

PHÂN TÍCH CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN TỶ GIÁ HỐI ĐOẠI GIỮA ĐỒNG VIỆT NAM VÀ ĐÔ LA MỸ: SỬ DỤNG CÁCH TIẾP CẬN TIỀN TỆ

Bùi Duy Hưng

Khoa Kinh tế, Học viện Ngân hàng

Email: hungbui@hvn.edu.vn

Ngày nhận: 24/02/2019

Ngày nhận bản sửa: 15/5/2019

Ngày duyệt đăng: 05/8/2019

Tóm tắt:

Bài viết này sử dụng cách tiếp cận tiền tệ (Monetary approach to exchange rate - MAER) đối với tỷ giá để phân tích các yếu tố tác động đến việc xác định tỷ giá giữa đồng Việt Nam (VND) và đô la Mỹ (USD). Kết quả phân tích cho thấy dù Ngân hàng Nhà nước thực hiện quản lý tỷ giá thông qua tỷ giá chính thức (trước năm 2016), tỷ giá trung tâm (từ năm 2016 đến nay), và biên độ giao dịch nhưng về cơ bản có mối quan hệ dài hạn giữa tỷ giá và các biến thuộc cách tiếp cận MAER. Tỷ giá vẫn được xác định phù hợp với các cách tiếp cận tiền tệ khác nhau đối với tỷ giá. Trong đó cung tiền và thu nhập là 2 yếu tố quan trọng có tác động đến tỷ giá giữa VND và USD.

Từ khóa: Tỷ giá, chính sách tiền tệ, Ngân hàng Nhà nước.

Mã JEL: B22, E52, F31

Analyse determinants influencing the exchange rate between VND and USD: Using the monetary approach

Abstract:

This paper applies the monetary approach to exchange rate (MAER) to analyse variables influencing the exchange rate. The results indicate that although the State Bank of Vietnam manages exchange rates through the official exchange rate (before 2016), the central exchange rate (from 2016 up to now), and the trading band, basically there is a long-run relationship between the variables of the MAER and the exchange rate. The exchange rate is determined in accordance with different version of MAER, in which money supply and income are two important determinants that affect the exchange rate between VND and USD.

Keywords: Exchange rate, monetary policy, the State Bank of Vietnam.

JEL code: B22, E52, F31

1. Giới thiệu

Sau Chiến tranh Thế giới lần thứ 2, hệ thống Bretton Woods được thành lập để duy trì tỷ giá bằng cách neo các đồng tiền với đồng đô la Mỹ (USD) thông qua vàng. Năm 1971 hệ thống này sụp đổ, các quốc gia tự do thực hiện chế độ tỷ giá của mình thả nổi hay tiếp tục neo với USD. Với quốc gia theo thả nổi chế độ thả nổi, tỷ giá được xác định dựa trên

cung cầu ngoại tệ trên thị trường ngoại hối. Ngược lại, ở các quốc gia theo thả nổi chế độ tỷ giá cố định, cơ quan quản lý tiền tệ sẽ quyết định mức tỷ giá và thực hiện các biện pháp can thiệp để đảm bảo tỷ giá được duy trì ở mức quy định.

Sau khi hệ thống Bretton Wood sụp đổ, một số cách tiếp cận/lý thuyết để xác định tỷ giá được phát triển¹, bao gồm một số cách tiếp cận điển hình như (i)

cách tiếp cận danh mục cân bằng (Portfolio balance model), (ii) cách tiếp cận tiền tệ, và (iii) cách tiếp cận độ co giãn nhằm mục đích phân tích sự thay đổi của tỷ giá khi các biến kinh tế như lượng tiền trong lưu thông, giá cả, sản lượng, lãi suất và cán cân thương mại thay đổi. Trong số các cách tiếp cận tỷ giá này, cách tiếp cận tiền tệ (MAER) đã được phân tích ở nhiều quốc gia, đặc biệt là tại các quốc gia phát triển và các quốc gia đang nổi. Ở khu vực Đông Nam Á, một số nghiên cứu đã được thực hiện với Malaysia (Chin & cộng sự, 2007a), và Philippines (Chin & cộng sự, 2007b), nhưng chưa có nghiên cứu nào được thực hiện ở Việt Nam.

Việt Nam là một quốc gia đang phát triển, tỷ giá được kiểm soát bởi Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, ở mỗi giai đoạn phát triển kinh tế, các chính sách tỷ giá khác nhau được sử dụng. Trong giai đoạn kế hoạch hoá tập trung, tỷ giá hoàn toàn do Ngân hàng Nhà nước xác định dựa vào quan hệ với các nước thuộc khối xã hội chủ nghĩa. Từ khi thực hiện mở cửa nền kinh tế, tỷ giá được quản lý linh hoạt theo tín hiệu thị trường, dù vậy về cơ bản vẫn được neo với USD. Trong giai đoạn từ 1986 đến 2015, Ngân hàng Nhà nước quản lý tỷ giá thông qua tỷ giá chính thức² và biên độ giao dịch. Từ năm 2016 đến nay, Ngân hàng Nhà nước thay thế tỷ giá chính thức bằng tỷ giá trung tâm. Cùng với việc công bố tỷ giá tỷ giá trung tâm, Ngân hàng Nhà nước cũng quy định biên độ giao động quanh mức tỷ giá trung tâm. Ngoài ra, Ngân hàng Nhà nước cũng thường xuyên can thiệp lên thị trường ngoại hối để đảm bảo tỷ giá không biến động lớn gây ra tác động tiêu cực đến nền kinh tế.

Theo Ngân hàng Nhà nước, tỷ giá trung tâm được điều hành một cách linh hoạt hơn có sự biến động hàng ngày theo diễn biến nền kinh tế và quan hệ cung cầu ngoại tệ trên thị trường. Tuy nhiên, việc tính toán tỷ giá trung tâm vẫn còn mang yếu tố chủ quan của Ngân hàng Nhà nước khi dựa vào đánh giá của Ngân hàng Nhà nước về diễn biến kinh tế vĩ mô và mối quan hệ thương mại với một số nước trên thế giới. Việc chưa phân tích để chỉ ra được yếu tố nào là nguyên nhân chính tác động đến tỷ giá giữa Việt Nam đồng (VND) và USD có thể dẫn đến việc điều hành tỷ giá của Ngân hàng Nhà nước chưa chính xác. Vì vậy, việc xác định các nhân tố tác động đến

tỷ giá sẽ giúp Ngân hàng Nhà nước có những quyết định chính xác hơn trong điều hành tỷ giá.

Có nhiều cách tiếp cận khác nhau để xác định yếu tố tác động đến tỷ giá, trong những năm gần đây cách tiếp cận tiền tệ đối với tỷ giá (MAER) được nhiều tác giả sử dụng để phân tích các yếu tố tác động đến tỷ giá nhờ những ưu điểm so với các cách tiếp cận khác. Theo tìm hiểu của tác giả, đến nay chưa có nghiên cứu nào sử dụng MAER để phân tích các nhân tố tác động đến tỷ giá cho trường hợp của Việt Nam. Do đó, bài viết này sẽ phân tích các nhân tố tác động đến tỷ giá giữa VND và USD bằng cách tiếp cận tiền tệ.

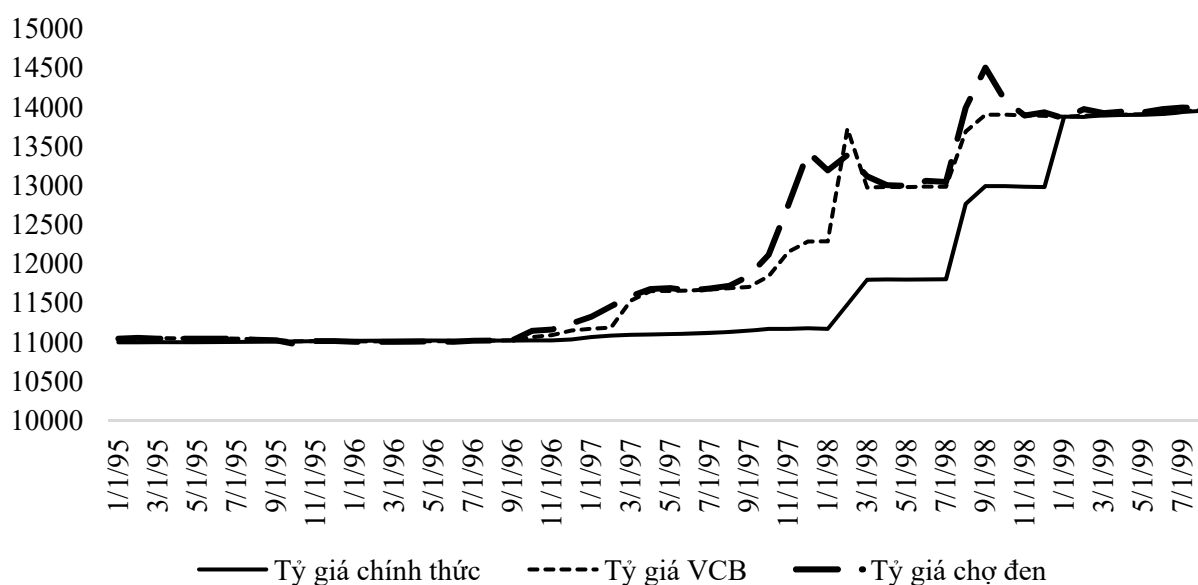
Bài viết này phân tích các yếu tố xác định tỷ giá của Việt Nam thông qua cách tiếp cận tiền tệ đối với tỷ giá. Bài viết được chia thành các phần như sau. Sau Phần 1 giới thiệu là Phần 2 trình bày diễn biến tỷ giá của Việt Nam thời gian qua. Phần 3 sẽ giới thiệu về cách tiếp cận tiền tệ. Phần 4 trình bày một số nghiên cứu tiêu biểu trước đây về MAER ở một số nước trên thế giới. Những phân tích thực nghiệm và các kết luận, đánh giá sẽ được trình bày ở Phần 5 và Phần 6.

2. Diễn biến tỷ giá của Việt Nam

Sau khi mở cửa nền kinh tế, về cơ bản tỷ giá của Việt Nam được neo với đồng đô la Mỹ (USD). Ngân hàng Nhà nước kiểm soát tỷ giá thông qua tỷ giá chính thức và biên độ giao dịch; bên cạnh đó, Ngân hàng Nhà nước cũng thực hiện việc mua bán ngoại tệ trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng để duy trì mức tỷ giá ổn định. Tuy nhiên, với mức dự trữ ngoại hối còn thấp nên khi có sự biến động lớn về tỷ giá, Ngân hàng Nhà nước thường điều chỉnh tỷ giá chính thức hoặc điều chỉnh biên độ giao dịch.

Trong giai đoạn từ 1986 đến 1996, nền kinh tế Việt Nam còn chưa gia nhập sâu rộng vào nền kinh tế thế giới, nên chưa bị nhiều ảnh hưởng từ những biến động của nền kinh tế thế giới. Vì vậy, tỷ giá ở giai đoạn này khá ổn định, Ngân hàng Nhà nước không thường xuyên điều chỉnh tỷ giá chính thức hay biên độ giao dịch. Sự ổn định tỷ giá trong giai đoạn này còn được thể hiện bằng sự chênh lệch giữa tỷ giá chính thức và tỷ giá trên thị trường chợ đen không lớn (Hình 1). Cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á năm 1997-1998 đã có những tác động tiêu cực đến kinh tế Việt Nam cho dù mức độ hội nhập

Hình 1: Diễn biến tỷ giá 1995-1999



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (1997, 2000).

của Việt Nam ở giai đoạn này chưa thực sự lớn. Có thể coi đây là cú sốc lớn đầu tiên từ bên ngoài tác động đến Việt Nam từ khi mở cửa nền kinh tế.

Do tác động của khủng hoảng VND đã tăng giá so với một số đồng tiền trong khu vực (Ohno, 2003). Kết quả là Ngân hàng Nhà nước đã thực hiện một chính sách tỷ giá linh hoạt hơn khi liên tục điều chỉnh biên độ giao dịch từ 1% cuối năm 1996 lên 5% và 10% trong năm 2007 và giảm xuống còn % năm 2008. Bên cạnh đó, cũng trong năm 2008, Ngân hàng Nhà nước cũng điều chỉnh tăng tỷ giá từ 11.175 VND/USD đến 12.998 VND/USD. Việc này dẫn đến tỷ giá liên ngân hàng đã tăng 13% chỉ trong năm 2008, và tính cả giai đoạn 1997-1998, đồng Việt Nam đã mất giá đến 24,54%. Lần đầu tiên kể từ khi mở cửa nền kinh tế, tỷ giá có mức biến động lớn.

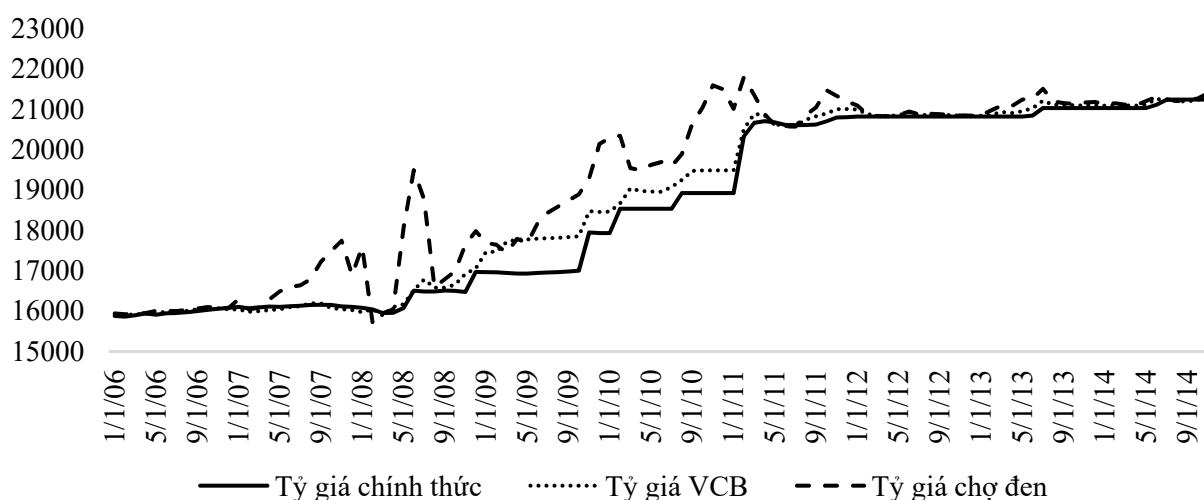
Khi cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á năm 1998 qua đi, Ngân hàng Nhà nước quay trở lại với chính sách tỷ giá ổn định, theo đó biên độ giao dịch giảm mạnh từ 7% năm 1998 xuống còn 0,1% vào đầu năm 1999. Biên độ giao dịch thấp được trì hoãn cho đến năm 2007 mới được tăng lên 0,7%. Kết quả là, trong suốt giai đoạn này (1999-2007), VND chỉ mất giá 0,84%. Việc gia nhập vào Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) năm 2005, đã đưa nền kinh tế Việt Nam hội nhập sâu vào nền kinh tế giới, tài

khoản vốn cũng mở rộng hơn tạo điều kiện thuận lợi cho việc luân chuyển vốn và hàng hóa. Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu diễn ra năm 2007-2008, chỉ hai năm sau khi Việt Nam gia nhập WTO, đã tác động lớn đến nền kinh tế Việt Nam. Tốc độ tăng trưởng kinh tế giảm mạnh từ 8,48% năm 2007 xuống còn 6,18% năm 2008 và xuống mức 5,32% năm 2009, mức tăng trưởng kinh tế thấp nhất kể từ khi Việt Nam mở cửa nền kinh tế.

Tác động của cuộc khủng hoảng cũng đã gây ra sự biến động mạnh về tỷ giá (Hình 2), so với tác động của cuộc khủng hoảng năm 1998, thì tác động của cuộc khủng hoảng năm 2008 đối với sự biến động tỷ giá lớn hơn rất nhiều. Phản ứng của Ngân hàng Nhà nước đối với tỷ giá tương tự như cách đó 10 năm, đó là thực hiện một chế độ tỷ giá linh hoạt hơn bằng việc điều chỉnh biên độ giao dịch và tỷ giá chính thức. Đầu tiên Ngân hàng Nhà nước tăng biên độ giao dịch từ 0,7% cuối năm 2007 lên 1% vào tháng 3, 3,3% vào tháng 3, tháng 6 năm 2008 và lên 5% tháng 3 năm 2009, là biên độ giao dịch lớn nhất từ năm 1998. Bên cạnh đó Ngân hàng Nhà nước cũng 4 lần điều chỉnh tăng tỷ giá chính thức với mức điều chỉnh lớn nhất là 5,4% vào cuối năm 2009 (cũng là lần điều chỉnh lớn nhất kể từ năm 1998).

Tỷ giá bị tác động bởi yếu tố bên ngoài thể hiện

Hình 2: Diễn biến tỷ giá 2006-2014



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2010, 2017).

rõ nét trong những tháng cuối năm 2015, khi trong một thời gian ngắn Trung Quốc thực hiện phá giá đồng Nhân dân tệ 3 lần và thay đổi cơ chế điều hành tỷ giá của mình. Trung Quốc là đối tác thương mại lớn của Việt Nam, nhiều mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam chịu sự cạnh tranh mạnh mẽ từ Trung Quốc. Do đó, việc phá giá đồng tiền của Trung Quốc đã tác động mạnh đến điều hành tỷ giá của Việt Nam. Theo đó, Ngân hàng Nhà nước đã phải điều chỉnh tỷ giá chính thức 2 lần theo hướng phá giá VND, lần thứ nhất vào ngày 12 tháng 8 năm 2015, Ngân hàng Nhà nước đã điều chỉnh nâng biên độ tỷ giá VND/USD từ +/-1% lên +/-2%. Lần thứ 2 vào ngày 19 tháng 8 năm 2015 với mức điều chỉnh tỷ giá chính thức tăng 1% và biên độ giao dịch từ +/-2% lên +/-3%.

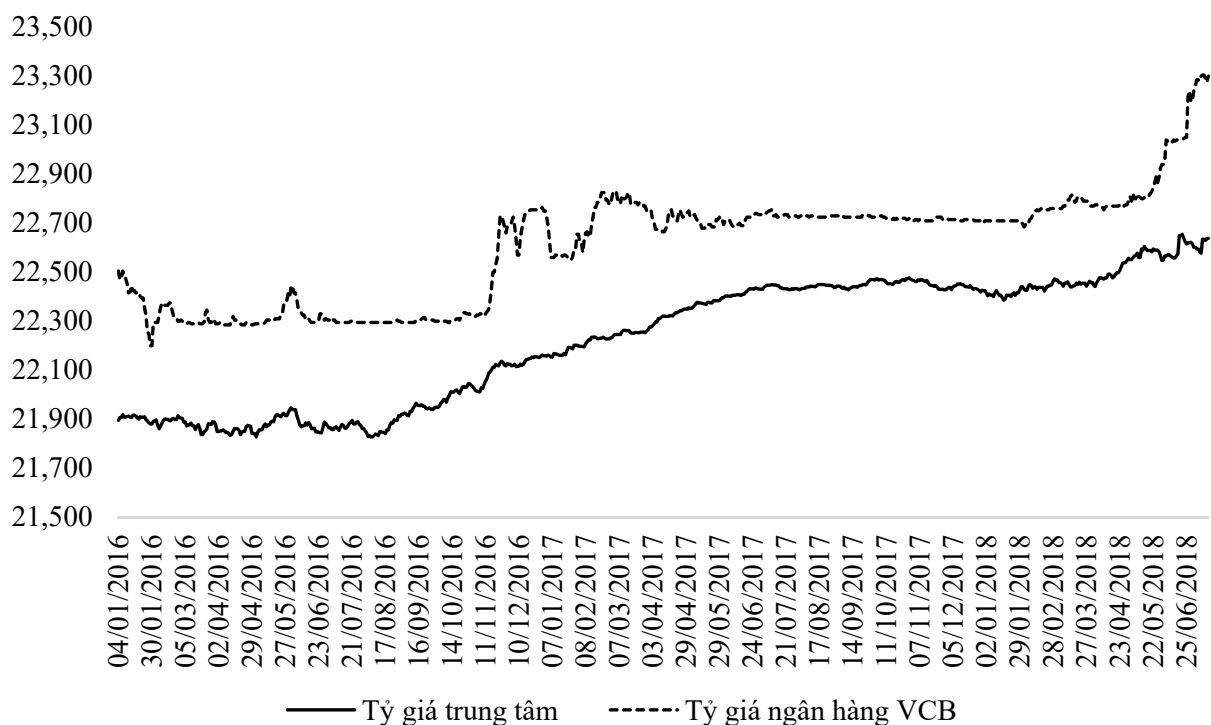
Dưới sức ép phá giá đồng Nhân dân tệ kéo một loạt đồng tiền Châu Á chủ chốt cũng mất giá cũng như việc chịu sức ép lớn từ quyết định điều chỉnh lãi suất của Fed, đồng thời thực hiện lộ trình chống đô la hóa, Ngân hàng Thế giới đã thay đổi cơ chế điều hành tỷ giá theo hướng linh hoạt hơn. Theo đó, tỷ giá chính thức được thay thế bằng tỷ giá trung tâm từ ngày 1 tháng 1 năm 2016. Tỷ giá trung tâm sẽ được xác định trên cơ sở diễn biến của 3 yếu tố chính: (1) Diễn biến tỷ giá bình quân gia quyền trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng ngày hôm trước; (2) Diễn biến tỷ giá trên thị trường quốc tế của 8

đồng tiền của các nước có quan hệ thương mại, vay, trả nợ, đầu tư lớn với Việt Nam (gồm USD, Euro (EUR), Nhân dân tệ Trung Quốc (CNY), Bạc Thái Lan (Bath), Đồng Yên Nhật (JPY), Đô la Singapore (SGD), Đồng Won Hàn Quốc (KRW), Đồng Tân Đài tệ của Đài Loan (TWD)); (3) Các cân đối kinh tế vĩ mô, tiền tệ và phù hợp với mục tiêu chính sách tiền tệ.

Với cơ chế điều hành tỷ giá mới, tỷ giá được điều hành một cách linh hoạt hàng ngày dựa vào diễn biến của cung cầu ngoại tệ trong nước và thị trường thế giới, giảm thiểu những biến động lớn nhưng vẫn đảm bảo vai trò quản lý của Ngân hàng Nhà nước. Từ đồ thị Hình 3, ta có thể thấy tỷ giá trung tâm và tỷ giá của ngân hàng thương mại biến động thường xuyên hơn và không có những biến động lớn. Cơ chế tỷ giá linh hoạt hơn sẽ giúp cho nền kinh tế giảm nhẹ các ảnh hưởng tiêu cực từ những biến động trên thế giới đến xuất nhập khẩu hàng hóa do những độ trễ về chính sách đã được giảm thiểu. Ngoài ra, với cơ chế điều hành tỷ giá trung tâm cũng cho phép các ngân hàng thương mại chủ động đối với nguồn ngoại tệ của mình, tránh được tâm lý găm giữ ngoại tệ chờ phá giá như trước đây.

Qua phân tích diễn biến tỷ giá của Việt Nam từ 1995 đến nay thì có thể thấy tỷ giá có những biến động lớn khi nền kinh tế bị ảnh hưởng tiêu cực từ các cuộc khủng hoảng kinh tế khu vực và thế giới.

Hình 3: Tỷ giá trung tâm và tỷ giá ngân hàng ngoại thương Việt Nam (2016-2018)

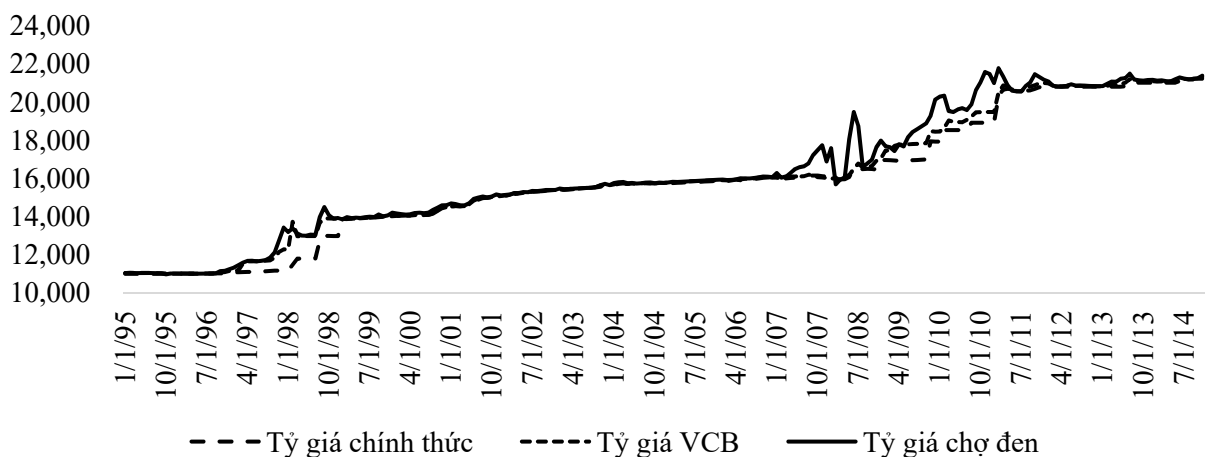


Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2018) và Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (2018).

Có thể thấy tỷ giá được kiểm soát khá ổn định trong hầu hết các năm với mức độ mất giá của VND từ 1-2% mỗi năm Hình 4. Đặc biệt tỷ giá chính thức, có những giai đoạn, được Ngân hàng Nhà nước duy trì ổn định trong một thời gian dài. Tuy nhiên, với

mức độ hội nhập vào nền kinh tế thế giới ngày càng lớn, thì những biến động của nền kinh tế thế giới đến kinh tế Việt Nam càng lớn và kết quả là tỷ giá cũng có những biến động mạnh hơn và mức độ can thiệp của Ngân hàng Nhà nước đến tỷ giá chính thức, biên

Hình 4: Diễn biến tỷ giá từ năm 1995-2014



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (1997, 2000, 2017).

Bảng 1: Dấu dự tính của các hệ số với các mô hình khác nhau

	$m-m^*$	$y-y^*$	$i-i^*$	$\pi-\pi^*$
Mô hình giá cả linh hoạt				
Mô hình của Frenkel	+	-	0	+
Mô hình của Bilson	+	-	+	0
Mô hình giá cả cố định	+	-	-	
Mô hình chênh lệch lãi suất	+	-	-	+

độ giao dịch để ổn định tỷ giá cũng lớn hơn.

3. Cơ sở lý thuyết: cách tiếp cận tiền tệ đối với tỷ giá (MAER)

Cách tiếp cận tiền tệ đối với tỷ giá được phát triển bởi Bilson (1978); Dornbusch (1976a, 1976b); Frenkel (1976); Kouri (1976); Mussa (1976), cách tiếp cận này coi ngoại tệ là một loại tài sản. Tỷ giá, được định nghĩa là giá của đồng ngoại tệ tính bằng nội tệ, được xác định bởi mức cung tiền của hai đồng tiền. Frenkel (1976, 201) chỉ ra “là giá tương đối của hai tài sản (đồng tiền của hai quốc gia), tỷ giá cân bằng đạt được khi mức cung tiền của hai đồng tiền được duy trì. Do đó, rất hợp lý đối với một lý thuyết xác định giá tương đối của hai đồng tiền bắt đầu về cung và cầu đối với những đồng tiền này”. MAER được thể hiện như sau:

$$e = (m^s - m^*) + \alpha(y - y^*) + \beta(I - i^*) + \gamma(\pi - \pi^*) \quad (1)$$

Trong đó e là tỷ giá danh nghĩa giữa hai đồng tiền, là giá một đơn vị tiền tệ nước ngoài tính bằng đồng nội tệ, m là cung tiền trong nước, y là tổng sản phẩm quốc nội (GDP) thực tế, i là lãi suất trong nước, π là lạm phát kỳ vọng trong nước. Dấu * là các biến tương tự của đồng tiền nước ngoài. α , β , và γ là hệ số của GDP, lãi suất, lạm phát kỳ vọng được thể hiện dưới dạng logarit.

Tùy thuộc vào giá trị của các hệ số α , β , và γ , các dạng khác nhau của MAER sẽ được xây dựng. Mô

hình giá cả cố định bao gồm các tham số $\alpha < 0$, $\beta < 0$, và $\gamma = 0$. Mô hình của Frenkel các tham số $\alpha < 0$, $\beta = 0$, và $\gamma > 0$, trong khi mô hình Frenkel mở rộng với mô hình giá cả linh hoạt thì $\alpha < 0$, $\beta > 0$, và $\gamma = 0$. Mô hình giá cả linh hoạt của Bilson có $\alpha < 0$, $\beta > 0$, và $\gamma = 0$. Mô hình chênh lệch lãi suất thì $\alpha < 0$, $\beta < 0$, và $\gamma > 0$. Dấu của các hệ số với các mô hình khác nhau được thể hiện trong Bảng 1.

4. Tổng quan nghiên cứu về MAER

Cho đến nay chưa có phân tích thực nghiệm nào về cách tiếp cận tiền tệ đối với tỷ giá ở Việt Nam, dù có rất nhiều nghiên cứu về tỷ giá và chính sách tỷ giá của Việt Nam. Ở các quốc gia phát triển, các phân tích thực nghiệm về MAER cho kết quả phù hợp với lý thuyết. Có thể kể đến nghiên cứu đầu tiên về MAER do Frenkel (1976) thực hiện trong thời kỳ siêu lạm phát ở Đức cho kết quả phù hợp với MAER. Các nghiên cứu của Bilson (1978), Hodrick (1978), Frenkel & Clements (1982), Dornbusch (1979), và Putnam & Woodbury (1979) đối với các đồng tiền Mác Đức/Bảng Anh, Franc/Bảng, Franc/USD và USD/Bảng đều cho kết quả phù hợp với MAER.

Tuy nhiên, chỉ đến khi kỹ thuật phân tích đồng liên kết (co-integration) được phát triển thì các nghiên cứu thực nghiệm về MAER mới thực sự phát triển mạnh. MacDonald & Taylor (1994) đã sử

Bảng 2: Kiểm định tính dừng của các biến

Biến	ADF		PP	
	Level	First difference	Level	First difference
s	-2,07	-5,03*	-1,69	-5,03*
$m-m^*$	-2,15	-5,74*	-1,80	-5,77*
$p-p^*$	-0,44	-5,01*	0,054	-4,86*
$y-y^*$	-6,83*	-8,92	-6,80*	-20,61
$i-i^*$	-1,73	-5,97*	-2,08	-4,91*

Ghi chú: * biến dừng ở mức 1%.

Bảng 3: Kiểm định đồng kết hợp Johansen-Juselius

Eigenvalue		Trace	Critical value	-Max	Critical value
$r=0$	0,428	80,76*	69,81	34,64*	33,87
$r\leq 1$	0,306	46,11	47,85	22,71	27,58
$r\leq 2$	0,201	23,40	29,79	13,98	21,13
$r\leq 3$	0,141	9,42	15,49	9,42	14,26

Ghi chú: r thể hiện số vector đồng kết hợp; * thể hiện có ý nghĩa ở mức 5%.

dụng phương pháp đồng liên kết đa biến để phân tích MAER đối với tỷ giá giữa USD và Franc Pháp cho giai đoạn từ tháng 1 năm 1996 đến tháng 12 năm 1990. Kết quả cho thấy có mối liên hệ giữa tỷ giá, cung tiền, thu nhập và lãi suất. Tuy nhiên, các tác giả không chỉ ra dấu của các biến trong mô hình MAER.

Francis & cộng sự (2001) nghiên cứu MAER cho trường hợp của tỷ giá giữa đô la Canada và USD. Nghiên cứu của họ chỉ ra mối quan hệ đồng liên kết giữa các biến và khẳng định tính đúng đắn của mô hình MAER. Đồng thời kết quả cũng cho thấy lý thuyết Purchasing power parity (PPP) đúng trong dài hạn đối với đô la Canada và USD cho giai đoạn nghiên cứu. Rapach & Wohar (2002) kiểm định MAER ở 14 quốc gia công nghiệp dựa trên các phương pháp OLS, FM-OLS, DOLS, và JOH-ML. Kết quả thu được khác nhau ở các nước, một số nước như Pháp, Ý, Tây Ban Nha, và Hà Lan kết quả phù hợp với MAER. Tuy nhiên, đối với một số nước như Bỉ, Phần Lan, Bồ Đào Nha và Thụy Sĩ không tìm thấy kết quả phù hợp với MAER.

Đối với một số thành viên mới của EU và Thổ Nhĩ Kỳ, Uz & Ketenci (2010) đã sử dụng các kỹ thuật ước lượng khác nhau để phân tích mối quan hệ giữa tỷ giá và các biến của MAER. Nghiên cứu của

họ đã phát hiện ra mối quan hệ dài hạn giữa tỷ giá và các biến tiền tệ ở tất cả các nước nghiên cứu. Tuy nhiên, kết quả ước lượng của các biến không được như kỳ vọng. Điều này có nghĩa là các mức cung tiền và sản lượng tương ứng ở các quốc gia không giải thích được sự biến động tỷ giá.

Ở một số quốc gia đang phát triển, kết quả phân tích không hoàn toàn phù hợp với MAER, Miyakoshi (2000) nghiên cứu MAER với giá cả linh hoạt giữa đồng Won và 3 đồng tiền khác bao gồm USD, Mark Đức và Yên Nhật. Miyakoshi chỉ ra chỉ có tỷ giá giữa đồng Won và Mark Đức là có các hệ số phù hợp và có ý nghĩa thống kê. Chin & cộng sự (2007a) và Chin & cộng sự (2007b) sử dụng kỹ thuật phân tích đồng liên kết để nghiên cứu MAER đối với trường hợp Malaysia và Philipine. Các kết quả cho thấy các hệ số ước lượng của Bilson's MAER có kết quả phù hợp với MAER. Tuy nhiên, các phiên bản khác của MAER, chỉ có cung tiền và chênh lệch thu nhập là có kết quả phù hợp với MAER.

5. Phương pháp nghiên cứu

5.1. Phương pháp nghiên cứu

Bài viết sử dụng kỹ thuật phân tích đồng liên kết (co-integration) của Johansen & Juselius (1990). Để thực hiện kiểm định này, các biến trong mô hình

Bảng 4: Hệ số ước lượng đồng kết hợp chuẩn hóa

	c	($m-m^*$)	($y-y^*$)	($i-i^*$)	($\pi-\pi^*$)
Estimated coefficient					
	-15,64 (0,59)	0,22 (0,04)	-0,86 (0,07)	-0,014 (0,0018)	0,15 (0,072)
Expected sign					
Frenkel		+	-	0	+
Bilson		+	-	+	0
Dornbusch		+	-	-	0
Frankel		+	-	-	+

phải dừng ở sai phân bậc 1, $I(1)$, vì vậy trước khi thực hiện kiểm định đồng liên kết, các kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF) và Phillips-Perron (PP) được sử dụng để kiểm định tính dừng của các biến. Kiểm định đồng liên kết được Engle & Granger (1987) phát triển để kiểm định mối quan hệ riêng lẻ giữa các biến với nhau. Sau đó kiểm định này được Johansen & Juselius (1990) tiếp tục phát triển để kiểm định các đa liên kết. Kiểm định đa liên kết Johansen & Juselius (1990) dựa trên việc hiệu chỉnh sai số của mô hình vector tự hồi quy có dạng như sau:

$$\Delta Z_t = \mu + \sum_{i=1}^{k-1} \Gamma_i \Delta Z_{t-i} + \Pi Z_{t-1} + v_t$$

Trong đó Z_t là vector các biến nội sinh $I(1)$, μ vectơ các hằng số, Γ và Π là các ma trận hệ số, Δ thể hiện sai phân, k thể hiện độ trễ, và v_t là ma trận phần dư.

Kiểm định đồng liên kết giữa các biến được tính toán dựa vào hạng của ma trận thông qua các giá trị riêng của nó. Hạng của ma trận bằng với số trị riêng khác không. Π thể hiện bao nhiêu sự kết hợp tuyến tính của các biến dừng. Độ trễ của các biến được chọn dựa vào các kiểm tra Sequential modified likelihood test statistic (LR), Final prediction error (FPE), Akaike information criterion (AIC), và Schwarz information criterion (SC).

5.2. Dữ liệu phân tích

Bài viết sử dụng số liệu theo quý từ năm 1996 đến năm 2017 cho các biến về cung tiền, GDP, lãi suất và lạm phát kỳ vọng để phân tích. Trong đó số liệu về cung tiền, lãi suất được lấy từ Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF), lạm phát kỳ vọng được tính toán dựa trên giả thiết kỳ vọng thích ứng truyền thống (traditional adaptive expectation hypothesis). Tỷ giá được định nghĩa là giá một đơn vị tiền tệ nước ngoài được tính bằng đồng tiền Việt Nam, số liệu về tỷ giá theo quý là số bình quân tỷ giá hàng ngày được lấy từ Ngân hàng Thế giới. Giá trị sản xuất công nghiệp theo quý được sử dụng để làm đại diện cho GDP. Lãi suất là lãi suất trái phiếu kho bạc 3 tháng.

Do tỷ giá chính thức trước đây và tỷ giá trung tâm hiện nay được niêm yết giữa đồng Việt Nam và đô la Mỹ ở cả Việt Nam và Mỹ, nên Mỹ được chọn là quốc gia nước ngoài trong mô hình phân tích. Các số

liệu của Mỹ được lấy từ IMF và Cục thống kê Lao động Mỹ (www.bls.gov).

6. Kết quả phân tích

Trước khi phân tích quan hệ đồng liên kết giữa tỷ giá, mức cung tiền, thu nhập và lạm phát, các biến trong mô hình được kiểm định tính dừng bằng kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF) và Phillips-Perron (PP). Kết quả kiểm định tính dừng của các biến được trình bày tại Bảng 2 cho thấy các biến đều dừng ở sai phân bậc 1, $I(1)$.

Với các biến đều dừng ở sai phân bậc 1, $I(1)$ nên ta có thể thực hiện kiểm định đồng kết hợp để kiểm tra mối quan hệ dài hạn giữa các biến trong mô hình. Kiểm định đồng kết hợp được thực hiện bằng phương pháp đồng kết hợp đa biến Johansen-Juselius. Kết quả kiểm định đồng kết hợp đa biến Johansen-Juselius được trình bày tại Bảng 3.

Kết quả kiểm định đồng kết hợp đa biến cho thấy có mối quan hệ dài hạn giữa các biến trong mô hình. Tuy nhiên, để phân tích các dạng khác nhau của MAER có thực sự có ý nghĩa ở Việt Nam hay không, chúng ta cần phân tích vector đồng kết hợp được chuẩn hóa. Kết quả của phân tích này được trình bày tại Bảng 4 cho thấy hệ số ước lượng của các biến về cung tiền và GDP phù hợp với các cách tiếp cận MAER khác nhau ngoại trừ cách tiếp cận MAER của Bilson (1978). Theo cách tiếp cận MAER của Bilson (1978), mức độ chênh lệch lãi suất có dấu dương, trong khi phân tích với số liệu của Việt Nam kết quả cho dấu âm. Kết quả này thể hiện mối quan hệ ngược chiều giữa chênh lệch lãi suất và tỷ giá, điều này có nghĩa khi chênh lệch lãi suất giữa Việt Nam và Mỹ tăng lên thì đồng tiền Việt Nam mất giá. Hệ số của các biến cung tiền và chênh lệch thu nhập có dấu phù hợp với lý thuyết và có ý nghĩa cao. Tuy nhiên, chênh lệch lạm phát kỳ vọng lại không phù hợp với lý thuyết.

7. Kết luận

Bằng việc sử dụng các cách tiếp cận MAER khác nhau để phân tích vấn đề xác định tỷ giá giữa VND và USD trong giai đoạn từ năm 1996 đến 2017. Kết quả phân tích đồng kết hợp cho thấy mặc dù Ngân hàng Nhà nước thực hiện điều tiết tỷ giá thông qua tỷ giá chính thức (trước năm 2015), tỷ giá trung tâm (từ 2016 đến nay) và biên độ giao dịch nhưng tỷ giá ở Việt Nam được xác định khá phù hợp với lý thuyết

về cách tiếp cận tiền tệ đối với tỷ giá. Các hệ số ước lượng đều phù hợp với lý thuyết về MAER, đặc biệt đối với cung tiền và thu nhập có tác động lớn đến tỷ giá. Điều này gây khó khăn cho Ngân hàng Nhà nước khi Ngân hàng Nhà nước thực hiện đồng thời cả 2 mục tiêu là kiểm soát cung tiền và tỷ giá. Tuy nhiên, với việc chuyển sang cơ chế điều hành tỷ giá theo tỷ giá trung tâm, Ngân hàng Nhà nước đã nói lỏng việc kiểm soát tỷ giá; vì vậy, Ngân hàng Nhà nước có thể tập trung vào mục tiêu chính là kiểm

soát lạm phát.

Bài viết mới chỉ ra hai yếu tố quan trọng là cung tiền và thu nhập có tác động đến tỷ giá giữa đồng VND và USD dựa trên cách tiếp cận tiền tệ đối với tỷ giá, qua một số yếu tố khác chưa được đưa vào mô hình phân tích như các biến về tài sản tài chính, các biến liên quan đến thị trường chứng khoán. Do đó, để có thể đánh giá toàn diện các yếu tố tác động đến tỷ giá cần có những nghiên cứu khác với nhiều cách tiếp cận khác nhau.

Ghi chú:

1. Xem MacDonald & Taylor (1992) về các lý thuyết xác định tỷ giá.
2. Là mức tỷ giá được Ngân hàng Nhà nước xác định dựa trên tỷ giá bình quân trên thị trường liên ngân của ngày giao dịch hôm trước.

Tài liệu tham khảo:

- Bilson, J.F.O. (1978), 'The monetary approach to the exchange rate: Some empirical evidence', *Staff Papers - International Monetary Fund*, 25(1), 48-75.
- Chin, L. Azali, M. & Matthews, K.G. (2007a), 'The monetary approach to exchange rate determination for Malaysia', *Applied Financial Economics Letters*, 3(2), 91-94.
- Chin, L., Azali, M., Yusop, Z.B. & Yusoff, M.B. (2007b), 'The monetary model of exchange rate: evidence from The Philippines', *Applied Economics Letters*, 14(13), 993-997.
- Dornbusch, R. (1976a), 'Expectations and exchange rate dynamics', *The Journal of Political Economy*, 84(6), 1161-1176.
- Dornbusch, R. (1976b), 'The theory of flexible exchange rate regimes and macroeconomic policy', *The Scandinavian Journal of Economics*, 78(2), 255-275.
- Dornbusch, R. (1979), 'Monetary policy under exchange rate flexibility', *NBER Working Papers 0311*, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Engle, R.F. & Granger, C.W. (1987), 'Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing', *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 251-276.
- Francis, B., Hasan, I. & Lothian, J.R. (2001), 'The monetary approach to exchange rates and the behaviour of the Canadian dollar over the long run', *Applied Financial Economics*, 11(5), 475-481.
- Frenkel, J. & Clements, K.W. (1982), 'Exchange rates in the 1920's: A monetary approach', *NBER Working Papers 0290*, National Bureau of Economic Research, Inc., United States.
- Frenkel, J.A. (1976), 'A monetary approach to the exchange rate: Doctrinal aspects and empirical evidence', *The Scandinavian Journal of Economics*, 78(2), 200-224, DOI:10.2307/3439924.
- Hodrick, R.J. (1978), 'An empirical analysis of the monetary approach to the determination of the exchange rate', in *The Economics of Exchange Rates: Selected Studies*, Jacob A. Frenkel and Hary G. Johnson (Eds.), (Reading, Mass, Addison-Wesley, Massachusetts, 97-116.
- Johansen, S. & Juselius, K. (1990), 'Maximum likelihood estimation and inference on cointegration with applications to the demand for money', *Oxford Bulletin of Economics and statistics*, 52(2), 169-210
- Kouri, P.J.K. (1976), 'The exchange rate and the balance of payments in the short run and in the long run: A monetary approach', *The Scandinavian Journal of Economics*, 78(2), 280-304.
- MacDonald, R. & Taylor, M.P. (1992), 'Exchange rate economics: a survey', *Staff Papers-International Monetary Fund*, 39(1), 1-57.

- MacDonald, R. & Taylor, M.P. (1994), 'Reexamining the monetary approach to the exchange rate: the dollar-franc, 1976-1990', *Applied Financial Economics*, 4(6), 423-430.
- Miyakoshi, T. (2000), 'The monetary approach to the exchange rate: empirical observations from Korea', *Applied Economics Letters*, 7(12), 791-794.
- Mussa, M. (1976), 'The exchange rate, the balance of payments and monetary and fiscal policy under a regime of controlled floating', *The Scandinavian Journal of Economics*, 78(2), 229-248.
- Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (2018), *Báo cáo thường niên*, Hà Nội.
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (1997), *Báo cáo thường niên*, Hà Nội.
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2000), *Báo cáo thường niên*, Hà Nội.
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2010), *Báo cáo thường niên*, Hà Nội.
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2017), *Báo cáo thường niên*, Hà Nội.
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2018), *Báo cáo thường niên*, Hà Nội.
- Ohno, K. (2003), *Exchange Rate Management of Vietnam: Re-examination of Policy Goals and Modality*, retrieved on June 20th, 2004, from <<http://www.grips.ac.jp/vietnam/VDF/WS/Docs/03ohno1.DOC>>.
- Putnam, B.H. & Woodbury, J.R. (1979), 'Exchange rate stability and monetary policy', *Review of Business and Economic Research*, 15(2), 1-10.
- Rapach, D.E. & Wohar, M.E. (2002), 'Testing the monetary model of exchange rate determination: new evidence from a century of data', *Journal of International Economics*, 58(2), 359-385.
- Uz, I. & Ketenci, N. (2010), 'Exchange rate determination: Monetary approach in the new EU members and Turkey', *Applied Economics Letters*, 17(10), 963-967.