

# CUNG TIỀN VÀ LẠM PHÁT Ở VIỆT NAM: TIẾP CẬN TỪ MÔ HÌNH PHƯƠNG TRÌNH CẤU TRÚC

Cao Thị Ý Nhi\*, Lê Thu Giang\*\*

Ngày nhận: 16/9/2015

Ngày nhận bản sửa: 30/11/2015

Ngày duyệt đăng: 5/12/2015

## Tóm tắt:

*Bài viết này đề cập tới mối quan hệ của cung tiền với lạm phát ở Việt Nam. Trên cơ sở kênh truyền dẫn tiền tệ, mô hình phương trình cấu trúc (SEM) được vận dụng để mô tả chuỗi tác động liên hoàn từ cung tiền tới kênh truyền dẫn và từ kênh truyền dẫn tới lạm phát ở Việt Nam. Sử dụng số liệu từ Ngân hàng Thế giới cho giai đoạn từ quý I năm 1995 tới quý I năm 2015, bài viết tiến hành mô tả mối quan hệ và ước lượng sự tác động theo đường dẫn từ cung tiền-kênh truyền dẫn-lạm phát. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy lãi suất và tỷ giá là hai kênh chính đảm bảo cung tiền sẽ giúp kiểm soát mục tiêu lạm phát ở Việt Nam.*

**Từ khóa:** lạm phát, cung tiền, kênh truyền dẫn tiền tệ, chính sách tiền tệ (CSTT), tín dụng, tỷ giá hối đoái

## Money supply and inflation in Vietnam: Approach from the structural equation model

### Abstract:

*This paper examines the relationship between money supply and inflation in Vietnam. Structural equation modeling (SEM) is applied to describe the uninterrupted impact chain from the money supply to the transmission channel and from the transmission channel to inflation in Vietnam. Using World Bank data for the period Q1-1995 to Q1-2015, this paper has described the relationship and estimated the impact of the path of monetary supply - channel transmission -inflation. The experimental results show that the interest rate and exchange rate are two main channels for controlling inflation in Vietnam.*

**Keywords:** Inflation, money supply, monetary transmission channel, monetary policy, credit, exchange rate.

## 1. Đặt vấn đề

Lạm phát là một hiện tượng kinh tế vĩ mô phổ biến, có ảnh hưởng đến mọi mặt của đời sống kinh tế - xã hội. Lạm phát gây ra cả tác động tích cực và tiêu cực, tùy thuộc vào khả năng thích ứng với sự thay đổi của lạm phát và mức độ tiên liệu về lạm phát. Tỷ lệ lạm phát cao làm cho giá đầu vào và đầu ra biến động, gây ra sự mất ổn định trong quá trình sản xuất. Lạm phát thúc đẩy quá trình đầu cơ tích trữ dẫn đến khan hiếm hàng hóa, làm rối loạn hoạt động của hệ thống ngân hàng. Nếu lạm phát có thể dự đoán được thì sẽ hạn chế hoặc không gây những tác động tiêu cực đối với nền kinh tế; ngược lại nếu không thể đoán trước được thì sẽ dẫn đến những đầu

tư sai lầm và phân bổ nguồn lực phi hiệu quả trong nền kinh tế.

Chính sách tiền tệ đã trở thành một công cụ mạnh mẽ của chính phủ can thiệp vào nền kinh tế để đạt được các mục tiêu như ổn định kinh tế vĩ mô và kiểm soát giá cả. Trong quá trình điều hành nền kinh tế, chính sách tiền tệ có những tác động đến tất cả các lĩnh vực nền kinh tế nói chung và thị trường tài chính nói riêng. Mục tiêu cuối cùng của chính sách tiền tệ đó là hướng tới mục tiêu sản lượng, giá cả và việc làm (Miller & Vanhoose, 2004). Trong ngắn hạn, thông qua các chỉ tiêu tiền tệ như cung tiền M2, tín dụng, lãi suất và tỷ giá hối đoái, mà mục tiêu cuối cùng của công tác điều hành chính sách tiền tệ

là tác động đến hoạt động kinh tế, mức giá cả và việc làm trong nền kinh tế.

Kiểm chế lạm phát duy trì ở mức phù hợp với nền kinh tế nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế là một trong các mục tiêu của chính sách tiền tệ. Với các công cụ can thiệp của chính sách tiền tệ, thông qua các kênh truyền dẫn, lạm phát sẽ được kiểm soát nhằm hướng tới mục tiêu của chính sách tiền tệ. Sử dụng mô hình phương trình cấu trúc, bài viết này nghiên cứu tác động của cung tiền thông qua các kênh truyền dẫn tiền tệ đến mục tiêu lạm phát ở Việt Nam. Trên cơ sở kết quả phân tích thực nghiệm, bài viết sẽ có những đề xuất nhằm phát huy hơn nữa tính hiệu lực của chính sách tiền tệ trong việc hướng tới lạm phát mục tiêu ở Việt Nam.

## 2. Tổng quan nghiên cứu

### *Yếu tố chính ảnh hưởng tới lạm phát ở Việt Nam*

Các nghiên cứu gần đây về yếu tố tác động đến lạm phát đã đề cập tới chỉ số giá tiêu dùng, cung tiền, lãi suất, tỷ giá, sản lượng giá dầu, giá gạo thế giới,... Nghiên cứu của IMF (2003) phân tích vai trò của cung tiền đến lạm phát thông qua sử dụng mô hình tự hồi quy vector. Kết quả phân tích chỉ ra sự vận động nội tại là yếu tố quan trọng giải thích những biến động của lạm phát và từ đó có đề xuất sử dụng chính sách tiền tệ nhằm hướng tới lạm phát mục tiêu. IMF (2006) nghiên cứu vai trò của tiền tệ đối với lạm phát ở Việt Nam. Kết quả chỉ ra rằng tốc độ tăng cung tiền và tín dụng có quan hệ với nhau từ năm 2002. Lạm phát kỳ vọng và sản lượng có tác động đến lạm phát, còn các cú sốc về giá dầu và tỷ giá có ít vai trò trong việc giải thích biến động của lạm phát trong giai đoạn nghiên cứu. Hơn nữa, lạm phát ở Việt Nam thường kéo dài hơn các nước khác trong khu vực nên khi người dân kỳ vọng hơn về lạm phát thì việc kiểm soát nó trở nên khó khăn hơn.

Các yếu tố tác động tới lạm phát ở Việt Nam có thể tập trung ở mấy yếu tố chính. Camen (2006) đã sử dụng mô hình Tự hồi quy vector và chỉ ra rằng tổng tín dụng trong nền kinh tế giải thích tới 25% sự thay đổi của chỉ số giá tiêu dùng và là nhân tố chính gây ảnh hưởng đến lạm phát sau 24 tháng, tổng phương tiện thanh toán và lãi suất chỉ giải thích một phần rất nhỏ trong biến động của CPI (dưới 5%).

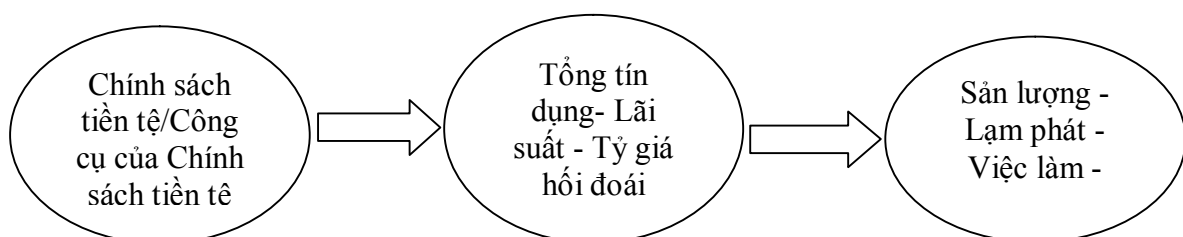
Nghiên cứu của Trương Văn Phước và Chu Hoàng Long (2005) đã sử dụng phương pháp Granger và chứng minh rằng các nhân tố quyết định lạm phát trong giai đoạn 1994-2004 là lạm phát ở các thời kỳ trước và sản lượng. Cung tiền không có ý nghĩa đối với lạm phát và tác động của giá dầu, giá gạo quốc tế cũng như mức chuyển tỷ giá vào lạm phát rất thấp. Lê Việt Hùng & Pfau (2008) nghiên cứu các cơ chế tác động của tiền tệ Việt Nam với số liệu từ quý II năm 1996 đến quý IV năm 2005 và chỉ ra rằng có mối quan hệ chặt chẽ giữa cung tiền và sản lượng thực tế nhưng không có mối quan hệ chặt chẽ giữa cung tiền và lạm phát. Phạm Thế Anh (2009) nghiên cứu các nhân tố quyết định lạm phát cho giai đoạn từ quý II 1998 đến quý IV năm 2008 với các yếu tố chỉ số giá tiêu dùng, cung tiền, lãi suất, tỷ giá, sản lượng công nghiệp. Một trong các phát hiện của nghiên cứu là vai trò quan trọng của tốc độ tăng cung tiền đến lạm phát (sau 3 kỳ) trong khi lãi suất đóng vai trò bị động. Nhiều kết quả thực nghiệm tương tự có thể được tìm thấy trong các nghiên cứu khác (Nguyễn Thùy Vinh & Fujita, 2007; UNDP, 2008).

### *Kênh truyền dẫn tiền tệ*

Chính sách tiền tệ được triển khai dựa trên hệ thống công cụ và sự điều chỉnh các công cụ này làm cung tiền M2 thay đổi. Tiếp đó, sự thay đổi cung tiền tác động tới lạm phát của chính sách tiền tệ. Theo Miller & Vanhose (2004), chính sách tiền tệ của một quốc gia gồm ba mục tiêu cuối cùng đó là sản lượng của nền kinh tế, lạm phát và việc làm. Công cụ của chính sách tiền tệ được sử dụng nhằm điều chỉnh tăng hoặc giảm cung tiền một cách linh hoạt nhằm đạt được các mục tiêu cuối cùng của chính sách tiền tệ đặt ra. Để đạt tới mục tiêu sau cùng là kiểm chế lạm phát, chính sách tiền tệ thường tác động qua các mục tiêu trung gian hay kênh truyền dẫn. Ngoài kênh truyền dẫn truyền thống là lãi suất theo trường phái kinh tế học Keynes, Mishkin (2004) còn phát triển các kênh truyền dẫn tiền tệ thông qua các kênh khác như: tổng tín dụng, tổng tài sản và tỷ giá hối đoái. Quá trình này có thể được mô tả ở hình 1.

Mục tiêu cuối cùng của chính sách tiền tệ là đạt được mục tiêu quốc gia, đó là việc làm, sản lượng

**Hình 1: Kênh tác động tới biến mục tiêu của chính sách tiền tệ**



và mức giá hay tỷ lệ lạm phát. Tuy nhiên Ngân hàng trung ương có thể không đạt được mục đích này một cách trực tiếp thông qua các công cụ của chính sách tiền tệ đó là những biến có thể tác động một cách trực tiếp. Thông qua các kênh truyền dẫn dựa trên các biến chỉ dẫn cung cấp những thông tin thời điểm hiện tại và tương lai của nền kinh tế, Ngân hàng trung ương có thể sử dụng các công cụ để đạt được mục tiêu cuối cùng.

### Mô hình phương trình cấu trúc

Mô hình phương trình cấu trúc là một mô hình được sử dụng để phân tích mối quan hệ có tính nhân quả phức tạp dạng mạng. Đây là sự mở rộng của mô hình tuyến tính tổng quát cho phép ước lượng và kiểm định một tập hợp phương trình hồi quy đồng thời. Mô hình cũng cho phép ước lượng đồng thời nhiều phương trình với nhiều biến phụ thuộc khác nhau trong một chuỗi các mối quan hệ nhân quả. Sự truyền dẫn tiền tệ từ chính sách tiền tệ tới mục tiêu cuối cùng của chính sách tiền tệ thông qua các kênh trung gian và đây chính là đối tượng có thể vận dụng mô hình phương trình cấu trúc để ước lượng và đo lường tác động nhân quả của các yếu tố từ chính sách tiền tệ tới mục tiêu cuối cùng của chính sách tiền tệ.

Mô hình phương trình cấu trúc được sử dụng rộng rãi trong nhiều lĩnh vực như quản lý, kinh doanh, xã hội học, tâm lý học (xem thêm trong tổng quan của Phạm Đức Kỳ, 2015). Các mô hình phương trình cấu trúc không nhất thiết phải tuyến tính. Do vậy, đây là một kỹ thuật mô hình thống kê tổng quát, được sử dụng rộng rãi trong khoa học nghiên cứu hành vi. Nó có thể được xem là sự kết hợp của phân tích nhân tố và hồi quy hay phân tích đường dẫn.

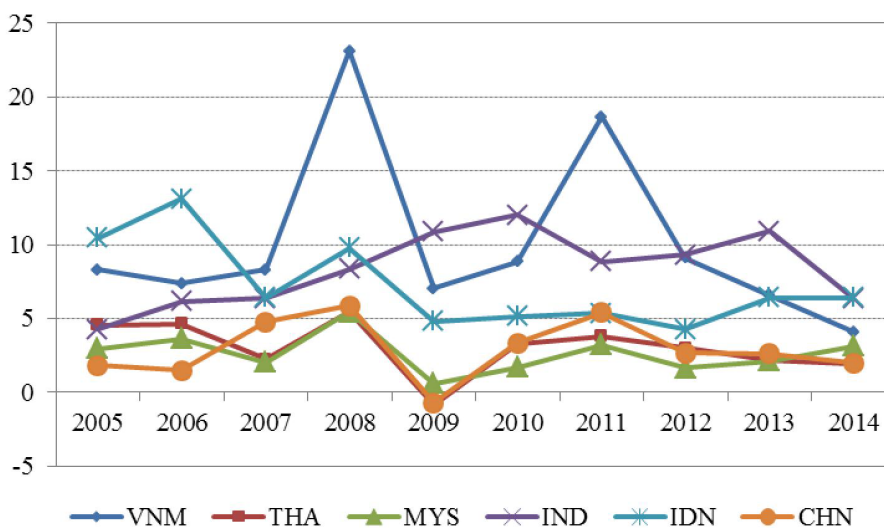
## 3. Mối quan hệ giữa cung tiền và lạm phát ở Việt Nam

### 3.1. Diễn biến lạm phát Việt Nam gần đây

Chính sách đổi mới đã giúp nền kinh tế Việt Nam có sự phát triển đột phá và đạt được những thành tựu đáng khích lệ như: tốc độ tăng trưởng kinh tế ở mức cao (khoảng 7% trong giai đoạn đổi mới đến nay), giảm tỷ lệ đói nghèo trong dân cư xuống mức thấp, đời sống của người dân được nhiều cải thiện so với cách đây hơn 30 năm, và Việt Nam đã trở thành nước có nhập trung bình. Tuy nhiên, thực tế cho thấy nền kinh tế Việt Nam đang phải đối mặt với nhiều khó khăn như tình trạng lạm phát kinh niên, tình trạng thâm hụt thương mại và nợ chính phủ cũng như nợ quốc gia tăng cao. Một vấn đề khó khăn hiện nay đối với nền kinh tế Việt Nam chính là tình trạng kiểm soát và kiềm chế lạm phát vẫn chưa có được kết quả vững chắc. Điều này đặt vấn đề cho công tác điều hành chính sách tiền tệ một cách thích hợp nhằm vừa thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và vừa kiềm chế lạm phát ở mức độ phù hợp. Trong khoảng thời gian từ năm 2005 đến 2014 xảy ra khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu đã tác động lớn đến nền kinh tế Việt Nam, khiến cho Lạm phát ở Việt Nam có sự biến động rất khó lường và có chiều hướng mất ổn định hơn và ở mức cao so với các nước trong khu vực. Hình 2 so sánh tương quan lạm phát của Việt Nam và một số quốc gia ASEAN. Chiều hướng biến động này liên quan đến cung tiền và tín dụng trong giai đoạn này.

Hình 2 cho thấy lạm phát của Việt Nam luôn cao hơn lạm phát ở các nước ASEAN trong những năm gần đây. Hình 2 còn cho thấy lạm phát ở nước ta dường như mang tính chu kỳ: cứ hai năm lạm phát thấp lại đến một năm lạm phát cao nhưng từ năm

Hình 2: Lạm phát Việt Nam và một số nước ASEAN, 2005-2014



Nguồn: World Development Indicators, 2014

2012 trở lại đây lạm phát ở nước ta có xu hướng thấp. Điều này đặt vấn đề nghiêm túc cho việc nghiên cứu và áp dụng chính sách tiền tệ nhằm đạt lạm phát mục tiêu trong bối cảnh Việt Nam.

### 3.2. Công cụ chính sách tiền tệ và mục tiêu lạm phát

Phần này mô tả cơ chế tác động qua các kênh truyền dẫn tiền tệ từ chính sách tiền tệ tới lạm phát ở Việt Nam trong thời gian qua, với số liệu minh chứng được tổng hợp từ Quỹ Tiền tệ Quốc tế, Tổng cục Thống kê...

#### Kênh lãi suất

Ảnh hưởng của sự biến đổi cung tiền đến lạm phát trước hết được truyền dẫn qua kênh lãi suất. Theo Keynes, khi lượng tiền cung ứng tăng thêm sẽ làm giảm lãi suất, tăng tổng cầu và cuối cùng làm tăng mức giá chung của nền kinh tế. Về mặt lý thuyết, lãi suất danh nghĩa và lạm phát có mối quan hệ cùng chiều. Khi lạm phát tăng thì lãi suất danh nghĩa tăng để đảm bảo mức lãi suất thực được chấp nhận bởi các chủ thể trong nền kinh tế. Triển vọng của lãi suất thực có ảnh hưởng đến các kỳ vọng và hoạt động chi tiêu và đầu tư. Sau khi xác định được các kỳ vọng lạm phát, nếu người tiêu dùng tin rằng lãi suất tiết kiệm sẽ không thay đổi hoặc tăng rất thấp, nghĩa là lãi suất thực sẽ âm thì họ sẽ có khuynh hướng rút tiền gửi tiết kiệm và đầu tư vào bất động sản hoặc chứng khoán để bảo vệ sức mua. Điều này sẽ tạo nên bong bóng trên thị trường bất động sản và làm cho CPI có xu hướng tăng lên, cho nên, lãi suất thực là một biến số quan trọng, ảnh hưởng trực tiếp đến quyết định tiêu dùng, đầu tư của các chủ thể trong nền kinh tế, đây cũng là biến số tác động đến kỳ vọng lạm phát. Do vậy, Ngân hàng trung ương các nước thường kiểm soát kỳ vọng lạm phát thông qua lãi suất thực. Thông thường, Ngân hàng trung ương sẽ bắt đầu tăng tỷ lệ lãi suất dần dần khi lạm phát tiến gần tới lãi suất tiền gửi danh nghĩa. Tức là

Ngân hàng trung ương sẽ có xu hướng duy trì chính sách lãi suất thực dương. Điều này sẽ làm hạn chế kỳ vọng của thị trường về lãi suất thực âm và tăng giá của tài sản. Ngoài ra, sự tăng lên của lãi suất chính thức của Ngân hàng Nhà nước có thể ảnh hưởng mạnh đến giảm phát khi:

- Sự thay đổi lãi suất chính thức của Ngân hàng trung ương có tác động nhanh, mạnh đến sự thay đổi lãi suất trong nền kinh tế và tỷ giá hối đoái. Điều này càng đúng hơn trong nền kinh tế có hệ thống tài chính mở và cạnh tranh hơn, khi đó nhiều hợp đồng được ký kết trên cơ sở lãi suất thả nổi hơn là trên cơ sở lãi suất cố định, lúc đó những thay đổi trong lãi suất chính thức càng có ảnh hưởng đến lãi suất khác và tỷ giá.

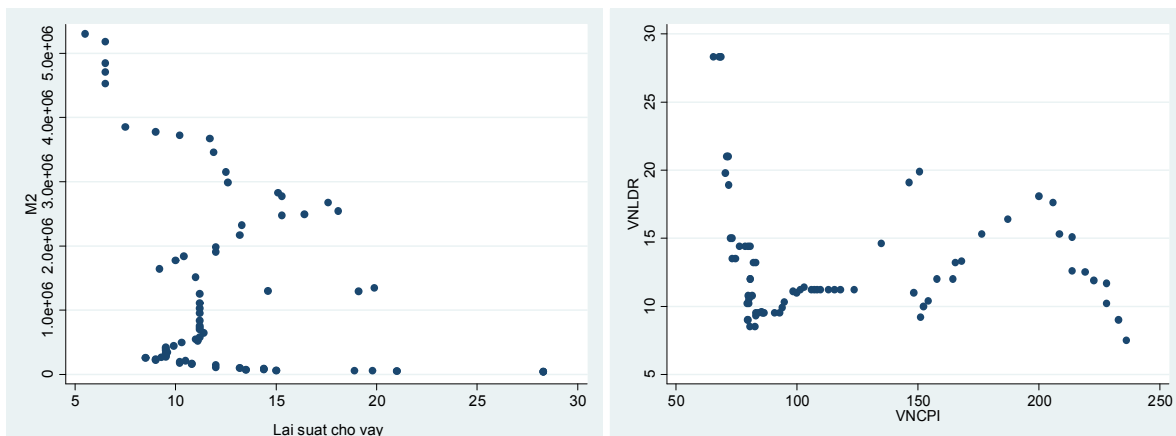
- Cầu của người cư trú về tài sản nợ ròng trong nước, và cầu của người nước ngoài với tài sản trong nước là nhạy cảm với những thay đổi trong lãi suất.

- Tài sản nợ tài chính ở mức lớn so với GDP. Tỷ lệ này tăng lên khi tự do hoá tài chính (mặt khác tự do hoá tài chính cũng đưa đến việc tăng tài sản tài chính. Tuy nhiên, những minh chứng từ nhiều nước phát triển gợi ý rằng việc xoá bỏ kiểm soát khối lượng dẫn đến việc tăng tài sản nợ hơn tài sản có).

- Đối với những nước hoặc những khu vực có tài sản nợ tài chính vượt tài sản có thể hiện ở ảnh hưởng thu nhập (-) hơn là ảnh hưởng (+). Ví dụ, chính sách tiền tệ thắt chặt trong trường hợp nợ ròng theo lãi suất thả nổi của các hộ gia đình là lớn hơn mức nợ ròng theo lãi suất thả nổi của các doanh nghiệp sẽ có ảnh hưởng lớn đến sự giảm giá của hàng hoá bán lẻ hơn là đến các hàng hoá đầu tư. Ngược lại, nếu nợ ròng của các hộ gia đình theo lãi suất thả nổi nhỏ hơn nợ ròng theo lãi suất thả nổi của doanh nghiệp thì sẽ ảnh hưởng đến việc giảm giá của hàng hoá bán lẻ ít hơn đến hàng hoá đầu tư.

Tuy nhiên, thời gian qua, lãi suất huy động và cho

**Hình 3: Quan hệ giữa cung tiền - lãi suất - lạm phát theo quý, 1995-2015**



Nguồn: Tác giả tổng hợp từ số liệu IFS-IMF: Hệ thống cơ sở dữ liệu các chỉ tiêu tài chính của Quỹ tiền tệ quốc tế



vay không có mối quan hệ chặt chẽ với cung tiền do cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước. Kết quả này thể hiện rõ trong Hình 3.

Kết quả phân tích tác động của kênh truyền dẫn lãi suất tới chỉ số giá tiêu dùng được thể hiện trong Hình 3 (bên phải) cho thấy có mối quan hệ giữa lãi suất và chỉ số giá tiêu dùng. Kết quả này sẽ được kiểm định thông qua mô hình phương trình cấu trúc ở phần sau.

#### Kênh tỷ giá hối đoái

Tác động của chính sách tiền tệ tới lạm phát còn được truyền dẫn qua kênh tỷ giá hối đoái. Thực tế, nếu tỷ giá bình quân liên ngân hàng USD/VND tăng lên cũng làm tăng lạm phát. Khi cung tiền tăng lên làm lãi suất giảm và làm tăng tổng cầu và đẩy mức giá lên cao. Điều này làm tăng tới tỷ giá hối đoái. Thực tế diễn biến của cung tiền và tỷ giá hối đoái giữa tiền đồng và đô la Mỹ đã tăng mạnh trong thời gian từ những năm 1990 cho tới nay. Mối quan hệ này được tìm thấy cả trong lý thuyết và thực nghiệm ở Việt Nam.

Kết quả phân tích mô tả cho thấy mối quan hệ tích cực giữa tỷ giá hối đoái và chỉ số giá tiêu dùng ở Việt Nam. Khi tỷ giá hối đoái tăng sẽ đẩy lạm phát tăng theo. Kết quả thực nghiệm này sẽ được kiểm định ở phần sau thông qua kết quả ước lượng từ mô hình phương trình cấu trúc.

#### Kênh giá cả tài sản

Mặc dù thị trường chứng khoán mới hoạt động hơn 10 năm nhưng nó thể hiện khá tốt vai trò truyền dẫn của mình tới các mục tiêu cuối cùng của nền kinh tế. Theo đó, kênh tài sản truyền tải chính sách tiền tệ tới các mục tiêu cuối cùng thông qua cơ chế như sau:

Về mặt lý thuyết, chính sách tiền tệ nới lỏng làm giảm lãi suất, khiến cho giá tài sản tăng, giúp cho thu nhập trong tương lai của người nắm giữ tài sản

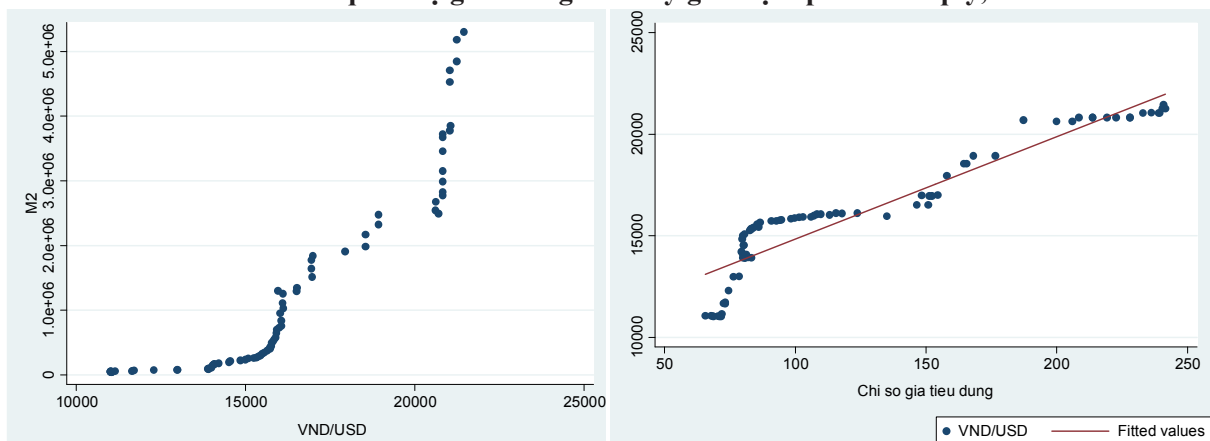
tăng. Do đó, nó khuyến khích người dân chi tiêu, đầu tư, khiến cầu chứng khoán tăng và giá chứng khoán cũng tăng lên. Như vậy, cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản cũng đã phát huy được hiệu lực trong điều kiện tại Việt Nam. Mặt khác, chính sách tiền tệ mở rộng thông qua tăng lượng cung tiền M2 hoặc giảm lãi suất điều hành, giá cổ phiếu có xu hướng tăng lên làm tăng chỉ số Tobin-Q và nhu cầu đầu tư mới, tăng tổng cầu và cuối cùng là mức giá chung của nền kinh tế.

#### Kênh tín dụng

Chính sách tiền tệ có thể tác động đến lạm phát thông qua cơ chế tác động của Keynes. Kênh tín dụng đóng vai trò quan trọng trong truyền dẫn chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước khi thị trường vốn cho truyền dẫn qua kênh lãi suất và tài sản, còn kênh tỷ giá chưa phát huy hiệu quả khi Việt Nam theo đuổi một cơ chế tỷ giá tương đối cứng nhắc. Tốc độ tăng trưởng tín dụng cao hay thấp cũng quyết định đến việc thực hiện mục tiêu thúc đẩy tăng trưởng kinh tế hay lạm phát của Ngân hàng Nhà nước. Khi cung tiền tăng lên khiến cho lãi suất có xu hướng giảm, và nhu cầu đầu tư hoặc tiêu dùng tăng cao khiến các ngân hàng đẩy mạnh cho vay. Khi tổng tín dụng tăng nhanh trong ngắn hạn có thể tạo sức ép tới mức giá chung của nền kinh tế. Thực tế điều hành chính sách tiền tệ của Việt Nam cho thấy rõ điều này.

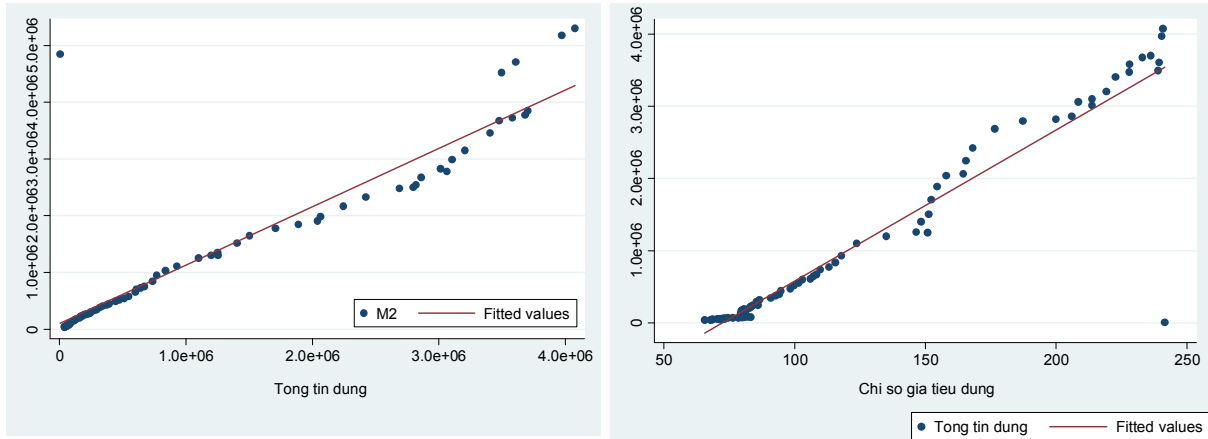
Hình 5 thể hiện mối quan hệ đồng biến giữa cung tiền M2 và tổng tín dụng ở Việt Nam. Khả năng và mong muốn cấp tín dụng của hệ thống tài chính đã giảm sút là do nợ quá hạn, nợ xấu gia tăng đáng kể trong khi dự phòng rủi ro của hệ thống tương đối thấp và tạo nên áp lực trích lập dự phòng rủi ro. Mức độ truyền dẫn qua kênh tín dụng cho thấy hiệu lực của chính sách tiền tệ thắt chặt đã làm giảm khả năng và mong muốn cấp tín dụng của hệ thống tài chính. Những đặc điểm về ổn định cơ cấu nguồn

Hình 4: Chuỗi quan hệ giữa cung tiền - tỷ giá - lạm phát theo quý, 1995-2015



Nguồn: Tác giả tổng hợp từ số liệu IFS-IMF: Hệ thống cơ sở dữ liệu các chỉ tiêu tài chính của Quỹ tiền tệ quốc tế

**Hình 5: Chuỗi quan hệ giữa cung tiền - tổng tín dụng - lạm phát theo quý, 1995-2015**



*Nguồn: Tác giả tổng hợp từ số liệu IFS-IMF: Hệ thống cơ sở dữ liệu các chỉ tiêu tài chính của Quỹ tiền tệ quốc tế*

vốn, chất lượng tài sản có xu hướng làm cho những ảnh hưởng từ việc thắt chặt tiền tệ có tính lâu dài hơn và gây ra nhiều rủi ro như sự mất ổn định trong hệ thống tài chính và làm giảm vai trò tín dụng đối với nền kinh tế.

**Công cụ của chính sách tiền tệ và lạm phát**

Hình 6 biểu diễn mối quan hệ giữa cung tiền và chỉ số giá tiêu dùng của Việt Nam theo quý từ năm 1995 đến 2015. Kết quả cho thấy khi cung tiền tăng lên, chỉ số giá tiêu dùng tăng theo và cách thức gia tăng chỉ số giá tiêu dùng là khá đồng đều với sự gia tăng của cung tiền.

Diễn biến của CPI có mối quan hệ chặt chẽ cùng chiều với cung tiền M2 ở Việt Nam. Trong thực tế, sự biến động của chỉ số giá tiêu dùng chịu sự tác động của nhiều yếu tố, cả trong ngắn hạn và dài hạn. Tuy nhiên, nếu giả định rằng các yếu tố khác là thay đổi theo xu thế chung thì quan hệ đồng biến giữa CPI và M2 là khá rõ ràng. Như vậy, có thể thấy công cụ của chính sách tiền tệ hướng tới điều chỉnh tăng

giảm cung tiền. Khi cung tiền thay đổi sẽ tác động tới lạm phát thông qua bốn kênh chính là lãi suất, tỷ giá, tổng tín dụng và tài sản.

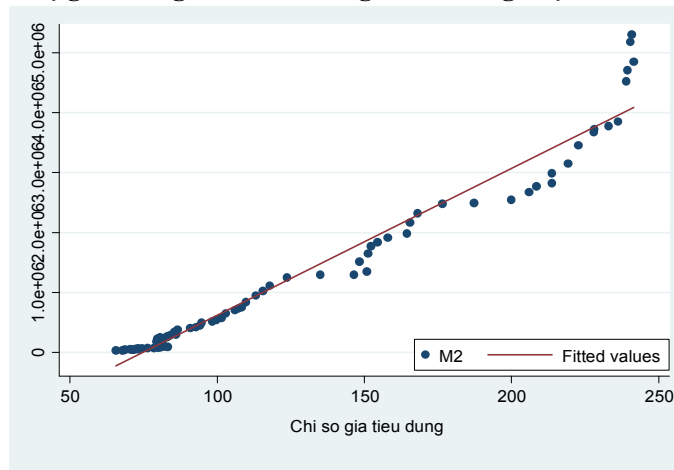
**4. Số liệu, phương pháp và kết quả ước lượng**  
**4.1. Số liệu**

Số liệu sử dụng trong nghiên cứu này được thu thập từ Hệ thống cơ sở dữ liệu các chỉ tiêu tài chính của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IFS-IMF), Tổng Cục Thống kê,... Số liệu được thu thập theo các quý trong năm từ quý 1-1995 tới quý 1-2015 với 81 quan sát nhằm mô tả diễn biến của các kênh truyền dẫn tiền tệ theo thời gian. Lạm phát được tính toán dựa trên chỉ số giá tiêu dùng thu thập bởi Tổng cục thống kê; các biến khác như lãi suất, tỷ giá trung bình theo quý, tổng dư nợ tín dụng trong nền kinh tế, và cung tiền M2 được thu thập từ Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IFS-IMF). Giá trị thống kê của các biến được mô tả trong Bảng 1.

**4.2. Phương pháp nghiên cứu**

Nghiên cứu này sử dụng Mô hình phương trình

**Hình 6: Mối quan hệ giữa cung tiền và chỉ số giá tiêu dùng Việt Nam theo quý, 1995-2015**



*Nguồn: Tác giả tổng hợp từ số liệu IFS-IMF: Hệ thống cơ sở dữ liệu các chỉ tiêu tài chính của Quỹ tiền tệ quốc tế*

**Bảng 1: Mô tả mẫu nghiên cứu**

| Các biến trong mô hình |         | Giá trị trung bình | Giá trị nhỏ nhất | Giá trị lớn nhất |
|------------------------|---------|--------------------|------------------|------------------|
| Chỉ số CPI trong nước  | Ln(CPI) | 4,7                | 4,2              | 5,5              |
| Cung tiền M2           | Ln(M2)  | 13,1               | 10,5             | 15,5             |
| Tổng dư nợ tín dụng    | Ln(CRD) | 12,9               | 8,2              | 15,2             |
| Lãi suất 3 tháng VND   | LSCV    | 12,8               | 5,5              | 28,3             |
| Tỷ giá VND/USD         | Ln(EX)  | 9,7                | 9,3              | 10,0             |

cấu trúc (SEM) nhằm ước lượng mối quan hệ giữa công cụ của chính sách tiền tệ (M2) và mục tiêu của chính sách tiền tệ (lạm phát mục tiêu) thông qua các kênh truyền dẫn. Theo Kline (2011), mô hình phương trình cấu trúc rất thích hợp cho việc phân tích tác động truyền dẫn như trong trường hợp này. Quá trình truyền dẫn tiền tệ trong chính sách tiền tệ được mô tả qua Hình 7.

Mô hình phương trình cấu trúc này được mô tả bằng hệ phương trình đồng thời có dạng như sau:

$$\begin{cases} LSCV = \alpha_0 + \alpha_1 M2 + \varepsilon_1 \\ EX = \beta_0 + \beta_1 M2 + \varepsilon_2 \\ CRD = \gamma_0 + \gamma_1 M2 + \varepsilon_3 \\ CPI = \theta_0 + \theta_1 LSCV + \theta_2 EX + \theta_3 CRD + \varepsilon_4 \end{cases}$$

trong đó, các biến được định nghĩa và mô tả chi tiết trong Bảng 1.

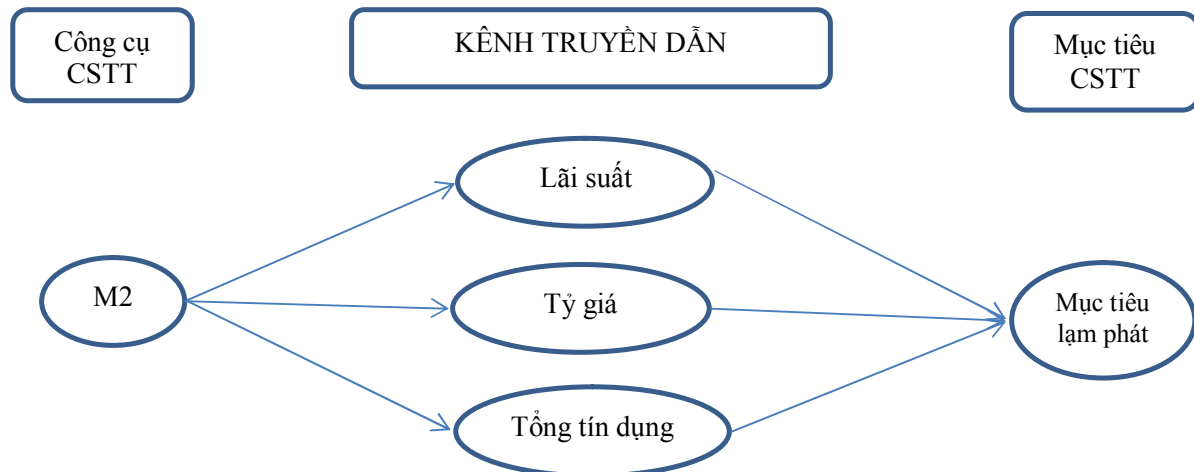
Mô hình hệ phương trình cấu trúc này được ước lượng bằng Phương pháp ước lượng hợp lý tối đa (MLE). Kết quả ước lượng cho biết mức độ ảnh hưởng của chính sách tiền tệ đến mục tiêu cuối cùng của chính sách tiền tệ thông qua các kênh truyền dẫn như lãi suất, tỷ giá và tổng tín dụng.

#### 4.3. Kết quả phân tích SEM

Với số liệu được thu thập từ Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF), Tổng cục Thống kê, bài viết này đã chỉ ra cung tiền tác động tới lạm phát ở Việt Nam thông qua ba kênh chính. Kết quả ước lượng SEM tác động của cung tiền M2 đến các kênh truyền dẫn tiền tệ được mô tả trong bảng 2.

Như trên đã phân tích, kết quả ước lượng chỉ ra rằng khi cung tiền M2 có tác động đến lãi suất những tác động là rất nhỏ. Đó là do cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước. Luật ngân

**Hình 7: Mô hình SEM đo lường tác động của cung tiền M2 tới lạm phát**



**Bảng 2: Tác động của cung tiền M2 tới kênh tác động**

|                      | Hệ số tác động | Giá trị P-value |
|----------------------|----------------|-----------------|
| M2 tới lãi suất      | 0.0000***      | 0.002           |
| M2 tới tỷ giá        | 0.0019***      | 0.000           |
| M2 tới tổng tín dụng | 0.8115***      | 0.000           |

Ghi chú: \*\*\* mức ý nghĩa 1%; \*\* mức ý nghĩa 5%, \* mức ý nghĩa 10%.

**Bảng 3: Kết quả ước lượng tác động của các kênh truyền dẫn đến các biến lạm phát**

|                             | Hệ số tác động | Giá trị P-value |
|-----------------------------|----------------|-----------------|
| Lãi suất tới CPI            | 1.22910***     | 0.003           |
| Tỷ giá tới CPI              | 0.01124***     | 0.000           |
| Tổng dư nợ tín dụng tới CPI | 0.00002***     | 0.000           |

*Ghi chú: \*\*\* mức ý nghĩa 1%; \*\* mức ý nghĩa 5%, \* mức ý nghĩa 10%.*

hàng nhà nước (01/10/1998) quy định tại Điều 18: "Ngân hàng Nhà nước công bố lãi suất cơ bản và lãi suất tái cấp vốn" và tại Điều 19 quy định: "lãi suất cơ bản là lãi suất do Ngân hàng Nhà nước công bố để các tổ chức tín dụng ấn định lãi suất kinh doanh". Mặc dù lãi suất đã được điều chỉnh theo diễn biến thị trường tiền tệ và kinh tế vĩ mô nhưng Ngân hàng Nhà nước đã sử dụng trần lãi suất và thiết lập hành lang lãi suất thị trường liên ngân hàng trong một số giai đoạn nhất định. Như vậy, có thể thấy lãi suất ở Việt Nam chỉ mới đang được điều chỉnh dần theo tín hiệu của thị trường, hay chưa có một thị trường tiền tệ cạnh tranh.

Cung tiền M2 tác động cùng chiều tới tỷ giá và tổng dư nợ tín dụng và các tác động này có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Cung tiền tăng đều làm tăng lãi suất, tỷ giá và tổng tín dụng ở các mức độ khác nhau. Tốc độ tăng trưởng tín dụng cao hay thấp cũng quyết định đến việc thực hiện mục tiêu thúc đẩy tăng trưởng kinh tế hay kiềm chế lạm phát của Ngân hàng Nhà nước. Mặc dù kênh tín dụng đã phát huy được vai trò truyền tải chính sách tiền tệ nhưng trong một số giai đoạn, từ năm 2011 trở lại đây, hiệu quả truyền tải của kênh này bị giảm đi đáng kể. Có thể thấy, mối tương quan rất cao giữa lượng cung tiền và tổng dư nợ tín dụng trong nền kinh tế trong thời gian từ 1995 đến 2015. Các nghiên cứu thực nghiệm trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam đã phân nào chứng minh điều đó. Mặc dù, tỷ giá hối đoái giữa VND và các ngoại tệ chuyển đổi mạnh khác được công bố bởi Ngân hàng Nhà nước nhưng tỷ giá vẫn có sự quản lý chính sách tỷ giá theo xu hướng biến động của thị trường trong giới hạn nhất định. Điều này một phần khiến cho chính sách tỷ giá phục vụ tốt hơn cho mục tiêu tăng trưởng và kiềm chế lạm phát ở Việt Nam.

Vấn đề tiếp theo là nghiên cứu tác động của các kênh truyền dẫn này tới mục tiêu chính sách tiền tệ là lạm phát. Kết quả ước lượng bằng mô hình SEM được trình bày trong bảng 3 (kết quả ước lượng đầy đủ trong phụ lục 1).

Kết quả ước lượng chỉ ra rằng kênh truyền dẫn lãi suất, tỷ giá và tổng dư nợ đều có tác động tích cực

đến chỉ số giá tiêu dùng ở mức ý nghĩa 1%. Kênh lãi suất tác động khá mạnh và có mối quan hệ cùng chiều đến chỉ số giá tiêu dùng. Điều này có nghĩa là, chính sách tiền tệ được thực thi ở Việt Nam hướng tới kiểm soát lạm phát chủ yếu được thực hiện thông qua kênh lãi suất và tỷ giá; nhưng việc sử dụng công cụ này có độ trễ lớn ở Việt Nam trong thời gian vừa qua. Kênh tỷ giá có tác động nhất định tới lạm phát ở Việt Nam, tùy thuộc vào từng thời kỳ cho thấy sự tác động này có thể nhiều hay ít. Việc duy trì tỷ giá danh nghĩa ổn định, ít biến động là một nỗ lực rất lớn của Ngân hàng Nhà nước trong việc ổn định thị trường tiền tệ và giá trị đồng VND, nhưng kết quả là lạm phát ở Việt Nam vẫn ở mức cao và không ổn định. Chính vì vậy, chính sách tỷ giá thời gian qua đã lấy nguyên tắc ổn định và linh hoạt làm nền tảng. Nhờ đó, niềm tin vào VND của các doanh nghiệp Việt Nam hay doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài đã được củng cố và sự ổn định tỷ giá đã được củng cố, sự ổn định của tỷ giá hối đoái đã giúp cho các doanh nghiệp trong việc lập kế hoạch sản xuất kinh doanh hàng năm. Trong thời gian tới việc điều hành chính sách tỷ giá phải được Ngân hàng Nhà nước tính toán kỹ các tác động giữa tỷ giá và lạm phát để góp phần kiềm chế lạm phát nhằm đạt mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô mà Chính phủ đã đề ra.

Còn kênh truyền dẫn thông qua tín dụng mặc dù là một kênh truyền dẫn quan trọng từ công cụ của chính sách tiền tệ tới biến mục tiêu lạm phát của chính sách tiền tệ ở Việt Nam và có tác động cùng chiều tới lạm phát nhưng mức độ truyền tải được tác động từ chính sách tiền tệ thấp hơn trong thời điểm hiện nay. Với mức cung tiền và tăng trưởng tín dụng như hiện nay, tiền tệ không còn gây áp lực đến gia tăng lạm phát. Điều này hàm ý rằng, các biện pháp quản lý kênh truyền dẫn là lãi suất và tỷ giá ở Việt Nam có thể được coi là những giải pháp ưu tiên trong việc sử dụng công cụ chính sách tiền tệ nhằm đảm bảo lạm phát mục tiêu của Ngân hàng Nhà nước.

### 5. Kết luận và đề xuất

Bài viết này đề cập tới mối quan hệ của cung tiền với lạm phát ở Việt Nam. Trên cơ sở kênh truyền dẫn tiền tệ, mô hình phương trình cấu trúc được sử



dụng để mô tả chuỗi tác động liên hoàn từ cung tiền tới kênh truyền dẫn và từ kênh truyền dẫn tới lạm phát. Áp dụng số liệu theo quý từ năm 1995 đến 2015, kết quả nghiên cứu cho thấy công cụ chính sách tiền tệ tác động tích cực tới chỉ số giá tiêu dùng của Việt Nam thông qua các kênh truyền dẫn, đặc biệt là kênh lãi suất và tỷ giá. Kênh truyền dẫn tổng tín dụng có tác động thuận chiều với chỉ số giá tiêu dùng, nhưng trong thời gian hiện nay tác động là khá nhỏ. Điều này thể hiện hiệu lực của chính sách tiền tệ nhằm hướng tới lạm phát ở Việt Nam vẫn chủ yếu được thực hiện qua hai kênh lãi suất và tỷ giá. Kết quả này dường như là một dẫn chứng ủng hộ việc quản lý lãi suất và tỷ giá của Ngân hàng Nhà nước nhằm hướng tới lạm phát mục tiêu ở nước ta.

Dựa trên kết quả nghiên cứu thực nghiệm này, để chính sách tiền tệ phát huy hơn nữa vai trò trong việc hướng tới mục tiêu lạm phát đề ra, bài viết đưa ra một số đề xuất sau:

*Thứ nhất*, công tác điều hành chính sách tiền tệ cần chủ động và đặt trong một bối cảnh mang tính hệ thống. Chính sách tiền tệ được truyền dẫn qua nhiều kênh khác nhau và mỗi kênh có tác động tới mục tiêu lạm phát rất khác biệt. Chính vì vậy, việc nghiên cứu phục vụ cho điều hành chính sách tiền tệ cần linh hoạt đảm bảo có thể hỗ trợ các mục tiêu khác nhưng không ảnh hưởng đến mục tiêu lạm phát.

*Thứ hai*, chính sách tỷ giá và tín dụng cần được nghiên cứu điều chỉnh nhằm tăng cường sự truyền dẫn từ công cụ của chính sách tiền tệ tới lạm phát. Tỷ giá cần được điều chỉnh theo hướng biến tỷ giá thành một kênh truyền dẫn tác động của chính sách tiền tệ tới lạm phát. Điều này có thể thực hiện bằng cách thị trường hóa dần tỷ giá từng bước. Còn đối với tín dụng cần tiếp tục nghiên cứu kênh truyền dẫn này để có điều hành linh hoạt vừa đảm bảo mục tiêu tăng trưởng kinh tế vừa hướng tới đạt được mục tiêu lạm phát.

*Thứ ba*, kênh tài sản hiện nay chưa có được số liệu đánh giá mang tính kiểm chứng nên chưa có được kết quả tổng hợp khách quan về mối quan hệ của chính sách tiền tệ với lạm phát mục tiêu. Cần tiến hành các nghiên cứu mang tính kiểm định thực nghiệm để cung cấp các dẫn chứng cho việc thực thi chính sách tiền tệ đối hướng tới đạt được lạm phát thông qua kênh truyền dẫn tài sản.

*Thứ tư*, thực hiện các giải pháp điều hành tín dụng theo hướng mở rộng tín dụng đi đôi với kiểm soát chất lượng tín dụng. Kết quả từ mô hình SEM và phân tích thống kê cho thấy tổng tín dụng tác động tới chỉ số giá tiêu dùng ở Việt Nam là rất nhỏ. Vì vậy, có thể thực hiện chính sách tín dụng hướng tới mục tiêu tăng trưởng kinh tế trong chừng mực đảm bảo mục tiêu lạm phát ở Việt Nam. □

**Phụ lục 1: Kết quả ước lượng bằng mô hình phương trình cấu trúc**

|                   | OIM       |           | z     | P> z  | [95% Conf. Interval] |           |
|-------------------|-----------|-----------|-------|-------|----------------------|-----------|
|                   | Coef.     | Std. Err. |       |       |                      |           |
| <b>Structural</b> |           |           |       |       |                      |           |
| vnldr <-          |           |           |       |       |                      |           |
| vnm2              | -1.10e-06 | 3.53e-07  | -3.10 | 0.002 | -1.79e-06            | -4.03e-07 |
| _cons             | 14.15144  | .6740772  | 20.99 | 0.000 | 12.83028             | 15.47261  |
| vnexr <-          |           |           |       |       |                      |           |
| vnm2              | .0019368  | .0001044  | 18.55 | 0.000 | .0017321             | .0021414  |
| _cons             | 13705.16  | 199.1539  | 68.82 | 0.000 | 13314.83             | 14095.49  |
| vnocrd <-         |           |           |       |       |                      |           |
| vnm2              | .8114614  | .0401001  | 20.24 | 0.000 | .7328667             | .890056   |
| _cons             | 99978.57  | 76486.13  | 1.31  | 0.191 | -49931.49            | 249888.6  |
| vnncpi <-         |           |           |       |       |                      |           |
| vnldr             | 1.229096  | .4157841  | 2.96  | 0.003 | .414174              | 2.044018  |
| vnexr             | .0112397  | .0013506  | 8.32  | 0.000 | .0085925             | .0138869  |
| vnocrd            | .0000194  | 2.94e-06  | 6.61  | 0.000 | .0000137             | .0000252  |
| _cons             | -93.11932 | 22.67286  | -4.11 | 0.000 | -137.5573            | -48.68134 |
| <b>Variance</b>   |           |           |       |       |                      |           |
| e.vnldr           | 21.0969   | 3.315058  |       |       | 15.50477             | 28.70596  |
| e.vnexr           | 1841522   | 289367.2  |       |       | 1353391              | 2505707   |
| e.vnocrd          | 2.72e+11  | .         |       |       | .                    | .         |
| e.vnncpi          | 190.1949  | 29.88625  |       |       | 139.7802             | 258.7929  |

## Tài liệu tham khảo

- Camen, U. (2006), 'Monetary Policy in Vietnam: The Case of a Transition Country', *BIS Working Paper No. 31*. Bank for International Settlement, Basel.
- IMF (2003), *Vietnam: Statistical Appendix*, IMF Country Report No. 03/382, International Monetary Fund.
- IMF (2006), *Vietnam: Statistical Appendix*, IMF Country Report No. 06/52, International Monetary Fund;
- Kline, R.B. (2011), *Principles and practice of structural equation modeling*, 3<sup>rd</sup> ed, New York: The Guilford Press.
- Lê Việt Hùng & W. Pfau (2008), *VAR Analysis of the Monetary Transmission Mechanism in Vietnam*, <http://ssrn.com/abstract=1257854>.
- Miller, R. & D. Vanhoose (2004), *Money Banking and Financial market*, Thomson SouthWestern Press
- Mishkin, F.S (2004), 'The Economics of Money, Banking, and Financial Markets', Columbia University.
- Nguyễn Thùy Vinh & S. Fujita (2007), 'The Impact of Real Exchange Rate on Output and Inflation in Vietnam: A VAR Approach', *Discussion Paper No. 0625*.
- Phạm Đức Kỳ (2015), *Cơ sở lý thuyết của mô hình mạng (SEM)*, truy cập ngày 20/10/2015, từ [http://www.mba-15.com/view\\_news.php?id=774](http://www.mba-15.com/view_news.php?id=774) www.mba-15.com
- Phạm Thế Anh (2009), *Xác định các nhân tố quyết định lạm phát Việt Nam*, Tạp chí *Kinh tế và phát triển*, số 150, truy cập ngày 20/10/2015, từ <http://ktpt.edu.vn/website/magazine2.aspx>."
- Trương Văn Phước & Chu Hoàng Long (2005), 'Chỉ số giá tiêu dùng Việt Nam và các yếu tố tác động: Phương pháp tiếp cận định lượng', *Thông tin Khoa học Thống kê*, số 4/2005.
- UNDP (2008), 'Food Inflation in Vietnam: Analysis of Trends and Policy Implications', *Research Paper*.

---

## Thông tin tác giả:

### \*Cao Thị Ý Nhi, Tiến sỹ

- Tổ chức tác giả công tác: Viện Ngân hàng Tài chính- Đại học Kinh tế quốc dân
- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Tài chính ngân hàng và chính sách tiền tệ
- Một số tạp chí tiêu biểu mà tác giả đã từng đăng tải công trình nghiên cứu: Tạp chí *Kinh tế và phát triển*, tạp chí ngân hàng, tạp chí tài chính kế toán, *Vietnam economic Review*
- Địa chỉ Email: [Caothiynhi@yahoo.com](mailto:Caothiynhi@yahoo.com)

### \*\*Lê Thu Giang, Thạc sỹ

- Tổ chức tác giả công tác: Trường Đại học Kiến trúc Hà nội
- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kinh tế và phát triển, Kinh tế đô thị và Tài chính ngân hàng và chính sách tiền tệ
- Một số tạp chí tiêu biểu mà tác giả đã từng đăng tải công trình nghiên cứu: Tạp chí *Tài chính doanh nghiệp*, Tạp chí *Thông tin và dự báo Kinh tế - Xã hội*
- Địa chỉ Email: [lethugiang25@gmail.com](mailto:lethugiang25@gmail.com)