thay đổi và điều này có thể gây khó khăn cho việc điều tiết cung ứng tiền.

- Hệ số của *aninfe* cũng âm ở mức 0,0377 cho thấy nếu người dân kỳ vọng lạm phát tăng thì họ sẽ thay thế M1 bằng các tài sản thực khác trong nền kinh tế (vàng, bất động sản) trong cơ cấu đầu tư của họ.

Mô hình cầu tiền ngắn hạn có dạng ECM là có thể giải thích được hành vi nắm giữ tiền của công chúng ở mức 56,2%. Các nhân tố ảnh hưởng chính và có ý nghĩa tới nhu cầu nắm giữ tiền của công chúng trong ngắn hạn không phải là lạm phát mà đó là sự thay đổi của thu nhập, tỷ giá và tính mùa vụ.

Hàm cầu tiền ngắn hạn và các hệ số ước lượng được là ổn định trong thời kỳ nghiên cứu. Không tồn tại quan hệ phi tuyến giữa các biến trong mô hình cầu tiền ở Việt Nam giai đoạn 1994-2006. Điều đó cho thấy những cải cách của hệ thống tài chính, ngân hàng,... chưa gây ra những biến động mạnh cho nền kinh tế (cú sốc bất ngờ gây tác động phi tuyến). Các thị trường tài

chính vẫn còn ở giai đoạn phát triển thấp nên chưa có hoặc chưa có nhiều các công cụ tài chính thay thế tiền ở Việt Nam hiện nay. Tuy nhiên, khi thị trường tài chính phát triển ở một mức độ cao hơn thì quan hệ phi tuyến trong cầu tiền có thể diễn ra nên trong thời gian tới cần phải có sự quan tâm liên tục tới cầu tiền trong hoạch định CSTT.

Kết luận chung đối với phân ước lượng hàm cầu tiền M1 cho giai đoạn 1994-2006 là hàm cầu tiền ước lượng được theo phương trình (3.3) là hoàn toàn phù hợp với lý thuyết và có khả năng giải thích thực tiễn. Cầu tiền ngắn hạn M1 là tương đối ổn định nên có thể sử dụng trong phân tích và dự báo cầu tiền. Tuy nhiên, NHNN Việt Nam khi đưa ra mục tiêu CSTT thường là hướng tới điều tiết M2 nên phần tiếp sau của luận án sẽ ước lượng hàm cầu tiền M2 ở Việt Nam để từ đó có thể dự báo cầu tiền và đưa ra khuyến nghị đối với NHNN liên quan tới việc điều tiết cung ứng tiền tệ tăng thêm hàng năm.

### **3.2.4. Mô hình cầu tiền M2 giai đoạn 2000- 2006**

#### **3.2.4.1. Dạng hàm**

Hàm cầu tiền M2 cũng được xây dựng dựa trên cơ sở lý thuyết cơ cấu đầu cơ. Hàm cầu tiền M2 có dạng như sau:

$$\ln m_{2r} = F(lip, tpkb, ger) \quad (3.6)$$

Trong đó:  $m_{2r}$  là khối lượng tiền M2 thực tế (được điều chỉnh theo chỉ số giá lấy năm 1994 làm gốc);  $lip$  là tốc độ thay đổi của chỉ số sản xuất công nghiệp theo tháng (năm 1994 =100);  $tpkb$  là tỷ lệ lãi suất tín phiếu kho bạc trúng thầu bình quân năm và  $ger$  là tỷ lệ mất giá của đồng nội tệ.

#### **3.2.4.2. Ước lượng hàm cầu tiền M2**

**\* Kiểm định Unit Root :**

Để kiểm định tính dừng của dãy số liệu trong hàm cầu tiền M2 cho giai đoạn 2000-2006, tác giả sử dụng kiểm định ADF. Với các số liệu thu thập được để ước lượng cầu tiền ở Việt Nam ta có kết quả kiểm định ADF như bảng 3.10. Bảng 3.10 cho ta thấy chỉ duy nhất chuỗi *ger* trong hàm (3.6) là dừng còn các chuỗi số liệu khác như *lnm2r*, *lip*, *tpkb* dừng dưới dạng sai phân bậc nhất.

**Bảng 3.10. Kết quả kiểm định Unit Root- ADF cho các chuỗi số liệu trong hàm cầu tiền M2**

Biến	Giá trị ADF(độ trễ)	Giá trị tới hạn (mức ý nghĩa 1%)
<i>lnm2r</i>	ADF(4) = -0.853868	-3,5142
<i>lip</i>	ADF(4) = -0.419838	-3,5142
<i>tpkb</i>	ADF(4) = -1.661018	-3,5142
<i>ger</i>	ADF(0) = -8.125426	-3,5101
$\Delta tpkb$	ADF(0) = -5.899220	-3,5111
$\Delta lip$	ADF(0) = -18.67514	-3,5111
$\Delta lnm2r$	ADF(0) = -9.709677	-3,5111

Nguồn: tác giả tự tính

#### \* Kiểm định đồng tích hợp

Tương tự như trong phân ước lượng hàm cầu tiền M1, kiểm định đồng tích hợp được thực hiện bằng phương pháp của Johansen và Juselius (1990). Kết quả kiểm định (bảng 3.11) cho thấy tồn tại ít nhất một quan hệ đồng tích hợp giữa các biến số được lựa chọn trong hàm cầu tiền M2 (xem chi tiết ở phụ lục 8). Như vậy, tồn tại mối quan hệ dài hạn giữa các biến được lựa chọn của mô hình cầu tiền M2 dài hạn.

Dựa trên kết quả ước lượng đồng tích hợp chúng ta có hàm cầu tiền sau trong đó giá trị ghi trong ngoặc tròn là sai số chuẩn và giá trị ghi trong ngoặc vuông là giá trị của thống kê  $t$  (cụ thể xem phụ lục 8):

$$\widehat{\ln m2r} = 10,545 + 1,609lip - 0,084tpkb + 0,089ger$$

$$(0,08932) \quad (0,05894) \quad (0,01731) \quad (3.7)$$

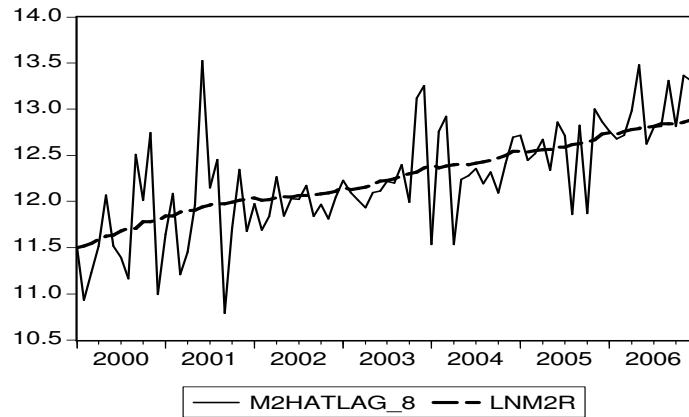
$$[-18,0161] \quad [1,43542] \quad [-5,15458]$$

**Bảng 3.11. Kết quả kiểm định đồng tích hợp cho hàm cầu tiền M2**

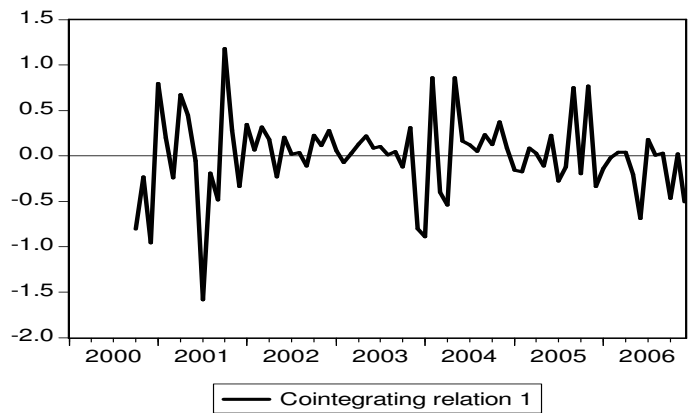
Giả thuyết H <sub>0</sub>	Giá trị riêng của ma trận (Eigenvalue)	Giá trị thống kê vết của ma trận (Trace Statistic)	Giá trị tới hạn	
			5%	1%
r = 0 **	0,395273	62,10841	47,21	54,46
r ≤ 1	0,238242	24,38503	29,68	35,65
r ≤ 2	0,050538	3,975556	15,41	20,04
r ≤ 3	0,001147	0,086055	3,76	6,65
Giả thuyết H <sub>0</sub>	Giá trị riêng của ma trận (Eigenvalue)	Thống kê giá trị riêng cực đại của ma trận (Max-Eigen Statistic)	Giá trị tới hạn	
			5%	1%
r = 0 **	0,395273	37,72338	27,07	32,24
r ≤ 1	0,238242	20,40947	20,97	25,52
r ≤ 2	0,050538	3,889501	14,07	18,63
r ≤ 3	0,001147	0,086055	3,76	6,65
Phương trình đồng tích hợp 1:		Giá trị Log likelihood	142,2957	
Các hệ số đồng tích hợp được chuẩn hóa (giá trị sai số tiêu chuẩn trong ngoặc tròn)				
<i>lnm2r</i>	<i>lip</i>	<i>tpkb</i>	<i>ger</i>	
1.000000	-1,609169 (0,08932)	0,084597 (0,05894)	-0,089202 (0,01731)	
Các hệ số điều chỉnh (alpha):				
$\Delta \ln m2r$	-0,003083	0,002025	-0,000340	-0,000310
$\Delta lip$	-0,033478	-0,049266	0,004120	-0,001329
$\Delta tpcb$	-0,012310	0,029761	0,033246	-0,000473
$\Delta ger$	-1,546493	0,646463	0,074543	0,052990
*(**) bác bỏ giả thuyết H <sub>0</sub> ở mức ý nghĩa 5% (1%)				

Nguồn: kết quả ước lượng được từ kiểm định đồng tích hợp 1

Hàm cầu tiền dài hạn cho M2 ước lượng được như hàm 3.7 cho thấy trong dài hạn các nhân tố ảnh hưởng tới nhu cầu nắm giữ tiền M2 ở Việt Nam là thu nhập (*lip*), lãi suất (*tpkb*) và tỷ giá (*ger*). Các hệ số ước lượng được đều có dấu phù hợp với lý thuyết. Hệ số ước lượng được của *lip* và *ger* có ý nghĩa thống kê ở mức 1% còn *tpkb* là khoảng 10%.



**Hình 3.6. Giá trị hồi quy của hàm cầu tiền dài hạn  $M2$  ước lượng được và giá trị thực tế**



**Hình 3.7. Véc tơ đồng tích hợp 1 cho  $M2$**

**\* Phân tích các hệ số của hàm cầu tiền  $M2$  dài hạn (3.7):**

Trong hàm cầu tiền  $M2$  ước lượng được chúng ta thấy hệ số nhạy cảm của cầu tiền đối với thu nhập là 1,609. Hệ số đó cho thấy khi thu nhập thực tế tăng 1% thì cầu tiền  $M2$  tăng 1,609%. Hệ số đó cũng cho thấy thực trạng của một nền kinh tế trong quá trình tiền tệ hóa của Việt Nam. Nếu so sánh hệ số nhạy cảm của cầu tiền với thu nhập của  $M2$  và  $M1$  thì chúng ta nhận thấy rằng hệ số trong hàm cầu tiền  $M2$  dài hạn là lớn hơn điều này cũng phản ánh



hoàn toàn đúng với thực tiễn là tốc độ chu chuyển của M2 luôn thấp hơn M1 (xem hình 3.3).

Hệ số nhạy cảm của cầu tiền M2 với thu nhập ước lượng được cho nền kinh tế Việt Nam cũng giống như các nghiên cứu thực nghiệm khác về cầu tiền ở những nước đang phát triển khác trên thế giới (xem phụ lục 13) như Trung Quốc (1,58), Cameroon (1,49), Iran (1,39), Argentina (3,45). Đối với những nước trong quá trình tiền tệ hóa và hệ thống tài chính đang trong thời kỳ cải cách thì hệ số co giãn của cầu tiền đối với thu nhập thường xấp xỉ 1,5. Do đó, trong hoạch định cung ứng tiền tệ tăng thêm của những nước đó cũng như ở Việt Nam cần phải quan tâm tới ảnh hưởng của thu nhập tới cầu tiền không phải theo tỷ lệ 1:1 như phương trình số lượng tiền mà NHTW thường sử dụng để dự báo.

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.

Khi cầu tiền ít co giãn với lãi suất thì theo mô hình IS- LM, đường LM là rất dốc trong hệ trục lãi suất, thu nhập. Điều đó cũng cho thấy ở nước ta thì CSTT có khả năng điều tiết sản lượng nhiều hơn là CSTK. Kết quả này một lần nữa lại khẳng định sự cần thiết phải nghiên cứu cầu tiền làm cơ sở cho hoạch định và thực thi CSTT hiệu quả. CSTT càng hiệu quả thì khả năng đạt được các mục tiêu kinh tế vĩ mô khác như tăng trưởng kinh tế sẽ dễ dàng đạt được hơn trong bối cảnh kinh tế hiện nay.

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 VND 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%.

**\* Kiểm định tính ngoại sinh yếu của các biến trong hàm cầu tiền M2:**

Kết quả kiểm định ngoại sinh yếu trong mô hình (xem chi tiết ở phụ lục 9) và được trình bày tóm tắt ở bảng 3.12. Kết quả kiểm định đó cho biết chỉ duy nhất  $\Delta tpkb$  là ngoại sinh yếu còn tất cả các biến còn lại trong hàm 3.7 đều không phải là ngoại sinh.

**Bảng 3.12. Kết quả kiểm định ngoại sinh yếu cho hàm cầu tiền M2**

Các biến	Giá trị $\chi^2$ (bậc tự do)[giá trị xác suất]
$\Delta lnm2r$	$\chi^2(1)=4,897612[0,026894]**$
$\Delta lip$	$\chi^2(1)=3,219330 [0,072773]*$
$\Delta tpkb$	$\chi^2(1)=0,360234[0,548376]$
$\Delta ger$	$\chi^2(1)=12,04106[0,000520]***$
$\Delta lip, \Delta tpkb, \Delta lnm2r$	$\chi^2(3)=10,43889[0,015181]**$
$\Delta lip, \Delta tpkb, \Delta ger$	$\chi^2(3)=28,72744[0,000003]***$
***, **, * Mức ý nghĩa thống kê 1%, 5% và 10%	
Nguồn: Tác giả ước lượng được từ mô hình	

**\* Ước lượng hàm cầu tiền M2 ngắn hạn:**

Trong bốn biến sử dụng trong mô hình VAR thì chỉ có một biến là ngoại sinh yếu nên việc xác định mô hình phản ảnh hành vi điều chỉnh ngắn hạn được thực hiện dựa trên một hệ thống gồm có ba phương trình cho  $lnm2r$ ,  $lip$  và  $ger$ .

Các phương trình 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.

Vì các biến dưới dạng logarit là I(1), và sai phân bậc nhất của chúng là I(0) nên chúng ta sẽ đưa vào phương trình ước lượng các biến đó dưới dạng sai phân bậc nhất. Mô hình có thể được viết tổng quát dưới dạng của hai phương trình (3.8), (3.9) và (3.10) sau đây:

$$\Delta \ln m2r_t = \sigma_1 + \sum_{i=1}^7 (a_i \Delta \ln m2r_{t-i} + b_i \Delta lip_{t-i} + c_i \Delta tpkb_{t-i} + d_i ger_{t-i}) + \sigma_2 EC + \sum_{j=1}^{11} \theta_j SD_j + e_{1t} \quad (3.8)$$

$$\Delta lip_t = \sigma_1 + \sum_{i=1}^7 (a_i \Delta \ln m2r_{t-i} + b_i \Delta lip_{t-i} + c_i \Delta tpkb_{t-i} + d_i ger_{t-i}) + \sigma_2 EC + \sum_{j=1}^{11} \theta_j SD_j + e_{2t} \quad (3.9)$$

$$\Delta ger_t = \sigma_1 + \sum_{i=1}^7 (a_i \Delta \ln m2r_{t-i} + b_i \Delta lip_{t-i} + c_i \Delta tpkb_{t-i} + d_i ger_{t-i}) + \sigma_2 EC + \sum_{j=1}^{11} \theta_j SD_j + e_{3t} \quad (3.10)$$

Kết quả ước lượng cho hàm cầu tiền M2 trong ngắn hạn bằng OLS được trình bày trong bảng 3.13 (kết quả chi tiết ước lượng hệ phương trình VECM xem thêm ở phụ lục 10).

Bảng kết quả đó 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 bảng kết quả 3.13 cho thấy cầu tiền M2 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.

**Bảng 3.13. Kết quả ước lượng mô hình cầu tiền M2 ngắn hạn**

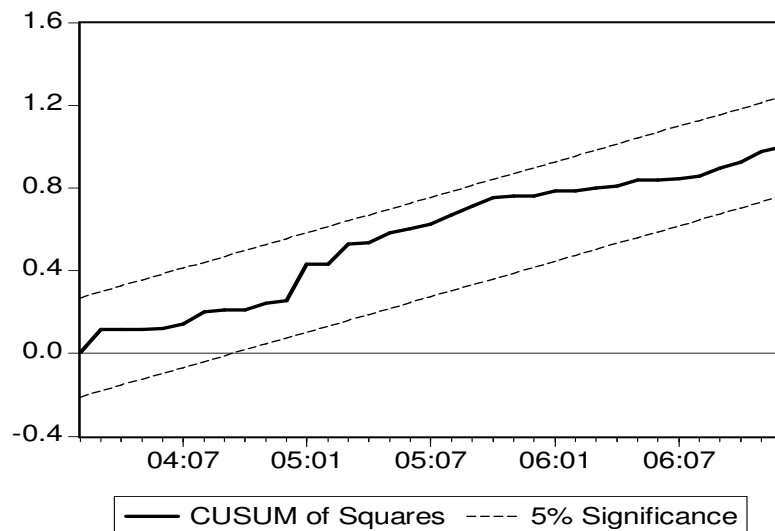
<b>Biến số</b>	<b>Hệ số</b>	<b>Sai số chuẩn</b>	<b>Thống kê t</b>	<b>Giá trị xác suất</b>
C	0,014477	0,008618	1,679856	0,1019
$\Delta(\ln m2r (-1))$	-0,176428	0,171404	-1,029308	0,3104
$\Delta(\ln m2r (-2))$	-0,178149	0,158393	-1,124732	0,2684
$\Delta(\ln m2r (-3))$	0,444071	0,150825	2,944289	0,0057***
$\Delta(\ln m2r (-4))$	0,283363	0,170849	1,658564	0,1061
$\Delta(\ln m2r (-5))$	0,157009	0,154116	1,018769	0,3153
$\Delta(\ln m2r (-6))$	0,099656	0,163694	0,608795	0,5466
$\Delta(\ln m2r (-7))$	-0,140592	0,164130	-0,856588	0,3975
$\Delta(\ln p (-1))$	0,083864	0,042534	1,971690	0,0566*
$\Delta(\ln p (-2))$	0,046179	0,044553	1,036492	0,3071
$\Delta(\ln p (-3))$	0,014632	0,040062	0,365233	0,7171
$\Delta(\ln p (-4))$	0,003417	0,036540	0,093518	0,9260
$\Delta(\ln p (-5))$	0,033544	0,036925	0,908437	0,3699
$\Delta(\ln p (-6))$	0,025288	0,032889	0,768895	0,4471
$\Delta(\ln p (-7))$	-0,003533	0,020558	-0,171846	0,8645
$\Delta(\ln tpb (-1))$	0,007799	0,010167	0,767080	0,4482
$\Delta(\ln tpb (-2))$	-0,013474	0,010579	-1,273683	0,2112
$\Delta(\ln tpb (-3))$	-0,006451	0,010546	-0,611723	0,5447
$\Delta(\ln tpb (-4))$	0,001196	0,010628	0,112537	0,9110
$\Delta(\ln tpb (-5))$	0,002014	0,010371	0,194169	0,8472
$\Delta(\ln tpb (-6))$	0,005572	0,011501	0,484489	0,6311
$\Delta(\ln tpb (-7))$	-0,006658	0,013336	-0,499268	0,6207
$\Delta(\ln ger (-1))$	0,003689	0,001844	2,000127	0,0533*
$\Delta(\ln ger (-2))$	0,002687	0,001587	1,693108	0,0993*
$\Delta(\ln ger (-3))$	0,002317	0,001373	1,687382	0,1004
$\Delta(\ln ger (-4))$	0,001979	0,001104	1,792302	0,0817*
$\Delta(\ln ger (-5))$	0,001546	0,000857	1,803103	0,0800*
$\Delta(\ln ger (-6))$	0,001260	0,000641	1,967335	0,0571*
$\Delta(\ln ger (-7))$	0,000438	0,000494	0,887010	0,3811
EC_8	0,045716	0,024036	1,901983	0,0654*
SD1	0,002465	0,011132	0,221468	0,8260
SD2	-0,044695	0,012468	-3,584855	0,0010***
SD3	-0,005363	0,014181	-0,378203	0,7076
SD4	-0,027841	0,015208	-1,830681	0,0757*
SD5	-0,008957	0,014602	-0,613436	0,5436
SD6	-0,002775	0,014451	-0,191993	0,8489
SD7	-0,003363	0,012317	-0,273063	0,7864
SD8	-0,002335	0,011895	-0,196295	0,8455
SD9	-0,020504	0,010982	-1,867110	0,0703*
SD10	0,001472	0,010256	0,143561	0,8867
SD11	-0,010298	0,010377	-0,992418	0,3278
R-squared	0,743904	Mean dependent var		0,015553
Adjusted R-squared	0,451224	S.D. dependent var		0,017890
S.E. of regression	0,013253	Akaike info criterion		-5,505698
Sum squared resid	0,006147	Schwarz criterion		-4,248329
Log likelihood	250,2165	F-statistic		2,541692
Durbin-Watson stat	1,963801	Prob(F-statistic)		0,002998

*Nguồn: Kết quả ước lượng được từ mô hình*

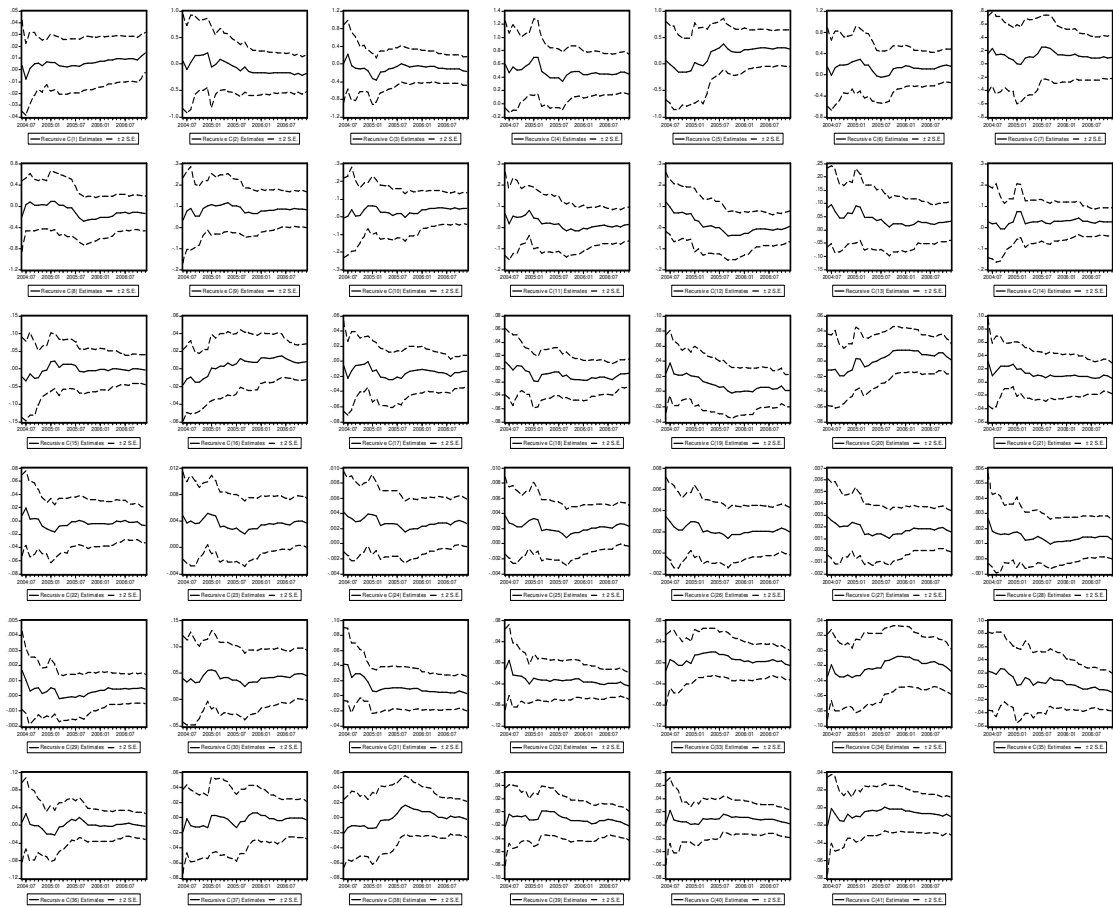
**\* Kiểm định tính ổn định của hàm cầu tiền và các hệ số ước lượng được trong hàm cầu tiền M2 ngắn hạn**

Tính ổn định của hàm cầu tiền M2 ngắn hạn được thực hiện thông qua kiểm định *CUSUM-squares*. Kết quả kiểm định trong hình 3.8 cho thấy cầu tiền M2 ngắn hạn thời kỳ 2000- 2006 là ổn định. Các hệ số trong hàm cầu tiền M2 cũng có kết quả tương tự (xem hình 3.9).

Hàm cầu tiền M2 ngắn hạn trong thời gian nghiên cứu là ổn định điều đó lại khẳng định một thực tế ở Việt Nam là cho đến thời kỳ nghiên cứu 2000- 2006 thì những thay đổi liên quan tới chính sách, thể chế, cải cách tài chính vẫn chưa đủ mạnh để có thể gây ra những cú sốc đột biến gây ảnh hưởng phi tuyến tới quan hệ giữa các biến số trong hàm cầu tiền.



**Hình 3.8. Kiểm định CUSUM- Squares cho tính ổn định của hàm cầu tiền M2 ngắn hạn**



**Hình 3.9. Kết quả kiểm định tính ổn định của các hệ số trong  
hàm cầu tiền ngắn hạn M2**

### 3.2.4.3. Một số kết luận về cầu tiền M2

Hàm cầu tiền M2 của Việt Nam thời kỳ 2000- 2006 là ổn định với các biến giải thích có ý nghĩa. Có thể sử dụng hàm cầu tiền trong phân tích và dự báo cầu tiền.

#### **\* Với kết quả ước lượng cầu tiền M2 dài hạn:**

Kết quả ước lượng được của hàm cầu tiền M2 dài hạn như phương trình 3.7 cho thấy:

- Hệ số co giãn của cầu tiền đối với thu nhập là tương đối cao (1,609), phản ánh đúng đặc điểm kinh tế trong thời kỳ chuyển đổi, quá trình tiền tệ hóa diễn ra ở mức cao.

- Hệ số nhạy cảm của cầu tiền đối với lãi suất là thấp -0,084. Hệ số đó cho thấy: (i) trong thời kỳ nghiên cứu của luận án thì ảnh hưởng của lãi suất tới cầu tiền là nhỏ; (ii) đường LM trong mô hình IS\_ LM là đường rất dốc; (iii) trong hai chính sách kinh tế vĩ mô là chính sách tài khóa và CSTT thì để đạt được mục tiêu kinh tế vĩ mô chính phủ sử dụng CSTT thì có hiệu quả điều tiết hơn.

- Tốc độ mất giá của đồng nội tệ cũng là một nhân tố ảnh hưởng tới hành vi nắm giữ tiền M2 của người dân Việt Nam tuy nhiên trong trường hợp của nền kinh tế có hiện tượng đôla hóa thì ảnh hưởng của tỷ giá tới cầu tiền M2 là không lớn.

**\* Với kết quả ước lượng cầu tiền M2 ngắn hạn:**

Theo phương trình cầu tiền ngắn hạn 3.8, hàm cầu tiền ngắn hạn đã ước lượng được cho thấy:

- Cầu tiền M2 ngắn hạn chịu ảnh hưởng nhiều của thu nhập và tỷ giá.
- Lãi suất tín phiếu kho bạc là nhân tố thứ yếu ảnh hưởng tới hành vi nắm giữ tiền M2.
- Cầu tiền M2 biến động nhiều nhất vào quý một của các năm.

### ***Tóm tắt chương 3***

Cho đến nay số lượng các nghiên cứu thực nghiệm về cầu tiền ở Việt Nam là tương đối ít, kết quả nghiên cứu còn hạn chế không chỉ về phương pháp mà còn cả về khả năng ứng dụng kết quả trong hoạch định CSTT. Ước lượng cầu tiền mà luận án thực hiện không chỉ làm phong phú thêm các nghiên cứu cầu tiền cho Việt Nam mà còn có thể giải quyết được nhiều hạn chế của các nghiên cứu cầu tiền trước đó.

Ước lượng cầu tiền M1 mà luận án thực hiện có ưu điểm hơn hẳn các nghiên cứu thực nghiệm trước kia về một số khía cạnh sau đây:

*Thứ nhất*, các biến số sử dụng trong ước lượng được chọn lựa kỹ lưỡng dựa vào thực tiễn cũng như kiểm định kinh tế lượng về khả năng giải thích cầu tiền.

*Thứ hai*, hàm cầu tiền dài hạn được ước lượng bằng mô hình véc tơ tự hồi quy (VAR) và mô hình ngắn hạn ước lượng bằng mô hình véc tơ hiệu chỉnh sai số (VECM). Đó là các mô hình mà có tính ưu việt hơn tất cả các mô hình ước lượng cầu tiền tuyến tính đã được thực hiện trên thế giới nhưng chưa từng được sử dụng trong nghiên cứu cầu tiền ở Việt Nam.

*Thứ ba*, các kết quả ước lượng được về hàm cầu tiền M1 của luận án phù hợp với lý thuyết cầu tiền và có khả năng giải thích thực tiễn của nền kinh tế Việt Nam trong quá trình tiền tệ hóa (hệ số ước lượng được của thu nhập là lớn hơn một) và có hiện tượng đôla hóa ở mức cao (hệ số ước lượng được của *ger* âm ở mức cao),...

*Thứ tư*, hàm cầu tiền M1 tương đối ổn định trong suốt thời kỳ nghiên cứu 1994-2006 nên hàm cầu M1 có thể được sử dụng làm cơ sở cho việc đưa ra mục tiêu điều hành CSTT của NHNN.



Một điểm mới khác nữa mà luận án đạt được trong chương này là đã ước lượng được hàm cầu tiền M2 cho nền kinh tế Việt Nam giai đoạn 2000-2006. Luận án đã chứng minh có tồn tại quan hệ đồng tích hợp giữa các biến số lựa chọn trong phương trình cầu tiền M2. Hàm cầu tiền dài hạn (3.7) ước lượng được phù hợp với lý thuyết cầu tiền và thực tiễn. Hàm cầu tiền ngắn hạn M2 ước lượng theo mô hình VECM là ổn định trong thời kỳ nghiên cứu.

Tóm lại cả hàm cầu tiền M1 và M2 đều ổn định trong thời kỳ nghiên cứu ước lượng thực nghiệm nên có thể sử dụng làm cơ sở cho việc dự báo cung ứng tiền tệ tăng thêm hàng năm dựa trên cơ sở dự báo cầu tiền của công chúng bằng phân tích định lượng mà cho tới thời điểm luận án được thực hiện thì chưa có một nghiên cứu nào đưa ra.

## 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.

Kết quả ước lượng cầu tiền đó là rất có ý nghĩa khi mà NHNN Việt Nam đang trong quá trình *tổ chức lại NHNN Việt Nam với cơ cấu và tính chất hoạt động như một NHTW hiện đại, hoạt động theo cơ chế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa, phù hợp với thông lệ quốc tế* (mục tiêu đề ra trong Đề án: *Mục tiêu, giải pháp phát triển ngành ngân hàng Việt Nam đến năm 2010 và Định hướng tới năm 2020*).

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

Khi hoạch định CSTT, NHTW các nước cũng như NHNN Việt Nam đều phải chọn lựa và xác định các mục tiêu cần đạt được như mục tiêu cuối cùng, mục tiêu trung gian và mục tiêu hoạt động. Vì CSTT là một công cụ mà chính phủ sử dụng nhằm đạt được mục tiêu kinh tế vĩ mô nên mục tiêu cuối cùng của CSTT thực ra cũng là các mục tiêu kinh tế vĩ mô. Với kết quả nghiên cứu đã đạt được của luận án thì luận án chỉ đề cập tới ở phần nghiên

cứu này các vấn đề liên quan tới việc lựa chọn và định lượng các mục tiêu trung gian và mục tiêu hoạt động dựa trên kết quả nghiên cứu ở chương 3.

#### **4.1.1. Mục tiêu trung gian**

##### *\* Xác định mục tiêu trung gian*

Như chúng ta đã thấy trong phần lý luận chung về chính sách tiền tệ ở chương 1 của luận án thì NHTW có thể lựa chọn mục tiêu trung gian là tổng khối lượng tiền, tỷ giá hoặc là lãi suất thị trường. Việc lựa chọn mục tiêu trung gian nào trong việc điều hành CSTT phụ thuộc vào đặc điểm của mỗi quốc gia. Ở Việt Nam hiện nay, mục tiêu trung gian là lãi suất không được chọn lựa vì lãi suất đang trong quá trình tự do hóa. Còn đối với mục tiêu trung gian là tỷ giá thì theo tôi rất khó có thể thực hiện được trong bối cảnh kinh tế nước ta hiện nay khi luồng ngoại tệ tiếp tục đổ vào làm thặng dư cán cân thanh toán, làm cho dự trữ ngoại hối của NHNN không ngừng tăng lên. Dự trữ ngoại hối năm 2005 tăng thêm 4% GDP, còn năm 2006 tăng 5% GDP. Trong 6 tháng đầu năm 2007 NHNN đã mua vào khoảng hơn 7 tỷ USD (14% GDP). Đó là một nguyên nhân làm cho cung VND tăng lên liên tục. Điều này tự thân nó phá vỡ chính sách neo/ bình ổn tỷ giá hiện nay nếu như NHNN không có những chiến lược can thiệp kịp thời. Nói cách khác cơ chế neo tỷ giá chứa đựng những yếu tố phá hoại đồng nội tệ.

Như vậy mục tiêu trung gian của CSTT sẽ là tổng khối lượng tiền M1 và M2. Cả hai mục tiêu này theo nghiên cứu của luận án thì 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 (theo hàm số 3.3 và 3.7).

NHNN Việt Nam hiện nay, đưa ra mục tiêu trung gian của CSTT là điều tiết tổng phương tiện thanh toán (M2) và khối lượng tín dụng tăng hàng năm. Tuy nhiên, việc đặt ra các mục tiêu trung gian định lượng là M2 và tổng khối lượng tín dụng tăng hàng năm hiện tại vẫn chưa dựa trên cơ sở mô hình

kinh tế đúng đắn để phân tích dự báo. Chẳng hạn như việc đưa ra tỷ lệ tăng của M2 hàng năm vẫn dựa trên cơ sở phương trình số lượng tiền là không phù hợp.

Với kết quả ước lượng được về cầu tiền M1 trong thời gian qua là tương đối ổn định thì mục tiêu định lượng của NHNN cần nên đưa thêm vào mục tiêu trung gian của CSTT chỉ tiêu về khối lượng tiền M1 tăng thêm hàng năm. Việc đưa thêm chỉ tiêu định lượng về M1 hàng năm có một số lý do sau đây:

- Khối lượng tiền M1 là khối lượng tiền mà NHNN có thể kiểm soát chặt, có thể dự báo được cả ngắn hạn và dài hạn. Chẳng hạn năm 2007 với mục tiêu tăng trưởng kinh tế 8,5%, lạm phát 8% và dự kiến đồng nội tệ mất giá 0,2% thì M1 danh nghĩa dự kiến tăng theo phương trình (3.3) sẽ là khoảng 28%.

- NHNN sử dụng M1 là mục tiêu trung gian sẽ có thêm cơ sở để so sánh và kiểm soát những tác động của CSTT đến các mục tiêu kinh tế vĩ mô.

- Nền kinh tế có hiện tượng đôla hóa cao nên tổng phương tiện thanh toán M2 không thể tính hết được những thứ mà người dân hiện đang sử dụng với chức năng là tiền như lượng đôla trôi nổi trong dân.

*\* Xác định cách tính tổng khối lượng tiền tăng hàng năm*

NHNN Việt Nam hiện tại đưa ra cách xác định khối lượng tiền tăng thêm hàng năm theo công thức mà NHNN đưa ra năm 1996. Theo công thức đó thì việc xác định khối lượng cung ứng tiền có một số hạn chế:

*Thứ nhất*, NHNN mới chỉ quan tâm tới tốc độ tăng trưởng kinh tế, tỷ lệ lạm phát mà không hề quan tâm tới ảnh hưởng của sự mất giá đồng nội tệ và lãi suất.

*Thứ hai*, nền kinh tế trong quá trình tiền tệ hóa (như hình 3.3. tốc độ chu chuyển của cả khối lượng tiền M1 và M2 đều có xu hướng giảm trong suốt thời kỳ nghiên cứu) thì hệ số ảnh hưởng của biến quy mô đến cầu tiền là lớn hơn 1 nên không thể tính khối lượng tiền tăng thêm theo hệ số 1:1 với tốc độ tăng trưởng kinh tế. Thực tiễn cũng cho thấy là hàng năm mặc dù công thức xác định cung ứng tiền tệ M2 cuối kỳ dự báo là  $MS_c = MS_d (g_e + g_p + 1)$  nghĩa là tốc độ tăng cung ứng tiền tệ là bằng tốc độ tăng trưởng kinh tế cộng với tỷ lệ lạm phát dự kiến nhưng cung ứng tiền tệ tăng thêm hầu như là không thực hiện theo công thức trên, có sự chênh lệch quá lớn (xem Bảng 4.1)

**Bảng 4.1. Tốc độ tăng của M2 thực tế và theo công thức xác định cung ứng tiền tệ tăng thêm của NHNN từ năm 1996**

Đơn vị: %

Năm	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
$g_c + g_p$	13,8	11,8	15	4,9	6,2	7,7	11,1	10,3	10,72	16,8	14,77
Tăng M2 thực tế	22,7	26,1	23,9	39,3	38,96	25,53	17,7	24,94	30,39	29,65	33,59

Nguồn: NHNN và Tổng cục Thống kê

Tốc độ tăng của M2 mà hàng năm NHNN thực hiện không đúng công thức đã đưa ra theo phương trình số lượng tiền phải chăng là NHNN đã thấy được ảnh hưởng của quá trình tiền tệ hóa nhưng chưa khẳng định được hệ số ảnh hưởng của các nhân tố cụ thể ảnh hưởng tới cầu tiền là bao nhiêu để có thể đưa ra một công thức chính xác hơn. Điều đó lại tiếp tục khẳng định sự cần thiết phải dự báo và nghiên cứu cầu tiền ở Việt Nam.

Với kết quả ước lượng cầu tiền M2 dài hạn mà luận án đã thực hiện thì giả sử rằng chúng ta có thể dự báo chính xác tốc độ tăng trưởng kinh tế, tỷ lệ mất giá đồng tiền và lãi suất tín phiếu kho bạc thì tỷ lệ tăng cung ứng tiền tệ

danh nghĩa M2 dự báo theo mô hình cầu tiền của luận án sẽ được tính theo công thức sau:

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

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 Việt Nam 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 thì 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.

**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 của Chính Phủ 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 %

*Nguồn: Tác giả tự tính trên dựa trên kết quả ước lượng được*

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 nêu trên thì cung ứng tiền tệ M2 dự kiến sẽ tăng khoảng 31- 32%.

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

Về lý thuyết thì mục tiêu hoạt động của CSTT đưa ra có thể là lãi suất hoặc là khối lượng tiền cơ sở. Nếu như mục tiêu hoạt động là lãi suất thì NHNN là người dùng các công cụ của CSTT để kiểm soát trực tiếp lãi suất này. Điều đó cũng có nghĩa là lãi suất không biến động theo cung cầu thị trường mà có sự can thiệp cứng của NHNN. Nhưng hiện tại (từ năm 2001) lãi suất đang trong quá trình tự do hóa ở Việt Nam nên mục tiêu hoạt động là lãi suất đã không được NHNN chọn lựa. Chính vì vậy mục tiêu hoạt động hiện tại của NHNN là tổng khối lượng tiền cơ sở là sự lựa chọn đúng đắn. 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 MB như sau:

$$\widehat{g}_{MB} = g_{M1}^e - g_{M_m}^e \quad (4.2)$$

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 (được tính theo mô hình của luận án)

$g_{M_m}^e$  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 của NHNN thì việc này có thể làm được và 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.

Tóm lại, để xác định tốt mục tiêu của CSTT trong thời gian tới thì NHNN cần tăng cường công tác nghiên cứu dự báo cầu tiền. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm có khả năng dự báo tốt thì NHTW có thể biết được hệ số ảnh hưởng của các biến kinh tế tới từng thành tố của khối lượng tiền, xác định được khối lượng cung ứng tiền tăng thêm phù hợp với nhu cầu và mục tiêu của chính sách mà chính phủ đã đặt ra. Để làm được điều này NHNN cần xây dựng một kho dữ liệu đầy đủ, chính xác và đảm bảo chất lượng. Nhờ đó NHNN có thể dự báo nhu cầu tiền không chỉ là cầu về M1 và M2 như tác giả đã ước lượng mà có thể thực hiện cho cả các thành tố của của M2. Khi đó NHNN sẽ có một cơ sở định lượng vững chắc cho việc điều hành CSTT trong thời gian tới. Đồng thời NHNN cần nâng cao chất lượng nguồn nhân lực đặc biệt là các cán bộ tham gia vào công tác nghiên cứu và dự báo. Khi NHNN có nguồn nhân lực đủ mạnh kết hợp với phương tiện kỹ thuật hiện đại, nguồn cung cấp mọi thông tin liên qua tới hoạt động ngân hàng đầy đủ và chính xác thì đó sẽ là cơ sở vững chắc cho NHNN hoạch định tốt CSTT.

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

Việc lựa chọn công cụ cho điều hành CSTT của NHNN trong điều kiện hệ thống ngân hàng được tổ chức thành hai cấp, điều hành CSTT mang tính chất điều tiết vĩ mô thì các công cụ được lựa chọn cần đảm bảo tính hệ thống, phù hợp với thị trường và có hiệu lực. Tính hệ thống cho phép các công cụ của CSTT được sử dụng có hiệu quả điều tiết hơn vì NHNN không chỉ sử dụng một công cụ chính sách mà có nhiều công cụ, mỗi công cụ có công dụng



khác nhau trong quá trình hướng tới mục tiêu của CSTT. Tuy nhiên các công cụ CSTT chọn lựa cũng cần phải có sự phù hợp với thị trường vì chúng là cái mà NHNN sử dụng để tác động vào thị trường tiền tệ. Các công cụ chính sách mà càng phù hợp với đặc điểm thị trường tiền tệ thì nó mang lại phản ứng và phản hồi chính sách chính xác hơn và CSTT do đó có hiệu quả cao hơn. Thêm nữa khi các công cụ CSTT có tính hiệu lực cao thì khả năng truyền tải định hướng chính sách của chính phủ sẽ tốt hơn.

Theo Điều 6- Luật NHNNVN ban hành tháng 12 năm 1997 thì các công cụ CSTT mà NHNN sử dụng là công cụ tái cấp vốn, lãi suất, tỷ giá, dự trữ bắt buộc, nghiệp vụ thị trường mở và các công cụ khác do thống đốc quyết định. Như vậy Luật đã xác định cụ thể 5 công cụ tuy nhiên NHNN có thể sử dụng các công cụ khác nữa do sự quyết định của thống đốc.

Như đã phân tích trong phần thực trạng về các công cụ của CSTT thời gian qua của Việt Nam ở chương 2 của luận án chúng ta đã thấy hiện nay NHNN sử dụng một hệ thống công cụ CSTT gồm 6 công cụ. Các công cụ mà NHNN sử dụng đã chuyển dần từ trực tiếp sang gián tiếp nhưng thời gian sử dụng các công cụ gián tiếp chưa lâu, mức độ linh hoạt thấp,... Chẳng hạn như nghiệp vụ thị trường mở mới bắt đầu đưa vào sử dụng từ năm 2000, công cụ lãi suất năm 2002 mới bắt đầu được tự do hóa, nghiệp vụ hoán đổi ngoại tệ được sử dụng từ năm 2001, tỷ lệ dự trữ bắt buộc thường cố định trong thời gian dài ... Tính hiệu lực của các công cụ CSTT chưa cao chẳng hạn như nghiệp vụ thị trường mở, mặc dù số phiên và khối lượng giao dịch tăng mạnh nhưng tỷ trọng doanh số hoạt động thị trường mở so với tổng khối lượng M2 là thấp năm 2004 là 12,5%, và các năm 2005, 2006 tương ứng là 15,8 và 14,3%. Do vậy như đã phân tích trong chương 2 ảnh hưởng của công cụ này tới việc điều tiết vốn khả dụng của các tổ chức tín dụng cũng như cung ứng tiền tệ là không lớn tức hiệu lực của công cụ này thấp.

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 đưa ra một số đề xuất cho NHNN như sau:

- NHNN cần 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, thâu chi. Những nghiệp vụ này của NHNN khi sử dụng linh hoạt sẽ giúp NHNN điều chỉnh nhanh chóng sự biến động mang tính mùa vụ của cầu tiền trong ngắn hạn vào những tháng tết âm lịch cũng như hai quý đầu của các năm- thời kỳ mà nhu cầu giao dịch trong nền kinh tế là tương đối lớn.

- Công cụ dự trữ bắt buộc cần điều hành linh hoạt nhằm nâng cao khả năng kiểm soát tiền tệ của NHNN. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc là một công cụ mang tính chất thị trường nó có tác động gián tiếp đến quá trình tạo tiền của NHTM và cung ứng tiền tệ. Tuy nhiên, NHNN thường giữ cố định trong một thời gian dài làm giảm vai trò điều tiết cung ứng tiền tệ của công cụ này và làm bó hẹp cách thức mà NHNN có thể sử dụng để điều tiết cung ứng tiền tệ.

- 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). Khi lãi suất được tự do hóa hoàn toàn thì đó chính là tín hiệu phản ánh đúng đắn cung cầu thị trường và lãi suất khi đó sẽ là biến số phản ánh tốt chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền.

- 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**

Sau khi NHNN có một khuôn khổ CSTT rõ ràng thì hiệu quả của CSTT còn phụ thuộc nhiều vào điều kiện để thực thi có hiệu quả chẳng hạn như mức độ độc lập của NHNN, mức độ phù hợp với các chính sách kinh tế vĩ mô khác, mức độ phát triển của các định chế tài chính và thị trường tiền tệ.

Dựa trên kết quả nghiên cứu thực tế, luận án đưa ra một số khuyến nghị sau nhằm nâng cao hiệu quả thực thi CSTT của NHNN Việt Nam trong thời gian tới như sau:

*\* NHNN cần chủ động hơn trong việc phối hợp với các cơ quan khác trong hoạch định CSTT*

CSTT là một trong những CSKT mà chính phủ sử dụng tác động vào nền kinh tế nhằm đạt được các mục tiêu kinh tế vĩ mô mà chính phủ đã đặt ra nên CSTT không thể đặt bên ngoài hay tách rời với các CSKT vĩ mô khác. Muốn vậy các cơ quan hoạch định và thực thi CSKT của chính phủ phải có mối liên hệ chặt chẽ với nhau.

Việc tạo lập mối quan hệ thường xuyên giữa các Bộ, ngành đặc biệt là Bộ tài chính, Bộ kế hoạch và đầu tư, Bộ thương mại, Tổng cục thống kê, Tổng cục hải quan sẽ giúp cho việc xây dựng, ban hành hệ thống thông tin, thu thập thông tin, cung cấp thông tin và trao đổi thông tin cũng như việc cung cấp thông tin cho công chúng. Qua đó giúp cho NHNN có thể biết được những yếu tố ngoại sinh ảnh hưởng tới cầu tiền (sự thay đổi của biến chính sách đến hàm cầu tiền) chẳng hạn như dự kiến chi tiêu ngân sách và kế hoạch phát hành trái phiếu trong nước và phát hành ra nước ngoài của Bộ tài chính.

Khi có sự thông suốt thông tin giữa các Bộ ngành thì áp lực đối với việc điều hành CSTT sẽ giảm đi, hàm cầu tiền trong ngắn hạn sẽ ổn định, không chịu tác động đột ngột của biến chính sách và do đó việc điều hành CSTT sẽ có hiệu quả cao hơn.

NHNN cần tạo một kênh thông tin liên tục giữa các nhà nghiên cứu chuyên nghiệp và những cán bộ làm công việc thực tế ở Vụ CSTT NHNN. NHNN cần xây dựng một chiến lược nâng cao trình độ cán bộ ngân hàng nhằm đáp ứng yêu cầu của một NHTW hiện đại trong thời gian tới. Các cán bộ trẻ cần được tạo cơ hội để cọ sát với thực tế trong và ngoài nước và được đào tạo một cách bài bản ở nước ngoài. Các cán bộ trẻ có năng lực, vững vàng trong công việc cần được bổ nhiệm vào những vị trí quan trọng nhằm trẻ hóa đội ngũ cán bộ và tăng cường tính sáng tạo của lớp trẻ. Đội ngũ cán bộ có năng lực, trình độ cùng với công nghệ ngân hàng hiện đại sẽ giúp cho việc điều hành CSTT hiệu quả hơn.

*\* NHNN cần xây dựng và thực thi CSTT theo nguyên tắc thị trường*

Việc xây dựng và thực thi CSTT theo nguyên tắc thị trường cần dựa trên cơ sở thiết lập khuôn khổ CSTT với cơ chế truyền tải thích hợp và các mục tiêu được lượng hóa.

Thực hiện điều hành CSTT trên cơ sở điều tiết khối lượng tiền, xây dựng các điều kiện cần thiết để chuyển sang điều hành CSTT với mục tiêu lạm phát như một NHTW hiện đại.

Như kết quả đã ước lượng được về hàm cầu tiền dài hạn (3.3) thì trong dài hạn NHNN nên hướng mục tiêu cuối cùng của CSTT là tỷ lệ lạm phát như những NHTW hiện đại khác. Kết quả ước lượng đó cho thấy lạm phát kỳ vọng có ảnh hưởng ngược chiều tới nhu cầu nắm giữ M1. Nếu NHNN hướng mục tiêu vào tỷ lệ lạm phát và cố gắng điều tiết giá cả theo đúng định hướng mà đã thông tin cho công chúng thì kỳ vọng về lạm phát của công chúng sẽ ít

biến động. Nhờ đó cầu tiền ổn định và CSTT của NHNN có hiệu quả điều tiết hơn.

*\* NHNN cần thúc đẩy sự phát triển của thị trường tiền tệ*

Thị trường tiền tệ là một mắt xích quan trọng trong cơ chế chuyển tải tác động của các công cụ CSTT. Một thị trường tiền tệ kém phát triển khó có thể chuyển tải chính xác các quyết định chính sách của NHTW tới thị trường và ngược lại NHTW cũng khó có thể nhận được các tín hiệu thị trường để đưa ra các quyết định chính xác nhằm đạt được mục tiêu.

*\* NHNN cần đẩy nhanh quá trình hiện đại hóa công nghệ thanh toán ngân hàng.*

Hiện đại hóa công nghệ thanh toán ngân hàng sẽ tạo khả năng cạnh tranh cho các NHTM Việt Nam về mặt kỹ thuật và công nghệ, giành thế chủ động trong quá trình gia nhập WTO. Đẩy nhanh việc ứng dụng kỹ thuật và công nghệ tiên tiến. Phát triển hệ thống thanh toán điện tử liên hàng trên phạm vi toàn quốc. Hệ thống NHTM Việt Nam phát triển, cạnh tranh được với các NHTM nước ngoài và liên doanh sẽ giúp duy trì và củng cố niềm tin của dân chúng vào một tổ chức trung gian tài chính mà hiện tại chiếm thị phần lớn nhất trong việc cung cấp tín dụng cho nền kinh tế Việt Nam. Từ đó, tránh được khủng hoảng về tâm lý và sự đổ vỡ của hệ thống NHTM trong nước dưới áp lực cạnh tranh của các NHTM nước ngoài. Sự ổn định của thị trường tiền tệ nói riêng và thị trường tài chính nói chung cũng là một nhân tố quan trọng giúp CSTT đạt hiệu quả.

*\* NHNN cần triệt để cổ phần hóa các NHTM Nhà nước*

Việc cổ phần hóa các NHTM nhà nước sẽ giúp nâng cao tính hiệu quả và tính an toàn trong hoạt động kinh doanh tiền tệ. Hoạt động của các NHTM nhà nước lành mạnh và hiệu quả sẽ giúp cho NHNN điều hành CSTT bớt áp lực hơn.

*\* NHNN cần tăng cường phối hợp với các NHTW và các tổ chức tài chính quốc tế về CSTT và ngăn ngừa rủi ro*

Việc phối hợp với các NHTW và các tổ chức tài chính quốc tế về CSTT và ngăn ngừa rủi ro sẽ giúp NHNN Việt Nam có thêm kinh nghiệm về việc quản lý, ngăn ngừa rủi ro của NHTW các nước đồng thời có thể nhận được những cảnh báo sớm về những biến động tài chính trong và ngoài nước. Từ đó hạn chế được những biến động lớn đối với thị trường tài chính trong nước và đảm bảo an toàn cho hoạt động của hệ thống ngân hàng Việt Nam. Hệ thống NHTM và thị trường tiền tệ hoạt động an toàn và hiệu quả sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho việc nâng cao hiệu lực và hiệu quả của CSTT

*\* NHNN cần kêu gọi sự hỗ trợ của Chính phủ nhằm thực thi CSTT hiệu quả hơn*

*Thứ nhất*, Chính phủ cần nâng cao tính độc lập của NHNN trong việc hoạch định và thực thi CSTT.

- Nâng cao tính tự chủ của NHNN trong điều hành CSTT để NHNN có thể thực hiện các công cụ của CSTT một cách linh hoạt, độc lập hơn.

- Tách bạch các chức năng không thuộc về NHNN, Thống đốc NHNN không nên là thành viên của Chính phủ.

- Cần sửa đổi lại một số quy định trong Luật NHNN năm 1997, chẳng hạn như một số điểm mà làm hạn chế tính linh hoạt trong điều hành CSTT như: *"...NHNN có nhiệm vụ và quyền hạn sau: ...tham gia xây dựng chiến lược phát triển kinh tế xã hội của nhà nước, xây dựng dự án CSTT quốc gia để Chính phủ xem xét trình Quốc hội quyết định và tổ chức thực hiện..."* (điều 5); *"..Chính phủ quyết định khối lượng tiền cung ứng bổ sung cho lưu thông hàng năm, mục đích sử dụng số tiền này và định kỳ báo cáo Ủy ban thường vụ quốc hội..."* (điều 2); *"Thống đốc NHNN là thành viên thường trực của Hội đồng tư vấn chính sách quốc gia* (điều 4).

*Thứ hai*, Chính phủ cần lựa chọn lại mục tiêu cho CSTT, không nên đặt ra quá nhiều mục tiêu như hiện nay. Theo như Luật NHNN (năm 1997), mục tiêu của CSTT bao gồm: ổn định giá trị đồng tiền, kiềm chế lạm phát; góp phần thúc đẩy phát triển kinh tế xã hội; góp phần bảo đảm an ninh quốc gia; góp phần nâng cao đời sống nhân dân. Tuy nhiên, trong thực tế ngoài những mục tiêu đó NHNN còn phải thực hiện nhiều mục tiêu khác trong đó phải kể đến là mục tiêu đảm bảo an toàn hệ thống ngân hàng và ổn định tỷ giá hối đoái với cơ chế tỷ giá thị trường có sự quản lý. Đây là cơ chế mà NHNN vẫn phải can thiệp thị trường khi cần thiết nhằm duy trì tỷ giá ở mức hợp lý. Mặt khác các mục tiêu của CSTT đôi khi có sự mâu thuẫn với nhau chẳng hạn như khi muốn tăng trưởng cao, nâng cao đời sống nhân dân NHNN phải thực hiện CSTT mở rộng và việc làm đó lại dẫn đến lạm phát.

*Thứ ba*, Chính phủ cần thúc đẩy nhanh sự phát triển của thị trường tài chính, đặc biệt là thị trường tiền tệ và thị trường chứng khoán. Phát triển thị trường tiền tệ theo đúng thực chất là nơi cung cấp vốn ngắn hạn cho nền kinh tế và thị trường chứng khoán là nơi cung cấp vốn dài hạn. Thị trường tài chính phát triển sẽ giúp cho NHNN sử dụng công cụ chính sách tác động tới cung tiền dễ dàng và nhanh chóng hơn.

Sự vững mạnh của các định chế tài chính không chỉ tạo cơ sở vững chắc cho tăng trưởng kinh tế mà còn hỗ trợ trực tiếp cho việc thực thi CSTT. Vì mỗi định chế là một mắt xích quan trọng trong việc tiếp nhận và phản ứng chính sách của NHTW, là một khâu trọng yếu trong chu trình luân chuyển vốn của xã hội. Sự yếu kém hoặc đổ vỡ các định chế tài chính sẽ là ngòi nổ cho sự mất ổn định tiền tệ và làm cho CSTT không đạt được mục tiêu.

*Thứ tư*, Chính phủ cần xây dựng cơ chế cung cấp thông tin giữa NHNN và các Bộ, ngành khác trong nền kinh tế. Vì CSTT là một bộ phận không thể tách rời của hệ thống các công cụ chính sách mà chính phủ sử dụng nhằm đạt

được các mục tiêu kinh tế vĩ mô. CSTT cùng với các chính sách kinh tế vĩ mô khác tác động đến các khu vực khác nhau của nền kinh tế để duy trì sự ổn định tiền tệ, là cơ sở cho việc hạch toán kinh tế quốc dân, đánh giá đúng thực chất kết quả và hiệu quả hoạt động của nền kinh tế. CSTT không thể hoạt động riêng biệt, rời rạc đơn lẻ mà phải hoạt động trong mối quan hệ mật thiết với các chính sách kinh tế vĩ mô khác.



## KẾT LUẬN

Luận án với đề tài: "*Cầu về tiền và Hệ quả đối với CSTT ở Việt Nam*" đã tập trung nghiên cứu 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 chính sách tiền tệ 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 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 chính sách tiền tệ, 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 mà hai mô hình này 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 thực tiễn hành vi nắm giữ tiền. 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 "*Cầu 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 cầu 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 sẽ cần phải có nhiều nghiên cứu sâu hơn mà hiện tại luận án chưa thực hiện được, chẳng hạn như việc ước lượng hàm cầu tiền của từng thành tố trong tổng khối lượng tiền, ước lượng hàm cầu tiền với biên chi phí cơ hội là lãi suất trên thị trường chợ đen,...

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

### **A. Bài đăng tạp chí 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 véc tơ", *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. Bài đăng tạp chí 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.

## DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

### A. TÀI LIỆU BẰNG TIẾNG VIỆT

1. CIEM (2002), *Khả năng chịu đựng thâm hụt cán cân thanh toán vãng lai của Việt Nam*, NXB Lao động- Xã hội.
2. CIEM (2005, 2006), *Kinh tế Việt Nam*, Viện Nghiên cứu và Quản lý Kinh tế Trung Ương.
3. Đảng cộng sản Việt Nam (2001), *Văn kiện Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ IX*, NXB Chính trị quốc gia, Hà nội.
4. David Begg (1995), *Kinh tế học*, Nxb Giáo dục, Hà nội.
5. Đề tài trọng điểm cấp ngành (2005), *Hoàn thiện CSTT và giải pháp điều hành phối hợp với các CS kinh tế vĩ mô khác nhằm đảm bảo ổn định và phát triển kinh tế giai đoạn 2000-2020*, NHNN.
6. Đề tài nghiên cứu khoa học (2006), *Quản lý cán cân thanh toán Việt Nam trong tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế*, NHNN.
7. Đề tài trọng điểm cấp ngành, *Nâng cao năng lực cạnh tranh của hệ thống NHTM VN trong điều kiện hội nhập kinh tế khu vực và quốc tế*, NHNN.
8. Fredric S. Mishkin (1997), *Tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính*, NXB Khoa học Kỹ thuật.
9. Hội đồng Chính Phủ (1981), *Quyết định số 224/CP ngày 29-5-1981 về Tăng cường công tác tín dụng, tiền tệ, thanh toán của Ngân hàng Nhà nước*.
10. <http://vietnamnet.vn/kinhte/taichinhnganhang/2005/02/377780/>
11. Lê Hùng (2006), *Vai trò của kiều hối và vàng trong điều hành chính sách tiền tệ ở Việt Nam*, ĐH Ngân Hàng TP HCM.

12. Lê Văn Tê (2003), *Tiền tệ và ngân hàng*, NXB Thống kê.
13. N. Gregory Mankiw (1999), *Kinh tế vĩ mô*, NXB Thống kê.
14. Nguyễn Đại Lai (2006), *Một vài bình luận về quan điểm phi đôla hóa và quản lý ngoại hối có hiệu quả trong nền kinh tế thị trường, hội nhập ở Việt Nam*, Vụ Chiến lược PTNH, NHNN VN.
15. Nguyễn Đình Tụ (2004), *Nâng cao hiệu quả trong việc phát triển và quản lý thị trường tài chính ở Việt Nam*.
16. Nguyễn Minh Kiều, *Cải tổ hệ thống ngân hàng ở Việt Nam*, Chương trình Fullbright, TP Hồ Chí Minh.
17. Nguyễn Quang Dong (2002), *Kinh tế lượng* (chương trình nâng cao), Khoa toán Kinh tế, Đại học Kinh tế Quốc dân.
18. Ngân hàng Nhà nước (1990 đến 2006), *Báo cáo thường niên*, Hà Nội.
19. Ngân hàng Nhà nước (12/2004), *Những vấn đề cơ bản về Tài chính- Tiền tệ của Việt Nam giai đoạn 2000-2010* (Tài liệu hội thảo khoa học).
20. Ngân hàng Nhà nước (1981), *30 năm Tiền tệ-tín dụng – Ngân hàng 1951-1981*
21. Ngân hàng Nhà nước (2006), *Tăng cường hiệu quả phối hợp giữa Chính sách tiền tệ và Chính sách tài khóa ở Việt Nam*, NXB Văn hóa Thông tin.
22. Ngân hàng Nhà nước (2006), *Vai trò của hệ thống ngân hàng trong 20 năm đổi mới ở Việt Nam*, NXB Văn hóa Thông tin.
23. Quốc hội nước công hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam (1998), *Luật NHNN Việt Nam và luật các tổ chức tín dụng*, NXB Chính trị quốc gia.

24. Thủ tướng Chính phủ (2006), Quyết định số 112/2006/QĐ- TTg, *Quyết định về việc phê duyệt đề án Phát triển Ngân hàng Việt Nam đến năm 2010 và định hướng đến năm 2020*, ngày 24/5/2006, Hà nội.
25. Tô Ánh Dương (2006), *Xu hướng tiền gửi ngoại tệ và vấn đề đôla hóa ở Việt Nam*, Vụ chiến lược phát triển NH, NHNN VN.
26. Văn phòng quốc hội (1990), *Pháp lệnh NHNN Việt Nam*.
27. Võ Trí Thành (2004), *Thị trường tài chính Việt Nam: Thực trạng và tác động của việc Việt Nam gia nhập WTO*, Viện Nghiên cứu & Quản lý Kinh tế Trung Ương, NXB Tài chính.

## **B. TÀI LIỆU BẰNG TIẾNG ANH**

1. Arize, Augustine C. (1994), "A Re-Examination of the Demand for Money in Small Developing Economies", *Applied Economics*, Vol. 26 (March), pp. 217-28.
2. Asilis, Carlos M., Patrick Honohan, and Paul D. McNelis (1993), "Money Demand During Hyperinflation and Stabilization: Bolivia, 1980–1988", *Economic Inquiry*, Vol. 31 (April), pp. 262–73.
3. Baba, Yoshihisa, David F. Hendry, and Ros M. Starr (1992), "The demand for M1 in the U.S.A., 1960-1988", *Review of Economic Studies*, Vol. 59 (January), pp. 25-61.
4. Bahmani-Oskooee, Mohsen (1996), "The Black Market Exchange Rate and Demand for Money in Iran", *Journal of Macroeconomics*, Vol. 18 (Winter), pp. 171–76.
5. Baumol, W.J. (1952), "The transaction demand for cash: an inventory theoretic approach", *The quarterly Journal of Economics*, November.
6. Branson William H. (1989), *Macroeconomics*, 3rd Edition.

7. Cannan, E. (1921), "The application of the theoretical apparatus of supply and demand to units of currency", *Economic journal*, December.
8. Carr, Jack and Michael R. Darby (1981), "The role of money supply shocks in the short-run Demand for money", *Journal of monetary economics*, Vol. 8, No. 2, September, pp. 183-99.
9. Choi and Saikkonen (2004), *Testing for non linear cointegration*, E-mail: inchoi@ust.hk, pentti.saikkonen@helsinki.fi.
10. Choi and Saikkonen, *Testing linearity in cointegrating Smooth Transition regressions*, E-mail: inchoi@ust.hk.
11. Choudhry, Taufiq (1995), "Long-Run Money Demand Function in Argentina During 1935–1962: Evidence from Cointegration and Error Correction Models", *Applied Economics*, Vol. 27 (August), pp. 661-67.
12. Chow, Gregory C. (1966), "On the long-run and Short-run demand for money, *Journal of political economy*", Vol. 74, No. 2, pp. 111-31.
13. Chowdhury, Abdur R. (1995), "The Demand for Money in a Small Open Economy: The Case of Switzerland", *Open Economies Review*, Vol. 6 (April), pp. 131-44.
14. Cuthbertson, Keith, and Mark P. Taylor (1987), *Buffer-Stock Money: An Appraisal, in The Operation and Regulation of Financial Markets*, ed. by Charles A.E. Goodhart, David A. Currie, and David T. Llewellyn (London: The Macmillan Press Ltd.).
15. Dang Chi Trung (2004), *The demand for money in Vietnam*, Thesis of master degree, MDE Hanoi
16. Darran Austin, Bert Ward, Paul Dalziel (2006), "The demand for money in China 1987- 2004: A non-linear approach", *China Economic Review* 18 (2007), pp 190-204.

17. Dekle, Robert, and Mahmood Pradhan (1997), *Financial Liberalization and Money Demand in ASEAN Countries: Implications for Monetary Policy*, IMF Working Paper 97/36 (Washington: International Monetary Fund).
18. Deutsche Bundesbank (1995), *Demand for Money and Currency Substitution in Europe*, Monthly Report, Vol. 47 (January), pp. 33–49.
19. Dornbush R. and Fisher S. (1994), *Macroeconomics*, 6th Edition, Mc Graw.
20. Drake, Leigh, and K. Alec Chrystal (1994), "Company-Sector Money Demand: New Evidence on the Existence of a Stable Long-Run Relationship for the United Kingdom", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 26 (August, Part 1), pp. 479-94.
21. Ericsson, Neil R. (1998), "Empirical Modeling of Money Demand", *Empirical Economics*, Vol. 23, No. 3, pp. 295–315.
22. Ericsson, Neil R., and Sunil Sharma (1998), "Broad Money Demand and Financial Liberalization in Greece", *Empirical Economics*, Vol. 23, No. 3, pp. 417–36.
23. Fischer, Stanley (1975), "The demand for index bonds", *Journal of Political Economy*, Vol. 83, No. 3, pp. 509-34.
24. Fisher, I. (1911), *The purchasing power of money*, New York, Macmillan.
25. Fisher, I. (1930), *The theory of interest*, New York, Macmillan.
26. Friedman, M. (1956), *The quantity theory of money: a restatement, in studies in the quantity theory of money*, edited by M. Friedman, Chicago, University of Chicago Press.
27. Goldfeld, Stephen M., and Daniel E. Sichel (1990), *The Demand for Money*, in *Handbook of Monetary Economics*, Volume I, ed. by



- Benjamin M. Friedman and Frank H. Hahn (New York: North-Holland), pp. 300–56.
28. Granger, C.W.J. (1983), *Cointegrated variables and Error correction models*, Discussion paper N<sub>0</sub>. 83-13, Department of Economics (San Diego: University of California at San Diego)
  29. Granger, C.W.J. (1986), *Developments in the study of cointegrated economic variables*, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 48, N<sub>0</sub>. 3 (August), pp. 213-28.
  30. Ha Quynh Hoa (2000), *Demand for money in Vietnam*, Thesis of master degree, MDE Hanoi.
  31. Hafer R.W and Jansen Denins W. (1991), "The demand for money in the United State: evidence from cointegration test", *Journal of money credit, and banking*, Vol.23, N<sub>0</sub> 2 (May).
  32. Hafer, R.W., and A.M. Kutan (1994), "Economic Reforms and Long-Run Money Demand in China: Implications for Monetary Policy", *Southern Economic Journal*, Vol. 60 (April), pp. 936–45.
  33. Hansen, Henrik, and Søren Johansen (1993), *Recursive Estimation in Cointegrated VARModels*, Institute of Economics Discussion Papers No. 92 (Copenhagen: University of Copenhagen).
  34. Hasza, D., and W. Fuller (1982), *Testing for Nonstationary Parameter Specifications in Seasonal Time Series Model*, The Annals of Statistics, Vol. 19, pp. 1209–16.
  35. Haug, Alfred A., and Robert F. Lucas (1996), "Long- term Money Demand in Canada: In Search of Stability", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 78 (May), pp. 345-48.

36. Hicks, J.R. (1935), "A suggestion for simplifying the theory of money", *Economicca*, Vol. 2, February 1935.
37. Hossain and Chowdhury (1996), *Monetary and financial policies in developing countries*, Routledge, London.
38. Hossain, Akhtar (1994), *The Search for a Stable Money Demand Function for Pakistan: An Application of the Method of Cointegration*, Pakistan Development Review, Vol. 33 (Winter), pp. 969-81.
39. Huang, Lin, and Cheng (2001), "Evidence on nonlinear error correction in money demand: the case of Taiwan", *Applied Economics*, Vol. 33, pp. 1727-36.
40. IMF (1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005), *Vietnam: selected issues and Statistical Annex*.
41. IMF (1999), *Survey of literature on demand for money: theoretical and empirical work with special reference to error-correction models*, IMF working paper.
42. IMF (2006), *Vietnam selected issues and statistical appendix 2005*
43. Johansen, S. (1988), "Statistical analysis of cointegration vectors", *Journal of Economic Dynamic and Control*, 12, pp. 231-254
44. Johansen, S. and Katarina Juselius (1990), *Maximum likelihood estimation and inference on cointegration- with applications to the Demand for money*, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 52, No. 2, May, pp. 169-210.
45. Judd, John P., and John L. Scadding (1982), "The Search for a Stable Money Demand Function: A Survey of the Post-1973 Literature", *Journal of Economic Literature*, Vol. 20 (September), pp. 993-1023.

46. Jusoh, Mansor (1987), "Inflationary Expectations and the Demand for Money in Moderate Inflation: Malaysian Evidence", *Journal Ekonomi Malaysia*, Vol. 15 (June), pp. 3-14.
47. Karel Jansen (1995), *Money and Banking*, Unpublished
48. Keynes, J.M. (1936), *The general theory of employment, interest, and money*, London, Macmillan
49. Khamis, May Y., and Alfredo M. Leone (1999), *Can Currency Demand Be Stable Under a Financial Crisis? The Case of Mexico*, IMF Working Paper 99/53 (Washington: International Monetary Fund).
50. Kwiatkowski, Denis, Peter C.B. Phillips, Peter Schmidt, and Yongcheol Shin (1992), "Testing the Null Hypothesis of Stationarity Against the Alternative of a Unit Root: How Sure Are We That Economic Time Series Have a Unit Root?", *Journal of Econometrics*,
51. Laidler D. Ew (1993), *Some econometric Issues*, Chapter 9 in "the demand for money" 4th Edition, Harper Collins College Publishers, pp.121
52. Lavington, F. (1921), *The English capital market*, London, Methuen.
53. Lee, Chen and Chang (2006), *Testing linearity in cointegrating STR model for the money demand function: international evidence from G-7 countries*, [www.ScienceDirect.com](http://www.ScienceDirect.com).
54. Lim, G.C. (1993), "The demand for the Components of Broad Money: error-correction and Generalised Asset Adjustment Systems", *Applied Economics*, Vol. 25 (August), pp. 995-1004.
55. Maddala G.S., *Introduction to econometrics*, Second edition, Maxwell Macmillan International Editions.

56. Marshall, Alfred (1923), *Money, credit, and commerce*, London: Macmillan.
57. McNown, Robert, and Myles S. Wallace (1992), "Cointegration Tests of a Long-Run Relation Between Money Demand and the Effective Exchange Rate", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 11 (February), pp. 107-14.
58. Mehra, Yash P. (1993), "The Stability of the M2 Demand function: Evidence from an Error- Correction Model", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 11 (February), pp. 107-14
59. Mehra, Yash P. (1993), "The Stability of the M2 Demand Function: Evidence from an Error- Correction Model", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 25, Part 1 (August), pp. 455-60.
60. Mill, John S. (1848), *Principles of Political Economy*, London: John W. Parker.
61. Miller, Stephen M. (1991), "Monetary Dynamics: An Application of Cointegration and Error- Correction Modeling", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 23 (May), pp. 139-54.
62. Miller, Stephen M. (1991), "Money Dynamics: An application of Cointegration and Error- Correction Modeling", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 23 (May), pp. 139-54.
63. Mohsin S.Khan (2002), *Inflation, Financial Deepening and economic growth*, IMF.
64. Moosa, Imad A. (1992), "The Demand for Money in India: A Cointegration Approach", *Indian Economic Journal*, Vol. 40 (July–September), pp. 101-5.

65. Muscatelli, Vito A., and Luca Papi (1990), *Cointegration, Financial Innovation, and Modelling the Demand for Money in Italy*, Manchester School of Economic and Social Studies, Vol. 58, pp. 242-59.
66. Orden, David, and Lance A. Fisher (1993), "Financial Deregulation and the Dynamics of Money, Prices, and Output in New Zealand and Australia", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 25 (May), pp. 273-92.
67. Osborn, Denise R. (1990), "A Survey of Seasonality in UK Macroeconomic Variables", *International Journal of Forecasting*, Vol. 6 (October), pp. 327-36.
68. Pham Quoc Thang (1996), *Money demand: The case of Vietnam*, Thesis of master degree, MDE Hanoi
69. Phillips, Peter C.B., and Pierre Perron (1988), *Testing for a Unit Root in Time Series Regression*, *Biometrika*, Vol. 75 (June), pp. 335-46.
70. Pigou, A.C. (1917), "The value of money", *The quarterly Journal of Economics*, Vol. 37, November, pp. 38-65
71. Price, Simon, and Insukindro (1994), "The Demand for Indonesian Narrow Money: Long-Run Equilibrium, Error Correction and Forward-Looking Behaviour", *Journal of International Trade and Economic Development*, Vol. 3 (July), pp. 147-63.
72. Ramu Ramanathan (2002), *Introductory Econometrics with Application*
73. Samuelson, P. A. (1958), "An exact consumption loan model of interest with or without the social contrivance of money", *Journal of Political Economy*, Vol. 66, December.
74. Samuelson, P. A. (1980), *Economics*, New York: McGraw Hill, 11th edition

75. Sargent, T.J. (1987), *Dynamic macroeconomic theory*, Harvard University Press.
76. Sriram (1993), *The Demand for Money: Theories, Evidence, and Problems*, 4th ed, HarperCollins College Publishers, New York.
77. Sriram (2000), *The demand for money in Malaysia*, Southern Economist Publication.
78. Sriram and Steven S. Shwiff (1993), "Cointegration, Real Exchange Rate and Modelling the Demand for Broad Money in Japan", *Applied Economics*, Vol. 25 (June), pp. 717–26.
79. Sriram, Subramanian S. (1999), *Demand for M2 in an Emerging-Market Economy: An Error- Correction Model for Malaysia*, IMF Working Paper 99/173 (Washington: International Monetary Fund).
80. Sriram, Subramanian S. (1999), *Survey of Literature on Demand for Money: Theoretical and Empirical Work with Special Reference to Error-Correction Models*, IMF Working Paper 99/64 (Washington: International Monetary Fund).
81. Sriram, Subramanian S. (2000), *The Demand for Money in Malaysia: A Study of M2*, Bangalore, India: Southern Economist.
82. Suiwah Leung and Vo Tri Thanh (1996), *Vietnam in the 1980s: Prices reforms and Stabilization*, Offprint of "Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review", No. 197- June 1996.
83. Tan, Eu Chye (1997), "Money Demand Amid Financial Sector Developments in Malaysia", *Applied Economics*, Vol. 29 (September), pp. 1201–15.

84. Taufiq Choudhry (1995), "High inflation rates and the long-run money demand function: Evidence from cointegration Tests", *Journal of Macroeconomics*, Winter 1995, vol 17, No 1, pp 77-91
85. Terasvirta, T. (1994), "Specification, estimation, and evaluation of smooth transition autoregressive models", *Journal of the American Statistical Association*, pp. 208-18
86. Tobin, J. (1956), *The interest- elasticity of transaction demand for money*, *The review of Economics and Statistics*, Vol. 38 (August).
87. Tobin, J. (1958), *Liquidity preference as behavior toward risk*, *Review of Economic studies*, February.
88. Tran Tho Dat (1994), *The demand for money in Canada*, Research Essay, National Center for Development Studies, The Australian National University.
89. Tseng, Wanda, and Robert Corker (1991), *Financial Liberalization, Money Demand, and Monetary Policy in Asian Countries*, IMF Occasional Paper No. 84 (Washington: International Monetary Fund).
90. Tseng, Wanda, Hoe Ee Khor, Kalpana Kochhar, Dubravko Mihaljek, and David Burton (1994), *Economic Reforms in China: A New Phase*, IMF Occasional Paper No. 114 (Washington: International Monetary Fund).
91. Wallace, N. (1988), "A suggestion for oversimplifying the theory of money", *Economic Journal* (supplement), Vol. 98, March, pp. 25-36
92. Wicksell, K. (1906), *Lectures on political economy*, translation by E. Classen (London: Reutledge & Kegan Paul, Vol. II, New York: A.M. Kelley, 1967).

93. Youngsoo Bae, Vikas Kakkar and Masao Ogaki (2006), "Money demand in Japan and nonlinear cointegration", *Journal of money, credit, and banking*, Vol. 38, No. 6, September.
94. Zarembka, P. (1968), "Functional form in Demand for money", *Journal of American Statistical Association*, Vol. 63, pp. 502-11.



## PHỤ LỤC

### Phụ lục 1. Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị của các biến trong hàm cầu tiền M1

ADF Test Statistic	-0.118433	1% Critical Value*	-3.4746
		5% Critical Value	-2.8806
		10% Critical Value	-2.5768

\*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LIP)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 1994:06 2006:12

Included observations: 151 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LIP(-1)	-0.002359	0.019921	-0.118433	0.9059
D(LIP(-1))	-0.960726	0.083042	-11.56918	0.0000
D(LIP(-2))	-0.688047	0.111302	-6.181822	0.0000
D(LIP(-3))	-0.379162	0.110860	-3.420197	0.0008
D(LIP(-4))	-0.253543	0.082789	-3.062514	0.0026
C	0.039523	0.019473	2.029696	0.0442

R-squared	0.516141	Mean dependent var	0.012503
Adjusted R-squared	0.499456	S.D. dependent var	0.174226
S.E. of regression	0.123264	Akaike info criterion	-1.310058
Sum squared resid	2.203120	Schwarz criterion	-1.190166
Log likelihood	104.9094	F-statistic	30.93484
Durbin-Watson stat	2.078518	Prob(F-statistic)	0.000000

ADF Test Statistic	-24.79867	1% Critical Value*	-3.4738
		5% Critical Value	-2.8802
		10% Critical Value	-2.5766

\*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LIP,2)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 1994:03 2006:12

Included observations: 154 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LIP(-1))	-1.602611	0.064625	-24.79867	0.0000
C	0.020119	0.011178	1.799933	0.0739

R-squared	0.801819	Mean dependent var	0.001429
Adjusted R-squared	0.800515	S.D. dependent var	0.309856
S.E. of regression	0.138394	Akaike info criterion	-1.104529
Sum squared resid	2.911222	Schwarz criterion	-1.065088
Log likelihood	87.04871	F-statistic	614.9740
Durbin-Watson stat	2.455435	Prob(F-statistic)	0.000000

ADF Test Statistic	-0.199522	1% Critical Value*	-3.4746
		5% Critical Value	-2.8806
		10% Critical Value	-2.5768

\*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LNM1R)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 1994:06 2006:12

Included observations: 151 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNM1R(-1)	-0.000925	0.004634	-0.199522	0.8421
D(LNM1R(-1))	0.049062	0.083209	0.589630	0.5564
D(LNM1R(-2))	-0.072055	0.083097	-0.867121	0.3873
D(LNM1R(-3))	0.068159	0.082997	0.821216	0.4129
D(LNM1R(-4))	0.022617	0.083318	0.271452	0.7864
C	0.021423	0.049897	0.429339	0.6683
R-squared	0.012235	Mean dependent var		0.012298
Adjusted R-squared	-0.021825	S.D. dependent var		0.036936
S.E. of regression	0.037337	Akaike info criterion		-3.698758
Sum squared resid	0.202134	Schwarz criterion		-3.578866
Log likelihood	285.2562	F-statistic		0.359221
Durbin-Watson stat	1.994817	Prob(F-statistic)		0.875618
ADF Test Statistic	-11.83560	1% Critical Value*		-3.4738
		5% Critical Value		-2.8802
		10% Critical Value		-2.5766

\*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LNM1R,2)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 1994:03 2006:12

Included observations: 154 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNM1R(-1))	-0.960235	0.081131	-11.83560	0.0000
C	0.011815	0.003116	3.791812	0.0002
R-squared	0.479597	Mean dependent var		0.000286
Adjusted R-squared	0.476173	S.D. dependent var		0.050747
S.E. of regression	0.036729	Akaike info criterion		-3.757614
Sum squared resid	0.205048	Schwarz criterion		-3.718173
Log likelihood	291.3363	F-statistic		140.0814
Durbin-Watson stat	1.984611	Prob(F-statistic)		0.000000

ADF Test Statistic	-2.960859	1% Critical Value*	-3.4749
		5% Critical Value	-2.8807
		10% Critical Value	-2.5769

\*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

#### Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(ANINFE)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 1994:07 2006:12

Included observations: 150 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ANINFE(-1)	-0.036072	0.012183	-2.960859	0.0036
D(ANINFE(-1))	0.441318	0.078722	5.606025	0.0000
D(ANINFE(-2))	-0.004675	0.086312	-0.054166	0.9569
D(ANINFE(-3))	0.108011	0.086077	1.254814	0.2116
D(ANINFE(-4))	0.212921	0.078808	2.701768	0.0077
C	0.002085	0.000910	2.290838	0.0234
R-squared	0.351921	Mean dependent var		4.67E-06
Adjusted R-squared	0.329418	S.D. dependent var		0.008683
S.E. of regression	0.007110	Akaike info criterion		-7.015414
Sum squared resid	0.007280	Schwarz criterion		-6.894989
Log likelihood	532.1561	F-statistic		15.63904
Durbin-Watson stat	1.910429	Prob(F-statistic)		0.000000

ADF Test Statistic	-7.265192	1% Critical Value*	-3.4741
		5% Critical Value	-2.8804
		10% Critical Value	-2.5767

\*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

#### Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(ANINFE,2)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 1994:04 2006:12

Included observations: 153 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ANINFE(-1))	-0.503033	0.069239	-7.265192	0.0000
C	-6.18E-05	0.000605	-0.102097	0.9188
R-squared	0.259016	Mean dependent var		-0.000108
Adjusted R-squared	0.254109	S.D. dependent var		0.008670
S.E. of regression	0.007488	Akaike info criterion		-6.938031
Sum squared resid	0.008467	Schwarz criterion		-6.898417
Log likelihood	532.7593	F-statistic		52.78301
Durbin-Watson stat	2.035079	Prob(F-statistic)		0.000000

ADF Test Statistic	-6.793795	1% Critical Value*	-3.4749
		5% Critical Value	-2.8807
		10% Critical Value	-2.5769

\*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(GER)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 1994:07 2006:12

Included observations: 150 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GER(-1)	-1.096278	0.161365	-6.793795	0.0000
D(GER(-1))	0.368495	0.141029	2.612902	0.0099
D(GER(-2))	0.163110	0.125976	1.294773	0.1975
D(GER(-3))	0.249363	0.100065	2.492009	0.0138
D(GER(-4))	0.150265	0.082233	1.827302	0.0697
C	0.033594	0.010179	3.300203	0.0012
R-squared	0.433415	Mean dependent var		8.00E-05
Adjusted R-squared	0.413742	S.D. dependent var		0.142496
S.E. of regression	0.109105	Akaike info criterion		-1.553826
Sum squared resid	1.714176	Schwarz criterion		-1.433400
Log likelihood	122.5369	F-statistic		22.03087
Durbin-Watson stat	1.979020	Prob(F-statistic)		0.000000

ADF Test Statistic	-16.38776	1% Critical Value*	-3.4741
		5% Critical Value	-2.8804
		10% Critical Value	-2.5767

\*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(GER,2)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 1994:04 2006:12

Included observations: 153 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(GER(-1))	-1.278408	0.078010	-16.38776	0.0000
C	6.62E-05	0.010995	0.006022	0.9952
R-squared	0.640098	Mean dependent var		0.000542
Adjusted R-squared	0.637715	S.D. dependent var		0.225947
S.E. of regression	0.135998	Akaike info criterion		-1.139370
Sum squared resid	2.792806	Schwarz criterion		-1.099757
Log likelihood	89.16182	F-statistic		268.5587
Durbin-Watson stat	2.226370	Prob(F-statistic)		0.000000

## Phụ lục 2. Kết quả kiểm định đồng tích hợp (M1)

Sample(adjusted): 1994:09 2006:12  
 Included observations: 148 after adjusting endpoints  
 Trend assumption: Linear deterministic trend  
 Series: LNM1R LIP ANINFE GER  
 Lags interval (in first differences): 1 to 6

### Unrestricted Cointegration Rank Test

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value
None **	0.202514	56.21741	47.21	54.46
At most 1	0.105504	22.72642	29.68	35.65
At most 2	0.041071	6.225099	15.41	20.04
At most 3	0.000124	0.018304	3.76	6.65

\*(\*\*) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level  
 Trace test indicates 1 cointegrating equation(s) at both 5% and 1% levels

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value
None **	0.202514	33.49100	27.07	32.24
At most 1	0.105504	16.50132	20.97	25.52
At most 2	0.041071	6.206795	14.07	18.63
At most 3	0.000124	0.018304	3.76	6.65

\*(\*\*) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level  
 Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating equation(s) at both 5% and 1% levels

### Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b\*S11\*b=I):

LNM1R	LIP	ANINFE	GER
8.154082	-9.093210	30.79347	31.09066
-1.647887	2.123860	19.40473	-8.128656
-8.659193	11.34475	-6.231606	5.906869
0.776531	1.028176	2.803847	-1.931863

### Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(LNM1R)	-0.008766	-0.002331	0.001128	0.000254
D(LIP)	0.009892	0.008085	-0.014678	0.000904
D(ANINFE)	0.000591	-0.001996	-0.000477	-1.06E-05
D(GER)	-0.028527	0.005923	-0.011870	-0.000380

1 Cointegrating Equation(s):                      Log likelihood                      1103.964

Normalized cointegrating coefficients (std.err. in parentheses)

LNM1R	LIP	ANINFE	GER
1.000000	-1.115173	3.776448	3.812895
	(0.05043)	(0.64170)	(0.60512)

Adjustment coefficients (std.err. in parentheses)

D(LNM1R)	-0.071477
	(0.02222)
D(LIP)	0.080662
	(0.08371)
D(ANINFE)	0.004822
	(0.00498)

D(GER) -0.232612  
(0.06659)

---



---

2 Cointegrating Equation(s):		Log likelihood	1112.215
Normalized cointegrating coefficients (std.err. in parentheses)			
LNM1R	LIP	ANINFE	GER
1.000000	0.000000	103.6418	-3.378296
		(27.8492)	(26.3765)
0.000000	1.000000	89.55149	-6.448500
		(24.8953)	(23.5788)
Adjustment coefficients (std.err. in parentheses)			
D(LNM1R)	-0.067635	0.074758	
	(0.02260)	(0.02537)	
D(LIP)	0.067340	-0.072782	
	(0.08518)	(0.09562)	
D(ANINFE)	0.008111	-0.009616	
	(0.00486)	(0.00545)	
D(GER)	-0.242373	0.271983	
	(0.06779)	(0.07609)	

---



---



---



---

3 Cointegrating Equation(s):		Log likelihood	1115.318
Normalized cointegrating coefficients (std.err. in parentheses)			
LNM1R	LIP	ANINFE	GER
1.000000	0.000000	0.000000	38.01490
			(11.2767)
0.000000	1.000000	0.000000	29.31720
			(9.21373)
0.000000	0.000000	1.000000	-0.399387
			(0.30922)
Adjustment coefficients (std.err. in parentheses)			
D(LNM1R)	-0.077401	0.087552	-0.322189
	(0.03260)	(0.03990)	(0.10026)
D(LIP)	0.194437	-0.239297	0.552961
	(0.12191)	(0.14918)	(0.37492)
D(ANINFE)	0.012244	-0.015031	-0.017549
	(0.00699)	(0.00856)	(0.02151)
D(GER)	-0.139591	0.137323	-0.689540
	(0.09699)	(0.11869)	(0.29828)

---



---

### Phụ lục 3. Kết quả ước lượng mô hình VECM (M1)

Vector Error Correction Estimates  
 Sample(adjusted): 1994:09 2006:12  
 Included observations: 148 after adjusting endpoints  
 Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

Cointegrating Eq:	CointEq1			
LNM1R(-1)	1.000000			
LIP(-1)	-1.115173 (0.05043) [-22.1131]			
ANINFE(-1)	3.776448 (0.64170) [ 5.88511]			
GER(-1)	3.812895 (0.60512) [ 6.30109]			
C	-10.17193			
Error Correction:	D(LNM1R)	D(LIP)	D(ANINFE)	D(GER)
CointEq1	-0.071477 (0.02222) [-3.21644]	0.080662 (0.08371) [ 0.96363]	0.004822 (0.00498) [ 0.96727]	-0.232612 (0.06659) [-3.49327]
D(LNM1R(-1))	-0.057063 (0.08879) [-0.64266]	0.321431 (0.33446) [ 0.96104]	-0.003386 (0.01992) [-0.17000]	0.432823 (0.26606) [ 1.62676]
D(LNM1R(-2))	-0.025533 (0.08728) [-0.29256]	-0.006667 (0.32875) [-0.02028]	-0.000546 (0.01958) [-0.02789]	0.470150 (0.26152) [ 1.79777]
D(LNM1R(-3))	0.180109 (0.08489) [ 2.12179]	0.526398 (0.31974) [ 1.64631]	-0.019819 (0.01904) [-1.04082]	-0.057728 (0.25436) [-0.22696]
D(LNM1R(-4))	0.074824 (0.08401) [ 0.89064]	0.206393 (0.31645) [ 0.65221]	0.016911 (0.01885) [ 0.89738]	-0.423898 (0.25174) [-1.68388]
D(LNM1R(-5))	-0.035192 (0.08182) [-0.43013]	0.135512 (0.30819) [ 0.43970]	0.012293 (0.01835) [ 0.66982]	0.057981 (0.24517) [ 0.23650]
D(LNM1R(-6))	-0.124681 (0.07658) [-1.62810]	0.221489 (0.28846) [ 0.76783]	0.003457 (0.01718) [ 0.20124]	-0.060729 (0.22947) [-0.26465]
D(LIP(-1))	-0.074587 (0.03206) [-2.32678]	-0.989109 (0.12075) [-8.19152]	2.29E-05 (0.00719) [ 0.00319]	-0.193837 (0.09606) [-2.01797]
D(LIP(-2))	-0.162764	-0.788466	-0.000493	-0.169530

	(0.03829) [-4.25043]	(0.14424) [-5.46621]	(0.00859) [-0.05745]	(0.11475) [-1.47743]
D(LIP(-3))	-0.231450 (0.04123) [-5.61368]	-0.582378 (0.15530) [-3.74995]	0.001430 (0.00925) [ 0.15466]	-0.029553 (0.12354) [-0.23921]
D(LIP(-4))	-0.168377 (0.04430) [-3.80080]	-0.554147 (0.16687) [-3.32084]	-0.003215 (0.00994) [-0.32350]	0.132979 (0.13275) [ 1.00176]
D(LIP(-5))	-0.105552 (0.04114) [-2.56539]	-0.324482 (0.15498) [-2.09365]	-0.009239 (0.00923) [-1.00100]	0.215467 (0.12329) [ 1.74764]
D(LIP(-6))	-0.010964 (0.02830) [-0.38745]	-0.066058 (0.10659) [-0.61975]	-0.013127 (0.00635) [-2.06807]	0.098542 (0.08479) [ 1.16218]
D(ANINFE(-1))	0.362277 (0.40245) [ 0.90017]	0.278574 (1.51595) [ 0.18376]	0.485533 (0.09028) [ 5.37825]	-2.078891 (1.20594) [-1.72387]
D(ANINFE(-2))	0.011476 (0.43970) [ 0.02610]	0.576008 (1.65626) [ 0.34778]	-0.027007 (0.09863) [-0.27381]	3.458911 (1.31756) [ 2.62524]
D(ANINFE(-3))	0.113032 (0.43734) [ 0.25845]	-1.929790 (1.64738) [-1.17143]	0.041222 (0.09810) [ 0.42019]	2.993996 (1.31049) [ 2.28464]
D(ANINFE(-4))	0.062307 (0.44563) [ 0.13982]	0.319885 (1.67860) [ 0.19057]	0.140336 (0.09996) [ 1.40388]	0.432383 (1.33533) [ 0.32380]
D(ANINFE(-5))	-0.144189 (0.44817) [-0.32173]	1.652708 (1.68817) [ 0.97899]	-0.041593 (0.10053) [-0.41372]	-0.101606 (1.34294) [-0.07566]
D(ANINFE(-6))	0.329393 (0.42037) [ 0.78358]	-0.213198 (1.58344) [-0.13464]	-0.043528 (0.09430) [-0.46161]	-0.009965 (1.25963) [-0.00791]
D(GER(-1))	0.235388 (0.07460) [ 3.15526]	-0.266739 (0.28101) [-0.94922]	-0.015062 (0.01673) [-0.90005]	0.060598 (0.22354) [ 0.27108]
D(GER(-2))	0.213179 (0.06333) [ 3.36636]	-0.249235 (0.23854) [-1.04485]	-0.018540 (0.01421) [-1.30514]	-0.064386 (0.18976) [-0.33931]
D(GER(-3))	0.155369 (0.05370) [ 2.89326]	-0.275814 (0.20228) [-1.36354]	-0.017226 (0.01205) [-1.43004]	-0.011299 (0.16091) [-0.07022]
D(GER(-4))	0.148066 (0.04614) [ 3.20938]	-0.129889 (0.17378) [-0.74743]	-0.009591 (0.01035) [-0.92678]	-0.149773 (0.13824) [-1.08340]



D(GER(-5))	0.068677 (0.03683) [ 1.86446]	-0.116266 (0.13875) [-0.83796]	-0.009397 (0.00826) [-1.13724]	-0.242905 (0.11038) [-2.20072]
D(GER(-6))	0.029458 (0.02798) [ 1.05294]	-0.088849 (0.10538) [-0.84311]	-0.010323 (0.00628) [-1.64485]	-0.298797 (0.08383) [-3.56425]
C	0.020645 (0.00396) [ 5.21498]	0.032457 (0.01491) [ 2.17663]	0.000120 (0.00089) [ 0.13472]	-0.006173 (0.01186) [-0.52039]
R-squared	0.343804	0.580995	0.389105	0.601939
Adj. R-squared	0.209338	0.495133	0.263922	0.520370
Sum sq. resids	0.134106	1.902787	0.006748	1.204128
S.E. equation	0.033155	0.124886	0.007437	0.099347
F-statistic	2.556806	6.766629	3.108281	7.379439
Log likelihood	308.4659	112.1852	529.6804	146.0449
Akaike AIC	-3.817107	-1.164664	-6.806491	-1.622228
Schwarz SC	-3.290570	-0.638127	-6.279954	-1.095691
Mean dependent	0.012392	0.012541	-0.000111	-9.46E-05
S.D. dependent	0.037286	0.175763	0.008669	0.143451
Determinant Residual Covariance		8.45E-12		
Log Likelihood		1103.964		
Log Likelihood (d.f. adjusted)		1046.780		
Akaike Information Criteria		-12.68621		
Schwarz Criteria		-10.49906		

## Phụ lục 4. Kết quả kiểm định ngoại sinh yếu (M1)

Vector Error Correction Estimates  
 Sample(adjusted): 1994:09 2006:12  
 Included observations: 148 after adjusting endpoints  
 Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

---

Cointegration Restrictions:

$$A(1,1)=0$$

Convergence achieved after 20 iterations.

Not all cointegrating vectors are identified

LR test for binding restrictions (rank = 1):

Chi-square(1) 10.55521

Probability 0.001159

---

$$A(2,1)=0$$

Convergence achieved after 9 iterations.

Not all cointegrating vectors are identified

LR test for binding restrictions (rank = 1):

Chi-square(1) 0.992679

Probability 0.319088

---

Cointegration Restrictions:

$$A(3,1)=0$$

Convergence achieved after 6 iterations.

Not all cointegrating vectors are identified

LR test for binding restrictions (rank = 1):

Chi-square(1) 0.638651

Probability 0.424200

---

Cointegration Restrictions:

$$A(4,1)=0$$

Convergence achieved after 21 iterations.

Not all cointegrating vectors are identified

LR test for binding restrictions (rank = 1):

Chi-square(1) 11.29103

Probability 0.000779

---

Cointegration Restrictions:

$$A(1,1)=0, A(2,1)=0, A(3,1)=0$$

Convergence achieved after 5 iterations.

Not all cointegrating vectors are identified

LR test for binding restrictions (rank = 1):

Chi-square(3) 14.55478

Probability 0.002240

---

Cointegration Restrictions:

$$A(4,1)=0, A(2,1)=0, A(3,1)=0$$

Convergence achieved after 5 iterations.

Not all cointegrating vectors are identified

LR test for binding restrictions (rank = 1):

Chi-square(3) 14.43134

Probability 0.002373

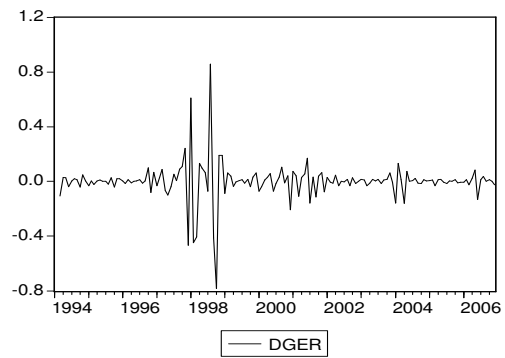
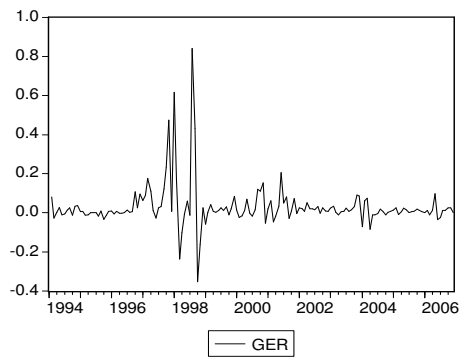
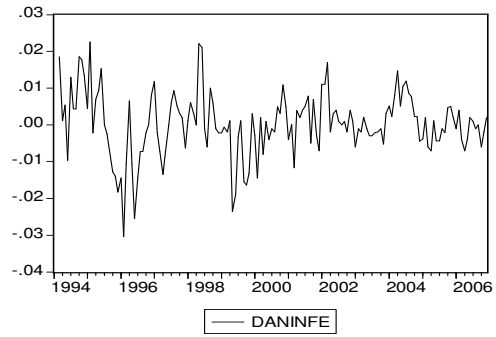
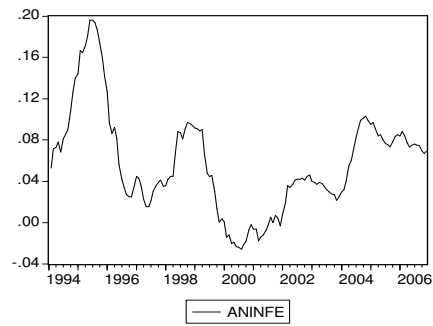
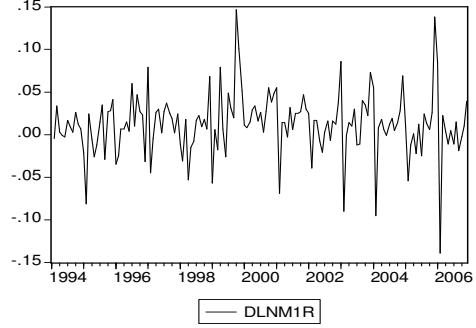
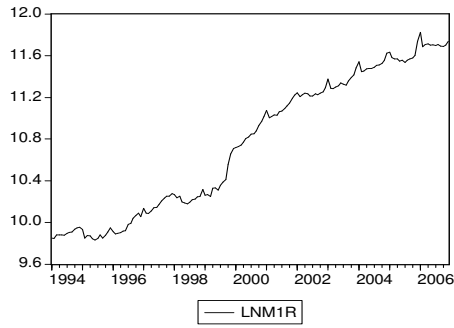
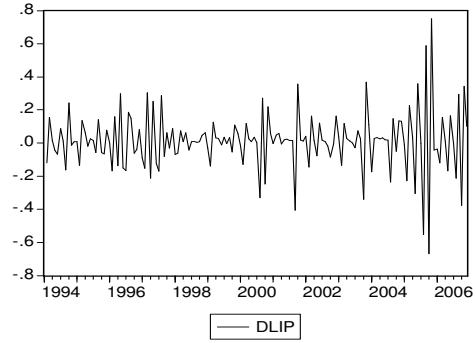
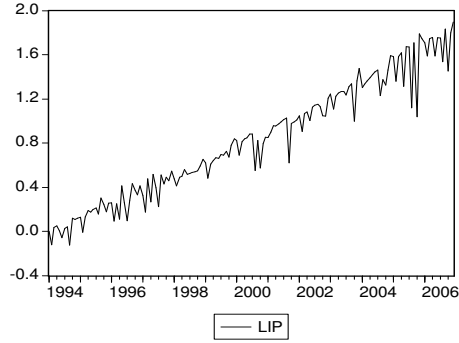
---

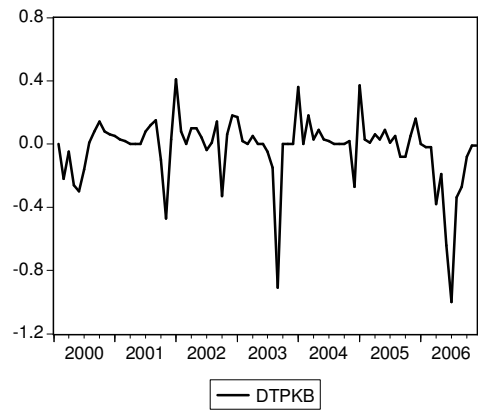
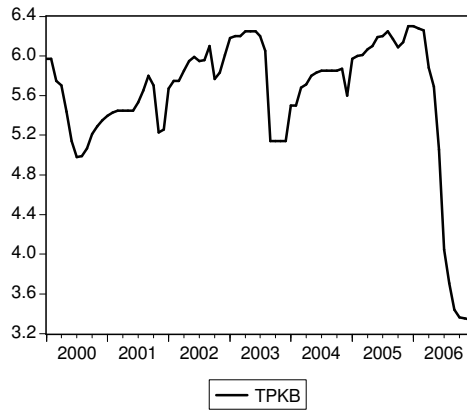
### Phụ lục 5. Kết quả ước lượng mô hình ECM (M1)

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.042441	0.010298	4.121385	0.0001
C(2)	-0.162898	0.089800	-1.814005	0.0710
C(3)	-0.059883	0.089174	-0.671529	0.5026
C(4)	0.113916	0.090250	1.262216	0.2082
C(5)	0.152522	0.090890	1.678084	0.0947
C(6)	0.021436	0.087802	0.244135	0.8073
C(7)	-0.022962	0.028425	-0.807811	0.4200
C(8)	-0.058700	0.035553	-1.651059	0.1001
C(9)	-0.123848	0.038519	-3.215252	0.0015
C(10)	-0.099405	0.035751	-2.780481	0.0059
C(11)	-0.059372	0.025019	-2.373099	0.0185
C(12)	0.254860	0.339943	0.749714	0.4542
C(13)	-0.103951	0.366248	-0.283828	0.7768
C(14)	-0.089448	0.373796	-0.239295	0.8111
C(15)	0.053197	0.385323	0.138057	0.8903
C(16)	-0.401145	0.360192	-1.113697	0.2666
C(17)	0.134602	0.057585	2.337423	0.0203
C(18)	0.116251	0.049123	2.366516	0.0188
C(19)	0.093613	0.041046	2.280665	0.0235
C(20)	0.072181	0.032534	2.218652	0.0275
C(21)	0.016279	0.025401	0.640873	0.5222
C(22)	-0.038263	0.018532	-2.064653	0.0401
C(23)	0.015650	0.007404	2.113648	0.0356
C(24)	-0.010281	0.006739	-1.525681	0.1285
C(25)	-0.016724	0.012621	-1.325088	0.1865
C(26)	-0.086467	0.012878	-6.714489	0.0000
C(27)	-0.042306	0.014868	-2.845470	0.0048
C(28)	-0.041042	0.014930	-2.748862	0.0065
C(29)	-0.048878	0.014387	-3.397468	0.0008
C(30)	-0.035201	0.014828	-2.373901	0.0184
C(31)	-0.031747	0.015318	-2.072449	0.0393
C(32)	-0.024176	0.013442	-1.798469	0.0734
C(33)	-0.031793	0.012362	-2.571865	0.0108
C(34)	-0.016135	0.012205	-1.322004	0.1875
C(35)	-0.019430	0.012416	-1.564922	0.1190
C(36)	0.049539	0.036635	1.352215	0.1776
C(37)	-0.068868	0.319470	-0.215568	0.8295
C(38)	-0.149069	0.317243	-0.469891	0.6389
C(39)	-0.536418	0.321072	-1.670708	0.0962
C(40)	-0.782174	0.323349	-2.418978	0.0163
C(41)	0.001327	0.312362	0.004249	0.9966
C(42)	-0.386542	0.101125	-3.822431	0.0002
C(43)	-0.323706	0.126481	-2.559319	0.0111
C(44)	-0.083095	0.137034	-0.606383	0.5449
C(45)	0.034001	0.127187	0.267329	0.7895
C(46)	0.084934	0.089006	0.954245	0.3410
C(47)	-1.588346	1.209372	-1.313364	0.1904
C(48)	4.222897	1.302953	3.241021	0.0014
C(49)	3.436145	1.329808	2.583941	0.0104
C(50)	0.698706	1.370816	0.509701	0.6108
C(51)	1.098600	1.281411	0.857336	0.3922
C(52)	0.827087	0.204865	4.037238	0.0001
C(53)	0.575038	0.174760	3.290450	0.0012
C(54)	0.503324	0.146026	3.446817	0.0007

C(55)	0.332284	0.115741	2.870936	0.0045
C(56)	0.106208	0.090366	1.175312	0.2411
C(57)	-0.454329	0.065930	-6.891085	0.0000
C(58)	-0.019409	0.026341	-0.736860	0.4620
C(59)	0.015420	0.023974	0.643196	0.5207
C(60)	0.083476	0.044900	1.859165	0.0643
C(61)	0.051194	0.045813	1.117454	0.2650
C(62)	-0.022756	0.052894	-0.430216	0.6674
C(63)	-0.051721	0.053116	-0.973730	0.3312
C(64)	-0.044976	0.051181	-0.878758	0.3805
C(65)	-0.092578	0.052753	-1.754931	0.0806
C(66)	-0.073907	0.054497	-1.356180	0.1764
C(67)	-0.016757	0.047822	-0.350405	0.7264
C(68)	-0.037794	0.043978	-0.859378	0.3910
C(69)	-0.059954	0.043419	-1.380813	0.1687
C(70)	0.046163	0.044172	1.045083	0.2971
Determinant residual covariance			4.48E-06	
Equation1:				
R-squared	0.561930	Mean dependent var	0.012369	
Adjusted R-squared	0.431278	S.D. dependent var	0.037161	
S.E. of regression	0.028025	Sum squared resid	0.089533	
Durbin-Watson stat	1.980233			
Equation2:				
R-squared	0.625455	Mean dependent var	4.70E-05	
Adjusted R-squared	0.513748	S.D. dependent var	0.142976	
S.E. of regression	0.099700	Sum squared resid	1.133160	
Durbin-Watson stat	1.976652			

**Phụ lục 6: Mô tả các dãy số thời gian sử dụng trong ước lượng cầu tiền M1 và M2 bằng hình vẽ**





## Phụ lục 7. Kiểm định nghiệm đơn vị của của các chuỗi số liệu trong hàm cầu tiền M2

ADF Test Statistic	-1.661018	1% Critical Value*	-3.5142
		5% Critical Value	-2.8981
		10% Critical Value	-2.5860

\*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(TPKB)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2000:06 2006:12

Included observations: 79 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TPKB(-1)	-0.097573	0.058743	-1.661018	0.1010
D(TPKB(-1))	0.428034	0.116546	3.672673	0.0005
D(TPKB(-2))	0.107485	0.128801	0.834511	0.4067
D(TPKB(-3))	0.199956	0.129734	1.541276	0.1276
D(TPKB(-4))	-0.015613	0.133295	-0.117132	0.9071
C	0.543426	0.336644	1.614245	0.1108
R-squared	0.210555	Mean dependent var		-0.026582
Adjusted R-squared	0.156483	S.D. dependent var		0.222099
S.E. of regression	0.203983	Akaike info criterion		-0.268653
Sum squared resid	3.037451	Schwarz criterion		-0.088695
Log likelihood	16.61181	F-statistic		3.894001
Durbin-Watson stat	1.999852	Prob(F-statistic)		0.003486

ADF Test Statistic	-5.899220	1% Critical Value*	-3.5111
		5% Critical Value	-2.8967
		10% Critical Value	-2.5853

\*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(TPKB,2)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2000:03 2006:12

Included observations: 82 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TPKB(-1))	-0.606213	0.102762	-5.899220	0.0000
C	-0.019491	0.022758	-0.856455	0.3943
R-squared	0.303141	Mean dependent var		-0.000122
Adjusted R-squared	0.294430	S.D. dependent var		0.242775
S.E. of regression	0.203926	Akaike info criterion		-0.318028
Sum squared resid	3.326875	Schwarz criterion		-0.259328
Log likelihood	15.03916	F-statistic		34.80080
Durbin-Watson stat	2.034871	Prob(F-statistic)		0.000000

ADF Test Statistic	-0.419838	1% Critical Value*	-3.5142
		5% Critical Value	-2.8981
		10% Critical Value	-2.5860

\*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LIP)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2000:06 2006:12

Included observations: 79 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LIP(-1)	-0.025035	0.059629	-0.419838	0.6758
D(LIP(-1))	-0.944242	0.125265	-7.537969	0.0000
D(LIP(-2))	-0.616068	0.162769	-3.784934	0.0003
D(LIP(-3))	-0.301001	0.161053	-1.868955	0.0656
D(LIP(-4))	-0.218726	0.118801	-1.841108	0.0697
C	0.067450	0.075590	0.892311	0.3752
R-squared	0.524597	Mean dependent var		0.013304
Adjusted R-squared	0.492035	S.D. dependent var		0.215256
S.E. of regression	0.153417	Akaike info criterion		-0.838409
Sum squared resid	1.718175	Schwarz criterion		-0.658451
Log likelihood	39.11716	F-statistic		16.11077
Durbin-Watson stat	2.069637	Prob(F-statistic)		0.000000

ADF Test Statistic	-18.67514	1% Critical Value*	-3.5111
		5% Critical Value	-2.8967
		10% Critical Value	-2.5853

\*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LIP,2)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2000:03 2006:12

Included observations: 82 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LIP(-1))	-1.625066	0.087018	-18.67514	0.0000
C	0.022100	0.018358	1.203850	0.2322
R-squared	0.813416	Mean dependent var		0.002817
Adjusted R-squared	0.811084	S.D. dependent var		0.381857
S.E. of regression	0.165972	Akaike info criterion		-0.729902
Sum squared resid	2.203749	Schwarz criterion		-0.671201
Log likelihood	31.92597	F-statistic		348.7610
Durbin-Watson stat	2.457230	Prob(F-statistic)		0.000000



ADF Test Statistic	-0.853868	1% Critical Value*	-3.5142
		5% Critical Value	-2.8981
		10% Critical Value	-2.5860

\*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LNM2R)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2000:06 2006:12

Included observations: 79 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNM2R(-1)	-0.005056	0.005922	-0.853868	0.3960
D(LNM2R(-1))	-0.110902	0.115428	-0.960789	0.3398
D(LNM2R(-2))	-0.138270	0.112657	-1.227358	0.2236
D(LNM2R(-3))	0.197763	0.113147	1.747839	0.0847
D(LNM2R(-4))	-0.003016	0.115382	-0.026140	0.9792
C	0.078790	0.073742	1.068461	0.2888
R-squared	0.088897	Mean dependent var		0.015949
Adjusted R-squared	0.026493	S.D. dependent var		0.017802
S.E. of regression	0.017565	Akaike info criterion		-5.172922
Sum squared resid	0.022522	Schwarz criterion		-4.992964
Log likelihood	210.3304	F-statistic		1.424531
Durbin-Watson stat	1.991790	Prob(F-statistic)		0.225617

ADF Test Statistic	-9.709677	1% Critical Value*	-3.5111
		5% Critical Value	-2.8967
		10% Critical Value	-2.5853

\*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LNM2R,2)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2000:03 2006:12

Included observations: 82 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNM2R(-1))	-1.082607	0.111498	-9.709677	0.0000
C	0.018004	0.002707	6.651852	0.0000
R-squared	0.540963	Mean dependent var		4.88E-05
Adjusted R-squared	0.535225	S.D. dependent var		0.026252
S.E. of regression	0.017897	Akaike info criterion		-5.184241
Sum squared resid	0.025625	Schwarz criterion		-5.125540
Log likelihood	214.5539	F-statistic		94.27783
Durbin-Watson stat	2.016200	Prob(F-statistic)		0.000000

ADF Test Statistic	-8.125426	1% Critical Value*	-3.5101
		5% Critical Value	-2.8963
		10% Critical Value	-2.5851

\*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(GER)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2000:02 2006:12

Included observations: 83 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GER(-1)	-0.899172	0.110662	-8.125426	0.0000
C	1.688310	0.528005	3.197526	0.0020
R-squared	0.449064	Mean dependent var		-0.016867
Adjusted R-squared	0.442262	S.D. dependent var		5.910528
S.E. of regression	4.414091	Akaike info criterion		5.831282
Sum squared resid	1578.220	Schwarz criterion		5.889567
Log likelihood	-239.9982	F-statistic		66.02255
Durbin-Watson stat	1.963956	Prob(F-statistic)		0.000000

## Phụ lục 8. Kết quả kiểm định đồng tích hợp (M2)

Sample(adjusted): 2000:10 2006:12  
 Included observations: 75 after adjusting endpoints  
 Trend assumption: Linear deterministic trend  
 Series: LNM2R LIP TPKB GER  
 Lags interval (in first differences): 1 to 8

### Unrestricted Cointegration Rank Test

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value
None **	0.395273	62.10841	47.21	54.46
At most 1	0.238242	24.38503	29.68	35.65
At most 2	0.050538	3.975556	15.41	20.04
At most 3	0.001147	0.086055	3.76	6.65

\*(\*\*) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level  
 Trace test indicates 1 cointegrating equation(s) at both 5% and 1% levels

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value
None **	0.395273	37.72338	27.07	32.24
At most 1	0.238242	20.40947	20.97	25.52
At most 2	0.050538	3.889501	14.07	18.63
At most 3	0.001147	0.086055	3.76	6.65

\*(\*\*) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level  
 Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating equation(s) at both 5% and 1% levels

### Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b\*S11\*b=I):

LNM2R	LIP	TPKB	GER
-17.37214	27.95471	-1.469636	1.549630
-25.01737	27.60269	-1.142058	-0.338670
8.714605	-12.96763	-2.887055	-0.247695
-2.690903	0.441690	4.075832	0.574593

### Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(LNM2R)	D(LIP)	D(TPKB)	D(GER)
-0.003083	-0.033478	-0.012310	-1.546493
0.002025	-0.049266	0.029761	0.646463
-0.000340	0.004120	0.033246	0.074543
-0.000310	-0.001329	-0.000473	0.052990

1 Cointegrating Equation(s):                      Log likelihood                      142.2957

Normalized cointegrating coefficients (std.err. in parentheses)

LNM2R	LIP	TPKB	GER
1.000000	-1.609169 (0.08932)	0.084597 (0.05894)	-0.089202 (0.01731)

Adjustment coefficients (std.err. in parentheses)

D(LNM2R)	0.053555 (0.02943)
D(LIP)	0.581583 (0.31845)
D(TPKB)	0.213850

D(GER) (0.43761)  
26.86589  
(7.66016)

---



---

2 Cointegrating Equation(s):		Log likelihood	152.5004
Normalized cointegrating coefficients (std.err. in parentheses)			
LNM2R	LIP	TPKB	GER
1.000000	0.000000	-0.039302 (0.22099)	0.237639 (0.04555)
0.000000	1.000000	-0.076996 (0.16007)	0.203111 (0.03299)
Adjustment coefficients (std.err. in parentheses)			
D(LNM2R)	0.002894 (0.05068)	-0.030282 (0.06537)	
D(LIP)	1.814092 (0.50677)	-2.295743 (0.65365)	
D(TPKB)	-0.530696 (0.75405)	0.477367 (0.97262)	
D(GER)	10.69310 (13.0733)	-25.38765 (16.8627)	

---



---



---



---

3 Cointegrating Equation(s):		Log likelihood	154.4452
Normalized cointegrating coefficients (std.err. in parentheses)			
LNM2R	LIP	TPKB	GER
1.000000	0.000000	0.000000	0.234141 (0.03815)
0.000000	1.000000	0.000000	0.196260 (0.02969)
0.000000	0.000000	1.000000	-0.088979 (0.16898)
Adjustment coefficients (std.err. in parentheses)			
D(LNM2R)	-7.26E-05 (0.05269)	-0.025868 (0.06881)	0.003201 (0.00571)
D(LIP)	1.849995 (0.52671)	-2.349168 (0.68783)	0.093571 (0.05711)
D(TPKB)	-0.240966 (0.76687)	0.046240 (1.00146)	-0.111882 (0.08315)
D(GER)	11.34272 (13.5929)	-26.35429 (17.7511)	1.319274 (1.47387)

---



---

### Phụ lục 9. Kết quả ước lượng VECM (M2) thời kỳ 2000 - 2006

Vector Error Correction Estimates  
 Sample(adjusted): 2000:10 2006:12  
 Included observations: 75 after adjusting endpoints  
 Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

Cointegrating Eq:	CointEq1			
LNM2R(-1)	1.000000			
LIP(-1)	-1.609169 (0.08932) [-18.0161]			
TPKB(-1)	0.084597 (0.05894) [ 1.43542]			
GER(-1)	-0.089202 (0.01731) [-5.15458]			
C	-10.54560			
Error Correction:	D(LNM2R)	D(LIP)	D(TPKB)	D(GER)
CointEq1	0.053555 (0.02943) [ 1.81997]	0.581583 (0.31845) [ 1.82627]	0.213850 (0.43761) [ 0.48868]	26.86589 (7.66016) [ 3.50722]
D(LNM2R(-1))	-0.306806 (0.16104) [-1.90514]	0.056826 (1.74281) [ 0.03261]	-0.114361 (2.39490) [-0.04775]	22.42159 (41.9220) [ 0.53484]
D(LNM2R(-2))	-0.002873 (0.17156) [-0.01674]	-1.541708 (1.85669) [-0.83035]	-1.134502 (2.55138) [-0.44466]	-19.33880 (44.6612) [-0.43301]
D(LNM2R(-3))	0.452808 (0.15823) [ 2.86164]	1.139206 (1.71242) [ 0.66526]	-3.900406 (2.35314) [-1.65753]	44.63760 (41.1910) [ 1.08367]
D(LNM2R(-4))	0.127087 (0.16461) [ 0.77205]	0.833099 (1.78141) [ 0.46766]	-3.467292 (2.44794) [-1.41641]	52.66761 (42.8505) [ 1.22910]
D(LNM2R(-5))	-0.059019 (0.15897) [-0.37127]	-0.922312 (1.72034) [-0.53612]	0.326736 (2.36402) [ 0.13821]	88.72349 (41.3815) [ 2.14404]
D(LNM2R(-6))	0.014970 (0.14514) [ 0.10314]	0.543264 (1.57068) [ 0.34588]	2.791424 (2.15836) [ 1.29331]	-5.072812 (37.7815) [-0.13427]
D(LNM2R(-7))	0.095928 (0.13960) [ 0.68714]	1.368169 (1.51082) [ 0.90558]	3.805868 (2.07610) [ 1.83318]	-24.91685 (36.3416) [-0.68563]
D(LNM2R(-8))	0.125785	1.708629	-1.089369	20.00442

	(0.12170) [ 1.03356]	(1.31706) [ 1.29731]	(1.80985) [-0.60191]	(31.6808) [ 0.63144]
D(LIP(-1))	0.088110 (0.04497) [ 1.95913]	-0.204054 (0.48671) [-0.41925]	0.437996 (0.66882) [ 0.65488]	34.64591 (11.7075) [ 2.95929]
D(LIP(-2))	0.028562 (0.04347) [ 0.65700]	-0.042806 (0.47047) [-0.09099]	0.462197 (0.64649) [ 0.71493]	26.64300 (11.3167) [ 2.35431]
D(LIP(-3))	-0.035917 (0.03935) [-0.91273]	-0.005092 (0.42586) [-0.01196]	-0.046401 (0.58520) [-0.07929]	24.49816 (10.2438) [ 2.39152]
D(LIP(-4))	-0.032085 (0.03338) [-0.96109]	-0.258652 (0.36129) [-0.71592]	-0.349256 (0.49646) [-0.70349]	20.92650 (8.69044) [ 2.40799]
D(LIP(-5))	0.012392 (0.03003) [ 0.41268]	-0.209684 (0.32497) [-0.64524]	-0.599280 (0.44656) [-1.34200]	16.97874 (7.81684) [ 2.17207]
D(LIP(-6))	0.031603 (0.02931) [ 1.07823]	-0.020458 (0.31720) [-0.06450]	-1.002752 (0.43588) [-2.30054]	22.25476 (7.62990) [ 2.91678]
D(LIP(-7))	-0.020112 (0.02780) [-0.72357]	-0.145242 (0.30081) [-0.48283]	-1.244081 (0.41336) [-3.00966]	23.13637 (7.23580) [ 3.19749]
D(LIP(-8))	-0.033780 (0.01829) [-1.84671]	-0.089378 (0.19796) [-0.45149]	-0.654189 (0.27203) [-2.40485]	15.95985 (4.76179) [ 3.35165]
D(TPKB(-1))	-0.015722 (0.01028) [-1.52993]	0.008274 (0.11121) [ 0.07440]	0.254179 (0.15282) [ 1.66325]	-0.882630 (2.67508) [-0.32994]
D(TPKB(-2))	-0.006736 (0.01047) [-0.64335]	-0.036330 (0.11331) [-0.32062]	0.052421 (0.15571) [ 0.33666]	-3.461935 (2.72560) [-1.27016]
D(TPKB(-3))	-0.012834 (0.01026) [-1.25047]	-0.063674 (0.11107) [-0.57327]	0.120262 (0.15263) [ 0.78793]	-5.494223 (2.67175) [-2.05641]
D(TPKB(-4))	0.005030 (0.01088) [ 0.46243]	-0.015374 (0.11771) [-0.13061]	-0.079707 (0.16175) [-0.49278]	-1.802381 (2.83139) [-0.63657]
D(TPKB(-5))	0.011287 (0.01035) [ 1.09067]	0.000178 (0.11199) [ 0.00159]	0.023359 (0.15390) [ 0.15178]	-4.467573 (2.69390) [-1.65840]
D(TPKB(-6))	-0.002386 (0.01177) [-0.20270]	-0.076060 (0.12737) [-0.59717]	-0.145866 (0.17502) [-0.83341]	-3.964557 (3.06373) [-1.29403]

D(TPKB(-7))	-0.004710 (0.01245) [-0.37817]	-0.119353 (0.13478) [-0.88552]	0.012065 (0.18521) [ 0.06514]	1.092845 (3.24209) [ 0.33708]
D(TPKB(-8))	-0.012894 (0.01228) [-1.04991]	-0.055010 (0.13290) [-0.41391]	0.107270 (0.18263) [ 0.58737]	-3.633739 (3.19688) [-1.13665]
D(GER(-1))	0.004648 (0.00240) [ 1.93656]	0.045420 (0.02597) [ 1.74864]	0.026543 (0.03569) [ 0.74367]	1.185165 (0.62479) [ 1.89690]
D(GER(-2))	0.003940 (0.00217) [ 1.81404]	0.038717 (0.02350) [ 1.64726]	0.023125 (0.03230) [ 0.71600]	0.777009 (0.56537) [ 1.37433]
D(GER(-3))	0.002637 (0.00187) [ 1.40838]	0.023660 (0.02026) [ 1.16754]	0.020356 (0.02785) [ 0.73101]	0.592463 (0.48745) [ 1.21543]
D(GER(-4))	0.002447 (0.00160) [ 1.52787]	0.020747 (0.01733) [ 1.19696]	0.013277 (0.02382) [ 0.55744]	0.289122 (0.41694) [ 0.69345]
D(GER(-5))	0.001928 (0.00130) [ 1.48332]	0.014096 (0.01407) [ 1.00193]	0.008820 (0.01933) [ 0.45623]	0.141692 (0.33842) [ 0.41869]
D(GER(-6))	0.000828 (0.00103) [ 0.80054]	0.010079 (0.01119) [ 0.90089]	-0.000723 (0.01537) [-0.04701]	-0.038027 (0.26912) [-0.14130]
D(GER(-7))	0.000139 (0.00077) [ 0.18147]	0.007963 (0.00829) [ 0.96008]	0.002973 (0.01140) [ 0.26089]	-0.103776 (0.19950) [-0.52019]
D(GER(-8))	-0.000475 (0.00050) [-0.94092]	0.000215 (0.00546) [ 0.03936]	0.007497 (0.00751) [ 0.99859]	-0.240780 (0.13142) [-1.83213]
C	0.006749 (0.00578) [ 1.16720]	-0.034367 (0.06257) [-0.54922]	0.059065 (0.08599) [ 0.68691]	-5.721029 (1.50518) [-3.80089]
R-squared	0.631288	0.698718	0.478481	0.773066
Adj. R-squared	0.334519	0.456222	0.058721	0.590412
Sum sq. resids	0.008823	1.033313	1.951210	597.8796
S.E. equation	0.014669	0.158754	0.218152	3.818695
F-statistic	2.127205	2.881363	1.139892	4.232409
Log likelihood	232.8760	54.25654	30.41855	-184.2667
Akaike AIC	-5.303361	-0.540174	0.095505	5.820445
Schwarz SC	-4.252766	0.510420	1.146100	6.871040
Mean dependent	0.015667	0.014320	-0.023067	-0.160000
S.D. dependent	0.017982	0.215285	0.224854	5.966800
Determinant Residual Covariance		2.96E-06		
Log Likelihood		142.2957		
Log Likelihood (d.f. adjusted)		51.70828		
Akaike Information Criteria		2.354446		
Schwarz Criteria		6.680424		

## Phụ lục 10. Kiểm định ngoại sinh yếu (M2)

Vector Error Correction Estimates  
 Sample(adjusted): 2000:10 2006:12  
 Included observations: 75 after adjusting endpoints  
 Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

---

Cointegration Restrictions:

$$A(1,1)=0$$

Convergence achieved after 15 iterations.

Not all cointegrating vectors are identified

LR test for binding restrictions (rank = 1):

Chi-square(1) 4.897612

Probability 0.026894

---

Cointegration Restrictions:

$$A(2,1)=0$$

Convergence achieved after 9 iterations.

Not all cointegrating vectors are identified

LR test for binding restrictions (rank = 1):

Chi-square(1) 3.219330

Probability 0.072773

---

Cointegration Restrictions:

$$A(3,1)=0$$

Convergence achieved after 11 iterations.

Not all cointegrating vectors are identified

LR test for binding restrictions (rank = 1):

Chi-square(1) 0.360234

Probability 0.548376

---

Cointegration Restrictions:

$$A(4,1)=0$$

Convergence achieved after 16 iterations.

Not all cointegrating vectors are identified

LR test for binding restrictions (rank = 1):

Chi-square(1) 12.04106

Probability 0.000520

---

Cointegration Restrictions:

$$A(1,1)=0, A(3,1)=0, A(2,1)=0$$

Convergence achieved after 7 iterations.

Not all cointegrating vectors are identified

LR test for binding restrictions (rank = 1):

Chi-square(3) 10.43889

Probability 0.015181

---

Cointegration Restrictions:

$$A(4,1)=0, A(3,1)=0, A(2,1)=0$$

Convergence achieved after 11 iterations.

Not all cointegrating vectors are identified

LR test for binding restrictions (rank = 1):

Chi-square(3) 28.72744

Probability 0.000003

---



### Phụ lục 11. Kết quả ước lượng mô hình ECM (M2)

Dependent Variable: D(LNM2R)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2000:09 2006:12

Included observations: 76 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.014477	0.008618	1.679856	0.1019
D(LNM2R(-1))	-0.176428	0.171404	-1.029308	0.3104
D(LNM2R(-2))	-0.178149	0.158393	-1.124732	0.2684
D(LNM2R(-3))	0.444071	0.150825	2.944289	0.0057***
D(LNM2R(-4))	0.283363	0.170849	1.658564	0.1061
D(LNM2R(-5))	0.157009	0.154116	1.018769	0.3153
D(LNM2R(-6))	0.099656	0.163694	0.608795	0.5466
D(LNM2R(-7))	-0.140592	0.164130	-0.856588	0.3975
D(LIP(-1))	0.083864	0.042534	1.971690	0.0566*
D(LIP(-2))	0.046179	0.044553	1.036492	0.3071
D(LIP(-3))	0.014632	0.040062	0.365233	0.7171
D(LIP(-4))	0.003417	0.036540	0.093518	0.9260
D(LIP(-5))	0.033544	0.036925	0.908437	0.3699
D(LIP(-6))	0.025288	0.032889	0.768895	0.4471
D(LIP(-7))	-0.003533	0.020558	-0.171846	0.8645
D(TPKB(-1))	0.007799	0.010167	0.767080	0.4482
D(TPKB(-2))	-0.013474	0.010579	-1.273683	0.2112
D(TPKB(-3))	-0.006451	0.010546	-0.611723	0.5447
D(TPKB(-4))	0.001196	0.010628	0.112537	0.9110
D(TPKB(-5))	0.002014	0.010371	0.194169	0.8472
D(TPKB(-6))	0.005572	0.011501	0.484489	0.6311
D(TPKB(-7))	-0.006658	0.013336	-0.499268	0.6207
D(GER(-1))	0.003689	0.001844	2.000127	0.0533*
D(GER(-2))	0.002687	0.001587	1.693108	0.0993*
D(GER(-3))	0.002317	0.001373	1.687382	0.1004
D(GER(-4))	0.001979	0.001104	1.792302	0.0817*
D(GER(-5))	0.001546	0.000857	1.803103	0.0800*
D(GER(-6))	0.001260	0.000641	1.967335	0.0571*
D(GER(-7))	0.000438	0.000494	0.887010	0.3811
EC_8	0.045716	0.024036	1.901983	0.0654*
SEASONAL	0.002465	0.011132	0.221468	0.8260
SEASONAL_1	-0.044695	0.012468	-3.584855	0.0010***
SEASONAL_2	-0.005363	0.014181	-0.378203	0.7076
SEASONAL_3	-0.027841	0.015208	-1.830681	0.0757*
SEASONAL_4	-0.008957	0.014602	-0.613436	0.5436
SEASONAL_5	-0.002775	0.014451	-0.191993	0.8489
SEASONAL_6	-0.003363	0.012317	-0.273063	0.7864
SEASONAL_7	-0.002335	0.011895	-0.196295	0.8455
SEASONAL_8	-0.020504	0.010982	-1.867110	0.0703*
SEASONAL_9	0.001472	0.010256	0.143561	0.8867
SEASONAL_10	-0.010298	0.010377	-0.992418	0.3278
R-squared	0.743904	Mean dependent var		0.015553
Adjusted R-squared	0.451224	S.D. dependent var		0.017890
S.E. of regression	0.013253	Akaike info criterion		-5.505698
Sum squared resid	0.006147	Schwarz criterion		-4.248329
Log likelihood	250.2165	F-statistic		2.541692
Durbin-Watson stat	1.963801	Prob(F-statistic)		0.002998

## Phụ lục 12. Tóm tắt nghiên cứu cầu tiền ở một số nước trên thế giới

Tên nước và nhà nghiên cứu	Mẫu nghiên cứu và tần suất	Tổng lượng tiền	Các biến độc lập			Kiểm định đơn vị	Bậc tương quan	Kiểm định đồng tích hợp	Kiểm định tính ổn định	Kết quả đạt được
			Biến quy mô	Lãi suất	các biến xác định khác					
<b>MỘT SỐ NGHIÊN CỨU CẦU TIỀN Ở CÁC NƯỚC PHÁT TRIỂN</b>										
<b>MỸ</b>										
Miller (1991)	1959 :Q1-1987 :Q4	$\ln(B)$ ; $\ln(M1)$ ; $\ln(M1A)$ ; $\ln(M2)$ ; $\ln(M3)$	$\ln(\text{realGNP})$	$\ln(\text{CPR4-6 tháng})$ ; $\ln(\text{tỷ lệ cổ tức/giá})$	$\ln(\text{IPD})$	DF, ADF	I(1)	EG ; AEG	...	tồn tại đồng tích hợp giữa M2, real GNP, IPD, và CPR
Baba, Hendry và Star (1992)	1960 :Q3-1988 :Q3	$\ln(M1/\text{IGNPD})$	$\ln(\text{realGNP})$	thu nhập của trái phiếu 20 năm và tín phiếu 1 tháng	Thu nhập của các tài sản nằm trong M2 và tỷ lệ lãi suất của các tài khoản séc trong M1 ; đo lường tính volatility của trái phiếu dài hạn ; biến giả kiểm soát tín dụng	J(1988)	I(1)	J(1988) ; JJ(1990)	Chow	tồn tại quan hệ đồng tích hợp cho real m1
Mehra (1993)	1953 :Q1-1991 :Q2	$\ln(M2/\text{IGNPD})$	$\ln(\text{realGNP})$	$\ln(R\text{-RM2})$	...	ADF	Tỷ lệ lãi suất I(0) ; còn lại là I(1)	OLS ; IVT	Chow	tồn tại đồng tích hợp giữa realM2 và các biến, hàm cầu tiền ổn định trong suốt thời kỳ nghiên cứu
<b>NHẬT BẢN</b>										
Arize và Shwiff (1993)	1973 :Q1-1988 :Q4	$\ln(\text{realM2})$	$\ln(\text{realGNP})$ ; $\ln(\text{giá trị tài sản thực tế})$	$\ln(1+R)$	$\ln(\text{real XR})$ ; tỷ lệ lạm phát ; $\ln(\text{IGNPD})$	DF, ADF, PP(1988)	I(1)	AEG	Ashey (1984) ; Chow ; CUSUM ; CUSUMSQ)	tồn tại đồng tích hợp giữa realGNP, giá trị tài sản thực tế, real XR, hàm cầu tiền ổn định trong suốt thời kỳ nghiên cứu
<b>NEW ZEALAND</b>										
Orden và Fisher (1993)	1965 :Q2-1989 :Q4 ; 1965 :Q2-1984 :Q2	$\ln(M3)$	$\ln(\text{realGDP})$	tỷ lệ lãi suất ngắn hạn	$\ln(\text{GDPD})$	DF	I(1)	J(1988) ; JJ(1990)		tồn tại đồng tích hợp

Ý										
Muscattelli và Papi (1990)	1963 :Q1-1987 :Q4	$\ln(M2/GDPD)$	$\ln(\text{realGDP})$	tỷ lệ lãi suất chênh lệch giữa lãi suất của tài sản không phải là M2 và lãi suất của bản thân M2	các biến phản ánh đường học hỏi sau khi có sự xuất hiện BOT và CCT	ADF ; PO(1990) ; PP(1988) ;	I(1)	EG(1987)	Chow	Chỉ tồn tại đồng tích hợp khi đưa thêm các biến đường học hỏi. Cầu tiền M2 bị ảnh hưởng mạnh bởi các công cụ tài chính mới
ÚC										
Lim(1993)	1977 :Q4-1990 :Q2 ; 1976 :T8-1990 :T6	khối lượng tiền mặt ; tiền gửi tại các ngân hàng ; tiền gửi tại các tổ chức phi ngân hàng thực tế điều chỉnh theo GDPD	real GDP	lãi suất tín phiếu ngân hàng 90 ngày ; lãi suất trái phiếu 2 và 5 năm	tỷ lệ lạm phát tính theo GDPD ; biến giá phản ánh thay đổi cấu trúc kinh tế	ADF ; P(1987) ;	lãi suất tín phiếu ngân hàng 90 ngày I(0) ; các biến khác I(1)	PH(1990) ; JJ (1990) ; Po(1990) ;	...	tồn tại đồng tích hợp cho cả hai mô hình quý và tháng. Lãi suất tín phiếu ngân hàng 90 ngày có ảnh hưởng đáng kể đến cầu tiền trong ngắn hạn.
CANADA										
Haug và Lucas (1996)	1953 :Q1-1990 :Q4 ; 1968 :Q1-1990 :Q4	$\ln(\text{realM1})$ ; $\ln(\text{realM2})$ ; $\ln(\text{realM2+})$ ; (tất cả các khối lượng tiền điều chỉnh giá trị theo IGDPD)	$\ln(\text{lãi suất tín phiếu 91 ngày})$ ; $\ln(\text{lãi suất trái phiếu 10 năm})$	...	DF	I(1)	AEG ; DOLS ; JJ(1990) ; PO(1990) ;	Hansen (1992)		tồn tại quan hệ ổn định dài hạn giữa realM1, realGDP và lãi suất tín phiếu 91 ngày
ĐỨC										
Deutsche Bundesbank (1995)	1970 :Q1-1994 :Q4	$\ln(M3/GDPD)$	$\ln(\text{realGNP})$ ;	thu nhập của các chứng khoán nợ vô danh chưa tới hạn thanh toán	biến giá theo mùa	ADF	I(1)	EG(1987)		tồn tại đồng tích hợp
ANH										
Drake và Chrystal (1994)	1976 :Q2-1990 :Q3	$\ln(M1d)$ ; $\ln(M2d)$ ; $\ln(M3d)$ trong đó d phản ánh các tổng lượng divisia	$\ln(\text{realGDP})$	Tỷ lệ lãi suất Benchmark ; lãi suất của bản thân M2d và M3d	$\ln(GDPD)$ ; lạm phát tính theo GDPD ; giá thuê ngầm ẩn divisia hoặc các chỉ số chi phí khi nắm giữ M1d, M2d, M3d ; biến giá	DF ; ADF ; PP(1998)	I(1)	J(1988) ; JJ(1990)	Chow ; CUSUM ; CUSUMSQ)	tồn tại đồng tích hợp cho tất cả các khối lượng tiền nghiên cứu

<b>THỤY SỸ</b>										
Chowdhury (1995)	1973 :Q2-1991 :Q4	ln(realB) ; ln(realM1)	ln(realGDP)	lãi suất tiền gửi 3 tháng ; lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn.	NEER; lãi suất thanh toán bù trừ London	ADF ; KPSS (1992) ; PP(1988)	I(1)	J(1988) ; JJ(1990)	Chow	chỉ tồn tại đồng tích hợp khi đưa thêm tỷ giá hối đoái vào nghiên cứu cầu tiền với thực tiễn nền kinh tế mở của Thụy Sĩ.
<b>NA UY</b>										
Bardsen (1992)	1967 :Q3-1989 :Q4	ln(NM)	ln(realGDE)	lãi suất tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn ; lãi suất trái phiếu dài hạn ; lãi suất euro-krone 3 tháng	ln(GDED)		I(1) trừ lãi suất euro-krone 3 tháng	J(1988) ; JJ(1990)	Chow	ít nhất có từ 2 đến 5 vector đồng tích hợp. Cầu tiền của Na Uy phụ thuộc vào giá cả, tổng chi tiêu thực tế và các tỷ lệ lãi suất.
<b>MỘT SỐ NGHIÊN CỨU CẦU TIỀN Ở CÁC NƯỚC ĐANG PHÁT TRIỂN</b>										
<b>ARGENTINA</b>										
Choudry (1995)	1935 :Q1-1962 :Q4 1946 :Q1-1962 :Q4	ln(M1/WPI) ln(M2/WPI)	ln(realNNI)	...	gp- tính theo chỉ số giá bán buôn	ADF	I(1)	J(1988) ; JJ(1990)	...	Tồn tại quan hệ tương quan giữa M1 và M2 với realNNI và gp
<b>BOLIVIA</b>										
Asilis, Honohan và McNelis (1993)	1980:T9-1987:T2	ln(B/CPI) ln(M1/CPI) ln(M2/CPI)	...	...	gp kỳ vọng	ADF	I(1)	J(1988); JJ(1990)	...	giả thiết Ho là có ít nhất một véc tơ đồng tích hợp không bị bác bỏ nên số hạng hiệu chỉnh sai số biến đổi theo thời gian nên được ước lượng theo phương pháp lọc của Kalman

CAMEROON										
Felding (1994)	1976:Q1-1987:Q2	ln(BM/CPI)	ln(realGDPđiều chỉnh theo tỷ lệ trao đổi thương mại	ln(1+CBDR)	ln(1+gp); mavargp; các biến giá theo quý		I(1)	JJ(1990)	chow	tồn tại 3 mối quan hệ đồng tích hợp giữa real BM, real GDP, gp, tỷ lệ lãi suất và mavargp. ECM thỏa mãn các kiểm định. Số hạng hiệu chỉnh sai số có hệ số xấp xỉ 1.
TRUNG QUỐC										
Haer và Kutun (1994)	Năm 1952- 1988	log(tiền mặt); log(tiền mặt +SD)	log(NI/RPI); log(NI/NID)	log(tỷ lệ lãi suất tiền gửi tiết kiệm 1 năm)		DF	I(1)	J(1988); JJ(1990)	...	chỉ tồn tại đồng tích hợp khi sử dụng NID là biến giá cả
Tseng và một số nhà nghiên cứu khác (1994)	1983:Q1-1988:Q4 1989:Q1-1993:Q4 1983:Q1-1993:Q4	ln(CC/RPI); ln(M1/RPI); ln(M2/RPI)	ln(realNI)	tỷ lệ lãi suất thực tế (lãi suất tiền gửi 1 năm trừ lạm phát) xét cho M1 và M2 thời kỳ 1989:1-1993:4	tỷ lệ gp theo quý (tính theo RPI) cho thời kỳ 1983:1-1988:4	ADF	I(1)	EG; J(1988); JJ(1990)		
INDIA										
Moosa (1992)	1972:Q1-1990:Q4	log(CC/CPI); log(NM/CPI); log(BM(NM+QM)/CPI)	log(IO)	log(MMR; tỷ lệ lãi suất thị trường tiền tệ liên ngân hàng Bombay)	...	DF; ADF	I(1)	EG; AEG; CRDW; J(1988); JJ(1990)		chỉ tồn tại đồng tích hợp giữa khối lượng tiền thực tế với IO và NMR. ECM giải thích CC và NM tốt hơn là BM
INDONESIA										
Price và Insukindro (1994)	1969:Q1-1987:Q4	ln(realCHP); ln(realDD)	ln(realGDP)	tỷ lệ thu nhập của TD và SD; LIBOR	biến giá cho năm 1983	DF; ADF	I(1)			
Dekle và Pradhan (1997)	Năm 1974- 1995	log(NM); log(BM); log(realNM); log(realBM)	log(realGDP)	TDR xét cho NM; MMR lấy trọng số theo tỷ lệ QM trong BM	log(CPI)	ADF	I(1) ngoại trừ log(CPI) là I(0)	J(1988); JJ(1990)		không tồn tại đồng tích hợp cho bất kỳ khối lượng tiền nào

IRAN										
Bahmani-Oskooee (1996)	Năm 1959-1990	log(M1/DGDP); log(M2/DGDP)	log(GDP tính theo giá năm 1980)		gp; log(XR chính thức); log(XR thị trường chợ đen)	ADF; Perron (1989)	I(1)	J(1988); JJ(1990)		mô hình phù hợp nhất là giải thích real M2 với XR thị trường chợ đen với real GDP và gp
KOREA										
Arize(1994)	1973:Q1-1990:Q1	ln(M1/CPI); ln(M2/CPI)	ln(realGDP)	CBR; lãi suất các khoản vay và tiền gửi có kỳ hạn ở NH quốc doanh; tỷ lệ lãi suất tiền gửi có kỳ hạn của 9 nước công nghiệp; lãi suất ngoại tệ	gp kỳ vọng; EER; độ lệch chuẩn của thay đổi trong log EER; các biến giả phản ánh thay đổi về tình hình tài chính		I(1)	EY(1987); J(1988); JJ(1990)		có 2 tới 3 véc tơ đồng tích hợp giữa các khối lượng tiền thực tế (cả M1 và M2), thu nhập thực tế, tỷ lệ lãi suất, rủi ro và thu nhập tỷ giá ngoại tệ. Có thể sử dụng tốt ECM
MALAYXIA										
Sriram(1999a)	1973:8-1995:12 xét theo tháng	ln(M2/CPI)	ln(IIP)	CBTD3M; tỷ lệ lãi suất chiết khấu tín phiếu 3 tháng	gp kỳ vọng; XR danh nghĩa; các biến giả theo mùa và cấu trúc	ADF	ln(IIP) và gp kỳ vọng là I(0) còn các biến khác là I(1)	J(1988); JJ(1990)		tồn tại đồng tích hợp giữa real M2 và các biến xác định xét trong cả nền kinh tế đóng và mở
SINGAPORE										
Arize (1994)	1973:Q1-1990:Q1	ln(M1/CPI); ln(M2/CPI)	ln(realGDP) tính dựa trên WPI	CMR; FDR 3 tháng; bình quân trọng số các tỷ lệ lãi suất ngắn hạn ở 9 nước công nghiệp; tỷ lệ lãi suất của ngoại tệ	gp kỳ vọng; EER; độ lệch chuẩn của thay đổi trong log EER; các biến giả phản ánh thay đổi về tình hình tài chính	ADF	gp kỳ vọng là I(0) còn các biến khác là I(1)	EY(1987); J(1988); JJ(1990)		có 2 tới 3 véc tơ đồng tích hợp giữa các khối lượng tiền thực tế (cả M1 và M2), real GDP, tỷ lệ lãi suất, rủi ro và thu nhập tỷ giá ngoại tệ. Có thể sử dụng tốt ECM
Dekle và Pradhan (1997)	Năm 1975-1995	log(NM); log(BM); log(realNM); log(realBM)	log(realGDP)	TDR xét cho NM; MMR lấy trọng số theo tỷ lệ QM trong BM; LIBOR	log(CPI); tỷ lệ phá giá kỳ vọng	ADF	I(1)	J(1988); JJ(1990)		tồn tại đồng tích hợp cho NM và BM danh nghĩa

THÁI LAN										
Dekle và Pradhan (1997)	Năm 1978-1995	log(NM); log(BM); log(realNM); log(realBM)	log(realGDP)	TDR xét cho NM; MMR lấy trọng số theo tỷ lệ QM trong BM;	Log(CPI)	ADF	I(1)	J(1988); JJ(1990)		chi tồn tại đồng tích hợp cho NM danh nghĩa
TUNOSIA										
Treichel(1997)	Năm 1963-1995; 1990:T1-95:T12	ln(M2/CPI); ln(M4/CPI)	log(realGDP)	lãi suất trái phiếu theo tháng; tỷ lệ lãi suất chiết khấu; MMR	gp; các biến giả theo mùa	ADF	gp kỳ vọng là I(0) còn các biến khác là I(1)	AEG; J(1988); JJ(1990)		tồn tại quan hệ ổn định dài hạn giữa khối lượng tiền thực tế, real GDP, và thu nhập theo tháng của tín phiếu kho bạc. ECM ổn định
VIỆT NAM										
HÀ QUỲNH HOA (2000)	1990Q4-1998Q4	m1	Lnreal IO	Tỷ lệ lãi suất tiền gửi 3 tháng VNĐ						
trong đó										
<p><b>Các tổng lượng tiền :</b> B= Khối lượng tiền cơ sở ; BM= Khối lượng tiền rộng ; CHP= Khối lượng tiền công chúng nắm giữ ; CC= Khối lượng tiền trong lưu thông ; COB= Tiền ngoài hệ thống ngân hàng ; DD= Các khoản tiền gửi không kỳ hạn ; NM= khối lượng tiền hẹp ; QM= bán tệ ; SD=các khoản tiền gửi tiết kiệm ; TD= khối lượng tiền gửi có kỳ hạn.</p>										
<p><b>Các biến quy mô :</b> DA= tổng chi tiêu của các tác nhân trong nước ; GDE= tổng chi tiêu trong nước ; GDP= tổng sản phẩm quốc nội ; GNP= tổng sản phẩm quốc dân ; IIP= chỉ số sản xuất công nghiệp ; IO= sản lượng công nghiệp ; NI= thu nhập quốc dân ; NNI= thu nhập quốc dân ròng</p>										
<p><b>lãi suất :</b> CMR= lãi suất không kỳ hạn ; CBDR=lãi suất chiết khấu của NHTW ; CPR=lãi suất thương phiếu ; CBR= lãi suất trái phiếu công ty ; FDR= lãi suất tiền gửi cố định ; LIBOR= lãi suất LIBOR ; LTBR=lãi suất vay dài hạn ; MMR= lãi suất trên thị trường tiền tệ ; CBTD3M= lãi suất tiền gửi 3 tháng tại ngân hàng thương mại ; TDR= lãi suất tiền gửi có kỳ hạn ; T-bill= tín phiếu chính phủ ; T-bond= trái phiếu chính phủ</p>										
<p><b>Tỷ giá :</b> DEPR= phá giá ; XR= tỷ giá hối đoái ; EER=tỷ giá hiệu quả ; NEER= tỷ giá hiệu quả danh nghĩa</p>										

**Giá cả :** CPI= chỉ số giá tiêu dùng ; RPI= chỉ số giá bán lẻ ; WPI= chỉ số giá bán buôn

**Chỉ số giảm phát :** DAD= chỉ số giảm phát tiêu dùng của các tác nhân trong nước ; GDED= chỉ số giảm phát về tổng chi tiêu trong nước ; GDPD= chỉ số giảm phát GDP ; GNPD= chỉ số giảm phát GNP ; IGDPD= chỉ số giảm phát GDP ngầm ẩn ; IGNPD= chỉ số giảm phát GNP ngầm ẩn ; IPD= chỉ số giảm phát giá ngầm ẩn ; NID= chỉ số giảm phát thu nhập quốc dân

**Các kiểm định Unit Root :** ADF= augmented Dickey-Fuller ; CRDW kiểm định hồi quy tương quan Durbin-Watson ; J(1988)= Johansen (1988) ; KPSS= Kwiatkowski, Phillip, Schmidt, và Shin (1992) ; P(1987)= Phillips(1987) ; PO(1990)= Phillips và Ouliaris(1990) ; PP(1988)= Phillips và Perron (1988).

**Kiểm định hồi quy tương quan :** ADF= augmented Dickey-Fuller ; CRDW kiểm định hồi quy tương quan Durbin-Watson ; DOLS= ước lượng bình phương bé nhất động của Stock và Watson (1993) ; EG= Engle và Granger ; EY= Engle và Yoo(1987) ; IVT= kỹ thuật biến công cụ ; J= Johansen ; JJ(1990)= Johansen và Juselius (1990) ; OLS= Bình phương bé nhất ; PH= Phillips và Hansen (1990) ; PO(1990)= Phillips và Perron (1988)



**Phụ lục13. Kết quả ước lượng cầu tiền dài hạn theo mô hình ecm ở một số nước trên thế giới**

Tên nước và nhà nghiên cứu	Mẫu nghiên cứu và tần suất	Phương pháp	Khối lượng tiền	Độ co giãn		chi phí cơ hội				biến khác
				Thu nhập thực tế	mức giá	lãi của bản thân khối lượng tiền	lãi suất của các tài sản thay thế M	tỷ lệ lãi suất	lạm phát	
<b>MỘT SỐ NGHIÊN CỨU CẦU TIỀN Ở CÁC NƯỚC PHÁT TRIỂN</b>										
<b>MỸ</b>										
Miller (1991)	1959 :Q1-1987 :Q4	EG(1987)	M2	1.204	0.952			-0.092 (bán co giãn)		
Baba, Hendry và Star (1992)	1960 :Q3-1988 :Q3	J(1988)	m1	0.51				-6.64	-5.51	-3.96 (cải cách tài chính); 3.720(tính bất ổn của thu nhập từ trái phiếu dài hạn)
<b>NHẬT BẢN</b>										
Arize và Shwiff (1993)	1973 :Q1-1988 :Q4	AEG	m2	0.641(thu nhập) & 0.378 (tài sản)						0.094 (hệ số bán co giãn của tỷ giá hối đoái)
<b>NEW ZEALAND</b>										
Orden và Fisher (1993)	1965 :Q2-1989 :Q4 ;	J(1988) ;	M3	0.41	1.13			-0.014		
		JJ(1990)	M3	0.63	1.02			-0.001		
<b>Ý</b>										
Muscattelli và Papi (1990)	1963 :Q1-1987 :Q4	EG(1987)	m2	1.367			-2.082			-0.352 (cải cách tài chính)

CANADA										
Haug và Lucas (1996)	1953:Q1-1990:Q4;	DOLS	M1	0.42					-0.033 (hệ số bán co giãn)	
ĐỨC										
Deutsche Bundesbank (1995)	1970:Q1-1994:Q4	EG(1987)	M3	1.4					-1.22	
ANH										
Drake và Chrystal (1994)	1976:Q2-1990:Q3	J(1988); JJ(1990)	M1d	3.223	1.041					-4.346 (giá thuê divisia ngầm ẩn hay chi số chi phí của người sử dụng)
			M1d	3.372	0.815				-0.032	-4.829 (giá thuê divisia ngầm ẩn hay chi số chi phí của người sử dụng)
			M2d	2.56	1.208	0.775	-0.707			-3.765
			M3d	2.576	1.19	1.087	-0.769			-4.187
THỤY SỸ										
Chowdhury (1995)	1973:Q2-1991:Q4	J(1988); JJ(1990)	b	0.94				-0.26		0.363 (hệ số co giãn của lãi suất NEER ngắn hạn) và -0.14 (lãi suất ngoại tệ ngắn hạn)
			m1	0.887				-0.31		0.344 (hệ số co giãn của lãi suất NEER ngắn hạn) và -0.098 (lãi suất ngoại tệ ngắn hạn)
			b	0.952				-0.11		0.391 (hệ số co giãn của lãi suất NEER dài hạn) và -0.102 (lãi suất ngoại tệ dài hạn)
			m1	0.9				-0.08		0.308 (hệ số co giãn của lãi suất NEER dài hạn) và -0.052 (lãi suất ngoại tệ dài hạn)

NA UY										
Bardsen (1992)	1967 :Q3-1989 :Q4	J(1988) ; JJ(1990)	NM	1.374	0.81	6.553	-1.544 và -0.995			-0.097 (lãi suất ngoại tệ)
MỘT SỐ NGHIÊN CỨU CẦU TIỀN Ở CÁC NƯỚC ĐANG PHÁT TRIỂN										
ARGENTINA										
Choudry (1995)	1935 :Q1-1962 :Q4	J(1988)	m1	1.97						-0.025
		JJ(1990)	m2	1.68						-0.033
	1946 :Q1-1962 :Q4		m1	1.91						-0.034
			m2	3.45						-0.041
CAMEROON										
Felding (1994)	1976 :Q1-1987 :Q2	JJ(1990)	m2	1.49				-8.91 (hệ số bán co giãn)	-1.31 (hệ số bán co giãn)	-8.1 (sự biến động của giá cả)
TRUNG QUỐC										
Tseng và một số nhà nghiên cứu khác (1994)	1983 :Q1-1988 :Q4	EG(1987)	cc	1.9						-1.23
			m1	1.53						-1.51
	1989 :Q1-1993 :Q4		m2	1.81						-2.21
			m1	1.48			-0.03			-0.94
			m2	1.58		-0.05				-1.54

Ấn độ												
Moosa (1992)	1972:Q1-1990:Q4	EG(1987)	cc	0.874					-0.109 (hệ số bán co giãn)			
			nm	0.785					-0.032 (hệ số bán co giãn)			
			bm	1.471					-0.172 (hệ số bán co giãn)			
		J(1988)	cc	0.986						-0.258 (hệ số bán co giãn)		
			JJ(1990)	nm	0.797						-0.277 (hệ số bán co giãn)	
				bm	1.573						-0.861 (hệ số bán co giãn)	
INDONESIA												
Price và Insukindro (1994)	1969:Q1-1987:Q4	EG(1987)	chp	0.88					-1.5	-2.1 (lãi suất ngoại tệ)		
			dd	1.3					-1.9	-1 (lãi suất ngoại tệ)		
		J(1988)	chp	0.71						-4.4	-3.3 (lãi suất ngoại tệ)	
			JJ(1990)	dd	1.1						-8.4	-9.1 (lãi suất ngoại tệ)
IRAN												
Bahmani-Oskooee (1996)	Năm 1959-1990	J(1988)	m2	1.39						-1.37	0.25 (hệ số bán co giãn của tỷ giá hối đoái)	
		JJ(1990)	m2	1.33							-1.61	0.02 (hệ số bán co giãn của tỷ giá hối đoái)



<b>TUNOSIA</b>										
Treichel(1997)	1990:T1-95:T12	J(1998)	m2	0.13			-0.02			
		JJ(1990)	m4	1.07			-0.03			
	Năm 1963-1995	AEG	m2	0.8			-0.008			
<b>VIỆT NAM</b>										
HÀ QUỶNH HOA (2000)	1990q4-1998q4		m1	1.0029			-0.8275			

*Note: các biến danh nghĩa viết in hoa, các biến thực tế viết thường*