

TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ - LUẬT
TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU KINH TẾ VÀ TÀI CHÍNH

BÁO CÁO THƯỜNG NIÊN THỊ TRƯỜNG
TÀI CHÍNH VIỆT NAM NĂM 2016

LẠM PHÁT VÀ LẠM PHÁT **KỶ VỌNG**

ĐỒNG CHỦ BIÊN:

GS.TS Nguyễn Thị Cành
TS Trần Hùng Sơn

THAM GIA BIÊN SOẠN:

TS Dương Như Hùng
ThS Nguyễn Thanh Liêm
ThS Nguyễn Đình Thiên
ThS Nguyễn Tôn Nhân
ThS Đào Thị Ngọc
ThS Nguyễn Thị Diễm Hiền
TS Nguyễn Anh Phong
TS Trần Quang Văn
ThS Lê Duy Khánh

NHÀ XUẤT BẢN ĐẠI HỌC QUỐC GIA
THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH - 2017
SÁCH CHUYÊN KHOA

BÁO CÁO THƯỜNG NIÊN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM 2016

**LẠM PHÁT VÀ
LẠM PHÁT KỶ VỌNG**

NGUYỄN THỊ CÀNH
TRẦN HÙNG SƠN (CB)

Bản tiếng Việt © TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ-LUẬT (ĐHQG-HCM), NXB ĐHQG-HCM và CÁC TÁC GIẢ.

Bản quyền tác phẩm đã được bảo hộ bởi Luật Xuất bản và Luật Sở hữu trí tuệ Việt Nam. Nghiêm cấm mọi hình thức xuất bản, sao chép, phát tán nội dung khi chưa có sự đồng ý của Tác giả và Nhà xuất bản.

ĐỂ CÓ SÁCH HAY, CẦN CHUNG TAY BẢO VỆ TÁC QUYỀN!



LỜI MỞ ĐẦU

T **Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế-Tài chính thuộc** Trường Đại học Kinh tế-Luật được thành lập từ cuối năm 2013 trên cơ sở của “Phòng mô phỏng thị trường tài chính”. Phòng mô phỏng thị trường tài chính là dự án nghiên cứu đầu tiên do ĐHQG TPHCM đầu tư cho Trường ĐH Kinh tế-Luật nhằm tăng cường nguồn lực nghiên cứu của Trường để thực hiện tầm nhìn trở thành một trường đại học **theo định hướng nghiên cứu**. Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Tài chính ra đời sử dụng các nguồn lực của Phòng mô phỏng thị trường tài chính, trong các năm qua đã thực hiện các nghiên cứu thực nghiệm đánh giá tác động của các chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ và các chính sách kinh tế vĩ mô đến thị trường tài chính Việt Nam, cũng như tác động của thị trường tài chính đến phát triển kinh tế. Các kết quả nghiên cứu là cơ sở khoa học để đưa ra các gợi ý chính sách nhằm phát triển thị trường tài chính và thúc đẩy phát triển kinh tế Việt Nam theo hướng bền vững trong bối cảnh hội nhập.

Ngoài việc hỗ trợ đầu tư cơ sở hạ tầng cho nghiên cứu, ĐHQG-HCM hàng năm còn tài trợ cho Trường ĐH Kinh tế-Luật thực hiện nghiên cứu một số chủ đề có liên quan để hình thành Báo cáo thường niên thị trường tài chính Việt Nam. Các nghiên cứu này trở thành một hoạt động khoa học thường xuyên của Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Tài chính, thuộc Trường ĐH Kinh tế-Luật. Dựa vào các kết quả nghiên cứu có thể đưa ra các ý kiến, quan điểm đại diện cho tiếng nói chung của ĐHQG TPHCM trong việc đóng góp vào quá trình hoàn thiện chính sách kinh tế và tài chính của quốc gia.

Báo cáo thường niên thị trường tài chính Việt Nam được thực hiện với mục đích cung cấp thông tin về tình hình phát triển kinh tế, phát triển thị trường tài chính, thông báo các kết quả nghiên cứu cùng các đề xuất các kiến nghị chính sách với các điểm nhấn theo chủ đề hàng năm. Có thể nói, Báo cáo thường niên thị trường tài chính Việt Nam của Trường ĐH Kinh tế-Luật (do Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế - Tài chính của Trường chủ trì) là một kênh thông tin phản biện chính sách kinh tế và tài chính để gửi đến lãnh đạo các cấp, các ban ngành cơ quan quản lý nhà nước trung ương và địa phương, các doanh nghiệp và các nhà nghiên cứu có quan tâm. Cách tiếp cận nghiên cứu Báo cáo thường niên thị trường tài chính Việt Nam của Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế - Tài chính, Trường ĐH Kinh tế-Luật thực hiện kết hợp cả nghiên cứu định tính và nghiên cứu định lượng, trong đó nghiên cứu định lượng chỉ hỗ trợ bổ sung cho các nhận định của nghiên cứu định tính.

Đây là năm thứ tư Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế - Tài chính thuộc Trường ĐH Kinh tế-Luật thực hiện Báo cáo thường niên thị trường tài chính Việt Nam. Báo cáo thường niên thị trường tài chính Việt Nam lần thứ nhất vào năm 2013 được thực hiện với chủ đề **“Báo cáo thường niên thị trường tài chính Việt Nam 2013: Những nỗ lực tái cấu trúc”**. Báo cáo thường niên thị trường tài chính Việt Nam 2013 với điểm nhấn là nhìn lại các chương trình tái cấu trúc hệ thống ngân hàng thương mại và thị trường tài chính nói chung trong thời gian đó như đang trong vòng luẩn quẩn; các phân tích đã giúp đưa ra nhận định những điểm yếu, những rủi ro và gợi ý chính sách để khắc phục. **“Báo cáo thường niên thị trường tài chính Việt Nam 2014: Hướng tới sự ổn định”** là báo cáo thường niên thị trường tài chính Việt Nam lần thứ hai với chủ đề chú trọng đến sự ổn định của thị trường tài chính Việt Nam sau những tác động bất ổn của giai đoạn khủng hoảng kinh tế tài chính toàn cầu. Báo cáo thường niên lần thứ ba được thực hiện với chủ đề **“Báo cáo thường niên thị trường tài chính Việt Nam 2015: Bối cảnh gia nhập cộng đồng kinh tế ASEAN-AEC”**. Báo cáo thường niên lần thứ ba diễn ra trước thềm thành lập Cộng đồng Kinh tế các nước ASEAN-AEC (31/12/2015) và kết thúc vào đầu năm 2016, vì vậy, chủ đề của báo cáo đã tập trung vào những vấn đề kinh tế-tài chính gắn với bối cảnh gia nhập AEC. **“Báo cáo thường niên thị trường tài chính Việt Nam 2016: Lạm phát và lạm phát kỳ vọng”** là báo cáo thường niên lần thứ tư tập trung vào chủ đề lạm phát, bao gồm phân tích tình hình lạm phát, tác động của lạm phát đến tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán, mối quan hệ giữa lạm phát và chính sách tiền tệ, cũng như thực hiện khảo sát lạm phát kỳ vọng từ người tiêu dùng Việt Nam.

Báo cáo thường niên thị trường tài chính Việt Nam năm 2016 này gồm có năm chương được cấu trúc theo trình tự logic bắt đầu từ phân tích tình hình kinh tế Việt Nam giai đoạn (2011-2016), triển vọng năm 2017 đến lạm phát kỳ vọng được xác định

qua kết quả khảo sát người tiêu dùng, sau đó là phân tích tác động của lạm phát đến tăng trưởng kinh tế và suất sinh lời cổ phiếu của thị trường chứng khoán Việt Nam, và cuối cùng là xem xét mối quan hệ giữa lạm phát và chính sách tiền tệ. Cụ thể, **Chương 1: Kinh tế Việt Nam giai đoạn 2011-2016, các yếu tố tác động và triển vọng năm 2017.** Chương 1 trình bày tình hình phát triển kinh tế Việt Nam trong giai đoạn 2011-2016, phân tích các yếu tố tác động đến phát triển kinh tế Việt Nam, triển vọng kinh tế Việt Nam năm 2017, mục tiêu của Chính phủ năm 2017. Kết quả phân tích chương này chỉ ra rằng tăng trưởng kinh tế Việt Nam chưa bền vững, vẫn phụ thuộc vào yếu tố vốn, dù năng suất lao động được cải thiện, nhưng còn thấp so với các nước trong khu vực, các yếu tố vĩ mô chưa thật ổn định, nợ công cao. Trên cơ sở phân tích các cơ hội và thách thức trong bối cảnh hội nhập, chương 1 đã đề xuất các giải pháp nhằm nắm lấy cơ hội, vượt qua thách thức để Việt Nam có thể hoàn thành các mục tiêu phát triển kinh tế trong năm 2017 và các năm tiếp theo; **Chương 2: Lạm phát kỳ vọng: Sự khác biệt giữa các nhóm người tiêu dùng qua số liệu khảo sát tại Việt Nam.** Lạm phát kỳ vọng có thể được ước lượng dựa trên các mô hình dự báo sử dụng các số liệu quá khứ và phương pháp đo lạm phát kỳ vọng dựa trên số liệu điều tra. Nghiên cứu lạm phát kỳ vọng ở chương 2 được thực hiện dựa vào kết quả điều tra hơn 500 người tiêu dùng về cảm nhận thay đổi giá ở hiện tại, trong ngắn hạn, trung hạn để đưa ra số liệu dự báo và phân tích các yếu tố quyết định mức độ cảm nhận thay đổi giá. Kết quả cho thấy, người tiêu dùng Việt Nam dự báo sự thay đổi giá trong ngắn hạn và trung hạn không khác nhiều so với sự thay đổi giá ở hiện tại. Tuy nhiên, có sự khác biệt về dự báo tăng giá theo nhóm hàng tiêu dùng và theo nhóm dân cư. Dựa vào kết quả khảo sát, nghiên cứu đã đưa ra một số hàm ý đối với doanh nghiệp và Chính phủ để có những biện pháp thích ứng với dự báo từ phía cầu thông qua khảo sát người tiêu dùng; **Chương 3: Tác động của lạm phát đến tăng trưởng kinh tế.** Chương 3 áp dụng cả hai cách tiếp cận định tính và định lượng phân tích chuyên sâu về lạm phát tại Việt Nam và các yếu tố tác động đến lạm phát, cũng như tác động của lạm phát đến tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam. Kết quả nghiên cứu đã tìm ra ngưỡng lạm phát tối ưu của Việt Nam là 3,22%/năm. Trên cơ sở các kết quả phân tích định tính và định lượng, chương 3 đã đưa ra các hàm ý chính sách kiềm chế lạm phát để đạt được mục tiêu tăng trưởng đặt ra và tiến đến ngưỡng lạm phát tối ưu; **Chương 4: Lạm phát và tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán Việt Nam.** Chương này phân tích mối quan hệ giữa lạm phát và tỷ suất lợi nhuận đầu tư cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua việc kiểm định hai giả thuyết Fisher (lạm phát có quan hệ cùng chiều với tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu) và Fama (mối quan hệ giữa lạm phát với hoạt động kinh tế thực và mối quan hệ giữa tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu với hoạt động kinh tế thực). Kết quả nghiên cứu cho thấy hoạt động kinh tế thực tác động cùng chiều với tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán tại Việt Nam. Điều này có nghĩa là, khi đầu tư trên

thị trường chứng khoán tại Việt Nam, các nhà đầu tư không được bù đắp cho việc gánh chịu lạm phát. Kết quả này đã đưa ra các gợi ý chính sách cho Chính phủ và nhà đầu tư; **Chương 5: Chính sách tiền tệ và lạm phát tại Việt Nam.** Chương 5 phân tích việc sử dụng các công cụ chính sách tiền tệ của NHNN Việt Nam giai đoạn 2010-2016, và mối quan hệ giữa các mục tiêu của chính sách tiền tệ gồm mục tiêu cuối cùng là ổn định lạm phát với các mục tiêu trung gian là tổng phương tiện thanh toán (cung tiền) và tăng trưởng tín dụng. Kết quả phân tích đã chỉ ra rằng chính sách tiền tệ có tác động đến lạm phát, và có quan hệ cùng chiều, tức việc mở rộng tiền tệ có thể làm gia tăng lạm phát; Độ mở nền kinh tế càng cao, tác động của CSTT lên lạm phát càng mạnh hơn. Từ kết quả này, nghiên cứu chương 5 đã đưa ra hàm ý là trong điều kiện hội nhập ngày càng sâu rộng với khu vực và thế giới, Việt Nam cần chú trọng đối với việc điều hành chính sách tiền tệ, theo dõi và xây dựng các kịch bản đối ứng kịp thời với các biến động từ bên ngoài.

Báo cáo thường niên thị trường tài chính Việt Nam năm 2016 được thực hiện với sự tham gia của các cán bộ nghiên cứu thuộc Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế-Tài chính và một số giảng viên từ hai khoa (Tài chính-Ngân hàng, Kinh tế Đối ngoại) của Trường ĐH Kinh tế-Luật. Cụ thể như sau:

CHƯƠNG 1: KINH TẾ VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2011-2016, CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG VÀ TRIỂN VỌNG NĂM 2017 do GS.TS Nguyễn Thị Cành và ThS Đào Thị Ngọc thực hiện.

CHƯƠNG 2: LẠM PHÁT KỶ VỌNG: SỰ KHÁC BIỆT GIỮA CÁC NHÓM NGƯỜI TIÊU DÙNG QUA SỐ LIỆU KHẢO SÁT TẠI VIỆT NAM do TS Dương Như Hùng, TS Trần Quang Văn và ThS Nguyễn Tôn Nhân thực hiện.

CHƯƠNG 3: TÁC ĐỘNG CỦA LẠM PHÁT ĐẾN TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ do TS Nguyễn Anh Phong và GS.TS Nguyễn Thị Cành thực hiện.

CHƯƠNG 4: LẠM PHÁT VÀ TỶ SUẤT LỢI NHUẬN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM do TS Trần Hùng Sơn, ThS Nguyễn Thanh Liêm và ThS Nguyễn Đình Thiên thực hiện.

CHƯƠNG 5: CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ LẠM PHÁT TẠI VIỆT NAM do ThS Nguyễn Thị Diễm Hiền và ThS Lê Duy Khánh thực hiện.

“Báo cáo thường niên thị trường tài chính Việt Nam 2016: Lạm phát và lạm phát kỳ vọng” đã được gửi xin các ý kiến đóng góp từ một số chuyên gia để chỉnh sửa và tiếp tục nhận được những ý kiến đóng góp của các chuyên gia trong Hội đồng thẩm định sách trước khi in.

Chúng tôi rất cảm ơn sự quan tâm của PGS.TS Nguyễn Tiến Dũng, Hiệu trưởng Trường ĐH Kinh tế-Luật đã theo dõi, đôn đốc và có những ý kiến đóng góp thiết thực cho quá trình hoàn thành cuốn sách. Chúng tôi xin cảm ơn PGS.TS Hoàng Công Gia Khánh-Chủ tịch Hội đồng thẩm định sách và các chuyên gia thẩm định đã đọc kỹ và cho các ý kiến rất bổ ích để chúng tôi chỉnh sửa kết cấu sách, nội dung các chương trước khi in.

Cuối cùng, nhưng không kém phần quan trọng, chúng tôi xin cảm ơn Ban Giám đốc ĐHQG-HCM, Ban Khoa học và Công nghệ ĐHQG-HCM đã tài trợ tài chính cho nghiên cứu và hoàn thiện cuốn sách này.

Dù đã qua nhiều vòng đóng góp ý kiến và chỉnh sửa, nhưng Báo cáo thường niên thị trường tài chính Việt Nam 2016 chắc không tránh khỏi các sai sót. Nhóm biên soạn Báo cáo thường niên thị trường tài chính Việt Nam 2016 rất mong nhận được các ý kiến đóng góp tiếp theo của các độc giả là các nhà nghiên cứu, các nhà quản lý hoạch định chính sách và những bạn đọc có quan tâm để lần biên soạn báo cáo thường niên năm 2017 và các năm tiếp theo sẽ được tốt hơn.

Mọi đóng góp xin gửi về địa chỉ:

Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế-Tài chính

Trường ĐH Kinh tế-Luật, thuộc ĐHQG Thành phố Hồ Chí Minh

Khu phố 3, Phường Linh Xuân, Quận Thủ Đức, TPHCM

Điện thoại: (08) 37.244.555

Email: info.cefr@uel.edu.vn

Thay mặt tập thể các tác giả và Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Tài chính

Đồng chủ biên

GS.TS Nguyễn Thị Cành-TS Trần Hùng Sơn

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

ADB	Asian Development Bank	Ngân hàng Phát triển Châu Á
AEC	ASEAN Economic Community	Cộng đồng Kinh tế ASEAN
ASEAN	Association of Southeast Asian Nations	Hiệp hội các quốc gia Đông Nam Á
CPI	Consumer Price Index	Chỉ số giá tiêu dùng
CSTT		Chính sách tiền tệ
DNNN		Doanh nghiệp Nhà nước
DTBB		Dự trữ bắt buộc
ECB		Ngân hàng Trung ương Châu Âu
FDI	Foreign Direct Investment	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
Fed	Federal Reserve System	Cục Dự trữ Liên bang Mỹ
GDP	Gross Domestic Product	Tổng sản phẩm quốc nội
GI	Government Investment	Đầu tư khu vực công
GTSXCN		Giá trị sản xuất công nghiệp
IMF	International Monetary Fund	Quỹ Tiền tệ Quốc tế
NHNN		Ngân hàng Nhà nước
NHTM		Ngân hàng thương mại
NS		Ngân sách
NSNN		Ngân sách Nhà nước
SGDCK		Sở Giao dịch Chứng khoán
TCTD		Tổ chức tín dụng
TMCP		Thương mại cổ phần
TTCK		Thị trường chứng khoán
TTTP		Thị trường trái phiếu
UBCKNN		Ủy ban Chứng khoán Nhà nước
VAR	Vector Autoregressive model	Mô hình tự tương quan VAR
WB	World Bank	Ngân hàng Thế giới

MỤC LỤC

LỜI MỞ ĐẦU	iii
DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT	viii
CHƯƠNG 1:	
KINH TẾ VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2011-2016, CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG VÀ TRIỂN VỌNG NĂM 2017	1
1.1. Tình hình phát triển kinh tế Việt Nam năm 2016 và những năm gần đây	2
1.1.1 Tình hình kinh tế Việt Nam giai đoạn 2011-2016	2
1.1.2 Các yếu tố kinh tế vĩ mô	4
1.2. Tình hình kinh tế Việt Nam so với các nước trong AEC	8
1.3. Các yếu tố của tăng trưởng	10
1.3.1. Dịch chuyển cơ cấu kinh tế.....	10
1.3.2. Các yếu tố cung	11
1.3.3. Các yếu tố cầu	16
1.4. Quan hệ thương mại và đầu tư của Việt Nam với các nước AEC	20
1.4.1. Tình hình thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI)	20
1.4.2. Kim ngạch hàng hóa xuất khẩu, nhập khẩu và cán cân thương mại giữa Việt Nam và ASEAN	22
1.5. Triển vọng kinh tế Việt Nam năm 2017 và các giải pháp thực hiện các mục tiêu kinh tế	24
1.5.1 Bối cảnh kinh tế thế giới và các dự báo năm 2017	24
1.5.2. Định hướng của Chính phủ và triển vọng	29
1.5.3. Các giải pháp thực hiện mục tiêu tăng trưởng, lạm phát của Việt Nam năm 2017	31

CHƯƠNG 2:

LẠM PHÁT KỲ VỌNG: SỰ KHÁC BIỆT GIỮA CÁC NHÓM NGƯỜI TIÊU DÙNG QUA SỐ LIỆU KHẢO SÁT Ở VIỆT NAM.....	39
2.1. Giới thiệu	40
2.2. Cơ sở lý thuyết về lạm phát kỳ vọng.....	41
2.2.1. Vai trò của kỳ vọng trong các lý thuyết kinh tế và trong thực tế ..	41
2.2.2. Các yếu tố tác động lên lạm phát kỳ vọng	42
2.2.3. Phương pháp đo lạm phát kỳ vọng	43
2.2.4. Các nghiên cứu thực nghiệm về lạm phát kỳ vọng	44
2.3. Phương pháp xác định lạm phát kỳ vọng ở Việt Nam	46
2.4. Lạm phát thực và lạm phát kỳ vọng ở Việt Nam	48
2.4.1. Lạm phát ở Việt Nam những thập kỷ gần đây	48
2.4.2. Lạm phát kỳ vọng trong ngắn hạn và trung hạn	50
2.5. Kết luận và hàm ý chính sách.....	60

CHƯƠNG 3:

TÁC ĐỘNG CỦA LẠM PHÁT ĐẾN TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ.....	69
3.1. Tình hình lạm phát tại Việt Nam	70
3.2. Các yếu tố tác động đến lạm phát tại Việt Nam	72
3.2.1. Lược khảo lý thuyết về các yếu tố tạo ra lạm phát	72
3.2.2. Phân tích mô tả các yếu tố tác động đến lạm phát	79
3.2.3. Phân tích định lượng các yếu tố tác động đến lạm phát	84
3.3. Mối quan hệ giữa tăng trưởng và lạm phát tại Việt Nam	88
3.3.1. Phân tích định tính mô tả mối quan hệ giữa tăng trưởng và lạm phát	88
3.3.2. Phân tích định lượng mối quan hệ giữa tăng trưởng và lạm phát	92

3.3.3. Các hàm ý và bình luận về mục tiêu tăng trưởng và lạm phát năm 2017 của Chính phủ	96
---	-----------

CHƯƠNG 4:

LẠM PHÁT VÀ TỶ SUẤT LỢI NHUẬN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM	101
4.1. Giới thiệu	102
4.2. Tổng quan những biến động của lạm phát và tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán Việt Nam	103
4.2.1. Sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam	103
4.2.2. Biến động lạm phát và tỷ suất lợi nhuận của TTCK Việt Nam ..	104
4.3. Phân tích thực nghiệm mối quan hệ giữa lạm phát và tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán Việt Nam	107
4.3.1. Tổng quan các nghiên cứu đã thực hiện	107
4.3.2. Kết quả nghiên cứu	115
4.4. Kết luận và hàm ý chính sách.....	123

CHƯƠNG 5:

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ LẠM PHÁT TẠI VIỆT NAM.....	129
5.1. Giới thiệu	130
5.2. Lạm phát và chính sách tiền tệ Việt Nam trong giai đoạn 2010 – 2016.....	131
5.2.1. Mối quan hệ giữa lạm phát và chính sách tiền tệ	131
5.2.2. Lạm phát với cung tiền và tăng trưởng tín dụng tại Việt Nam giai đoạn 2010-2016	133
5.2.3. Chính sách tiền tệ Việt Nam giai đoạn 2010-2016	136
5.2.4. Một số nhận xét về lạm phát và chính sách tiền tệ Việt Nam trong giai đoạn 2010-2016	147

5.3. Phân tích định lượng mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ với lạm phát tại Việt Nam	148
5.3.1. Mối quan hệ giữa lãi suất với lạm phát	148
5.3.2. Tác động của chính sách tiền tệ đến lạm phát	155
5.4. Kết luận và các hàm ý chính sách	160

DANH MỤC BẢNG

Bảng 1.1. Các chỉ tiêu phát triển của Việt Nam giai đoạn 2011- 2016.....	2
Bảng 1.2. Tốc độ tăng trưởng GDP (%) của Việt Nam giai đoạn 2011-2016.....	3
Bảng 1.3. Tốc độ tăng GDP và dịch chuyển cơ cấu GDP theo khu vực ngành năm 2014- 2016	11
Bảng 1.4. Cán cân thương mại của Việt Nam với các nước ASEAN	24
Bảng 1.5. Tổng hợp các dự báo kinh tế thế giới, ASEAN và Việt Nam (2010-2017).....	28
Bảng 2.1. Quy mô dân số, số quan sát từ các vùng và trọng số của mỗi quan sát... 46	
Bảng 2.2. Lạm phát kỳ vọng trong ngắn hạn và trung hạn.....	51
Bảng 2.3. Lạm phát kỳ vọng theo nhóm hàng	52
Bảng 2.4. Lạm phát kỳ vọng theo nhóm người tiêu dùng	53
Bảng 2.5. Các yếu tố quyết định cảm nhận thay đổi giá hàng tiêu dùng năm 2017.....	58
Bảng 2.6. Các yếu tố quyết định cảm nhận thay đổi giá hàng tiêu dùng giai đoạn 2017- 2021	59
Bảng 3.1. Tổng hợp các biến tác động đến lạm phát	84
Bảng 3.2. Kết quả kiểm định tính dừng các biến.....	86
Bảng 3.3. Kết quả đánh giá các yếu tố tác động lạm phát qua mô hình VAR	86
Bảng 3.4. Kết quả mô hình ngưỡng giữa tăng trưởng và lạm phát, trường hợp ngưỡng lạm phát $\leq 3,22\%$	95

Bảng 3.5. Kết quả mô hình ngưỡng giữa tăng trưởng và lạm phát, trường hợp ngưỡng lạm phát >3,22%.....	96
Bảng 3.6. Một số chỉ tiêu kế hoạch năm 2017.....	97
Bảng 4.1. Thống kê mô tả.....	118
Bảng 4.2. Kiểm tra tính dừng.....	119
Bảng 4.3. Kết quả ước lượng mối quan hệ giữa lạm phát và tỷ suất lợi nhuận thực của cổ phiếu.	120
Bảng 4.4. Tương quan giữa lạm phát và chỉ số giá trị sản xuất công nghiệp	122
Bảng 4.5. Tương quan giữa tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán và chỉ số giá trị sản xuất công nghiệp	122
Bảng 5.1. Mục tiêu chính sách tiền tệ của một số nước	132
Bảng 5.2. Diễn biến cung tiền và tăng trưởng tín dụng 2004-2011	134
Bảng 5.3. Cung tiền M2 từ năm 2012 đến 2016	135
Bảng 5.4. Lãi suất chính sách của NHNN Việt Nam giai đoạn 2010 -2016.....	141
Bảng 5.5. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với các Tổ chức tín dụng	145
Bảng 5.6. Doanh số giao dịch trên thị trường mở giai đoạn 2007- 2015.....	146
Bảng 5.7. Hiệu ứng dẫn truyền trực tiếp từ lãi suất chính sách đến lãi suất thị trường .	152
Bảng 5.8. Hiệu ứng truyền dẫn trực tiếp từ lãi suất thị trường đến lãi suất bán lẻ	153
Bảng 5.9. Lãi suất cho vay của các quốc gia ASEAN	154
Bảng 5.10. Lãi suất tiền gửi của các quốc gia ASEAN	154
Bảng 5.11. Lạm phát của các quốc gia ASEAN	155
Bảng 5.12. Kết quả ước lượng	159

DANH MỤC HÌNH

Hình 1.1. GDP/người và tốc độ tăng trưởng GDP/người của Việt Nam và khu vực giai đoạn 2010-2015	4
--	---

Hình 1.2. Diễn biến CPI các tháng năm 2016.....	5
Hình 1.3. Cán cân thương mại của Việt Nam từ 2011- 2016.....	6
Hình 1.4. Tỷ giá VND so với USD	7
Hình 1.5. Nợ công (% GDP) giai đoạn 2011- 2016.....	8
Hình 1.6. GDP của các nước ASEAN theo giá hiện hành (ĐVT: tỷ USD)	9
Hình 1.7. Tốc độ tăng trưởng GDP của các nước ASEAN năm 2011 - 2016.....	9
Hình 1.8. Các yếu tố đóng góp vào tăng trưởng GDP thực (%)	10
Hình 1.9. Cơ cấu vốn đầu tư toàn xã hội theo thành phần kinh tế 2011- 2016.....	12
Hình 1.10. Tình hình thu hút và giải ngân vốn FDI giai đoạn 2011-2016.....	13
Hình 1.11. Năng suất lao động Việt Nam giai đoạn 2011- 2016	15
Hình 1.12. Số doanh nghiệp và số vốn đăng ký mới giai đoạn 2011- 2016	15
Hình 1.13 Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng giai đoạn 2011- 2016.....	16
Hình 1.14. Kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam giai đoạn 2011- 2016	17
Hình 1.15. Hàng hóa xuất khẩu có giá trị lớn năm 2016	18
Hình 1.16. Kim ngạch nhập khẩu của Việt Nam giai đoạn 2011- 2016	18
Hình 1.17. Hàng hóa nhập khẩu có giá trị lớn năm 2016	19
Hình 1.18. Tình hình thu hút vốn FDI của các nước ASEAN giai đoạn 2011- 2016...	21
Hình 1.19. Tỷ trọng thu hút FDI của Việt Nam từ các nước ASEAN giai đoạn 2011 - 2016	21
Hình 1.20. Thương mại giữa Việt Nam với khối ASEAN	22
Hình 1.21. Cán cân thương mại của Việt Nam với khối ASEAN.....	23
Hình 2.1. Tỷ lệ lạm phát thực tế và mục tiêu lạm phát giai đoạn 2000 – 2016	50
Hình 3.1. Chỉ số lạm phát của Việt Nam từ năm 1992 đến năm 2016.....	70
Hình 3.2. Chỉ số lạm phát tính theo tháng từ tháng 1/2014 đến tháng 12/2016	71
Hình 3.3. Lạm phát của Việt Nam và các quốc gia ASEAN.....	71
Hình 3.4. Các kênh truyền tải đến lạm phát.....	78

Hình 3.5. Quan hệ giữa lạm phát với chỉ số giá trị sản xuất công nghiệp	79
Hình 3.6. Quan hệ giữa lạm phát với biến động tỷ giá	80
Hình 3.7. Quan hệ giữa giá dầu và lạm phát.....	80
Hình 3.8. Quan hệ giữa cung tiền M2 và chỉ số lạm phát.....	81
Hình 3.9. Quan hệ giữa lạm phát và lãi suất	82
Hình 3.10. Quan hệ giữa lạm phát với thâm hụt ngân sách.....	82
Hình 3.11. Quan hệ giữa lạm phát với chênh lệch cán cân thương mại (XNK)	83
Hình 3.12. Quan hệ giữa chỉ số lạm phát với giá trị tài sản tài chính.....	83
Hình 3.13. Tổng hợp đồ thị hàm phản ứng các biến tác động lạm phát	87
Hình 3.14. Tăng trưởng kinh tế và lạm phát bình quân theo tháng từ năm 2007 đến 2016 (%).....	89
Hình 3.15. Quan hệ tăng trưởng kinh tế và lạm phát Việt Nam từ 2000-2016.....	90
Hình 3.16. Thay đổi đóng góp của 6 nhóm ngành chính trong tăng trưởng (2005-2015)	90
Hình 3.17. So sánh chỉ số tăng trưởng kinh tế của Việt Nam và các nước ASEAN (2000-2015).....	91
Hình 3.18. Quan hệ giữa lạm phát (Inf), tăng trưởng (g), độ sâu tài chính (M2/GDP) và chỉ tiêu chính phủ so GDP (GE/GDP)	92
Hình 4.1. Quy mô thị trường chứng khoán Việt Nam.....	103
Hình 4.2. Quy mô tài khoản nhà đầu tư (nghìn tài khoản)	104
Hình 4.3. Xu hướng CPI, chỉ số VN-Index, tháng 7/2000 – tháng 12/2016.....	105
Hình 4.4. Lạm phát thực tế, lạm phát kỳ vọng và lạm phát ngoài kỳ vọng, tháng 7/2000 – tháng 12/2016	106
Hình 4.5. Tỷ suất lợi nhuận của Thị trường chứng khoán Việt Nam và các nước ASEAN, 2000 – 2016	106
Hình 4.6. Tỷ lệ lạm phát của Việt Nam và các nước ASEAN, 2000-2016.....	107

Hình 5.1. Tăng trưởng M2 và lạm phát giai đoạn 2010 - 2016	135
Hình 5.2. Tăng trưởng tín dụng và lạm phát giai đoạn 2010 - 2016.....	136
Hình 5.3. Từ lãi suất đến lạm phát.....	140
Hình 5.4. Lãi suất của Việt Nam giai đoạn 2006 – 2016 (Đvt: %).....	142
Hình 5.5. Tỷ giá trung tâm USD/VND giai đoạn 2010 - 2016.....	144
Hình 5.6. Lãi suất cho vay, lãi suất tiền gửi và lạm phát của Việt Nam (Đvt: %) .	153

DANH MỤC HỘP

Hộp 3.1. Tổng quan các nghiên cứu trước về các yếu tố vĩ mô ảnh hưởng tới lạm phát.....	74
Hộp 3.2. Tổng quan các nghiên cứu và mô hình nghiên cứu	76
Hộp 3.3. Tổng quan các mô hình lý thuyết và nghiên cứu về quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và lạm phát	93
Hộp 4.1. Các nghiên cứu trên thế giới	108
Hộp 4.2. Các nghiên cứu có liên quan tại Việt Nam.....	114
Hộp 4.3. Mô hình phân tích thực nghiệm	116
Hộp 5.1. Quy định về thẩm quyền quyết định CSTT quốc gia theo Luật NHNN năm 2010.....	137
Hộp 5.2. Chính sách tiền tệ trong giai đoạn 2010 - 2016	138
Hộp 5.3. Mô hình phân tích mối quan hệ giữa lãi suất chính sách với lãi suất thị trường, giữa lãi suất thị trường với lãi suất bán lẻ	151
Hộp 5.4. Chính sách tiền tệ, độ mở nền kinh tế và lạm phát	157

CHƯƠNG 1

KINH TẾ VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2011 - 2016 CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG VÀ TRIỂN VỌNG NĂM 2017

Nguyễn Thị Cành
Đào Thị Ngọc

Tóm Tắt

Chương 1 trình bày tình hình phát triển kinh tế Việt Nam trong giai đoạn 2011-2016 và triển vọng trong năm 2017. Kết quả phân tích cho thấy kinh tế Việt Nam đã có những điểm khởi sắc ở năm 2015, nhưng có biểu hiện chậm lại ở năm 2016, triển vọng năm 2017 tốc độ tăng trưởng kinh tế Việt Nam theo các dự báo có thể đạt từ 6,2% đến 6,7%. Nghiên cứu cũng chỉ ra các yếu tố tác động vào tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong thời gian qua. Kết quả chỉ ra rằng tăng trưởng kinh tế Việt Nam vẫn phụ thuộc vào yếu tố vốn, dù năng suất lao động được cải thiện, nhưng còn thấp so với các nước trong khu vực, các yếu tố vĩ mô chưa thật ổn định, nợ công cao. Vị thế của kinh tế Việt Nam trong các nước AEC đứng thứ 6 về quy mô GDP và thứ 4 về tốc độ tăng trưởng. Trên cơ sở các phân tích tình hình kinh tế Việt Nam với bối cảnh quốc tế, bài nghiên cứu đã đề xuất một số giải pháp nhằm nắm lấy cơ hội, vượt qua thách thức để Việt Nam có thể hoàn thành các mục tiêu phát triển kinh tế trong năm 2017 và các năm tiếp theo.

1.1. TÌNH HÌNH PHÁT TRIỂN KINH TẾ VIỆT NAM NĂM 2016 VÀ NHỮNG NĂM GẦN ĐÂY

1.1.1. Tình hình kinh tế Việt Nam giai đoạn 2011-2016

Trong bối cảnh kinh tế thế giới phục hồi chậm, tiềm ẩn nhiều bất ổn, nền kinh tế Việt Nam năm 2016 tiếp tục có chuyển biến tích cực kế thừa từ sự phục hồi trên diện rộng trong năm 2015. Năm 2015, Việt Nam có tốc độ tăng trưởng tổng sản phẩm trong nước (GDP) cao nhất trong 5 năm qua, mức lạm phát thấp, đồng thời đây cũng là năm đánh dấu sự hội nhập tích cực của Việt Nam (với việc kết thúc đàm phán Hiệp định TPP, hiệp định thương mại tự do với EU, với Hàn Quốc, ký kết hàng loạt các hiệp định song phương khác và sự kiện thành lập Cộng đồng Kinh tế ASEAN). Trong năm 2016, GDP tăng trưởng chậm hơn năm 2015, ước tính tăng 6,21% so với năm trước, không đạt được mục tiêu mà Chính phủ và Quốc hội thông qua là 6,7% (Tổng cục Thống kê, 2016). Nguyên nhân chính là do tác động của biến đổi khí hậu, khu vực nông lâm ngư tăng trưởng chậm, thậm chí 6 tháng đầu năm năm 2016 khu vực này lần đầu tiên sau nhiều năm có tăng trưởng âm, khu vực công nghiệp khai thác cũng tăng trưởng chậm. Ngân sách Nhà nước tính đến ngày 15/12/2016 bội chi 192,2 nghìn tỷ đồng. Lạm phát tăng nhưng vẫn ở mức thấp, cơ bản bình quân năm 2016 lạm phát tăng 1,83% so với bình quân năm 2015. Các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô của Việt Nam giai đoạn 2010-2016 được phản ánh trong Bảng 1.1.

Bảng 1.1. Các chỉ tiêu phát triển của Việt Nam giai đoạn 2011- 2016

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014	2015	2016*
Tăng GDP (%)	6,24	5,25	5,42	5,98	6,68	6,21
CPI (%)	18,58	9,21	6,04	1,84	0,63	1,83
Đầu tư (% GDP)	36,40	33,50	30,40	30,10	32,60	33,00
Bội chi NSNN (% GDP)	4,90	4,80	5,30	5,30	5,00	4,27
Cán cân thương mại (tỷ USD)	-9,80	0,75	0,10	2,10	-3,17	2,60
Nợ công (% GDP)	54,90	55,70	56,00	65,20	61,30	64,98

Nguồn: Tổng cục Thống kê (2016), * Số ước

Mặc dù đã 7 năm kể từ khi cuộc khủng hoảng tài chính xảy ra, nền kinh tế thế giới vẫn phục hồi chậm với những rủi ro thường xuyên xảy ra. Sự tăng trưởng của các nền kinh tế phát triển tiếp tục bấp bênh, trong khi đó các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển vẫn duy trì tăng trưởng dưới mức tiềm năng. Những cú sốc kinh tế mới xảy ra

trong năm 2016 bao gồm sự kiện Brexit-ngày 23 tháng 6 năm 2016, Vương quốc Anh có kết quả trưng cầu dân ý ủng hộ việc rời khỏi Liên minh Châu Âu; sự tái cân bằng ở Trung Quốc như sự điều chỉnh giá xuất khẩu của Trung Quốc dẫn đến sự sụt giảm kéo dài trong tỷ giá ngoại thương, và xu hướng thay đổi chậm chạp của các yếu tố như nhân khẩu học và sự phát triển của năng suất, cũng như các yếu tố phi kinh tế khác như bất ổn địa chính trị và chính trị. Tốc độ tăng trưởng năm 2016 theo ước tính của Ngân hàng Thế giới (World Bank) là 2,4%, không thay đổi so với mức tăng trưởng của năm 2015. Theo báo cáo của Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB) tốc độ tăng trưởng của các nước đang phát triển ở Châu Á sẽ giảm từ 5,9% trong năm 2015 còn 5,7% trong cả năm 2016 và năm 2017. Tốc độ tăng trưởng khu vực Đông Nam Á gồm 10 nước ASEAN được dự đoán đạt 4,5% trong năm 2016, cao hơn mức 4,4% trong năm 2015, với sự tăng trưởng về đầu tư cơ sở hạ tầng ở Indonesia, Philippines và tăng trưởng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài trong sản xuất chế biến và xây dựng ở Việt Nam.

Năm 2016, ADB dự báo Việt Nam tăng trưởng 6,7%, duy trì mức tăng 6,68% của năm 2015, mức tăng trưởng cao nhất trong năm năm qua. Mức tăng trưởng này thể hiện sự phục hồi kinh tế của Việt Nam so với bình diện chung của thế giới và khu vực. Tuy nhiên thực tế, tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam không đạt như dự báo. Xu hướng tăng trưởng kinh tế Việt Nam và Thế giới phản ánh qua Bảng 1.2.

Bảng 1.2. Tốc độ tăng trưởng GDP (%) của Việt Nam giai đoạn 2011-2016

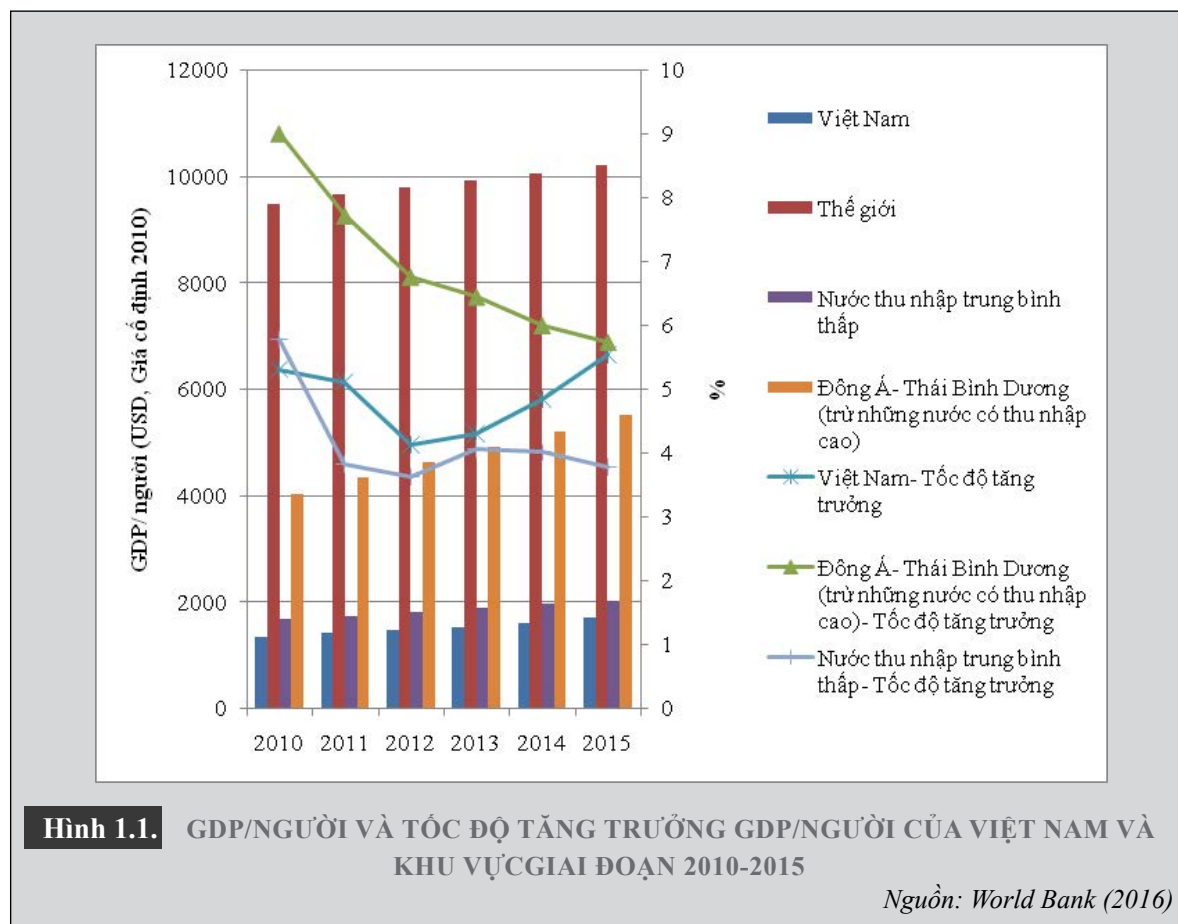
	2011	2012	2013	2014	2015	2016*
Việt Nam	6,24	5,25	5,42	5,98	6,68	6,21
Thế giới	2,85	2,26	2,36	2,49	2,40	2,40
Đông Nam Á	-	-	5,00	4,50	4,40	4,50

* Số liệu ước tính

Nguồn: TCKT (2016), WorldBank (2016) và ADB (2016)

Theo số liệu của Ngân hàng Thế giới (2016), năm 2015, GDP bình quân đầu người tính theo giá USD cố định 2010 là 1685 USD, thấp hơn 333,6 USD so với GDP bình quân đầu người của trung bình các nước thu nhập thấp, tuy nhiên tốc độ tăng GDP/người của Việt Nam trong năm đạt 5,5%, là mức tăng cao nhất từ năm 2010 trở lại đây, cao hơn so với nhóm các nước có thu nhập trung bình thấp, và trái ngược với xu hướng tốc độ tăng trưởng GDP/người giảm dần của các nước đang phát triển trong khu vực. Theo Tổng cục Thống kê của Việt Nam, năm 2016, Việt Nam có tốc độ tăng GDP/người đạt 5,03%, giảm nhẹ so với tốc độ tăng của năm 2015. GDP bình quân

đầu người theo giá thực tế năm 2016 là 2.215 USD/ người. GDP bình quân đầu người của Việt Nam và khu vực giai đoạn 2011-2015 được phản ánh qua Hình 1.1.



1.1.2. Các yếu tố kinh tế vĩ mô

Các yếu tố vĩ mô có liên quan đến tăng trưởng được trình bày bao gồm lạm phát, cán cân thương mại, chính sách tiền tệ (tỷ giá, lãi suất) và nợ công.

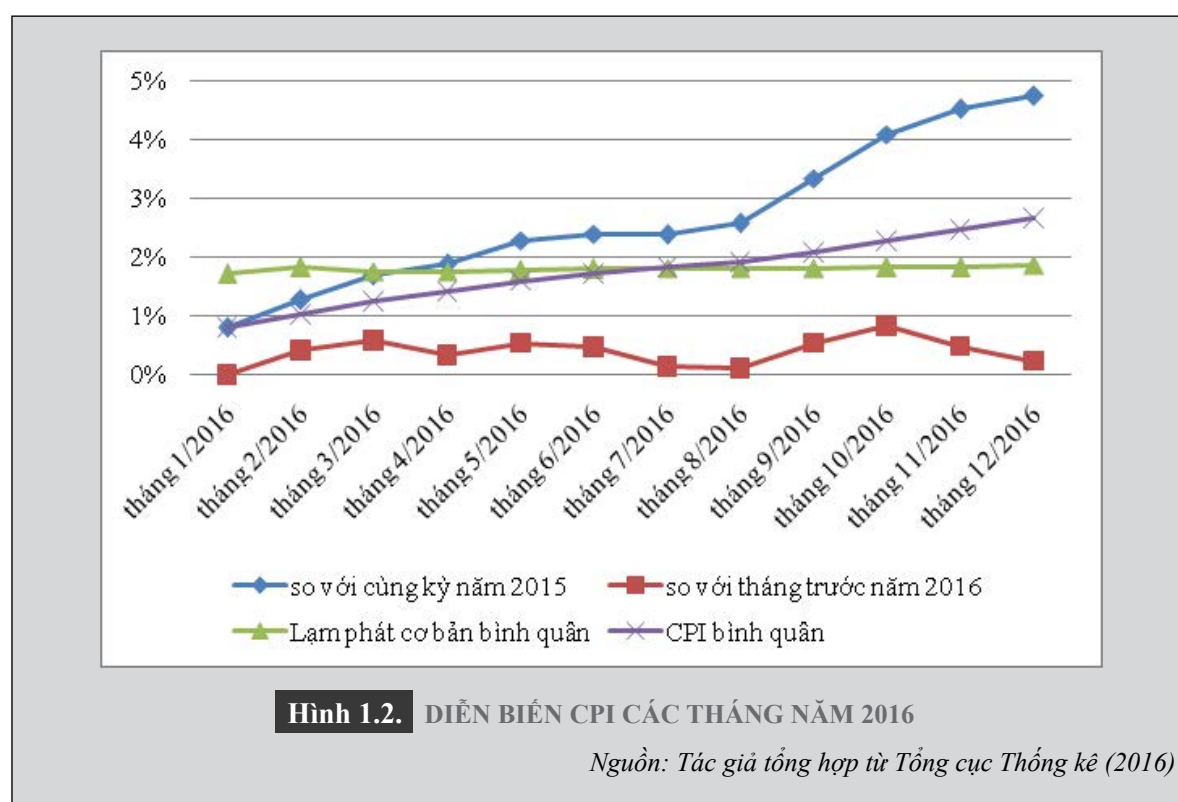
Tình hình lạm phát. Tình hình lạm phát sẽ phân tích kỹ hơn ở mục sau. Ở đây chỉ nêu một cách khái quát tình hình lạm phát ở năm 2016 để thấy bức tranh chung về các yếu tố vĩ mô.

Kiểm soát lạm phát luôn là một trong những mục tiêu hàng đầu của Chính phủ nhằm ổn định kinh tế vĩ mô. Lạm phát cơ bản¹ năm 2016 tăng 1,83% so với

¹ Lạm phát cơ bản theo thước đo CPI loại trừ lương thực-thực phẩm; năng lượng và mặt hàng do NN quản lý bao gồm dịch vụ y tế và dịch vụ giáo dục (CPIxFEAHE).

năm trước. Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) bình quân năm 2016 tăng 2,66% so với bình quân năm 2015, cao hơn so với mức tăng 0,63% của bình quân năm trước, nhưng thấp hơn nhiều so với mức tăng CPI bình quân một số năm gần đây² và vẫn nằm trong giới hạn mục tiêu 5% mà Quốc hội đề ra (Hình 1.2). Lạm phát ổn định sẽ cải thiện môi trường đầu tư, thu hút đầu tư để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Mức tăng CPI trong năm 2016 chủ yếu do tác động của việc điều chỉnh giá dịch vụ công (y tế, giáo dục) theo lộ trình thị trường. Bên cạnh đó, trong năm có nhiều kỳ nghỉ kéo dài nên nhu cầu mua sắm, vui chơi, giải trí tăng cao khiến giá các mặt hàng lương thực, thực phẩm tăng lên. Ngoài ra, do thời tiết biến đổi bất lợi nên giá lương thực thực phẩm cũng biến động theo chiều hướng tăng, góp phần làm CPI cả nước tăng. Tuy nhiên, do giá nhiên liệu trên thế giới giảm mạnh khiến giá xăng dầu trong nước giảm, kết hợp với nguồn cung hàng hóa dồi dào nên cũng phần nào kiềm chế mức tăng của CPI năm 2016.

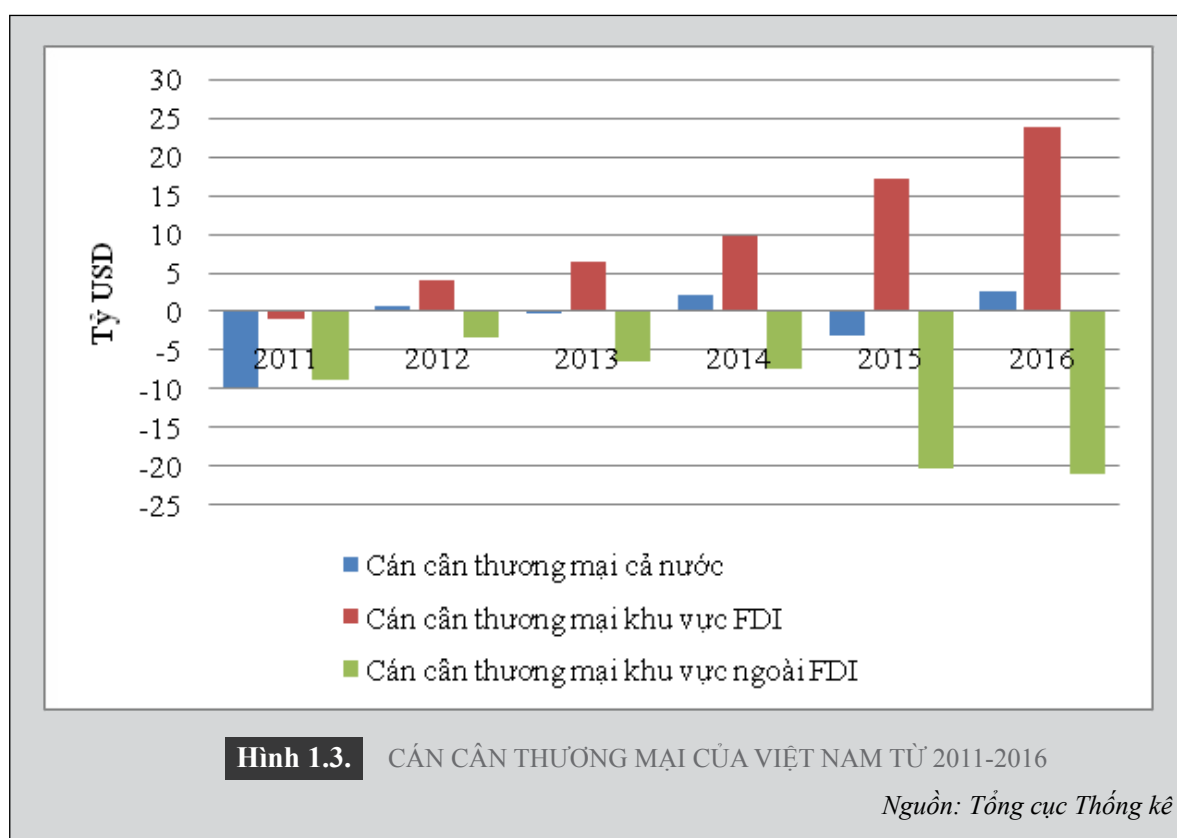


Cán cân thương mại. Cán cân thương mại của Việt Nam trong năm 2016 đã có dấu hiệu tiến triển tốt. Trong năm 2016 Việt Nam có cán cân thương mại thặng dư

² CPI bình quân các năm so với năm trước: năm 2010 tăng 9,19%; năm 2011 tăng 18,58%; năm 2012 tăng 9,21%; năm 2013 tăng 6,6%; năm 2014 tăng 4,09%; năm 2015 tăng 0,63%.

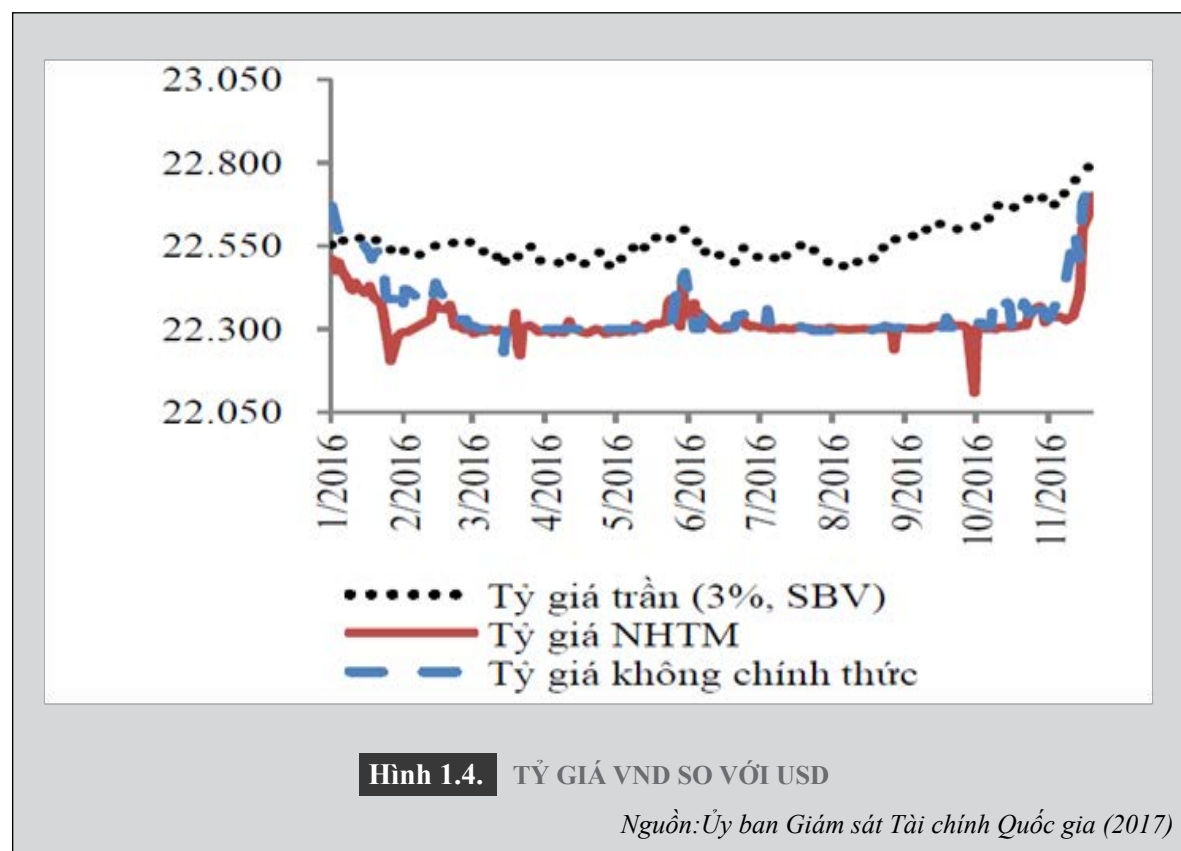
2,68 tỷ USD, thoát khỏi tình trạng nhập siêu của năm 2015, với mức nhập siêu 3,17 tỷ USD.

Tuy nhiên, tình hình nhập siêu của khu vực kinh tế trong nước vẫn không có chuyển biến tích cực, với mức nhập siêu của khu vực này là 21,02 tỷ USD, cao hơn mức nhập siêu năm 2015 là 14,4 tỷ USD, trong khi khu vực có vốn đầu tư nước ngoài xuất siêu 23,7 tỷ USD. Xét theo loại hình doanh nghiệp trong và ngoài nước, khu vực có vốn đầu tư nước ngoài (FDI) có cán cân thương mại thặng dư liên tục từ năm 2012 đến nay, trong khi khu vực ngoài FDI (doanh nghiệp trong nước) lại liên tục nhập siêu với số lượng ngày càng lớn. Thực trạng này cho thấy tình hình nhập siêu của khu vực kinh tế trong nước có tác động hạn chế tăng trưởng, ngược lại khu vực FDI có xuất siêu cao đã hỗ trợ cho cán cân thương mại dương và góp phần vào tăng trưởng kinh tế.

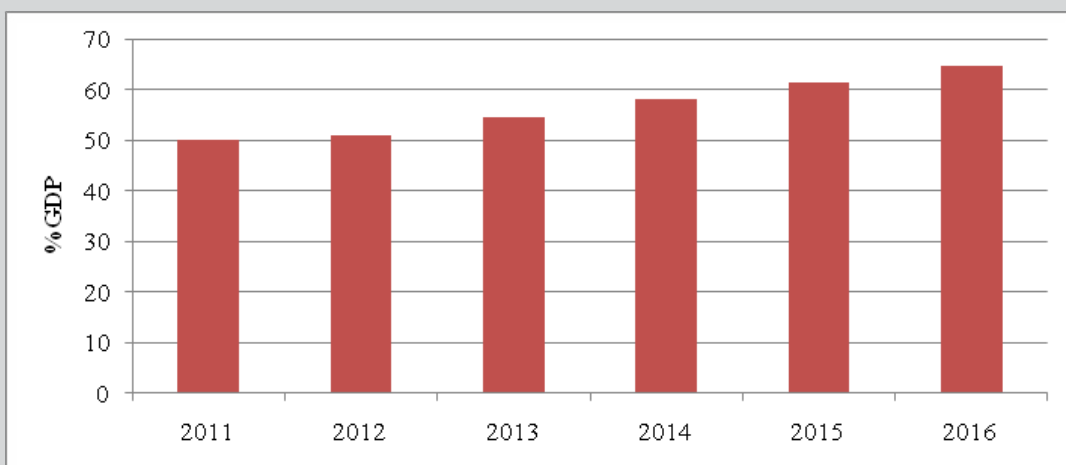


Chính sách tiền tệ. Trong năm 2016, tỷ giá USD/VND và thị trường ngoại hối nhìn chung khá ổn định, chỉ có một vài thời điểm nóng lên nhất định nhưng không kéo dài. Tỷ giá bán tại nhiều ngân hàng thương mại hiện phổ biến vào khoảng 22.330 -22.340 VND/USD, giảm khoảng 200 đồng (-1%) so với thời điểm cuối năm 2015 (Hình 1.4). Vào thời điểm cuối năm, tỷ giá giữa VND và USD tăng lên 22.700 VND/

USD do đồng USD liên tục tăng giá, đặc biệt là sau khi có kết quả chính thức của bầu cử Tổng thống Mỹ, và nhu cầu ngoại tệ tăng nhằm đáp ứng nhu cầu thanh toán cuối năm, đồng thời do dự đoán Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED) có khả năng sẽ tăng lãi suất vào cuối năm. Tỷ số giá ổn định có tác động tốt đến môi trường kinh doanh và cán cân thương mại.



Nợ công, nợ nước ngoài. Nỗ lực để kiểm soát bội chi ngân sách đạt được những kết quả rất giới hạn trong năm vừa qua. Năm 2016, bội chi ngân sách ước tính là 192,2 nghìn tỷ đồng (trong đó từ đầu năm đến 15/12/2016 tổng thu ngân sách nhà nước ước tính đạt 943,3 nghìn tỷ đồng, tổng chi ước tính đạt 1.135,5 nghìn tỷ đồng) chiếm khoảng 4,27% GDP, giảm so với mức 5,4% trong năm 2015. Chi tiêu Chính phủ tăng 7,3%. Theo báo cáo của Chính phủ, trong năm 2016, nợ công, bao gồm nợ được bảo đảm bởi Chính phủ, gần bằng 64,73% GDP, gần sát với giới hạn an toàn theo tiêu chuẩn về ngưỡng trần nợ công/GDP là 65% do Bộ Tài chính đề ra, trong đó nợ của Chính phủ là 53,1% (Hình 1.5). Nợ công cao, tăng áp lực cán cân ngân sách do phải chi trả nợ gốc lẫn nợ mới làm tăng bội chi ngân sách. Điều này sẽ tác động xấu đến lạm phát và tăng trưởng kinh tế.

**Hình 1.5. NỢ CÔNG (% GDP) GIAI ĐOẠN 2011-2016**

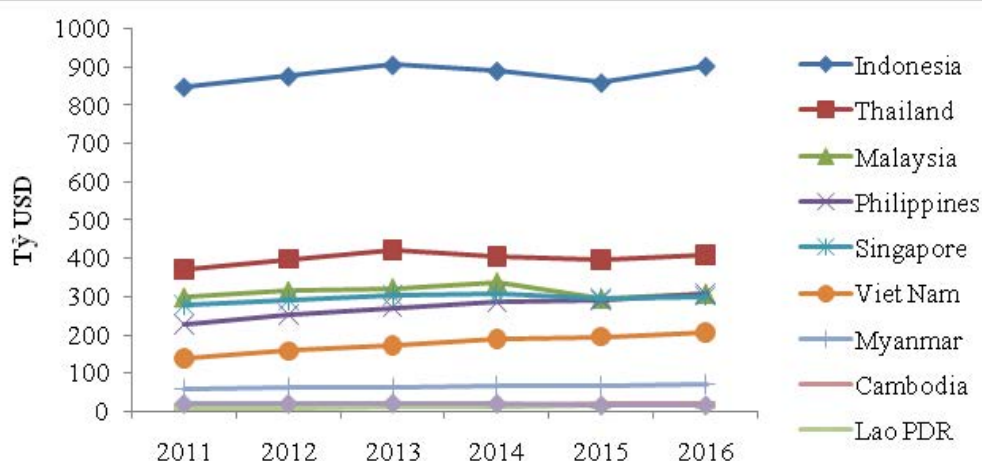
Nguồn: ADB (2016) và Bộ Tài chính (2017)

Hiện nay, nợ công của Việt Nam vẫn đang tiếp tục tăng cao và nghĩa vụ trả nợ cũng ngày càng lớn. Nợ công giai đoạn 2011-2016 tăng nhanh, áp lực trả nợ lớn với tốc độ tăng 18,4%/năm, cao gấp 3 lần tăng trưởng GDP. Do đó nếu không có biện pháp kiểm soát chặt chẽ thì sự cân bằng của nền tài khóa của quốc gia sẽ bị đe dọa lớn.

1.2. TÌNH HÌNH KINH TẾ VIỆT NAM SO VỚI CÁC NƯỚC TRONG AEC

Quy mô kinh tế (GDP). Theo dữ liệu thống kê của Ban Thư ký ASEAN (2017), giai đoạn 2011-2016, khu vực ASEAN có tốc độ tăng trưởng kinh tế trung bình khoảng 5%, với quy mô khoảng 2437,37 tỷ USD. Riêng trong năm 2016, tuy kinh tế thế giới có nhiều bất ổn, nhưng kinh tế khu vực này tăng trưởng 4,9%, cao hơn mức tăng trưởng 4,6% của năm 2015. Sự phát triển kinh tế của các nước trong khối ASEAN có sự chênh lệch rất lớn. GDP của khối sáu nước ASEAN gọi là ASEAN-6 bao gồm Brunei, Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan trung bình lớn gấp 10 lần GDP của bốn nước còn lại, được gọi là khối các nước kém phát triển (CLMV) bao gồm Cambodia, Lào, Myanmar và Việt Nam.

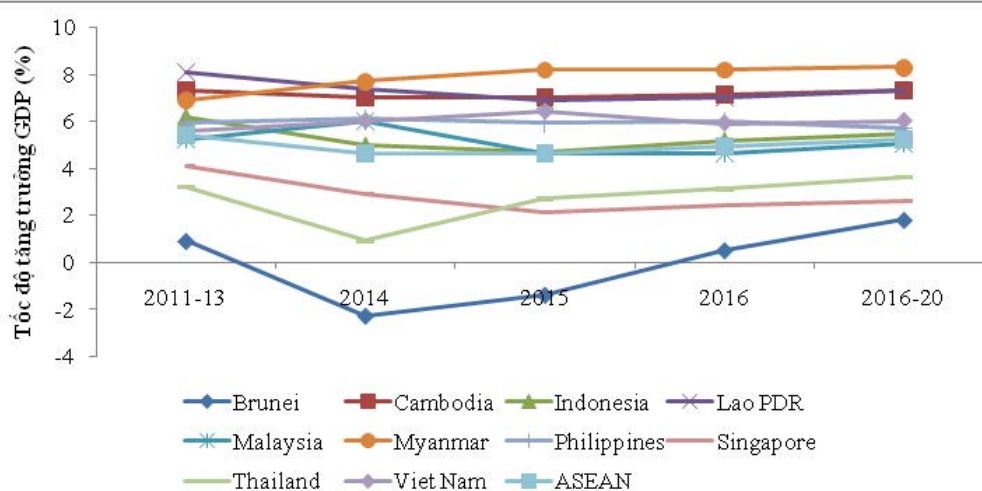
Trong giai đoạn 2011-2016, Việt Nam chiếm khoảng 7,16% vào tổng GDP trung bình của cả Khối. Quy mô kinh tế của Việt Nam nhỏ hơn 5 lần so với Indonesia, nhỏ hơn khoảng 2 lần so với Thái Lan, Malaysia, Philippines, và Singapore. Trong khi đó, GDP của Việt Nam lại lớn hơn gấp 2 lần so với Myanmar, và lớn hơn khoảng 10 lần so với hai nước còn lại trong khối CLMV và Brunei (Hình 1.6).



Hình 1.6. GDP CỦA CÁC NƯỚC ASEAN THEO GIÁ HIỆN HÀNH (ĐVT: TỶ USD)

Nguồn: ASEAN Finance and Macro-economic Surveillance Unit Database (2016) và OECD (2017)

Tăng trưởng GDP của khu vực trong năm 2016 không thay đổi nhiều so với năm 2015, ở mức 4,9%. Tăng trưởng dự kiến cho khu vực trong 5 năm tới, từ năm 2016 đến năm 2020, sẽ cao hơn ở mức 5,2%, với sự trỗi dậy của nền kinh tế Myanmar khi bắt đầu thực hiện chính sách mở cửa (OECD, 2017) - (Hình 1.7).



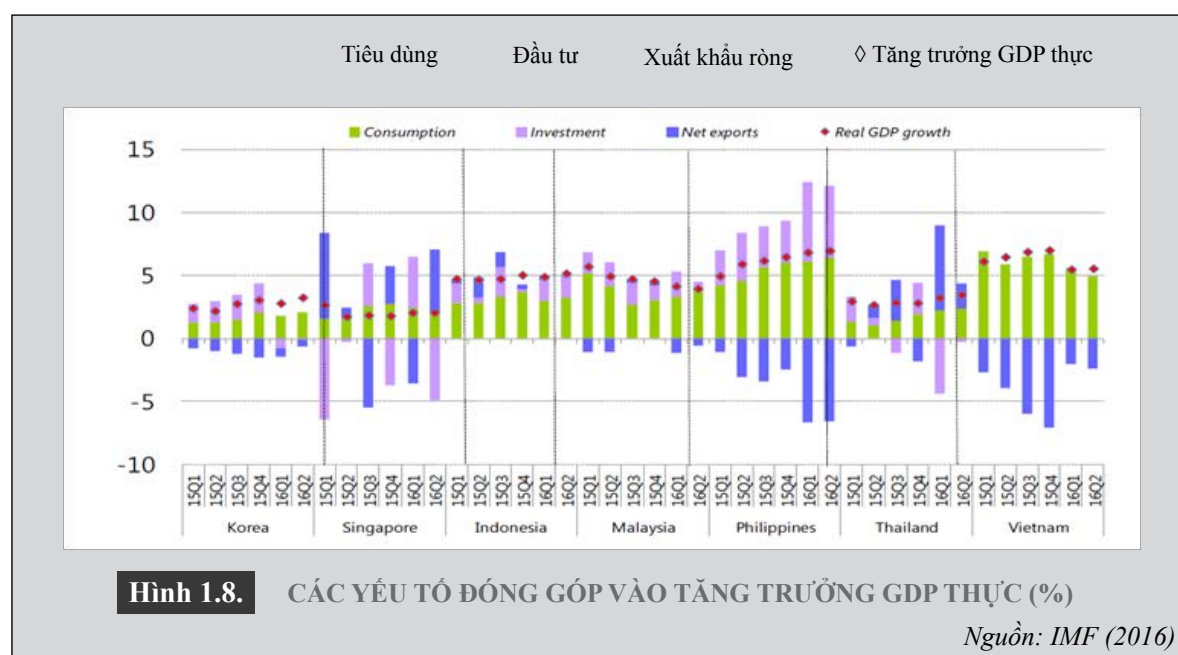
(*) Số liệu năm 2016, và năm 2016-2020 là số ước.

Hình 1.7. TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG GDP CỦA CÁC NƯỚC ASEAN NĂM 2011-2016

Nguồn: Asian Development Outlook Database (2016) và OECD (2017)³

³ Có sự chênh lệch giữa số liệu Việt Nam do báo cáo của OECD cung cấp so với số liệu do Tổng cục Thống kê cung cấp.

Indonesia, Thái Lan, Philippines ghi nhận tốc độ tăng trưởng 5,2%, 3,1%, và 6% trong năm vừa qua nhờ sự gia tăng của tiêu dùng nội địa. Ở Philippines, cả đầu tư tư nhân lẫn đầu tư công đều tăng mạnh. Ở Indonesia, chi tiêu công và tiêu dùng của người dân là hai động lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, xuất khẩu ròng của Khu vực ASEAN đang có xu hướng giảm dần do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã khiến nhu cầu tiêu dùng của thế giới yếu đi.



Thêm vào đó, sự tăng trưởng của các nước trong khối CLM (Cambodia, Lào, Myanmar) được dự đoán là sẽ dẫn đầu trong Khu vực, với mức tăng trưởng trên 7% trong 5 năm tới. Sự phục hồi của khu vực nông nghiệp và sự phát triển của khu vực dịch vụ du lịch và công nghiệp sẽ là những nền tảng thúc đẩy tăng trưởng GDP của Cambodia và Lào. Sự tăng trưởng mạnh mẽ của nền kinh tế Myanmar sẽ tiếp tục phát huy khi thu hút được lượng lớn vốn FDI đổ vào, cùng với những cải cách kinh tế đã thúc đẩy khu vực tư nhân phát triển mạnh mẽ. Tuy nhiên, những viễn cảnh kinh tế của các quốc gia này sẽ tùy thuộc vào sự kiểm soát cân bằng khi tín dụng tăng nhanh chóng, đặc biệt là Myanmar, tùy thuộc vào sự duy trì của những cải cách kinh tế.

1.3. CÁC YẾU TỐ CỦA TĂNG TRƯỞNG

1.3.1. Dịch chuyển cơ cấu kinh tế

Dịch chuyển cơ cấu kinh tế theo khu vực ngành phụ thuộc vào tăng trưởng của các khu vực. Trong mức tăng 6,21% của toàn nền kinh tế năm 2016, khu vực nông,

lâm nghiệp và thủy sản tăng 1,36% - là mức tăng thấp nhất từ năm 2011 trở lại đây⁴, đóng góp 0,04 điểm phần trăm vào mức tăng chung; khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 7,06%, đóng góp 1,83 điểm phần trăm. Ngành khai khoáng có mức giảm lớn nhất trong 5 năm trở lại đây với mức giảm 4%; khu vực dịch vụ tăng 6,98%, đóng góp 2,67 điểm phần trăm (Tổng cục Thống kê, 2016). Cơ cấu nền kinh tế năm 2016 tiếp tục có sự chuyển dịch rõ nét hơn so với năm 2015, nhưng nhìn chung sự dịch chuyển cơ cấu kinh tế theo khu vực ngành diễn ra chậm, cơ cấu khu vực I - nông lâm ngư vẫn còn chiếm tỷ trọng cao, khu vực công nghiệp chế biến, khu vực dịch vụ cũng không dịch chuyển nhiều. Trong đó, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản chiếm tỷ trọng 16,32%; khu vực công nghiệp và xây dựng chiếm 32,72%; khu vực dịch vụ chiếm 40,92% (Bảng 1.3).

Bảng 1.3. Tốc độ tăng GDP và dịch chuyển cơ cấu GDP theo khu vực ngành năm 2014-2016

Khu vực	Tốc độ tăng so với năm trước (%)			Cơ cấu kinh tế (%)		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Nông, lâm nghiệp và thủy sản	3,44	2,41	1,36	17,70	17,00	16,32
Công nghiệp và xây dựng	6,42	9,64	7,57	33,21	33,25	32,72
Dịch vụ	6,16	6,33	6,98	39,04	39,73	40,92
Thuế sản phẩm trừ trợ cấp sản phẩm	7,93	5,54	6,38	10,05	10,02	10,04
Tổng số	5,98	6,68	6,21	100	100	100

Nguồn: Tổng cục Thống kê (2016)

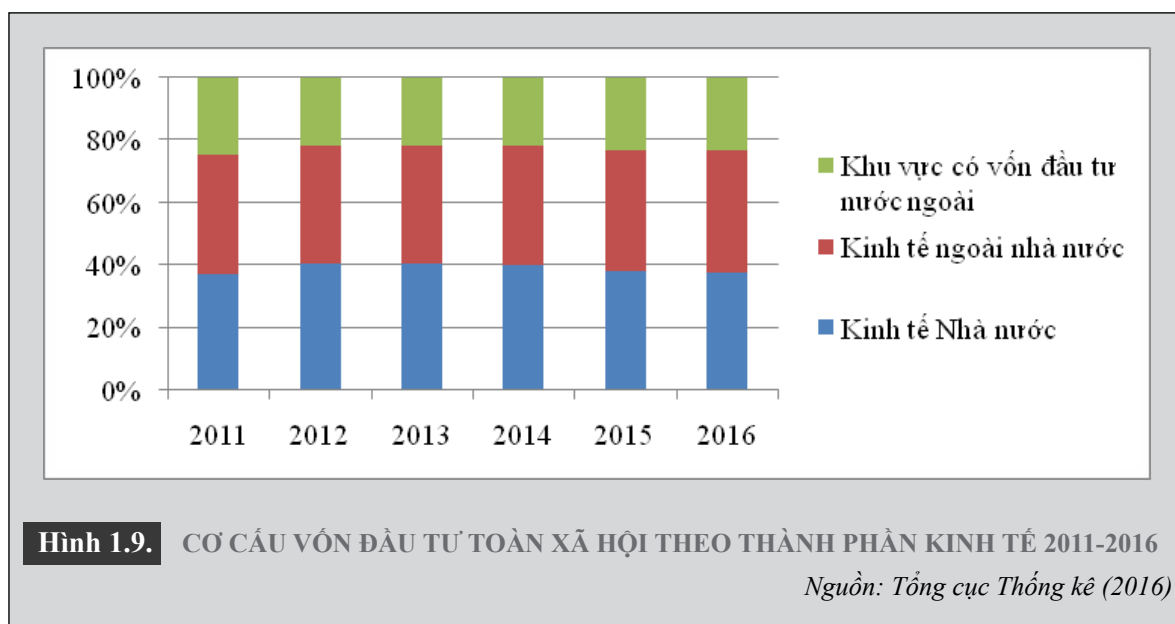
1.3.2. Các yếu tố cung

Các yếu tố cung bao gồm vốn đầu tư, lao động, năng suất lao động và phát triển doanh nghiệp.

Đầu tư phát triển. Đầu tư là yếu tố đóng góp lớn vào tăng trưởng kinh tế Việt Nam hiện nay.

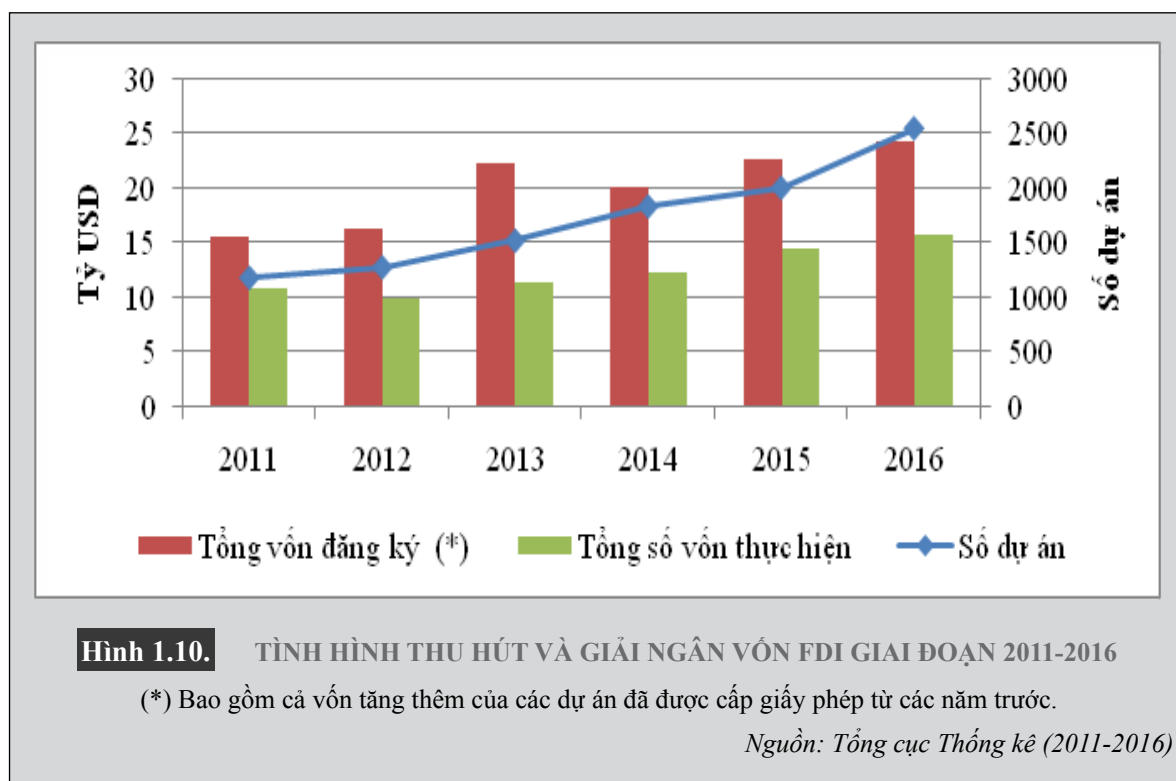
⁴ Năm 2011 tăng 4,23%; năm 2012 tăng 2,92%; năm 2013 tăng 2,63%; năm 2014 tăng 3,44%; năm 2015 tăng 2,41%.

Tổng vốn đầu tư toàn xã hội thực hiện năm 2016 theo giá hiện hành ước tính đạt 1485,1 nghìn tỷ đồng, tăng 8,7% so với cùng kỳ năm trước và bằng 33% GDP, bao gồm: vốn khu vực nhà nước đạt 557,5 nghìn tỷ đồng, chiếm 37,6% tổng vốn và tăng 7,2% so với cùng kỳ năm trước; vốn khu vực ngoài nhà nước đạt 579,7 nghìn tỷ đồng, chiếm 39% và tăng 9,7%; vốn khu vực có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đạt 347,9 nghìn tỷ đồng, chiếm 23,4% và tăng 9,4% (Hình 1.9).



Như vậy, tuy tốc độ và cơ cấu vốn đầu tư của khu vực ngoài nhà nước và FDI năm nay không có nhiều thay đổi so với năm 2015, nhưng nguồn vốn đầu tư từ hai khu vực này trong những năm gần đây đang có xu hướng tăng cao và ngày càng chiếm ưu thế so với khu vực nhà nước. Đây là xu thế tích cực.

Về phía vốn đầu tư nước ngoài, năm 2016, Việt Nam thu hút được 2.556 dự án đầu tư trực tiếp nước ngoài đăng ký mới với số vốn đăng ký đạt 15,18 tỷ USD, tăng 27% về số dự án và giảm 2,5% về số vốn so với năm 2015. Đồng thời có 1225 lượt dự án đã cấp phép từ các năm trước được cấp vốn bổ sung với 5,77 tỷ USD. Ngoài ra, nước ta thu hút được 3,43 tỷ USD tổng số vốn đầu tư mua cổ phần của các nhà đầu tư với tỷ lệ vốn đầu tư cao hơn 50% vốn điều lệ doanh nghiệp. Như vậy, tổng vốn đăng ký của các dự án cấp mới và vốn cấp bổ sung và đầu tư theo hình thức góp vốn, mua cổ phần năm 2016 đạt 24,37 tỷ USD, tăng 7,1% so với năm 2015. Trong đó, số vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện ước tính đạt 15,8 tỷ USD, tăng 9% so với năm trước, là mức giải ngân vốn FDI cao nhất từ trước đến nay. Xu hướng này phù hợp với dự đoán của nhiều chuyên gia kinh tế, Việt Nam sẽ thu hút lượng đầu tư nước ngoài lớn khi Việt Nam ngày càng hội nhập sâu vào nền kinh tế toàn cầu.



Trong số các ngành thu hút đầu tư FDI, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo thu hút lượng vốn đầu tư lớn nhất với số vốn đăng ký đạt 9,81 tỷ USD, chiếm 64,6% tổng vốn đăng ký; tiếp theo là ngành kinh doanh bất động sản đạt 1,52 tỷ USD, chiếm 10,1%; đứng thứ ba là ngành bán buôn và bán lẻ, sửa chữa ô tô, mô tô, xe máy và xe có động cơ khác đạt 367 triệu USD, chiếm 2,4%; các ngành còn lại đạt 3.480 triệu USD, chiếm 22,9% (Tổng cục Thống kê, 2016). Lũy kế đến ngày 20/12/2016, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo thu hút gần 60% tổng số vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Việt Nam, hoạt động kinh doanh bất động sản thu hút gần 20% tổng vốn đầu tư đăng ký, còn các ngành khác chỉ thu hút được số vốn đầu tư rất ít, dưới 4% (Bộ Kế hoạch Đầu tư, 2016). Với tình hình thu hút vốn như hiện nay, Việt Nam cần phải có chính sách phù hợp để tránh sự phụ thuộc quá nhiều vào vốn đầu tư nước ngoài ở một số ngành, đồng thời phải tích cực thu hút sự đầu tư vào phát triển những lĩnh vực thiết yếu khác như y tế, giáo dục, vận tải kho bãi,...

Trong số 68 quốc gia và vùng lãnh thổ có dự án đầu tư cấp mới tại Việt Nam, Hàn Quốc tiếp tục là nhà đầu tư lớn nhất với 5,52 tỷ USD, chiếm 36,3% tổng vốn đăng ký cấp mới; tiếp đến là Singapore 1,59 tỷ USD, chiếm 10,5%; Trung Quốc là nhà đầu tư lớn thứ 3 với 1,26 tỷ USD, chiếm 8,3%; tiếp theo đó là các nhà đầu tư đến từ Đặc khu hành chính Hồng Kông (7,3%); Nhật Bản (5,7%); Đài Loan (5,4%) (Tổng cục Thống kê, 2016).

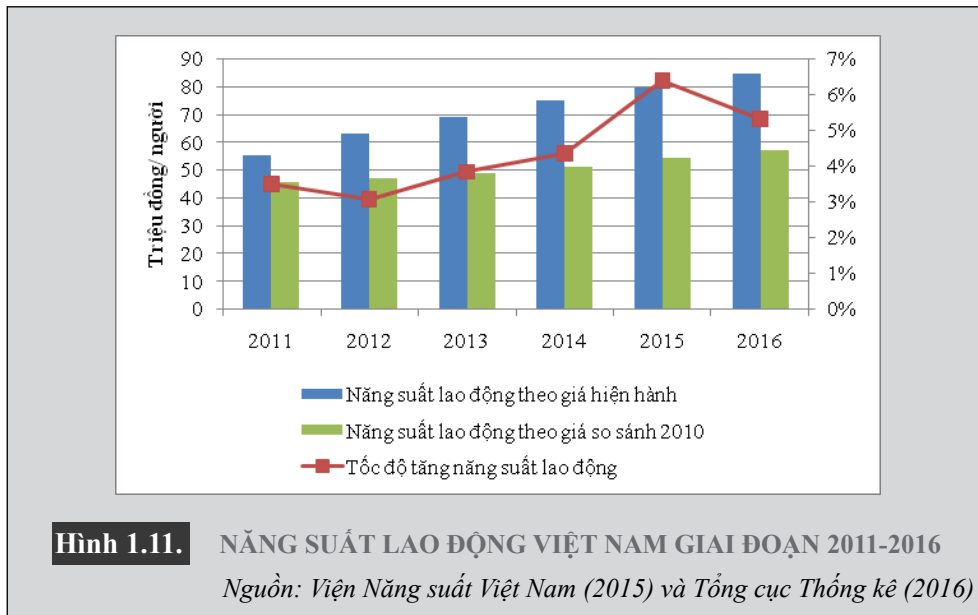
Lao động và năng suất lao động. Lao động từ 15 tuổi trở lên đang làm việc trong các ngành kinh tế trong năm 2016 ước tính 54,4 triệu người trên tổng 92,7 triệu dân, tăng 455,6 nghìn người so với năm 2015, trong đó có 53,3 triệu người đang làm trong các ngành kinh tế. Sự phân bổ lực lượng lao động theo khu vực năm 2016 không có thay đổi nhiều so với năm trước, tuy nhiên số lượng lao động đang có xu hướng chuyển dịch sang khu vực công nghiệp và xây dựng, và khu vực dịch vụ. Cụ thể, đa số lao động vẫn tập trung ở khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản với 41,9% lao động; khu vực công nghiệp và xây dựng chiếm 24,7%; khu vực dịch vụ chiếm 33,4%⁵.

Theo số liệu thống kê của Tổng cục Thống kê (2016), tỷ lệ lao động trong độ tuổi đã qua đào tạo năm 2016 tuy có tăng so với năm trước, nhưng vẫn còn ở mức thấp, ước tính đạt 20,6%. Tỷ lệ thất nghiệp của lao động trong độ tuổi năm 2016 là 2,3%, trong đó khu vực thành thị là 3,18%, khu vực nông thôn là 1,86%. So với năm trước, tỷ lệ thất nghiệp năm 2016 không thay đổi, nhưng tỷ lệ việc làm thiếu ổn định hoặc việc làm không đầy đủ đã giảm nhiều còn 1,64% so với mức 1,89% của năm 2015 và 2,4% năm 2014.

Năng suất lao động xã hội của toàn nền kinh tế năm 2016 theo giá hiện hành ước tính đạt 84,5 triệu đồng/lao động (khoảng 3.853 USD/lao động). Tính theo giá so sánh năm 2010, năng suất lao động toàn nền kinh tế năm 2016 ước tính tăng 5,31% so với năm 2015, giảm so với tốc độ tăng của năm 2015 nhưng vẫn cao hơn so với các năm trước đó. Nếu phân theo khu vực kinh tế, năng suất lao động bình quân trong khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản đạt thấp nhất với 32,9 triệu đồng/lao động; khu vực công nghiệp và xây dựng đạt cao nhất với 112,0 triệu đồng/lao động; khu vực dịch vụ đạt 103,5 triệu đồng/lao động.

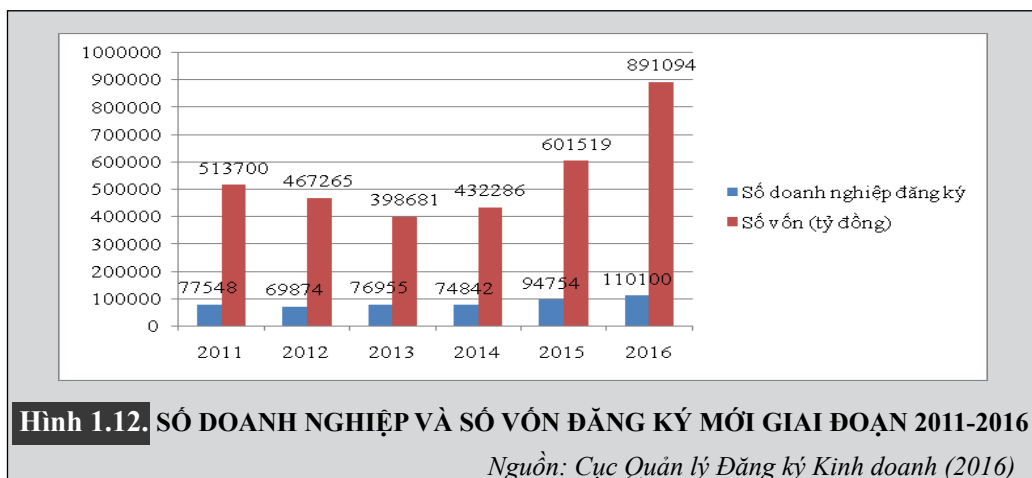
Năng suất lao động của Việt Nam thời gian qua đã có sự cải thiện đáng kể theo hướng tăng đều qua các năm, bình quân giai đoạn 2005-2016 tăng 3,96%/năm, trong đó giai đoạn 2005-2010 tăng 3,44%/năm; giai đoạn 2011-2016 tăng 4,58%/năm, góp phần thu hẹp dần khoảng cách tương đối so với năng suất lao động của các nước ASEAN. Tuy nhiên do tỷ trọng lao động có trình độ (qua đào tạo) còn thấp, cũng là trở ngại để tăng năng suất lao động và lợi thế cạnh tranh của Việt Nam so với các nước trong khu vực.

⁵ Năm 2015, lao động trong khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản chiếm 44%; khu vực công nghiệp và xây dựng chiếm 22,8%; khu vực dịch vụ chiếm 33,2%.



Doanh nghiệp. Năm 2016 số doanh nghiệp đăng ký thành lập mới tăng cả về số lượng lẫn số vốn đăng ký, là năm có số doanh nghiệp và số vốn đăng ký mới cao nhất từ năm 2011 đến nay.

Trong năm 2016, cả nước có 110,1 nghìn doanh nghiệp đăng ký thành lập mới, tăng 16,2% và với tổng vốn đăng ký mới là 891,1 nghìn tỷ đồng, tăng 48,1% so với năm 2015. Bên cạnh đó, trong năm nay, các doanh nghiệp đang hoạt động đã đăng ký tăng thêm 1629,8 nghìn tỷ đồng vốn. Số doanh nghiệp quay trở lại hoạt động là 26.689, tăng 24,1% so với năm trước. Diễn biến này cho thấy dường như doanh nghiệp đã có niềm tin hơn vào thị trường và cơ hội kinh doanh ở Việt Nam. Tuy nhiên đa số doanh nghiệp này thuộc loại quy mô nhỏ, với số vốn đăng ký bình quân một doanh nghiệp là 8,1 tỷ đồng, tăng 27,5% so với năm trước. Số lao động dự kiến được tạo việc làm của các doanh nghiệp thành lập mới là 1268 nghìn người, chỉ bằng 86,1% so với năm 2015.



Về lĩnh vực hoạt động, số doanh nghiệp đăng ký thành lập mới trong năm nay (2016) ở hầu hết các ngành, lĩnh vực đều tăng so với năm trước, trong đó hoạt động kinh doanh bất động sản là ngành tăng mạnh cả về số doanh nghiệp và số vốn đăng ký với tỷ lệ tăng lần lượt là 83,9% về số doanh nghiệp và 234,2% về vốn đăng ký. Với tình trạng này, Việt Nam cần thận trọng để tránh tình trạng bong bóng bất động sản có thể xảy ra khi tình hình đầu tư vào bất động sản tăng trưởng cao như hiện nay.

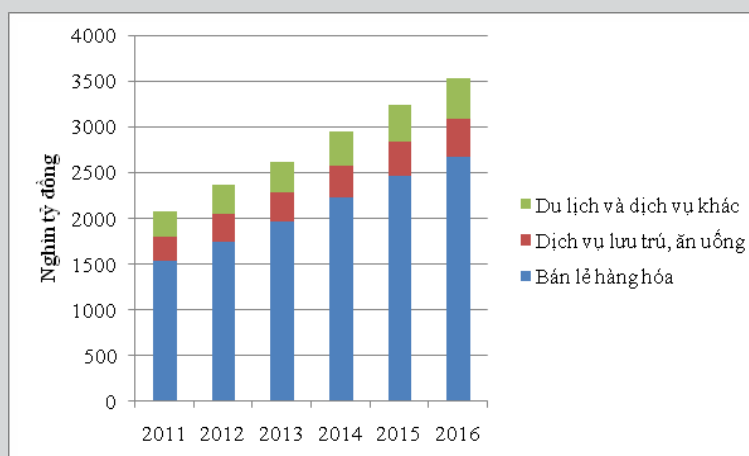
Số doanh nghiệp hoạt động ngày càng tăng, chứng tỏ sự cạnh tranh ngày càng gay gắt, chỉ có những doanh nghiệp thực sự vững mạnh, linh hoạt mới có thể tồn tại và tìm kiếm thêm cơ hội mở rộng quy mô hoạt động. Năm 2016, cả nước có 12.478 doanh nghiệp hoàn tất thủ tục giải thể, chấm dứt hoạt động sản xuất, kinh doanh, tăng 31,8% so với năm trước, trong đó phần lớn là những doanh nghiệp quy mô nhỏ có vốn đăng ký dưới 10 tỷ đồng (chiếm 93,1%), và 60.667 doanh nghiệp gặp khó khăn buộc phải tạm ngừng hoạt động, giảm 15,2% so với năm trước.

1.3.3. Các yếu tố cầu

Các yếu tố về phía cầu bao gồm bán lẻ hàng hóa, dịch vụ, xuất-nhập khẩu hàng hóa và dịch vụ.

Bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng. Tính chung cả năm 2016, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước tính đạt 3.527,4 nghìn tỷ đồng, tăng 10,2% so với năm trước.

Xét theo ngành kinh doanh, bán lẻ hàng hóa năm nay (2016) đạt 2.676,5 nghìn tỷ đồng, chiếm 75,9% tổng mức và tăng 10,2% ; doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống đạt 413,4 nghìn tỷ đồng, tăng 10,7%; doanh thu dịch vụ khác đạt 403,4 nghìn tỷ đồng, tăng 9,3% so với năm 2015.



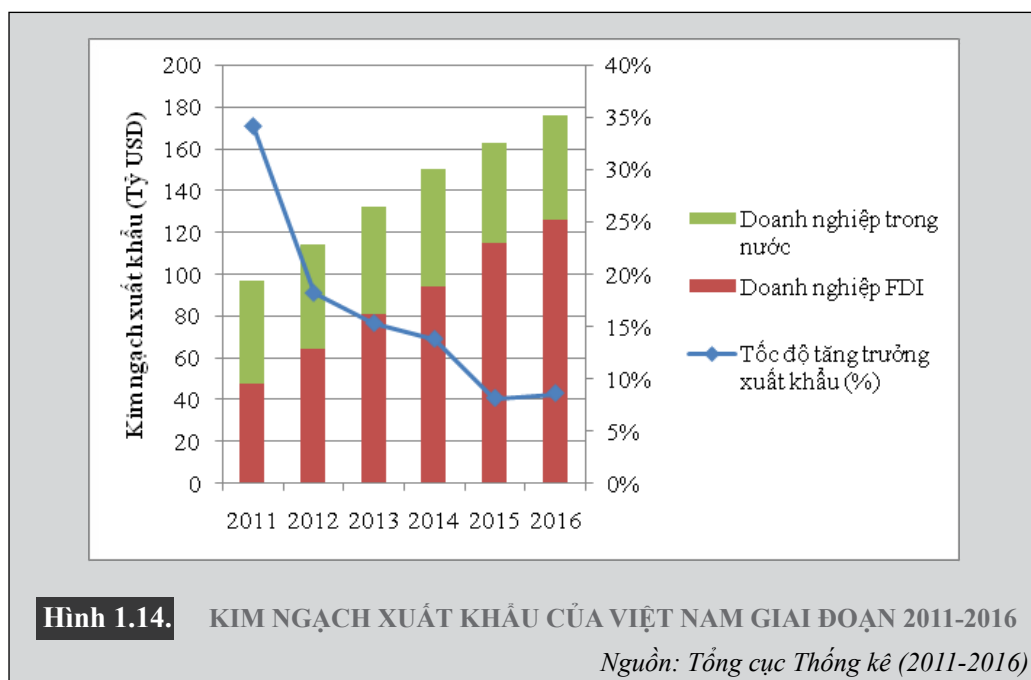
Hình 1.13. TỔNG MỨC BÁN LẺ HÀNG HÓA VÀ DOANH THU DỊCH VỤ TIÊU DÙNG GIAI ĐOẠN 2011-2016

Nguồn: Tổng cục Thống kê (2016)

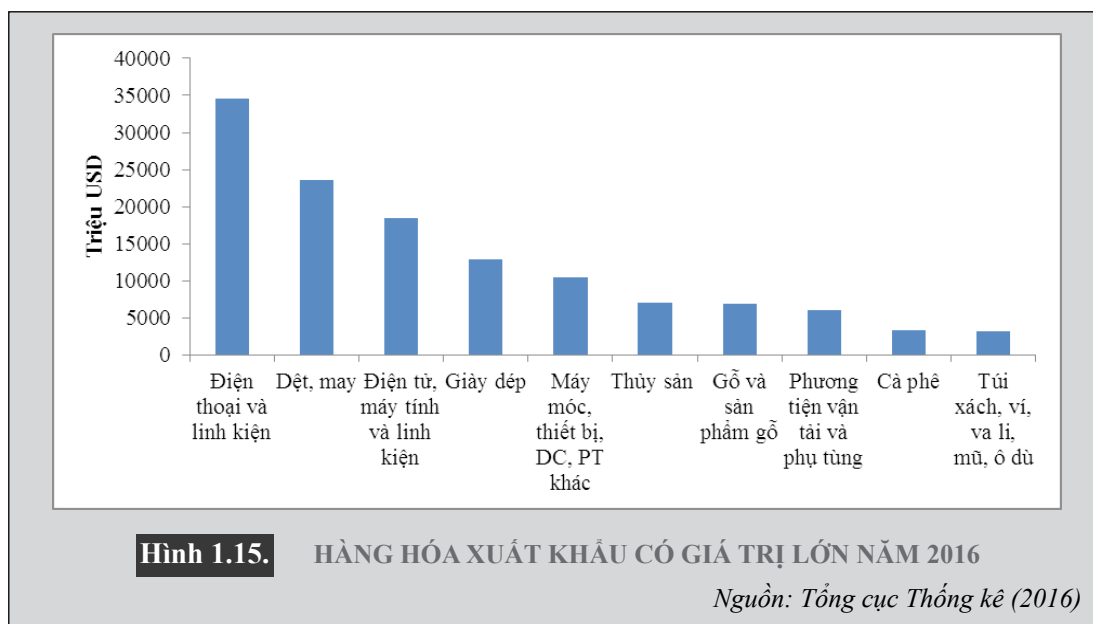
Cầu tiêu dùng trong nước đã có những dấu hiệu khởi sắc, và tác động tích cực đến tốc độ tăng trưởng GDP của nền kinh tế trong năm 2016. Dự báo trong năm 2017, cầu trong nước tiếp tục phục hồi nhờ tăng tiêu dùng cá nhân và đầu tư.

Xuất nhập khẩu hàng hóa, dịch vụ

Xuất khẩu hàng hóa. Năm 2016, kim ngạch hàng hóa xuất khẩu ước tính đạt 175,9 tỷ USD, tăng 8,6% so với năm 2015, nhưng tốc độ tăng trưởng này vẫn còn thấp so với các năm trước. Trong đó, khu vực có vốn đầu tư nước ngoài chiếm tỷ trọng 71,57% tổng kim ngạch hàng hóa xuất khẩu, ước tính đạt 125,9 tỷ USD (tính cả dầu thô), tăng 10,2% so với năm trước. Khu vực kinh tế trong nước chiếm 28,43% kim ngạch xuất khẩu của cả nước, ước tính đạt 50,0 tỷ USD, tăng 4,8% so với năm 2015.

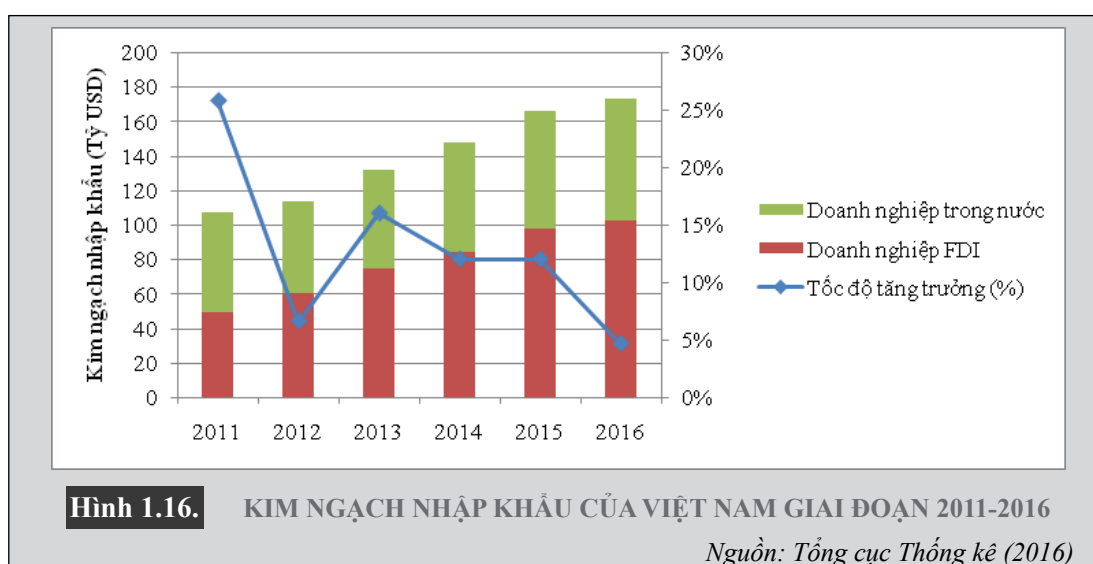


Về cơ cấu nhóm hàng xuất khẩu, năm 2016 tỷ trọng xuất khẩu của các nhóm hàng trong tổng kim ngạch xuất khẩu của cả nước không thay đổi nhiều so với năm 2015. Tỷ trọng nhóm hàng công nghiệp nặng và khoáng sản ước tính đạt 79,8 tỷ USD, chiếm 45,4% tổng kim ngạch hàng hóa xuất khẩu; nhóm hàng công nghiệp nhẹ và tiểu thủ công nghiệp đạt 71 tỷ USD, chiếm 40,4%; hàng nông, lâm sản ước đạt 18,1 tỷ USD, chiếm 10,3%; hàng thủy sản ước đạt 7 tỷ USD, chiếm 4%. Các nhóm hàng xuất khẩu chủ lực vẫn thuộc về khu vực có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài, và chủ yếu là các mặt hàng thuộc nhóm gia công, lắp ráp như điện thoại các loại và linh kiện, điện tử máy tính và linh kiện; hàng dệt may; giày dép. Ngược lại, các mặt hàng thuộc nhóm nông sản và khoáng sản, thủy sản giảm khá mạnh cả về lượng và giá trị.

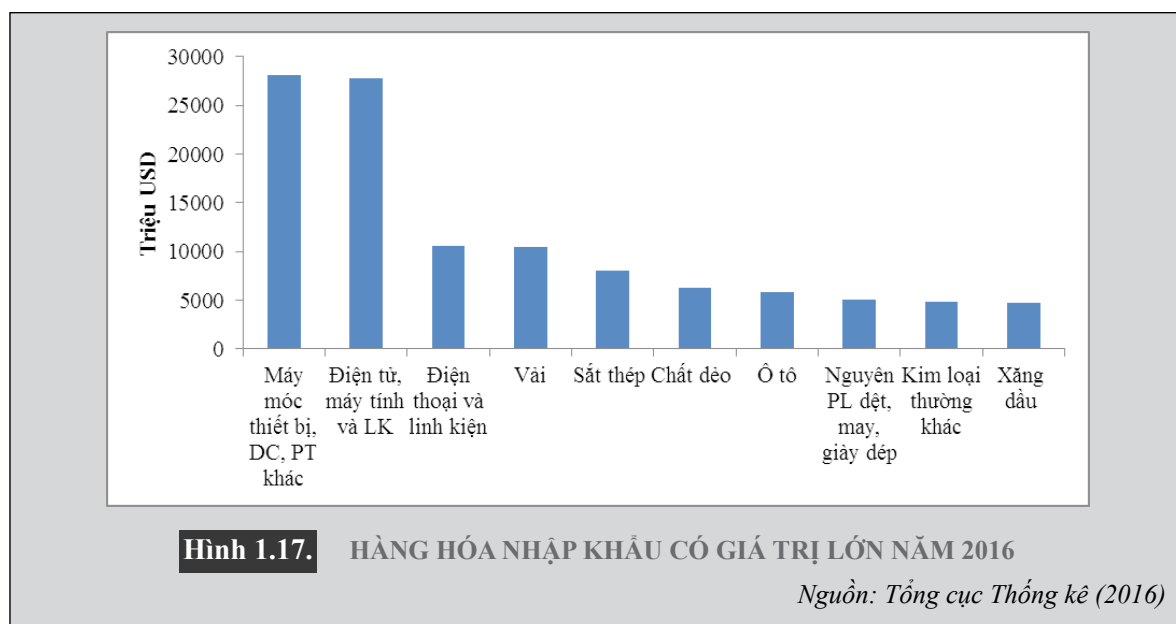


Về thị trường xuất khẩu, trong năm 2016, Hoa Kỳ vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam với 38,1 tỷ USD, tăng 14% so với năm 2015. Thị trường lớn thứ hai là thị trường EU với kim ngạch xuất khẩu 34 tỷ USD, tăng 10%; tiếp theo là các thị trường như Trung Quốc đạt 21,8 tỷ USD, tăng 26,3%; Nhật Bản đạt 14,6 tỷ USD, tăng 3,4%; Hàn Quốc đạt 11,5 tỷ USD, tăng 29%. Tuy nhiên trong năm đầu hoạt động của Cộng đồng Kinh tế AEC, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang thị trường ASEAN lại giảm 4,8%, đạt 17,4 tỷ USD.

Nhập khẩu hàng hóa. Kim ngạch hàng hóa nhập khẩu năm 2016 ước tính đạt 173,3 tỷ USD, tăng 4,6% so với năm trước, trong đó khu vực có vốn đầu tư nước ngoài chiếm 59% tổng kim ngạch với giá trị 102,2 tỷ USD, tăng 5,1%; khu vực kinh tế trong nước đạt 71,1 tỷ USD, tăng 4%.



Về cơ cấu hàng hóa nhập khẩu, 91,1% tổng kim ngạch hàng hóa nhập khẩu năm 2016 là nhóm hàng tư liệu sản xuất với kim ngạch đạt 157,9 tỷ USD, tăng 4,4% so với năm 2015, trong đó giá trị nhập khẩu nhóm máy móc thiết bị, dụng cụ, phụ tùng đạt 71,8 tỷ USD; nhóm hàng nguyên nhiên vật liệu đạt 86,1 tỷ USD. Nhóm hàng tiêu dùng chiếm 8,9% giá trị kim ngạch nhập khẩu còn lại của năm, đạt 15,4 tỷ USD, tăng 6,8% so với năm trước.



Về thị trường hàng hóa nhập khẩu năm 2016, Trung Quốc vẫn là thị trường nhập khẩu lớn nhất với kim ngạch đạt 49,8 tỷ USD, tăng 0,5% so với năm 2015; tiếp theo Hàn Quốc đạt 31,7 tỷ USD, tăng 14,6%; Nhật Bản đạt gần 15 tỷ USD, tăng 4,3%; EU đạt 11,1 tỷ USD, tăng 6,7%; Hoa Kỳ đạt 8,7 tỷ USD, tăng 11,6%. Riêng đối với khu vực ASEAN, kim ngạch nhập khẩu của Việt Nam đạt 23,7 tỷ USD, giảm 0,3%;

Tóm lại, tính chung cả năm 2016, Việt Nam xuất siêu 2,68 tỷ USD, trong đó khu vực kinh tế trong nước nhập siêu 21,02 tỷ USD; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài xuất siêu 23,70 tỷ USD. Nếu xét kim ngạch xuất nhập khẩu hàng hóa theo khu vực kinh tế, trong giai đoạn 2011-2016, hoạt động của các doanh nghiệp FDI đã có sự chuyển biến rất tích cực. Năm 2012, cán cân thương mại của doanh nghiệp FDI chuyển từ thâm hụt sang thặng dư, và liên tục tăng cho đến nay, trong khi đó, cán cân thương mại của các doanh nghiệp ngoài FDI lại có xu hướng thâm hụt gia tăng.

Về quan hệ đối tác thương mại, Hoa Kỳ và EU là hai thị trường mà Việt Nam có giá trị xuất siêu lớn nhất, với kim ngạch xuất siêu lần lượt là 29,4 tỷ USD và 22,9 tỷ USD. Đối với bạn hàng Trung Quốc, tuy mức độ nhập siêu của Việt Nam từ Trung

Quốc trong năm nay đã giảm 14,9% so với năm 2015, nhưng Trung Quốc vẫn tiếp tục là thị trường mà Việt Nam nhập siêu lớn nhất với 28 tỷ USD. Riêng đối với khu vực ASEAN, giá trị nhập siêu của Việt Nam năm 2016 đã tăng 12,5% so với năm trước, đạt 6,3 tỷ USD.

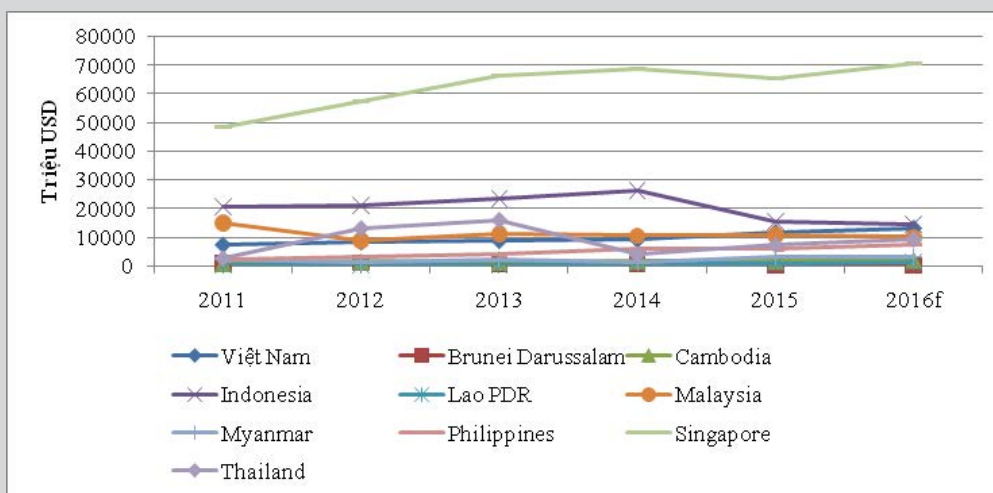
Xuất, nhập khẩu dịch vụ. Năm 2016, kim ngạch xuất khẩu dịch vụ ước tính đạt 12,3 tỷ USD, tăng 8,9% so với năm 2015, trong đó phần lớn giá trị kim ngạch đến từ dịch vụ du lịch, với giá trị 8,3 tỷ USD, chiếm 67,3% và tăng 12,2%; kim ngạch xuất khẩu của dịch vụ vận tải đạt 2,4 tỷ USD, tăng 0,7% so với năm 2015. Kim ngạch nhập khẩu dịch vụ năm 2016 ước tính đạt 17,7 tỷ USD, tăng 7% so với năm trước, trong đó dịch vụ vận tải chiếm 50,6% giá trị kim ngạch, đạt 8,9 tỷ USD; dịch vụ du lịch 4,5 tỷ USD, chiếm 25,4%. Tính chung cả năm, Việt Nam nhập siêu dịch vụ 5,4 tỷ USD.

1.4. QUAN HỆ THƯƠNG MẠI VÀ ĐẦU TƯ CỦA VIỆT NAM VỚI CÁC NƯỚC AEC

1.4.1. Tình hình thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI)

Theo số liệu thống kê của Ban thư ký ASEAN (2017), trong giai đoạn 2011- 2015, tình hình thu hút vốn FDI ròng (Net FDI)⁶ của Việt Nam khá ổn định so với các nước trong khu vực ASEAN. Trong giai đoạn năm năm trở lại đây, khi các nền kinh tế lớn của khu vực có tốc độ tăng trưởng dòng vốn FDI diễn biến theo chiều hướng tiêu cực thì tốc độ tăng bình quân Việt Nam đạt 12%. Năm 2015 Việt Nam thu hút 11,8 tỷ USD dòng vốn nước ngoài, tăng 28% so với năm 2014, chiếm 9,8% tổng vốn đầu tư vào khu vực, xếp sau Singapore (65,26 tỷ USD) và Indonesia (15,51 tỷ USD). Dựa trên tốc độ tăng trung bình của năm năm trước, lượng vốn FDI chảy vào khu vực này trong năm 2016 được dự đoán sẽ tăng khoảng 5%, nhờ sự thu hút của các nước trong khối CMLV, mức tiêu dùng tăng trưởng mạnh của Philippines, và sự phục hồi kinh tế của Thái Lan cùng Singapore khi nền kinh tế thế giới cũng đang có dấu hiệu phục hồi.

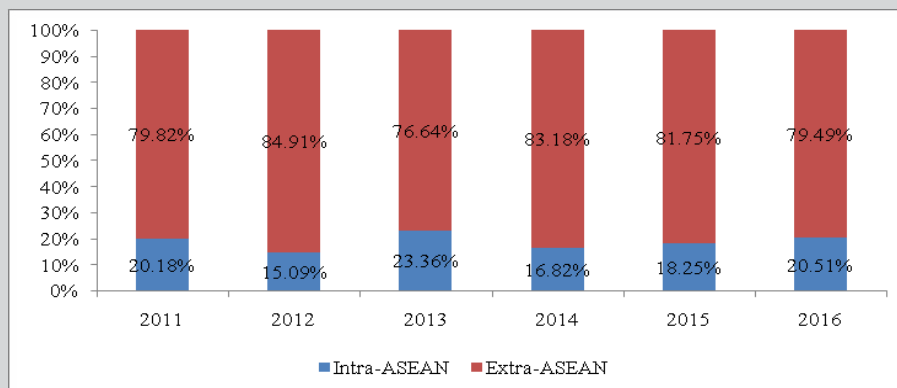
⁶FDI ròng (Net FDI) = Cổ phần + Những khoản nợ thuần với các công ty khác + Lợi nhuận tái đầu tư



Hình 1.18. TÌNH HÌNH THU HÚT VỐN FDI CỦA CÁC NƯỚC ASEAN GIAI ĐOẠN 2011-2016

Nguồn: World Development Indicators (2016)

Cùng xu hướng với cả Khối, tỷ trọng vốn đầu tư từ các nước ASEAN đến Việt Nam chỉ chiếm trung bình khoảng 20% trong tổng số vốn đầu tư mà Việt Nam thu hút được từ năm 2011-nay. Năm 2016 các nước ASEAN chiếm 20,51% lượng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam, với giá trị 60,13 tỷ USD, tăng so với năm 2015 (18,25%). Trong số 09 nước trong khu vực ASEAN, ba nhà đầu tư Singapore, Malaysia và Thái Lan chiếm đến 96,4% lượng vốn đầu tư FDI của khu vực vào Việt Nam, với số vốn lần lượt là 37,88 tỷ USD, 12,3 tỷ USD và 7,8 tỷ USD. Ngoài Brunei có vốn đầu tư khoảng 1,33 tỷ USD, xu hướng đầu tư của các nhà đầu tư khác trong khu vực hầu như không thay đổi so với năm trước, với số vốn nhỏ dưới 0,4 tỷ USD, chiếm chưa đến 3% tỷ trọng vốn đầu tư vào Việt Nam.



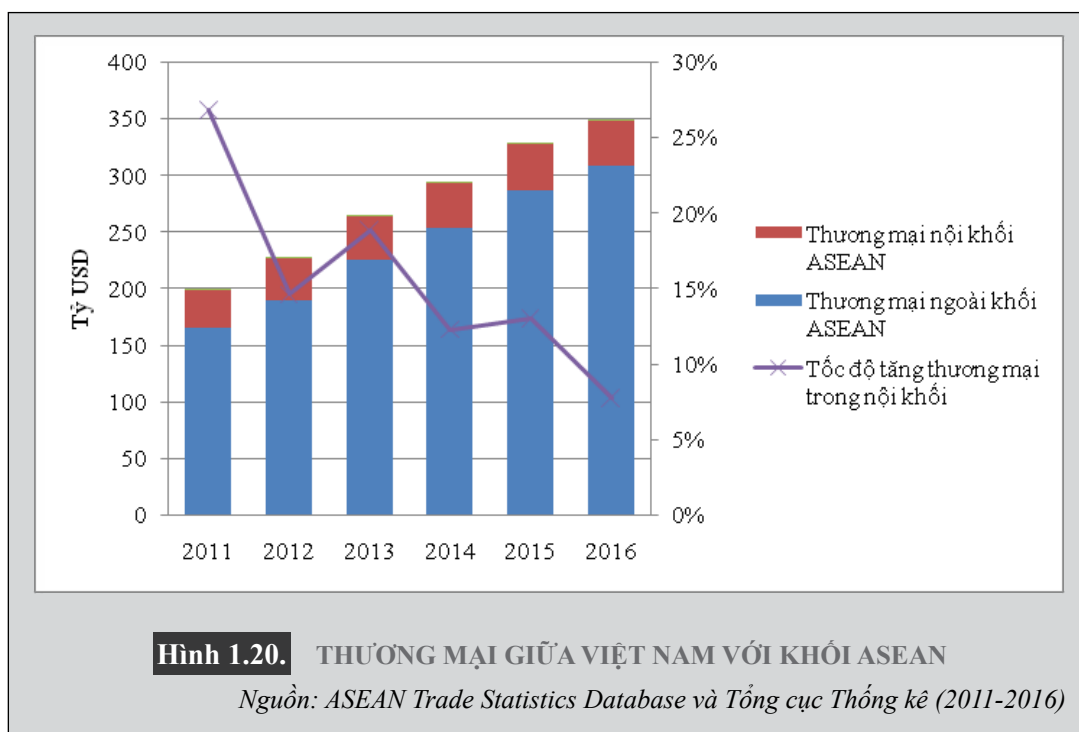
Hình 1.19. TỶ TRỌNG THU HÚT FDI CỦA VIỆT NAM TỪ CÁC NƯỚC ASEAN GIAI ĐOẠN 2011-2016

Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên số liệu từ ASEAN Secretariat - ASEAN FDI Database, ASEAN Foreign Direct Investment Statistics Database, Bộ Kế hoạch và Đầu Tư Việt Nam (2011-2016)

Lĩnh vực thu hút được nhiều dự án của nhà đầu tư ASEAN là công nghiệp chế biến, chế tạo chiếm 38% tổng số dự án và 40% tổng vốn đầu tư, trong đó ngành chiếm vai trò quan trọng là điện, điện tử, với phần lớn vốn đầu tư đến từ Singapore, Thái Lan, Malaysia. Ngành kinh doanh bất động sản là ngành thu hút vốn đầu tư thứ hai của các nước ASEAN, với quy mô bình quân dự án khoảng 167 triệu USD/ dự án, chiếm 30,4% tổng vốn đầu tư. Các nhà đầu tư lớn trong lĩnh vực bất động sản chủ yếu đến từ Singapore, Malaysia và Brunei. Tiếp theo đó, dệt may cũng là một trong các lĩnh vực thu hút các nước ASEAN, với các nhà đầu tư chủ yếu đến từ Singapore, Thái Lan và Brunei, đa phần các dự án trong lĩnh vực này có quy mô nhỏ (bình quân khoảng 6 triệu USD/dự án).

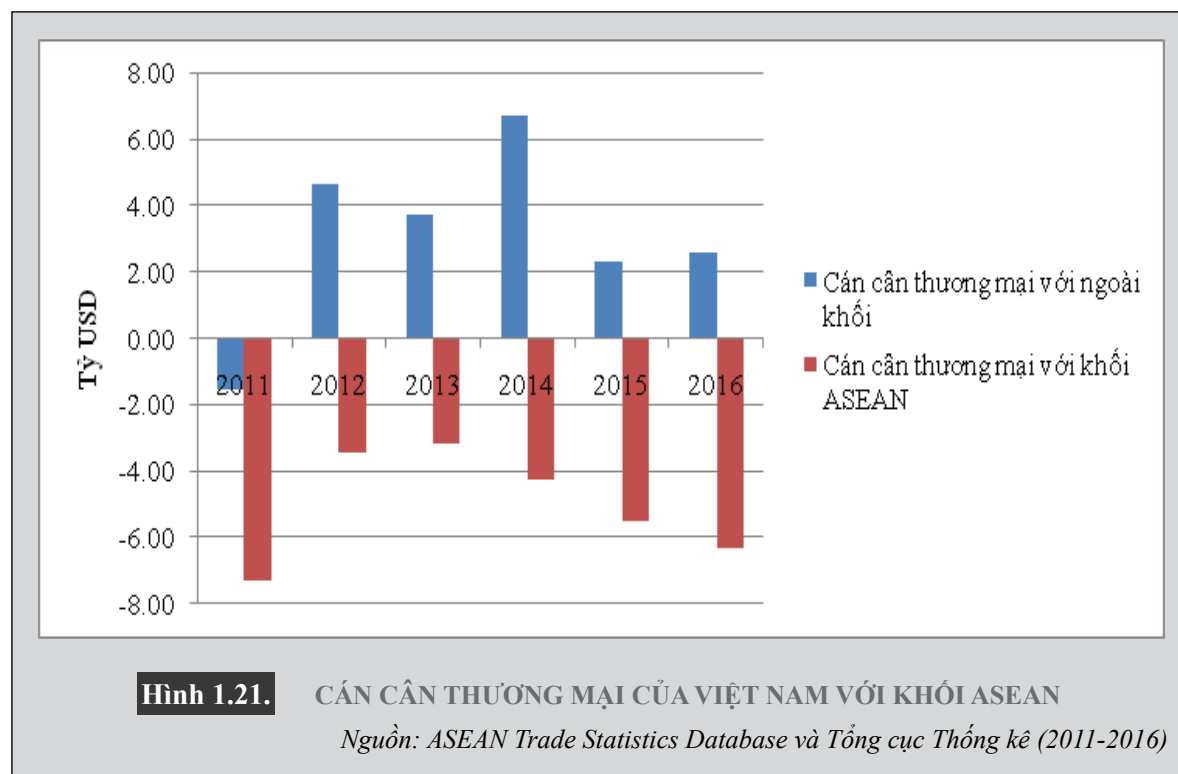
1.4.2. Kim ngạch hàng hóa xuất khẩu, nhập khẩu và cán cân thương mại giữa Việt Nam và ASEAN

Tình hình thương mại giữa Việt Nam và các nước trong khối ASEAN không có nhiều chuyển biến tích cực, thậm chí có dấu hiệu xấu đi sau khi Cộng đồng Kinh tế AEC thành lập. Giá trị thương mại của Việt Nam với các nước trong khu vực ASEAN trong năm qua chỉ chiếm 11,77% tổng kim ngạch thương mại với giá trị khoảng 41 tỷ USD, trong khi Việt Nam phần lớn giao thương với phần còn lại của thế giới. Thêm vào đó, tốc độ tăng trưởng thương mại của Việt Nam trong nội khối có xu hướng giảm từ năm 2011 đến nay, hiện nay tốc độ tăng trưởng này chỉ đạt 8% so với năm 2015.



Trong giai đoạn 2006 đến nay, xét về tổng thể, Việt Nam luôn thâm hụt thương mại với các nước ASEAN, và lượng thâm hụt đang có xu hướng tăng từ năm 2012 đến nay với tốc độ tăng trung bình hàng năm khoảng 16,4%. Riêng trong năm 2016, Việt Nam đã thâm hụt thương mại với nội khối 6,3 tỷ USD, tăng 14,5% so với năm 2015, trong đó kim ngạch xuất khẩu đạt 17,4 tỷ USD, kim ngạch nhập khẩu từ các nước trong khu vực đạt 23,7 tỷ USD.

Năm 2016 cán cân thương mại của Việt Nam với các nước trong khối có một vài thay đổi đáng kể, trong đó, Thái Lan, Singapore và Campuchia vẫn là các đối tác thương mại lớn, với cán cân thương mại hàng năm trên 1 tỷ USD. Những năm trước đây, trong số các nước thuộc khối ASEAN, Việt Nam thường thâm hụt thương mại với các nước như Brunei, Lào, Malaysia, Singapore và Thái Lan. Ngược lại, Việt Nam thặng dư thương mại với Campuchia, Myanmar và Philippines, đây cũng là năm đầu tiên Việt Nam xuất siêu sang Lào kể từ năm 2010. Trong năm 2016, Việt Nam có giá trị thâm hụt thương mại nhiều nhất từ Thái Lan (4,4 tỷ USD), tiếp đến là Singapore (2,2 tỷ USD) và Malaysia (gần 2 tỷ USD). Ngoài những nước Việt Nam thường nhập siêu, thì vào năm nay lần đầu tiên Việt Nam có cán cân thương mại thâm hụt với Indonesia kể từ năm 2011. Điểm đáng lưu ý ở đây là trong năm đầu hoạt động của Cộng đồng Kinh tế AEC, kim ngạch thương mại của Việt Nam với các nước ASEAN lại có chiều hướng giảm, tình trạng cán cân thương mại không có chuyển biến tích cực, trong khi đó nhập siêu từ Malaysia tăng đáng kể từ năm 2014.



Về hàng hóa, Việt Nam chủ yếu xuất khẩu các sản phẩm như điện thoại các loại và linh kiện (hơn 2 tỷ USD), máy vi tính và linh kiện (1,8 tỷ USD), máy móc thiết bị dụng cụ và phụ tùng (1,3 tỷ USD), phương tiện vận tải cùng với sắt thép (0,9 tỷ USD mỗi loại). Trong khi đó, Việt Nam nhập khẩu từ khu vực này gần 3 tỷ USD xăng dầu các loại, nhập khẩu hơn 2,7 tỷ USD các sản phẩm công nghệ như máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện, và nhập hơn 1 tỷ USD máy vi tính, linh kiện, hàng điện gia dụng, và chất dẻo nguyên liệu. Như vậy có thể thấy rằng thương mại giữa Việt Nam với nội khối phần lớn là thương mại nội bộ ngành công nghệ và máy móc.

Bảng 1.4. Cán cân thương mại của Việt Nam với các nước ASEAN

ĐVT: triệu USD

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Brunei	4,23	-173,82	-593,68	-589,45	-68,50	-22,51	-24,02
Campuchia	1275,05	1977,23	2344,30	2422,40	2041,33	1462,37	1342,46
Indonesia	-475,77	111,35	110,19	79,35	393,30	108,98	-252,53
Lào	-93,32	-185,92	-23,31	-210,19	-330,88	-53,91	107,11
Malaysia	-1320,27	-1087,31	1083,63	821,59	-262,56	-616,68	-1594,48
Myanmar	-53,30	-2,34	8,34	104,33	211,08	322,38	342,92
Philippines	1006,08	730,17	906,94	742,14	1645,50	1113,81	1090,22
Singapore	-3480,97	-4097,94	-3424,42	-3648,79	-4185,94	-2754,13	-2238,81
Thái Lan	-2918,30	-4598,33	-3858,10	-2598,84	-3351,33	-5107,48	-4469,03

Nguồn: Tổng cục Hải quan (2010-2016)

1.5. TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM NĂM 2017 VÀ CÁC GIẢI PHÁP THỰC HIỆN CÁC MỤC TIÊU KINH TẾ

1.5.1. Bối cảnh kinh tế thế giới và các dự báo năm 2017

Nền kinh tế Việt Nam ngày càng hội nhập sâu vào kinh tế thế giới, vì vậy khi xem xét triển vọng của kinh tế Việt Nam phải gắn với bối cảnh kinh tế thế giới.

Năm 2016, kinh tế thế giới vẫn chưa thật sự ổn định do nhiều yếu tố ảnh hưởng. Nổi bật là kết quả bầu cử tổng thống Mỹ năm 2016, với việc bất ngờ thắng cử cho ông Donald Trump, người có những chính sách hướng tới “bảo hộ” sẽ có tác động mạnh vào kinh tế toàn cầu. Trong báo cáo “Triển vọng Kinh tế toàn cầu”, Ngân hàng Thế giới (WB) dự báo nền kinh tế thế giới trong năm 2017 đạt tăng trưởng 2,7%, cao hơn mức 2,3% trong năm 2016, và sẽ đạt 2,9% trong năm 2018.

Theo dự báo của Ngân hàng Thế giới, tăng trưởng kinh tế Mỹ sẽ đạt 2,2% trong năm 2017 và 2,1% trong năm 2018. Tuy nhiên, WB cũng lưu ý rằng các chính sách của Mỹ sẽ có những thay đổi dưới chính quyền mới của Tổng thống đắc cử Donald Trump, qua đó tác động đến tăng trưởng của nền kinh tế đầu tàu thế giới. Theo ước tính của WB, việc triển khai toàn diện các đề xuất cắt giảm thuế của chính quyền mới sẽ giúp tăng trưởng GDP của Mỹ có thể đạt 2,2-2,5% trong năm 2017 và 2,5-2,9% trong năm 2018.

Nền kinh tế lớn thứ 2 thế giới là Trung Quốc vẫn giữ được tốc độ tăng trưởng cao ổn định dự kiến ở mức 6,5%. WB tiếp tục giữ mức dự báo đối với nền kinh tế Trung Quốc với mức tăng trưởng lần lượt đạt 6,5% và 6,3% trong năm 2017 và 2018. Trong số các nền kinh tế mới nổi, Ấn Độ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng nhanh nhất thế giới ở mức 7,6%, cao hơn 0,6% so với năm 2016 và sẽ vượt Anh trở thành nền kinh tế lớn thứ 6 thế giới.

Báo cáo của WB cũng nhận định tăng trưởng của các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển sẽ lần lượt đạt 4,2% và 4,6% trong năm 2017 và năm 2018, tăng so với mức 3,4% trong năm 2016.

Nền kinh tế của khối Liên minh Châu Âu (EU) năm 2016 gặp nhiều khó khăn do tác động của cuộc khủng hoảng nợ công Hy Lạp, làn sóng di cư từ Trung Đông, Châu Phi và chịu tác động của sự kiện Anh quyết định rút khỏi EU (Brexit).

WB nhận định trong những năm tới, các nền kinh tế phát triển sẽ ghi nhận mức tăng trưởng khiêm tốn khi đều chỉ đạt 1,8% trong năm 2017 và 2018, tăng nhẹ so với mức 1,6% của năm 2016.

Sự kiện có tác động tích cực nhất là việc các nước OPEC đưa ra quyết định cắt giảm sản lượng 1,2 triệu thùng dầu/ngày vào tháng 11/2016, đây được đánh giá là nỗ lực không chỉ giúp ổn định thị trường dầu mỏ nói riêng mà còn cả nền kinh tế thế giới nói chung. Kết quả này đã giúp giá dầu thế giới bắt đầu tăng trong hai tháng qua.

Báo cáo của WB cũng ghi nhận nền kinh tế Nga đã bước vào giai đoạn phục hồi từ sau cuộc khủng hoảng, nhờ việc đất nước này đã biết cách điều chỉnh các chính

sách quản lý và đứng vững trong giai đoạn giá các nguyên liệu thô và dầu mỏ xuống thấp kỷ lục.

Vùng trũng trong bức tranh tăng trưởng của kinh tế thế giới trong năm 2017 được dự báo là khu vực Mỹ La tinh và Châu Phi cận Sahara do tiếp tục chịu ảnh hưởng của tình trạng khủng hoảng, suy thoái kéo dài.

Tại khu vực Châu Á-Thái Bình Dương, nền kinh tế các nước ASEAN và Việt Nam sẽ đứng trước nhiều thách thức vì đồng USD tăng giá trong bối cảnh Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP) đứng trước nguy cơ tan vỡ và các quốc gia Đông Nam Á vẫn chưa thống nhất ký kết Hiệp định Đối tác Kinh tế Toàn diện Khu vực (RCEP).

Báo cáo của WB cũng nhận định tăng trưởng của các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển sẽ lần lượt đạt 4,2% và 4,6% trong năm 2017 và năm 2018, tăng so với mức 3,4% trong năm 2016.

Quỹ Tiền tệ thế giới (IMF) dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu năm 2017 cao hơn dự báo của WB, đạt 3,4%.

IMF cảnh báo những hạn chế thương mại và nhập cư mà ông Trump ủng hộ sẽ tiếp tục cản đường tăng trưởng toàn cầu. Ông Trump từng đe dọa sẽ quay lưng với các hiệp định thương mại và áp thuế cao vào hàng hóa Trung Quốc, Mexico. Nếu điều này thành hiện thực, theo Oxford Economics, tăng trưởng thế giới sẽ chậm lại còn 2,2% năm 2017 và 2% trong những năm sau.

IMF đã hạ dự báo tăng trưởng kinh tế năm 2017 của Anh 0,2 điểm phần trăm, xuống còn 1,1%. IMF cảnh báo những tác động có thể là lớn nếu quá trình đàm phán về Brexit đưa đến những rào cản về thương mại.

IMF cũng dự báo khu vực đồng euro (eurozone) chỉ đạt tăng trưởng 1,5% trong năm 2017. IMF cảnh báo về sự bất ổn do vẫn chưa rõ những gì sẽ diễn ra hậu Brexit và tác động của lạm phát thấp.

IMF dự báo tăng trưởng kinh tế của Trung Quốc sẽ giảm xuống còn 6,2% trong năm 2017 và cảnh báo tăng trưởng kinh tế Trung Quốc có thể chậm lại đáng kể, nhưng mới đây IMF đã điều chỉnh tăng 6,5%.

IMF đã hạ dự báo tăng trưởng kinh tế năm 2017 của Anh 0,2 điểm phần trăm, xuống còn 1,1%. IMF cảnh báo những tác động có thể là lớn nếu quá trình đàm phán về Brexit đưa đến những rào cản về thương mại.

IMF cũng dự báo khu vực đồng euro (eurozone) chỉ đạt tăng trưởng 1,5% trong năm 2017. Theo IMF, các nền kinh tế chủ chốt của thế giới đều bị hạ dự báo tăng trưởng (Mỹ còn 1,8%, Trung Quốc 6,2%, Nhật Bản 0,6% và Anh 1,1%...).

Theo **Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD)**, kinh tế thế giới dự kiến tăng trưởng 3,3% năm 2017, cao hơn so với mức dự kiến 3,2% đưa ra hồi tháng 9/2016. Còn trong năm 2018, kinh tế thế giới dự kiến tăng trưởng 3,6%. Đây là dự báo lạc quan nhất so với WB và IMF.

OECD cho rằng kinh tế Mỹ dự kiến tăng trưởng 2,3 % năm 2017, cao hơn mức dự kiến tăng 2,1% trước đó. Năm 2018, kinh tế Mỹ có thể tăng trưởng 3% do kinh tế Mỹ có thể hưởng lợi từ chính sách tăng cường chi tiêu công và cắt giảm thuế của Tổng thống đắc cử Donald Trump. Trong khi OECD dự báo kinh tế Trung Quốc tăng trưởng 6,4% năm 2017, cao hơn so với mức 6,2% dự đoán trước đó, thì kinh tế Khu vực đồng tiền chung Châu Âu (Eurozone) có thể tăng trưởng 1,6% năm 2017 và 1,7% năm 2018. Theo OECD, kinh tế Vương quốc Anh có thể tăng trưởng 1,2% năm 2017, cao hơn con số ước tính 1% trước đó, và 1% vào năm 2018.

OECD dự kiến kinh tế Nhật Bản tăng trưởng 1% năm 2017, cao hơn so với mức dự kiến 0,7% trước đó. Năm 2018, nền kinh tế lớn thứ ba thế giới này dự kiến tăng trưởng 0,8% nếu Ngân hàng Trung ương Nhật Bản (BoJ) duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ cho đến khi tỷ lệ lạm phát ổn định ở mức trên 2%.

Tóm lại, dù có cách đánh giá và đưa ra con số dự báo triển vọng kinh tế thế giới năm 2017 khác nhau từ các Tổ chức Kinh tế-Tài chính Quốc tế, nhưng nhìn chung các con số dự báo cho thấy, năm 2017 kinh tế thế giới có triển vọng khởi sắc hơn và tăng trưởng cao hơn năm 2016.

Có thể nói, hầu hết các cơ quan dự báo, bao gồm cả Ngân hàng Thế giới (World Bank), Quỹ Tiền tệ Quốc tế IMF hay Tổ chức Hợp tác và Phát triển (OECD) đều có những cái nhìn lạc quan về một nền kinh tế thế giới mạnh hơn trong năm 2017. Các dự báo về tốc độ tăng trưởng kinh tế thế giới năm 2017 cao nhất là 3,4% (IMF), thấp nhất là 2,7% (WB).

Các dự báo về tăng trưởng kinh tế Việt Nam năm 2017 cũng rất khác nhau.

Trung tâm Thông tin và Dự báo Kinh tế - Xã hội Quốc gia (NCIF) thuộc Bộ Kế hoạch và Đầu tư đã đưa ra hai kịch bản dự báo tích cực về triển vọng nền kinh tế nhờ tác động từ những chỉ đạo quyết liệt của Chính phủ thời gian qua.

Theo đó, kịch bản 1 (kịch bản cơ sở) có nhiều khả năng xảy ra hơn; trong đó, nền kinh tế tiếp tục được duy trì ổn định và tiếp tục đà phát triển, hiệu quả đầu tư trong nước tiếp tục cải thiện. Vốn đầu tư khu vực nhà nước tiếp tục duy trì, tăng 7%.

Cơ cấu, quy mô, hiệu quả tuy chưa có quá nhiều thay đổi, tuy nhiên tận dụng được lợi thế mang lại từ quá trình hội nhập, xuất khẩu và đầu tư có những cải thiện. Khi đó, tăng trưởng kinh tế năm 2017 sẽ ở mức khoảng 6,44%, lạm phát khoảng 5%.

Kịch bản 2 (kịch bản cao) cũng có thể có khả năng xảy ra nếu với những giải thiết như trong kịch bản 1, nhưng nền kinh tế phát triển mạnh nhờ tận dụng được những động lực phát triển kinh tế thông qua hội nhập. Cơ cấu, quy mô hiệu quả có những cải thiện theo hướng tích cực hơn, khi đó tăng trưởng kinh tế được dự báo khoảng 6,72% và lạm phát ở mức 6%.

Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia (NFSC) dự báo tăng trưởng kinh tế Việt Nam năm 2017 là 6,7% -đây cũng là mục tiêu tăng trưởng năm 2017 của Chính phủ, Ngân hàng HSBC dự báo tăng trưởng kinh tế Việt Nam năm 2017 là 6,6%, WB và Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB) dự báo tăng trưởng của Việt Nam đạt 6,3% năm 2017, trong khi IMF đưa ra dự báo tăng trưởng kinh tế Việt Nam với con số thấp nhất là 6,2% .

Kết quả tăng trưởng qua các năm cùng với các số liệu do các chuyên gia và tổ chức quốc tế và Việt Nam dự báo cho tăng trưởng kinh tế thế giới, ASEAN và Việt Nam trong các năm tiếp theo đến năm 2017 được tổng hợp theo bảng dưới đây.

Bảng 1.5. Tổng hợp các dự báo kinh tế thế giới, ASEAN và Việt Nam (2010-2017)

Năm	Tốc độ tăng trưởng GDP (%)			Lạm phát của Việt Nam
	Thế giới	ASEAN	Việt Nam	
2010	4,1	5,1	6,4	11,75
2011	2,8	4,8	6,2	18,58
2012	2,3	6,3	5,2	9,21
2013	2,4	5,1	5,5	6,04
2014	2,6	4,6	6,0	4,1
2015	2,4	4,4	6,68	0,63
2016	2,3 (E)	4,5(E)	6,21(E)	4,74
2017	2,7% (P)	4,6%-5%	6,2(IMF)-6,7% (NCIF)	5-6%(P)
2018	2,9%	5-5,2%	6,2(IMF)-7%(NCIF)	5-6%(P)
2019	2,9%	5-5,2%	6,2(IMF)-7%(NCIF)	5-6%(P)

Chú thích: P là dự báo; E là ước tính.

Nguồn: IMF, WB, OECD , Trung tâm Thông tin và Dự báo kinh tế xã hội quốc gia Việt Nam (2015) Asian Development Outlook 2016 Update; Global Economic Prospects, January 2017 Weak Investment in Uncertain Times, The World Bank, 2017.

Do tình hình kinh tế thế giới có biến động, nên các dự báo của các tổ chức quốc tế cũng thường được điều chỉnh theo quý, vì vậy các con số dự báo trong Bảng 1.5 cũng có thể được điều chỉnh theo quý trong năm 2017. Có lẽ tỷ lệ tăng trưởng kinh tế Việt Nam năm 2017 khó có thể đạt 6,7% như NCIF dự báo do quý 1 năm 2017, tốc độ tăng trưởng chỉ đạt 5,1% thấp hơn tốc độ tăng trưởng cùng kỳ năm 2016.

1.5.2. Định hướng của Chính phủ và triển vọng

Kỳ họp thứ 2, Quốc hội khóa XIV, chiều 7/11, Quốc hội đã biểu quyết thông qua Nghị quyết về Kế hoạch phát triển kinh tế-xã hội năm 2017. Theo đó, mục tiêu phát triển kinh tế-xã hội năm 2017 là: Bảo đảm ổn định kinh tế vĩ mô, tạo chuyển biến rõ rệt trong thực hiện ba đột phá chiến lược; tái cơ cấu kinh tế gắn với đổi mới mô hình tăng trưởng; nâng cao năng suất, chất lượng, hiệu quả của sản xuất, kinh doanh; tăng cường sức cạnh tranh của nền kinh tế, khuyến khích khởi nghiệp bền vững, phát triển doanh nghiệp, thúc đẩy tăng trưởng. Mục tiêu tăng tổng sản phẩm trong nước (GDP) năm 2017 giống mục tiêu năm 2016 tăng khoảng 6,7%⁷.

Để đánh giá triển vọng và khả năng thực hiện mục tiêu trên, đặc biệt là mục tiêu tăng trưởng, cần xem lại các kết quả đạt được trong năm 2016.

GDP Việt Nam năm 2016 tăng 6,21%, không đạt mục tiêu đề ra, chỉ số này giảm 0,47% so với năm 2015 (năm 2015 tăng 6,68%).

Nguyên nhân chưa đạt được tốc độ tăng trưởng như kỳ vọng là, *thứ nhất* suy thoái kinh tế toàn cầu vẫn chưa thực sự hồi phục, trong lúc nền kinh tế Việt Nam ngày càng hội nhập sâu vào kinh tế thế giới và có quan hệ thương mại chặt chẽ với kinh tế thế giới; *Thứ hai*, do ảnh hưởng của biến đổi khí hậu và sự cố môi trường. Hạn hán kéo dài (kỷ lục trong 100 năm qua), cùng với xâm nhập mặn của nước biển đã gây thiệt hại lớn cho các tỉnh Đồng bằng sông Cửu Long -vựa lúa chính của Việt Nam. Lần đầu tiên ngành nông nghiệp Việt Nam có tăng trưởng âm. Thảm họa sinh thái tại tỉnh Hà Tĩnh do nhà máy Formosa (Đài Loan) đổ chất thải hóa học ra biển đã gây ra hiện tượng cá chết hàng loạt ở các tỉnh miền Trung, đã tác động xấu đến các ngành kinh tế khai thác thủy sản và du lịch; *Thứ ba*, năm 2016 tín dụng tăng trở lại với tốc độ trên 20%, cùng với tăng trưởng tín dụng và tăng nợ xấu. Bội chi ngân sách nhà nước (NSNN) và nợ công tiếp tục là rào cản cho tăng trưởng. Nợ xấu và nợ công tăng cao cũng là tín hiệu không tốt cho nền kinh tế. *Thứ tư*, năm 2016 Việt Nam đã được kỳ vọng sẽ nhận được nhiều lợi ích từ việc tham gia Cộng đồng Kinh tế Asean (AEC). Tuy nhiên, qua

⁷ Chi tiết xem Nghị quyết Số 01/ NQ-CP về những nhiệm vụ, giải pháp chủ yếu chỉ đạo điều hành thực hiện kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội và dự toán ngân sách nhà nước năm 2017.

phân tích về tình hình thương mại nội khối, xu hướng đầu tư trực tiếp trong nội khối, và phân tích số liệu cụ thể của Việt Nam ở phần trên, có thể thấy sự phát triển kinh tế Việt Nam đang đối mặt với nhiều thách thức khi tốc độ tăng trưởng thực tế năm 2016 chỉ đạt 6,21%, nợ công tăng cao đến mức kịch trần, giá trị nhập siêu của khối doanh nghiệp trong nước ngày càng tăng, mức tăng trưởng năng suất lao động giảm, mức độ liên kết về mặt kinh tế của cả khối ASEAN vẫn còn rất thấp. Thực trạng giao thương giữa Việt Nam và các nước ASEAN vẫn còn khá ảm đạm. Cụ thể, tỷ trọng thương mại của Việt Nam và nội khối còn thấp (gần 12%), trong khi tốc độ tăng trưởng thương mại lại có xu hướng giảm liên tiếp, tỷ trọng vốn đầu tư từ các nước trong khối đến Việt Nam chưa đến 20%, mức độ thâm hụt thương mại của Việt Nam với các nước trong khối ngày càng gia tăng, sự cách biệt lớn về thu nhập bình quân đầu người giữa Việt Nam và các nước ASEAN6. Những dấu hiệu này cho thấy nếu Việt Nam không có sự chuẩn bị cẩn thận khi cánh cửa thị trường chung của khối chuẩn bị mở, thì Việt Nam sẽ có nguy cơ thâm hụt thương mại nhiều hơn từ nội khối ASEAN, và từ các đối tác mà ASEAN đã ký hiệp định thương mại tự do FTAs. Về xu hướng thu hút vốn đầu tư, kể từ cuối năm 2016 đến nay xu hướng vốn đầu tư của các nước trong khu vực vào Việt Nam hầu như không thay đổi đáng kể, và lượng vốn đầu tư hiện nay chủ yếu chảy vào các lĩnh vực thâm dụng lao động, gia công, bất động sản, đây là những lĩnh vực đóng góp giá trị gia tăng thấp cho nền kinh tế. Như vậy, để có thể tận dụng được những cơ hội mà AEC mang lại, cả Chính phủ và doanh nghiệp Việt Nam cần phải có sự chuẩn bị tốt để bắt kịp thời cơ thúc đẩy kinh tế đất nước phát triển. *Thứ năm*, mặc dù trong các Nghị quyết của Quốc hội và Chính phủ luôn đề ra các biện pháp liên quan đến đổi mới thể chế và mô hình tăng trưởng, nhưng trên thực tế đổi mới thể chế diễn ra chậm chạp, chưa có bước đột phá rõ ràng. Như đã nêu mô hình tăng trưởng vẫn phụ thuộc vào vốn, tốc độ tăng trưởng thiếu bền vững, môi trường đầu tư ít được cải thiện, khả năng tiếp cận các thị trường của doanh nghiệp còn bị các rào cản do quy định pháp luật chưa rõ ràng, như thị trường đất đai, thị trường vốn và công nghệ...

Như vậy nếu năm 2017 khắc phục được các sự cố và các nguyên nhân cản trở tăng trưởng của năm 2016 thì kỳ vọng các mục tiêu của Chính phủ, trong đó có mục tiêu tăng trưởng 6,7% sẽ có tính khả thi cao.

Khả năng Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP) không được thông qua (do Mỹ đã tuyên bố rút khỏi Hiệp định này) cũng sẽ tác động tới những nước nhập khẩu vốn như Việt Nam. Cụ thể, luồng vốn không vận hành vào nền kinh tế như mong muốn, thậm chí có xu hướng giảm. Tuy nhiên, nếu không có TPP, Việt Nam vẫn có các Hiệp định song phương và đa phương khác như Hiệp định thương mại Việt-Mỹ; Hiệp định đối tác kinh tế toàn diện Việt Nam - Nhật Bản; Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam - Liên minh kinh tế Á - Âu hay Việt Nam - Liên minh Châu Âu hoặc cũng

có thể có triển vọng thực hiện Hiệp định TPP không có Mỹ. Như vậy, nếu thực hiện tốt các Hiệp định đang có thì kinh tế Việt Nam vẫn có thể thu hút được các luồng vốn và phát triển thương mại, là những yếu tố đóng góp chủ yếu cho tăng trưởng kinh tế.

Quá trình hội nhập khu vực của AEC đã có một số tác động quan trọng tới người hưởng lợi như thuế quan thương mại trong khu vực ASEAN hầu như đã được loại bỏ và thuế thương mại với các nước khác đã được giảm; thương mại khu vực được thuận lợi nhờ thiết lập khu vực thương mại ASEAN, hệ thống quá cảnh hải quan và cơ chế “một cửa” quốc gia; thương mại dịch vụ đã được tự do hóa và FDI được đẩy mạnh. Theo các chuyên gia của Ngân hàng Thế giới, có 3 lĩnh vực cụ thể dưới đây sẽ rất quan trọng để thúc đẩy các cơ hội thương mại và chuỗi giá trị toàn cầu (GVC) đó là: (i) cải thiện kết nối và tạo thuận lợi thương mại; (ii) củng cố và phát triển các ngành dịch vụ; (iii) giải quyết những khó khăn về môi trường kinh doanh của khu vực tư nhân trong nước. Những hiệp định thương mại trong tương lai hứa hẹn những cơ hội tăng trưởng quan trọng. Hội nhập là tham gia vào chuỗi giá trị toàn cầu vẫn là phương tiện quan trọng để hưởng lợi từ xuất khẩu, là tiềm năng cho tăng trưởng kinh tế trong dài hạn của Việt Nam.

Một dấu hiệu tích cực khác cho thấy, trong năm 2016, việc điều chỉnh chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước với tỷ giá trung tâm đã thành công khi tỷ giá các tháng trong năm hầu như ổn định; dấu hiệu đầu cơ ngoại tệ giảm đi nhiều cùng với tăng dự trữ ngoại hối lên cao, đã có tác dụng kiềm chế lạm phát, ổn định nền kinh tế. Như vậy, về phía nội lực, nếu Việt Nam tích cực cải cách, nắm bắt các cơ hội thì các chỉ tiêu đặt ra trong năm 2017 có thể thực hiện được. Dưới đây sẽ đề cập đến các biện pháp chủ yếu để thực hiện các mục tiêu đặt ra cho năm 2017.

1.5.3. Các giải pháp thực hiện mục tiêu tăng trưởng, lạm phát của Việt Nam năm 2017

Theo Nghị quyết 01/NQ-CP về những nhiệm vụ, giải pháp chủ yếu chỉ đạo điều hành thực hiện kế hoạch phát triển kinh tế-xã hội và dự toán ngân sách Nhà nước năm 2017, thì những giải pháp mà Chính phủ đặt ra bao gồm (1) Ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát; (2) Nâng cao năng suất và sức cạnh tranh của nền kinh tế; (3) Tiếp tục cơ cấu lại nền kinh tế gắn với đổi mới mô hình tăng trưởng; (4) Thực hiện 3 đột phá trong chiến lược phát triển kinh tế - xã hội 2011- 2020; (5) Xây dựng nền hành chính hiện đại, chuyên nghiệp.

Các biện pháp được đề cập trong Nghị quyết 01/NQ-CP về những nhiệm vụ, giải pháp chủ yếu chỉ đạo điều hành thực hiện kế hoạch phát triển kinh tế-xã hội và dự toán

ngân sách Nhà nước năm 2017 là hoàn toàn xác đáng để đạt được các mục tiêu đề ra. Tuy nhiên, những điểm cần nhấn mạnh thêm trong các giải pháp để Việt Nam nắm lấy cơ hội, vượt qua thách thức để hoàn thành các mục tiêu của năm 2017 và các năm tiếp theo có thể nhấn mạnh và lý giải cụ thể hơn dưới đây.

Thứ nhất, để khắc phục những thách thức của hội nhập cần nâng cao năng lực cạnh tranh của khu vực doanh nghiệp trong nước. Theo đó Nhà nước cần tạo điều kiện cho khu vực tư nhân trong nước nâng cao khả năng cạnh tranh, nâng cao năng suất và hiệu quả hoạt động; Đa số các doanh nghiệp Việt Nam có quy mô nhỏ. Vì vậy, Nhà nước cần có chính sách hỗ trợ để các doanh nghiệp nhỏ và vừa thuộc khu vực tư nhân trong nước nâng cao năng suất và hiệu quả hoạt động, năng lực cạnh tranh (giải pháp thứ 2 trong NQ 01). Nhà nước chỉ có thể hỗ trợ doanh nghiệp bằng cách giải phóng lực lượng sản xuất hay nói cách khác là nới lỏng các quy định, đảm bảo tự do hóa thị trường các nhân tố như thị trường đất đai, thị trường vốn, thị trường công nghệ và thị trường lao động. Điều đó có nghĩa là cần tháo bỏ những quy định phiền hà cho người dân, doanh nghiệp để họ dễ dàng tiếp cận các thị trường. Nhà nước có thể hỗ trợ khối doanh nghiệp tư nhân trong nước, chủ yếu là các doanh nghiệp vừa và nhỏ bằng cách cải thiện môi trường, tạo môi trường kinh doanh thân thiện, hỗ trợ giải quyết các khó khăn của các doanh nghiệp, đặc biệt là hoàn thiện các quy định để hỗ trợ các hiệp hội ngành nghề của các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Giúp tăng cường năng lực kinh doanh của các doanh nghiệp vừa và nhỏ bằng cách hỗ trợ nâng cao nhận thức và hiểu biết của các doanh nghiệp vừa và nhỏ về AEC và các tác động khi tham gia AEC cùng các Hiệp định thương mại tự do khác; hỗ trợ đào tạo các nhà quản lý kinh doanh, hỗ trợ các doanh nhân trẻ kiến thức khởi nghiệp, cũng như hỗ trợ thông tin thị trường qua các cổng thông tin doanh nghiệp và hỗ trợ tiếp cận các thị trường mới. Nhà nước cũng có thể hỗ trợ các doanh nghiệp vừa và nhỏ các điều kiện để tiếp cận các nguồn tài chính như mở rộng hệ thống tín dụng bảo lãnh, hỗ trợ các chương trình kích cầu, cho vay hợp vốn... Nhà nước cũng có thể là cầu nối, tạo điều kiện để các doanh nghiệp tư nhân trong nước có thể liên kết với các doanh nghiệp FDI hoặc học hỏi doanh nghiệp FDI trong các hoạt động chuyển giao công nghệ, các sáng kiến kinh doanh...

Thứ hai, hoàn thiện thể chế thị trường, cấu trúc lại khu vực doanh nghiệp nhà nước (DNNN) để đáp ứng các yêu cầu hội nhập (giải pháp thứ 3 và thứ 4 trong NQ 01). Tiếp tục đổi mới và hoàn thiện chính sách kinh tế, cải cách khu vực kinh tế nhà nước theo hướng chỉ giữ một số ngành then chốt, giảm quy mô, đánh giá lại mô hình tập đoàn kinh tế Nhà nước, phát triển khu vực kinh tế tư nhân trong nước, cũng như kết hợp các nguồn lực trong và ngoài nước đưa nước ta hội nhập nhưng giữ được chủ quyền trong phát triển kinh tế - coi hội nhập là nhân tố hỗ trợ để phát triển nội lực. Cải cách DNNN là để đảm bảo kinh doanh bình đẳng, giảm bớt sự can thiệp trực tiếp của Nhà nước vào nền kinh tế, nâng cao khả năng cạnh tranh để hội nhập.

Để tiếp tục cải cách, cơ cấu lại khu vực DNNN cần ***phải tiếp tục định hướng, thu hẹp lại (tránh dàn trải) lĩnh vực mà nhà nước cần đầu tư.***

Chủ trương cổ phần hóa và đa dạng hóa sở hữu các doanh nghiệp Nhà nước hiện nay là một hướng phát triển đúng đắn, phù hợp với hướng chuyển dịch hình thức sở hữu hình thành loại sở hữu cộng đồng dựa trên các chủ thể sở hữu cụ thể khác nhau. Trong quá trình cơ cấu lại, sẽ có các tình huống khác nhau, hoặc Nhà nước vẫn nắm giữ cổ phần chi phối trong một số doanh nghiệp của một số ngành, hoặc Nhà nước thoái vốn ở một số doanh nghiệp của một số ngành cho các mục tiêu phát triển khác mang lại hiệu quả kinh tế và xã hội cao hơn như tăng đầu tư cơ sở hạ tầng mà tư nhân không tham gia, trả nợ để giảm bớt nợ thay vì tăng nợ khi có nguy cơ làm tăng vượt ngưỡng nợ công cho phép...

Thứ ba, nâng cao hiệu lực quản lý, điều hành của Nhà nước để đảm bảo các yêu cầu hội nhập (giải pháp thứ 5 trong NQ 01). Hiệu lực quản lý Nhà nước trong nền kinh tế thị trường ở nước ta phải thể hiện bằng hệ thống các công cụ sau: (i) tiếp tục hoàn thiện hệ thống luật pháp nhằm tạo ra một khung pháp lý cho mọi quan hệ kinh tế và quan hệ xã hội, điều chỉnh các chủ thể của hoạt động kinh tế; (ii) đổi mới nội dung và phương pháp kế hoạch hóa chuyển từ chức năng phân phối sang chức năng dự báo, quy hoạch, thông tin và cân đối; (iii) can thiệp và điều tiết “bàn tay vô hình” của cơ chế thị trường bằng các chính sách đòn bẩy kinh tế, trong đó quan trọng nhất là chính sách tài chính quốc gia, tín dụng, tiền tệ, ngân hàng. Đây là các lĩnh vực xung yếu nhất và nhạy bén nhất của kinh tế thị trường; (iv) Nhà nước can thiệp vào thị trường trực tiếp bằng chính sản phẩm và dịch vụ của mình, đặc biệt những hàng hóa và dịch vụ công tạo ra môi trường đầu tư tốt để thu hút đầu tư tư nhân trong và ngoài nước.

Thứ tư, thúc đẩy quá trình dịch chuyển cơ cấu kinh tế theo khu vực ngành, nội ngành nhằm nâng cao năng suất, hiệu quả và năng lực cạnh tranh trong hội nhập. Dịch chuyển cơ cấu kinh tế theo hướng tạo ra năng xuất xã hội cao hơn, bảo đảm phát triển bền vững trên cơ sở bố trí công nghiệp các khu vực đô thị hóa nhưng vẫn đảm bảo môi trường sinh thái, rút ngắn khoảng cách phân hóa giàu nghèo giữa các vùng và các tầng lớp dân cư.

Đề cạnh tranh được với các nước trong khu vực AEC, đặc biệt là trong lĩnh vực nông nghiệp Nhà nước cần hỗ trợ nông dân nâng cao năng suất lao động nông nghiệp hiện vẫn còn rất thấp. Biện pháp tăng năng suất nông nghiệp là phải chuyển dịch cơ cấu kinh tế - dịch chuyển cơ cấu kinh tế nông nghiệp, nông thôn, giảm dân số, lao động trong nông nghiệp, chuyển dịch lao động nông nghiệp sang khu vực công nghiệp và dịch vụ. Muốn vậy, phải đầu tư mạnh cho cơ sở hạ tầng nông thôn, đầu tư phát triển các ngành kinh tế nhằm thúc đẩy nhanh quá trình phát triển và dịch chuyển cơ cấu kinh tế xã hội nông thôn.

Thứ năm, phát triển thị trường công nghệ, thu hút các dự án chuyển giao công nghệ để nâng cao năng lực cạnh tranh trong hội nhập (giải pháp thứ 2 và thứ 3 trong NQ 01)

Giải pháp phát triển công nghệ liên quan tới việc hình thành hệ thống thông tin và tư vấn giám định công nghệ nối với các hệ thống khu vực và quốc tế trong lĩnh vực này, nhằm cung cấp các dịch vụ (theo cơ chế thị trường) bảo đảm thông tin tiếp thị về công nghệ và có khả năng tư vấn có hiệu quả cho các đối tượng doanh nghiệp có nhu cầu. Kế đến là xây dựng các khu công nghiệp tập trung và áp dụng phương thức thuê - mua trả chậm (leasing) với các điều kiện ưu đãi hợp lý đối với các nhà đầu tư trong nước.

Tăng cường tiềm lực nghiên cứu - triển khai và dịch vụ kỹ thuật theo định hướng hỗ trợ có hiệu quả cho việc nhập công nghệ từ nước ngoài. Hỗ trợ cho các cơ sở sản xuất (với tư cách là một doanh nhân độc lập) thuộc các thành phần kinh tế trong việc đổi mới công nghệ, nhập công nghệ từ nước ngoài. Đa dạng hóa các hình thức huy động nguồn vốn cho phát triển khoa học công nghệ. Cụ thể, Nhà nước có thể thành lập các quỹ hỗ trợ phát triển khoa học- công nghệ, tín dụng phi ngân hàng để mở rộng nguồn vốn vay cho doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp vừa và nhỏ đổi mới trang thiết bị. Thu hút nguồn tài trợ quốc tế cho các dự án khoa học công nghệ bao gồm viện trợ không hoàn lại hoặc vay của các tổ chức tài chính như Ngân hàng Thế giới (WB), Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB), nguồn tài trợ ODA song phương...

Thứ sáu, tiếp tục cải cách giáo dục và đào tạo nâng cao chất lượng nguồn nhân lực đáp ứng hội nhập (giải pháp thứ 4 trong NQ 01). Khi tham gia AEC, thị trường lao động của các nước ASEAN được liên thông, lao động của Việt Nam cũng sẽ bị cạnh tranh với lao động các nước. Muốn cạnh tranh được thì chất lượng nguồn nhân lực của Việt Nam phải được cải thiện và nâng cao.

Thứ bảy, hoàn thiện chính sách tài khóa, ổn định chính sách tiền tệ (giải pháp thứ 1 trong NQ 01). Mục tiêu của Chính phủ là phải giữ bội chi ngân sách giai đoạn 2016-2020 trung bình dưới 4,5% năm theo Luật Ngân sách mới, khống chế nợ công dưới 65% GDP. Muốn khống chế được mức bội chi, giảm nợ công là phải giảm chi và tăng thu. Tăng thu trong bối cảnh hội nhập là khó khăn do cắt giảm thuế xuất-nhập khẩu, vì vậy chỉ có thể cải thiện bằng cải cách thuế tăng nguồn thu từ các loại thuế trực thu. Biện pháp giảm chi là lại cơ cấu lại các khoản chi kết hợp với cải cách bộ máy hành chính Nhà nước. Biện pháp khống chế nợ công là phải xem xét cơ cấu lại nợ, hạn chế hoặc cắt giảm các dự án đầu tư thiếu hiệu quả.

Biện pháp tăng cường cải cách chính sách tiền tệ ngân hàng, linh hoạt điều chỉnh các chính sách lãi suất, tỷ giá để hướng tới sự ổn định tỷ giá, lãi suất giúp điều hành chính sách vĩ mô, ổn định vĩ mô một cách hiệu quả là cần thiết. Trong điều kiện hội nhập, tự do hóa tài chính, có thể có những tác động rủi ro từ bên ngoài, từ các thị trường quốc tế. Vì vậy, các cơ quan quản lý vĩ mô có liên quan phải xây dựng các kịch bản để đối phó với các tình huống có thể xảy ra trên thị trường quốc tế và khu vực tác động đến thị trường tài chính Việt Nam.

Dù nhiều giải pháp đề xuất nêu trên, chung quy lại các giải pháp đều đưa đến **nâng cao năng lực cạnh tranh cho các doanh nghiệp, cũng như năng lực cạnh tranh quốc gia trong bối cảnh hội nhập**. Bởi lẽ, hoàn thiện thể chế kinh tế thị trường, cải cách hành chính, ổn định vĩ mô là để hỗ trợ các doanh nghiệp giảm chi phí và thời gian giao dịch, tiếp cận các thị trường, nâng cao năng lực cạnh tranh trong bối cảnh gia nhập Cộng đồng Kinh tế ASEAN-AEC và thực hiện các cam kết hội nhập quốc tế. Mặt khác, khi là thành viên của Cộng đồng Kinh tế ASEAN-AEC, thì các doanh nghiệp của Việt Nam cũng sẽ có cơ hội hợp tác với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực cộng đồng ASEAN để cạnh tranh sản phẩm của mình trên thị trường quốc tế. Khi các doanh nghiệp cạnh tranh và phát triển sẽ đóng góp thực hiện các mục tiêu tăng trưởng và phát triển kinh tế bền vững của đất nước.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tiếng Việt

Tân Anh, Tường Lan Anh, Nguyễn Văn Chiến, Nguyễn Nam Hải, Vũ Thị Thanh Hương, Nguyễn Xuân Nhật, Phạm Quý Thọ, Nguyễn Thị Thu (2013), Tăng trưởng kinh tế và lạm phát Việt Nam, *Tạp chí Tài chính*, số 8/2013.

Trần Thị Thùy Anh (2014), Cung tiền, lạm phát và tác động của nó đến kinh tế vĩ mô, *Tạp chí Tài chính*, số 1/2014.

Nguyễn Đức Độ (2014), Quan hệ giữa tăng trưởng, lạm phát, tiết kiệm và đầu tư tại Việt Nam, *Tạp chí Tài chính*, số 2/2014.

Nguyễn Thị Thu Hằng và Nguyễn Đức Thành (2010), *Các nhân tố vĩ mô quyết định lạm phát ở Việt Nam giai đoạn 2000-2010: các bằng chứng và thảo luận*, Trung Tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách VEPR Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội.

Trần Hoàng Ngân, Hoàng Hải Yến và Vũ Thị Lệ Giang (2010), *Lạm phát và tốc độ tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam*, Trường Đại học Kinh tế TP Hồ Chí Minh .

Phan Lê Trung và Phạm Lê Thông (2014), Các nhân tố vĩ mô ảnh hưởng đến lạm phát Việt Nam, *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, số 102 tháng 9/2014.

Trương Minh Tuấn (2013), Mối quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng kinh tế: Nghiên cứu thực nghiệm Việt Nam, *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, tháng 12/2013.

Tổng cục Thống kê (2016), *Động thái và thực trạng kinh tế Việt Nam 2011-2015*.

Tổng cục Thống kê (28/9/2016), *Báo cáo tình hình kinh tế - xã hội 9 tháng năm 2016*.

Tổng cục Thống kê (3/2016), *Báo cáo Năng suất lao động*.

Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia (2015), *Báo cáo Triển vọng kinh tế 2016*.

Viện Năng suất Việt Nam (2015), *Báo cáo năng suất Việt Nam 2014*.

Tổng cục Hải quan (2015), *Số liệu xuất nhập khẩu định kỳ 2009- nay*. Truy cập ngày 19/10/2016.

Bộ Kế hoạch và Đầu tư (2016), *Số liệu đầu tư trực tiếp nước ngoài*. Truy cập ngày 01/11/2016 <http://www.mpi.gov.vn/Pages/tinbai.aspx?idTin=33320>

Tiếng Anh

Asian Development Bank (2015), *Asian development outlook 2015 update*.

Asian Development Bank (2016), *Asian Development Outlook 2016: Asia's Potential Growth*.

Barnett, Vincent (2013), *John Maynard Keynes*, London: Routledge. ISBN 978-0415567695.

Clarke, Peter. Keynes (2009), *The Twentieth Century's Most Influential Economist*. Bloomsbury. ISBN 978-1-4088-0385-1.

Friedman, Milton (1970), A theoretical framework for Monetary Analysis, *Journal of Political Economy* 78(2), pp. 193-238.

Farhad Taghizadeh-Hesary and Naoyuki Yoshino (2015), Macroeconomic Effects of Oil Price Fluctuations on Emerging and Developed Economies in a Model Incorporating Monetary Variables, *ADB Working Paper Series*.

Phillips Alban W. (1958), The relationship between unemployment and the rate of change of money wages in the UK 1861-1957, *Economica*.

The ASEAN Secretariat (2015), *ASEAN Statistical Yearbook 2014*.

The ASEAN Secretariat (2015), *ASEAN Community in Figures - Special Edition 2014: A Closer Look at Trade Performance and Dependency, and Investment*.

IMF (2016), *ASEAN5 Economic Monitor*.

World Bank (2016), *Global Economic Prospects- Divergences and Risks*.

ASEAN SME Services (2016), *Small and Medium Enterprises (SMEs) in ASEAN*.
Truy cập ngày 10/10/2016, <http://www.aseansme.org/aboutus>

World Bank (2015), *World Development Indicators*. Truy cập ngày 28/10/2016 <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators&Type=TABLE#>.

World Bank (2015), The Global Outlook in Summary, *Global Economic Prospects*.

CHƯƠNG 2

LẠM PHÁT KỲ VỌNG: SỰ KHÁC BIỆT GIỮA CÁC NHÓM NGƯỜI TIÊU DÙNG QUA SỐ LIỆU KHẢO SÁT Ở VIỆT NAM

Dương Như Hùng
Trần Quang Văn
Nguyễn Tôn Nhân

Tóm Tắt

Lạm phát kỳ vọng có sự liên quan đến các dự báo hoặc cảm nhận của những người tham gia vào các hoạt động kinh tế về những biến đổi trong nền kinh tế. Các kỳ vọng có vai trò quan trọng trong các lý thuyết kinh tế cũng như trong đời sống. Có nhiều cách xác định lạm phát kỳ vọng khác nhau song phương pháp đo lạm phát kỳ vọng dựa trên số liệu điều tra đang thu hút sự quan tâm của các nhà quản lý và các nhà kinh tế học trong những năm gần đây. Nghiên cứu này dựa trên số liệu điều tra từ hơn 500 người tiêu dùng về cảm nhận thay đổi giá ở hiện tại, trong ngắn hạn, và trung hạn để phân tích các yếu tố quyết định mức độ cảm nhận thay đổi giá. Kết quả khảo sát cho thấy người tiêu dùng dự báo lạm phát năm 2017 là 2,71 phần trăm và lạm phát năm năm tới là 3,61 phần trăm. Nhìn chung người tiêu dùng Việt Nam dự báo sự thay đổi giá trong ngắn hạn và trung hạn không khác nhiều so với sự thay đổi giá ở hiện tại. Có những nhóm hàng tiêu dùng được dự báo tăng giá tương đối nhanh như chi phí đi lại và thuốc men, trong khi một số nhóm hàng tiêu dùng được dự báo tăng giá không quá cao như thực phẩm, quần áo, đồ uống, giáo dục, viễn thông. Những người nhiều tuổi hơn có xu hướng dự báo giá cả tăng cao hơn trong ngắn hạn và trung hạn, những người có học vấn thấp, những người có thu nhập cao, những người chịu áp lực về thu nhập để trang trải các khoản chi tiêu, những người có nhiều thông tin về thay đổi giá có xu hướng dự báo giá cả trong ngắn hạn và trung hạn sẽ tăng cao hơn so với dự báo của các nhóm đối chứng.

2.1. GIỚI THIỆU

Kỷ vọng liên quan đến các dự báo hoặc cảm nhận của những người tham gia vào các hoạt động kinh tế về những biến đổi trong nền kinh tế. Các kỷ vọng có vai trò quan trọng trong các lý thuyết kinh tế cũng như trong đời sống. Chẳng hạn người tiêu dùng sẽ quyết định mua sớm hơn nếu họ dự báo giá sẽ tăng mạnh trong tương lai, hay trì hoãn việc mua sắm khi họ kỳ vọng giá hàng hóa sẽ giảm trong tương lai. Do đó, những kỷ vọng này sẽ ảnh hưởng đến diễn biến của nền kinh tế ở hiện tại, và trong tương lai. Như vậy, khảo sát kỷ vọng của những người tham gia vào hoạt động kinh tế và xác định các yếu tố tác động lên kỷ vọng là cần thiết cho xây dựng các chính sách kinh tế nói chung, và chính sách tiền tệ nói riêng.

Lạm phát kỷ vọng có thể được ước lượng dựa trên các mô hình dự báo sử dụng các số liệu quá khứ. Song hạn chế của phương pháp này là nó không thích ứng với những biến cố mới trong nền kinh tế. Phương pháp khác là dựa vào các công cụ trên thị trường để ước lượng lạm phát kỷ vọng. Song phương pháp này chỉ có thể hiệu quả ở những thị trường tài chính tương đối phát triển. Những năm gần đây, phương pháp đo lạm phát kỷ vọng dựa trên số liệu điều tra đang thu hút sự quan tâm của các nhà quản lý và các nhà kinh tế học. Ưu điểm của phương pháp này là nó thu thập được ý kiến của đông đảo những người trực tiếp tham gia các hoạt động kinh tế về những thay đổi có thể xảy ra trong tương lai. Nó cũng phản ánh được sự đa dạng có thể có trong lạm phát kỷ vọng của các nhóm người tiêu dùng khác nhau.

Nghiên cứu này nhằm i) xác định lạm phát kỷ vọng của người tiêu dùng trong ngắn hạn và trung hạn, ii) phân tích sự đa dạng lạm phát kỷ vọng của các nhóm người tiêu dùng khác nhau, và iii) xác định các yếu tố ảnh hưởng đến lạm phát kỷ vọng của người tiêu dùng. Những phát hiện từ nghiên cứu này sẽ là cơ sở tham khảo cho người tiêu dùng, các doanh nghiệp và các nhà quản lý kinh tế.

Để trả lời cho những câu hỏi nghiên cứu trên, chúng tôi tiến hành khảo sát ý kiến người tiêu dùng về những thay đổi giá cả trong 1 năm và 5 năm tới. Cuộc điều tra được thực hiện bằng cách kết hợp phương pháp phỏng vấn trực tiếp và qua Internet với sự tham gia của hơn 500 người tiêu dùng đến từ các tỉnh khác nhau. Chúng tôi sẽ dựa trên trung bình và trung vị của các đánh giá của người tiêu dùng để xác định kỷ vọng của người tiêu dùng nói chung. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng dựa trên trung bình và trung vị của các nhóm người tiêu dùng khác nhau để phân tích sự khác biệt kỷ vọng của các nhóm ấy. Cuối cùng, chúng tôi sẽ sử dụng các phân tích hồi quy để phân tích tác động của các yếu tố đặc tính người tiêu dùng lên những dự báo về lạm phát.

Bài viết của chúng tôi sẽ được tổ chức như sau. Sau phần giới thiệu, chúng tôi sẽ thảo luận về vai trò của kỳ vọng, các yếu tố tác động lên lạm phát kỳ vọng, các nghiên cứu thực nghiệm về lạm phát kỳ vọng, phương pháp đo lạm phát kỳ vọng, và cuối cùng là phần thảo luận những kết quả phân tích.

2.2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ LẠM PHÁT KỶ VỌNG

2.2.1. Vai trò của kỳ vọng trong các lý thuyết kinh tế và trong thực tế

Trong kinh tế học, kỳ vọng liên quan đến các dự báo hoặc ý kiến của những người tham gia vào các hoạt động kinh tế về mức giá, về lượng hàng hóa giao dịch, về thu nhập, về thuế, hoặc các biến số khác trong tương lai. Muth (1961) là người đầu tiên đưa kỳ vọng vào phân tích biến động giá cả và sau đó, những nhà kinh tế như Friedman (1977), Lucas (1972), Sargent (1987) là những người tiên phong đưa kỳ vọng vào hệ thống lý thuyết kinh tế. Các kỳ vọng đóng vai trò quan trọng trong các lý thuyết kinh tế vì chúng quyết định hành vi của chính người dự báo, quyết định hành vi của các cá nhân và của doanh nghiệp khác, và do đó ảnh hưởng lên giá cả và các hoạt động kinh tế ở hiện tại cũng như trong tương lai, hơn nữa những diễn biến của nền kinh tế lại tiếp tục ảnh hưởng lên kỳ vọng.

Có rất nhiều kỳ vọng được xem xét trong các lý thuyết kinh tế, như kỳ vọng về mức giá, kỳ vọng về lượng hàng hóa giao dịch, thu nhập kỳ vọng, tỷ lệ thất nghiệp kỳ vọng, và kỳ vọng về mức thuế. Khi các nhà đầu tư ra quyết định, họ cần quan tâm đến giá cổ phiếu kỳ vọng, lãi suất kỳ vọng, lạm phát kỳ vọng và tỷ giá ngoại hối kỳ vọng, ... Trong đó, thường có bốn kỳ vọng được người ta quan tâm nhiều nhất đó là tỷ lệ thất nghiệp kỳ vọng, điều kiện kinh doanh kỳ vọng, giá cổ phiếu kỳ vọng và lạm phát kỳ vọng (Starr-McCluer, 1999). Ngoài ra, kỳ vọng lạm phát cũng được phân tích như một trong ba kênh truyền dẫn chính của chính sách tiền tệ bên cạnh lãi suất và tỷ giá.

Lý thuyết tiêu dùng thừa nhận vai trò của thu nhập ở hiện tại và vai trò thu nhập kỳ vọng lên chi tiêu ở hiện tại. Trong lý thuyết đầu tư, lượng vốn đầu tư ở hiện tại phụ thuộc vào thu nhập ở hiện tại và giá hàng hóa trong tương lai. Tương tự, giá cổ phiếu, lãi suất và tỷ giá ngoại hối cũng phụ thuộc vào mức giá kỳ vọng. Kỳ vọng cũng được đưa vào mô hình giải thích biến động lạm phát và giải thích cho biến cố những năm 1970 của Friedman (1978) và Phelps (1983) được chấp nhận rộng rãi. Kỳ vọng cũng được đưa vào mô hình đường cong Phillips của trường phái Keynes mới. Vai trò của lạm phát kỳ vọng còn được nhắc đến trong Mishkin (1984, 2011), Bernanke (2007),

Potter (2011), Gaspar và cộng sự (2010), Fraga (2003), Blanchflower (2008), Mankiw (2003), Orphanides và Williams (2003), Blanchflower và MacCoille (2009).

Ngoài ra, lạm phát kỳ vọng cũng ảnh hưởng đến tiền công trên thị trường lao động. Do các hợp đồng lao động thường kéo dài một thời gian nhất định, nên mức tiền công khi thỏa thuận sẽ phụ thuộc vào tiền công cân bằng ở hiện tại trên thị trường lao động, phụ thuộc vào lạm phát kỳ vọng của người thuê và của người làm thuê (Nalewaik, 2016).

2.2.2. Các yếu tố tác động lên lạm phát kỳ vọng

Mỗi người tiêu dùng có hành vi tiêu dùng khác nhau, có rõ hàng tiêu dùng khác nhau nên cảm nhận về sự thay đổi giá của họ cũng khác nhau và có thể khác so với lạm phát thực tế được tính toán bởi các nhà kinh tế học. Hơn nữa, mỗi cá nhân có những chiến lược riêng cho tương lai, nên những dự đoán về tương lai của họ cũng khác nhau.

Các lý thuyết kinh tế cho thấy người tiêu dùng có trình độ học vấn khác nhau, lứa tuổi khác nhau, mức thu nhập khác nhau và đến từ các cộng đồng khác nhau có kỳ vọng tương đối khác biệt. Nghiên cứu của Blanchflower và Kelly (2008) cho thấy nữ có khả năng dự báo chính xác cao hơn đối với nam giới, người có sở hữu nhà, người có trình độ văn hóa tốt, người giàu và những người sống ở phía Đông Nam nước Anh dự báo tốt hơn các nhóm còn lại. Nhận thức về lạm phát còn chịu tác động của thu nhập cá nhân; giá trị và mức độ biến động tương đối của thu nhập cá nhân so với mức thay đổi giá cả sẽ quyết định tác động thực sự của biến động lạm phát lên cảm nhận của chủ thể. Bên cạnh đó, tính lạc quan hoặc bi quan của cá nhân cũng có ảnh hưởng đến độ lệch của kỳ vọng lạm phát trong tương lai. Chủ thể quan tâm đến dòng lợi ích mà họ nhận được trong tương lai, do đó họ sẽ cảm thấy hạnh phúc hơn ở hiện tại nếu họ tin rằng họ sẽ có một kết quả tốt đẹp ở tương lai (Galati, Heemeijer và Moessner, 2011). Trên cơ sở đó, họ sẽ trở nên quá lạc quan, do đó các dự báo sẽ bị lệch theo hướng quá tin tưởng và ngược lại. Đồng tình với quan điểm trên, Souleles (2004), Mitchell và Weale (2007) tìm thấy bằng chứng dân chúng Anh trở nên quá lạc quan về tương lai khi thu nhập của họ gia tăng và ngược lại.

Bên cạnh đó, những người tiêu dùng có nhận thức về lạm phát khác nhau, cũng có những dự báo khác nhau. Sự thay đổi giá cả của nền kinh tế góp phần làm tăng nhận thức về lạm phát một cách trực tiếp thông qua sự thay đổi giá cả trong quá khứ hoặc gián tiếp thông qua sự phóng đại xã hội liên quan đến các kênh truyền thông đại chúng và truyền miệng (Ranyard và đồng sự, 2008). Một sự gia tăng trong mức giá sẽ

làm gia tăng lạm phát trong ngắn hạn. Tức thì, nhận thức về lạm phát sẽ gia tăng làm cho khoảng cách giữa kỳ vọng và nhận thức bị phân kỳ. Tuy nhiên, nếu cú sốc về giá này trở nên dai dẳng thì kỳ vọng sẽ tăng lên và hội tụ về nhận thức lạm phát. Trong trường hợp này nếu chính sách tiền tệ phản ứng hợp lý và hiệu quả trước các cú sốc lạm phát, loại bỏ nhanh chóng các cú sốc này thì việc kéo tỷ lệ lạm phát về mức mục tiêu sẽ trở nên đơn giản, nhanh chóng và tiết kiệm chi phí (Driver và Windram, 2007). Khi thông tin được truyền đạt một cách rất chậm chạp ra công chúng, phản ứng của người ra quyết định bị lệch đi (về thời gian) so với thực tế và đo đó kỳ vọng lạm phát có mức độ phân tán cao hơn (Mankiw và Reis, 2001). Nhận thức về sự thay đổi giá cả, dự báo của các nhà kinh tế và các phóng đại xã hội tiếp tục tác động lên kỳ vọng của cá nhân về mức giá trong tương lai. Lạm phát quá khứ được giả định là có xu hướng lặp lại ở hầu hết các cá nhân.

Như vậy, có rất nhiều nhân tố tác động đến kỳ vọng lạm phát mà điển hình là nhận thức về kỳ vọng, mức thu nhập. Bên cạnh đó, các nhân tố về nhân khẩu học như tuổi tác, giới tính, trình độ văn hóa, nơi cư trú cũng góp phần quan trọng đối với sự hình thành kỳ vọng lạm phát. Đây là các chỉ báo và cơ sở quan trọng để ngân hàng trung ương đưa ra phản ứng trước các cú sốc về kỳ vọng lạm phát.

2.2.3. Phương pháp đo lạm phát kỳ vọng

Lạm phát kỳ vọng không thể đo trực tiếp nhưng có thể được ước lượng gián tiếp thông qua dự báo hay các thông tin từ thị trường tài chính và các cuộc khảo sát.

Ước lượng bằng các mô hình dự báo hay thông qua thị trường tài chính

Cách tiếp cận cơ bản là suy diễn lạm phát kỳ vọng từ các kết quả quan sát được trong quá khứ. Chẳng hạn dùng số liệu dạng chuỗi thời gian và các hàm dự báo để ước lượng giá trị kỳ vọng trong tương lai. Cách tiếp cận này thường dựa trên giả định vốn hiểu biết của người tiêu dùng về các hiện tượng kinh tế đang diễn ra xung quanh là không đổi. Nó hoàn toàn dựa trên những gì đã diễn ra trong quá khứ và dựa trên các giả định để ước lượng tỷ lệ lạm phát trong tương lai. Hạn chế của phương pháp này là kiến thức của những người làm dự báo thường không giống kiến thức của những người tham gia vào các hoạt động kinh tế, do vậy kết quả kỳ vọng được dự báo thường không đồng nhất với kỳ vọng thực tế.

Có thể dựa trên những giao dịch về các công cụ tài chính phòng ngừa lạm phát như trái phiếu và các sản phẩm phái sinh trên thị trường tài chính để đánh giá lạm phát kỳ vọng. Nguồn dữ liệu phong phú trong thị trường tài chính có thể cung cấp những

quan sát kịp thời về kỳ vọng lạm phát, do thị trường có khả năng xử lý được một số lượng lớn và thường xuyên các thông tin kinh tế. Một ưu điểm nữa của cách đo lường này là độ lệch của ước lượng gần như rất thấp do những người tham gia thị trường thường có được thông tin tốt hơn và phân tích một cách chuẩn xác hơn.

Ước lượng lạm phát kỳ vọng từ điều tra

Một cách khác để tiếp cận lạm phát kỳ vọng là dựa vào số liệu điều tra. Điểm mạnh của phương pháp này là nó dựa trên kỳ vọng của đông đảo những người tham gia vào các hoạt động kinh tế. Do đó, kết quả của phương pháp này phản ánh sát với thực tế và thể hiện được sự đa dạng của lạm phát kỳ vọng của các nhóm người khác nhau. Lạm phát kỳ vọng của người tiêu dùng phản ánh cảm nhận về mức độ thay đổi giá cả của người tiêu dùng. Kết quả lạm phát kỳ vọng từ phương pháp này có thể khác với kết quả dự báo từ những phương pháp khác. Tuy nhiên, người tiêu dùng ra quyết định của họ dựa trên cảm nhận và nhận định chủ quan của họ nên lạm phát kỳ vọng sẽ giúp nhà quản lý hiểu rõ hơn các quyết định của người tiêu dùng để doanh nghiệp ra các quyết định phù hợp.

2.2.4. Các nghiên cứu thực nghiệm về lạm phát kỳ vọng

Nhánh nghiên cứu về lạm phát kỳ vọng ngày càng lớn nhanh khi có nhiều nghiên cứu liên quan. Đại học Michigan đã thực hiện điều tra về lạm phát kỳ vọng từ năm 1958 với định kỳ hàng tháng với quy mô 500 người tham gia qua điện thoại, và một cuộc điều tra khác với quy mô 5000 người tham gia từ 1977. Kết quả cho thấy khoảng dự báo của người tiêu dùng tương đối rộng, và tương đối gần với tỷ lệ lạm phát thực tế (Starr-McCluer, 1999). Trong một nghiên cứu khác, Millington và Pasaogullari (2015) sử dụng hai thước đo lạm phát kỳ vọng, một được ước lượng từ kết quả điều tra và một được ước lượng từ thị trường tài chính. Kết quả cho thấy lạm phát kỳ vọng dựa trên khảo sát khá sát với lạm phát thực và được sử dụng rộng rãi trong các phân tích và dự báo của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Brayton et al 1997).

Lạm phát kỳ vọng phụ thuộc vào đặc điểm của người tiêu dùng. Các nghiên cứu cho thấy thu nhập, trình độ học vấn, tuổi tác, sắc tộc và giới tính đều có tương quan mạnh với nhận thức về tình trạng lạm phát hiện tại và dự đoán lạm phát của họ trong tương lai. Thêm vào đó, họ thường kỳ vọng lạm phát cao hơn so với thực tế. Những người có thu nhập thấp cho rằng lạm phát cao hơn so với nhóm thu nhập cao. Những người trẻ đánh giá lạm phát cao hơn so với nhóm trung niên; nhóm độc thân đánh giá lạm phát cao hơn so với nhóm đã kết hôn; nhóm da màu cho rằng lạm phát cao hơn so với nhóm da trắng và phụ nữ dự báo lạm phát cao hơn so với nam giới. Do đó, một

số nghiên sử dụng trung vị vì trung vị phản ánh sát với lạm phát thực hơn so với trung bình (Bryan & Venkatu, 2001).

Từ năm 1993, Đại học Melbourne cũng ước lượng lạm phát kỳ vọng dựa trên điều tra từ 1200 hộ được phỏng vấn qua điện thoại. Báo cáo kết quả được thực hiện mỗi tháng một lần và sử dụng các thước đo trực tiếp lạm phát kỳ vọng từ các câu hỏi phỏng vấn như lạm phát sẽ thay đổi bao nhiêu trong 12 tháng tới. Ngân hàng Trung ương Anh quốc cũng có những báo cáo dựa trên kết quả khảo sát hàng quý về lạm phát kỳ vọng. Khảo sát tập trung hỏi người dân về tỷ lệ lạm phát hiện tại và kỳ vọng của người dân về sự thay đổi của tỷ lệ lạm phát trong tương lai. Ngân hàng Trung ương Thụy Điển cũng dự báo lạm phát dựa trên số liệu điều tra. Điều tra được thực hiện trên nhóm chủ doanh nghiệp, người lao động, ngành sản xuất và thị trường tiền tệ. Kết quả cho thấy, ngoại trừ kỳ vọng lạm phát cho năm năm ở nhóm chủ doanh nghiệp và một năm ở nhóm thị trường tiền tệ, tất cả kỳ vọng lạm phát đều là ước lượng chệch. Có sự cộng hưởng nhẹ giữa kỳ vọng lạm phát và lạm phát thực tế. Kỳ vọng lạm phát trong một và hai năm không có ý nghĩa trong việc dự báo lạm phát.

Viện Nghiên cứu và Phân tích Kinh tế (Italy) khảo sát định lượng và định tính về mức kỳ vọng lạm phát với sự tham gia của 2000 người tiêu dùng hàng tháng. Kết quả cho thấy, kể từ năm 2002 cảm nhận và kỳ vọng lạm phát đều cao hơn mức lạm phát thực tế. Những cư dân sống ở miền Nam, phụ nữ, khách hàng trẻ tuổi, người có trình độ học vấn thấp, những người thất nghiệp, người có thu nhập thấp thường đưa ra mức lạm phát kỳ vọng cao hơn so với trung bình. Viện Nghiên cứu Kinh tế - Xã hội Nhật Bản (ESRI) cũng khảo sát về kỳ vọng lạm phát của các gia đình. Kết quả cho thấy kỳ vọng lạm phát của các hộ gia đình có tính chính xác kém hơn so với các dự báo chuyên nghiệp khác. Hơn nữa, kết quả cũng chỉ ra rằng hầu hết những kỳ vọng lạm phát của các hộ gia đình không mang tính dự báo cao trong khi các dự báo chuyên nghiệp lại có tính dự báo đáng kể. Những dự báo chuyên nghiệp trong quá khứ có ảnh hưởng đáng kể đến các kỳ vọng lạm phát của các hộ gia đình.

Như vậy, phương pháp ước lượng lạm phát kỳ vọng dựa trên khảo sát được đã được áp dụng ở một số quốc gia. Tuy nhiên, việc nghiên cứu phương pháp đo lường kỳ vọng lạm phát ở các nước đang phát triển như Việt Nam còn rất hạn chế, chưa có một cuộc nghiên cứu hay khảo sát nào về kỳ vọng lạm phát được thực hiện trong khi nó lại là một vấn đề dễ dàng nhận thấy ở Việt Nam. Hơn nữa, do thị trường tài chính ở Việt Nam chưa phát triển, các công cụ tài chính phòng ngừa lạm phát còn rất hạn chế nên phương pháp đo lường dựa trên các nguồn thông tin từ thị trường tài chính có thể không hiệu quả. Vì thế việc đo lường lạm phát kỳ vọng ở Việt Nam bằng phương pháp khảo sát có thể nói là lựa chọn tối ưu.

2.3. PHƯƠNG PHÁP XÁC ĐỊNH LẠM PHÁT KỶ VỌNG Ở VIỆT NAM

Chọn mẫu điều tra

Nghiên cứu này nhằm phân tích lạm phát kỷ vọng của người tiêu dùng Việt Nam. Tuy nhiên, do thời gian và kinh phí có hạn, chúng tôi không thể điều tra mẫu lớn trên tất cả các tỉnh và thành phố ở Việt Nam. Các cuộc điều tra về lạm phát kỷ vọng ở các quốc gia thường dựa trên mẫu khoảng 500 quan sát. Do đó, chúng tôi cũng chọn mẫu gồm 550 quan sát từ các vùng khác nhau trên cả nước. Tuy tính đại diện chưa cao nhưng có thể giúp mang đến những nhận định ban đầu cũng như cơ sở so sánh cho những khảo sát rộng hơn sau này.

Chúng tôi kết hợp cả điều tra bằng phỏng vấn trực tiếp và thông qua Internet và dùng bảng hỏi như nhau. Do Thành phố Hồ Chí Minh là nơi kinh tế năng động nhất cả nước, và có quy mô dân số lớn nhất nên chúng tôi chọn mẫu nhiều hơn cho Thành phố Hồ Chí Minh và chỉ điều tra trực tiếp tại Thành phố Hồ Chí Minh. Hà Nội là thành phố lớn thứ hai cả nước nên chúng tôi cũng chọn nhiều quan sát cho thành phố này. Có 550 người tham gia khảo sát, sau khi loại trừ những bảng hỏi có lỗi, có 511 bảng hỏi có thể sử dụng được.

Bảng 2.1. Quy mô dân số, số quan sát từ các vùng và trọng số của mỗi quan sát

Vùng địa lý	Dân số 2013 (nghìn người)	Phần trăm dân số ^a	Số quan sát	Hình thức	Phần trăm so với cả mẫu	Trọng số
Bắc Bộ	28.243	34	12	Online	2	14,37
Hà Nội	6.837	8	61	Online	12	0,68
Miền Trung và Tây Nguyên	20.268	25	47	Online	9	2,63
Nam Bộ	19.168	23	13	Online	3	9,01
Thành phố Hồ Chí Minh	7.664	9	369	Hỗn hợp	74	0,12
Tổng	82.160	100	511		100	

Nguồn: Thống kê từ điều tra và từ số liệu của Tổng cục Thống kê (2015)

Ghi chú: ^aphần trăm dân số hàm ý so với cả nước. Bắc Bộ không gồm Hà Nội, Nam Bộ không gồm Thành phố Hồ Chí Minh.

Bảng 2.1 thể hiện quy mô dân số của mỗi vùng theo số liệu năm 2013, và phần trăm dân số của mỗi vùng so với dân số cả nước. Bảng 2.1 cũng thể hiện số quan sát từ mỗi vùng và tỷ lệ phần trăm số quan sát từ mỗi vùng so với tổng số 511 quan sát trên toàn quốc. Từ đó, trọng số của mỗi quan sát được tính bằng phần trăm dân số chia cho phần trăm so với cả mẫu. Trọng số của một quan sát từ Thành phố Hồ Chí Minh bằng 0,12 cho biết mỗi quan sát từ thành phố này sẽ được tính bằng 0,12 quan sát; trọng số ở Miền Trung và Tây Nguyên bằng 2,63 cho biết một quan sát từ vùng này sẽ tương đương với 2,63 quan sát (xem Bảng 2.1).

Do có nhiều hạn chế nên mẫu được chọn chưa đủ để đại diện cho tổng thể là tất cả người tiêu dùng trên cả nước. Song mẫu đã được hiệu chỉnh bằng các trọng số nên chúng tôi tin rằng mẫu hiệu chỉnh có thể đủ tin cậy để đại diện cho người tiêu dùng cả nước.

Bảng câu hỏi

Người tiêu dùng dễ dàng dự báo lạm phát cho cả năm hơn là cho những kỳ ngắn như tháng hay quý. Hơn nữa, lạm phát năm ít biến động hơn lạm phát của những kỳ ngắn (xem Phụ lục 2.1). Nghiên cứu của Jongnong và Linden (2010) và Moreno và Villar (2009) cũng cho thấy kỳ hạn 12 tháng là tối ưu nhất khi đánh giá lạm phát kỳ vọng. Do đó, kỳ hạn được chúng tôi sử dụng trong bảng khảo sát là 12 tháng, và năm hàm ý giai đoạn 2017 và 2017-2021.

Bảng câu hỏi được xây dựng dựa trên cơ sở bảng câu hỏi của Đại học Michigan và của Đại học Quốc gia Singapore và có những điều chỉnh cho phù hợp với thực tế của Việt Nam (xem Phụ lục 2.1). Bảng câu hỏi bắt đầu bằng những câu hỏi về thông tin cá nhân như tuổi, giới tính, học vấn, nghề nghiệp, thu nhập và mức độ quan tâm đến các vấn đề kinh tế, mức độ liên quan đến sự thay đổi giá cả. Phần sau của bảng hỏi gồm các câu hỏi liên quan đến dự đoán về sự thay đổi giá trong năm 2017 và 2017-2021. Bên cạnh những câu hỏi dự báo sự thay đổi giá chung, chúng tôi cũng hỏi dự báo của người tiêu dùng về sự thay đổi giá một số hàng hóa và dịch vụ thiết yếu, chiếm tỷ trọng cao trong rổ hàng tiêu dùng (xem bảng câu hỏi trong Phụ lục 2.1).

Khác với dự báo của các chuyên gia và tổ chức quốc tế như Ngân hàng Thế giới hay Quỹ Tiền tệ Quốc tế, người tiêu dùng thường gặp khó khăn khi đưa ra một con số lạm phát cụ thể. Kết quả của những lần hỏi thử nghiệm cũng cho thấy người tiêu dùng rất khó đưa ra những con số cụ thể về lạm phát. Hơn nữa, người tiêu dùng sẽ điều chỉnh hành vi của mình theo cảm nhận về sự thay đổi giá cao hay thấp chứ họ không

quan tâm đến tỷ lệ lạm phát là bao nhiêu. Do đó, chúng tôi sử dụng bảng hỏi dạng năm bậc Likert, trong đó người tiêu dùng sẽ đánh giá sự thay đổi giá là: giảm mạnh, giảm nhẹ, thay đổi không đáng kể, tăng nhẹ, và tăng mạnh.

Phương pháp phân tích

Trong bảng câu hỏi có những câu hỏi liên quan đến lạm phát của từng nhóm hàng tiêu dùng như thực phẩm, đồ uống, sản phẩm may mặc... và cuối cùng có câu hỏi liên quan đến lạm phát kỳ vọng của tất cả các hàng hóa nói chung. Do đó, chúng tôi có thể ước lượng lạm phát kỳ vọng cho năm 2017 và cho năm năm tới bằng hai phương pháp. Phương pháp thứ nhất, lạm phát kỳ vọng được ước lượng dựa trên dự báo của người tiêu dùng về từng nhóm hàng và từ đó ước lượng lạm phát kỳ vọng cho hàng tiêu dùng nói chung bằng phương pháp trung bình trọng số. Trọng số của mỗi nhóm hàng tiêu dùng (xem Bảng 2.3) được tham khảo từ trọng số do Tổng cục Thống kê (2016) ước lượng. Do người tiêu dùng không quan tâm đến tất cả những loại hàng tiêu dùng nên chúng tôi chỉ đưa vào bảng hỏi những nhóm hàng chính (những nhóm hàng có trọng số lớn hơn 2 phần trăm). Tổng trọng số của chín nhóm hàng trong bảng hỏi chiếm 92.4 phần trăm so với toàn bộ rổ hàng tiêu dùng. Do đó, những nhóm hàng này, có thể coi là đại diện cho rổ hàng tiêu dùng.

Để trả lời câu hỏi nghiên cứu đầu tiên, chúng tôi mô tả kết quả khảo sát theo thang điểm từ 1 đến 5 cho các hạng mục chung cũng như từng nhóm mặt hàng và đưa ra bình luận về xu hướng thay đổi trong trung hạn so với ngắn hạn và so với quá khứ. Tương tự, chúng tôi cũng sẽ phân tích sự khác biệt về cảm nhận giữa các mặt hàng khác nhau. Các phân tích thống kê chủ yếu dựa trên giá trị trung bình và trung vị của mẫu và của các nhóm mẫu. Để trả lời câu hỏi nghiên cứu thứ hai, chúng tôi thống kê kết quả dự báo của người tiêu dùng theo các nhóm đặc tính khác nhau để xem nhóm nào có xu hướng dự báo lạm phát cao, nhóm nào có xu hướng dự báo lạm phát thấp.

2.4. LẠM PHÁT THỰC VÀ LẠM PHÁT KỶ VỌNG Ở VIỆT NAM

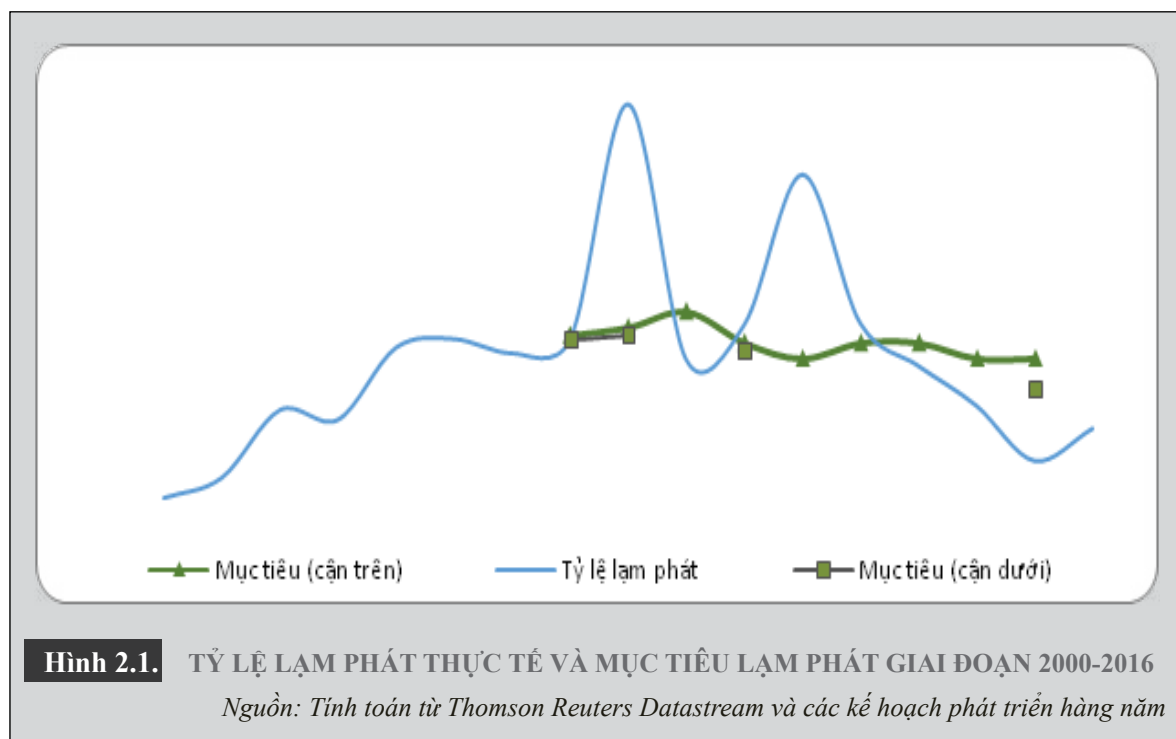
2.4.1. Lạm phát ở Việt Nam những thập kỷ gần đây

Việt Nam đã trải qua giai đoạn siêu lạm phát trong nửa cuối những năm 1980 với tỷ lệ lạm phát trên 300 phần trăm mỗi năm và trên 50 phần trăm mỗi năm vào đầu

những năm 1990. Để kiềm chế lạm phát, Ngân hàng Trung ương đã thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ và cố định tỷ giá giữa đồng Việt Nam và đô la Mỹ. Do đó, tình hình lạm phát đã được cải thiện đáng kể, tỷ lệ lạm phát giảm xuống tới gần 10 phần trăm vào năm 1995. Đặc biệt từ những năm 1996-2003 tỷ lệ lạm phát bình quân được duy trì trong khoảng 3 phần trăm đến 5 phần trăm mỗi năm, thậm chí giảm nhẹ vào năm 2000 với tỷ lệ lạm phát là âm 0,5 phần trăm. Một trong những nguyên nhân của lạm phát thấp giai đoạn này là do khủng hoảng tiền tệ Châu Á làm cho giá cả thế giới và tổng cầu giảm mạnh.

Tuy nhiên, từ năm 2004 tỷ lệ lạm phát có xu hướng tăng trở lại và lên 9,5 phần trăm năm 2004, cao hơn so với mục tiêu 6 phần trăm do Chính phủ đặt ra. Tương tự, mục tiêu chính phủ đề ra cho năm 2005 là kiềm chế lạm phát dưới 6,5 phần trăm nhưng con số thực tế đã lên tới 8,4 phần trăm. Nguyên nhân của lạm phát cao là do biến động của giá cả, đặc biệt là giá dầu tăng và dịch cúm gia cầm, và do gia tăng trong cung tiền khi Ngân hàng Trung ương liên tục bơm tín dụng vào nền kinh tế để đạt được mục tiêu tăng trưởng sau khi nền kinh tế có dấu hiệu giảm phát vào năm 2000.

Sau các nỗ lực kiềm chế lạm phát, tỷ lệ lạm phát có giảm nhưng vẫn còn cao (năm 2006 còn 6,6 phần trăm). Tuy nhiên, lạm phát đã tăng mạnh tới 12,6 phần trăm năm 2007 và lên tới 20 phần trăm năm 2008. Lạm phát cao giai đoạn này là do mở rộng thương mại, chính sách tiền tệ mở rộng và chính sách quản lý tỷ giá cứng nhắc trong điều kiện luồng vốn chảy vào tăng mạnh. Sau đó, việc phá giá đồng nội tệ so với đô la Mỹ năm 2010 và những biến động của thị trường vàng cùng với một số nguyên nhân khác đã đẩy tỷ lệ lạm phát lên đến 11,8 phần trăm sau khi mục tiêu kiềm chế lạm phát đã được nới từ 7 phần trăm lên 8 phần trăm. Năm 2011, mục tiêu kiềm chế lạm phát được Chính phủ đưa ra là 7 phần trăm, nhưng mục tiêu này không đạt được khi lạm phát đã lên 18,1 phần trăm. Giai đoạn 2012-2016 Ngân hàng Nhà nước đã điều hành chủ động, linh hoạt các công cụ chính sách tiền tệ, phối hợp chặt chẽ với chính sách tài khóa góp phần quan trọng trong kiểm soát lạm phát về mức 7 phần trăm trong năm 2012 và 2013, và năm 2014 còn 1,8 phần trăm, thấp hơn mức dự kiến lạm phát (5 phần trăm). Lạm phát năm 2015 tiếp tục giảm, chỉ đạt 0,6 phần trăm, thấp nhất trong 15 năm trở lại đây. Tuy nhiên, năm 2016, lạm phát có xu hướng tăng trở lại, đạt 2,66 phần trăm.



2.4.2. Lạm phát kỳ vọng trong ngắn hạn và trung hạn

Sự thay đổi giá của rổ hàng tiêu dùng

Bảng 2.2 thể hiện kết quả lạm phát kỳ vọng năm 2017 và năm năm tới theo hai phương pháp. Phương pháp thứ nhất, tính lạm phát dựa trên bình quân có trọng số của chín nhóm hàng được khảo sát. Kết quả của phương pháp này được gọi là “lạm phát kỳ vọng”. Phương pháp thứ hai, khảo sát trực tiếp ý kiến người tiêu dùng về dự báo lạm phát trong năm 2017 và năm năm tới. Kết quả của phương pháp này được gọi là “lạm phát kỳ vọng gộp”.

Các nghiên cứu về lạm phát kỳ vọng cho thấy trung vị của các dự báo thường đáng tin cậy hơn trung bình, do đó chúng tôi sẽ sử dụng trung vị. Kết quả từ số liệu điều tra cho thấy người tiêu dùng có xu hướng đánh giá tỷ lệ lạm phát năm 2017 sẽ cao hơn năm 2016 một ít (trung vị các thang đo của hai năm lần lượt là 3,83 và 3,84) và trong năm năm tới (2017-2021) tỷ lệ lạm phát sẽ nhích lên đáng kể (thang 4,13). Kết quả điều tra về lạm phát kỳ vọng gộp cũng cho kết quả tương tự về xu hướng tăng giá. Do kết quả dự báo lạm phát của người tiêu dùng là những con số rời rạc (1 đến 5) các phân tích của chúng tôi cho lạm phát kỳ vọng gộp sẽ dựa trên trung bình thay vì trung vị để nhận thấy những thay đổi nhỏ trong dự báo của người tiêu dùng.

Bảng 2.2. Lạm phát kỳ vọng trong ngắn hạn và trung hạn

			2016	1 năm	5 năm
Lạm phát kỳ vọng	Kết quả điều tra	μ	3.75	3.74	4.00
		m	3.83	3.84	4.13
		δ	0.53	0.65	0.75
	Tỷ lệ lạm phát ^a	μ	2.66	2.63	3.57
		m	2.66	2.70	3.62
		δ	0.34	0.41	0.60
Lạm phát kỳ vọng gộp	Kết quả điều tra	μ	3.78	3.81	4.02
		δ	0.66	0.79	0.82
	Tỷ lệ lạm phát ^b	μ	2.66	2.77	3.48
		δ	0.47	0.57	0.71
Số liệu từ các tổ chức	ADB		2.66	4.5	
	Ban GSTCQG		2.66	4 - 5	

Nguồn: Tính toán dựa từ số liệu điều tra, ADB (2016), và Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia (2016)

Ghi chú: Tỷ lệ lạm phát (^a và ^b) được chuyển đổi từ kết quả điều tra. μ trung bình, m trung vị, δ độ lệch chuẩn. Ban GSTCQG: Ban Giám sát Tài chính Quốc gia.

Từ kết quả khảo sát kỳ vọng của người tiêu dùng về sự thay đổi giá, chúng ta có thể chuyển đổi thành tỷ lệ lạm phát. Cơ sở để chuyển đổi từ thang sang tỷ lệ lạm phát dựa trên kết quả từ năm 2016. Chúng ta sẽ bắt đầu từ hai điểm tham chiếu quan trọng trong năm 2016. Điểm tham chiếu thứ nhất, khi người tiêu dùng cảm nhận mức giá sẽ “thay đổi không đáng kể” tương ứng với mức 3 trong thang Likert trong bảng hỏi. Chúng ta có thể gán mức này cho tỷ lệ lạm phát trong khoảng -1 đến 1 phần trăm, hay cụ thể hơn là 0. Điểm tham chiếu thứ hai, người tiêu dùng đánh giá lạm phát của năm 2016 với mức thang 3,83 trong thang Likert, trong khi tỷ lệ lạm phát thực năm này là 2,66%. Như vậy, có thể gán thang 3,83 tương ứng với khoảng lạm phát xung quanh mức 2,66%, hay cụ thể hơn có thể chọn mức 2,66. Từ hai điểm tham chiếu này, chúng ta có thể suy ra tỷ lệ lạm phát cho các mức thang khác nhau.

Theo phương pháp được trình bày ở trên thì tỷ lệ lạm phát kỳ vọng của năm 2017 dựa trên trung vị sẽ là 2,71 phần trăm và năm năm tới sẽ là 3,61 phần trăm. Kết quả này thấp hơn dự báo lạm phát năm 2017 của Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia (4 phần trăm đến 5 phần trăm) và Ngân hàng Phát triển Châu Á (4,5 phần trăm). Sự khác biệt giữa kết quả khảo sát lạm phát kỳ vọng và kết quả dự báo lạm phát của các chuyên gia là điều có thể chấp nhận được; khoa học kinh tế đã thừa nhận lạm phát kỳ vọng thường có sai số khá lớn.

Sự thay đổi giá của từng nhóm hàng tiêu dùng

Bảng 2.3 trình bày kết quả điều tra về lạm phát kỳ vọng của từng nhóm hàng tiêu dùng cho năm 2016, năm 2017 và cho năm năm tới. Nhìn chung, giá cả của các nhóm

hàng năm 2017 được kỳ vọng sẽ tăng nhẹ so với năm 2016 và trong năm năm tới tỷ lệ lạm phát sẽ lên cao hơn. Trong đó, có những nhóm hàng tiêu dùng được dự báo tăng giá như thực phẩm, quần áo và giày dép, nhà ở, bưu chính viễn thông và một số nhóm hàng tiêu dùng được dự báo tăng giá ít hơn năm 2016 như đồ uống, đồ dùng gia đình, thuốc men và dịch vụ y tế, chi phí đi lại, và giáo dục.

Bảng 2.3. Lạm phát kỳ vọng theo nhóm hàng

	2016		1 năm	5 năm
	Lạm phát	Thang đo	Thang đo	Thang đo
Lạm phát kỳ vọng	2.66	3.83	3.84	4.13
Thực phẩm (thịt, cá, trứng, gạo, rau quả..)	2.21	3.65	3.70	4.00
Đồ uống (nước ngọt, rượu, bia)	3.09	3.41	3.38	3.55
May mặc, mũ nón, giày dép	2.11	3.31	3.39	3.76
Nhà ở	1.13	3.96	3.97	4.21
Đồ nội thất, thiết bị và đồ dùng gia đình	2.5	3.79	3.75	4.04
Thuốc men và dịch vụ y tế	29.51	4.03	3.98	4.35
Chi phí đi lại	-7.25	3.92	3.80	4.01
Bưu chính viễn thông	-0.66	3.43	3.60	3.75
Giáo dục	1.66	4.06	3.99	4.27

Nguồn: Tính toán từ số liệu điều tra

Thuốc men và dịch vụ y tế là nhóm hàng có tốc độ tăng giá cao nhất năm 2016. Năm 2017 giá nhóm hàng vẫn được dự báo tăng cao và sẽ tăng cao hơn nữa trong 5 năm tới. Cảm nhận tăng giá mạnh của người tiêu dùng đối với giá nhóm hàng thuốc men và dịch vụ y tế một phần do sự tác động của các chính sách của Bộ Y tế vào cuối năm 2016. Cụ thể, trong năm 2016, giá dịch vụ y tế đã tăng hai lần đối với nhóm người bệnh có thẻ bảo hiểm y tế (BHYT). Nhóm hàng này chiếm trọng số tương đối cao (hơn 5 phần trăm) trong rổ hàng tiêu dùng. Do đó, có thể nói tăng giá của thuốc men và dịch vụ y tế là yếu tố đóng góp chính vào tăng giá toàn bộ hàng tiêu dùng trong những năm tới.

Giá cả nhóm hàng thực phẩm được kỳ vọng tăng nhẹ so với năm 2016 và trong năm năm tới, sẽ tăng nhẹ, thang 4. Như vậy, giá cả thực phẩm được dự báo sẽ tăng cao hơn mức 2,2 phần trăm của năm 2016 một ít vào năm 2017 và cao hơn một ít nữa vào những năm tiếp theo. Tình hình nhà đất năm 2017 nhiều khả năng sẽ giảm nhiệt, đầu cơ suy giảm, các nguồn tín dụng từ hệ thống ngân hàng cho thị trường nhà đất bị thu hẹp theo quy định của Ngân hàng Nhà nước áp dụng từ đầu năm 2017, nhóm hàng nhà ở được dự báo năm 2017 tăng xấp xỉ mức 1,1 phần trăm của năm 2016 và tăng cao hơn trong năm năm tới. Chỉ số giá dịch vụ giáo dục năm 2017 được dự báo tăng ít hơn so với mức 1,7 phần trăm của năm 2016, trong khi được dự báo tăng mạnh hơn trong

năm năm tới, có thể do học phí tăng qua các năm và chi phí học thêm ngày càng đắt đỏ. Cụ thể, học phí các lớp mầm non và phổ thông công lập sẽ được điều chỉnh tăng theo chỉ số giá tiêu dùng kể từ năm học 2016 - 2017.

Sự khác biệt kỳ vọng lạm phát giữa các nhóm người tiêu dùng

Bảng 2.4. Lạm phát kỳ vọng theo nhóm người tiêu dùng

		Thang khảo sát		Tỷ lệ lạm phát	
		2017	2021	2017	2021
Độ tuổi	25-35	3.79	4.00	2.52	3.20
	35-45	4.16	4.34	3.71	4.29
	45 trở lên	3.90	3.95	2.86	3.05
Giới tính	Nữ	3.86	4.04	2.75	3.32
	Nam	3.72	3.98	2.31	3.13
Tình trạng hôn nhân	Chưa kết hôn	3.82	4.06	2.61	3.37
	Đã kết hôn	3.80	3.94	2.56	2.99
	Đã kết hôn nhưng ly hôn, góa	3.95	4.73	3.03	5.54
Trình độ học vấn	Tiểu học hoặc chưa từng học	3.95	4.11	3.03	3.53
	Phổ thông cơ sở, PTTH, học nghề	3.85	4.01	2.71	3.21
	Cao đẳng trở lên	3.83	4.04	2.64	3.32
Nghề nghiệp	Nông dân, sinh viên	3.42	4.03	1.34	3.31
	Công chức, viên chức	4.05	4.17	3.37	3.75
	Kinh doanh	3.59	3.78	1.88	2.48
	Nội trợ, nghỉ hưu, thất nghiệp	4.38	4.51	4.41	4.84
Thời gian theo dõi tin tức mỗi ngày	Ít hơn 2 giờ	3.73	3.97	2.33	3.09
	2 đến 4 giờ	3.80	3.94	2.54	3.00
	Nhiều hơn 4 giờ	4.12	4.33	3.57	4.25
Mức độ quan tâm tác động các vấn đề kinh tế đến đời sống	Thấp	4.00	4.17	3.20	3.75
	Quan tâm vừa phải	3.92	4.10	2.94	3.53
	Rất quan tâm	3.63	3.87	2.00	2.78
Mức độ tham gia vào các quyết định chi tiêu của gia đình	Là người duy nhất	4.27	4.34	4.05	4.29
	Cùng với các thành viên khác	3.59	3.85	1.89	2.71
	Góp phần nhỏ	3.94	4.22	3.02	3.91
	Không tham gia	4.74	4.49	5.58	4.76
Thu nhập hàng tháng	Ít hơn 1,3 triệu đồng	3.77	4.34	2.46	4.29
	1,3 - 5 triệu đồng	3.88	4.00	2.80	3.19
	5 - 10 triệu đồng	3.64	3.85	2.05	2.71
	Hơn 10 triệu đồng	4.08	4.19	3.46	3.80
Vùng	Hà Nội	3.70	3.89	2.25	2.83
	Thành phố Hồ Chí Minh	3.88	4.02	2.81	3.26
	Các địa phương khác	3.82	4.03	2.61	3.30

Nguồn: Tính toán từ số liệu điều tra

Các nhóm tuổi khác nhau có xu hướng đánh giá khác nhau về sự thay đổi chi phí sinh hoạt. Những người trong khoảng 35 đến 45 tuổi thường là những người kiếm thu nhập chính cho gia đình, họ cũng thường là người chi trả các chi phí sinh hoạt trong gia đình nên họ chịu nhiều áp lực khi có sự thay đổi giá, đó là lý do nhóm này đưa ra dự báo lạm phát 2017 và năm năm tới cao nhất trong các nhóm tuổi (xem Bảng 2.4). Kết quả kiểm định Kruskal-Wallis (xem Phụ lục 2.5) cũng khẳng định có sự khác biệt về lạm phát kỳ vọng giữa các nhóm tuổi với mức ý nghĩa 95 phần trăm.

Kết quả khảo sát cho thấy nữ, với đặc tính kỹ càng, tỉ mỉ trong chi tiêu, dự báo lạm phát cao hơn nhiều so với dự báo của nam trong năm 2017, có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 95 phần trăm (xem Phụ lục 2.5). Có sự khác biệt về kỳ vọng lạm phát năm 2017 giữa những người đã kết hôn so với nhóm chưa kết hôn, và so với nhóm đã ly hôn hoặc góa. Sự khác biệt này đã vượt qua được kiểm định Kruskal-Wallis với mức ý nghĩa 95 phần trăm. Nhóm đã kết hôn nhưng ly hôn, góa nhận định lạm phát cao nhất so với hai nhóm còn lại cho cả năm 2017 và 5 năm tới. Điều này một phần là do áp lực tài chính, áp lực tâm lý sau ly hôn. Nhóm đã kết hôn, ổn định hơn về mặt tài chính so với nhóm ly hôn và chưa kết hôn dự báo lạm phát năm 2017 và 5 năm tới gần như nhau với mức dự báo thang 4 hàm ý mức giá tăng nhẹ trong những năm tới.

Nhóm theo dõi tin tức nhiều hơn 4 giờ mỗi ngày dự báo lạm phát cao nhất trong các nhóm với thang điểm 4 (tăng nhẹ) cho năm 2017 và 4.21 cho năm năm tới. Trong khi đó nhóm theo dõi tin tức ít hơn 2 giờ mỗi ngày dự báo lạm phát thấp nhất trong các nhóm. Kiểm định Kruskal-Wallis (xem Phụ lục 2.5) cho thấy có sự khác biệt về trung vị giữa các nhóm khi dự báo lạm phát 2017 với mức ý nghĩa 90 phần trăm. Phải chăng các bản tin đã làm cho người tiêu dùng ý thức rõ hơn được lạm phát và những ảnh hưởng của nó.

Những người đã tốt nghiệp cao đẳng trở lên dự báo lạm phát 2017 với thang 3.84 và thang 4.17 cho năm năm tới. Những người mới học đến phổ thông trung học hay các bậc thấp hơn thường có thu nhập thấp, do đó ảnh hưởng của tăng giá lên đời sống của họ có thể sẽ mạnh hơn là lên các nhóm khác. Do đó họ dự báo lạm phát năm 2017 và trong năm năm tới ở mức thang 4 (tăng nhẹ), cao hơn dự báo của nhóm có học vấn cao.

Những người chưa có việc làm, chịu nhiều áp lực tài chính dẫn đến lo lắng về tình hình giá cả, do đó họ dự báo lạm phát cao nhất trong các nhóm (thang 4.22) cho năm 2017 và 4.79 cho năm năm tới, cao hơn so với những người là công chức và viên chức. Nhóm sinh viên chính quy ít thực hiện giao dịch trên thị trường và thị trường của họ cũng thường ở phân khúc không cao nên ít thay đổi giá, nên họ dự báo tương đối thấp, bằng với dự báo của những người làm nông nghiệp. Những người làm việc trong các công ty và tự kinh doanh với thu nhập ổn định, không lo lắng nhiều về thu nhập và giá

cả, dự báo lạm phát tương đối thấp, thang 3.62 cho năm 2017 và 3.68 cho năm năm tới. Những người nội trợ, nghỉ hưu, thất nghiệp dự báo lạm phát 5 năm tới khá gần với toàn mẫu nhưng dự báo năm 2017 lớn hơn gần 0.17 so với toàn mẫu.

Nhóm không có thu nhập và thu nhập dưới 1,3 triệu đồng mỗi tháng dự báo lạm phát rất khác dự báo chung của toàn mẫu. Nhóm không có thu dự báo lạm phát 2017 chỉ ở thang 3.4 (thấp hơn dự báo chung của toàn bộ mẫu 0.4); nhóm thu nhập từ 100 nghìn đến 1,3 triệu đồng dự báo 2017 thấp so với dự báo chung, trong khi dự báo 5 năm tới cao nhất trong các nhóm, thang 4.23. Những người có thu nhập cao hơn 1,3 triệu đồng mỗi tháng cho các kết quả gần với dự báo chung của toàn mẫu hơn. Những người có thu nhập 1,3 đến 5 triệu đồng mỗi tháng dự báo lạm phát 2017 đúng bằng dự báo chung và dự báo 5 năm tới chỉ thấp hơn không đáng kể so với dự báo chung.

Thành phố Hồ Chí Minh là trung tâm kinh tế của cả nước, do đó người tiêu dùng ở đây dự báo lạm phát cao hơn Hà Nội và các tỉnh còn lại. Những người ở Thành phố Hồ Chí Minh và các tỉnh Nam Bộ dự báo lạm phát 2017 với thang điểm 3.88, trong khi Hà Nội là 3.7 và các tỉnh còn lại 3.82. Kiểm định Kruskal-Wallis cũng khẳng định có sự khác biệt giữa các nhóm theo vùng địa lý trong việc dự báo kỳ vọng lạm phát 2017 và 5 năm tới với mức ý nghĩa 99 phần trăm.

Các yếu tố quyết định cảm nhận về sự thay đổi giá hàng tiêu dùng

Độ tuổi có quan hệ ngược chiều với lạm phát kỳ vọng cả trong ngắn hạn và trung hạn với mức ý nghĩa 95 phần trăm. Tuổi càng cao người ta càng ít nhạy cảm với việc tăng giá. Có thể là do lạm phát Việt Nam trong quá khứ thường rất cao cho nên với mức lạm phát thấp như hiện nay là một dấu hiệu đáng mừng với đa số người tiêu dùng. Cho nên những người cao tuổi, quen với việc lạm phát cao trong quá khứ, ít nhạy cảm hơn với tình hình giá cả hiện tại. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu về kỳ vọng lạm phát như nghiên cứu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang Cleveland đối với bộ dữ liệu khảo sát kỳ vọng lạm phát của Đại học Michigan, Bryan và Venkatu (2001). Độ tuổi cũng quan hệ ngược chiều với lạm phát kỳ vọng của hầu hết các nhóm hàng như đồ uống, may mặc, mũ nón, giày dép, nhà ở, chi phí đi lại, bưu chính viễn thông và giáo dục (xem Bảng 2.5 và Bảng 2.6).

Kết quả cho thấy giữa nam và nữ không có sự khác biệt trong cảm nhận về thay đổi giá nói chung. Tuy nhiên, nữ có xu hướng cảm nhận giá cả tăng cao hơn cách nam cảm nhận về những nhóm hàng như đồ uống, may mặc, bưu chính viễn thông. Ngược lại nam nhạy cảm hơn nữ trong cách cảm nhận thay đổi giá một số nhóm hàng như thực phẩm và thuốc men. Hơn nữa, trong ngắn hạn nữ nhạy cảm hơn nam đối với giá nhà ở, trong khi nam nhạy cảm hơn nữ đối với chi phí đi lại. Trong dài hạn, thì ngược

lại, nam nhạy cảm hơn nữ đối với giá nhà ở, trong khi nữ nhạy cảm hơn nam đối với chi phí đi lại.

Những người đã kết hôn nhưng ly hôn, góa nhận định lạm phát 5 năm tới cao hơn các nhóm còn lại với mức ý nghĩa thống kê 99 phần trăm. Khi xét riêng từng nhóm mặt hàng, nhóm này cũng dự báo lạm phát cao hơn trong hầu hết các mặt hàng. Có thể, áp lực tài chính và áp lực tâm lý khi phải sống thiếu bạn đời là một trong những nguyên nhân làm nhóm này nhạy cảm với lạm phát.

Học vấn của người tiêu dùng có tác động âm lên kỳ vọng lạm phát đối với một số nhóm hàng thiết yếu như thực phẩm trong 12 tháng tới; đồ uống, may mặc, mũ nón, và giày dép cả trong ngắn hạn và trung hạn; và nhà ở trong trung hạn. Trình độ học vấn càng cao, người dân càng có nhiều khả năng có một công việc tốt với một thu nhập tốt, cuộc sống cũng ổn định, đỡ áp lực về tài chính so với những người có học vấn thấp. Do đó người có học vấn cao ít nhạy cảm về giá cả một số mặt hàng thiết yếu hơn nhưng người có học vấn thấp. Tuy nhiên, học vấn lại không có quan hệ với cảm nhận về sự thay đổi giá cả hàng tiêu dùng nói chung (xem Bảng 2.5 và Bảng 2.6).

Những người làm nội trợ, những người nghỉ hưu và những người không có việc làm thường là có thu nhập tương đối thấp. Do đó họ có xu hướng dự báo lạm phát trong ngắn hạn cao hơn các nhóm khác với mức ý nghĩa thống kê 95 phần trăm. Nhóm này cũng dự báo lạm phát cao hơn đối với một số nhóm hàng thiết yếu cho nhu cầu hằng ngày như thực phẩm, đồ uống, thuốc men, chi phí đi lại. Tuy nhiên, với những nhóm mặt hàng khác như nhà ở, đồ nội thất, bưu chính viễn thông, những người này không nhạy cảm với giá cả và dự báo giá cả tăng thấp hơn các nhóm khác.

Nhóm công chức và viên chức nhìn chung có mức thu nhập không cao; sự thay đổi giá sẽ gây áp lực tương đối lên đời sống gia đình họ. Do đó, họ đánh giá giá cả sẽ tăng tương đối cao trong ngắn hạn và trung hạn. Cảm nhận giá của nhóm này cao gần bằng của nhóm những người nội trợ, những người nghỉ hưu, và những người không có việc làm. Nhóm này cũng đặc biệt nhạy cảm với giá cả các nhóm hàng thiết yếu như thực phẩm, đồ uống, thuốc men, chi phí đi lại.

Những người làm nghề kinh doanh và tự kinh doanh nhận định giá cả 5 năm tới sẽ tăng thấp hơn các nhóm khác với mức ý nghĩa thống kê 99 phần trăm. Nhóm này cũng dự báo mức tăng giá của các nhóm hàng tiêu dùng thấp hơn các nhóm khác trong hầu hết các nhóm hàng như đồ uống, may mặc, mũ nón, giày dép, nhà ở, đồ nội thất, thiết bị và đồ dùng gia đình, bưu chính viễn thông và giáo dục.

Thời gian theo dõi thông tin mỗi ngày có tác động dương đến kỳ vọng lạm phát cả trong ngắn hạn và dài hạn với mức ý nghĩa thống kê 99 phần trăm. Điều này cũng

đúng cho cho tất cả các nhóm hàng tiêu dùng. Đặc biệt khi xét kỳ vọng lạm phát 5 năm tới, tất cả các nhóm hàng đều có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 99 phần trăm, trừ nhóm may mặc, có mức ý nghĩa thống kê thấp hơn (10 phần trăm). Khi theo dõi tin tức nhiều, người ta có khuynh hướng dự báo lạm phát cao hơn. Điều này một phần là do tin tức các báo thường đề cập đến lạm phát như một vấn đề đáng lo ngại trong tình hình kinh tế hiện tại (xem Bảng 2.5 và Bảng 2.6).

Những người quan tâm nhiều hơn đến tác động của các vấn đề kinh tế lên đời sống có quan hệ ngược chiều với lạm phát kỳ vọng cả trong ngắn hạn và trung hạn với mức ý nghĩa thống kê 99 phần trăm. Mỗi quan hệ này cũng đúng cho hầu hết các nhóm hàng tiêu dùng, ngoại trừ nhóm hàng thuốc men. Thường những người có quan tâm đến các vấn đề kinh tế như ảnh hưởng của thất nghiệp, thay đổi giá cả và tăng trưởng kinh tế lên đời sống thường là những người thực hiện nhiều giao dịch trên thị trường và có thu nhập cao, do đó ảnh hưởng của lạm phát với họ không phải là quá lớn.

Xét về vai trò trong quyết định chi tiêu của gia đình, những người cùng với các thành viên khác ra quyết định có xu hướng dự báo lạm phát thấp hơn các nhóm khác. Những người này thường được các thành viên khác trong gia đình chia sẻ gánh nặng tìm kiếm thu nhập, chia sẻ gánh nặng chi tiêu, và do đó họ sẽ ít chịu áp lực từ giá cả nên có xu hướng dự báo lạm phát thấp hơn các nhóm còn lại. Những người này cũng dự báo mức tăng giá những hàng hóa có giá trị cao như nhà ở, đồ nội thất, thiết bị và đồ dùng gia đình, thuốc men và dịch vụ y tế... tương đối thấp. Ngược lại, những người là người duy nhất ra quyết định chi tiêu trong gia đình, thường là những người duy nhất kiếm thu nhập hoặc những thành viên khác kiếm ít thu nhập hơn rất nhiều. Thu nhập của cả gia đình họ có thể sẽ thấp hơn những gia đình khác. Do đó, họ dự báo lạm phát 5 năm tới cao hơn các nhóm còn lại. Họ cũng dự báo giá các nhóm hàng như thực phẩm, đồ uống tăng cao hơn dự báo của nhóm khác trong 12 tháng tới. Theo dự báo của họ, nhóm hàng may mặc, nhà ở sẽ tăng cao hơn nhóm khác trong 5 năm tới. Ngược lại, họ dự báo chi phí đi lại và viễn thông trong ngắn hạn và trung hạn sẽ tăng ít hơn dự báo của các nhóm khác.

Những người có thu nhập cao có xu hướng dự báo giá cả sẽ tăng cao hơn so với những người có thu nhập thấp hơn. Những người có thu nhập cao thường mua hàng hóa ở các phân khúc trên và giá của những hàng hóa này thường tăng nhanh hơn so với những giá hàng hóa ở các phân khúc dưới. Những người có thu nhập cao đặc biệt đánh giá chi phí đi lại sẽ tăng giá nhanh nhất trong ngắn hạn và trung hạn. Tuy nhiên, những người này lại đánh giá rằng giá những mặt hàng như nhà ở, đồ nội thất, thiết bị và đồ dùng gia đình, thuốc men và dịch vụ y tế sẽ tăng không cao lắm. Điều này hàm ý chi phí đi lại chiếm phần nhiều trong các khoản chi tiêu thường xuyên của họ.

Bảng 2.5. Các yếu tố quyết định cảm nhận thay đổi giá hàng tiêu dùng năm 2017

	Hàng tiêu dùng	Thực phẩm	Đồ uống	Quần áo, giấy dép	Nhà ở	Nội thất và đồ dùng	Thuốc men	Chi phí đi lại	Viễn thông	Giáo dục
Tuổi	-0.16**	-0.12	-0.1	-0.18**	-0.01	-0.04	-0.1	-0.23***	-0.14**	-0.07
Phái nam	-0.01	0.11	-0.23***	-0.19**	-0.17*	-0.12	0.54***	0.14*	-0.42***	-0.05
Đã kết hôn	-0.09	0.00	0.2**	-0.1	-0.05	-0.12	0.1	0.25***	0.16*	-0.22**
Đã kết hôn nhưng ly hôn, góa	-0.00	0.1	1.28***	0.26	0.67**	0.09	0.79***	0.29	0.35*	-0.05
Học vấn	-0.11	-0.18**	-0.13*	-0.16**	-0.06	-0.01	-0.01	-0.07	-0.08	-0.00
Công chức, viên chức	0.45***	0.64***	0.25	-0.18	-0.39**	-0.1	0.62***	0.67***	-0.43***	-0.59***
Kinh doanh	-0.11	-0.23	-0.3*	-0.57***	-0.84***	-0.57***	0.33**	0.24*	-0.53***	-0.48***
Nội trợ, hưu, thất nghiệp	0.37**	0.38**	0.41**	0.29	-0.48**	-0.31*	0.41**	0.47***	-0.56**	-0.21
Thời gian theo dõi tin tức	0.15***	0.09**	0.12***	0.06	0.2***	0.05	0.03	0.03	0.08**	0.09**
Mức độ quan tâm các vấn đề kinh tế	-0.24***	-0.24***	-0.24***	0.04	-0.3***	-0.23***	-0.00	-0.2***	-0.08	-0.07
Cùng tham gia ra quyết định	-0.81***	0.41***	0.27*	-0.26*	-0.66***	-0.63***	-0.76***	-0.68***	-0.89***	-0.71***
Là người duy nhất ra quyết định	-0.31	0.65***	0.43**	0.13	-0.06	-0.08	-0.25	-0.35*	-0.57***	-0.6***
Mức thu nhập	0.1**	0.05	-0.01	0.07	-0.03	-0.03	-0.03	0.13***	-0.07	0.08*
Hằng số	5.42***	4.8***	4.5***	4.72***	6.04***	5.52***	4.24***	4.81***	5.87***	5.01***

Bảng 2.6. Các yếu tố quyết định cảm nhận thay đổi giá hàng tiêu dùng giai đoạn 2017- 2021

	Hàng tiêu dùng	Thực phẩm	Đồ uống	Quần áo, giấy dép	Nhà ở	Nội thất và đồ dùng	Thuốc men	Chi phí đi lại	Viễn thông	Giáo dục
Tuổi	-0.15**	-0.09	-0.15*	-0.2***	-0.26***	-0.01	-0.03	-0.00	-0.15**	-0.19***
Phái nam	0.02	0.2**	-0.24**	-0.11	0.2**	0.01	0.21***	-0.14*	-0.63***	0.08
Đã kết hôn	0.04	0.2*	-0.32***	0.02	0.1	0.28***	0.16*	0.24**	0.22**	0.05
Đã kết hôn nhưng ly hôn, góa	0.79***	-0.00	0.71**	0.09	0.07	0.29	0.5**	0.84***	0.39*	0.69***
Học vấn	-0.05	-0.1	-0.23**	-0.03	-0.18**	0.07	0.1	0.07	-0.01	0.01
Công chức, viên chức	0.08	0.56***	0.51***	-0.08	0.16	-0.34**	0.11	-0.21	-1.05***	-0.58***
Kinh doanh	-0.41***	-0.36**	-0.1	-0.56***	-0.44***	-0.56***	-0.28**	-0.21	-0.83***	-0.62***
Nội trợ, hưu, thất nghiệp	0.2	0.25	0.44**	0.15	-0.13	-0.32*	-0.2	0.05	-0.6***	-0.3*
Thời gian theo dõi tin tức	0.19***	0.19***	0.26***	0.08*	0.2***	0.19***	0.15***	0.21***	0.17***	0.25***
Mức độ quan tâm các vấn đề kinh tế	-0.28***	-0.35***	-0.25***	-0.23***	-0.34***	-0.22***	0.02	-0.13*	-0.28***	-0.05
Cùng tham gia ra quyết định	-0.09	-0.38**	0.24	0.24	0.09	0.01	-0.23*	-0.63***	0.4***	0.12
Là người duy nhất ra quyết định	0.37*	0.06	0.21	0.79***	0.78***	0.33	0.14	-0.78***	0.09	0.26
Mức thu nhập	-0.03	-0.04	0.1	-0.02	-0.21***	-0.31***	-0.11**	0.11**	-0.01	-0.07
Hằng số	5.27***	5.67***	4.82***	4.95***	6.9***	5.15***	3.94***	3.81***	5.14***	4.69***

Nguồn: Kết quả hồi quy OLS từ số liệu điều tra

Ghi chú: Hàng tiêu dùng hàm ý hàng tiêu dùng nói chung. Các nhóm tham chiếu: phái nữ, chưa kết hôn, hoạt động nông nghiệp và sinh viên, không hoặc ít khi tham gia ra quyết định.

2.5. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

Các phát hiện từ nghiên cứu này cho thấy nhìn chung người tiêu dùng Việt Nam dự báo sự thay đổi giá trong ngắn hạn và trung hạn không khác nhiều so với sự thay đổi giá ở hiện tại. Trong đó, có những nhóm hàng tiêu dùng được dự báo tăng giá tương đối nhanh như chi phí đi lại và thuốc men, trong khi một số nhóm hàng tiêu dùng được dự báo tăng giá không quá cao như thực phẩm, quần áo, đồ uống, giáo dục, viễn thông. Hơn nữa, nghiên cứu này cũng cho thấy các nhóm người tiêu dùng khác nhau có xu hướng dự báo khác nhau (dù không khác nhau quá xa). Cụ thể, những người nhiều tuổi hơn có xu hướng dự báo giá cả tăng cao hơn, những người có học vấn thấp, những người có thu nhập cao, những người chịu áp lực về thu nhập để trang trải các khoản chi tiêu, những người có nhiều thông tin về thay đổi giá có xu hướng dự báo giá cả trong ngắn hạn và trung hạn sẽ tăng cao hơn so với dự báo của các nhóm đối chứng.

Những phát hiện từ nghiên cứu này có thể là cơ sở tham khảo cho người tiêu dùng, cho các doanh nghiệp và cho các nhà quản lý trong xây dựng kế hoạch. Đối với những nhóm hàng được dự báo tăng giá cao, người tiêu dùng có thể mua sớm hơn để tránh tăng giá. Đây cũng là tín hiệu giúp các doanh nghiệp ra quyết định là có nên đầu tư vào sản xuất sớm hơn để đón tăng cầu từ phía người tiêu dùng hay không. Ngược lại, đối với những nhóm hàng được dự báo tăng giá thấp, người tiêu dùng có thể trì hoãn việc mua sắm. Tín hiệu này có thể là cơ sở cho các doanh nghiệp cân nhắc đến việc trì hoãn các kế hoạch mở rộng sản xuất. Khi người tiêu dùng dự báo giá cả hàng tiêu dùng nói chung hay giá cả một nhóm hàng tiêu dùng nào đó tăng quá cao, hay quá thấp thì các nhà quản lý có thể có những biện pháp khác nhau để điều chỉnh hành vi của người tiêu dùng hoặc điều tiết thị trường. Các phương tiện thông tin là một trong những công cụ để định hướng dư luận và từ đó điều chỉnh hành vi của công chúng. Bên cạnh đó, Chính phủ có thể huy động nguồn cung hay hạn chế nguồn cung để điều chỉnh sự thay đổi giá trên thị trường. Trong những trường hợp cần thiết, Chính phủ có thể can thiệp sâu hơn bằng các công cụ áp đặt giá sàn hay giá trần, điều chỉnh thuế trên khâu sản xuất hay khâu tiêu dùng, hay trợ giá sản xuất, trợ giá tiêu dùng để điều tiết sự thay đổi của thị trường.

Như đã thảo luận trong các lý thuyết kinh tế, ước lượng lạm phát kỳ vọng dựa trên số liệu điều tra phụ thuộc khá nhiều vào cách chọn mẫu, bảng hỏi, và quá trình điều tra. Chúng tôi đã cố gắng hạn chế những sai số chọn mẫu và phi chọn mẫu này một cách tốt nhất có thể, nhưng không thể tránh khỏi những sai số nhất định. Đây là điều tra về lạm phát kỳ vọng đầu tiên được thực hiện ở Việt Nam, trong một thời gian

ngắn, với rất ít nhân lực và với kinh phí rất hạn chế chúng tôi phải hoàn thành công tác điều tra. Chúng tôi đã dùng phương pháp trọng số để điều chỉnh mẫu đã được chọn trở thành “*mẫu điều chỉnh*” có thể đại diện cho Việt Nam. Song không có điều tra nào là hoàn hảo (Deaton, 1997), do đó tính đại diện của mẫu chỉ dừng lại ở mức độ nhất định. Hơn nữa, nghiên cứu này chỉ khảo sát đối với người tiêu dùng, trong khi các điều tra khác về lạm phát kỳ vọng thường bao quát những chủ thể kinh tế chủ yếu trong nền kinh tế gồm người tiêu dùng, doanh nghiệp và các nhà quản lý.

>>> TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tiếng Việt

Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia (2016), *Báo cáo tổng quan thị trường tài chính*.
http://nfsc.gov.vn/sites/default/files/bctq2016_final.pdf.

Tiếng Anh

Asian Development Bank (2016), Asian Development Outlook 2016 Update: Meeting the Low-Carbon Growth Challenge.

<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/197141/ado2016-update.pdf>.

Bernanke B.S. (2007), Inflation Expectations and Inflation Forecasting, *Monetary Economics Workshop of the NBER Research Summer Institute*.

Blanchflower, D.G. (2008), Inflation, Expectations and Monetary Policy, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 48, No. 2, pp. 111 -137.

Blanchflower, D.G. and Kelly, R. (2008), Macroeconomic literacy, numeracy and the implications for monetary policy, *Working Paper*, Bank of England.

Blanchflower, D.G. and C. MacCoille (2009), The Formation of Inflation Expectations: An Empirical Analysis for The UK, *NBER Working Paper*, No. 15388.

Brayton, Flint, Eileen Mauskopf, David Reifschneider, Peter Tinsley, and John C. Williams (1997), The Role of Expectations in the FRB/US Macroeconomic Model, *Federal Reserve Bulletin* 83, 227-24.

- Brischetto, A and G de Brouwer (1999), Householders' inflation expectations, *Reserve Bank of Australia Research Discussion Papers*, 1999-03, January.
- Bryan, M.F. and Venkatu, G. (2001), The demographics of inflation opinion surveys, *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary Series*.
- Driver, R. and R. Windram (2007), Public attitudes to inflation and interest rates, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q2, pp. 208-23.
- Fraga, A. Ilan Goldfajn, André Minella (2003), Inflation Targeting in Emerging Market Economies, *NBER Macroeconomics Annual 2003*, Volume 18, Gertler and Rogoff.
- Friedman, M. (1977), Nobel Lecture: Inflation and unemployment, *Journal of Political Economy* 85, pp. 451-472.
- Friedman, Milton (1978), Inflationary Recession, *Newsweek* (April 24), 81.
- Galati, G., P. Heemeijer and R. Moessner (2011), How do inflation expectations form? New insights from a high -frequency survey, *BIS Working Paper*, No. 349.
- Gaspar, V., F. Smets and David Vestin (2009), Inflation Expectation, Adaptive Learning and Optimal Monetary Policy. In: B. Friedman and M. Woodford, ed. 2010, *Handbook of Monetary Economics*, Volume 3B, pp. 1055-1059, Ch.19.
- Hori, M. & Kawagoe, M. (2011), Inflation expectation of Japanese Households: Micro evidence from a consumer confidence survey, *Economic and Social Research Institute working paper*, p. 280.
- Nalewaik, J. (2016), Inflation Expectations and the Stabilization of Inflation: Alternative Hypotheses, *Finance and Economics Discussion Series 2016-035*. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <http://dx.doi.org/10.17016/FEDS.2016.035>.
- Jongwanich, Juthathip and Donghyun Park(2008), Inflation in Developing Asia: Demand-Pull or CostPush? *ERD Working Paper 121*, Manila, Asian Development Bank.
- Jonsson, T. & Osterholm, P. (2009), The Properties of survey-based inflation expectations in Sweden, *National Institute of Economic Research working paper 114*.

- Juster, F. Thomas (1964), *Anticipations and Purchases*, Princeton: Princeton University Press.
- Juster, F. Thomas (1966), Consumer Buying Intention and Purchase Probability: An Experiment in Survey Design, *Journal of the American Statistical Association*, Vol 61 (September), pp. 658-696.
- Kitamura Y (2004), Information contents of inflation indexed bond prices: evaluation of U.S. treasury inflation protection securities, *Bank Jpn Monet Econ Stud* 22(3):115-144.
- Kliesen, K.L. (2015), How accurate are measures of long-term inflation expectations? *Economic Synopses* 9.
- Lachmann, L.M. (1943), The Role of Expectations in Economics as a Social Science. *Economica* Vol. 10, No. 37, pp. 12-23. DOI: 10.2307/2549651.
- Lucas, Robert E. Jr. (1972), Expectations and the Neutrality of Money, *Journal of Economic Theory* 4(2): pp. 103-124.
- Malgarini, M. (2008), Quantitative inflation perceptions and expectations of Italian Cosumers, *Istituto di Studi e Analisi Economica working paper* 90.
- Mankiw, N. Gregory and Reis, Ricardo and Wolfers, Justin, *Disagreement about Inflation Expectations* (June 2003), Harvard Institute of Economic Research Discussion Paper No. 2011; Harvard NOM Working Paper No. 03-36; GOBI Research Paper No. 1807. Available at <https://ssrn.com/abstract=417602> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.417602>.
- Manski, Charles (1990), The Use of Intentions Data to Predict Behaviour: A Best-Case Analysis, *Journal of the American Statistic Association*, Vol. 85 (December), pp. 930-940.
- Masahiro Hori & Satoshi Shimizutani (2005), Price expectations and consumption under deflation: Evidence from Japanese household survey data, *International Economics and Economic Policy*, Volume 2, Issue 2, pp. 127-151.
- McNeil, John M. (1974), Census bureau program to measure consumer purchase expectations: 1959-1973, Bureau of Census, U.S Department of Commerce, *Technical Paper* 36 (December).

- Michael F. Bryan and Guhan Venkatu (2001), *The demographics of inflation opinion surveys*, Federal Reserve Bank of Cleveland.
- Millington, Sara and Pasaogullari, Mehmet, *Survey and Market Measures of Inflation Expectations: 13*, https://fraser.stlouisfed.org/scribd/?toc_id=517769&filepath=/files/docs/historical/frbclev/trends/frbclev_econtrends_20150925.pdf, accessed on March 28, 2017.
- Muth, J.F (1961), Rational Expectations and the Theory of Price Movements, *Econometrica*, Vol. 29, No. 3. <http://www.jstor.org/stable/1909635>.
- Ozer, Y.B & Mutluer, D. (2005), Inflation expectation in Turkey: Statistical Evidence from the business tendency survey, *Central Bank of the Republic of Turkey - Central Bank Review*, No. 2, pp. 73-97.
- Phelps, E.S. (1983), *The trouble with rational expectations and the problem of inflation stabilization*, in R. Frydman and E.S. Phelps (eds.), *Individual Forecasting and Aggregate Outcomes: "Rational Expectations" Examined*, Cambridge University Press, New York.
- Ranyard et al. (2008), *Perceptions and Expectations of Price changes and Inflation: A review and conceptual framework*.
- Sara Millington & Mehmet Pasaogullari (2015), *Survey and Market Measures of Inflation Expectations*, *Economic Trend*, Federal reserve bank of Cleveland.
- Sargent, T.J. (1987), Rational expectations, *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, V. 4, pp. 76-79.
- Starr-McCluer, M. (1999), *The measurement of consumer expectations using survey data*.
- Trehan, Bharat (2015), Survey Measures of Expected Inflation and the Inflation Process, *Journal of Money, Credit, and Banking*, February 2015, 47(1), pp. 207-22.

PHỤ LỤC 2.1. BẢNG CÂU HỎI

PHIẾU THĂM DÒ Ý KIẾN NGƯỜI TIÊU DÙNG

Phiếu số

Chúng tôi từ Đại học quốc gia TP. Hồ Chí Minh, thực hiện thăm dò ý kiến của người dân về giá hàng tiêu dùng phục vụ cho xây dựng chính sách và giảng dạy. Những thông tin từ anh/chị sẽ là cơ sở quan trọng cho nghiên cứu của chúng tôi, anh/chị vui lòng cung cấp thông tin xác thực nhất có thể vì lợi ích chung toàn xã hội. Mọi thông tin sẽ được bảo mật và chỉ phục vụ cho mục đích nghiên cứu.

Vui lòng khoanh tròn phương án trả lời phù hợp nhất

1. Tuổi người trả lời:

2. Giới tính

1. Nam

2. Nữ

3. Tình trạng hôn nhân

1. Chưa kết hôn

2. Đã kết hôn

3. Đã kết hôn nhưng ly hôn, góa

4. Trình độ học vấn

1. Chưa từng học

3. Trung học cơ sở

5. Trung học nghề

2. Tiểu học

4. Phổ thông trung học

6. Cao đẳng trở lên

5. Nghề nghiệp

1. Nông nghiệp

4. Làm việc trong các công ty

7. Không có việc làm

2. Công chức, viên chức

5. Nội trợ, nghỉ hưu

3. Sinh viên chính quy

6. Tự kinh doanh nhỏ

6. Anh/chị dành trung bình bao nhiêu thời gian theo dõi tin tức (qua báo chí, tivi, radio, internet,v.v.) mỗi ngày?

1. Ít hơn 1 giờ

2. 1 đến 2 giờ

3. 2 đến 4 giờ

4. Nhiều hơn 4 giờ

7. Anh/chị quan tâm đến tác động của các vấn đề kinh tế (thất nghiệp, thay đổi giá cả, và tăng trưởng kinh tế) lên đời sống gia đình anh/chị thế nào?

1. Không quan tâm

2. Ít quan tâm

3. Quan tâm vừa phải

4. Rất quan tâm

8. Anh/chị có vai trò thế nào trong các quyết định chi tiêu của gia đình

1. Là người duy nhất ra các quyết định

3. Góp phần nhỏ vào quá trình ra quyết định

2. Cùng với thành viên khác ra quyết định

4. Không tham gia vào quá trình ra quyết định

Xin nhắc lại rằng những thông tin từ anh/chị sẽ được giữ kín và chỉ phục vụ cho nghiên cứu

9. Tổng tất cả các khoản thu nhập hàng tháng của anh/chị khoảng bao nhiêu?

1. Không có thu nhập

3. 1,3 đến 5 triệu đồng

5. 10 - 20 triệu đồng

2. 100 nghìn - 1,3 triệu đồng

4. 5 đến 10 triệu đồng

6. trên 20 triệu đồng

10. Anh/chị dự báo thu nhập của anh/chị sẽ thay đổi thế nào trong 12 tháng tới?

1. Giảm mạnh

2. Giảm nhẹ

3. Thay đổi không đáng kể

4. Tăng nhẹ

5. Tăng mạnh

Câu 10-12 chỉ liên quan đến hàng tiêu dùng phục vụ đời sống con người. Vui lòng viết "x" vào ô phù hợp

11. Anh/chị nhận thấy giá những nhóm hàng tiêu dùng sau thay đổi thế nào trong 12 tháng qua?

	Giảm mạnh	Giảm nhẹ	Thay đổi không đáng kể	Tăng nhẹ	Tăng mạnh
1. Thực phẩm (thịt, cá, trứng, gạo, rau quả...)					
2. Đồ uống (nước ngọt, rượu, bia)					
3. May mặc, mũ nón, giày dép					
4. Nhà ở					
5. Đồ nội thất, thiết bị và đồ dùng gia đình					
6. Thuốc men và dịch vụ y tế					
7. Chi phí đi lại					
8. Bưu chính viễn thông					
9. Giáo dục					
Các hàng tiêu dùng nói chung (nhóm 1-9)					

65

12. Theo anh/chị, giá những nhóm hàng tiêu dùng sau sẽ thay đổi thế nào trong 12 tháng tới?

	Giảm mạnh	Giảm nhẹ	Thay đổi không đáng kể	Tăng nhẹ	Tăng mạnh
1. Thực phẩm (thịt, cá, trứng, gạo, rau quả...)					
2. Đồ uống (nước ngọt, rượu, bia)					
3. May mặc, mũ nón, giày dép					
4. Nhà ở					
5. Đồ nội thất, thiết bị và đồ dùng gia đình					
6. Thuốc men và dịch vụ y tế					
7. Chi phí đi lại					
8. Bưu chính viễn thông					
9. Giáo dục					
Các hàng tiêu dùng nói chung (nhóm 1-9)					

13. Theo anh/chị, giá những nhóm hàng tiêu dùng sau sẽ thay đổi thế nào trong 5 năm tới?

	Giảm mạnh	Giảm nhẹ	Thay đổi không đáng kể	Tăng nhẹ	Tăng mạnh
1. Thực phẩm (thịt, cá, trứng, gạo, rau quả...)					
2. Đồ uống (nước ngọt, rượu, bia)					
3. May mặc, mũ nón, giày dép					
4. Nhà ở					
5. Đồ nội thất, thiết bị và đồ dùng gia đình					
6. Thuốc men và dịch vụ y tế					
7. Chi phí đi lại					
8. Bưu chính viễn thông					
9. Giáo dục					
Các hàng tiêu dùng nói chung (nhóm 1-9)					

Chúng tôi đánh giá cao nếu anh chị cung cấp những thông tin dưới đây. Nếu không muốn, chúng tôi tôn trọng quyết định ấy. Câu 16 là cơ sở để chúng tôi gửi thẻ cào điện thoại như món quà cảm ơn sự hợp tác của anh/chị.

14. Tên người trả lời:

15. Email:

16. Số điện thoại:

Vui lòng ghi địa chỉ nơi ở hiện tại

17. Tỉnh/thành phố: Mã tỉnh/thành phố

18. Huyện/quận: Mã huyện/quận

19. Xã/phường: Mã xã/phường

20. Thôn/tổ dân phố: Mã thôn/tổ dân phố

21. Số nhà, đường:

Ngày điều tra: Họ tên điều tra viên:

Chữ ký:

Ngày kiểm phiếu: Họ tên đội trưởng:

Chữ ký:

Trân trọng cảm ơn anh/chị đã dành thời gian giúp đỡ chúng tôi hoàn thành khảo sát!

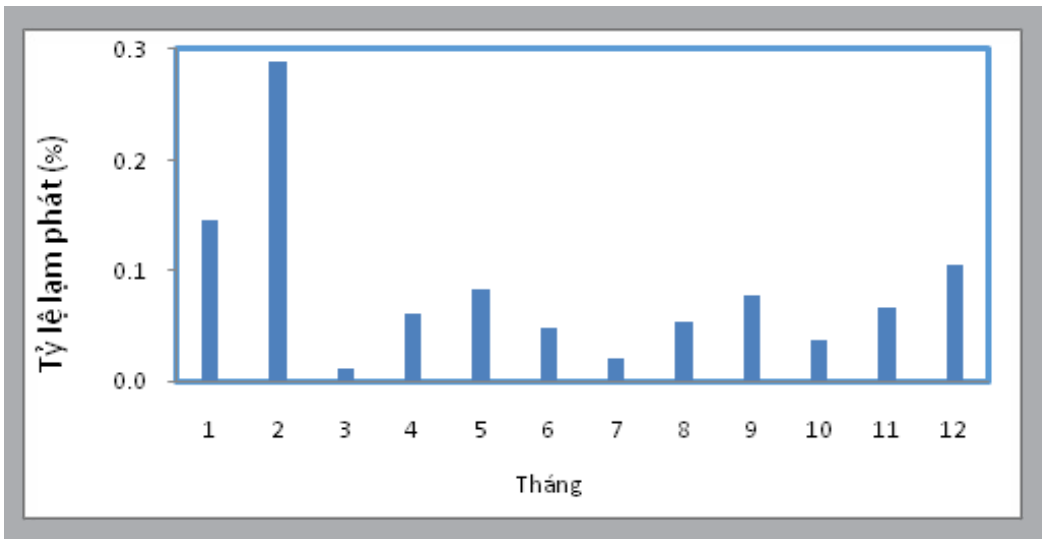
PHỤ LỤC 2.2. MẪU KHẢO SÁT TỪ THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

Quy mô dân số, số quan sát từ các địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh

Vùng địa lý		Dân số ('000)	Số quan sát	Hình thức
Tổng		7,664	369	
Online			35	Online
Trực tiếp			334	Trực tiếp
trong đó	Quận 3, 5, 6, 10, Phú Nhuận	1,055	14	Trực tiếp
	Bình Thạnh, Tân Bình, Quận 8	1,356	35	Trực tiếp
	Quận 7, 9, 12, Thủ Đức	1,562	79	Trực tiếp
	Bình Tân, Tân Phú	1,103	59	Trực tiếp
	Bình Chánh, Nhà Bè, Cần Giờ	713	63	Trực tiếp
	Hóc Môn, Củ Chi	792	30	Trực tiếp

Nguồn: Thống kê từ điều tra và từ Cục Thống kê Thành phố Hồ Chí Minh

PHỤ LỤC 2.3. CHỈ SỐ GIÁ HÀNG TIÊU DÙNG THEO THÁNG



Nguồn: Tính toán từ Thomson Reuters Datastream

Lạm phát tháng 12, tháng 1, tháng 2 chiếm tỷ trọng cao nhất lần lượt là 12 phần trăm, 18 phần trăm và 31 phần trăm do thời gian này lạm phát chịu cú sốc về phía cầu từ Tết Dương lịch và Tết Nguyên đán, trong khi đó CPI các tháng còn lại ít biến động và ít đóng góp vào CPI cả năm (xem hình trong Phụ lục 2.3).

PHỤ LỤC 2.4. CÁC THÀNH PHẦN RỎ HÀNG TIÊU DÙNG

Các nhóm hàng tiêu dùng cơ bản và trọng số trong rỏ hàng tiêu dùng

Nhóm hàng tiêu dùng	Trọng số (phần trăm)
Thực phẩm (thịt, cá, trứng, gạo, rau quả..)	36.12
Đồ uống (nước ngọt, rượu, bia)	3.59
May mặc, mũ nón, giày dép	6.37
Nhà ở	15.73
Đồ nội thất, thiết bị và đồ dùng gia đình	7.31
Thuốc men và dịch vụ y tế	5.04
Chi phí đi lại	9.37
Bưu chính viễn thông	2.89
Giáo dục	5.99
Tổng	92.41

Nguồn: Tổng cục Thống kê (2016)

Ghi chú: Trọng số so với rỏ hàng tiêu dùng tiêu biểu ở Việt Nam và được tham khảo từ Tổng cục Thống kê (2016)

PHỤ LỤC 2.5. KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH

Kiểm định sự khác biệt lạm phát kỳ vọng giữa các nhóm người tiêu dùng

	1 năm tới		5 năm tới	
	χ^2	Probabil-ity	χ^2	Probabil-ity
Nhóm tuổi	23.7	0.000	10.6	0.032
Giới tính	6.3	0.012	0.0	0.833
Tình trạng hôn nhân	9.2	0.010	3.9	0.144
Vùng địa lý	23.7	0.000	16.7	0.005
Quan tâm đến những biến động kinh tế	4.3	0.228	4.1	0.254
Tham gia các quyết định chi tiêu của gia đình	6.4	0.095	1.4	0.710
Thời gian theo dõi tin tức mỗi ngày	6.9	0.077	2.3	0.514
Trình độ học vấn	4.5	0.483	6.8	0.240
Nghề nghiệp	23.4	0.001	13.2	0.040
Thu nhập	22.6	0.000	4.7	0.456

Nguồn: Từ số liệu điều tra

Ghi chú: Kết quả dựa trên kiểm định Kruskal-Wallis, χ^2 : Chi bình phương

CHƯƠNG 3

TÁC ĐỘNG CỦA LẠM PHÁT ĐẾN TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ

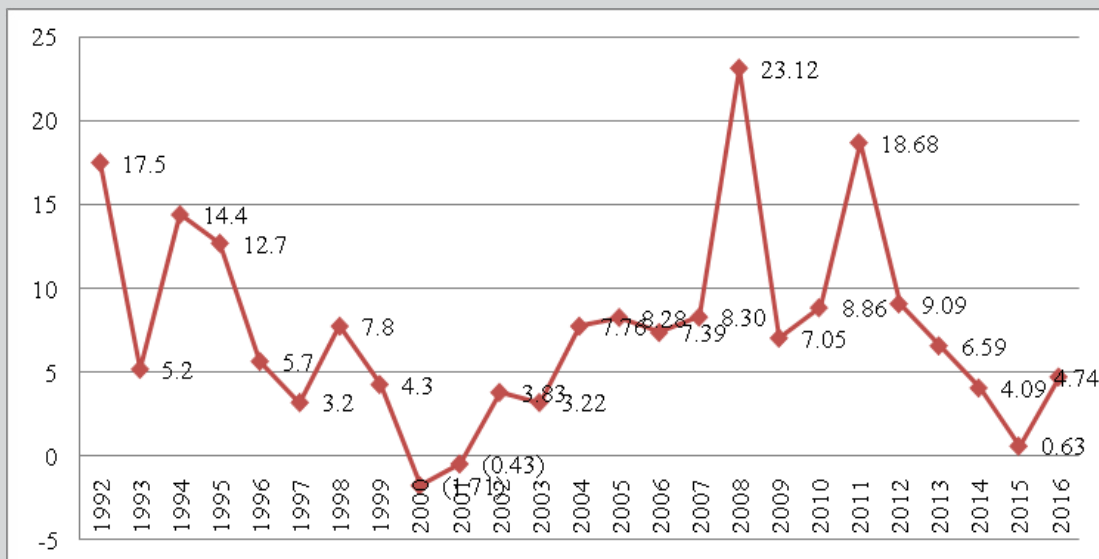
Nguyễn Anh Phong
Nguyễn Thị Cành

Tóm Tắt

Cương 3 tập trung phân tích chuyên sâu về lạm phát tại Việt Nam và các yếu tố tác động đến lạm phát, cũng như tác động của lạm phát đến tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy các biến có tác động làm tăng chỉ số lạm phát rõ nét bao gồm: tác động của cung tiền M2, lãi suất, chỉ số sản xuất công nghiệp, tỷ giá và chỉ số lạm phát kỳ trước. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng ngưỡng lạm phát tối ưu của Việt Nam là 3,22%/năm, nghĩa là nếu mức lạm phát được giữ ở mức dưới ngưỡng này sẽ kích thích cho tăng trưởng kinh tế (lạm phát tăng thêm 1% thì kinh tế tăng trưởng thêm 0,45%).

Từ kết quả trên, nghiên cứu đã đưa ra các hàm ý chính sách, theo đó chính phủ muốn duy trì tăng trưởng cao buộc phải nới lỏng chính sách tài khóa hay tiền tệ, nhưng khi nới lỏng chính sách lại tạo cú hích cho lạm phát tăng trở lại. Như vậy trong năm 2017 và các năm tiếp theo, Chính phủ cần chú trọng các giải pháp tổng hợp với các ràng buộc về chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa để tiếp tục kiềm chế lạm phát đạt dưới 4% theo mục tiêu của Chính phủ và tiến tới tiệm cận ngưỡng lạm phát tối ưu là 3,22%/năm theo nghiên cứu này.

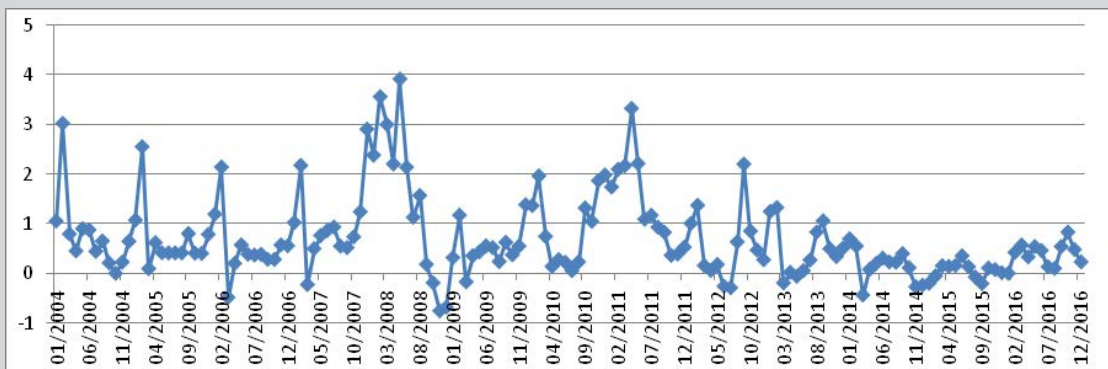
3.1. TÌNH HÌNH LẠM PHÁT TẠI VIỆT NAM



Hình 3.1. CHỈ SỐ LẠM PHÁT CỦA VIỆT NAM TỪ NĂM 1992 ĐẾN NĂM 2016

Nguồn: Tính toán của tác giả từ dữ liệu của ADB, GSO

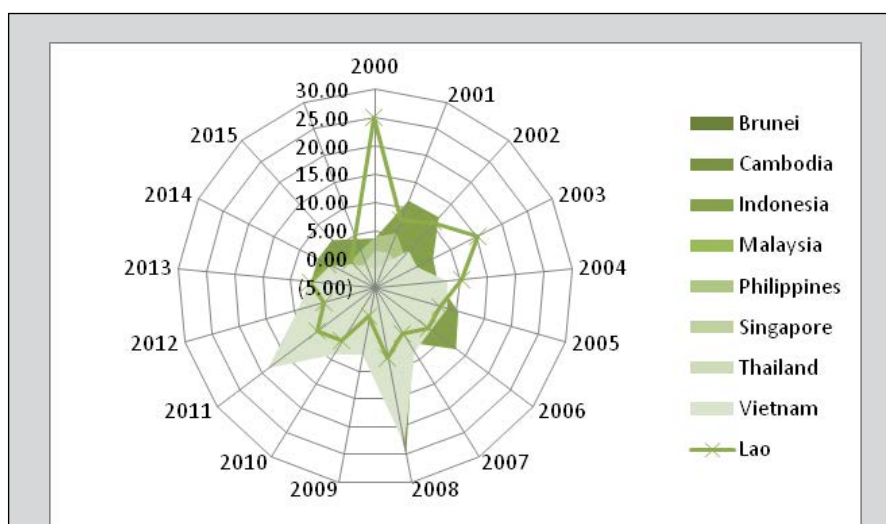
Hình trên minh họa biến động chỉ số lạm phát của Việt Nam tính theo năm từ năm 1992 đến năm 2016. Đồ thị cho thấy sau thời kỳ mở cửa kinh tế thị trường, khi Ngân hàng Nhà nước thắt chặt việc in tiền bù đắp thâm hụt ngân sách kể từ năm 1992, chỉ số lạm phát có xu hướng giảm liên tục từ năm 1992 cho đến năm 2001, thậm chí có thời kỳ chúng ta rơi vào trạng thái giảm phát. Để kích thích kinh tế phát triển bằng các chính sách tài chính, tiền tệ và các chính sách khác, kinh tế được tăng trưởng nhưng chỉ số lạm phát cũng tăng trở lại bắt đầu từ năm 2002. Chỉ số lạm phát tăng mạnh vào thời kỳ khủng hoảng tài chính thế giới năm 2007-2008. Sau đó chỉ số lạm phát được kiềm chế nhưng đến năm 2011 dưới biến động kinh tế thế giới kèm với các chính sách chưa linh hoạt chỉ số lạm phát lại tăng trở lại. Từ năm 2012 đến năm 2015 chỉ số lạm phát tiếp tục giảm, nhưng đến năm 2016 lại có xu hướng tăng trở lại. Với kết quả biến động chỉ số lạm phát như vậy cho thấy: (1) Các kế hoạch về tăng trưởng kinh tế, ổn định thu nhập của Chính phủ thường không được hoàn thành; (2) Các chính sách điều tiết vĩ mô thiếu linh hoạt, chủ động và hài hòa; (3) Thiếu các công cụ dự báo, điều tiết kịp thời và ổn định.



Hình 3.2. CHỈ SỐ LẠM PHÁT TÍNH THEO THÁNG TỪ THÁNG 1/2004 ĐẾN THÁNG 12/2016

Nguồn: Tính toán của tác giả từ dữ liệu của GSO

Hình trên minh họa chỉ số lạm phát tính theo tháng liên tục từ tháng 1/2004 đến tháng 12/2016. Kết quả cho thấy, cũng giống như biến động theo năm, chỉ số lạm phát biến động theo tháng cũng có biên độ dao động rất lớn. Nhất là vào các thời điểm cuối năm dương lịch, tết âm lịch, tức là giá cả tăng mạnh vào các tháng 11, 12 và kéo dài sang các tháng 1,2 của năm tiếp theo. Chu kỳ này được lặp đi lặp lại qua các năm. Tuy nhiên, diễn biến mang tính chu kỳ (thời vụ) này cũng không được kiểm soát hay điều tiết hợp lý. Giá cả vẫn cứ tăng theo chu kỳ thời vụ như vậy, góp phần tăng chỉ số lạm phát chung hàng năm ngoài kế hoạch đề ra.



Hình 3.3. LẠM PHÁT CỦA VIỆT NAM VÀ CÁC QUỐC GIA ASEAN

Nguồn: Tổng hợp từ ADB và tính toán của tác giả

Hình trên cho thấy xét về lạm phát trong suốt giai đoạn (từ năm 2000 đến năm 2015) Việt Nam, Lào và Indonesia luôn cao hơn các nước trong khối ASEAN. Trung bình chỉ số lạm phát từ năm 2000 đến năm 2015 thấp nhất là Brunei (0,59%/năm), Singapore (1,89%/năm) và Malaysia (2,24%/năm). Trung bình cao nhất là Lào (7,83%/năm), kế đến là Indonesia (7,4%/năm), Việt Nam đứng thứ 3 trong nhóm có chỉ số lạm phát cao trong khối là 7,17%/năm. Điều đáng nói là trong khi chịu ảnh hưởng của khủng hoảng các quốc gia khác vẫn giữ được chỉ số lạm phát ở mức thấp thì Việt Nam vẫn duy trì cao hơn nhiều so với các quốc gia khác (giai đoạn 2008 đến 2012). Hai quốc gia có chỉ số lạm phát cao là Lào và Indonesia duy trì chỉ số lạm phát cao ở các năm trước khủng hoảng, trong giai đoạn khủng hoảng được điều chỉnh về mức thấp, các quốc gia còn lại trong khối vẫn ổn định mức lạm phát kể cả trước hay sau khủng hoảng tài chính, ví dụ như Singapore trong năm 2008 chỉ số lạm phát cũng tăng lên mức 6,5% nhưng sau đó ngay lập tức năm 2009 được điều chỉnh về mức 0,6%, trong khi Việt Nam thì ngược lại: các năm trước gia nhập WTO và khủng hoảng chỉ số lạm phát duy trì ở mức thấp, sau gia nhập WTO thì lạm phát có dấu hiệu tăng cao. Kết quả này cho thấy Việt Nam đã có những chính sách chưa linh hoạt hay lúng túng, chưa có kinh nghiệm điều hành vĩ mô sau khi gia nhập WTO năm 2007 kết hợp với ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính thế giới.

3.2. CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN LẠM PHÁT TẠI VIỆT NAM

3.2.1. Lược khảo lý thuyết về các yếu tố tạo ra lạm phát

Các yếu tố tác động đến lạm phát, trên phương diện lý thuyết và các nghiên cứu trước có thể tóm lược dưới đây.

Lạm phát là một hiện tượng kinh tế vĩ mô phổ biến và có ảnh hưởng rộng lớn đến các mặt của đời sống kinh tế - xã hội. Cho đến thời điểm hiện nay có khá nhiều quan điểm, tùy vào các trường phái (trường phái của Keynes, hay trường phái trọng tiền của Friedman,...) mà có thể đưa ra các khái niệm khác nhau về lạm phát. Tuy nhiên chung quy lại có thể xem lạm phát là sự tăng lên liên tục của mức giá chung, hay lạm phát là sự sụt giảm liên tục của giá trị đồng tiền. Trong đó, mức giá chung được hiểu là mức giá trung bình của một rổ hàng hóa và dịch vụ. Do đó, khi có lạm phát, người tiêu dùng phải chi trả nhiều tiền hơn cho cùng một lượng hàng hóa, nói cách khác thì giá trị hay sức mua của đồng tiền bị giảm.

Nếu gọi π là tỷ lệ lạm phát, P là mức giá chung của rổ hàng hóa thì tỷ lệ lạm phát ở thời kỳ t là: $\pi_t = P_t / (P_t - P_{t-1})$ hay công thức tính xấp xỉ là: $\pi_t = \ln(P_t) - \ln(P_{t-1})$. Trong thực tế thì mức giá chung dùng để tính chỉ số lạm phát thường được sử dụng là chỉ số giá tiêu dùng – CPI.

Lạm phát có thể do các nguyên nhân sau đây:

- (1) Lạm phát do cầu kéo: Lạm phát có nguyên nhân từ sự thay đổi hành vi tổng cầu mang tính đột biến trong nền kinh tế, nghĩa là tổng cầu tăng vượt mức cung về hàng hóa và dịch vụ từ đó làm mức giá chung tăng lên. Lạm phát có thể hình thành khi xuất hiện sự gia tăng đột biến trong nhu cầu về tiêu dùng và đầu tư. Chẳng hạn như khi có những làn sóng mua sắm mới làm tăng mạnh tiêu dùng, giá cả của những mặt hàng này sẽ tăng, làm cho lạm phát tăng lên và ngược lại. Tương tự, lạm phát cũng phụ thuộc vào sự biến động trong nhu cầu đầu tư do sự lạc quan của các nhà đầu tư làm tăng nhu cầu đầu tư và do đó đẩy mức giá tăng lên. Trong nhiều trường hợp, lạm phát cũng thường bắt nguồn từ sự gia tăng quá mức trong các chương trình chi tiêu của chính phủ. Khi chính phủ quyết định tăng chi tiêu cho tiêu dùng và đầu tư nhiều hơn vào cơ sở hạ tầng, thì mức giá sẽ tăng. Ngược lại, khi chính phủ quyết định cắt giảm các chương trình chi tiêu công cộng, hoặc các công trình đầu tư lớn đã kết thúc, thì mức giá sẽ giảm.
- (2) Lạm phát do phí đẩy: loại lạm phát này xuất phát từ thu hẹp tổng cung hoặc do các doanh nghiệp buộc lòng phải nâng giá bán sản phẩm từ các lý do bất lợi khác. Khi chi phí sản xuất tăng lên sẽ tạo áp lực đẩy giá bán hàng hóa và dịch vụ tăng lên hay có thể làm giảm mức cung hàng hóa của xã hội. Cho dù giảm cung hay tăng giá bán đều tác động làm tăng mức giá chung và gây ra lạm phát. Ba loại chi phí thường gây ra lạm phát do phí đẩy là: tiền lương, thuế gián thu và giá nguyên liệu nhập khẩu. Khi công đoàn thành công trong việc đẩy tiền lương lên cao, các doanh nghiệp sẽ tìm cách tăng giá và kết quả là lạm phát xuất hiện. Vòng xoáy đi lên của tiền lương và giá cả sẽ tiếp diễn và trở nên nghiêm trọng nếu chính phủ tìm cách tránh suy thoái bằng cách mở rộng tiền tệ.

Lạm phát tiền tệ: Lạm phát tiền tệ là lạm phát do lượng tiền trong lưu thông tăng lên. Friedman cho rằng việc mở rộng quá mức cung tiền đã tạo ra lạm phát. Trong quyển sách về “Lịch sử tiền tệ của Hoa Kỳ 1867-1960” mà Friedman là đồng tác giả với Anna Schwartz cũng đã coi lạm phát là do cung tiền dư thừa được tạo ra bởi ngân hàng trung ương.

Hộp 3.1. Tổng quan các nghiên cứu trước về các yếu tố vĩ mô ảnh hưởng tới lạm phát

Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến lạm phát trong và ngoài nước có thể được nhóm thành 3 trường phái mà sau đây chúng tôi sẽ lược khảo và trình bày gồm: nhóm trường phái kinh tế học cơ cấu, nhóm theo trường phái kinh tế học tiền tệ và nhóm nghiên cứu thuộc trường phái tiếp cận theo thuyết ngang giá sức mua (PPP).

- Các nhà nghiên cứu lạm phát theo trường phái cơ cấu mà đại diện nổi bật dựa trên mô hình đường cong Phillips do Phillips (1958) đề xuất, biểu thị quan hệ giữa *tỷ lệ thất nghiệp* và *tỷ lệ lạm phát* (đường cong Phillips phiên bản lạm phát) hoặc giữa *tỷ lệ thất nghiệp* và *tốc độ tăng trưởng GDP* (đường cong Phillips phiên bản GDP). Các nghiên cứu về sau đã phê phán mô hình đường cong Phillips như Fischer (1977), Taylor (1979) những người đã đưa sự kỳ vọng danh nghĩa vào mô hình. Nghiên cứu của Galí và Gertler (1999) đã bổ sung lai động vào trong mô hình. Kết quả của các nghiên cứu bổ sung này đã đề xuất đường cong Phillips mới gọi là NKPC (New Keynesian Phillips Curve) được xây dựng với các đặc điểm về kỳ vọng nghĩa là lạm phát được quyết định bởi các yếu tố kỳ vọng trong tương lai. Nghiên cứu của Woodford (2003), Evans (2005) đã bổ sung tác động giá trị quá khứ vào mô hình đường Phillips. Như vậy mô hình đường NKPC bao gồm những đặc điểm kỳ vọng trong tương lai và những giá trị trong quá khứ của lạm phát và cả các biến số đo lường áp lực lạm phát do tình trạng dư cầu trong nền kinh tế, có thể được biểu diễn theo phương trình sau:

$$\pi_t = \gamma_f \cdot E_t \pi_{t+1} + \gamma_p \cdot \pi_{t-1} + \theta x_t$$

Các nhà kinh tế học cơ cấu cho rằng “cứng nhắc” chính là nguyên nhân chính gây ra lạm phát. Việc điều hành chính sách “cứng nhắc” nhất là ở các nước kém và đang phát triển có thể do nhiều nguyên nhân khác nhau như: chính sách của chính phủ không phù hợp và không linh hoạt theo thị trường, chênh lệch năng suất lao động ở các khu vực kinh tế, tăng lương, các hạn chế điều hành chính sách tỷ giá, ngân sách hạn chế,... Ngoài ra các cú “sốc” như sự tăng giá hàng hóa nhập khẩu quá mức hay sự gia tăng thâm hụt ngân sách nhanh chóng và quá mức cũng là các nguyên nhân tạo ra hiệu ứng “phí đẩy” góp phần tăng giá trong nền kinh tế.

- Các nghiên cứu dựa theo trường phái kinh tế học tiền tệ (đại diện bởi Friedman) thì cho rằng nền kinh tế có thể bị bất ổn định do những biến động trong cung tiền và nhấn mạnh tầm quan trọng của chính sách tiền tệ cũng như tác động của nó đến lạm phát, việc làm hay thu nhập. Một sự gia tăng không tính toán trong cung tiền (có thể do in tiền bù đắp cho thâm hụt ngân sách, hay cho vay ở khu vực tư nhân quá mức) có thể làm gia tăng tốc độ tăng trưởng kinh tế và cũng làm tăng tỷ lệ lạm phát. Mô hình các yếu tố tác động đến lạm phát được các nhà kinh tế học tiền tệ xây dựng phổ biến theo phương trình sau:

$$\pi = \alpha_0 + \alpha_1 m + \alpha_2 y + \alpha_3 \rho$$

Trong đó: (m) là tốc độ tăng cung tiền; (y) là tốc độ tăng thu nhập, (ρ) đo lường chi phí cơ hội của việc giữ tiền. Cách tiếp cận của các nhà kinh tế học tiền tệ bị chỉ trích vì không tính đến sự “cứng nhắc” về cơ cấu cũng như các cú sốc đại diện cho nguyên nhân từ phí đẩy, trong khi những yếu tố này được xem có vai trò quan trọng ở các nước đang phát triển.

- Theo cách tiếp cận ngang giá sức mua (PPP) dựa theo quy luật một giá cho rằng nếu bỏ qua chi phí giao dịch và thuế thì quan hệ giữa giá trong nước (P) và giá nước ngoài (P^w) có liên quan đến yếu tố tỷ giá (E), theo phương trình

$$P = E.P^w$$

Phương trình cho thấy mức giá cả trong nước (hay lạm phát) tăng lên có thể do giá cả hàng hóa nhập khẩu, hay sự gia tăng nhu cầu trong nước hay do sự gia tăng tỷ giá. Trường phái theo PPP bị chỉ trích bởi dựa trên các giả định phi thực tế là không có thuế và chi phí giao dịch. Nghiên cứu của Akinboade và cộng sự (2004) cho thấy ở các nước đang phát triển kết quả không đồng nhất theo lý thuyết này.

Hộp 3.2. Tổng quan các nghiên cứu và mô hình nghiên cứu

Các nghiên cứu đánh giá các yếu tố tác động đến lạm phát dựa trên lập luận từ nguyên nhân gây ra lạm phát và dựa vào ba trường phái xem xét lạm phát: trường phái cơ cấu, trường phái tiền tệ và trường phái ngang giá sức mua. Tổng quan chúng ta có các nghiên cứu điển hình trong và ngoài nước như sau:

Các nghiên cứu ngoài nước

Nghiên cứu của Kim (2001) đánh giá tác động tương đối của tiền tệ, lao động và khu vực có vốn đầu tư nước ngoài đến lạm phát của Ba Lan giai đoạn 1990-1999. Kết quả cho thấy tỷ giá và tiền lương không quyết định đến lạm phát.

Nghiên cứu của Jongwanich và Park (2008) xem xét các yếu tố quyết định lạm phát của 9 nước đang phát triển ở Châu Á (gồm có Việt Nam) dựa trên mô hình kết hợp giữa các yếu tố chi phí đẩy (dựa theo giá dầu và giá lương thực thực phẩm quốc tế) và các yếu tố cầu kéo (mức dư cầu, tỷ giá, giá hàng hóa nhập khẩu, chỉ số giá sản xuất và chỉ số giá tiêu dùng). Kết quả cho thấy trong giai đoạn 2007-2008 lạm phát ở các nước này chủ yếu là do dư cung và kỳ vọng lạm phát (do tổng cầu tăng quá mức và chính sách tiền tệ nới lỏng kéo dài nhiều năm).

Nghiên cứu của Ito và Sato (2006) xem xét tác động của tỷ giá vào lạm phát ở các nước Châu Á sau khủng hoảng 1997 và chỉ ra rằng mặc dù tác động của khủng hoảng làm tăng giá nhập khẩu nhưng mức tác động đến CPI là tương đối thấp (trừ Indonesia).

Nghiên cứu của Farhad Taghizadeh-Hesary và Naoyuki Yoshino (2015), nghiên cứu ảnh hưởng của biến động giá dầu đến tăng trưởng kinh tế và chỉ số CPI các nước mới nổi và phát triển. Tác giả dùng phương pháp SVAR đánh giá tác động nhân quả, kết quả cho thấy biến động giá dầu có ảnh hưởng lên tăng trưởng nhiều ở các nước phát triển hơn các nước mới nổi và ảnh hưởng của giá dầu đến lạm phát của Trung Quốc là cao hơn các nước phát triển khác.

Các nghiên cứu trong nước

Nghiên cứu của Võ Trí Thành và cộng sự (2001), dùng phương pháp VAR với dữ liệu từ năm 1992 đến năm 1999 nghiên cứu về quan hệ giữa tiền tệ, chỉ số CPI, tỷ giá và giá trị sản lượng công nghiệp thực tế. Kết quả cho thấy yếu tố tiền tệ chịu tác động của lạm phát và chính sách tiền tệ có tính bị động. Ngoài ra, tỷ giá cũng có ảnh hưởng đến lạm phát trong khi cung tiền không có tác động đến biến động của giá cả trong tương lai.

Nghiên cứu của Nguyễn Thị Thùy Vinh và Fujita (2007) cũng sử dụng cách tiếp cận VAR nghiên cứu tác động của tỷ giá thực đến sản lượng và lạm phát ở Việt Nam trong giai đoạn từ năm 1992 đến năm 2005. Các biến sử dụng bao gồm sản lượng công nghiệp, CPI, tỷ giá, cung tiền, thâm hụt thương mại và lãi suất của Mỹ. Kết quả cho thấy nguyên nhân chủ yếu khiến sản lượng và mức giá thay đổi là do sự biến động của các yếu tố này trong quá khứ và tỷ giá có ảnh hưởng nhiều lên cán cân thương mại và sản lượng hơn là lạm phát.

Nghiên cứu của Phạm Thế Anh (2009) về đánh giá các yếu tố quyết định lạm phát của Việt Nam giai đoạn từ quý II năm 1998 đến quý IV năm 2008 với số liệu từ các biến về chỉ số CPI, cung tiền, lãi suất, tỷ giá, sản lượng công nghiệp. Kết quả cũng khẳng định vai trò của lạm phát trong quá khứ và sản lượng đối với lạm phát và khẳng định giá dầu quốc tế không có ảnh hưởng đến lạm phát hiện tại.

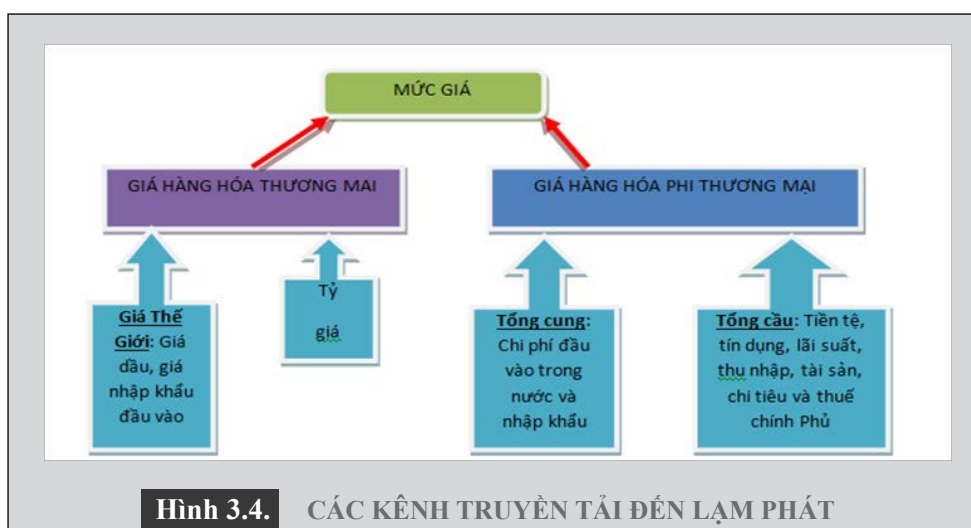
Nguyễn Thị Thu Hằng và Nguyễn Đức Thành (2010), nghiên cứu các nhân tố vĩ mô quyết định lạm phát ở Việt Nam giai đoạn 2000-2010. Mô hình mà nhóm tác giả sử dụng đưa ra ba kênh truyền tải mà qua đó một loạt các biến nội sinh và ngoại sinh có thể ảnh hưởng đến mức giá. Các kênh đó là kênh ngang giá sức mua (PPP), kênh tổng cầu (AD) và kênh tổng cung (AS). Mô hình được xây dựng dựa trên 12 biến với số liệu theo tháng của CPI, sản lượng công nghiệp, cung tiền M2, tín dụng, lãi suất, tỷ giá, chỉ số giá bán của người sản xuất, thâm hụt ngân sách, giá trị giao dịch trên thị trường chứng khoán, chỉ số giá nhập khẩu, giá dầu và giá gạo quốc tế cho giai đoạn 2000-2010. Các biến này được ước lượng dựa trên mô hình điều chỉnh sai số VECM. Nghiên cứu này chỉ ra rằng công chúng có khuynh hướng lưu giữ ấn tượng về lạm phát trong quá khứ, đồng thời có kỳ vọng nhạy cảm về lạm phát trong tương lai. Đây là hai yếu tố đồng thời chi phối mức lạm phát hiện tại. Kết quả này hàm ý rằng uy tín hay độ tin cậy của chính phủ trong các chính sách liên quan đến lạm phát có vai trò to lớn trong việc tác động tới mức lạm phát hiện tại. Khác với những giải thích thường xuyên của Chính phủ là lạm phát chủ yếu do các yếu tố bên ngoài như giá cả thế giới (nhập khẩu lạm phát), nghiên cứu này chỉ ra rằng lạm phát ở Việt Nam có nguyên nhân chủ yếu từ nội địa. Kết quả cũng cho thấy: tốc độ điều chỉnh của thị trường tiền tệ và thị trường ngoại hối khi có biến động là rất thấp và thậm chí gần với không. Điều này cho thấy một khi các thị trường này lệch khỏi xu hướng dài hạn, nền kinh tế sẽ mất rất nhiều thời gian để cân bằng trở lại dù Chính phủ có nỗ lực can thiệp về chính sách. Kết quả nghiên cứu cho thấy Chính phủ đã thực sự có những

phản ứng chống lạm phát thông qua các chính sách tiền tệ và tài khóa, nhưng thường phản ứng chậm hoặc thụ động trong đa số trường hợp. Kết quả cho thấy tỷ giá, cụ thể là việc phá giá, có tác động đáng kể làm tăng áp lực lạm phát. Cuối cùng, nghiên cứu không cho thấy tác động rõ ràng của thâm hụt ngân sách đối với lạm phát trong giai đoạn nghiên cứu.

Trần Thị Thùy Anh (2014) nghiên cứu về tác động của cung tiền đến lạm phát ở Việt Nam giai đoạn từ năm 2008 đến 2013. Trong đó chủ yếu tác giả mô tả quan hệ giữa cung tiền và lạm phát, cũng như đánh giá tác động của lạm phát đến các khía cạnh kinh tế và xã hội. Nghiên cứu sử dụng hoàn toàn phương pháp tổng quan lịch sử và mô tả không định lượng các quan hệ này.

Nghiên cứu của Phan Lê Trung và Phạm Lê Thông (2014), nghiên cứu này nhằm phân tích các nhân tố tác động đến lạm phát trong giai đoạn 1992-2012, từ đó đề xuất một số giải pháp nhằm kiềm chế lạm phát. Kết quả ước lượng bằng VECM với các biến số chỉ số giá tiêu dùng CPI, GDP, lượng cung tiền M2, tín dụng, lãi suất, tỷ giá, giá dầu và giá gạo quốc tế cho thấy lạm phát ở Việt Nam chịu tác động nhiều bởi lạm phát kỳ vọng và tỷ giá hối đoái. Trong ngắn hạn, chính sách tiền tệ không phản ứng nhanh và hiệu quả trong việc kiềm chế lạm phát ở Việt Nam.

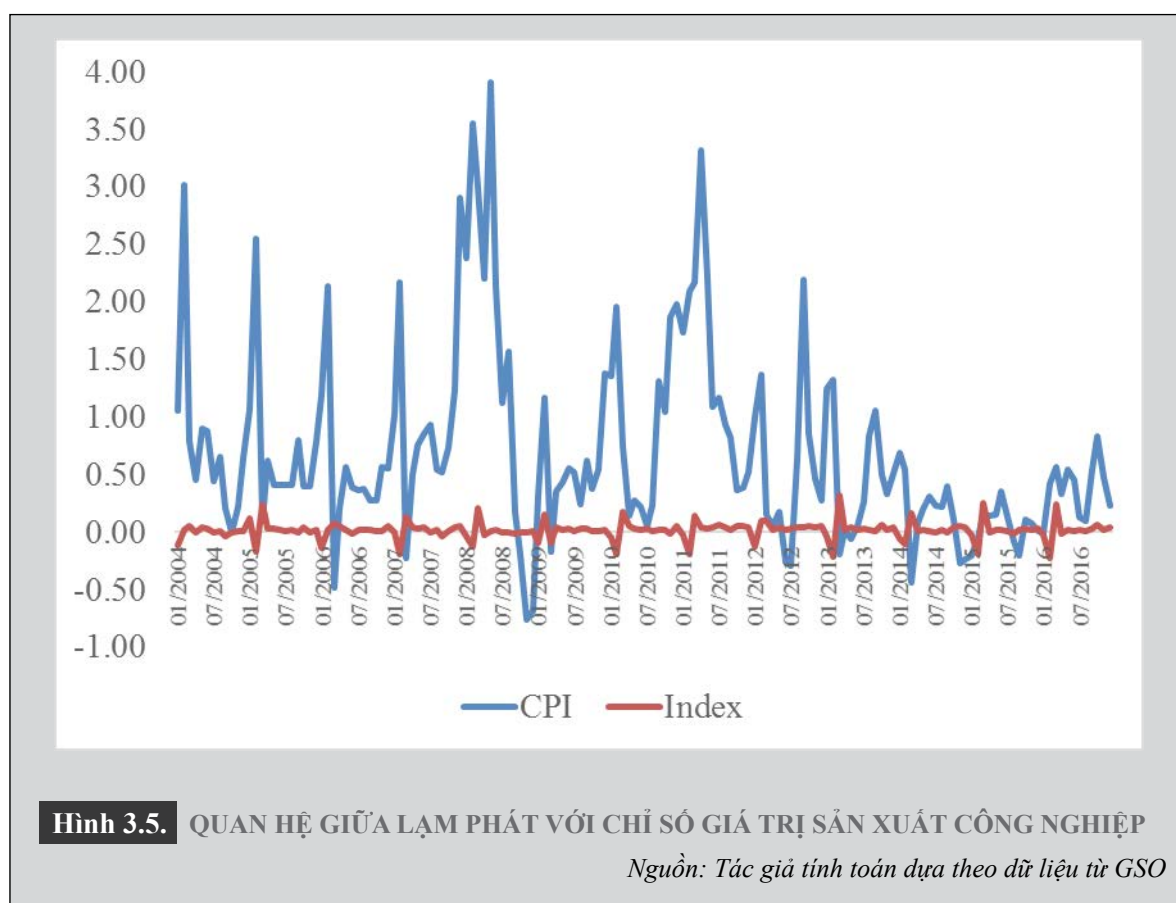
Từ các tổng lược lý thuyết và các nghiên cứu trước nêu trên cho thấy các yếu tố tác động đến lạm phát có thể dựa theo trường phái cơ cấu (tổng cung, tổng cầu), trường phái tiền tệ, hay theo trường phái ngang giá hay kết hợp giữa các trường phái. Chung quy lại các yếu tố tác động đến lạm phát có thể được mô hình hóa qua sơ đồ sau:



3.2.2. Phân tích mô tả các yếu tố tác động đến lạm phát

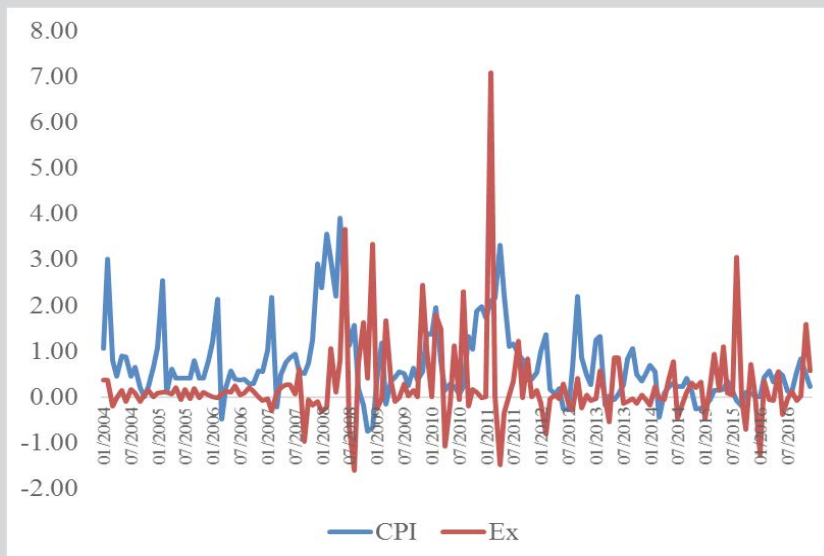
Trong phần này sẽ trình bày phân tích mô tả và phân tích định lượng các yếu tố tác động đến lạm phát. Các yếu tố tổng cung gồm có tăng trưởng giá trị sản xuất công nghiệp, thay đổi tỷ giá giữa đồng đô la Mỹ so với VND, giá dầu; Các yếu tố thuộc về tổng cầu bao gồm: thay đổi cung tiền M2, lãi suất cho vay, thu chi ngân sách, cán cân thương mại và giá trị tài sản tài chính.

Nhóm các yếu tố thuộc tổng cung gồm: ***tăng trưởng giá trị sản xuất công nghiệp, thay đổi tỷ giá giữa đồng đô la Mỹ so với VND, giá dầu.***



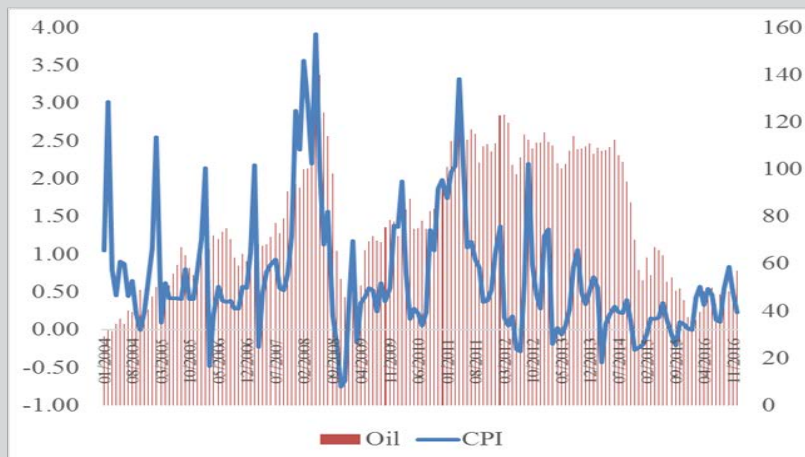
Hình 3.5 cho thấy mối quan hệ giữa chỉ số lạm phát và chỉ số giá trị sản xuất công nghiệp tính theo tháng (từ tháng 1/2004 đến tháng 12/2016). Mặc dù quan hệ giữa chúng chưa thể hiện rõ nhưng xét về xu hướng thì giữa chúng có tồn tại mối quan hệ thuận chiều, đặc biệt ở các giai đoạn tăng giảm bất thường (ví dụ như giai đoạn 2008, 2013 hay 2016). Khi tăng trưởng sản xuất công nghiệp gia tăng thúc đẩy sản xuất và tăng nhu cầu tín dụng, kết quả có thể đẩy giá cả hàng hóa gia tăng.

Hình 3.6 cho thấy biến động tỷ giá giữa đô la Mỹ so với VNĐ với chỉ số lạm phát tính theo hàng tháng là có quan hệ đồng biến khá rõ nét, nhất là trong giai đoạn sau thời kỳ Việt Nam gia nhập WTO (năm 2007). Như vậy nếu đồng Việt Nam càng mất giá (biến động tỷ giá tăng) có thể do Chính phủ chủ động phá giá đồng VNĐ, hay sự điều hành tỷ giá thiếu linh hoạt tạo áp lực cầu về đồng USD lớn, đồng USD lên giá, đồng VNĐ mất giá tạo áp lực tăng giá lên hàng hóa và dịch vụ, nhất là trong bối cảnh nhập siêu



Hình 3.6. QUAN HỆ GIỮA LẠM PHÁT VỚI BIẾN ĐỘNG TỶ GIÁ

Nguồn: Tính toán của tác giả theo dữ liệu từ GSO và Reuters

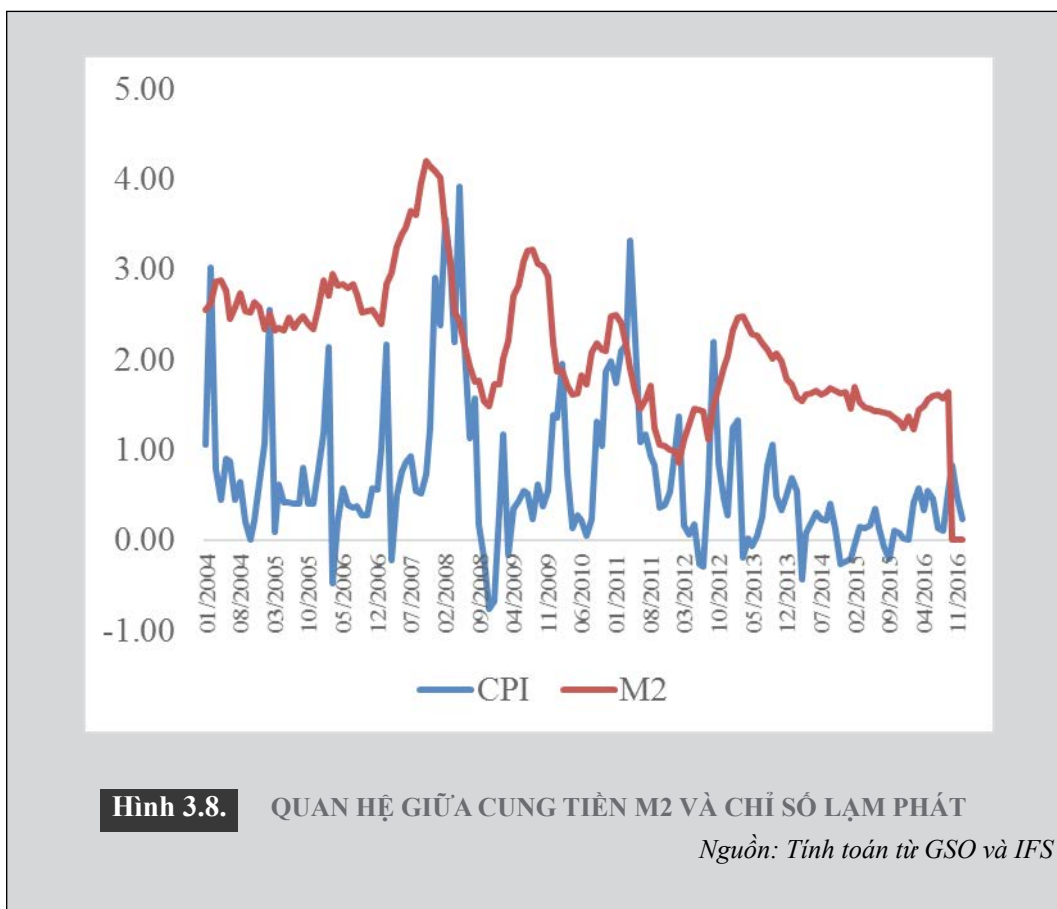


Hình 3.7. QUAN HỆ GIỮA GIÁ DẦU VÀ LẠM PHÁT

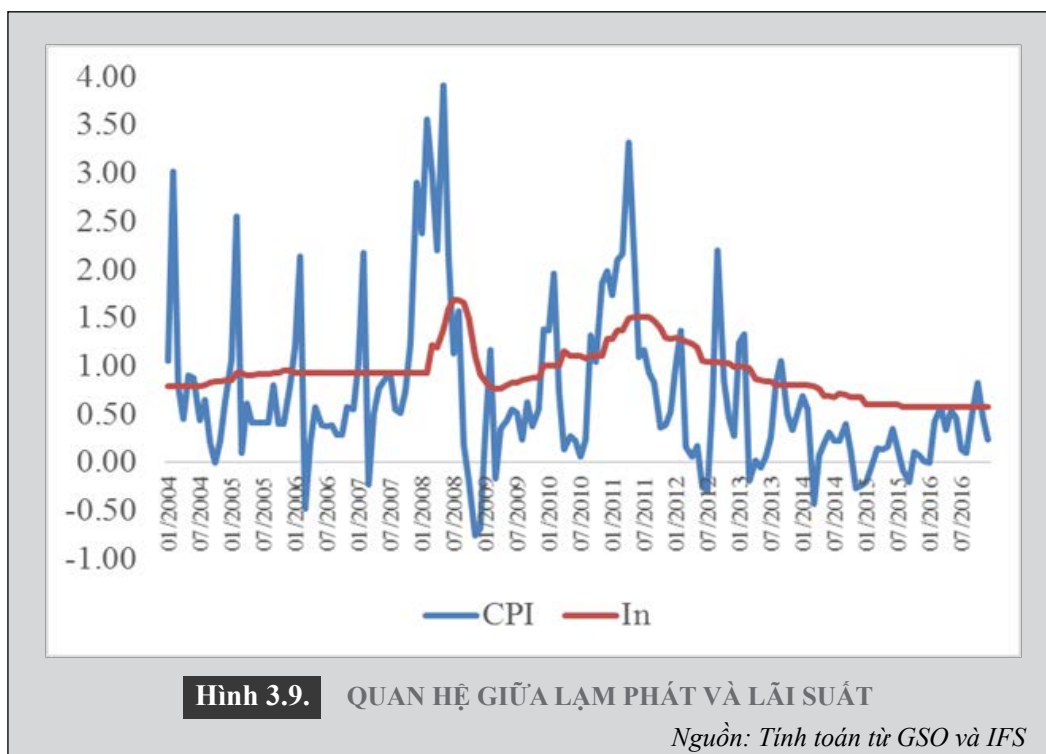
Nguồn: Tính toán dựa vào dữ liệu của GSO và Reuters

Xăng, dầu là nhiên liệu đầu vào cho nhiều ngành sản xuất và cung ứng dịch vụ, do vậy việc giá dầu tăng là nguyên nhân quan trọng làm tăng giá cả hàng hóa và dịch vụ. Hình 3.7 thể hiện mối quan hệ khá chặt chẽ giữa giá dầu với chỉ số lạm phát. Rõ ràng giá dầu ảnh hưởng đến lạm phát.

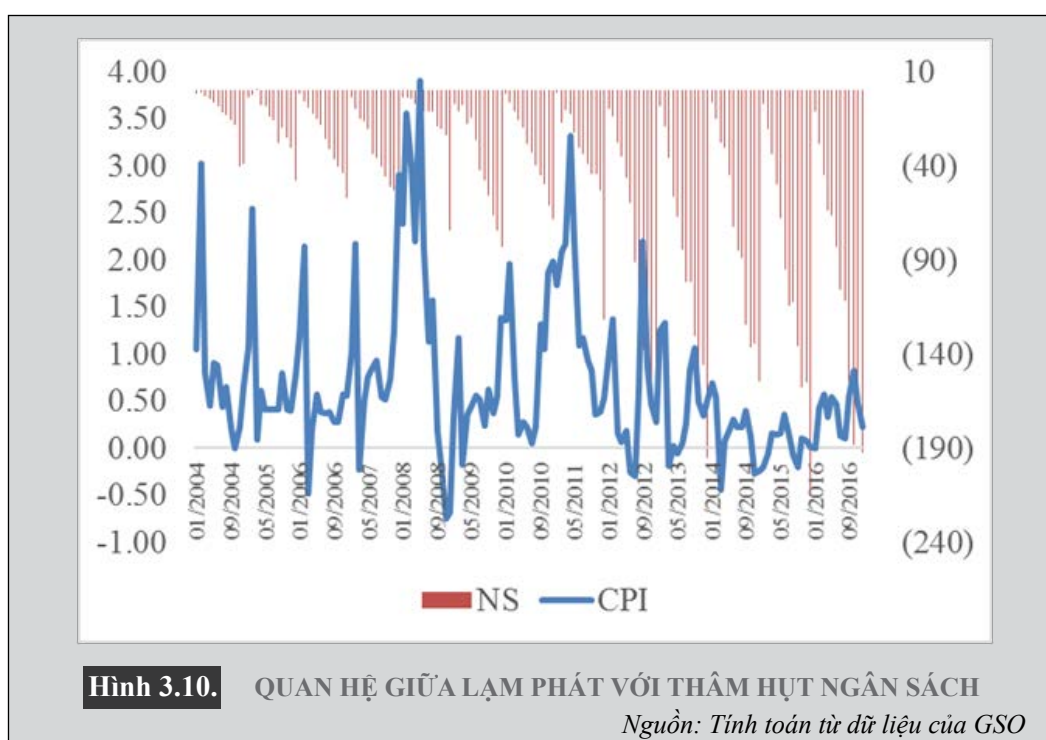
Các yếu tố thuộc tổng cầu gồm: *thay đổi cung tiền M2, lãi suất cho vay, thu chi ngân sách, cán cân thương mại và giá trị tài sản tài chính.*

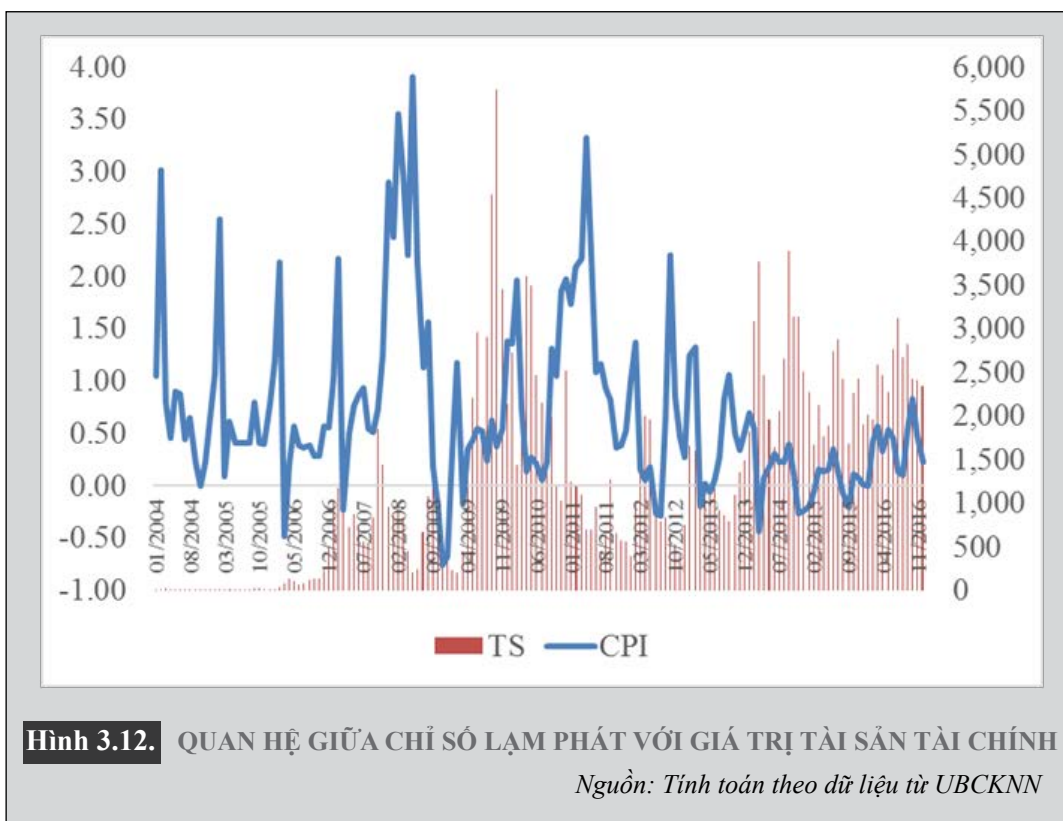
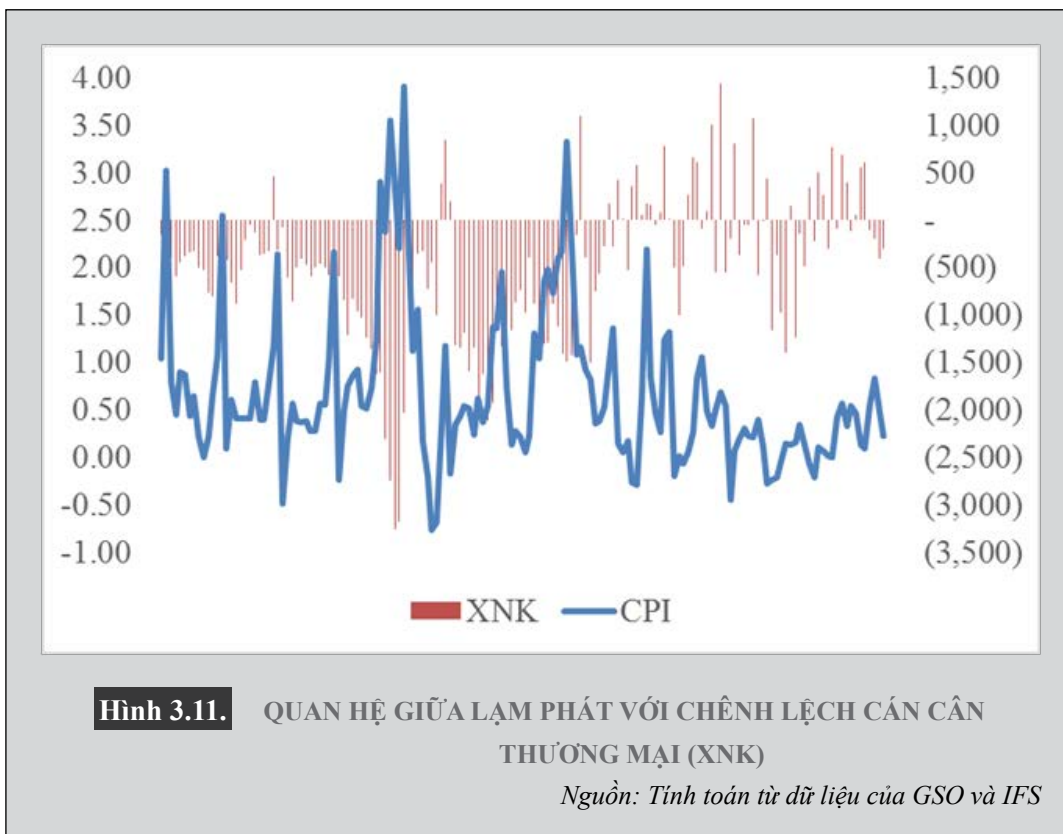


Hình 3.8 mô tả mối quan hệ giữa chỉ số CPI và tăng trưởng cung tiền M2 (tính theo tháng từ tháng 1/2014 đến tháng 12/2016). Kết quả cho thấy tăng trưởng cung tiền M2 (chính sách nới lỏng tiền tệ) thật sự có ảnh hưởng đến lạm phát.



Hình 3.9 cho thấy mối quan hệ giữa lạm phát và lãi suất (tính theo tháng) tồn tại khá rõ nét (theo hiệu ứng Fisher). Trong các giai đoạn như 2008, 2011 khi lạm phát tăng cao, lãi suất cũng điều chỉnh tăng cao, khi lạm phát được kiểm chế (từ năm 2013 đến nay) lãi suất cũng được điều chỉnh theo hướng giảm dần.





Các hình 3.10, 3.11, 3.12 phác họa mối quan hệ giữa chỉ số lạm phát với thâm hụt ngân sách, thâm hụt cán cân thương mại và giá trị tài sản tài chính và chúng đều thể hiện rõ xu hướng quan hệ đồng chiều. Nghĩa là khi chính phủ mở rộng tiêu dùng (tăng thâm hụt ngân sách), cùng với gia tăng tiêu dùng trong nước làm thâm hụt cán cân thương mại, khi tiêu dùng trong nước gia tăng kích thích giá cả hàng hóa gia tăng (hiệu ứng cầu kéo). Ngoài ra giá trị tài sản tài chính cũng có ảnh hưởng đến lạm phát, bởi khi giá trị tài sản tài chính tăng thể hiện tổng hợp các vấn đề như nói lỏng chính sách tài chính, tiền tệ, tiêu dùng sẽ gia tăng,...cũng là các nhân tố góp phần thúc đẩy tăng chỉ số giá.

Tóm lại, qua phân tích mô tả cho thấy các yếu tố tổng cung và tổng cầu đều có tác động làm tăng chỉ số lạm phát do các hiệu ứng phí đẩy hay cầu kéo hay từ nguyên nhân tiền tệ. Các yếu tố này có tác động qua lại (ví dụ như mở rộng cung tiền M2 ngoài tác động làm tăng giá, cũng có tác động kích thích tiêu dùng làm tăng nhập khẩu, tăng tỷ giá, hay lạm phát tăng cũng kéo theo lãi suất gia tăng...). Các hàm ý này cho thấy đánh giá tác động của các yếu tố ảnh hưởng đến lạm phát cần đánh giá đa chiều, do vậy nếu sử dụng phương pháp kinh tế lượng thì có các phương pháp đánh giá phù hợp như VAR hay VECM.

3.2.3. Phân tích định lượng các yếu tố tác động đến lạm phát

Để đánh giá định lượng các yếu tố tác động lên lạm phát, chúng tôi sử dụng mô hình VAR, dùng hàm phản ứng để đánh giá các tác động của các yếu tố đến lạm phát trong ngắn hạn và dài hạn. Chúng tôi sử dụng VAR vì VAR có thể ước lượng được với các chuỗi dừng ở các sai phân khác nhau nhưng không nhất thiết có quan hệ đồng tích hợp. Các biến được lựa chọn dựa vào tổng hợp các nghiên cứu trước, tên biến, ý nghĩa và nguồn dữ liệu thu thập được mô tả theo bảng sau:

Bảng 3.1. Tổng hợp các biến tác động đến lạm phát

Ký hiệu	Tên biến	Ý nghĩa	Nguồn dữ liệu
CPI_t	Mức tăng chỉ số giá tại tháng t so với tháng trước	Đại diện cho chỉ số lạm phát	Dữ liệu thu thập từ GSO hàng tháng
$Index_t$	Tăng trưởng giá trị sản xuất công nghiệp tại tháng t so với tháng trước đó	Bảng lý thuyết kinh tế và qua nghiên cứu thực nghiệm cho thấy nó có ảnh hưởng đến cầu về tiền và do đó sẽ ảnh hưởng đến giá cả, biến đại diện cho yếu tố của tổng cung	Dữ liệu thu thập từ GSO hàng tháng

$M2_t$	Thay đổi cung tiền M2 tại tháng t so với tháng t năm trước (quy ra tháng)	Chính sách tiền tệ thể hiện thông qua cung tiền M2, và chính sách tiền tệ có ảnh hưởng đến lạm phát, biến đại diện cho tổng cầu	Dữ liệu thu thập từ IFS hàng tháng
Ex_t	Thay đổi tỷ giá giữa đồng đô la Mỹ so với VND của tháng t so với tháng trước	Nếu tỷ giá không điều chỉnh linh hoạt có thể làm trầm trọng các cú sốc kinh tế và ảnh hưởng đến giá cả, biến đại diện cho tổng cung	Dữ liệu thu thập từ Reuters hàng tháng
In_t	Lãi suất cho vay hàng năm quy về lãi suất tại tháng t	Lãi suất đóng vai trò quan trọng trong chính sách tiền tệ và nó có ảnh hưởng đến lạm phát, biến đại diện tổng cầu	Dữ liệu thu thập từ IFS hàng tháng
Oil_t	Giá dầu tại tháng t (tính theo giá cuối tháng, có giá trị bằng USD/thùng)	Giá dầu là chi phí đầu vào quan trọng, do vậy sự tăng giảm giá dầu có ảnh hưởng đến giá cả hàng hóa và dịch vụ, biến đại diện cho tổng cung	Dữ liệu thu thập từ Reuters hàng tháng
NS_t	Chênh lệch thu-chi ngân sách tại tháng t	Chính sách tài khóa và chi tiêu của chính phủ cũng là nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến giá cả hàng hóa, biến đại diện cho tổng cầu	Dữ liệu thu thập từ GSO hàng tháng
XNK_t	Thâm hụt cán cân thương mại tại tháng t (tính bằng chênh lệch giữa XK trừ NK)	Thâm hụt cán cân thương mại biểu hiện cho chi tiêu trong nước nhiều hơn so với khả năng sản xuất, đi kèm với chính sách tiền tệ và tỷ giá không linh hoạt sẽ ảnh hưởng đến giá cả trong nước, biến đại diện cho tổng cầu	Dữ liệu thu thập từ GSO hàng tháng
TS_t	Giá trị tài sản tài chính tại tháng t (tính bằng tổng giá trị giao dịch trong tháng tại sàn Hose, Hnx và Upcom)	Biến đại diện cho biến động giá trị tài sản tài chính vì trong thực tế giá cả thay đổi do giá cả hàng hóa dịch vụ thay đổi trong đó có giá cả các tài sản tài chính, đây cũng là biến đại diện cho tổng cầu	Tính toán từ dữ liệu của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Với dữ liệu thu thập được tính theo tháng từ tháng 1/2004 đến tháng 12/2016, tổng cộng có 156 quan sát. Do dữ liệu thuộc dạng dữ liệu chuỗi thời gian, nên các biến phải được kiểm tra tính dừng.

Bảng 3.2. Kết quả kiểm định tính dừng các biến

Tên biến	Giá trị thống kê	Tính dừng
CPI	5,88	Dừng (*)
Index	18,13	Dừng (*)
M2	1,50	Không dừng
D.M2	9,18	Dừng (*)
Ex	12,56	Dừng (*)
In	1,19	Không dừng
D.In	8,16	Dừng (*)
Oil	1,97	Không dừng
D.Oil	8,83	Dừng (*)
NS	4,34	Dừng (*)
XNK	5,50	Dừng (*)
TS	3,17	Dừng (**)

Nguồn: Tính toán của tác giả

Ghi chú: (*) (**) tương ứng các mức ý nghĩa 1% và 5%

Bảng trên cho thấy có 3 biến không dừng gồm M2 (cung tiền M2), In (lãi suất cho vay quy theo tháng), Oil (giá dầu). Tuy nhiên các biến này sau khi lấy sai phân bậc 1 đều dừng.

Bảng 3.3. Kết quả đánh giá các yếu tố tác động lạm phát qua mô hình VAR

Tên biến	Mức tác động	Mức ý nghĩa
L.CPI	0,41	Có ý nghĩa thống kê 1%
Index	NA	Các độ trễ không có ý nghĩa
L3D.M2	0,42	Có ý nghĩa thống kê 10%
Ex	NA	Các độ trễ không có ý nghĩa
LD.In	-1,96	Có ý nghĩa thống kê 5%
LD.Oil	0,03	Có ý nghĩa thống kê 1%
L2.NS	-0,009	Có ý nghĩa thống kê 1%
L3.NS	0,004	Có ý nghĩa thống kê 5%
L.XNK	-0,0002	Có ý nghĩa thống kê 1%
TS	NA	Các độ trễ không có ý nghĩa

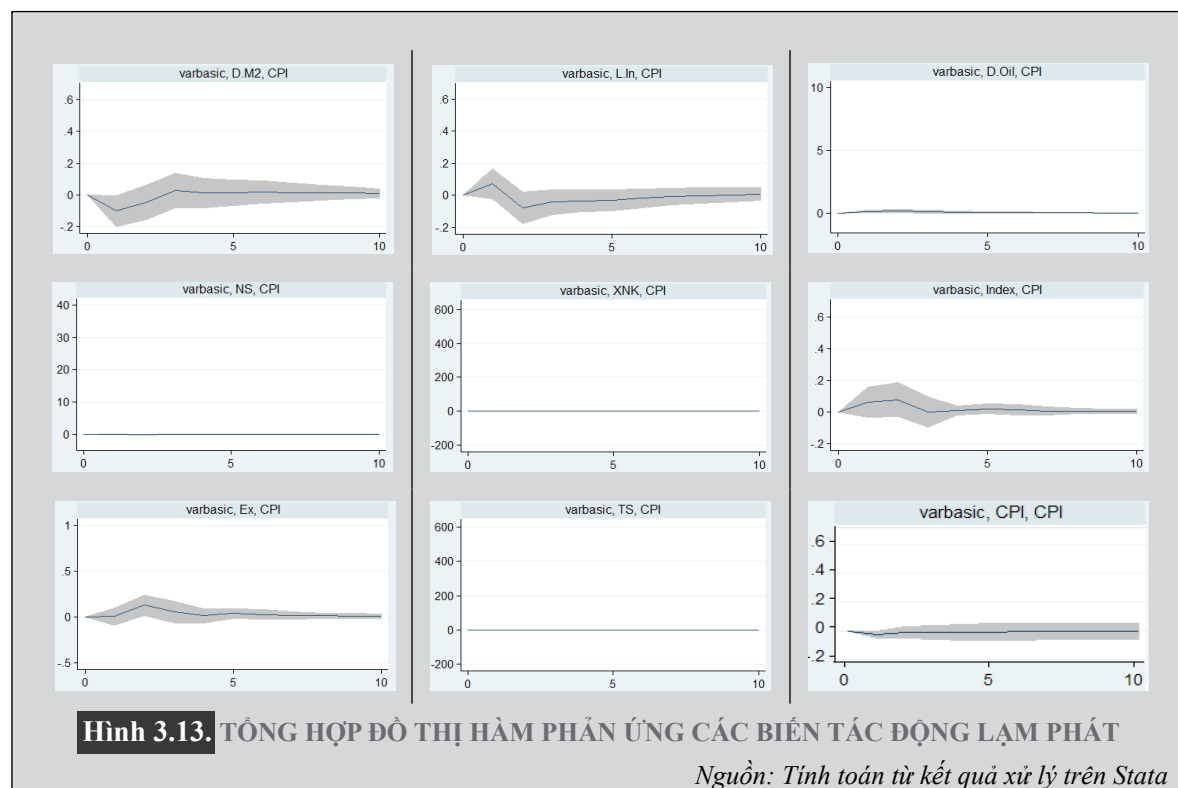
Nguồn: Tính toán của tác giả từ Stata

Kết quả trên cho thấy: chỉ số lạm phát của tháng trước có ảnh hưởng đến chỉ số lạm phát hiện hành (với hệ số tác động biên là 0,41%), biến động tăng/giảm cung tiền M2 của 3 tháng trước có ảnh hưởng đến chỉ số lạm phát của tháng hiện hành (với hệ số tác động biên là 0,42%), biến động lãi suất cho vay của tháng trước có ảnh hưởng

đến chỉ số lạm phát của tháng hiện hành (tác động biên là $-1,96\%$, nghĩa là nếu biên động chênh lệch lãi suất của tháng trước so với tháng trước đó tăng 1% tác động làm chỉ số lạm phát giảm $1,96\%$, có thể do biến động lãi suất kỳ trước tăng, khi đó chính phủ và thị trường sẽ có các chính sách hay động thái để điều chỉnh lạm phát), giá dầu tháng trước tăng/giảm so với tháng trước đó 1% cũng ảnh hưởng làm chỉ số lạm phát tháng hiện hành tăng/giảm $0,03\%$, biến ngân sách cũng có tác động với 2 độ trễ với 2 dấu tác động ngược chiều (nghĩa là thâm hụt ngân sách tháng trước có tác động ngược chiều nhưng trạng thái thâm hụt ngân sách của tháng trước đó nữa lại có hiệu ứng đẩy làm tăng chỉ số lạm phát), cuối cùng là chênh lệch xuất nhập khẩu tháng trước có ảnh hưởng đến chỉ số lạm phát (tác động biên là $-0,0002\%$, nghĩa là nếu thâm hụt cán cân giảm hay thặng dư sẽ làm giảm chỉ số lạm phát).

Các kết quả nghiên cứu này khá tương đồng với các nghiên cứu của Jongwanich và Park (2008), Yoshino (2005), Võ Trí Thành và cộng sự (2007), Nguyễn Thị Thu Hằng và Nguyễn Đức Thành (2010) giống trên cách tiếp cận các yếu tố ảnh hưởng lạm phát, cách sử dụng mô hình định lượng. Tuy nhiên nghiên cứu của nhóm tác giả sử dụng dữ liệu trong một chuỗi dài, tính theo tháng liên tục ở giai đoạn trước và sau khủng hoảng tài chính 2008 đã loại trừ tác động khác nhau giữa các giai đoạn, ngoài ra biến giá trị tài sản tài do chính tác giả tính toán trên cả 3 sản giao dịch mang tính đại diện cho hầu hết giá tài sản tài chính trên thị trường.

Với phân tích các biến có ảnh hưởng đến chỉ số lạm phát thông qua VAR, tác giả sử dụng đồ thị hàm phản ứng nhằm đánh giá tác động trong ngắn hạn và dài hạn trong thời kỳ tới.



Kết quả phân tích đồ thị (hình 3.13), hàm phản ứng (IRF-Impulse responses functions) bao gồm các biến không có tác động xét về độ trễ, nhưng cũng có tương tác nếu không xét đến độ trễ. Hiệu ứng tác động các phân tích trên cho thấy tác động của các yếu tố đến chỉ số lạm phát trong 10 tháng tiếp theo cho thấy các biến có tác động làm tăng chỉ số lạm phát rõ nét bao gồm: tác động của cung tiền M2, lãi suất, chỉ số sản xuất công nghiệp, tỷ giá và chỉ số lạm phát kỳ trước. Các nhân tố khác mặc dù có tác động nhưng tác động biên rất nhỏ nên không tạo ra hiệu ứng (đường giới hạn) trên IRF. Kết quả này đưa đến một số gợi ý trong dự đoán hay điều hành giá cả: Chính phủ cần kiểm soát giá cả thường xuyên, hợp lý và linh hoạt (nhất là trước các biến động giá cả bên ngoài như hàng hóa nhập khẩu, giá dầu) bởi vì chỉ số giá tháng trước sẽ tạo đà đẩy giá cho tháng sau nên nếu việc kiểm soát và điều hành không linh hoạt, kịp thời sẽ tạo ra sức đẩy tăng giá cho nhiều tháng tiếp theo. Việc điều hành chính sách tiền tệ, mở rộng hay thu hẹp tín dụng cũng xem xét linh hoạt vì kết quả cho thấy việc mở rộng cung tiền trong một vài tháng sẽ không ảnh hưởng nhiều đến chỉ số lạm phát, nhưng sau ít nhất 1 quý (3 tháng) sẽ tạo hiệu ứng thúc đẩy làm tăng chỉ số lạm phát. Ngoài ra tỷ giá tăng cũng tạo hiệu ứng làm tăng chỉ số lạm phát trong ít nhất 5 tháng, hay chỉ số sản xuất công nghiệp gia tăng cũng tạo đà tăng chỉ số giá ít nhất trong 1 quý tiếp theo.

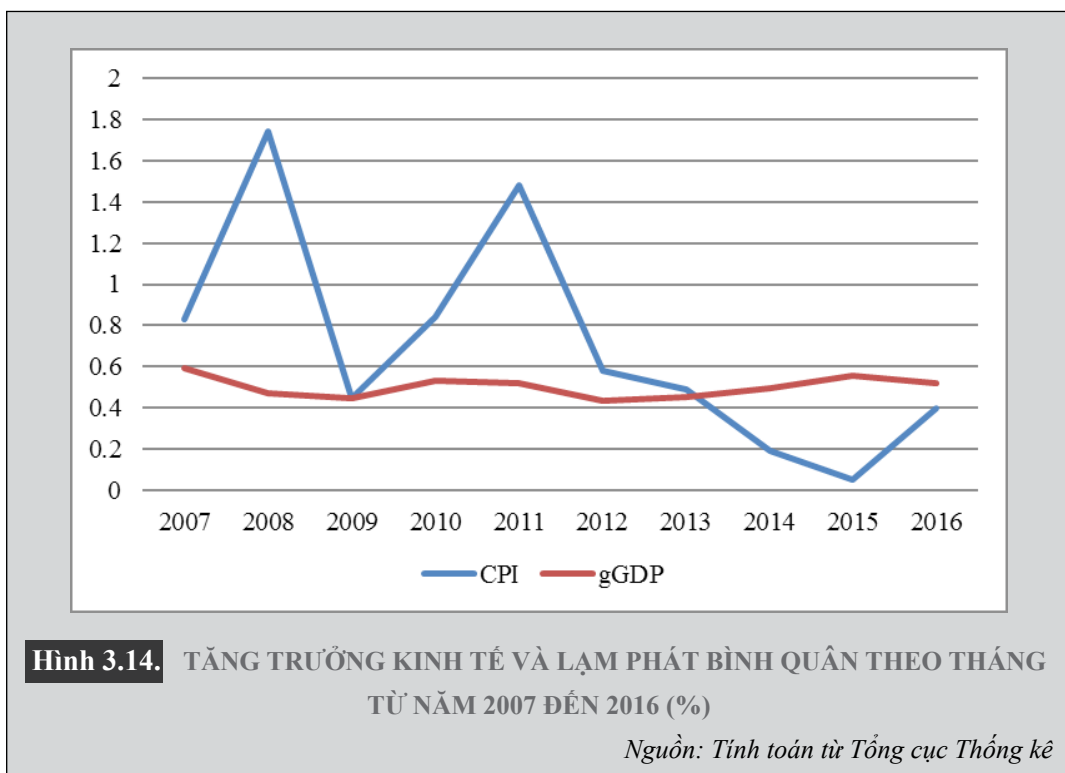
Như vậy đến cuối tháng 12 năm 2016, rơi vào thời điểm tết, tình hình thâm hụt ngân sách vẫn cao, thâm hụt cán cân thương mại, chỉ số sản xuất công nghiệp gia tăng, tín dụng được mở rộng sẽ tạo đà tăng chỉ số giá cho các tháng đầu năm 2017 nhất là trong quý 1 năm 2017. Để chỉ số lạm phát đạt theo kế hoạch đề ra trong năm 2017 thì trong quý 1 Chính phủ cần có các chính sách kịp thời (chính sách tiền tệ, tài khóa, tỷ giá) nhằm ổn định sản xuất, tiêu dùng và giá cả trong các tháng tiếp theo trong năm 2017.

3.3. MỐI QUAN HỆ GIỮA TĂNG TRƯỞNG VÀ LẠM PHÁT TẠI VIỆT NAM

3.3.1. Phân tích định tính mô tả mối quan hệ giữa tăng trưởng và lạm phát

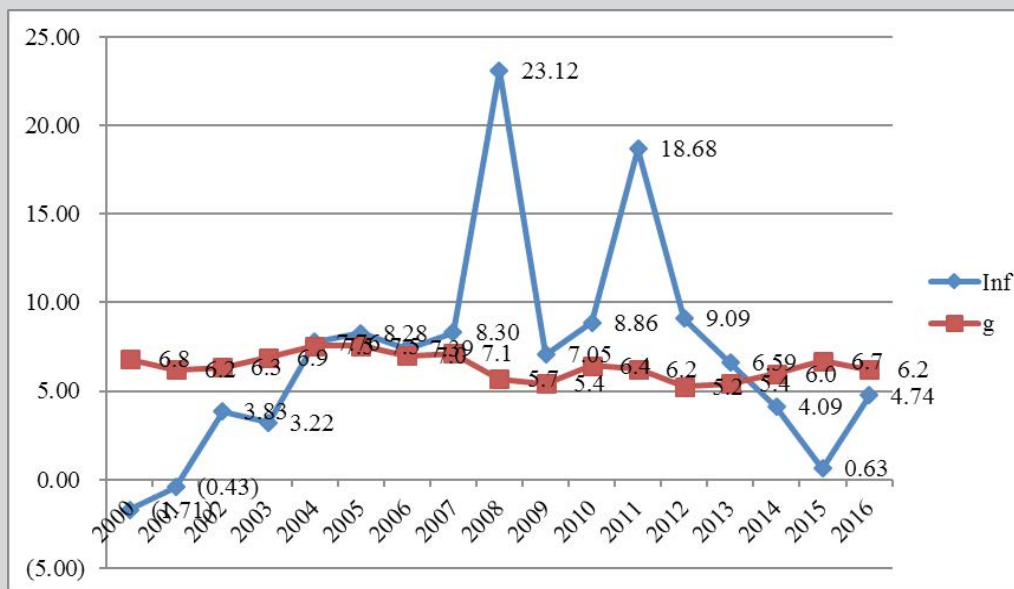
Tính bình quân theo tháng mức tăng giảm lạm phát (CPI) và mức tăng trưởng kinh tế (gGDP) qua mười năm cho thấy từ 2007 cho đến 2013 chỉ số lạm phát luôn cao hơn mức tăng trưởng. Giai đoạn từ năm 2014 đến nay tình hình cải thiện mức tăng trưởng kinh tế trung bình cao hơn mức tăng chỉ số lạm phát. Tuy nhiên lạm phát đang có xu hướng tăng trở lại, nhất là trong năm 2016 với chỉ số lạm phát trung bình là 0,4%/

tháng cao gần bằng với mức 0,45%/tháng của năm 2009 là năm đang trong giai đoạn chịu ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính. Theo đánh giá của Tổng cục Thống kê thì chỉ số lạm phát năm 2016 có xu hướng tăng do các nguyên nhân chính sau đây: (1) Nguyên nhân từ điều hành của Chính phủ: Giá dịch vụ y tế tăng theo Thông tư liên tịch số 37/2015/TTLT-BYT-BTC ngày 29/10/2015 của Bộ Y tế và Bộ Tài chính có hiệu lực từ ngày 1/3/2016; lộ trình tăng học phí theo Nghị định số 86/2015/NĐ-CP ngày 02/10/2015 của Chính phủ; tăng lương tối thiểu vùng áp dụng cho người lao động ở các doanh nghiệp tăng từ ngày 1/1/2016. (2) Nguyên nhân từ thị trường như: giá xăng/dầu trong nước tăng; nhu cầu mua sắm, vui chơi giải trí tăng cao do nghỉ lễ nhiều ngày giá các mặt hàng lương thực, thực phẩm đều tăng. (3) Các nguyên nhân khách quan như: tình hình thời tiết thất thường trong năm nhiều hơn các năm trước (nắng hạn, bão, lũ,...) gây tình trạng mất mùa, nguồn cung giảm gây sức ép tăng giá các mặt hàng lương thực, thực phẩm.



Hình 3.15 đã mô tả mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế (g) và lạm phát (Inf) trong suốt các năm từ năm 2000 đến năm 2016. Kết quả cho thấy giữa tăng trưởng kinh tế và chỉ số lạm phát có mối quan hệ khá chặt chẽ. Trong đó chỉ số lạm phát thấp nhất là vào năm 2000 (-1,71%), và tăng trưởng kinh tế thấp nhất vào năm 2012. Tương tự chỉ số lạm phát cao nhất vào năm 2008 (23,12%) rơi vào năm khủng hoảng tài chính thế giới, với ảnh hưởng cú sốc từ bên ngoài, cộng với chính sách tiền tệ chưa phù hợp, thiếu linh hoạt tạo mức tăng lạm phát cao nhất trong hơn 20 năm từ sau thời

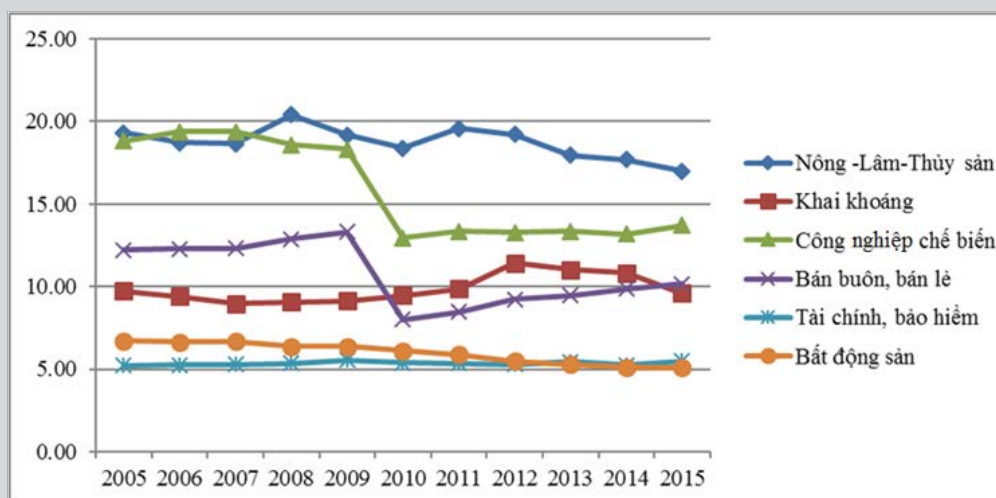
kỳ mở cửa nền kinh tế. Việc hội nhập và mở cửa tạo động lực phát triển kinh tế trong suốt các năm từ năm 1990 cho đến trước khủng hoảng tài chính. Giai đoạn sau hội nhập WTO (2007) đến cuối năm 2013 là giai đoạn khó khăn khi tăng trưởng kinh tế luôn thấp hơn lạm phát ở mức rất cao, chính vì thế tính trong toàn dữ liệu quan sát cho thấy chỉ số lạm phát trung bình là 7,04% trong khi tăng trưởng trung bình là 6,4%.



Hình 3.15. QUAN HỆ TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VÀ LẠM PHÁT VIỆT NAM TỪ 2000-2016

Nguồn: Tổng hợp từ ADB và tính toán của tác giả

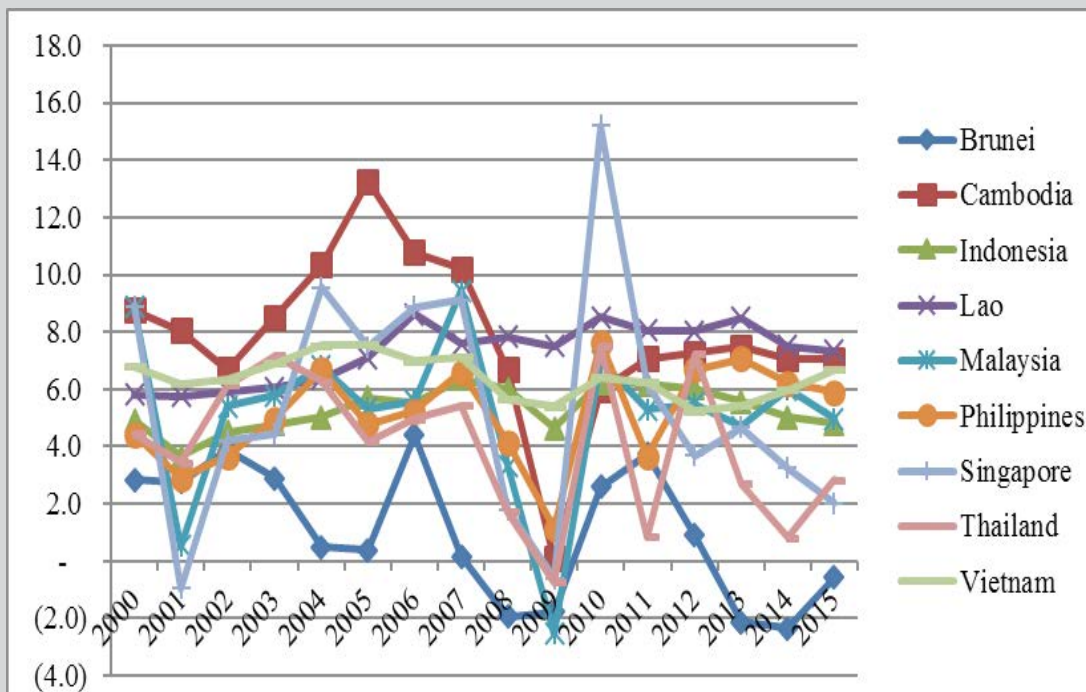
Ghi chú: Số liệu năm 2016 là số ước tính.



Hình 3.16. THAY ĐỔI ĐÓNG GÓP CỦA 6 NHÓM NGÀNH CHÍNH TRONG TĂNG TRƯỞNG (2005-2015)

Nguồn: Tính toán dựa vào số liệu của ADB

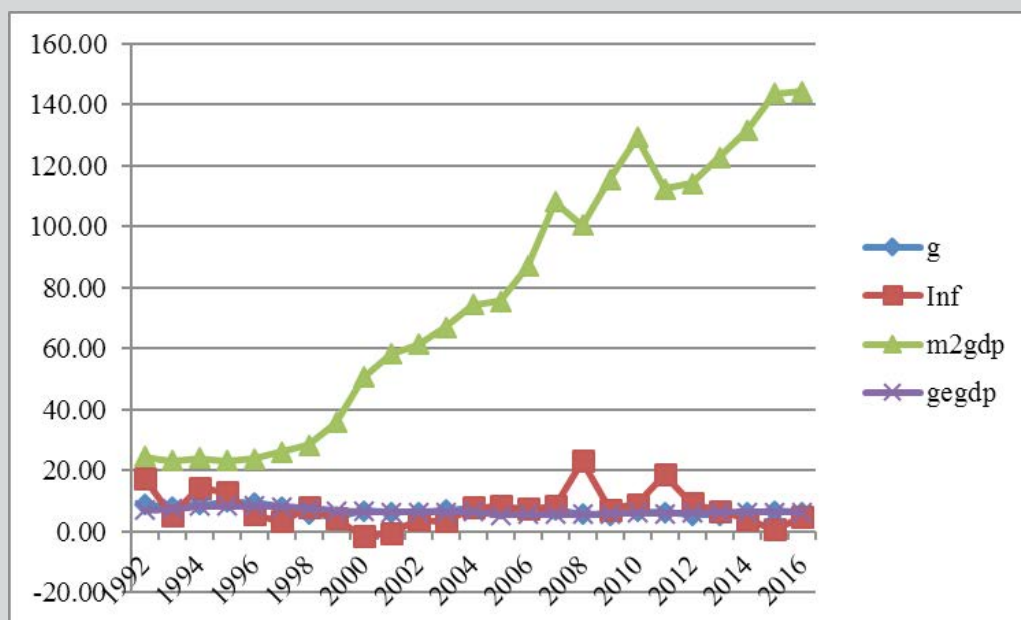
Trong 6 nhóm ngành có đóng góp cao trong thu nhập, cao nhất là nhóm ngành nông-lâm-thủy sản, kế đến là nhóm ngành công nghiệp chế biến, thấp nhất là nhóm tài chính-bảo hiểm và nhóm ngành bất động sản. Sau giai đoạn khủng hoảng, đóng góp của các ngành trong thu nhập cũng có xu hướng giảm (trừ nhóm kinh doanh bán buôn và bán lẻ có xu hướng tăng). Điều đáng nói là nhóm ngành nông-lâm-thủy sản luôn dẫn đầu và chiếm tỷ trọng cao nhất, trong khi nhóm ngành này phụ thuộc nhiều vào biến động giá trên thế giới và phụ thuộc nhiều vào thời tiết, việc này tạo ra tính bất ổn cho tăng trưởng và không đạt kế hoạch theo chiến lược công nghiệp hóa, hiện đại hóa.



Hình 3.17. SO SÁNH CHỈ SỐ TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ CỦA VIỆT NAM VÀ CÁC NƯỚC ASEAN (2000-2015)

Nguồn: Tổng hợp từ ADB và tính toán của tác giả

Trái với chỉ số lạm phát, về tăng trưởng kinh tế tính trung bình trong giai đoạn từ 2000 đến 2015 thì Campuchia đạt cao nhất (7,8%/năm), kế đến là Lào (7,3%/năm), thấp nhất là Brunei (1%/năm), Việt Nam có mức tăng trưởng đạt 6,4%/năm đứng cao thứ ba trong khu vực sau Campuchia và Lào.



Hình 3.18. QUAN HỆ GIỮA LẠM PHÁT (INF), TĂNG TRƯỞNG (G), ĐỘ SÂU TÀI CHÍNH (M2/GDP) VÀ CHI TIÊU CHÍNH PHỦ SO GDP (GE/GDP)

Nguồn: Tổng hợp từ ADB, Tổng cục thống kê, NHHH và tính toán của tác giả

Ghi chú: Số liệu năm 2016 là số ước tính.

Với dữ liệu trong suốt khoảng thời gian từ năm 1992 cho đến 2016, chúng ta nhận thấy rằng: mặc dù xu hướng trước và sau khủng hoảng 2008 được chia làm hai hướng khác nhau, tuy nhiên nhìn chung các mối quan hệ này được tóm tắt như sau: Quan hệ giữa độ sâu tài chính (m2gdp) với tăng trưởng kinh tế: giai đoạn trước khủng hoảng cho thấy xu hướng tăng độ sâu tài chính góp phần cho tăng trưởng kinh tế, tuy nhiên sau giai đoạn khủng hoảng việc mở rộng tín dụng, tăng nhanh độ sâu tài chính vẫn không kích thích cho tăng trưởng kinh tế mà ngược lại góp phần gia tăng lạm phát (nhất là các năm 2008 và 2011). Hình trên cũng cho thấy mối quan hệ khá chặt chẽ giữa tăng trưởng kinh tế với chi tiêu chính phủ so với GDP. Hai chỉ số này có quan hệ khá chặt chẽ, kể cả giai đoạn trước hay sau khủng hoảng. Điều này cho thấy chi tiêu chính phủ là yếu tố quan trọng đóng góp trong tăng trưởng kinh tế.

3.3.2. Phân tích định lượng mối quan hệ giữa tăng trưởng và lạm phát

Hộp 3.3. Tổng quan các mô hình lý thuyết và nghiên cứu về quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và lạm phát

Xét trên phương diện về mặt lý thuyết kinh tế thì lạm phát tác động đến tăng trưởng kinh tế thông qua kênh tiết kiệm và đầu tư. Theo phương trình Fisher thì:

$$r = i - \pi \text{ hay } i = r + \pi$$

Trong đó: (r) gọi là lãi suất thực; (i) là lãi suất danh nghĩa và (π) là tỷ lệ lạm phát. Nghĩa là lãi suất danh nghĩa sẽ bằng với lãi suất đầu tư (lãi suất thực) cộng với lạm phát kỳ vọng. Hiệu ứng Fisher được hiểu là lãi suất danh nghĩa sẽ được điều chỉnh trước sự thay đổi của lạm phát kỳ vọng với tỷ lệ (1:1) sao cho lãi suất thực được giữ ở mức không đổi.

Trong nền kinh tế mở thì: $I = s.Y + B - NX$. Trong đó (I) là tổng đầu tư (bao gồm đầu tư của chính phủ và đầu tư tư nhân); (s) là tỷ lệ tiết kiệm; (B) là cán cân ngân sách và (NX) là xuất khẩu ròng (bằng xuất khẩu trừ nhập khẩu). Công thức này cho thấy giữa thu nhập quốc gia (Y) và đầu tư (I) có mối quan hệ đồng biến.

Ngoài ra, chúng ta biết rằng có nhiều yếu tố ảnh hưởng lên hành vi tiết kiệm và đầu tư của khu vực tư nhân, trong đó yếu tố quan trọng chính là lãi suất. Lãi suất với ý nghĩa là suất sinh lời của tiết kiệm nên nó có tác động đồng biến với lượng tiết kiệm, nghĩa là khi lãi suất tăng lên sẽ khuyến khích người dân gia tăng tiết kiệm và ngược lại khi lãi suất giảm đi thì tiết kiệm của người dân cũng sẽ giảm xuống.

Theo Keynes thì trong ngắn hạn, sẽ có sự đánh đổi giữa lạm phát và tăng trưởng, theo đó muốn có tăng trưởng cao thì phải chấp nhận một tỷ lệ lạm phát nhất định. Trong giai đoạn này, tốc độ tăng trưởng và lạm phát di chuyển cùng chiều. Về dài hạn, nếu tiếp tục chấp nhận tăng lạm phát để thúc đẩy tăng trưởng thì GDP cũng không tăng thêm, ngược lại còn có xu hướng giảm đi. Dựa trên quan điểm của Keynes, một số nghiên cứu cho rằng lạm phát ở mức vừa phải sẽ thúc đẩy tăng trưởng (Mubarik, 2005). Ngược lại, một số nghiên cứu khác cho thấy, lạm phát lại có tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế khi nó vượt qua một ngưỡng nhất định (Ocran 2007, Khan và Senhadji, 2001).

Theo đó, các nghiên cứu của Sarel (1996), Gosh và Phillips (1998), hay Shan và Senhadji (2001), và một số nhà nghiên cứu khác đã lượng hóa mối quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng kinh tế thông qua việc tìm ra ngưỡng lạm phát tối ưu, các nghiên cứu đã tìm ra ngưỡng lạm phát, mà tại đó nếu lạm phát vượt qua sẽ có tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế. Sarel tìm ra ngưỡng lạm phát là 8%, còn nghiên cứu của Shan và Senhadji tìm ra ngưỡng lạm phát cho các nước đang phát triển là 11 - 12%, các nước công nghiệp khoảng 1 - 3%.

Nghiên cứu của tác giả Khan (2005) trong việc tìm ra ngưỡng lạm phát tối ưu ở các nước Trung Đông và Trung Á là khoảng 3,2%/năm. Nghiên cứu của Li (2006) dựa trên số liệu của 90 nước đang phát triển, giai đoạn 1961-2004, tìm ra ngưỡng lạm phát là 14%/năm. Nghiên cứu của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF, 2006) về mức độ lạm phát ở Việt Nam với các nước Đông Nam Á đã chỉ ra rằng, mức lạm phát tối ưu cho tăng trưởng kinh tế ở các nước vùng Đông Nam Á, trong đó có Việt Nam khoảng 3,6%.

Trần Hoàng Ngân, Hoàng Hải Yến và Vũ Thị Lệ Giang (2010) nghiên cứu về Lạm phát và tốc độ tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam qua số liệu GDP và CPI của Việt Nam từ năm 1997 đến năm 2010, nhóm nghiên cứu đã chỉ ra rằng, ngưỡng lạm phát ở Việt Nam nên là 5% - 6%. Việc lạm phát tăng cho đến ngưỡng 6%/năm không quá nguy hại đến nền kinh tế. Còn nếu lạm phát ở trên ngưỡng 6%, để tăng trưởng kinh tế, Chính phủ lại phải điều tiết giảm lạm phát.

Nhóm nghiên cứu của Tân Anh, Tường Lan Anh, Nguyễn Văn Chiến, Nguyễn Nam Hải, Vũ Thị Thanh Hương, Nguyễn Xuân Nhật, Phạm Quý Thọ, Nguyễn Thị Thu (2013), nghiên cứu chủ yếu định tính quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam giai đoạn từ năm 2002 đến năm 2010, dựa trên tổng quan lý thuyết và nghiên cứu trước, tác giả cho thấy lạm phát và tăng trưởng ở Việt Nam có quan hệ đồng biến, trong đó lạm phát xuất phát từ nói lỏng chính sách tiền tệ và tài khóa.

Trương Minh Tuấn (2013) nghiên cứu mối quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng kinh tế: Nghiên cứu thực nghiệm Việt Nam với dữ liệu từ quý 1/2001 đến quý IV/2011. Tác giả sử dụng phương pháp VAR và ECM để đánh giá tác động các biến: tăng trưởng kinh tế, giá dầu, cung tiền và tỷ giá đến lạm phát. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại quan hệ dài hạn giữa lạm phát và tăng trưởng.

Nghiên cứu của Nguyễn Đức Độ (2014), nghiên cứu về quan hệ giữa tăng trưởng, lạm phát và tiết kiệm, đầu tư tại Việt Nam với dữ liệu từ 2004 đến 2013. Trong mô hình tăng trưởng kinh tế theo chiều rộng của Việt Nam, đầu tư là biến số quyết định tốc độ tăng trưởng GDP, tỷ lệ lạm phát CPI, mức nhập siêu, cũng như quy mô thu Ngân sách Nhà nước (NSNN). Mô hình định lượng về mối quan hệ giữa tăng trưởng, lạm phát, tiết kiệm và đầu tư (GISI) tại Việt Nam được đề xuất trong bài viết này cho thấy, để đạt được sự tăng trưởng kinh tế bền vững, tốc độ tăng đầu tư cần tương đương với tốc độ tăng trưởng GDP. Hơn nữa, với mức lạm phát mục tiêu đề ra càng thấp bao nhiêu, thì tốc độ tăng trưởng GDP bền vững của nền kinh tế sẽ càng cao bấy nhiêu.

Dựa vào tổng quan lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm trong và ngoài nước để đánh giá mối quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng kinh tế, tác giả áp dụng mô hình như sau:

$$g = \alpha_0 + \alpha_1 inf + \alpha_2 m2gdp + \alpha_3 gegdp + u$$

Với: g: đo lường cú sốc cầu, là tỷ lệ thay đổi của GDP, $g = (GDP_t - GDP_{t-1}) / GDP_{t-1}$

inf: tỷ lệ thay đổi của chỉ số CPI năm t so với năm t-1, $inf = (CPI_t - CPI_{t-1}) / CPI_{t-1}$

m2gdp: đo lường độ sâu tài chính, đại diện cho tác động của chính sách tiền tệ đến tăng trưởng, $m2gdp = M2_t / GDP_t$

gegdp: đo lường tác động chính sách tài khóa mà đại diện là chi tiêu chính phủ so với GDP, $gegdp = GE_t / GDP_t$

α_0 : tung độ gốc, các giá trị α là hệ số dốc và u là sai số ngẫu nhiên.

Theo Keynes và các nghiên cứu đã phân tích cho thấy giữa tăng trưởng với lạm phát có mối quan hệ phi tuyến (đường cong). Do đó các tác giả sử dụng hồi quy ngưỡng theo phương pháp của Hansen để xác định ngưỡng lạm phát tối ưu cho Việt Nam, với dữ liệu được thu thập từ năm 1992 cho đến năm 2016 (sử dụng phương pháp bootstrap 1000 lần, nhằm tăng số mẫu và độ tin cậy cho bộ dữ liệu nghiên cứu), ngoài ra các tác giả đã kết hợp xử lý tính dừng bằng cách sử dụng sai phân bậc 1 trên bộ dữ liệu đã giúp khắc phục hiện tượng không dừng và phương sai thay đổi trong bộ dữ liệu chuỗi thời gian (làm giảm độ biến thiên của bộ dữ liệu nhất là trong các năm có mức tăng/giảm mạnh). Kết quả cho thấy tồn tại mối quan hệ ngưỡng giữa tăng trưởng và lạm phát, với ngưỡng lạm phát tối ưu là 3,22%/năm.

Bảng 3.4. Kết quả mô hình ngưỡng giữa tăng trưởng và lạm phát, trường hợp ngưỡng lạm phát $\leq 3,22\%$

Tên biến	Hệ số	Sai số chuẩn	Pr
Const	-3.42	0.02	0.00
inf	0.45	0.004	0.00
m2gdp	0.37	0.001	0.00
gegdp	-1.33	0.02	0.00
Adj R ²	0.87		
P-value	0.00		

Nguồn: Tính toán của tác giả bằng kỹ thuật bootstrap trên phần mềm R

Bảng 3.5. Kết quả mô hình ngưỡng giữa tăng trưởng và lạm phát, trường hợp ngưỡng lạm phát >3,22%

Tên biến	Hệ số	Sai số chuẩn	Pr
Const	-0.25	0.02	0.00
inf	-0.005	0.001	0.01
m2gdp	0.02	0.001	0.00
gegdp	0.84	0.018	0.00
Adj R ²	0.23		
P-value	0.00		

Nguồn: Tính toán của tác giả bằng kỹ thuật bootstrap trên phần mềm R

Như vậy với ngưỡng lạm phát tối ưu là 3,22%/năm, nghĩa là nếu mức lạm phát được giữ ở mức dưới ngưỡng này sẽ kích thích cho tăng trưởng kinh tế (lạm phát tăng thêm 1% thì kinh tế tăng trưởng thêm 0,45%). Ngoài ra trong ngưỡng này thì tăng độ sâu tài chính cũng giúp tăng trưởng (độ sâu tài chính tăng thêm 1% giúp tăng trưởng kinh tế thêm 0,37%), ngược lại nếu tăng chi tiêu chính phủ mà không đẩy mạnh tăng thu nhập thì tạo hiệu ứng ngược (tỷ lệ chi tiêu chính phủ so GDP tăng 1% làm tăng trưởng giảm 1,33%).

Trái lại, với mức lạm phát trên 3,22%/năm sẽ tạo hiệu ứng kiềm chế tăng trưởng, tuy nhiên cũng ở mức thấp (lạm phát tăng 1%, tăng trưởng kinh tế giảm 0,005%). Ngoài ra nếu mức lạm phát trên 3,22%, các chỉ số về độ sâu tài chính, hay chi tiêu chính phủ so với GDP đều có quan hệ thuận chiều và kích thích tăng trưởng, đặc biệt ảnh hưởng của chi tiêu chính phủ/GDP lên tăng trưởng rất cao (tỷ lệ này tăng 1%, tăng trưởng kinh tế thêm 0,84%).

Kết quả nghiên cứu này khá tương đồng với nghiên cứu của Khan (2005) tìm ra ngưỡng lạm phát tối ưu ở các nước Trung Đông và Trung Á là khoảng 3,2%/năm hay nghiên cứu của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (2006) về mức độ lạm phát ở Việt Nam với các nước Đông Nam Á cho thấy mức lạm phát tối ưu cho tăng trưởng kinh tế ở các nước vùng Đông Nam Á, trong đó có Việt Nam khoảng 3,6%, khác với các nghiên cứu trong nước chủ yếu phân tích định tính hay đánh giá tác động hoặc tìm quan hệ nhân quả giữa tăng trưởng kinh tế với lạm phát mà chưa đưa ra ngưỡng lạm phát.

3.3.3. Các hàm ý và bình luận về mục tiêu tăng trưởng và lạm phát năm 2017 của Chính phủ

Nghiên cứu tìm ra ngưỡng lạm phát tối ưu là khoảng 3,22%/năm, ngưỡng này sẽ kích thích kinh tế phát triển tốt. Tuy nhiên qua dữ liệu thực tế về chỉ số lạm phát nhận thấy rằng nhiều năm qua Việt Nam có mức lạm phát quá cao (trên 3,22%) làm tăng trưởng kinh tế suy giảm (vì nếu chỉ số lạm phát vượt qua ngưỡng 3,22% thì cứ lạm phát tăng thêm 1% làm tăng trưởng kinh tế suy giảm 0,005%/năm). Mặc dù vậy, nhưng tác động biên không nhiều nên “cảm giác” đánh đổi giữa lạm phát và tăng trưởng kinh tế chưa rõ rệt. Ngoài ra các chính sách nới lỏng tài khóa hay tiền tệ cũng tạo đà giúp kinh tế tăng trưởng (nhất là chính sách tài khóa, vì tác động biên khá cao, với mức 0,84%/năm).

Bảng 3.6. Một số chỉ tiêu kế hoạch năm 2017

STT	Chỉ tiêu	Đơn vị	Kế hoạch năm 2016	Ước thực hiện năm 2016	Kế hoạch năm 2017
1.	Tốc độ tăng tổng sản phẩm trong nước (GDP)	%	6,7	6,3% - 6,5%	6,70%
2.	Tốc độ tăng tổng kim ngạch xuất khẩu	%	10	6 - 7%	6 - 7%
3.	Tỷ lệ nhập siêu so với tổng kim ngạch xuất khẩu	%	<5	Xuất siêu 0,6	3,50%
4.	Tổng vốn đầu tư phát triển toàn xã hội so với GDP	%	31	32,5	31,5
5.	Chỉ số tăng giá tiêu dùng (CPI)	%	<5%	4,5 - 5%	4%

Nguồn: Báo cáo các mục tiêu kinh tế-xã hội của Chính phủ năm 2017

Như vậy, mặc dù Chính phủ trong các năm gần đây cố gắng kiềm chế lạm phát ở mức trên, dưới 5%/năm, nhưng mức này vẫn cao hơn ngưỡng lạm phát tối ưu. Theo kế hoạch Chính phủ đề ra về các chỉ số kinh tế năm 2017 như bảng trên cho thấy chỉ số lạm phát kế hoạch ở mức 4% vẫn cao hơn mức ngưỡng tối ưu là 3,22%, bên cạnh đó tỷ lệ nhập siêu cũng ở mức cao so với dự trữ, hay mức thâm hụt ngân sách vẫn duy trì mức cao mà thâm hụt chủ yếu từ kênh tiêu dùng, hay chính sách tiền tệ vẫn chưa thật sự linh hoạt, tăng trưởng tín dụng vẫn duy trì ở mức cao nhằm kích thích tăng trưởng. Nhưng như đã phân tích, khi chỉ số lạm phát vượt ngưỡng tối ưu sẽ tạo hiệu ứng ngược lên tăng trưởng, chính phủ muốn duy trì tăng trưởng cao buộc phải nới lỏng chính sách tài khóa hay tiền tệ, nhưng khi nới lỏng chính sách lại tạo cú hích cho lạm phát tăng trở lại. Với kết quả tính toán nêu trên, trong năm 2017 và các năm tiếp theo, Chính phủ cần chú trọng các giải pháp tổng hợp tiếp tục kiềm chế lạm phát đạt dưới 4% và tiến tới tiệm cận ngưỡng lạm phát tối ưu là 3,22%/năm mới thật sự giúp phát triển kinh tế đi kèm với ổn định giá cả và thu nhập cho người dân.

Có một điều cần lưu ý ở đây là, Chính phủ muốn duy trì tăng trưởng cao buộc phải nới lỏng chính sách tài khóa hay chính sách tiền tệ, nhưng khi nới lỏng các chính sách này sẽ tạo cú hích làm cho lạm phát tăng trở lại. Vì vậy, các mục tiêu đôi khi là ngược chiều, đối nghịch nhau. Tuy nhiên, như đã nêu, Chính phủ cần chú trọng các giải pháp mang tính tổng hợp với các ràng buộc về chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa để tiếp tục kiềm chế lạm phát đạt dưới 4% như mục tiêu mong muốn và tiến tới tiệm cận ngưỡng lạm phát tối ưu là 3,22%/năm (theo kết quả tính này) hoặc theo kết quả tính toán ngưỡng lạm phát tối ưu mà IMF ước lượng cho Việt Nam là 3,6%. Suy cho cùng, lạm phát phải được kiềm chế dưới 4% thì mới đạt được tốc độ tăng trưởng mong muốn, cũng như ổn định được kinh tế vĩ mô.

>>> TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tiếng Việt

Nguyễn Thị Thu Hằng và Nguyễn Đức Thành (2010), *Các nhân tố vĩ mô quyết định lạm phát ở Việt Nam giai đoạn 2000-2010: các bằng chứng và thảo luận*, Trung Tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách VEPR Trường đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội.

Trần Thị Thùy Anh (2014), *Cung tiền, lạm phát và tác động của nó đến kinh tế vĩ mô*, *Tạp chí Tài chính* số 1, 2014.

Phan Lê Trung và Phạm Lê Thông (2014), *Các nhân tố vĩ mô ảnh hưởng đến lạm phát Việt Nam*, *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, số 102 tháng 9/2014.

Tân Anh, Tường Lan Anh, Nguyễn Văn Chiến, Nguyễn Nam Hải, Vũ Thị Thanh Hương, Nguyễn Xuân Nhật, Phạm Quý Thọ, Nguyễn Thị Thu (2013), *Tăng trưởng kinh tế và lạm phát Việt Nam*, *Tạp chí Tài chính*, số 8/2013.

Trần Hoàng Ngân, Hoàng Hải Yên và Vũ Thị Lệ Giang (2010), *Lạm phát và tốc độ tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam*, Trường Đại học Kinh tế TP Hồ Chí Minh.

Nguyễn Đức Độ (2014), *Quan hệ giữa tăng trưởng, lạm phát, tiết kiệm và đầu tư tại Việt Nam*, *Tạp chí Tài chính*, số 2/2014.

Trương Minh Tuấn (2013), Mối quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng kinh tế:

Nghiên cứu thực nghiệm Việt Nam, *Tạp chí Phát triển Kinh tế* tháng 12/2013.

Tiếng Anh

Friedman, Milton (1970), A theoretical framework for Monetary Analysis, *Journal of Political Economy* 78(2), 193-238.

Barnett, Vincent. John Maynard Keynes (2013), *London: Routledge*. ISBN 978-0415567695.

Clarke, Peter. Keynes (2009), *The Twentieth Century's Most Influential Economist*, Bloomsbury. ISBN 978-1-4088-0385-1.

Phillips Alban W. (1958), The relationship between unemployment and the rate of change of money wages in the UK 1861-1957, *Economica*.

Farhad Taghizadeh-Hesary and Naoyuki Yoshino (2015), Macroeconomic Effects of Oil Price Fluctuations on Emerging and Developed Economies in a Model Incorporating Monetary Variables, *ADB Working Paper Series*.

CHƯƠNG 4

LẠM PHÁT VÀ TỶ SUẤT LỢI NHUẬN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Trần Hùng Sơn
Nguyễn Đình Thiên
Nguyễn Thanh Liêm

Tóm Tắt

Nghiên cứu này phân tích mối quan hệ giữa lạm phát và tỷ suất lợi nhuận đầu tư cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua việc kiểm định hai giả thuyết Fisher (lạm phát có quan hệ cùng chiều với tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu) và Fama (mối quan hệ giữa lạm phát với hoạt động kinh tế thực và mối quan hệ giữa tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu với hoạt động kinh tế thực). Kết quả nghiên cứu cho thấy không tồn tại giả thuyết Fisher và chỉ tồn tại một phần giả thuyết Fama tại thị trường chứng khoán Việt Nam. Điều này cho thấy khi đầu tư trên thị trường chứng khoán tại Việt Nam, các nhà đầu tư không được bù đắp cho việc gánh chịu lạm phát, nói cách khác thị trường chứng khoán không phải là một kênh đầu tư chống lại lạm phát.

Kết quả nghiên cứu đã cho các hàm ý quan trọng đối với Chính phủ Việt Nam và các nhà đầu tư. Đối với Chính phủ, để thu hút nguồn vốn đầu tư nước ngoài và thu hút các nhà đầu tư tiềm năng đang tìm kiếm các cơ hội đầu tư vào thị trường cận biên như Việt Nam cần có chính sách ổn định lạm phát. Đối với các nhà đầu tư, cần chú ý theo dõi các chỉ số hoạt động kinh tế thực (đại diện là giá trị sản xuất công nghiệp) - đây là một chỉ số dự báo tăng hay giảm tỷ suất lợi nhuận của TTCK Việt Nam.

4.1. GIỚI THIỆU

Cho đến giữa thập niên 1970, nhiều nhà kinh tế học đều cho rằng tỷ suất lợi nhuận thực của một tài sản và lạm phát sẽ có quan hệ cùng chiều hoặc ít nhất là sẽ không có quan hệ nghịch. Mỗi quan hệ cùng chiều này được thể hiện trong giả thuyết Fisher về lãi suất, theo đó tỷ suất lợi nhuận danh nghĩa của một tài sản bao gồm tỷ suất lợi nhuận thực cộng với lạm phát kỳ vọng. Theo phương trình Fisher mở rộng, tỷ suất lợi nhuận danh nghĩa là một hàm số của tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng (danh nghĩa), tỷ suất lợi nhuận ngoài kỳ vọng (danh nghĩa) và lạm phát kỳ vọng lẫn lạm phát ngoài kỳ vọng (Bodie, 1976; Peel và Pope, 1988). Mỗi quan hệ cùng chiều giữa tỷ suất lợi nhuận của chứng khoán và lạm phát cho thấy đầu tư vào cổ phiếu là một kênh đầu tư chống lạm phát. Nói cách khác, khi đầu tư vào cổ phiếu nhà đầu tư sẽ được bù đắp cho phần sức mua bị mất đi do lạm phát. Tuy nhiên, cũng có không ít các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ suất lợi nhuận đầu tư cổ phiếu với lạm phát (Bodie, 1976; Fama, 1981; Adams và ctg., 2004). Fama (1981) đã giải thích tương quan âm giữa lạm phát và tỷ suất lợi nhuận cổ phiếu là do tồn tại hai mối quan hệ song song: (1) lạm phát và các hoạt động kinh tế thực (real economic activities) và (2) các hoạt động kinh tế thực và tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu. Trong đó, tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu có quan hệ cùng chiều với hoạt động kinh tế thực, và hoạt động kinh tế thực thì có tương quan ngược với lạm phát; do vậy tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu có quan hệ ngược chiều với lạm phát.

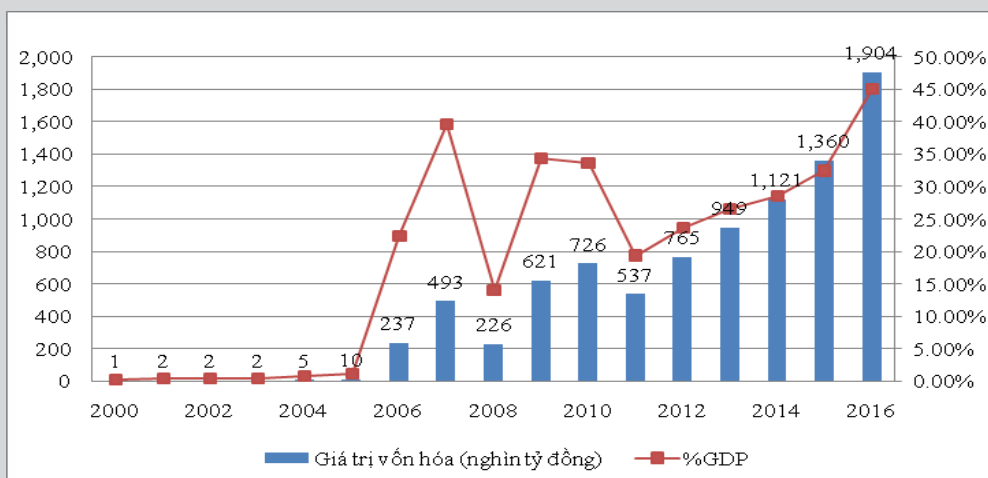
Trong những năm gần đây, Việt Nam trải qua các bất ổn kinh tế vĩ mô như tăng trưởng kinh tế thấp, thâm hụt ngân sách và thương mại, nợ công cao và ngày càng tăng, lạm phát cao, có tính ì lớn và biến động nhiều. Trong bài viết này, chúng tôi thực hiện một nghiên cứu về mối quan hệ giữa lạm phát, tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán Việt Nam và các hoạt động kinh tế thực nhằm kiểm định: (1) Giả thuyết Fisher (The Fisher Hypothesis); và (2) Giả thuyết Fama (The Fama hypothesis). Công trình nghiên cứu này sẽ góp phần vào các nghiên cứu về mối quan hệ giữa tỷ suất lợi nhuận đầu tư chứng khoán và lạm phát tại các thị trường mới nổi và thị trường cận biên như Việt Nam. Với quy mô và giá trị giao dịch còn thấp, cũng như số lượng nhà đầu tư duy lý còn ít so với các thị trường phát triển, theo Spyrou (2004) mối quan hệ giữa tỷ suất lợi nhuận đầu tư chứng khoán và lạm phát ở các nền kinh tế mới nổi có thể sẽ có những khác biệt đáng kể. Ngoài ra, nghiên cứu này cũng góp phần làm rõ, xác định xem thị trường chứng khoán Việt Nam có đóng vai trò như một công cụ phòng ngừa lạm phát hay không? Cuối cùng, nghiên cứu này sẽ cung cấp cơ sở lý thuyết cho các nhà hoạch định chính sách trong quá trình hoạch định chính sách thu hút đầu tư.

4.2. TỔNG QUAN NHỮNG BIẾN ĐỘNG CỦA LẠM PHÁT VÀ TỶ SUẤT LỢI NHUẬN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

4.2.1. Sự phát triển của thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam

Thị trường chứng khoán Việt Nam đánh dấu bước phát triển mới vào ngày 20/7/2000, khi Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (TTGD-CK TP Hồ Chí Minh) chính thức khai trương với chức năng chủ yếu là tổ chức giao dịch cổ phiếu, trái phiếu đủ điều kiện niêm yết giao dịch. Sau khi TTGDCK TP Hồ Chí Minh đi vào hoạt động được 3 năm, Chính phủ đã chỉ đạo UBCKNN sớm xây dựng TTGDCK Hà Nội. Trên tinh thần đó, Bộ Tài chính (UBCKNN) đã triển khai rất tích cực về các vấn đề cơ sở vật chất, nhân sự con người và hệ thống. Nhờ vậy, TTGDCK Hà Nội đã chính thức được ra đời vào ngày 8/3/2005.

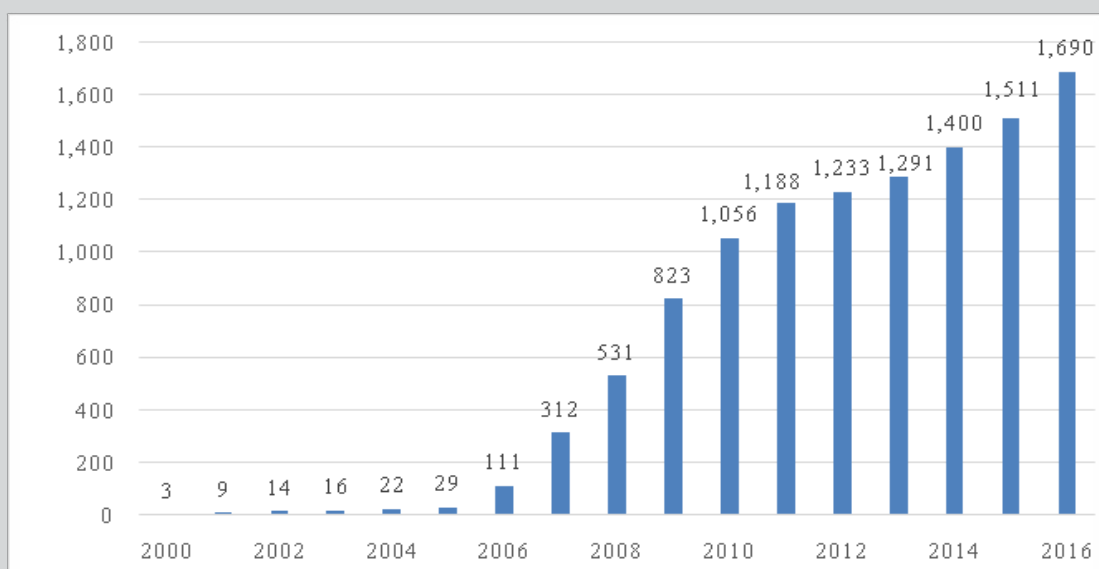
Quy mô vốn hóa TTCK có sự tăng trưởng vượt bậc, tăng hàng nghìn lần so với thời kỳ đầu. Từ mốc ban đầu chỉ có 2 doanh nghiệp niêm yết với vốn hóa thị trường chỉ đạt 986 tỷ đồng, chiếm 0,28% GDP vào năm 2000, đến năm 2016, TTCK Việt Nam đã có 695 công ty niêm yết trên hai sở GDCK và trên 400 công ty đăng ký giao dịch trên UPCoM, quy mô niêm yết đã tăng 2.300 lần; vốn hóa thị trường cổ phiếu tăng hơn 1.500 lần so với năm 2000. Giá trị dư nợ trái phiếu chiếm khoảng 24% GDP, mức vốn hóa thị trường cổ phiếu đạt trên 45% GDP vào cuối năm 2016.



Hình 4.1.

QUY MÔ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nguồn: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước



Hình 4.2. QUY MÔ TÀI KHOẢN NHÀ ĐẦU TƯ (NGHÌN TÀI KHOẢN)

Nguồn: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

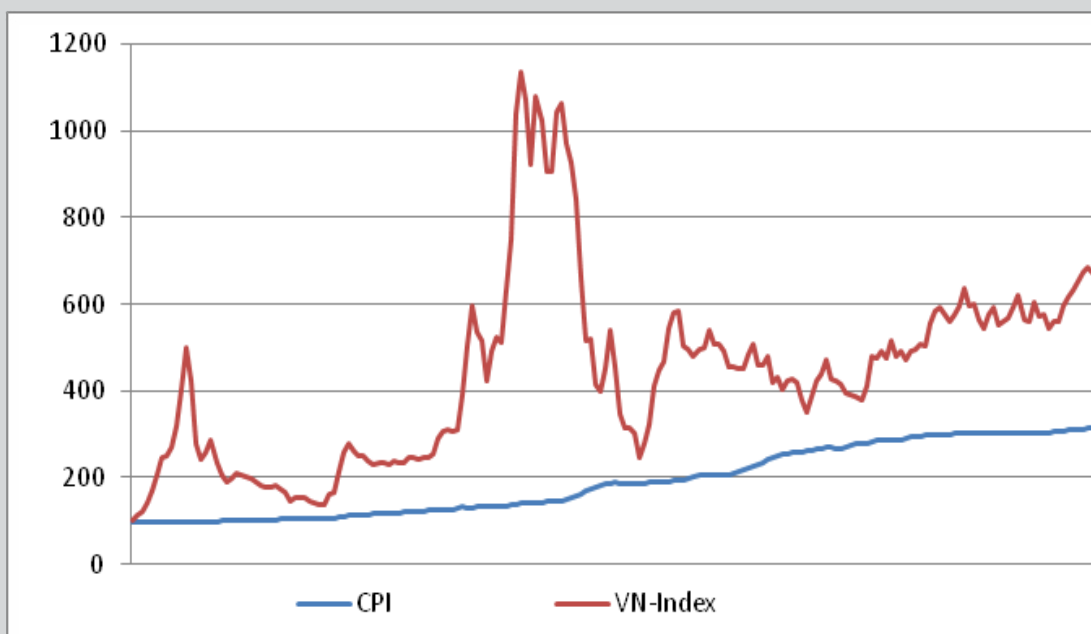
Thị trường chứng khoán ngày càng thu hút số lượng lớn sự tham gia của các nhà đầu tư (NĐT) trong và ngoài nước. TTCK Việt Nam trở thành điểm đến hấp dẫn đối với các NĐT nước ngoài. Số lượng tài khoản NĐT đã không ngừng gia tăng, từ khoảng 3.000 tài khoản NĐT tham gia khi mới mở cửa thị trường vào năm 2000, đạt 1,69 triệu tài khoản vào năm 2016, tăng 580 lần so với năm 2000; số lượng NĐT nước ngoài cũng đã tăng 2,3 lần so với năm 2007, ước tính huy động khoảng 17,2 tỷ USD vốn đầu tư gián tiếp góp phần làm tăng quy mô vốn đầu tư xã hội và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

4.2.2. Biến động lạm phát và tỷ suất lợi nhuận của TTCK Việt Nam

Trong giai đoạn 2006 đến 2012, Việt Nam đã phải chịu mức lạm phát cao, trung bình gần 12%/năm. Nếu lấy năm 2000 làm gốc thì lạm phát (CPI) tại Việt Nam luôn tăng đều đặn trong giai đoạn 2000-2016. Trong khi đó, thị trường chứng khoán sau thời gian đạt đỉnh năm 2007-2008 vẫn chưa phục hồi và tiếp tục có những biến động trong giai đoạn 2008-2016.

Khi chia lạm phát thành các thành phần: lạm phát thực tế (actual inflation), lạm phát kỳ vọng (expected inflation) và lạm phát ngoài kỳ vọng (unexpected inflation),

trong đó lạm phát thực tế có giá trị cao nhất còn lạm phát ngoài kỳ vọng có giá trị thấp nhất và lạm phát kỳ vọng thường có giá trị dương.⁸ Hình 4.4 cho thấy 3 loại lạm phát này thường có biến động cùng chiều với nhau và biến động nhiều nhất ở giai đoạn trước 2012, từ năm 2014 trở đi lạm phát ít biến động. Lạm phát ngoài kỳ vọng có mức biến động nhiều nhất và có nhiều giá trị âm, điều này cho thấy lạm phát thường được kỳ vọng cao hơn mức thực tế.⁹ Việc lạm phát ngoài kỳ vọng có mức biến động cao nhất cho thấy các nhà đầu tư tại Việt Nam chịu rủi ro lạm phát cao.

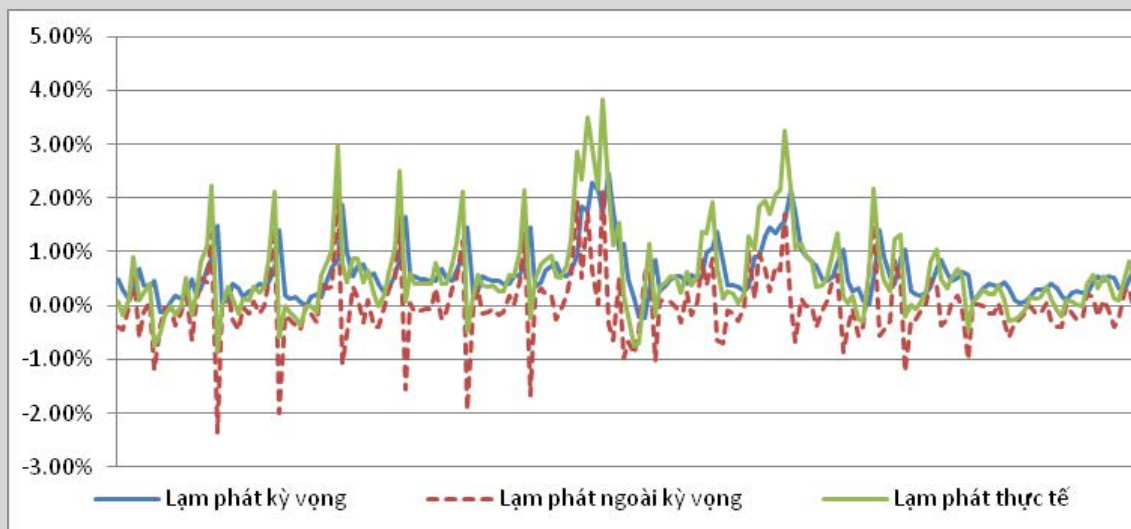


Hình 4.3. XU HƯỚNG CPI, CHỈ SỐ VN-INDEX, THÁNG 7/2000 - THÁNG 12/2016

Nguồn: Thomson Reuters, Tổng cục Thống kê và tính toán của nhóm nghiên cứu

⁸ Cách tính lạm phát kỳ vọng và lạm phát ngoài kỳ vọng được chúng tôi trình bày ở hộp 4.3 mục 4.3.2 trong chương này.

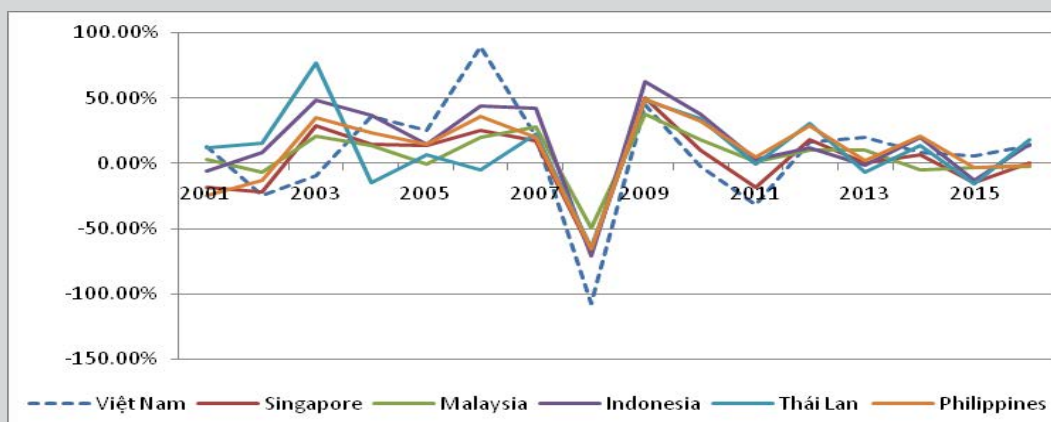
⁹ Trong 197 kỳ quan sát, số kỳ mà lạm phát ngoài kỳ vọng có giá trị âm là 110 kỳ.



Hình 4.4. LẠM PHÁT THỰC TẾ, LẠM PHÁT KỲ VỌNG VÀ LẠM PHÁT NGOÀI KỲ VỌNG, THÁNG 7/2000 - THÁNG 12/2016

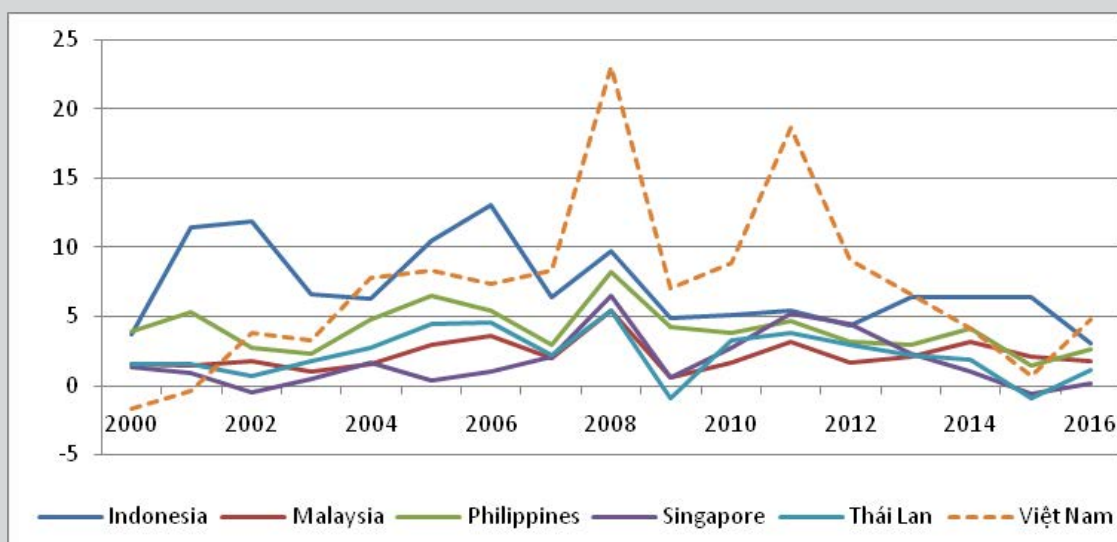
Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu

So với các nước ASEAN, tỷ suất lợi nhuận đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam có mức biến động cao hơn. Đặc biệt, trong giai đoạn 2008-2012, tỷ suất lợi nhuận của TTCK Việt Nam thấp hơn so với các nước trong khu vực. Khi so sánh tỷ lệ lạm phát của Việt Nam với một số quốc gia ASEAN cho thấy xu hướng lạm phát Việt Nam cùng chiều với các nước nhưng lạm phát ở Việt Nam thường cao hơn rất nhiều. Điều này cho thấy rằng khi đầu tư trên thị trường chứng khoán tại Việt Nam các nhà đầu tư sẽ gánh chịu rủi ro lạm phát cao hơn và nhận được mức sinh lời thực thấp hơn so với việc đầu tư trên TTCK của các nước ASEAN khác.



Hình 4.5. TỶ SUẤT LỢI NHUẬN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM VÀ CÁC NƯỚC ASEAN, 2000 - 2016

Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu



Hình 4.6. TỶ LỆ LẠM PHÁT CỦA VIỆT NAM VÀ CÁC NƯỚC ASEAN, 2000-2016

Nguồn: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>

4.3. PHÂN TÍCH THỰC NGHIỆM MỐI QUAN HỆ GIỮA LẠM PHÁT VÀ TỶ SUẤT LỢI NHUẬN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

4.3.1. Tổng quan các nghiên cứu đã thực hiện

Đã có nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa lạm phát và tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán trên thế giới. Các hướng nghiên cứu gồm: (1) kiểm định giả thuyết Fisher và Fama; (2) kiểm định mối quan hệ giữa lạm phát kỳ vọng, lạm phát ngoài kỳ vọng với tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán; (3) mối quan hệ giữa biến động lạm phát và biến động tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán. Trong đó, đối với các giả thuyết Fisher và Fama thì phần lớn các nghiên cứu chỉ tập trung kiểm định giả thuyết Fisher và có rất ít nghiên cứu kiểm định thực nghiệm cả hai giả thuyết này. Ngoài ra, kết quả phân tích thực nghiệm không có sự thống nhất, các kết quả nghiên cứu trước 1970 cho thấy giả thuyết Fisher được ủng hộ hơn các nghiên cứu sau 1970. Đối với các nghiên cứu về mối quan hệ giữa lạm phát kỳ vọng, lạm phát ngoài kỳ vọng và tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán, nhìn chung các nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra lạm phát ngoài kỳ vọng có ảnh hưởng tiêu cực đối với

tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán nhưng kết quả này có thể khác nhau tùy mỗi quốc gia.¹⁰

Các nghiên cứu tại Việt Nam về mối quan hệ giữa lạm phát và tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán là không nhiều, và hầu hết các nghiên cứu cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa lạm phát và tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán.¹¹ Hiện tại, chưa có nghiên cứu nào tại Việt Nam thực hiện kiểm định cả hai giả thuyết Fisher và Fama. Nghiên cứu này sẽ kiểm định cả hai giả thuyết Fisher và Fama nhằm xác định xem thị trường chứng khoán Việt Nam có là công cụ ngăn ngừa rủi ro lạm phát, hay mối quan hệ giữa lạm phát và tỷ suất lợi nhuận cổ phiếu chỉ là mối quan hệ “trung gian”.

Hộp 4.1. Các nghiên cứu trên thế giới

Các nghiên cứu kiểm định giả thuyết Fisher và Fama

Hai giả thuyết thuyết chính về mối quan hệ giữa lạm phát và tỷ suất lợi nhuận của các cổ phiếu được các nhà nghiên cứu quan tâm là của Fisher (1930) và Fama (1981). Theo Fisher (1930), cổ phiếu thể hiện quyền nắm giữ tài sản thực và nó là công cụ phòng ngừa lạm phát. Tỷ suất lợi nhuận danh nghĩa của cổ phiếu gồm hai phần: tỷ suất lợi nhuận thực và lạm phát kỳ vọng. Trong đó, tỷ suất lợi nhuận thực độc lập với bất kỳ thay đổi nào của lạm phát. Ngoài ra, tỷ suất lợi nhuận thực được xác định bởi những nhân tố kinh tế thực như yếu tố ưa thích về thời điểm dòng tiền của các nhà đầu tư cũng như năng suất của vốn, và các nhân tố này độc lập với các yếu tố như cung tiền hay lạm phát. Khi lạm phát tăng lên, tỷ suất lợi nhuận danh nghĩa sẽ tăng lên tương ứng, nhưng không làm tăng tỷ suất lợi nhuận thực. Điều này có nghĩa giá trị của tài sản và/hoặc các quyền liên quan đến tài sản thực từ cổ phiếu không bị ảnh hưởng bởi lạm phát. Cơ chế phòng ngừa lạm phát của cổ phiếu hàm ý về mối quan hệ độc lập hoặc cùng chiều giữa tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán và lạm phát. Do đó, tỷ suất lợi nhuận danh nghĩa nhìn chung sẽ tăng 1-1 cùng với gia tăng của lạm phát.

Hầu hết các nghiên cứu trong giai đoạn 1930-1970 cho thấy lý thuyết Fisher giải thích khá tốt mối quan hệ giữa tỷ suất lợi nhuận và lạm phát. Tuy nhiên, từ những năm 1970 trở đi, nhiều nghiên cứu cho thấy các bằng chứng trái ngược với

¹⁰ Nội dung chi tiết các nghiên cứu trên thế giới trình bày ở Hộp 4.1.

¹¹ Nội dung chi tiết các nghiên cứu tại Việt Nam trình bày ở Hộp 4.2.

giả thuyết Fisher (1930), nghĩa là tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán với lạm phát (Nelson, 1976; Bodie, 1976; Jaffe và Mandelker, 1976; Fama và Schwert, 1977; Flannery và Protopapadakis, 2002; Schwert, 1981). Theo giả thuyết trung gian (proxy hypothesis) của Fama (1981), tương quan âm trong nhiều nghiên cứu thực nghiệm giữa lạm phát và giá cổ phiếu là do tồn tại hai mối quan hệ song song: (1) lạm phát và các hoạt động kinh tế thực và (2) các hoạt động kinh tế thực và tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán. Trong đó, tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán có quan hệ cùng chiều với hoạt động kinh tế thực, và hoạt động kinh tế thực thì có tương quan ngược với lạm phát; do vậy tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán có quan hệ ngược chiều với lạm phát. Đặc biệt lý thuyết của Fama (1981) về mối quan hệ giả mạo giữa lạm phát và tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán được ủng hộ bởi các nghiên cứu thực nghiệm như Geske và Roll (1983), Kaul (1987, 1990), Ely và Richardson (1997), Lee (1992), Schotman và Schweitzer (2000) và Gallagher và Taylor (2002). Tuy vậy, Boucher (2006) phản bác lý thuyết trung gian (proxy hypothesis) của Fama và không tìm thấy bằng chứng ủng hộ các giải thích của Fama về mối quan hệ giữa tỷ suất lợi nhuận -lạm phát.

Charath và ctg. (1997) kiểm định giả thuyết Fama tại thị trường Ấn Độ, các bằng chứng thực nghiệm chỉ ủng hộ một phần lý thuyết của Fama. Nghiên cứu cho thấy tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ suất lợi nhuận thực của cổ phiếu và lạm phát ngoài kỳ vọng. Trong một nghiên cứu khác, Jana (2013) kiểm định lại hai giả thuyết Fama và Fisher tại Ấn Độ, kết quả cho thấy giả thuyết Fisher phù hợp trong giai đoạn trước cải cách kinh tế tại Ấn Độ, còn giả thuyết trung gian của Fama phù hợp cho toàn bộ giai đoạn nghiên cứu.

Majid (2006) nghiên cứu mối quan hệ giữa tỷ suất lợi nhuận thực và lạm phát tại Indonesia trong giai đoạn trước khủng hoảng 1997 nhằm kiểm định giả thuyết Fisher (1930) và Fama (1981). Kết quả cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ suất lợi nhuận thực và lạm phát. Kết quả này ngược với giả thiết của Fisher, điều này hàm ý rằng thị trường chứng khoán Indonesia không được xem là công cụ để phòng ngừa lạm phát. Giả thuyết Fama cũng không thể giải thích toàn bộ mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ suất lợi nhuận thực và lạm phát tại Indonesia. Điều này là do tại Indonesia tồn tại mối quan hệ dương giữa hoạt động kinh tế thực và lạm phát, đồng thời có mối quan hệ âm giữa tỷ suất lợi nhuận thực và hoạt động kinh tế thực được ghi nhận. Wongbangpo và Sharma (2002) kiểm định quan hệ giữa tỷ suất lợi nhuận và 5 chỉ báo kinh tế cho 5 quốc gia Indonesia,

Malaysia, Philippines, Singapore và Thái Lan. Kết quả cho thấy tất cả chỉ số giá chứng khoán của 5 quốc gia có quan hệ cùng chiều với tăng trưởng của sản lượng và ngược chiều với lạm phát. Kết quả này ủng hộ một phần giả thuyết trung gian của Fama và phản bác giả thuyết về mối quan hệ độc lập giữa tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu và lạm phát của Fisher.

Al-Khazali (2003) kiểm định mối quan hệ trong ngắn và dài hạn giữa giá cổ phiếu, lạm phát và sản lượng ở 21 quốc gia đang phát triển nhằm đánh giá hiệu lực của hai giả thuyết Fama và Fisher. Kết quả cho thấy trong ngắn hạn tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán và lạm phát ở tất cả các quốc gia trên, trừ Malaysia, do đó phản bác giả thuyết Fisher. Ngoài ra, kết quả của nghiên cứu này cũng bác bỏ giả thuyết trung gian của Fama trong ngắn hạn. Tuy nhiên, trong dài hạn, các kiểm định đồng tích hợp cho thấy có sự cân bằng dài hạn giữa giá cổ phiếu, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) và hoạt động kinh tế thực, theo hướng ủng hộ cả giả thuyết Fisher và Fama trong dài hạn.

Khan và Rafiq (2013) xem xét mối quan hệ giữa giá cổ phiếu và chi phí vốn cổ phần và lạm phát của 53 doanh nghiệp trên sàn chứng khoán Karachi trong giai đoạn 2000-2009. Bằng phương pháp hồi quy dữ liệu chuỗi thời gian và dữ liệu bảng, kết quả nghiên cứu cho thấy có mối quan hệ cùng chiều giữa giá cổ phiếu và lạm phát (tuy giá cổ phiếu thay đổi ít hơn so với tỷ lệ lạm phát) và mối quan hệ âm giữa chi phí vốn cổ phần và lạm phát. Như vậy khi lạm phát gia tăng thì thu nhập của doanh nghiệp cũng gia tăng vì chi phí vốn cổ phần giảm. Điều này cho thấy khả năng phòng ngừa rủi ro lạm phát của việc đầu tư vào chứng khoán tại sàn Karachi của Pakistan, thống nhất với giả thuyết Fisher.

Uwubanmwun và Eghosa (2015) sử dụng dữ liệu theo tháng trong giai đoạn 1995-2010, phân tích mối quan hệ hai chiều giữa lạm phát và tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán trên thị trường Nigeria. Kết quả cho thấy lạm phát có tương quan âm nhưng không đáng kể đối với tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán, và lạm phát không phải là chỉ báo tốt cho tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán tại Nigeria. Trong khi đó ở chiều ngược lại, lạm phát dường như có phản ứng đáng kể theo sau các thay đổi của giá cổ phiếu, nhưng Uwubanmwun và Eghosa cho rằng đây không hẳn là bằng chứng cho thấy tỷ suất lợi nhuận trên thị trường chứng khoán có ảnh hưởng lên lạm phát và mọi

suy diễn về chiều tác động của tỷ suất lợi nhuận đến lạm phát cần có nhiều bằng chứng thuyết phục hơn.

Các nghiên cứu về mối quan hệ giữa lạm phát kỳ vọng và ngoài kỳ vọng với tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán

Nelson (1976) phân tích mối quan hệ giữa tỷ suất lợi nhuận danh nghĩa và lạm phát kỳ vọng và ngoài kỳ vọng. Kết quả phân tích cho thấy mối quan hệ âm giữa tỷ suất lợi nhuận danh nghĩa với cả lạm phát kỳ vọng lẫn lạm phát ngoài kỳ vọng trong giai đoạn 1953-1974 tại Mỹ.

Trong một nghiên cứu khác tại Anh, Joyce và Read (2002) cho thấy không có bằng chứng đáng kể về tác động của lạm phát ngoài kỳ vọng đối với giá chứng khoán. Các tác giả sử dụng khung nghiên cứu sự kiện nhằm xem xét phản ứng của giá chứng khoán trong cùng ngày thông báo về tỷ lệ lạm phát trong từng tháng từ 1980 đến 1997. Các thông báo này cũng được tách thành hai loại thông tin lạm phát kỳ vọng và ngoài kỳ vọng. Kết quả cho thấy thị trường chứng khoán tại Anh hiệu quả, vì giá của tài sản không phụ thuộc vào thành phần kỳ vọng của thông tin lạm phát.

Jung và ctg (2007) phân tích ảnh hưởng của lãi suất và lạm phát kỳ vọng và ngoài kỳ vọng đối với tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán tại Pháp, Đức, Ý và Anh. Nghiên cứu cho thấy lạm phát ngoài dự kiến ảnh hưởng tiêu cực đến tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán, trong khi lạm phát dự kiến không có ảnh hưởng đáng kể đối với tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán. Nghiên cứu này còn cho thấy lãi suất ngoài dự kiến ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán tại ba quốc gia Pháp, Ý và Anh. Nghiên cứu của Wei (2009) cho thấy dưới tác động của lạm phát, tỷ suất lợi nhuận danh nghĩa phản ứng tiêu cực trong giai đoạn suy thoái hơn trong giai đoạn tăng trưởng. Trong đó, tỷ suất lợi nhuận của DN với tỷ số thư giá trên thị giá (book to market ratio) thấp hoặc quy mô trung bình có phản ứng tiêu cực hơn với lạm phát ngoài kỳ vọng trong giai đoạn suy thoái và ít tiêu cực hơn trong giai đoạn tăng trưởng. Đây cũng là loại doanh nghiệp có phản ứng tiêu cực hơn với lạm phát ngoài kỳ vọng.

Lifang và ctg (2010) phân tích tác động của lạm phát ngoài kỳ vọng đối với tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Anh. Mô hình ARIMA được sử dụng để phân loại lạm phát thành hai thành phần: kỳ vọng và ngoài kỳ vọng.

Lifang Li và ctg. (2010) cho thấy các thông tin về lạm phát ngoài kỳ vọng ảnh hưởng tiêu cực đến tỷ suất lợi nhuận cổ phiếu trong khi đó lạm phát kỳ vọng không có ảnh hưởng đáng kể. Ngoài ra, nghiên cứu cũng cho thấy tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa lạm phát kỳ vọng với tỷ suất lợi nhuận cổ phiếu và ngược chiều giữa lạm phát ngoài kỳ vọng với tỷ suất lợi nhuận cổ phiếu trong trung hạn.

Ngoài các nghiên cứu về mối quan hệ một chiều giữa lạm phát và tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán, các nghiên cứu thực nghiệm gần đây cũng tập trung phân tích khả năng có quan hệ hai chiều giữa lạm phát và tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán, đặc biệt là thông qua mô hình vecto tự hồi quy (VAR) như Lee (1992), Cheung và Ng (1998) và Gjerde và Sættem (1999) và Hondroyiannis và Papapetrou (2001), Faiza và ctg (2013). Faiza và ctg (2013) sử dụng dữ liệu quý từ 1996-2011 xem xét mối quan hệ giữa lạm phát và chỉ số chứng khoán KSE-100 tại Pakistan. Các tác giả sử dụng phương pháp đồng tích hợp Johansen cho thấy lạm phát và chỉ số chứng khoán có mối quan hệ ngược chiều và có ý nghĩa thống kê trong dài hạn. Tuy nhiên, kiểm định nhân quả Granger cho thấy không có mối quan hệ nhân quả giữa chỉ số KSE 100 và lạm phát.

Các nghiên cứu về mối quan hệ giữa biến động lạm phát và biến động tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán

Ngoài các nghiên cứu về tác động của lạm phát kỳ vọng và lạm phát ngoài kỳ vọng đến tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán, một số nghiên cứu khác xem xét mối quan hệ giữa biến động của lạm phát với biến động tỷ suất lợi nhuận trên thị trường chứng khoán, chủ yếu tại thị trường phát triển (Zakaria và Shamsuddin, 2012). Officer (1973) cho thấy biến động thị trường chứng khoán tăng cao trong giai đoạn Đại suy thoái (Great Depression), chính là giai đoạn mà cung tiền và giá trị sản xuất công nghiệp có sự biến động cao. Morelli (2002) phân tích ảnh hưởng của biến động thị trường chứng khoán thị trường Anh và kết quả cho thấy có mối quan hệ giữa biến động vĩ mô và biến động thị trường chứng khoán.

Schwert (1989) xem xét mối quan hệ giữa biến động tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán với biến động của các biến số vĩ mô thực và danh nghĩa tại thị trường Mỹ. Kết quả cho thấy biến động lạm phát không có ảnh hưởng đối với biến động tỷ suất lợi nhuận trên thị trường chứng khoán. Davis và Kutun (2003) mở rộng nghiên cứu của Schwert đối với mẫu nhiều quốc gia. Kết quả của Davis

và Kutan (2003) cũng tương tự Schwert (1989): biến động trong lạm phát và tăng trưởng GDP có ít ảnh hưởng đối với biến động của thị trường chứng khoán.

Zakaria và Shamsuddin (2012) sử dụng dữ liệu theo tháng từ 2000 đến 2012 xem xét biến động của các chỉ số kinh tế vĩ mô như GDP, lạm phát, tỷ giá, lãi suất và cung tiền và biến động thị trường chứng khoán Malaysia. Kết quả cho thấy biến động các chỉ số kinh tế vĩ mô không có ảnh hưởng đến biến động tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán, trừ biến động của lạm phát có ảnh hưởng Granger đối với biến động tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán. Tác giả cho rằng mối quan hệ yếu giữa các chỉ số vĩ mô và biến động tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán có thể do thiếu các nhà đầu tư tổ chức và xuất hiện thông tin bất cân xứng đối với nhà đầu tư.

Một số nghiên cứu tại các quốc gia đang phát triển như Engle và Rangel (2005) cho thấy các biến động kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lạm phát và lãi suất ngắn hạn giúp giải thích các biến động trên thị trường chứng khoán. Chowdhury và Rahman (2004) sử dụng mô hình VAR phân tích mối quan hệ giữa biến động vĩ mô và thị trường chứng khoán tại Bangladesh. Kết quả cho thấy biến động kinh tế vĩ mô gây ra biến động thị trường chứng khoán.

Wang (2011) sử dụng mô hình E-GARCH và VAR xét mối quan hệ giữa biến động vĩ mô và thị trường chứng khoán tại thị trường Trung Quốc. Kết quả cho thấy có mối quan hệ hai chiều giữa lạm phát và giá chứng khoán. Oseni và Nwosa (2011) sử dụng mô hình của Wang (2011) để phân tích mối quan hệ trên tại Nigeria. Kết quả nghiên cứu này cho thấy mối quan hệ hai chiều giữa biến động thị trường chứng khoán và GDP thực, nhưng không có mối quan hệ giữa biến động lãi suất và lạm phát. Chinzara (2011) thực hiện nghiên cứu tương tự cho Nam Phi và nhận thấy biến động thị trường vĩ mô có ảnh hưởng đáng kể đối với biến động thị trường chứng khoán. Cụ thể, khủng hoảng kinh tế, biến động tỷ giá và lãi suất vay ngắn hạn làm tăng biến động thị trường chứng khoán, trong khi biến động giá dầu, giá vàng và lạm phát không có ảnh hưởng đáng kể đối với thị trường chứng khoán.

Hộp 4.2. Các nghiên cứu có liên quan tại Việt Nam

Lê Hoàng Phong và Đặng Thị Bạch Vân (2015) kiểm tra tác động của nhân tố vĩ mô đến thị trường chứng khoán VN trong giai đoạn 1/2001 đến 12/2013. Kết quả cho thấy lạm phát cũng như lãi suất trái phiếu chính phủ và lãi suất cho vay có tác động ngược chiều lên chỉ số giá chứng khoán trong ngắn hạn và dài hạn.

Phan Thị Bích Nguyệt và Phạm Dương Phương Thảo (2013) sử dụng dữ liệu tháng từ 7/2000 đến 9/2011 phân tích thực nghiệm tác động của các yếu tố vĩ mô đối với thị trường chứng khoán. Kết quả cho thấy cung tiền, lạm phát, sản lượng công nghiệp và giá dầu thế giới có tương quan cùng chiều với tỷ suất lợi nhuận trên thị trường chứng khoán, trong khi lãi suất và tỷ giá VND/USD có quan hệ ngược chiều với thị trường chứng khoán.

Thân Thị Thu Thủy và Võ Thị Thùy Dương (2015) phân tích tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô gồm lạm phát, lãi suất, cung tiền, tỷ giá VND/USD, sản lượng công nghiệp và FDI đối với chỉ số giá HOSE. Kết quả cho thấy lạm phát có tác động tiêu cực trong dài hạn với tỷ suất lợi nhuận tại HOSE, trong khi cung tiền, lãi suất, sản lượng công nghiệp, tỷ giá có tác động tích cực đối với tỷ suất lợi nhuận của chứng khoán tại HOSE trong dài hạn.

Võ Thị Thúy Anh và Nguyễn Thanh Hải (2013) cho thấy tác động của các nhân tố đến tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán có khác biệt giữa các ngành và trong từng ngành. Cổ phiếu ngành công nghiệp (industrials) và tiêu dùng chịu tác động của lạm phát ngoài kỳ vọng lớn nhất. Tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán bị ảnh hưởng bởi hai yếu tố lạm phát ngoài kỳ vọng và chỉ số Nikkei 225 của Nhật, trong đó tác động của lạm phát ngoài kỳ vọng là cao nhất. Ngoài ra, các cổ phiếu của công ty có hiệu quả kinh doanh tốt thì ảnh hưởng của lạm phát đối với tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán không cao. Tuy nhiên những cổ phiếu thanh khoản kém và bị kiểm soát cũng không chịu tác động của lạm phát. Dữ liệu nghiên cứu này khá hạn chế, chỉ có 35 doanh nghiệp trong giai đoạn 2007-2012.

Amonhaemanon và ctg (2014) kiểm định giả thuyết Fisher tại Việt Nam và Thái Lan về khả năng phòng ngừa rủi ro lạm phát của thị trường chứng khoán và các thị trường khác như vàng và bất động sản. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu tháng và quý từ năm 2000 đến 2011 đối với thị trường Việt Nam. Kết quả cho thấy không có bằng chứng ủng hộ nhưng cũng không phản bác lý thuyết Fisher, trong khi trong ngắn hạn thì các tài sản như vàng và bất động sản lại đóng vai trò ngăn ngừa rủi ro lạm phát tốt hơn.

4.3.2. Kết quả nghiên cứu

Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu

Để phân tích mối quan hệ giữa lạm phát với tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán trên thị trường chứng khoán Việt Nam theo hướng kiểm định hai giả thuyết Fisher và Fama, chúng tôi sử dụng phương pháp hồi quy bình phương bé nhất (OLS) của Charath và ctg (1997) (đã điều chỉnh cho các vấn đề tự tương quan và phương sai thay đổi). Ở đây chúng tôi, cũng như Charath và ctg (1997), không sử dụng phương pháp phân tích chuỗi thời gian như VAR vì mối quan tâm của chúng tôi là phân tích các kênh ảnh hưởng của lạm phát và các hoạt động kinh tế thực đến tỷ suất lợi nhuận thực của các cổ phiếu hơn là việc phân tích các mối quan hệ hai chiều giữa tỷ suất lợi nhuận thực của các cổ phiếu với lạm phát cũng như hoạt động kinh tế thực.

Trong nghiên cứu này chúng tôi sử dụng chỉ số giá tiêu dùng – CPI đại diện cho lạm phát. Biến lạm phát – INF được tính như sau:

$$INF = \text{logarith tự nhiên} (CPI_t / CPI_{t-1})$$

Tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán được tính thông qua tỷ suất lợi nhuận của thị trường (đo lường theo chỉ số VN-Index) theo công thức sau:

$$\text{Return} = \text{logarith tự nhiên} (VN\text{-}Index_t / VN\text{-}Index_{t-1}).$$

Tăng trưởng sản xuất công nghiệp – VIP được tính như sau:

$$VIP = \text{logarith tự nhiên} (\text{chỉ số } SXCN_t / \text{Chỉ số } SXCN_{t-1})$$

Các dữ liệu về CPI (đại diện cho lạm phát) và chỉ số VN-Index (đại diện cho tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán tại Việt Nam) được thu thập theo tháng từ tháng 7/2000 đến tháng 12/2016 từ dữ liệu Datastream và Tổng cục Thống kê. Các dữ liệu về chỉ số sản xuất công nghiệp của Việt Nam được thu thập theo tháng từ Tổng cục Thống kê Việt Nam giai đoạn tháng 3/2009 – tháng 12/2016.

Hộp 4.3. Mô hình phân tích thực nghiệm**Mô hình kiểm định giả thuyết Fisher**

Dựa theo nghiên cứu của Graham (1996); Chatrath và ctg (1997); Gultekin (1983a,b); Geske và Roll (1983), chúng tôi tách lạm phát thành ba thành phần: thực, kỳ vọng và ngoài kỳ vọng và xây dựng ba mô hình (1), (2), (3) để kiểm định mối quan hệ giữa tỷ suất lợi nhuận thực của các cổ phiếu đối với từng loại lạm phát như sau:

$$Return_t - INF_t = a + \beta_1 E(INF)_t + u_t(1)$$

$$Return_t - INF_t = b + \beta_1 E(INF)_t + \beta_2 UE(INF)_t + v_t(2)$$

$$Return_t - INF_t = c + \beta_1 INF_t + \varepsilon_t(3)$$

Trong đó:

- **Return_t** và **INF_t** là tỷ suất lợi nhuận danh nghĩa của các cổ phiếu và lạm phát thực trong giai đoạn t. Chênh lệch **Return_t - INF_t** thể hiện tỷ suất lợi nhuận thực (đã điều chỉnh cho lạm phát);
- **E(INF)_t** là lạm phát kỳ vọng dựa trên những thông tin có sẵn ở thời điểm t-1;
- **UE(INF)_t** là lạm phát ngoài kỳ vọng, được tính bằng chênh lệch giữa lạm phát thực và lạm phát kỳ vọng.

Đối với hai phương trình (1) và (3) nếu kết quả ước lượng cho thấy hệ số $\beta_1 = 0$ thì kết quả thống nhất với giả thuyết Fisher đó là tỷ suất lợi nhuận thực của cổ phiếu độc lập với lạm phát. Điều này hàm ý rằng thị trường chứng khoán sẽ là công cụ giúp phòng ngừa lạm phát thực tế và lạm phát kỳ vọng. Trong khi đó, với mô hình (2) nếu $\beta_1 = \beta_2 = 0$ thì đầu tư vào cổ phiếu sẽ là kênh đầu tư phòng chống lạm phát (cả lạm phát kỳ vọng và ngoài kỳ vọng).

Do lường thành phần lạm phát ngoài kỳ vọng: một số nghiên cứu chọn mô hình ARIMA 1 biến (Schwert, 1981; Charath và ctg, 1997, Wei, 2009). Tại các quốc gia phát triển, các nhà nghiên cứu thường sử dụng lãi suất tín phiếu kho bạc (Treasury bill rate) làm đại diện cho lạm phát kỳ vọng và ngoài kỳ vọng vì lạm phát tại các quốc gia này khá ổn định. Tuy nhiên tại các quốc gia đang phát triển,

lạm phát thường không ổn định. Vì thế, trong nghiên cứu này, chúng tôi sử dụng phương pháp của Kaul (1990); Chatrath và ctg, (1997) và Majid (2006) đó là dùng mô hình ARIMA để ước lượng lạm phát kỳ vọng, còn lạm phát ngoài kỳ vọng được xem là phần dư của mô hình ARIMA.

Mô hình kiểm định giả thuyết Fama

Fama (1981) cho rằng mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán và lạm phát là do hai cặp mối quan hệ giữa lạm phát và hoạt động kinh tế thực và giữa tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán với hoạt động kinh tế thực. Đầu tiên, chúng tôi xem xét liệu có tồn tại mối quan hệ âm giữa lạm phát với hoạt động kinh tế thực và tiếp theo xem xét liệu có mối quan hệ dương giữa hoạt động kinh tế thực với tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán qua các phương trình sau.

$$INF_t = \beta_0 + \sum_{i=-k}^k a_i VIP_{t+i} + e_t \quad (4a)$$

$$Return_t - INF_t = \beta_0 + \sum_{i=-k}^k b_i VIP_{t+i} + e_t \quad (4b)$$

Trong đó:

- INF là lạm phát;
- VIP (Vietnam Industrial Production) là tăng trưởng sản xuất công nghiệp (biến đại diện cho hoạt động kinh tế thực). Các giá trị trễ, tương lai và hiện thời của VIP được đưa vào mô hình do theo Charath và ctg (1997) chưa xác định được các mối quan hệ dẫn dắt – theo sau (lead – lag) giữa hoạt động kinh tế thực và lạm phát. Phương trình 4a được sử dụng để kiểm định giả thuyết 1 của Fama, mối quan hệ âm giữa lạm phát và hoạt động kinh tế nếu tồn tại một số alpha (a_i) mang dấu âm. Phương trình 4b được sử dụng để kiểm định giả thuyết 2 của Fama, mối quan hệ dương giữa hoạt động kinh tế và tỷ suất lợi nhuận thực của các cổ phiếu nếu tồn tại một số beta (b_i) mang dấu dương.

Kết quả nghiên cứu

Bảng 4.1 dưới đây mô tả về dữ liệu của lạm phát, tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu và tốc độ tăng trưởng giá trị sản xuất công nghiệp của Việt Nam. Số liệu cho thấy trung bình giai đoạn từ năm 2000 đến 2016 lạm phát tăng 0,58%/tháng, cá biệt có tháng tăng đến 3,8%. Trong khi đó, với cùng thời gian quan sát, tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu tăng 0,95%/tháng nhưng có độ biến động rất cao khi độ lệch chuẩn là 10,28%. Thị trường chứng khoán Việt Nam có tháng tăng 32,58% nhưng có lúc giảm mạnh đến 42,06%/tháng. Giá trị sản xuất công nghiệp của Việt Nam giai đoạn 2009-2016 liên tục tăng trưởng mạnh mẽ. Mức tăng bình quân theo tháng của chỉ số này là 8,76%/tháng.

Để đảm bảo tính ổn định của dữ liệu và khả năng ứng dụng của phương pháp OLS với các mô hình nêu trên (1, 2, 3, 4a,b), chúng tôi tiến hành kiểm định tính dừng của các chuỗi dữ liệu. Kết quả trình bày chi tiết trong bảng 4.2 dưới đây. Kết quả trình bày trong bảng 4.2 cho thấy chuỗi dữ liệu của các biến trong nghiên cứu này đều có tính dừng. Biến Lạm phát được tính toán bằng logarith (CPI_t / CPI_{t-1}) là biến nghiên cứu chính trong các mô hình. Theo Charath và ctg (1997), lạm phát kỳ vọng và lạm phát ngoài kỳ vọng được tính toán thông qua mô hình ARMA(1,1). Trong đó lạm phát kỳ vọng là giá trị tính toán và lạm phát ngoài kỳ vọng là phần dư của mô hình ARMA(1,1). Với dữ liệu theo tháng từ tháng 7/2000 đến tháng 12/2016 của lạm phát, mô hình ARMA(2,0) phù hợp nhất theo các tiêu chí theo AIC/BIC với chuỗi dữ liệu của Việt Nam để ước lượng lạm phát kỳ vọng và ngoài kỳ vọng.¹²

Bảng 4.1. Thống kê mô tả

	Lạm phát	Tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán	Chỉ số giá trị sản xuất công nghiệp
Số quan sát	197	197	94
Giá trị nhỏ nhất	-0.00859	-0.42063	-0.10647
Trung vị	0.00401	0.00330	0.07604
Trung bình	0.00589	0.00954	0.08764
Độ lệch chuẩn	0.00805	0.10283	0.04512
Giá trị lớn nhất	0.03837	0.32582	0.24998
Skewness	1.45840	-0.18230	-0.00737
Kurtosis	2.47300	1.79600	3.9509

Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu

¹² Chúng tôi không trình bày chi tiết kết quả các tiêu chí theo AIC/BIC ở đây.

Bảng 4.2. Kiểm tra tính dừng

Biến	Kiểm định Dickey-Fuller	Kết luận
Tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán	-5.9173	Dừng
Lạm phát	-4.6227	Dừng
Chỉ số giá trị sản xuất công nghiệp	-4.7134	Dừng

Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu

Kết quả kiểm định giả thuyết Fisher: Lạm phát với tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán

Kết quả hồi quy mô hình (3) trình bày ở bảng 4.3 cho thấy hệ số lạm phát là -2,4193 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này hàm ý tỷ suất lợi nhuận của chứng khoán tại Việt Nam có quan hệ ngược chiều với lạm phát, và mức lạm phát càng cao thì tỷ suất lợi nhuận thực càng giảm. Kết quả hồi quy mô hình (2) và (1) cho thấy hệ số của 2 biến lạm phát kỳ vọng và lạm phát ngoài kỳ vọng đều nhỏ hơn 0 và có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên dường như tác động của lạm phát ngoài kỳ vọng yếu hơn lạm phát kỳ vọng, thể hiện qua hệ số -2,018 so với -3,1334 và mức ý nghĩa thống kê là 10% so với 5%. Tổng hợp cả 3 mô hình cho thấy lạm phát dưới cả 3 hình thức - thực tế, kỳ vọng và ngoài kỳ vọng - đều có ảnh hưởng tiêu cực đối với tỷ suất lợi nhuận thực. Kết quả này cho thấy giả thuyết Fisher về việc xem chứng khoán như một công cụ để phòng ngừa lạm phát không được ủng hộ tại Việt Nam. Ngược lại, nghiên cứu này cung cấp bằng chứng cho thấy lạm phát tại Việt Nam khiến cho nhà đầu tư bị mất thu nhập (do suy giảm sức mua) khi đầu tư chứng khoán, và dòng tiền có thể sẽ dịch chuyển vào các kênh đầu tư có khả năng tránh lạm phát tốt hơn như bất động sản, vàng.

Tóm lại, kết quả nghiên cứu này nhìn chung thống nhất với các nghiên cứu tại Việt Nam nêu trên (trừ nghiên cứu của Phan Thị Bích Nguyệt và Phạm Dương Phương Thảo (2013) cho thấy có quan hệ cùng chiều giữa lạm phát và tỷ suất lợi nhuận chứng khoán). Đồng thời, nghiên cứu của Amonhaemanon và ctg (2014) cũng củng cố thêm kết quả của nghiên cứu này khi cho thấy kênh đầu tư phòng ngừa lạm phát hiệu quả tại Việt Nam là bất động sản và vàng. Nghiên cứu này cũng không thống nhất với kết quả của Võ Thị Thúy Anh và Nguyễn Thanh Hải (2013) và một số nghiên cứu trên thế giới khi cho thấy lạm phát ngoài kỳ vọng có ảnh hưởng tiêu cực hơn với tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu (như Lifang và ctg, 2010; Jung và ctg, 2007), nhưng Joyce và Read (2002) cũng cho thấy lạm phát ngoài kỳ vọng không có ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu.

Ngoài ra, TTCK Việt Nam trước năm 2006 có ít doanh nghiệp niêm yết nên tác giả phân tích thêm các mô hình (1), (2) và (3) cho riêng giai đoạn từ 2007 đến 2016. Các kết quả ước lượng cho thấy dấu hệ số các biến cũng như độ lớn và mức ý nghĩa thống kê nhất quán với kết quả ước lượng cho toàn bộ mẫu từ năm 2000 đến 2016.¹³

Bảng 4.3. Kết quả ước lượng mối quan hệ giữa lạm phát và tỷ suất lợi nhuận thực của cổ phiếu

Mô hình	Constant	INF_t	$E(INF)_t$	$UE(INF)_t$	Adjusted R^2
(1)	0.0221 (*)	-	-3.1413 (***)	-	0.01614
(2)	0.0221 (*)	-	-3.1334 (***)	-2.018 (*)	0.0268
(3)	0.0179 (***)	-2.4193 (***)	-	-	0.03008

Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu

Ghi chú: (*), (**), (***) tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%

Kết quả kiểm định lý thuyết Fama: mối quan hệ giữa lạm phát, giá trị sản xuất công nghiệp và tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán

Chúng tôi kiểm định giả thuyết trung gian của Fama thông qua hồi quy hai mô hình về quan hệ giữa (1) lạm phát và chỉ số giá trị sản xuất công nghiệp (đo lường hoạt động kinh tế thực) và (2) chỉ số giá trị sản xuất công nghiệp và tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán. Kết quả kiểm định được trình bày chi tiết trong bảng 4.4 và 4.5 dưới đây. Theo bảng 4.4, chỉ số giá trị sản xuất công nghiệp không có tác động đến lạm phát với mức ý nghĩa thống kê 10%. Kết quả này cho thấy lạm phát và giá trị sản xuất công nghiệp không có quan hệ tức thời cũng như độ trễ. Giả thuyết trung gian của Fama cho rằng lạm phát và hoạt động kinh tế thực có quan hệ ngược chiều, nhưng nghiên cứu của chúng tôi không tìm thấy bằng chứng ủng hộ cho mối quan hệ ngược chiều của hai biến này.

Tiếp theo, kết quả ước lượng mối quan hệ giữa tỷ suất lợi nhuận chứng khoán và hoạt động kinh tế thực được thể hiện trong bảng 4.5. Theo Fama thì mối quan hệ này

¹³ Chúng tôi không trình bày chi tiết kết quả ước lượng ở đây, tuy nhiên chúng tôi có thể cung cấp kết quả theo yêu cầu.

là cùng chiều nên ít nhất một số hệ số của VIP cần phải dương và có ý nghĩa thống kê. Kết quả kiểm định cung cấp bằng chứng phù hợp với phần này của giả thuyết trung gian của Fama khi mà chỉ số giá trị sản xuất công nghiệp đa phần đều có tác động đến tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán ở cả 2 mô hình. Do đó ta thấy chỉ số giá trị sản xuất công nghiệp có thể có giá trị dự báo đối với tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán Việt Nam. Điều này cũng cho thấy giả thuyết còn lại của Fama về tương quan cùng chiều của tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán với hoạt động kinh tế thực được ủng hộ ở Việt Nam.

Các tác động cùng chiều của VIP_{t-12} , VIP_{t-6} , VIP_t , VIP_{t+3} , VIP_{t+9} được trình bày trong bảng 4.5 ở mô hình (1) đã cho thấy chỉ số giá trị sản xuất công nghiệp gần như là một chỉ báo tốt đến thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả tương tự cũng xảy ra khi nghiên cứu thực nghiệm mô hình (2) trong bảng 4.5 để kiểm định tính nhất quán của kết quả nghiên cứu.

Tóm lại, kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Charath và ctg (1997), ủng hộ một phần giả thuyết Fama tại thị trường Ấn Độ. Trong nghiên cứu này, kết quả kiểm định giả thuyết Fama cho thấy giả thuyết Fama chỉ tồn tại một phần tại Việt Nam, đó là: hoạt động kinh tế thực dự báo tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu. Việc bác bỏ giả thuyết trung gian của Fama cũng hàm ý mối quan hệ giữa lạm phát và tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán không phải qua quan hệ trung gian với hoạt động kinh tế thực, và mở ra hướng nghiên cứu xác định liệu có mối quan hệ thực tế, trực tiếp giữa hai yếu tố này hay liệu vẫn có mối quan hệ trung gian nhưng là với một biến khác của nền kinh tế.

Bảng 4.4. Tương quan giữa lạm phát và chỉ số giá trị sản xuất công nghiệp

	δ	VIP _{t-12}	VIP _{t-9}	VIP _{t-6}	VIP _{t-3}	VIP _t	VIP _{t+3}	VIP _{t+6}	VIP _{t+9}	VIP _{t+12}	Adjusted_R ²
(1)	0.00014	-0.01151	-0.0163	-0.0184	0.0045	0.01356	-0.0112	-0.0195	0.0051	0.00178	0.0977
	-0.208	0.903	-1.320	-1.491	0.365	0.948	-0.802	-1.382	0.361	0.123	
(2)	-0.00012	-	-	-0.0168	0.0036	0.00982	-0.00714	-0.01587	-	-	0.052
	-0.19	-	-	-1.395	0.312	0.664	-0.542	-1.161	-	-	

$$INF_t = \delta + \sum_{i=-K}^K \alpha_i VIP_{t+i} + \varepsilon_t$$

Bảng 4.5. Tương quan giữa tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán và chỉ số giá trị sản xuất công nghiệp

		VIP _{t-12}	VIP _{t-9}	VIP _{t-6}	VIP _{t-3}	VIP _t	VIP _{t+3}	VIP _{t+6}	VIP _{t+9}	VIP _{t+12}	Adjusted_R ²
(1)	0.00029	0.5567 ***	0.0398	0.4118 **	0.0723	0.5583 ***	0.3846 **	-0.02431	0.5345 ***	0.0708	0.272
	0.033	3.34	0.247	2.548	0.451	2.987	2.109	-0.132	2.894	0.381	
(2)	0.00002	-	-	0.3749 **	-0.0392	0.3958 **	0.3300*	-0.0002	-	-	0.0985
	0.003	-	-	2.123	-0.231	2.050	1.707	-0.010	-	-	

$$R_t - INF_t = \tau + \sum_{i=-K}^K \beta_i VIP_{t+i} + \Phi_t$$

Ghi chú:

- VIP: chỉ số sản xuất công nghiệp, VIP_{t-12}, VIP_{t-9}, VIP_{t-6}, VIP_{t-3}, VIP_t, VIP_{t+3}, VIP_{t+6}, VIP_{t+9}, VIP_{t+12} tương ứng với độ trễ và trước 3, 6, 9, 12 kỳ.
- (*), (**), (***) tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

4.4. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

Nhiều nghiên cứu cho thấy tồn tại mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa lạm phát và tỷ suất lợi nhuận của TTCK tại các nước phát triển. Nghiên cứu này phân tích mối quan hệ giữa lạm phát và tỷ suất lợi nhuận đầu tư cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua việc kiểm định hai giả thuyết Fisher và Fama. Kết quả nghiên cứu cho thấy không tồn tại giả thuyết Fisher và giả thuyết Fama chỉ tồn tại một phần: hoạt động kinh tế thực tác động cùng chiều với tỷ suất lợi nhuận của thị trường chứng khoán tại Việt Nam.

Kết quả này cho thấy khi đầu tư trên thị trường chứng khoán tại Việt Nam, các nhà đầu tư không được bù đắp cho việc gánh chịu lạm phát, nói cách khác thị trường chứng khoán không phải là một kênh đầu tư chống lại lạm phát. Điều này có hàm ý quan trọng đối với các nhà hoạch định chính sách trong việc theo dõi và kiểm soát lạm phát bởi vì các nhà đầu tư bị suy giảm lợi nhuận đầu tư trên thị trường chứng khoán khi lạm phát tăng lên. Kết quả này cũng có hàm ý quan trọng đối với Chính phủ Việt Nam trong việc thu hút nguồn vốn đầu tư nước ngoài và đối với các nhà đầu tư tiềm năng đang tìm kiếm các cơ hội đầu tư vào thị trường cận biên như Việt Nam. Ngoài ra, khi đầu tư trên TTCK Việt Nam các nhà đầu tư cần chú ý theo dõi các chỉ số đại diện cho hoạt động kinh tế thực (trong nghiên cứu này là giá trị SXCN) vì đây là một chỉ số dự báo tỷ suất lợi nhuận của TTCK.

Cuối cùng, mục tiêu bài viết là sử dụng phương pháp nghiên cứu của Charath và ctg (1997) để kiểm định hai giả thuyết Fisher và Fama tại TTCK Việt Nam và so sánh kết quả với nghiên cứu này với các nghiên cứu tương tự. Tuy nhiên, các nghiên cứu trong tương lai có thể tìm các biến đại diện phù hợp hơn để các ước lượng về mối quan hệ tương tự được hiệu quả hơn.

➤➤➤ TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tiếng Việt

Lê Hoàng Phong, Đặng Thị Bạch Vân (2015), Kiểm chứng bằng mô hình ARDL tác động của các nhân tố vĩ mô đến chỉ số chứng khoán Việt Nam, *Tạp chí Phát triển & Hội nhập*, 20(30), tr. 61-66.

Phan Thị Bích Nguyệt, Phạm Dương Phương Thảo (2013), Phân tích tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán Việt Nam, *Tạp chí Phát triển & Hội nhập*, 8(18), tr. 34-41.

Thân Thị Thu Thủy, Võ Thị Thùy Dương (2015), Sự tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến các chỉ số giá cổ phiếu tại HOSE, *Tạp chí Phát triển & Hội nhập*, 24(34), tr. 59-67.

Võ Thị Thúy Anh, Nguyễn Thanh Hải (2013), Nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu niêm yết trên HSX, *Tạp chí Phát triển Kinh tế* (275), tr. 16-27.

Tiếng Anh

Adams, G., McQueen, G., Wood, R. (2004), The effects of inflation news on high frequency stock returns, *Journal of Business*, 77, pp. 547-574.

Alcok, J.; Steiner, E. (2013), *Unexpected inflation, capital structure and real risk-adjusted firm performance*.

Al-Khazali, OM. (2003), Stock prices, inflation, and output: Evidence from the emerging markets, *Journal of Emerging Mark, Finance*, 2(3), pp. 287-314.

Amonhaemanon, D., Annaert, J., Ceuster, M. J. K, Le, H. L. (2014), The Fisher hypothesis and investment assets: The Vietnamese and Thai Case, *International Journal of Financial Research*, 5(4), pp. 180-195.

Bernard, V. (1986), Unanticipated inflation and the value of the firm, *Journal of Financial Economics*, 15, pp. 285-321.

Blanchard, O. J. (1993), Movements in the equity premium, *Brookings papers on Economic Activity*, vol. 2, pp.75-138.

Bodie, Z. (1976), Common stock as a hedge against inflation, *J. Finance* 31 (2), pp. 459-470.

Boucher, C. (2006), Stock price inflation puzzle and the predictability of stock market returns, *Economic Letters*, p. 90.

Chatrath, A; Ramchander, S; Song, F. (1997), Stock prices, inflation and output: Evidence from India, *Applied Financial Economics*, 7, pp. 439-445.

Cheung YW and Ng (1998), International Evidence on the Stock Market and Aggregate Economic Activity, *Journal of Empirical Finance*, Vol. 5, pp. 281-296.

- Chinzara, Z (2011), Macroeconomic Uncertainty and Conditional Stock Market Volatility in South Africa, *South African Journal of Economics*, Vol. 79, No. 1, pp. 27-49.
- Chowdhury, S. S. H., and Rahman, M. A (2004), On the Empirical Relation between Macroeconomic Volatility and Stock Market Volatility in Bangladesh, *The Global Journal of Finance and Economics*, 1(2), pp. 209-225.
- Davis, N. & Kutun, A. M. (2003), Inflation and Output as Predictors of Stock Returns and Volatility: International Evidence, *Applied Financial Economics*, 13, pp. 693-700.
- Engle, R. F., and Rangel, J. G. (2005), *The Spline GARCH Model for Unconditional Volatility and its Global Macroeconomic Causes*, Working Papers 2005/13, Czech National Bank, Research Department.
- Gjerde, O., Sættem, F. (1999), Causal relations among stock returns and macroeconomic variables in a small open economy, *Journal of International Finance Markets Institutions and Money*, 9, pp. 61-74.
- Gultekin, B. N. (1983), Stock market returns and inflation: Evidence from other countries, *The Journal of Finance*, 38(1), pp. 49-65.
- Gultekin, B. N. (1983), Stock market returns and inflation forecasts, *The Journal of Finance*, 38(3), pp. 664-673.
- Faiza, S., Lariba, Z., and Bisma, R. (2013), Long run relationship between inflation and stock return: evidence from Pakistan, *International journal of social sciences and Humanities* 4(2).
- Fama, E. F., Schwert, G. W. (1977), Asset returns and inflation, *Journal of Financial Economics*, 5(2), pp. 115-146.
- Fama, E. (1981), Stock returns, real activity, ifnlation and money, *American Economic review*, 71(4), pp. 545-565.
- Fisher, I. (1930), *The theory of interest*, New York: Macmillan, Inc.
- Flannery, M. J., Protopappadakis, A. A. (2002), Macroeconomics factors do influence aggregate stock returns, *The Review of Financial Studies*, 15(3), pp. 751-782.
- Gallagher, L.A.; Taylor, M.P. (2002), The stock return-inflation puzzle revisited, *Economic Letters*, 75, pp. 147-156.

- Geske, R., Roll, R. (1983), The fiscal and monetary linkage between stock returns and inflation, *Journal of Finance*, 38, 1, pp. 1-33.
- Hayat, Y.; Ahmed, S. N. (2014), Impact of inflation on stock exchange market returns, *European Academic Research*, 1(11), pp. 4186-4196.
- Heaton, J., Lucas, D. (1999), Stock prices and fundamentals, *NBER Macroeconomics Annual*, pp.213-262.
- Hondroyiannis, G., Papapetrou, E. (2001), Stock market performance and macroeconomic experience in Greece, *Greek Economic Review* 21, pp. 65-84.
- Jaffe, J. F., Mandelker, G. (1976), The Fisher effect for risky assets: An empirical investigation, *Journal of Finance* 31, pp. 447-458.
- Jana, S. (2013), Can Indian stock index return provide complete hedge against inflation?, *International Journal of Research in Management*, 3(1), pp. 96-106.
- Joyce, M.A.S., Read, V. (2002), Asset price reactions to RPI announcements, *Applied Financial Economics*, 12, pp. 253-270.
- Jung, C., Shambora, W., Choi, K. (2007), The relationship between stock returns and inflation in four European markets, *Applied Economics Letters*, 14(8), pp. 555-557.
- Kaul, G. (1987), Stock returns and inflation. The role of the monetary sector, *Journal of Financial Economics*, 18, pp. 253-276.
- Kaul, G. (1990), Monetary regimes and the relation between stock returns and inflationary expectations, *Journal of Financial and Qualitative Analysis*, 25, pp. 307-321.
- Khan, M.M.; Yousuf, A.S. (2013), *Macroeconomic Forces and Stock Prices: Evidence from the Bangladesh Stock Market*, MPRA Paper No. 46528.
- Lee, B. S. (1992), Causal relations among stock returns, interest rates, real activity and inflation, *Journal of Finance*, 42(4), pp. 1591-1603.
- Li, L., Narayan, P. K., Zheng, X. (2010), An analysis of inflation and stock returns for the UK, *Int. Fin. Markets, Inst. and Money* 20, pp. 519-532.
- Lifang, L.; Paresh, K. N.; Xinwei, Z. (2010), An analysis of inflation and stock returns for the UK, *Int. Fin. Markets, Inst. and Money*, 20, pp. 519-532.
- Majid, M. S. A. (2006), Does the Indonesian stock market provide a good hedge against inflation? Evidence from the pre-1997 financial turmoil, *Journal of Economic Cooperation*, 27(2), pp. 71-100.

- Morelli, David. (2002), The Relationship between Conditional Stock Market Volatility and Conditional Macroeconomic Volatility: Empirical Evidence Based on UK Data, *International Review of Financial Analysis*, 11, pp. 101-110.
- Nelson, C. R. (1976), Inflation and rates of return on common stocks, *Journal of Finance*, 31, pp. 471-483.
- Officer, R.R. (1973), The Variability of the Market Factor of the New York Stock Exchange, *Journal of Business*, 46, pp.434-53.
- Oseni, I. O., and Nwosa, P. I. (2011), Stock Market Volatility and Macroeconomic Variables Volatility in Nigeria: An Exponential GARCH Approach, *Journal of Economic and Sustainable Development*, 2(10), pp. 43-53.
- Peel, D.A., Pope, P.F. (1988), Stock returns and expected inflation in the UK: some new evidence, *Journal of Business Finance and Accounting* 15 (4), pp. 459-467.
- Schwert, W. (1981), The adjustment of stock prices to information about inflation,- *Journal of Finance*, 36, pp. 15-29.
- Schwert, G. W. (1989), Why does Stock Market Volatility Change Over Time? *Journal of Finance*, 44, 1115-1153.
- Schotman, P. C., Schweitzer, M. (2000), Horizon sensitivity of the inflation hedge of stocks, *Journal of Empirical Finance*, 7, pp. 301-315.
- Spyrou, S.I. (2004), Are stocks a good hedge against inflation? Evidence from emerging markets, *Applied Economics*, 36, pp. 41-48.
- Uwubanmwun, A., Eghosa, I. (2015), Inflation rate and stock returns: Evidence from the Nigerian stock market, *International Journal of Business and Social Science*, 6(11).
- Wei, C. (2009), Does the stock market react to unexpected inflation differently across the business cycle? *Applied Financial Economics*, 19(24).
- Wongbangpo, P; Sharma, S. C. (2002), Stock market and macroeconomic fundamental dynamic interactions: ASEAN-5 countries, *Journal of Asian Economics*, 13(1), pp. 27-51.
- Zakaria, Z. and Shamsuddin, S. (2012), Empirical Evidence on the Relationship between Stock Market Volatility and Macroeconomics Volatility in Malaysia, *Journal of Business Studies Quarterly*, Vol. 4, No. 2, pp. 61-71.

CHƯƠNG 5

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ LẠM PHÁT TẠI VIỆT NAM

Nguyễn Thị Diễm Hiền
Lê Duy Khánh

Tóm Tắt

Chương 5 phân tích việc sử dụng các công cụ chính sách tiền tệ của NHNN Việt Nam giai đoạn 2010-2016 và mối quan hệ giữa các mục tiêu của chính sách tiền tệ gồm mục tiêu cuối cùng là ổn định lạm phát với các mục tiêu trung gian là tổng phương tiện thanh toán (cung tiền) và tăng trưởng tín dụng. Để kiểm soát lạm phát, trong giai đoạn 2010-2016, NHNN Việt Nam đã đồng loạt sử dụng các công cụ chính sách tiền tệ và đã đạt được các kết quả đáng ghi nhận bao gồm (i) đã tăng lãi suất chính sách, từ đó dẫn dắt lãi suất thị trường tăng theo nhằm rút tiền ra khỏi lưu thông khi có dấu hiệu lạm phát; (ii) đã liên tục điều chỉnh tỷ giá, ban hành cơ chế điều hành tỷ giá trung tâm, ban hành các quyết định liên quan đến ngoại tệ nhằm đảm bảo an toàn trong hoạt động ngoại hối; (iii) về dự trữ bắt buộc, không coi công cụ này là công cụ chủ đạo trong hệ thống các công cụ của chính sách tiền tệ Việt Nam, chỉ những năm có lạm phát cao mới sử dụng công cụ này bên cạnh các công cụ khác; (iv) nghiệp vụ thị trường mở được coi là công cụ chủ yếu giúp NHNN điều tiết tiền tệ và ổn định lãi suất thị trường trong ngắn hạn, từ đó ổn định tiền tệ, kiểm soát lạm phát.

Phân tích định tính đã chỉ ra rằng, trong giai đoạn 2010-2016, trừ năm 2011 do lạm phát tăng mạnh theo chiều hướng bất lợi buộc NHNN phải sử dụng tất cả các công cụ của chính sách tiền tệ theo hướng thắt chặt, trong đó bao gồm cả việc giảm mạnh lượng cung tiền, những năm còn lại việc cung tiền đã theo xu hướng của lạm phát. Kết quả phân tích định lượng cho thấy, chính sách tiền tệ có tác động đến lạm phát, và có quan hệ cùng chiều, tức việc mở rộng tiền tệ có thể làm gia tăng lạm phát, độ mở nền kinh tế càng cao, tác động của CSTT lên lạm phát càng mạnh.

5.1. GIỚI THIỆU

Có thể nói rằng, lạm phát là mục tiêu cơ bản của CSTT mà hầu hết các ngân hàng trung ương (NHTW) trên thế giới đều hướng đến (Kahn và Jacobson, 1989; King, 1999; Mishkin, 1999; Ólafsson, 2006; Orphanides, 2013). Điều này là dễ hiểu bởi sự ổn định giá cả có tầm quan trọng đặc biệt, nằm trong mục tiêu tổng thể là sự ổn định và phát triển của các yếu tố kinh tế vĩ mô. Sự ổn định giá cả giúp các cá nhân, hộ gia đình, doanh nghiệp có thể đưa ra các quyết định về tiêu dùng, đầu tư... một cách có cơ sở và đáng tin cậy hơn. Sự ổn định của giá cả sẽ giúp môi trường kinh tế vĩ mô trở nên dễ dự báo hơn, giúp thị trường tài chính có thể hoạt động thông suốt và hiệu quả hơn. Xa hơn nữa, sự ổn định giá cả sẽ giúp phân bổ các nguồn lực một cách hiệu quả, là yếu tố quyết định cho sự phát triển kinh tế xã hội trong dài hạn, mang lại sự phồn vinh cho quốc gia.

Ổn định vĩ mô là một vấn đề quan trọng trong định hướng chính sách của Việt Nam trong giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008-2011, tình trạng lạm phát cao trở thành một trong những vấn đề nổi cộm nhất liên quan đến ổn định vĩ mô cùng với quản lý tỷ giá, thâm hụt thương mại và thâm hụt ngân sách. Thực tế cũng ghi nhận những thành tựu đạt được trong quá trình nỗ lực chống lạm phát thông qua các giải pháp điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong giai đoạn này.

Lạm phát tại Việt Nam đã được kiềm chế ở mức một con số kể từ năm 2012, điểm đáng chú ý là trong 2 năm 2014 - 2015, lạm phát luôn ở mức dưới 2%. Trong thời gian gần đây, kể từ năm 2016 nhiều dấu hiệu cho thấy lạm phát đang quay trở lại và mục tiêu 4% cho năm 2017 là không dễ dàng.¹⁴ Khi lạm phát tăng cao lãi suất danh nghĩa sẽ phải điều chỉnh tăng, có thể gây ảnh hưởng tới sản xuất kinh doanh và thị trường tài chính, tác động bất lợi đến tăng trưởng kinh tế nói chung. Xu hướng lạm phát thấp rồi có nguy cơ tăng trở lại cho thấy chính sách tiền tệ đang gặp phải những giới hạn nhất định. Mục tiêu của chương này nhằm phân tích tình hình lạm phát và chính sách tiền tệ của Việt Nam trong những năm vừa qua, cùng từ đó đưa ra một số hàm ý chính sách liên quan đến việc xây dựng chính sách tiền tệ trong tương lai.

¹⁴ <http://www.dangcongsan.vn/kinh-te/toa-dam-cong-bo-bao-cao-kinh-te-vi-mo-quy-i-2017-433503.html>

5.2. LẠM PHÁT VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VIỆT NAM TRONG GIAI ĐOẠN 2010 - 2016

5.2.1. Mối quan hệ giữa lạm phát và chính sách tiền tệ

Chính sách tiền tệ (CSTT) của một quốc gia là một bộ phận cấu thành trong hệ thống các chính sách kinh tế - tài chính tổng hợp liên quan đến hành động của ngân hàng trung ương hoặc các cơ quan quản lý khác nhằm xác định quy mô và tốc độ tăng trưởng của cung tiền, ổn định giá cả. Chính sách tiền tệ còn được xem là quá trình quản lý cung tiền của cơ quan quản lý tiền tệ nhằm đạt được những mục đích ổn định và tăng trưởng kinh tế - như kiềm chế lạm phát, duy trì ổn định tỷ giá hối đoái, đạt được toàn dụng lao động hay tăng trưởng kinh tế.

Cơ quan có thẩm quyền ra quyết định về chính sách tiền tệ ở mỗi quốc gia không giống nhau. Tại Mỹ, Cục Dự trữ Liên bang phụ trách chính sách tiền tệ, và thực hiện nó chủ yếu bằng cách thực hiện các hoạt động có ảnh hưởng đến lãi suất ngắn hạn. Trong khi đó, tại Châu Âu, các quyết định về chính sách tiền tệ do Hội đồng Chính phủ ECB đưa ra. Hội đồng sẽ đánh giá sự phát triển kinh tế và tiền tệ và thực hiện các quyết định chính sách tiền tệ mỗi sáu tuần một lần nhằm đạt mục tiêu chính là duy trì ổn định giá cả¹⁵.

Tại các nước ASEAN, quyết định chính sách tiền tệ do cơ quan chức năng quản lý. Thái Lan có Hội đồng Chính sách Tiền tệ (MPC) thuộc sự quản lý của Bộ Tài chính, hội đồng này sẽ họp mỗi năm 8 lần nhằm xây dựng mục tiêu cho chính sách tiền tệ của quốc gia, xây dựng chính sách quản lý tỷ giá theo chế độ tỷ giá theo quy định của Luật Tiền tệ¹⁶.

Xây dựng chính sách tiền tệ tại Malaysia do Ủy ban Chính sách Tiền tệ thuộc NHTW Malaysia (Bank Negara Malaysia - BNM) quản lý. Ủy ban này sẽ họp mỗi năm sáu lần nhằm đưa ra các quyết định về chính sách tiền tệ.

Tại Việt Nam, Luật Ngân hàng Nhà nước năm 2010 quy định: “Chính sách tiền tệ quốc gia là các quyết định về tiền tệ ở tầm quốc gia của cơ quan nhà nước có thẩm quyền, bao gồm quyết định mục tiêu ổn định giá trị đồng tiền biểu hiện bằng chỉ tiêu lạm phát, quyết định sử dụng các công cụ và biện pháp để thực hiện mục tiêu đề ra”. Như vậy, theo Luật Ngân hàng Nhà nước năm 2010, mục tiêu lớn nhất của chính sách tiền tệ là ổn định lạm phát, được thực hiện thông qua việc sử dụng các công cụ của chính sách tiền tệ. Bên cạnh đó, đề cập đến thẩm quyền quyết định chính sách tiền tệ, Luật Ngân hàng Nhà nước năm 2010 cũng quy định Thống đốc NHNN quyết định

¹⁵ <https://www.ecb.europa.eu>

¹⁶ <https://www.bot.or.th>

việc sử dụng các công cụ và biện pháp điều hành để thực hiện mục tiêu CSTT quốc gia theo quy định của Chính phủ.

Như vậy, cho dù chính sách tiền tệ tại các quốc gia có thể khác nhau về cơ quan ban hành và có những mục tiêu cụ thể khác nhau, nhưng vẫn có những điểm chung sau:

- Thứ nhất, cơ quan quản lý là cơ quan chức năng của nhà nước, bộ phận quyết định ban hành chính sách tiền tệ có thể là Ủy ban Chính sách Tiền tệ hoặc Thống đốc NHNN.
- Thứ hai, mục tiêu chính sách của chính sách tiền tệ là ổn định giá cả, kiểm soát được mức giá cả hay lạm phát. Vì thế, mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ và lạm phát có thể coi là mối quan hệ nhân quả, theo đó để đạt được mức lạm phát mong muốn, cần có những quyết định về chính sách tiền tệ một cách đúng đắn.

Tuy nhiên, bằng việc sử dụng các công cụ của chính sách tiền tệ, NHTW không thể tác động trực tiếp và ngay lập tức đến các mục tiêu cuối cùng của nền kinh tế mà ảnh hưởng của CSTT chỉ xuất hiện sau một khoảng thời gian nhất định. NHTW các nước thường xác định mục tiêu hoạt động và mục tiêu trung gian trước khi đạt được mục tiêu cuối cùng. Mục tiêu trung gian thường là tổng khối lượng tiền cung ứng (M2, M3 – *Xem chương 3*), mục tiêu hoạt động và mục tiêu cuối cùng trong hệ thống mục tiêu chính sách tiền tệ của một số nước có thể tổng hợp như sau:

Bảng 5.1. Mục tiêu chính sách tiền tệ của một số nước

Quốc gia	Công cụ CSTT	Mục tiêu hoạt động	Mục tiêu cuối cùng
Pháp	Dự trữ bắt buộc Tín dụng theo lãi suất thay đổi	Lãi suất liên ngân hàng	Ổn định giá cả
Đức	Dự trữ bắt buộc Chính sách chiết khấu Thị trường mở	Lãi suất liên ngân hàng	Ổn định giá cả
Anh	Thị trường mở	Lãi suất liên ngân hàng	Ổn định giá cả
Mỹ	Dự trữ bắt buộc Thị trường mở	Lãi suất liên ngân hàng	Ổn định giá cả Ổn định lãi suất dài hạn Đủ việc làm
Nhật	Dự trữ bắt buộc Chính sách chiết khấu Thị trường mở	Lãi suất liên ngân hàng	Ổn định giá cả Tăng trưởng kinh tế Cân bằng BoP
Việt Nam	Tái cấp vốn Lãi suất Tỷ giá hối đoái Dự trữ bắt buộc Thị trường mở	Dự trữ của các NHTM	Ổn định giá cả

Nguồn: Tập hợp của tác giả

Nhiệm vụ của NHTW trong việc đạt được mục tiêu cuối cùng là ổn định giá cả, thể hiện qua việc kiểm soát được lạm phát, tạo tiền đề cho nền kinh tế phát triển, đảm bảo việc làm cho người lao động. Để thực hiện được mục tiêu đó, NHTW thực hiện chính sách tiền tệ thông qua các công cụ của mình, tác động vào các chỉ tiêu cần đạt được qua các mục tiêu trung gian là tổng khối lượng tiền cung ứng và mục tiêu hoạt động là lãi suất liên ngân hàng và dự trữ của các NHTM. Nói cách khác, chính sách tiền tệ sẽ là cơ sở để đạt được mục tiêu cuối cùng là mức lạm phát như mong muốn, hay giữa chính sách tiền tệ và lạm phát kỳ vọng có mối quan hệ không thể tách rời.

5.2.2. Lạm phát với cung tiền và tăng trưởng tín dụng tại Việt Nam giai đoạn 2010-2016

Tại Việt Nam, mục tiêu của điều hành chính sách tiền tệ trong từng năm thường được Ngân hàng Nhà nước (NHNN) thể hiện dựa trên Nghị quyết của các phiên họp Chính phủ thường kỳ về các vấn đề kinh tế xã hội trong năm. Năm 2010, Nghị quyết số 23/NQ-CP¹⁷ xác định NHNN cần quản lý lãi suất huy động và cho vay, điều hành tỷ giá ở mức hợp lý, tăng tính thanh khoản cho nền kinh tế thông qua việc tăng tổng phương tiện thanh toán và tổng dư nợ tín dụng. Nghị quyết số 11/NQ-CP ngày 24/02/2011 về “những giải pháp chủ yếu tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an sinh xã hội” cũng xác định cần “thực hiện chính sách tiền tệ chặt chẽ, thận trọng, phối hợp hài hòa giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa để kiềm chế lạm phát; điều hành và kiểm soát để bảo đảm tốc độ tăng trưởng tín dụng năm 2011 dưới 20%, tổng phương tiện thanh toán khoảng 15 - 16%”. Ngày 03/01/2012, Chính phủ ban hành Nghị quyết số 01/NQ-CP “về những giải pháp chủ yếu chỉ đạo điều hành thực hiện kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội và dự toán ngân sách nhà nước năm 2012”. Theo đó, Nghị quyết 01 đã yêu cầu “điều hành chủ động và linh hoạt các công cụ chính sách tiền tệ, nhất là chính sách lãi suất, cho vay tái cấp vốn và nghiệp vụ thị trường mở, kiểm soát mức tăng trưởng tín dụng cả năm 2012 khoảng 15% - 17%, tổng phương tiện thanh toán tăng khoảng 14% - 16%, bảo đảm thanh khoản của các tổ chức tín dụng, giảm mặt bằng lãi suất ở mức hợp lý phù hợp với diễn biến kinh tế vĩ mô”... Như vậy, trong việc điều hành CSTT trong thời gian qua, yếu tố tổng phương tiện thanh toán và mức tăng trưởng tín dụng thường được Chính phủ lựa chọn làm mục tiêu trung gian của CSTT Việt Nam trong việc đạt được mục tiêu cuối cùng là kiểm soát lạm phát, ổn định giá cả.

¹⁷ Nghị quyết số 23/NQ-CP ngày 07/5/2010.

Kết quả phân tích ở Chương 3 đã cho bức tranh về tình hình lạm phát tại Việt Nam qua các năm. Theo đó, lạm phát năm 2011 ở mức 18,68% ảnh hưởng trực tiếp tới sức mua của người dân là điều không mong đợi. Chính sách tiền tệ không thể tác động trực tiếp đến lạm phát mà phải thông qua mục tiêu trung gian và mục tiêu hoạt động. Tổng phương tiện thanh toán hay cung tiền thể hiện qua chỉ tiêu khối lượng tiền cung ứng (cung tiền) qua các năm. Trong các tình huống kinh tế bình thường, nếu cung tiền tăng nhanh hơn sản lượng thực tế sẽ gây ra lạm phát. Trong nền kinh tế khủng hoảng (gặp bất thanh khoản), mối tương quan giữa cung tiền và sản lượng “bị phá vỡ” do có sự suy giảm của tốc độ chu chuyển tiền tệ. Điều đó giải thích tại sao trong nền kinh tế suy thoái các Ngân hàng Trung ương có thể tăng cung tiền mà không gây lạm phát (Trần Thị Thùy Anh, 2014).

Trong suốt giai đoạn từ 2004 đến 2010, dù đã có sự tăng cung tiền nhằm duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong một thời gian dài nhưng luôn có sự chênh lệch giữa việc thực hiện với mục tiêu đề ra. Sang năm 2011, mục tiêu đề ra của tăng trưởng M2 vẫn cao, ở mức 25%, tuy nhiên do xu hướng tăng cao của lạm phát, NHNN đã thực hiện cắt giảm cung tiền M2, thực tế chỉ còn 12%, giảm hơn 50% so với mục tiêu đề ra.

Bảng 5.2. Diễn biến cung tiền và tăng trưởng tín dụng 2004-2011

Đvt: %

Chỉ tiêu	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
M2								
Mục tiêu		22	22	23-25	20-23	32	18-20	25
Thực hiện	30,4	29,6	32,0	41,2	20,3	27,5	29,8	12
Tín dụng								
Mục tiêu		25	25	18-20	17-21	30	21-23	25
Thực hiện	41,6	31,1	24,8	48,9	23,4	37,5	31,2	10,9

Nguồn: Tổng hợp từ số liệu của NHNN và Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia

Từ năm 2012 đến 2016, khi lạm phát đã ổn định, lượng cung tiền đã tăng trở lại, cụ thể tăng thêm 18,46% vào năm 2012 và 18,85% vào năm 2013. M2 qua các năm được thống kê như sau:

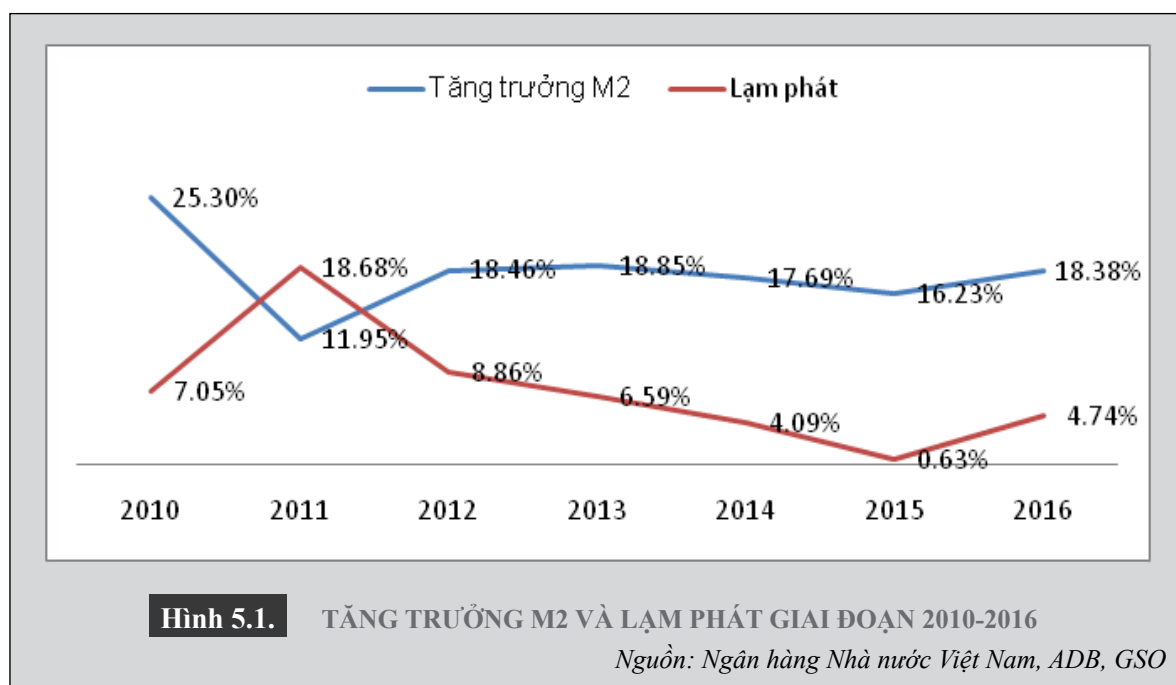
Bảng 5.3. Cung tiền M2 từ năm 2012 đến 2016

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015	2016
Tổng phương tiện thanh toán (tỷ đồng)	3.702.867	4.400.692	5.179.216	6.019.609	7.125.801
Tăng trưởng qua các năm (%)	18,46%	18,85%	17,69%	16,23%	18,38%

Nguồn: Tổng hợp từ NHNN Việt Nam

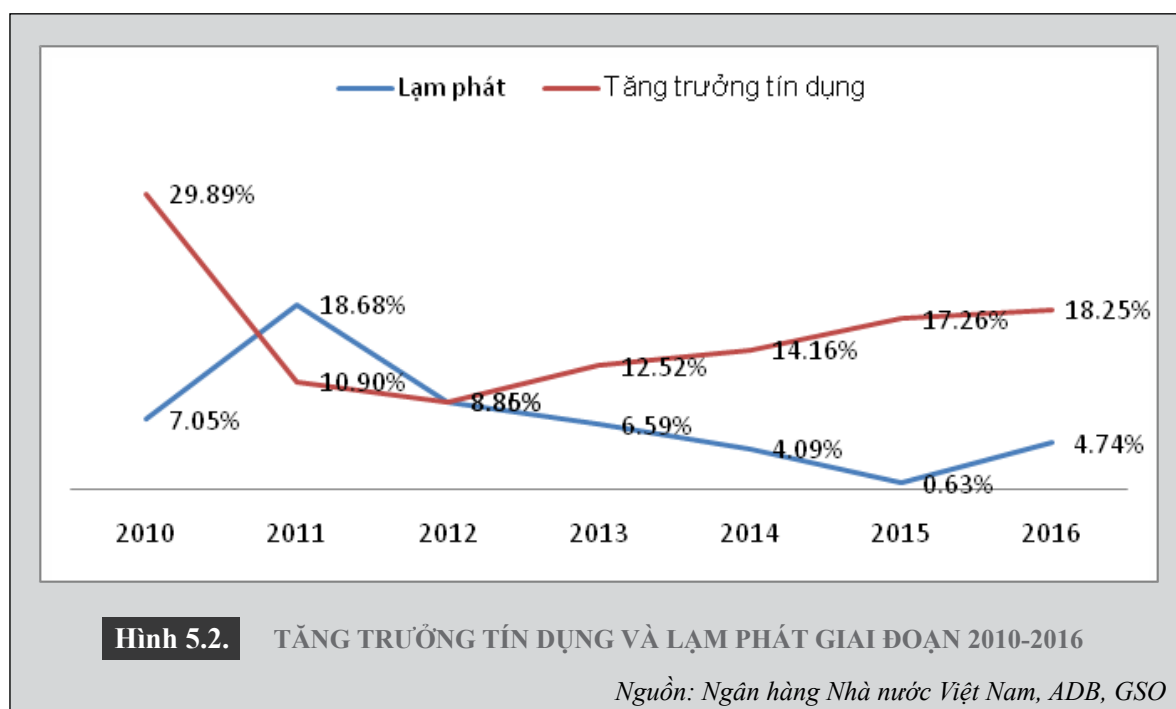
Từ năm 2012 đến 2016, lạm phát tại Việt Nam đã ổn định ở mức một con số, cung tiền cũng ổn định trở lại. Như vậy, trong giai đoạn 2010-2016, trừ năm 2011 do lạm phát tăng mạnh theo chiều hướng bất lợi buộc NHNN phải sử dụng tất cả các công cụ của chính sách tiền tệ theo hướng thắt chặt, trong đó bao gồm cả việc giảm mạnh lượng cung tiền, những năm còn lại việc cung tiền đã theo xu hướng của lạm phát.

Cung tiền M2 cũng ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng đáp ứng nhu cầu tín dụng trong nền kinh tế. Năm 2011 tín dụng chỉ tăng trưởng 10,9% do khó khăn trong hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp và sau hàng loạt các quy định của NHNN trong việc siết chặt tín dụng thì tăng trưởng tín dụng đã ổn định ở những năm sau đó, đạt mức tăng trưởng 18,25% năm 2016 (mục tiêu NHNN đưa ra là tăng trưởng tín dụng năm 2016 là 18% - 20%).



Tương tự như M2, sau năm 2011 với hàng loạt biện pháp hành chính từ NHNN nhằm khống chế tăng trưởng tín dụng để đẩy lùi lạm phát, từ năm 2012 đến 2016 tăng trưởng tín dụng đã tăng trở lại, bắt nhịp cùng với M2 và lạm phát.

Năm 2017, NHNN Việt Nam đưa mục tiêu tăng trưởng tín dụng đạt 18%, xấp xỉ với tăng trưởng năm 2016. Như vậy, với các mục tiêu mà NHNN đưa ra cho năm 2017, lạm phát thực tế năm 2017 cũng sẽ hy vọng không có sự biến động nhiều so với năm 2016.



5.2.3. Chính sách tiền tệ Việt Nam giai đoạn 2010 - 2016

Theo Luật NHNN 2010 CSTT quốc gia bao gồm: tái cấp vốn, lãi suất, tỷ giá hối đoái, dự trữ bắt buộc, nghiệp vụ thị trường mở và các công cụ, biện pháp khác theo quy định của Chính phủ. Trên cơ sở bám sát mục tiêu của Quốc hội, NHNN sẽ xác định mục tiêu và các giải pháp lớn về điều hành chính sách tiền tệ cho từng năm.

Hộp 5.1. Quy định về thẩm quyền quyết định CSTT quốc gia theo Luật NHNN năm 2010

- Quốc hội quyết định chỉ tiêu lạm phát hàng năm được thể hiện thông qua việc quyết định chỉ số giá tiêu dùng và giám sát việc thực hiện CSTT quốc gia;
- Chủ tịch nước thực hiện nhiệm vụ, quyền hạn do Hiến pháp và pháp luật quy định trong việc đàm phán, ký kết, gia nhập điều ước quốc tế nhân danh Nhà nước Cộng hòa Xã hội Chủ nghĩa Việt Nam về lĩnh vực tiền tệ và ngân hàng;
- Chính phủ trình Quốc hội quyết định chỉ tiêu lạm phát hàng năm. Thủ tướng Chính phủ, Thống đốc NHNN quyết định việc sử dụng các công cụ và biện pháp điều hành để thực hiện mục tiêu CSTT quốc gia theo quy định của Chính phủ.

Theo đó, Thống đốc NHNN quyết định việc sử dụng công cụ thực hiện CSTT quốc gia, bao gồm tái cấp vốn, lãi suất, tỷ giá hối đoái, dự trữ bắt buộc, nghiệp vụ thị trường mở và các công cụ, biện pháp khác theo quy định của Chính phủ. Các công cụ của chính sách tiền tệ tại Việt Nam có thể tóm tắt như sau (NHNN, 2010):

- Tái cấp vốn: Tái cấp vốn là hình thức cấp tín dụng của NHNN nhằm cung ứng vốn ngắn hạn và phương tiện thanh toán cho tổ chức tín dụng (TCTD). NHNN quy định và thực hiện việc tái cấp vốn cho TCTD theo các hình thức như cho vay có bảo đảm bằng cầm cố giấy tờ có giá; chiết khấu giấy tờ có giá; các hình thức tái cấp vốn khác.

- Lãi suất: NHNN công bố lãi suất tái cấp vốn, lãi suất cơ bản và các loại lãi suất khác để điều hành CSTT, chống cho vay nặng lãi. Trong trường hợp thị trường tiền tệ có diễn biến bất thường, NHNN quy định cơ chế điều hành lãi suất áp dụng trong quan hệ giữa các TCTD với nhau và với khách hàng, các quan hệ tín dụng khác

- Tỷ giá hối đoái: Tỷ giá hối đoái của đồng Việt Nam được hình thành trên cơ sở cung cầu ngoại tệ trên thị trường có sự điều tiết của Nhà nước. NHNN công bố tỷ giá hối đoái, quyết định chế độ tỷ giá, cơ chế điều hành tỷ giá.

- Dự trữ bắt buộc: Dự trữ bắt buộc là số tiền mà TCTD phải gửi tại NHNN để thực hiện CSTT quốc gia. NHNN quy định tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với từng loại hình TCTD và từng loại tiền gửi tại TCTD nhằm thực hiện CSTT quốc gia. NHNN quy định việc trả lãi đối với tiền gửi dự trữ bắt buộc, tiền gửi vượt dự trữ bắt buộc của từng loại hình TCTD đối với từng loại tiền gửi.

- Nghiệp vụ thị trường mở: NHNN thực hiện nghiệp vụ thị trường mở thông qua việc mua, bán giấy tờ có giá đối với TCTD; quy định loại giấy tờ có giá được phép giao dịch thông qua nghiệp vụ thị trường mở.

Hộp 5.2. Chính sách tiền tệ trong giai đoạn 2010 - 2016

Trong giai đoạn 2010 - 2016, để có thể đối phó với lạm phát cao năm 2010, 2011 do ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế thế giới, ngày 24 tháng 02 năm 2011 Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Nghị quyết số 11/NQ-CP ngày 24/02/2011 của Chính phủ về “những giải pháp chủ yếu tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an sinh xã hội” trong đó nêu rõ việc “thực hiện chính sách tiền tệ chặt chẽ, thận trọng”, cụ thể:

- Thực hiện chính sách tiền tệ chặt chẽ, thận trọng, phối hợp hài hòa giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa để kiềm chế lạm phát; điều hành và kiểm soát để bảo đảm tốc độ tăng trưởng tín dụng năm 2011 dưới 20%, tổng phương tiện thanh toán khoảng 15 - 16%; tập trung ưu tiên vốn tín dụng phục vụ phát triển sản xuất kinh doanh, nông nghiệp, nông thôn, xuất khẩu, công nghiệp hỗ trợ, doanh nghiệp nhỏ và vừa; giảm tốc độ và tỷ trọng vay vốn tín dụng của khu vực phi sản xuất, nhất là lĩnh vực bất động sản, chứng khoán.
- Điều hành chủ động, linh hoạt, hiệu quả các công cụ chính sách tiền tệ, nhất là các loại lãi suất và lượng tiền cung ứng để bảo đảm kiềm chế lạm phát.
- Điều hành tỷ giá và thị trường ngoại hối linh hoạt, phù hợp với diễn biến thị trường. Tăng cường quản lý ngoại hối, thực hiện các biện pháp cần thiết để các tổ chức, cá nhân trước hết là các tập đoàn kinh tế, tổng công ty nhà nước bán ngoại tệ cho ngân hàng khi có nguồn thu và được mua khi có nhu cầu hợp lý, bảo đảm thanh khoản ngoại tệ, bình ổn tỷ giá, đáp ứng yêu cầu ổn định, phát triển sản xuất kinh doanh và tăng dự trữ ngoại hối.

Ngay sau đó, ngày 01 tháng 3 năm 2011, Thống đốc NHNN đã ban hành chỉ thị số 01/CT-NHNN về “thực hiện giải pháp tiền tệ và hoạt động ngân hàng nhằm kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô và đảm bảo an sinh xã hội”, đưa những giải pháp tức thời cho năm 2011 là “thực hiện chính sách tiền tệ chặt chẽ và thận trọng, kiểm soát tốc độ tăng tín dụng dưới 20% và tốc độ tăng tổng phương tiện thanh toán khoảng 15%-16%; lãi suất và tỷ giá ở mức hợp lý”.

Năm 2015, NHNN xác định mục tiêu và các giải pháp lớn về điều hành chính sách tiền tệ là: “Điều hành chủ động và linh hoạt các công cụ chính sách tiền tệ nhằm kiểm soát lạm phát, không chủ quan với lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế ở mức hợp lý, đảm bảo an toàn thanh khoản của các TCTD. Điều hành lãi suất và tỷ giá phù hợp với diễn biến kinh tế vĩ mô, tiền tệ, đặc biệt là diễn biến của lạm phát, bảo đảm giá trị đồng Việt Nam, tiếp tục khắc phục tình trạng đô la hóa, vàng hóa trong nền kinh tế. Thực hiện các giải pháp điều hành tín dụng theo hướng mở rộng tín dụng đi đôi với kiểm soát chất lượng tín dụng; tập trung tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp trong việc tiếp cận nguồn vốn tín dụng phục vụ phát triển sản xuất, kinh doanh; tiếp tục triển khai các chương trình gắn kết tín dụng ngân hàng với chính sách ngành kinh tế, chuyển dịch cơ cấu tín dụng theo hướng tập trung vốn cho vay đối với các lĩnh vực ưu tiên theo chủ trương của Chính phủ. Đẩy nhanh tiến độ xử lý nợ xấu gắn với cơ cấu lại các TCTD, đảm bảo thực hiện đúng lộ trình của Đề án cơ cấu lại hệ thống các TCTD giai đoạn 2011-2015 đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt. Tăng cường phối hợp với các chính sách vĩ mô khác”.

Sang năm 2016, NHNN xác định “Điều hành chính sách tiền tệ và hoạt động ngân hàng linh hoạt, hiệu quả” dựa trên các hoạt động cụ thể sau:

Thứ nhất, điều hành chính sách tiền tệ chủ động, linh hoạt, phối hợp chặt chẽ với chính sách tài khóa và các chính sách kinh tế vĩ mô nhằm kiểm soát lạm phát theo mục tiêu đề ra, ổn định kinh tế vĩ mô và góp phần hỗ trợ tăng trưởng kinh tế ở mức hợp lý.

Thứ hai, sử dụng đồng bộ các công cụ chính sách tiền tệ và các công cụ, biện pháp khác để hỗ trợ ổn định thị trường ngoại tệ, điều hành tỷ giá hợp lý, phù hợp với diễn biến kinh tế vĩ mô, thị trường tài chính - tiền tệ trong và ngoài nước. Điều hành lãi suất phù hợp với diễn biến kinh tế vĩ mô, lạm phát, thị trường tiền tệ. Tăng trưởng dư nợ tín dụng phù hợp, gắn với nâng cao chất lượng tín dụng.

Thứ ba, tiếp tục có các biện pháp phù hợp nhằm huy động các nguồn lực vàng, ngoại tệ phục vụ phát triển nền kinh tế; tăng cường kiểm soát việc sử dụng ngoại tệ và vàng trong lãnh thổ; tiếp tục cải thiện quy mô dự trữ ngoại hối Nhà nước phù hợp với điều kiện thực tế; đẩy mạnh thanh toán không dùng tiền mặt.

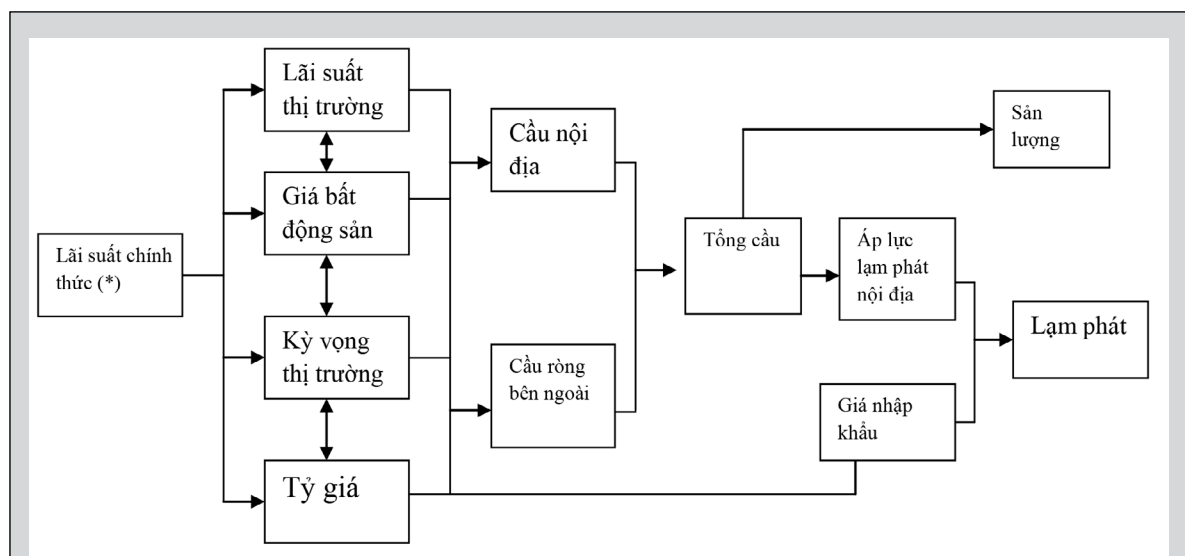
Thứ tư, theo dõi sát diễn biến thị trường tài chính, tiền tệ quốc tế để chủ động có các giải pháp phù hợp nhằm hạn chế tối đa tác động tiêu cực của hội nhập kinh tế quốc tế đến thị trường tiền tệ, ngoại hối trong nước.

Tình hình thực hiện chính sách tiền tệ của NHNN thông qua việc sử dụng các công cụ giai đoạn 2010-2016 như sau:

Lãi suất

Mục tiêu đầu tiên và quan trọng nhất của phần lớn Ngân hàng Trung ương của các nước trên thế giới cũng như NHNN Việt Nam là ổn định giá trị đồng tiền của quốc gia - thông qua việc kiểm soát lạm phát. Trong đó, lãi suất là một trong những công cụ điều hành chính sách tiền tệ của NHTW để đạt được mục tiêu đó. Mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ và lạm phát, xét ở khía cạnh lãi suất được hình thành dựa trên sự ảnh hưởng của lãi suất lên tổng cầu.

Để điều chỉnh lãi suất thị trường nhằm kiểm soát lượng cung tiền, NHNN đã sử dụng bộ ba lãi suất chính sách gồm lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu và lãi suất cơ bản. Riêng với lãi suất cơ bản, từ năm 2009 đến nay, NHNN Việt Nam không công bố lãi suất cơ bản và vì thế cho đến thời điểm hiện nay, lãi suất cơ bản vẫn áp dụng theo mức công bố tại thời điểm 2009 là 9%/năm.



Hình 5.3. TỪ LÃI SUẤT ĐẾN LẠM PHÁT

Nguồn: Nguyễn Thị Kim Thanh, <https://www.sbv.gov.vn/webcenter/contentattachfile/>

(*) Lãi suất chính thức là lãi suất chỉ đạo của NHTW công bố làm cơ sở tham khảo một cách chuẩn mực, thường sử dụng lãi suất cơ bản

Năm 2011, như đã đề cập, lạm phát năm 2010 đang ở mức 2 con số (11,75%), NHNN đã điều chỉnh lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu theo xu hướng tăng nhằm giảm lượng tiền đưa ra lưu thông. Lãi suất tái cấp vốn tăng liên tục từ tháng

02/2011 đến tháng 10/2011 (từ 11%/năm lên đến 15%/năm), sau đó mới giảm dần vào năm 2012. Lãi suất tái chiết khấu cũng tăng theo lãi suất tái cấp vốn và đến năm 2012 mới có xu hướng giảm.

Từ năm 2013 đến nay, lãi suất chính sách có xu hướng giảm và duy trì ở mức tương ổn định (Lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu hiện đang áp dụng theo Quyết định 496/QĐ-NHNN, có hiệu lực từ ngày 18/3/2014, đến nay vẫn ổn định ở mức lãi suất tái cấp vốn là 6,5% và lãi suất tái chiết khấu 4,5%). Lãi suất bán lẻ của thị trường theo đó ổn định cho thấy lạm phát không là vấn đề căng thẳng vào thời điểm này.

Bảng 5.4. Lãi suất chính sách của NHNN Việt Nam giai đoạn 2010-2016

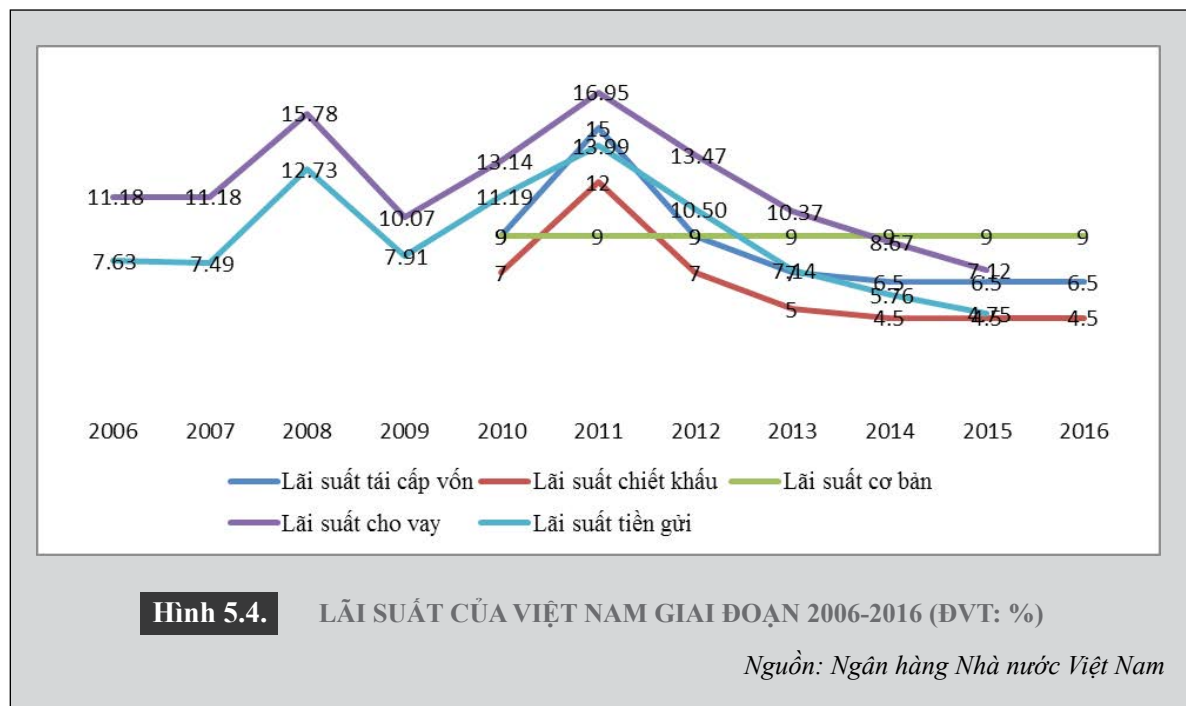
Đvt: %

Chỉ tiêu	1/2/10	5/11/10	1/12/10	17/2/11	8/3/11	1/4/11	1/5/11	10/10/11	13/3/12	11/4/12
Tỷ lệ dự trữ bắt buộc	2	2	2	2	2	2	1	1	1	1
Lãi suất tái cấp vốn	8	9	9	11	12	13	14	15	14	13
Lãi suất chiết khấu	6	7	7	-	12	-	13	12	12	11
Lãi suất cơ bản	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Chỉ tiêu	28/5/12	11/6/12	1/7/12	24/12/12	25/3/13	26/3/13	13/5/13	18/3/14	30/1/15	31/12/16
Tỷ lệ dự trữ bắt buộc	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Lãi suất tái cấp vốn	12	11	10	9	9	8	7	6,5	6.5	6.5
Lãi suất chiết khấu	10	9	8	7	7	6	5	4,5	4.5	4.5
Lãi suất cơ bản	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9

Nguồn: Tập hợp từ website của NHNN và Vietstock

Lãi suất chính sách sẽ tác động đến lãi suất bán lẻ trên thị trường mà lãi suất cho vay và lãi suất tiền gửi là đại diện, từ đó tác động đến mức cung tiền trong nền kinh tế. Bên cạnh đó, mục tiêu hoạt động của chính sách tiền tệ là lãi suất thị trường liên ngân hàng cũng được công bố mỗi ngày, làm cơ sở cho các NHTM tham chiếu và điều chỉnh lãi suất tiền gửi và cho vay.

Trong giai đoạn 2006 - 2016, lãi suất chính sách và lãi suất bán lẻ của Việt Nam thể hiện qua hình 5.4. Lãi suất cơ bản không được công bố mới từ năm 2009 đến nay, và vì vậy mặc nhiên lãi suất này vẫn ở mức 9%. Việc ấn định lãi suất cơ bản của ngân hàng trung ương về bản chất là một quyết định nhằm phản ánh tình hình kinh tế vĩ mô của quốc gia, mục đích của lãi suất cơ bản là giúp các ngân hàng thương mại nhận biết tín hiệu của một chính sách tiền tệ mở rộng hay thắt chặt nhằm xây dựng cho mình một hệ thống lãi suất riêng, phù hợp với điều kiện huy động tiền gửi tiết kiệm và cho vay của mỗi ngân hàng. Tuy nhiên lãi suất cơ bản tại Việt Nam hiện nay vẫn chỉ là tham chiếu để giải quyết vấn đề vượt trần về lãi suất theo quy định pháp lý, còn tác động trực tiếp đến lãi suất bán lẻ của thị trường vẫn là lãi suất tái cấp vốn và lãi suất tái chiết khấu, được coi là mức lãi suất phản ánh tốt hơn về cung cầu vốn trên thị trường. Từ hình 5.4, dễ dàng nhận thấy xu hướng của lãi suất thị trường sẽ đi theo lãi suất chính sách. Tuy nhiên, giai đoạn 2014-2016 mặc dù lãi suất chính sách không biến động nhưng lãi suất bán lẻ vẫn có xu hướng giảm nhẹ. Điều này cho thấy lãi suất bán lẻ không phải là hoàn toàn chịu tác động từ lãi suất chính sách.



Tỷ giá hối đoái

Giai đoạn 2011-2015, để ổn định tỷ giá và thị trường ngoại tệ, Ngân hàng Nhà nước đã thay đổi cơ chế tỷ giá và can thiệp sâu vào thị trường ngoại tệ bằng những biện pháp mua bán, duy trì chính sách chênh lệch lãi suất VNĐ và USD nhằm đảm bảo nắm giữ tiền đồng có lợi hơn so với USD.

Ngày 11/2/2011, NHNN ban hành Quyết định 230/QĐ-NHNN điều chỉnh tỷ giá bình quân liên ngân hàng lên 20,693 VNĐ, tăng 9,3% so với mức 18,932 VNĐ trước đó, đồng thời thu hẹp biên độ giao dịch từ $\pm 3\%$ xuống $\pm 1\%$. Tiếp theo động thái tăng tỷ giá, sau khi ban hành chỉ thị 01/NHNN, ngày 24/3/2011 NHNN tiếp tục ban hành Thông tư số 07/TT-NHNN thu hẹp đối tượng cho vay ngoại tệ của tổ chức tín dụng đối với khách hàng vay là người cư trú. Nhiều văn bản quy định được NHNN ban hành sau đó như giảm trần lãi suất huy động USD từ 6%/năm xuống 2%/năm, điều chỉnh tăng dự trữ bắt buộc tiền gửi ngoại tệ đối với các TCTD thêm 2% lên 6%, mở rộng đối tượng doanh nghiệp Nhà nước thực hiện bán ngoại tệ cho các TCTD, chuyển dần quan hệ huy động - cho vay ngoại tệ trong nước của TCTD sang quan hệ mua bán ngoại tệ, xử lý các giao dịch ngoại tệ bất hợp pháp trên thị trường tự do là dẫn đến kết quả tỷ giá đạt 20,282 VNĐ vào cuối năm 2011, tăng 10,01% so với cùng kỳ năm 2010. Cán cân thanh toán tổng thể thặng dư khoảng 3,1 tỷ USD năm 2011 là tín hiệu tốt trong việc điều hành tỷ giá (năm 2010 thâm hụt 3,07 tỷ USD)

Năm 2012, NHNN tiếp tục đặt mục tiêu ổn định tỷ giá trong biên độ tăng không quá 2-3%/năm và hạn chế tình trạng đô la hóa nền kinh tế. Thông tư số 03/TT-NHNN ngày 08/3/2012 được NHNN ban hành nhằm thu hẹp các trường hợp được vay vốn bằng ngoại tệ. Cuối năm 2012, giá USD mua vào tại các NHTM giảm trung bình 1% so với cuối năm 2011.

Năm 2013, NHNN tiếp tục duy trì mục tiêu tỷ giá trong biên độ không quá 2-3% nhằm kiểm soát sự mất giá của VNĐ. Năm 2014, NHNN đề ra mục tiêu tỷ giá trong biên độ không quá $\pm 2\%$. Đây cũng là năm mà tín dụng VNĐ tăng chậm, theo đó, NHNN đã nói lỏng đối tượng được vay ngoại tệ theo chủ trương của Chính phủ, tập trung vào các lĩnh vực ưu tiên và khả năng cân đối ngoại tệ của NHTM.

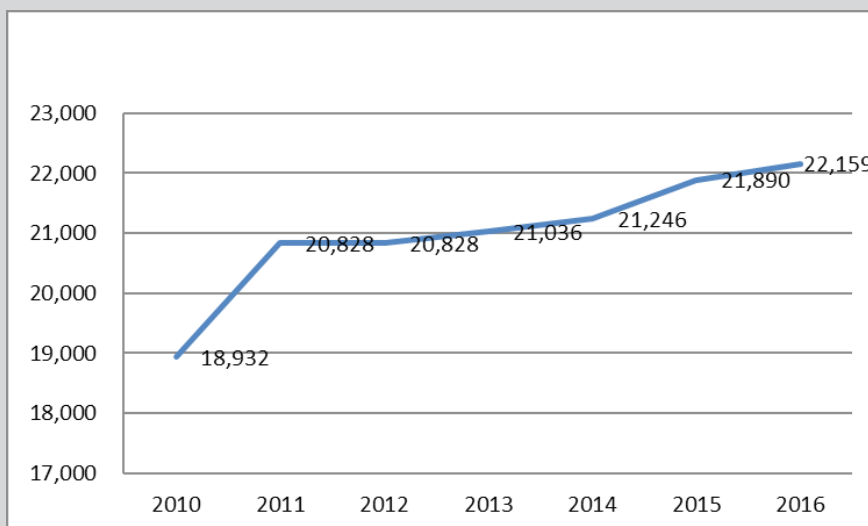
Năm 2015 được coi là một năm đầy biến động, nhiều thách thức trong chính sách tiền tệ và chính sách tỷ giá trước bối cảnh USD liên tục lên giá do kỳ vọng Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) điều chỉnh tăng lãi suất và Trung Quốc bất ngờ điều chỉnh mạnh tỷ giá đồng Nhân dân tệ, kéo theo làn sóng giảm giá mạnh của các đồng tiền của các đối tác thương mại chính của Việt Nam.

Sau khi Ngân hàng Trung ương Trung Quốc phá giá đồng Nhân dân tệ vào ngày 11/8, ngày 12/8, NHNN đã điều chỉnh biên độ tỷ giá giữa VNĐ và USD tăng từ $\pm 1\%$ lên $\pm 2\%$. Cuối năm 2015, hàng loạt các tổ chức quốc tế và một số chuyên gia trong nước đồng loạt đưa ra những cảnh báo đáng lo ngại. Theo đó, tỷ giá có thể chịu tác động bất lợi của khả năng Cục Dự trữ Liên bang Mỹ tăng lãi suất và biến động của thị trường tài chính thế giới, dự báo sức ép tỷ giá USD/VND khi Mỹ nâng lãi suất là rất

lớn. Ngày 19/8/2015 NHNN Việt Nam đã điều chỉnh tỷ giá bình quân liên ngân hàng giữa VND và USD thêm 1%, đồng thời mở rộng biên độ tỷ giá từ $\pm 2\%$ lên $\pm 3\%$.

Năm 2016 là một năm mà ban đầu tưởng chừng sẽ có sự biến động lớn về tỷ giá do hệ quả của năm 2015. Ngay từ đầu năm, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) ban hành chính sách điều hành tỷ giá mới theo cơ chế tỷ giá trung tâm giữa VND và USD, tỷ giá tính chéo giữa VND và một số ngoại tệ với cơ chế linh hoạt, biến động hàng ngày. Trong đó, tỷ giá trung tâm được NHNN công bố hàng ngày vào trước phiên giao dịch dựa trên cơ sở tham chiếu ba yếu tố: diễn biến tỷ giá bình quân gia quyền trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng, diễn biến tỷ giá trên thị trường quốc tế của một số đồng ngoại tệ và các cân đối kinh tế vĩ mô.

Tuy nhiên, tỷ giá năm 2016 lại ở trạng thái bình ổn kể cả vào thời điểm tháng 6/2016 nước Anh rời khỏi EU. Nhiều doanh nghiệp lo lắng với những biến cố từ thị trường như vậy, tỷ giá sẽ biến động gây ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh, tuy nhiên tỷ giá trong khoảng thời gian 8 tháng đầu năm chỉ xoay quanh mốc 22.300 VND/USD. Chỉ đến khi Cục Dự trữ Liên bang Mỹ quyết định tăng lãi suất cơ bản USD lên mức từ 0,5-0,75% vào ngày 14/12/2016 sau khi có kết quả bầu cử Tổng thống Mỹ, đồng USD trên toàn cầu tăng giá thì tỷ giá ngoại tệ trong nước mới tăng. Tính đến tuần đầu tháng 12, tỷ giá USD biến động khoảng hơn 1%, trong khi những năm trước đây, tỷ giá thường dao động trong khoảng 2-3%. Xét theo biến động tỷ giá trong cả năm 2016, việc tỷ giá tăng nhẹ cuối năm được nhận định chủ yếu do yếu tố mùa vụ cuối năm và tác động tâm lý nên không ảnh hưởng đến thị trường.



Hình 5.5. TỶ GIÁ TRUNG TÂM USD/VND GIAI ĐOẠN 2010 - 2016

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Dự trữ bắt buộc

Đến thời điểm 2016, tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi bằng VND vẫn áp dụng theo QĐ 379/QĐ-NHNN ngày 24/2/2009 (áp dụng từ kỳ dự trữ tháng 3/2009), tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi bằng USD áp dụng theo QĐ 1925/QĐ-NHNN ngày 26/8/2011 (áp dụng từ kỳ dự trữ tháng 9/2011). Theo Quyết định số 1925/QĐ-NHNN ngày 26/8/2011 tỷ lệ dự trữ bắt buộc áp dụng từ ngày 01/09/2011 (Bảng 5.5).

Như vậy, sau khi điều chỉnh dự trữ bắt buộc sau khủng hoảng 2008, đến nay công cụ này không phải là công cụ chủ đạo trong chính sách tiền tệ của NHNN Việt Nam khi các công cụ như lãi suất, tỷ giá liên tục được điều chỉnh để ổn định thị trường tiền tệ.

Bảng 5.5. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với các Tổ chức tín dụng

Loại TCTD	Tiền gửi VND		Tiền gửi ngoại tệ	
	Không kỳ hạn và dưới 12 tháng	Từ 12 tháng trở lên	Không kỳ hạn và dưới 12 tháng	Từ 12 tháng trở lên
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	3%	1%	8%	6%
Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển nông thôn	1%	1%	7%	5%
NHTMCP nông thôn, ngân hàng hợp tác, Quỹ Tín dụng Nhân dân Trung ương	1%	1%	7%	5%
TCTD có số dư tiền gửi phải tính dự trữ bắt buộc dưới 500 triệu đồng, QTDND cơ sở, Ngân hàng Chính sách xã hội	0%	0%	0%	0%

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Thị trường mở

Ngày 31/12/2015, NHNN ban hành Thông tư số 42/TT-NHNN thay thế Quyết định 01/2007/QĐ-NHNN ngày 05/01/2007 ban hành quy chế nghiệp vụ thị trường mở và các văn bản pháp luật có liên quan trước đó đã góp phần hoàn thiện khung pháp lý

cho các giao dịch trên nghiệp vụ thị trường mở, đảm bảo phù hợp với quy định tại Luật NHNN năm 2010 và thông lệ chung quốc tế. Trong đó, với việc không giới hạn về thời hạn giao dịch trên nghiệp vụ thị trường mở (có thể giao dịch với kỳ hạn ngắn hạn, trung và dài hạn), tùy thuộc theo mục tiêu điều hành CSTT đã làm tăng tính chủ động và hiệu lực của công cụ nghiệp vụ thị trường mở trong việc điều tiết thanh khoản trên thị trường tiền tệ, qua đó tăng khả năng điều tiết và định hướng thị trường của NHNN.

Nghiệp vụ thị trường mở thực hiện thường xuyên theo định kỳ hàng ngày. Từ cuối năm 2008, do thị trường tài chính - tiền tệ toàn cầu có nhiều biến động nên NHNN tăng cường thực hiện 1 - 2 phiên/ngày, trong đó duy trì 01 phiên chào mua giấy tờ có giá vào buổi sáng để phát tín hiệu ổn định thị trường tiền tệ, hỗ trợ các TCTD gặp khó khăn vay vốn trên thị trường liên ngân hàng; ngoài ra trên cơ sở diễn biến lãi suất, tỷ giá và tình hình vốn khả dụng của TCTD, buổi chiều NHNN có thể thực hiện 01 phiên chào bán tín phiếu NHNN khi thanh khoản dư thừa nhằm kiểm soát lạm phát, hỗ trợ ổn định tỷ giá; hoặc thời điểm nhu cầu thanh khoản tăng cao (như các dịp Tết, dịp nghỉ lễ dài ngày...), NHNN có thể bổ sung 01 phiên chào mua giấy tờ có giá để hỗ trợ thanh khoản cho các TCTD, đáp ứng nhu cầu rút tiền mặt trong nền kinh tế và ổn định thị trường tiền tệ. Điều này cho thấy nghiệp vụ thị trường mở ngày càng được NHNN hoàn thiện theo đúng thông lệ quốc tế, nâng cao khả năng điều tiết của NHNN nhằm duy trì sự ổn định và phát triển của thị trường tiền tệ.

Bảng 5.6. Doanh số giao dịch trên thị trường mở giai đoạn 2007- 2015

Đvt: tỷ đồng

Năm	Tổng doanh số mua	Tổng doanh số bán	Số phiên giao dịch	Số lượt thành viên	KL trúng thầu mua bình quân/ phiên	KL trúng thầu bán bình quân/ phiên
2007	61.133	356.844	355	650	855	767
2008	947.206	88.860	402	3.280	947	305
2009	966.980	102	329	3.121	3.718	1
2010	2.101.420	7.295	491	6.106	4.297	0
2011	2.801.253	0	431	8.469	6.499	0
2012	449.922	174.000	378	2.434	1.505	2.203
2013	179.386	254.863	418	1.251	698	1.583
2014	101.200	353.616	484	1.903	400	1.531
2015	403.490	233.350	388	1.023	1.563	1.127

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Trước năm 2011, NHNN chủ yếu thực hiện các phiên chào mua GTCG để đưa tiền ra với các kỳ hạn ngắn (7, 14, 21, 28 ngày), khối lượng và lãi suất chào mua điều chỉnh phù hợp với tình hình vốn khả dụng và diễn biến thị trường nhằm vừa hỗ trợ thanh khoản cho các TCTD, tạo điều kiện giảm lãi suất huy động, cho vay, ổn định thị trường tiền tệ, vừa đảm bảo kiểm soát lạm phát và các chỉ tiêu tiền tệ theo mục tiêu. Khi lạm phát có dấu hiệu tăng lên 2 con số, NHNN đã điều hành thận trọng theo hướng giảm dần kỳ hạn chào mua từ 28 ngày xuống 7 ngày; lãi suất chào mua cũng được điều chỉnh tăng dần lên mức 15%/năm.

Giai đoạn từ năm 2012-2015, nghiệp vụ thị trường mở tiếp tục là công cụ chủ yếu giúp NHNN điều tiết tiền tệ và ổn định lãi suất thị trường. Trong điều kiện thanh khoản đồng Việt Nam (VND) của các TCTD cải thiện và có dư thừa, lãi suất trên thị trường liên ngân hàng giảm so với giai đoạn trước do tăng trưởng tín dụng đã được kiểm soát theo mục tiêu, thị trường ngoại hối và tỷ giá ổn định, người dân có xu hướng chuyển sang nắm giữ VND, tạo điều kiện cho NHNN đưa tiền ra mua lượng lớn ngoại tệ tăng dự trữ ngoại hối nhà nước, theo đó, NHNN đã điều hành linh hoạt nghiệp vụ thị trường mở theo cả hai chiều mua/bán GTCG hàng ngày nhằm góp phần ổn định thị trường tiền tệ, kiểm soát lạm phát và hỗ trợ ổn định tỷ giá.

Sang năm 2016, nghiệp vụ thị trường mở tiếp tục được NHNN điều hành hết sức linh hoạt và bám sát diễn biến hàng ngày của thị trường tiền tệ, diễn biến kinh tế vĩ mô để đảm bảo điều tiết tiền tệ theo mục tiêu của Chính phủ và NHNN đề ra. Đầu năm 2016, khi các TCTD có dấu hiệu thiếu hụt thanh khoản, mặt bằng lãi suất thị trường liên ngân hàng tăng cao, lãi suất huy động và lãi suất cho vay, NHNN đã chủ động thực hiện hỗ trợ thanh khoản cho các TCTD thông qua việc đưa tiền khối lượng lớn ra qua kênh chào mua giấy tờ có giá trên nghiệp vụ thị trường mở nhằm ổn định lãi suất liên ngân hàng, qua đó hỗ trợ giảm lãi suất trên thị trường góp phần đạt được mục tiêu ổn định mặt bằng lãi suất và ngăn xu hướng điều chỉnh tăng lãi suất.

5.2.4. Một số nhận xét về lạm phát và chính sách tiền tệ Việt Nam trong giai đoạn 2010-2016

Kiểm soát lạm phát là mục tiêu cuối cùng của chính sách tiền tệ. Vì vậy, việc thực thi chính sách tiền tệ thông qua các công cụ tái cấp vốn, lãi suất, tỷ giá hối đoái, dự trữ bắt buộc, nghiệp vụ thị trường mở cũng nhằm mục đích kiểm soát lượng tiền trong lưu thông, từ đó ổn định tiền tệ thông qua chỉ tiêu lạm phát.

Như đã phân tích ở chương 1, trong giai đoạn 2000 - 2007, lạm phát của Việt Nam tương đối ổn định và ở mức trung bình với các quốc gia ASEAN. Năm 2008, mặc dù cùng bị ảnh hưởng chung do khủng hoảng kinh tế thế giới nhưng ở khu vực ASEAN, Việt Nam và Cambodia lại là hai quốc gia có mức lạm phát tăng vọt (trong khi Myanmar mặc dù lạm phát năm 2008 vẫn cao nhưng lại giảm so với năm 2007).

Để kiểm soát lạm phát, đồng loạt các công cụ chính sách tiền tệ đã được triển khai và thực hiện quyết liệt:

- Về lãi suất: Tăng lãi suất chính sách, từ đó dẫn dắt lãi suất thị trường tăng theo nhằm rút tiền ra khỏi lưu thông khi có dấu hiệu lạm phát.
- Về tỷ giá: NHNN Việt Nam liên tục điều chỉnh tỷ giá, ban hành cơ chế điều hành tỷ giá trung tâm, ban hành các quyết định liên quan đến ngoại tệ nhằm đảm bảo an toàn trong hoạt động ngoại hối.
- Về dự trữ bắt buộc: Công cụ dự trữ bắt buộc không được coi là công cụ chủ đạo trong hệ thống các công cụ của chính sách tiền tệ Việt Nam. Chỉ những năm có lạm phát cao như 2010, 2011 NHNN mới sử dụng công cụ này bên cạnh các công cụ khác.
- Về nghiệp vụ thị trường mở: NVTMM được coi là công cụ chủ yếu giúp NHNN điều tiết tiền tệ và ổn định lãi suất thị trường trong ngắn hạn, từ đó ổn định tiền tệ, kiểm soát lạm phát.

5.3. PHÂN TÍCH ĐỊNH LƯỢNG MỐI QUAN HỆ GIỮA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VỚI LẠM PHÁT TẠI VIỆT NAM

5.3.1. Mối quan hệ giữa lãi suất với lạm phát

Như đã đề cập, chính sách tiền tệ nhằm mục đích ổn định giá trị đồng tiền của quốc gia - thông qua việc kiểm soát lạm phát. Trong các công cụ của chính sách tiền tệ, lãi suất được coi là công cụ hữu hiệu nhằm đạt được mục tiêu đề ra. Vì vậy, trong phần này, mối quan hệ giữa lạm phát với lãi suất - một đại diện của chính sách tiền tệ - được đưa vào xem xét.

Năm 1993, John B. Taylor đã tiến hành nghiên cứu thực nghiệm đối với chính sách lãi suất của Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ (FED) trong giai đoạn từ năm 1980-1990 và nhận ra rằng biến động lãi suất điều hành của FED tuân thủ theo một quy tắc nhất định thể hiện mối tương quan với lạm phát và tăng trưởng kinh tế. Từ nghiên cứu trên, Taylor đã mở rộng và khái quát thành một quy tắc điều hành lãi suất của NHTW nhằm đạt được mục tiêu là ổn định kinh tế trong ngắn hạn và kiểm soát lạm phát trong dài hạn. Quy tắc Taylor phát biểu rằng nếu lạm phát tăng thêm 1% thì NHTW nên tăng lãi suất danh nghĩa thêm 1%.

Quy tắc Taylor được biểu diễn bằng hàm phản ứng chính sách sau:

$$i_t = \pi_t + r_t^* + \alpha_\pi(\pi_t - \pi_t^*) + \alpha_y(y_t - \bar{y}_t)^t$$

Trong đó:

- i_t là lãi suất điều hành của Ngân hàng Trung ương theo quy tắc Taylor;
- π_t là tỷ lệ lạm phát;
- π_t^* là tỷ lệ lạm phát mục tiêu;
- r_t^* là lãi suất thực tại điểm cân bằng thị trường;
- α_π và α_y là các tham số phản ứng chính sách, hay trọng số đối với lạm phát và tăng trưởng;
- y_t là tăng trưởng GDP;
- $\bar{y}_t$ là tăng trưởng GDP tiềm năng.

Quy định tỷ lệ α_π và α_y lớn hơn 0, quy tắc Taylor nói rằng lạm phát tăng 1% đòi hỏi Ngân hàng Trung ương tăng lãi suất danh nghĩa lên hơn 1% (cụ thể bằng $1+\alpha_\pi$).

Theo đó, quy tắc Taylor khuyến nghị một mức lãi suất tương đối cao (chính sách tiền tệ thắt chặt) để giảm áp lực lạm phát trong trường hợp lạm phát cao hơn mức lạm phát mục tiêu hoặc sản lượng vượt trên mức sản lượng tiềm năng. Trong trường hợp ngược lại, quy tắc Taylor khuyến nghị một mức lãi suất tương đối thấp (chính sách tiền tệ nới lỏng) để thúc đẩy tăng trưởng.

Mối quan hệ giữa lãi suất chính sách với lãi suất thị trường, giữa lãi suất thị trường với lãi suất bán lẻ

Lãi suất chính sách

Lãi suất tái chiết khấu và ***lãi suất tái cấp vốn*** là công cụ lãi suất được NHNN áp dụng để điều chỉnh lượng cung tiền, hoặc thi hành chính sách tiền tệ. Do đó, việc sử dụng hai loại lãi suất này để đại diện cho lãi suất chính sách là phù hợp.

- Lãi suất tái chiết khấu là lãi suất mà NHNN áp dụng khi cho các NHTM vay để đáp ứng nhu cầu tiền mặt ngắn hạn hoặc bất thường của các ngân hàng này. Quy định lãi suất chiết khấu là một trong những công cụ của chính sách tiền tệ nhằm điều tiết lượng cung tiền.
- Lãi suất tái cấp vốn là loại lãi suất mà NHNN áp dụng cho các nghiệp vụ tái cấp vốn cho hệ thống NHTM. Ở Việt Nam, NHNN tái cấp vốn cho các NHTM qua các hình thức: cho vay lại theo hồ sơ tín dụng: chiết khấu, tái chiết khấu thương phiếu và các giấy tờ có giá ngắn hạn khác; cho vay lại dưới hình thức cầm cố các giấy tờ có giá ngắn hạn.

Lãi suất thị trường

Trái phiếu là một loại chứng khoán quy định nghĩa vụ của người phát hành phải trả cho người nắm giữ một khoản tiền xác định, thường là trong một khoảng thời gian cụ thể và phải hoàn trả khoản cho vay ban đầu khi nó đáo hạn. Phát hành trái phiếu là đi vay vốn, mua trái phiếu là cho người phát hành vay vốn, như vậy trái chủ là chủ nợ của người phát hành. Lãi suất của các trái phiếu rất khác nhau, được quy định bởi nhiều yếu tố như thời gian đáo hạn, rủi ro, nhưng quan trọng vẫn là cung vốn trên thị trường tín dụng. Vì vậy, ***lãi suất trái phiếu chính phủ*** (TPCP) kỳ hạn 1 năm được chọn để đại diện cho lãi suất thị trường trong báo cáo này.

Lãi suất bán lẻ

Lãi suất bán lẻ liên quan trực tiếp đến lãi suất được cung ứng đến người sử dụng cuối cùng, vì vậy, như đã đề cập, ***lãi suất cho vay*** và ***lãi suất tiền*** gửi được sử dụng làm đại diện cho lãi suất bán lẻ.

Hộp 5.3. Mô hình phân tích mối quan hệ giữa lãi suất chính sách với lãi suất thị trường, giữa lãi suất thị trường với lãi suất bán lẻ

Mô hình hồi quy phân tích có dạng như sau: $\hat{R}_t^D = \lambda_1 \hat{R}_t + \lambda_2 \hat{R}_{t-1}^D$ nếu các chuỗi lãi suất dừng ở sai phân bậc 1, thì ta sử dụng mô hình hồi quy ARDL như sau:

$$\Delta R_t^D = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{i_{max}} \alpha_i \Delta R_{t-i} + \sum_{j=1}^{j_{max}} b_j \Delta R_{t-j}^D$$

Trong đó, sự truyền dẫn trực tiếp là hệ số α_0 .

R_t là lãi suất thị trường, R_t^D là lãi suất của tiền gửi D_t .

Lãi suất thị trường sử dụng trong nghiên cứu là lãi suất trái phiếu 1 năm.

Các số liệu về lãi suất được thu thập trong giai đoạn từ năm 2000 đến nay, bao gồm lãi suất bán lẻ, lãi suất chính sách, lãi suất thị trường. Dữ liệu được thống kê vào cuối mỗi tháng, đơn vị %/ năm.

Mô hình ARDL đã được chứng minh là đặc biệt hữu ích để mô tả hành vi của chuỗi thời gian kinh tế, tài chính và dự báo. Khi hồi quy mô hình này với các biến là chuỗi thời gian thì yêu cầu phải thỏa mãn là các chuỗi này phải dừng. Trong trường hợp chuỗi chưa dừng thì cần lấy sai phân của chúng cho đến khi có được chuỗi dừng.

Trong khuôn khổ báo cáo này chúng tôi thực hiện kiểm định nghiệm đơn vị để kiểm định tính dừng của các chuỗi dữ liệu lãi suất bằng kiểm định ADF. Trình tự thực hiện như sau:

- Đầu tiên, thực hiện kiểm định nghiệm đơn vị để kiểm định tính dừng của các chuỗi dữ liệu lãi suất bằng kiểm định ADF.
- Sau đó, kiểm định tính đồng liên kết giữa các cặp lãi suất bán lẻ và lãi suất thị trường, lãi suất thị trường và lãi suất chính sách bằng kiểm định Johansen.
- Cuối cùng, ước lượng hiệu ứng dẫn truyền từ lãi suất chính sách đến lãi suất thị trường, và từ lãi suất thị trường đến lãi suất bán lẻ tại Việt Nam.

Kết quả kiểm định cho thấy các chuỗi lãi suất tại Việt Nam đều là chuỗi không dừng và dừng ở sai phân bậc nhất tại mức ý nghĩa 1%, trừ lãi suất tái cấp vốn là dừng ở sai phân bậc nhất với mức ý nghĩa 5%. Như vậy, với mức ý nghĩa 5% thì các chuỗi lãi suất đang xét đều là chuỗi dừng ở sai phân bậc nhất. Điều này cho thấy đối với dữ liệu các chuỗi lãi suất, giá trị theo thời gian của chúng thường ổn định và có xu hướng lặp lại. Như vậy việc sử dụng mô hình hồi quy ARDL là phù hợp.

Kết quả từ Bảng 5.7. cho thấy hiệu ứng dẫn truyền lãi suất trực tiếp từ lãi suất chính sách đến lãi suất thị trường (lãi suất TPCP) nằm ở mức trung bình, trong khoảng từ 48% đến 55%, điều này lý giải tại sao giai đoạn 2014-2016 lãi suất cho vay và lãi suất tiền gửi lại có xu hướng giảm trong khi lãi suất chính sách ổn định.

Mức độ dẫn truyền không cao (khoảng 50%). Điều này cho thấy lãi suất TPCP điều chỉnh ít hơn so với thay đổi lãi suất chính sách. Hiệu ứng dẫn truyền từ lãi suất tái cấp vốn đến lãi suất trái phiếu cao hơn là từ lãi suất tái chiết khấu, chứng tỏ lãi suất thị trường nhạy cảm với lãi suất tái cấp vốn hơn là lãi suất tái chiết khấu. Có thể lý giải rằng lãi suất tái cấp vốn được sử dụng khi Ngân hàng Nhà nước cho ngân hàng thương mại vay dưới hình cho vay lại theo hồ sơ tín dụng; chiết khấu, tái chiết khấu, Dưới vai trò là người cho vay, Ngân hàng Nhà nước sẽ tăng cường kiểm soát, từ đó dẫn đến hiệu ứng dẫn truyền lãi suất tái cấp vốn cao hơn lãi suất tái chiết khấu.

Bảng 5.7. Hiệu ứng dẫn truyền trực tiếp từ lãi suất chính sách đến lãi suất thị trường

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.480471	0.161946	2.966866	0.0037
LS tái chiết khấu (-1)	-0.110134	0.02822	-3.902666	0.0002
C	0.555877	0.166563	3.337349	0.0011
LS tái cấp vốn (-1)	-0.100563	0.023707	-4.241957	0.0005

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 5.8 thể hiện hiệu ứng dẫn truyền trực tiếp từ lãi suất thị trường (LS TPCP) đến lãi suất bán lẻ tại Việt Nam, kết quả cho thấy hệ số truyền dẫn của lãi suất cho vay là 0,63, lãi suất tiền gửi là 0,76. Điều này có thể được giải thích là do sự cạnh tranh mạnh ở thị trường này, các ngân hàng thương mại có xu hướng dựa nhiều hơn vào tiền gửi như là một nguồn vốn hoạt động chính vì quy mô vốn chủ sở hữu tương đối nhỏ, do đó các ngân hàng thương mại phải cạnh tranh mạnh mẽ khi thu hút tiền gửi không chỉ bằng cách đưa ra lãi suất cao hơn mà còn điều chỉnh lãi suất của họ thường xuyên hơn theo những thay đổi của lãi suất thị trường.

Bên cạnh đó tại Việt Nam, các ngân hàng hoạt động dưới sự kiểm soát chặt chẽ của Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước, luôn có những chính sách, quy định ràng buộc. Dưới sự quản lý như vậy dẫn đến hiệu ứng dẫn truyền cao. Hiệu ứng dẫn truyền cao cho thấy một mặt tích cực, đó là chính sách tiền tệ đã được truyền tải một cách hiệu quả thông qua kênh lãi suất. Dù vậy, hiệu ứng dẫn truyền tuy cao nhưng lại không hoàn toàn (<1), có thể là do khả năng quản lý hoạt động các ngân hàng thương mại

còn khó khăn và chưa thực sự hiệu quả, tính minh bạch trong hoạt động ngân hàng còn hạn chế.

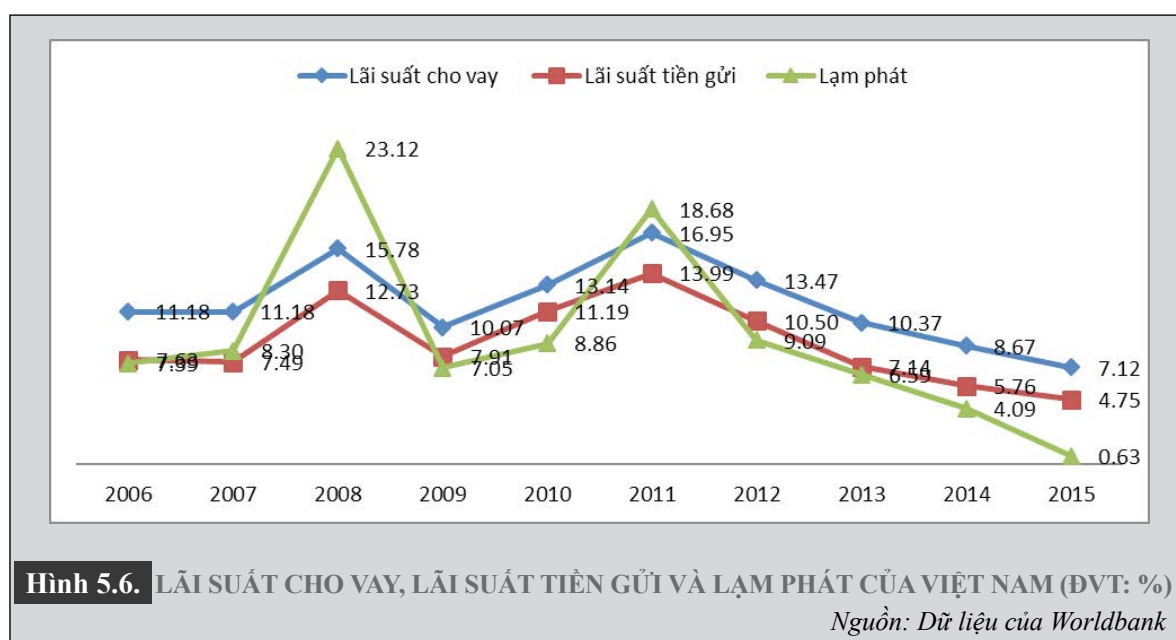
Bảng 5.8. Hiệu ứng truyền dẫn trực tiếp từ lãi suất thị trường đến lãi suất bán lẻ

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Lãi suất cho vay				
C	0.627693	0.15929	3.940553	0.0001
LS TPCP (-1)	-0.111423	0.023227	-4.797241	0.0002
Lãi suất tiền gửi				
C	0.764194	0.169621	4.505294	0.0015
LS TPCP (-1)	-0.126464	0.024733	-5.113193	0.0001

Nguồn: Tác giả tính toán

Mối quan hệ giữa lãi suất bán lẻ với lạm phát

Khi lãi suất bán lẻ bị tác động, lạm phát cũng sẽ điều chỉnh theo. Dữ liệu thực tế lại một lần nữa cho thấy lạm phát có mối quan hệ mật thiết với lãi suất bán lẻ, lý do đưa ra là khi lãi suất bán lẻ thay đổi, cung tiền sẽ bị tác động khi đến người tiêu dùng. Sau năm 2011 khi cả lãi suất bán lẻ và lạm phát đều ở mức cao, cả lãi suất cho vay, lãi suất tiền gửi sau đó đã giảm sút tạo tiền đề kéo lạm phát xuống. Năm 2015, lạm phát chỉ còn ở mức 0,63%, thấp nhất trong vòng 15 năm trở lại đây cho thấy chính sách tiền tệ linh hoạt đã thực sự phát huy tác dụng, kiểm soát tốt lạm phát.



Từ năm 2015, Việt Nam đã gia nhập AEC và cam kết sẽ mở cửa toàn bộ thị trường ngân hàng và bảo hiểm và năm 2020. So sánh với các quốc gia ASEAN, khi một số quốc gia như Brunei, Indonesia, Malaysia, Singapore đang có lãi suất cho vay và lãi suất tiền gửi có xu hướng tăng thì lãi suất bán lẻ của Việt Nam lại có xu hướng giảm là một điều có lợi cho doanh nghiệp, tuy nhiên, hiện tại lãi suất bán lẻ của Việt Nam vẫn đang cao hơn nhiều nước trong khu vực cũng là một vấn đề cần xem xét khi các nước trong khu vực đang hướng đến việc tạo một thị trường chung.

Bảng 5.9. Lãi suất cho vay của các quốc gia ASEAN**Đvt: %**

TT	Quốc gia	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	Brunei	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
2	Indonesia	15,98	13,86	13,60	14,50	13,25	12,40	11,80	11,66	12,61	12,66
3	Cambodia										
4	Lao PDR	30,00	28,50	24,00	24,78	22,61					
5	Myanmar	16,08	17,00	17,00	17,00	17,00	16,33	13,00	13,00	13,00	13,00
6	Malaysia	6,49	6,41	6,08	5,08	5,00	4,92	4,79	4,61	4,59	4,59
7	Philippines	9,78	8,69	8,75	8,57	7,67	6,66	5,68	5,77	5,53	5,58
8	Singapore	5,31	5,33	5,38	5,38	5,38	5,38	5,38	5,38	5,35	5,35
9	Thailand	7,35	7,05	7,04	5,96	5,94	6,91	7,10	6,96	6,77	6,56
10	Việt Nam	11,18	11,18	15,78	10,07	13,14	16,95	13,47	10,37	8,67	7,12

Nguồn: Data.Worldbank

Bảng 5.10. Lãi suất tiền gửi của các quốc gia ASEAN**(Đvt: %)**

TT	Quốc gia	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	Brunei	1,04	1,17	0,88	0,70	0,47	0,40	0,23	0,28	0,30	0,34
2	Indonesia	11,41	7,98	8,49	9,28	7,02	6,93	5,95	6,26	8,75	8,34
3	Cambodia	1,84	1,90	1,91	1,66	1,26	1,34	1,33	1,34	1,42	1,42
4	Lao PDR	5,00	5,00	4,67	3,25	3,00					
5	Myanmar	11,38	12,00	12,00	12,00	12,00	11,33	8,00	8,00	8,00	8,00
6	Malaysia	3,15	3,17	3,13	2,08	2,50	2,91	2,98	2,97	3,05	3,13
7	Philippines	5,29	3,70	4,49	2,74	3,22	3,39	3,16	1,66	1,23	1,59
8	Singapore	0,57	0,53	0,42	0,29	0,21	0,17	0,14	0,14	0,14	0,17
9	Thailand	4,44	2,88	2,48	1,04	1,01	2,28	2,80	2,88	1,96	1,42
10	Việt Nam	7,63	7,49	12,73	7,91	11,19	13,99	10,50	7,14	5,76	4,75

Nguồn: Data.Worldbank

Bảng 5.11. Lạm phát của các quốc gia ASEAN

(Đvt: %)

TT	Quốc gia	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	Brunei	0,16	0,97	2,08	1,04	0,36	2,02	0,46	0,38	(0,19)	
2	Indonesia	13,11	6,41	9,78	4,81	5,13	5,36	4,28	6,41	6,39	6,36
3	Cambodia	6,14	7,67	25,00	(0,66)	4,00	5,48	2,93	2,94	3,86	1,22
4	Lao PDR	6,80	4,52	7,63	0,04	5,98	7,58	4,26	6,36	4,14	1,28
5	Myanmar	20,00	35,02	26,80	1,47	7,72	5,02	1,47	5,52	5,47	10,80
6	Malaysia	3,61	2,03	5,44	0,58	1,71	3,20	1,66	2,11	3,14	2,10
7	Philippines	5,49	2,90	8,26	4,22	3,79	4,65	3,17	3,00	4,10	1,43
8	Singapore	1,02	2,10	6,52	0,60	2,80	5,25	4,53	2,38	1,01	(0,54)
9	Thailand	4,64	2,24	5,47	(0,85)	3,27	3,81	3,02	2,18	1,89	(0,90)
10	Việt Nam	7,39	8,30	23,12	7,05	8,86	18,68	9,09	6,59	4,09	0,63

Nguồn: Data.Worldbank

5.3.2. Tác động của chính sách tiền tệ đến lạm phát

Việt Nam là một nền kinh tế nhỏ nhưng có độ mở lớn, những thay đổi trong giá hàng hóa thương mại phụ thuộc vào những thay đổi trong giá quốc tế. Vì thế phần này trong báo cáo sẽ phân tích mối quan hệ của độ mở nền kinh tế (độ mở thương mại) và tác động của cung tiền đến lạm phát tại Việt Nam nhằm xem xét thêm tác động của chính sách tiền tệ đến lạm phát.

Mô hình nghiên cứu được sử dụng trong phần này là mô hình do Karras (1999a) đề xuất để đo lường ảnh hưởng của độ mở nền kinh tế đến tác động của CSTT lên lạm phát, cụ thể như sau:

$$\begin{aligned} \Delta p_{j,t} = & \gamma_0 + \sum_{i=1}^Q \gamma_i^p \Delta p_{j,t-i} + \sum_{i=0}^R \gamma_i^{oil} \Delta oil_{t-i} + \sum_{i=0}^S \gamma_i^m \Delta m_{j,t-i} \\ & + \sum_{i=0}^S \gamma_i^{open} open_{j,t-i} \Delta m_{j,t-i} + u_{j,t}^p \end{aligned}$$

Trong đó: j đại diện cho quốc gia, t đại diện cho thời gian. Δp : tỷ lệ lạm phát; Δm : tốc độ tăng trưởng cung tiền; Δoil : tốc độ tăng giá thực của dầu, đại diện cho các cú shock cung; β : hệ số; $u_{j,t}^p$: sai số của lạm phát; Q, R, S là độ trễ của các biến độc lập.

$\Delta p_{j,t}$: đại diện cho lạm phát của quốc gia j vào năm t . Chỉ số CPI được chọn để đại diện cho lạm phát, là CPI theo giá cố định năm 2010 của các quốc gia. Cách tính:

$$\Delta p_{j,t} = (CPI_{j,t} - CPI_{j,t-1})/CPI_{j,t-1}.$$

$\Delta p_{j,t-1}$: biến trễ của biến phụ thuộc, hàm ý rằng tỷ lệ lạm phát kỳ này phụ thuộc chính nó ở các kỳ trước đó.

Δoil_t : tỷ lệ thay đổi của giá dầu thực tế, đại diện cho các cú shock cung có ảnh hưởng đến lạm phát; trong đó giá dầu thực tế được đo lường bằng giá dầu thế giới (theo USD) chia cho tỷ lệ giảm phát GDP (GDP deflator) của Mỹ¹⁸. Giá dầu thế giới được sử dụng là giá dầu theo thùng của tổ chức các nước xuất khẩu dầu mỏ (OPEC Oil Basket Price US\$/Bbl – $oil_{opec,t}$). Khi đó, giá dầu thực tế được tính như sau:

$$oil_{real_opec,t} = \frac{oil_{opec,t}}{US\ GDP\ deflator_t} \quad \text{và} \quad \Delta oil_t = (oil_{real_opec,t} - oil_{real_opec,t-1})/oil_{real_opec,t-1}$$

$\Delta m_{j,t}$: tốc độ tăng trưởng cung tiền, đại diện cho CSTT, cách tính: $\Delta m_{j,t} = (m_{j,t} - m_{j,t-1})/m_{j,t-1}$. Tốc độ cung tiền được sử dụng là M2 (tiền rộng)¹⁹.

$open_{j,t}$: độ mở nền kinh tế năm t của quốc gia j , được đo lường bằng (xuất khẩu + nhập khẩu)/GDP. Đây là chỉ tiêu đo lường độ mở nền kinh tế được sử dụng rộng rãi trong nhiều nghiên cứu (Cameron, 1978; Cernat và Vranceanu, 2002; Adsera và Boix, 2002; Kose, Prasad và cộng sự, 2003; Borg, 2006).

Mô hình này được Karras (1999a) xây dựng, sau đó được Berument và Dogan (2003) áp dụng đối với trường hợp Thổ Nhĩ Kỳ, giai đoạn quý 1/1987 – quý 1/2001; Berument và cộng sự (2007) áp dụng đối với 29 quốc gia phát triển và đang phát triển, giai đoạn 1957-2003.

Trong mô hình này, nếu tác động của CSTT lên lạm phát càng mạnh trong điều kiện nền kinh tế có độ mở càng cao thì hệ số γ_i^{open} sẽ dương.

¹⁸ Do Karras (1999a,b) đề xuất, sau đó được Berument và cộng sự (2007) tiếp tục sử dụng để đại diện cho các cú shock cung.

¹⁹ Các nghiên cứu của Berument và cộng sự (2007) sử dụng M1 là chủ yếu, ngoại trừ UK sử dụng M2 để đại diện cho biến CSTT.

Các dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này được thu thập từ Data Stream của Thomson Reuters, từ năm 1999 đến năm 2013, với 16 quốc gia chuyển đổi, trong đó có hai nước châu Á là Việt Nam và Trung Quốc, còn lại 14 nước bao gồm Nga và một số nước khu vực Đông Âu.

Hộp 5.4. Chính sách tiền tệ, độ mở nền kinh tế và lạm phát

Nhiều lý thuyết kinh tế cho rằng việc mở rộng tiền tệ có thể dẫn đến kỳ vọng về việc giảm giá của đồng nội tệ (Eichenbaum và Evans, 1993; Zettelmeyer, 2004; Kearns và Manners, 2006; Bjørnland, 2008). Khi giá đồng nội tệ giảm, hàng nhập khẩu trở nên đắt hơn một cách tương đối và các doanh nghiệp sử dụng nhiều đầu vào từ nguồn nhập khẩu sẽ có chi phí sản xuất tăng lên dẫn đến phải tăng giá bán; hơn nữa các mặt hàng tiêu dùng được nhập khẩu để phân phối trong nước cũng có giá cao hơn. Nếu độ mở thương mại càng lớn, hàng nhập khẩu cho sản xuất và tiêu dùng trong nước càng nhiều thì ảnh hưởng của giá hàng nhập khẩu lên giá của hàng hóa trong nước càng cao.

Do đó, việc mở rộng tiền tệ có thể làm cho giá cả tăng mạnh hơn ở những nền kinh tế có độ mở lớn. Bởi khi nền kinh tế có độ mở càng lớn, tác động của giá cả hàng hóa từ bên ngoài đối với giá cả hàng hóa trong nước càng trở nên mạnh hơn. Giá cả của các mặt hàng nguyên liệu cho sản xuất, tiêu dùng và cả tiền lương danh nghĩa gia tăng (để bảo đảm tiền lương thực tế không giảm khi giá cả tăng) đều góp phần làm tăng lạm phát, điều này giúp cho tác động của CSTT lên giá cả có thể mạnh hơn.

Kiểm định tác động của CSTT lên lạm phát dưới ảnh hưởng của độ mở nền kinh tế đã được Karras (1999a) thực hiện. Kết quả của nghiên cứu thực nghiệm này phù hợp với kỳ vọng của các lý thuyết kinh tế. Với số liệu của 38 quốc gia được chọn mẫu, trong khoảng thời gian 1953-1990, Karras (1999a) đi đến kết luận rằng, khi nền kinh tế có độ mở càng lớn, tác động của CSTT lên lạm phát sẽ càng mạnh hơn. Gần đây, Coric và cộng sự (2012) trong một nghiên cứu dựa trên dữ liệu của 48 quốc gia, cũng nhận thấy vai trò quan trọng của độ mở thương mại đối với hiệu quả của CSTT. Nghiên cứu này cho thấy, độ mở càng lớn thì CSTT sẽ có tác động càng mạnh lên giá cả. Tuy nhiên, cũng có nghiên cứu đem lại kết quả không phù hợp với giả định này, chẳng hạn Berument và Dogan (2003). Trong nghiên cứu này của mình, nhóm tác giả thấy rằng độ mở càng lớn thì tác động của CSTT lên sản lượng càng giảm đi đối với trường hợp của Thổ Nhĩ Kỳ.

Sau khi khắc phục hiện tượng đa cộng tuyến và xác định độ trễ tối đa của các biến độc lập²⁰, phương pháp SGMM hai bước (SGMM two-step) được sử dụng để ước lượng ảnh hưởng của độ mở nền kinh tế đến tác động của CSTT lên lạm phát, bởi phương pháp này có thể khắc phục được những nhược điểm của mô hình/số liệu như hiện tượng tự tương quan, phương sai sai số thay đổi, và đặc biệt là vấn đề nội sinh.

Cột (iii) và cột (iv) lặp lại kiểm định với độ trễ lớn hơn, bằng hai (năm). Kết quả ước lượng vẫn nhất quán và có ý nghĩa thống kê. Hệ số tổng $\beta_i^{\text{open}} = 0.9533$ cho thấy CSTT sẽ càng mạnh hơn trong việc kiểm soát lạm phát khi độ mở của nền kinh tế càng lớn.

Bảng 5.12 trình bày kết quả của mô hình hồi quy ở bốn mức của độ trễ. Cột (i) ước lượng tác động của CSTT lên lạm phát, chưa xem xét đến ảnh hưởng của độ mở nền kinh tế, tức $\beta_i^{\text{open}} = 0$. Kết quả ước lượng phù hợp với kỳ vọng. CSTT có tác động đến lạm phát, và có quan hệ cùng chiều, tức việc mở rộng tiền tệ có thể làm gia tăng lạm phát.

Cột (ii) trình bày kết quả ước lượng có xem xét ảnh hưởng của độ mở nền kinh tế đến tác động của CSTT lên lạm phát. Kết quả hồi quy phù hợp với kỳ vọng và lý thuyết kinh tế. Cung tiền có tác động cùng chiều lên lạm phát, tức cung tiền mở rộng sẽ làm gia tăng lạm phát và ngược lại. Độ mở nền kinh tế cũng tác động cùng chiều, với $\beta_i^{\text{open}} = 1.2593$, có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Điều đó có nghĩa rằng, độ mở nền kinh tế ở các quốc gia chuyển đổi càng lớn, tác động của CSTT lên lạm phát sẽ càng mạnh hơn.

²⁰ Do hạn chế của số trang, tác giả không thể cập chi tiết cách tính, tuy nhiên có thể cung cấp khi được yêu cầu.

Bảng 5.12. Kết quả ước lượng

Biến	(i)	(ii)	(iii)	(iv)
Δp_{t-1} (se)	0.4371*** (0.0926)	0.4100*** (0.1139)	0.5240*** (0.1083)	0.5138*** (0.1622)
Δoil_t (se)	-0.0647 (0.0478)	0.0153* (0.0078)	-0.0055 (0.0257)	-0.0458** (0.0210)
Δoil_{t-1} (se)	-0.0393*** (0.0123)	-0.0506*** (0.0170)	-0.0144** (0.0056)	-0.0020 (0.0063)
Δm_t (se)	0.1484** (0.0556)	0.2084*** (0.0476)	-0.1460*** (0.0336)	-0.2270*** (0.0399)
Δm_{t-1} (se)			0.5032*** (0.1243)	0.4932*** (0.0797)
Δm_{t-2} (se)			-0.1563** (0.0616)	-0.1386** (0.0491)
$open_t \Delta m_t$ (se)		1.2593* (0.6247)		0.9089*** (0.1160)
$open_{t-1} \Delta m_{t-1}$ (se)				0.2528 (0.1663)
$open_{t-2} \Delta m_{t-2}$ (se)				-0.2085 (0.1459)
Hằng số (constant) (se)	0.0248* (0.0138)	0.0019 (0.0055)	-0.0054 (0.0108)	0.0020 (0.0080)
Tổng Δm_t (se)	0.1484** (0.0556)	0.2084*** (0.0476)	0.2007*** (0.0414)	0.1276*** (0.0425)
Tổng $open_t \Delta m_t$ (se)		1.2593* (0.6247)		0.9533*** (0.0867)
Arellano-Bond test for AR(2) (p-value)	0.138	0.119	0.205	0.189
Sargan test of overid. Restrictions (p-value)	0.575	0.429	0.701	0.946

Ghi chú:

***: ý nghĩa ở mức 1%, **: ý nghĩa ở mức 5% và *: ý nghĩa ở mức 10%. Sai số chuẩn (standard error) được trình bày trong dấu ngoặc đơn (). Hệ số và sai số chuẩn của tổng Δm_t và $open_t \Delta m_t$ được tính dựa theo kỹ thuật doSims (1973) đề xuất.

5.4. KẾT LUẬN VÀ CÁC HÀM Ý CHÍNH SÁCH

Để đảm bảo mục tiêu ổn định tiền tệ, kiểm soát lạm phát, NHNN cần sử dụng các công cụ chính sách tiền tệ một cách đồng bộ và linh hoạt. Qua phân tích việc sử dụng các công cụ chính sách tiền tệ của NHNN Việt Nam trong việc kiểm soát lạm phát giai đoạn 2010 - 2016, chúng tôi rút ra một số vấn đề sau:

Thứ nhất, việc sử dụng đồng bộ các công cụ chính sách tiền tệ đưa đến một kết quả kiểm soát lạm phát khả quan. Trong hai năm 2010 và 2011, bằng việc sử dụng toàn bộ các công cụ chính sách tiền tệ, NHNN đã đưa lạm phát về mức 1 con số và giữ ổn định cho đến thời điểm này.

Thứ hai, mục tiêu cuối cùng của chính sách tiền tệ là kiểm soát lạm phát, cung tiền và lãi suất liên ngân hàng là mục tiêu trung gian. Vì vậy, để kiểm soát được lạm phát ở mức kỳ vọng 1,8%-2,0%/năm, cần tính toán đến việc tác động của các công cụ chính sách tiền tệ đến mục tiêu trung gian.

Thứ ba, ngân hàng TW các nước trên thế giới chủ yếu sử dụng công cụ dự trữ bắt buộc và nghiệp vụ thị trường mở để điều hành chính sách tiền tệ. Trong khi đó, Việt Nam sử dụng công cụ dự trữ bắt buộc chưa linh hoạt, chủ yếu sử dụng trong giai đoạn cần các biện pháp mạnh với lạm phát.

Thứ tư, lãi suất chính sách có tác động truyền dẫn đến lãi suất bán lẻ không hoàn toàn. Trong khi đó, lãi suất bán lẻ trực tiếp tác động đến lượng cung tiền trong nền kinh tế. Nghiên cứu cho thấy mức độ truyền dẫn từ lãi suất chính sách đến lãi suất bán lẻ là không cao, do đó cần xem xét việc sử dụng đồng bộ các công cụ chứ không nên tập trung vào công cụ lãi suất.

Thứ năm, sử dụng dữ liệu bảng của 16 quốc gia chuyển đổi trong giai đoạn 1999-2013, kết quả nghiên cứu thực nghiệm đã củng cố nhận định của lý thuyết kinh tế. Độ mở nền kinh tế càng cao, tác động của CSTT lên lạm phát càng mạnh hơn. Trong điều kiện hội nhập ngày càng sâu rộng với khu vực và thế giới của Việt Nam, kết quả của nghiên cứu này là một hàm ý cần quan tâm đối với việc điều hành CSTT, theo dõi và xây dựng các kịch bản đối ứng kịp thời với các biến động từ bên ngoài.

➤➤➤ TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tiếng Việt

Đào Thanh Bình, Phạm Thị Thu Hà, Hoàng Đình Minh (2014), Mối quan hệ giữa lạm phát - tỷ giá: Một số khuyến nghị, *Tạp chí Tài chính*, số 04/2014.

Hà Minh Sơn, Phạm Thị Liên Ngọc (2016), Lạm phát 2011 đến nay: Con số và dự báo, *Tạp chí nghiên cứu Kế toán*.

Lý Hoàng Anh, Vũ Thị Anh Thư, Huỳnh Quốc Khiêm (2013), Quy tắc Taylor và điều hành lãi suất cơ bản ở Việt Nam, *Tạp chí công nghệ Ngân hàng số 30*.

Nguyễn Thị Hiền (2015), Hoàn thiện các điều kiện để thực hiện chính sách tiền tệ theo khuôn khổ lạm phát mục tiêu, Luận án Tiến sĩ kinh tế, Học viện Ngân hàng.

Nguyễn Đức Long, Lê Quang Phong (2012), Nguyên tắc Taylor trong điều hành chính sách tiền tệ, *Tạp chí Ngân hàng số 23*.

Nguyễn Thị Kim Thanh (2013), Tính hiệu quả trong phối hợp chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa, *Tạp chí Tài chính*, số 03/2013.

Trần Thị Thùy Anh (2014), Cung tiền, lạm phát và những tác động đến kinh tế vĩ mô, *Tạp chí Tài chính*, số 01/2014.

<https://www.sbv.gov.vn>

Tiếng Anh

Adsera, A. and C. Boix (2002), Trade, democracy, and the size of the public sector: the political underpinnings of openness, *International Organization* 56 (02), pp. 229-262.

Alfaro, L. (2002), Inflation, openness, and exchange-rate regimes, *Unpublished Manuscript*, Harvard Business School, July.

Batini, N. and E. Nelson (2001), The lag from monetary policy actions to inflation: Friedman revisited, *International Finance*, Vol. 4 (3), pp. 381-400.

Bernanke, B. S., et al. (2001), *Inflation targeting: lessons from the international experience*, Princeton University Press.

- Berument, H. and B. Dogan (2003), Openness and the effectiveness of monetary policy: empirical evidence from Turkey, *Applied Economics Letters*, Vol. 10(4), pp. 217-221.
- Berument, H., et al. (2007), Openness and the Effectiveness of Monetary Policy: A Cross-country Analysis, *International Economic Journal*, Vol. 21(4), pp. 577-591.
- Bjørnland, H. C. (2008), Monetary policy and exchange rate interactions in a small open economy, *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 110(1), pp. 197-221.
- Borg, M. (2006), Taxation Structures in Small States with Special Reference to Revenue Implications following Trade Liberalisation, *Bank of Valletta Review* (34), pp. 1-18.
- Cameron, D. R. (1978), The expansion of the public economy: A comparative analysis, *American political science review* 72(04), pp. 1243-1261.
- Cernat, L. and R. Vranceanu (2002), Globalisation and development: New evidence from Central and Eastern Europe, *Comparative Economic Studies* 44(4), pp. 119-136.
- Coric, B., et al. (2012), Monetary Policy Effects on Output and Prices: International Evidence, *SSRN Working Paper Series*.
- Cronbach, L. J. (1987), Statistical tests for moderator variables: Flaws in analyses recently proposed, *Quantitative methods in psychology*, Vol. 102, No. 3, pp. 414-417.
- De Gregorio, José (2012), Commodity Prices, Monetary Policy, and Inflation, *IMF Economic Review*, pp. 600-633.
- Ishak-Kasim, Syurkani and Ahmed, Abdullahi D.(2010), Inflation Expectations and Monetary Policy Rules: Findings from Indonesian Economy, *Journal of Monetary Economics*, pp. 23-44.
- Huang, Angela; Margaritis, Dimitri; Mayes, David (2001), Monetary policy rules in practice: Evidence from New Zealand, *Multinational Finance Journal*, pp. 175-200.

- Kahn, G. A. and K. Jacobson (1989), Lessons from West German monetary policy, *Economic Review*, Vol. 74, pp. 18-35.
- Karras, G. (1999a) Openness and the effects of monetary policy, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 18(1), pp. 13-26.
- Kearns, J. and P. Mannes (2006), The impact of monetary policy on the exchange rate: A study using intraday data, *International Journal of Central Banking* 2(4), pp. 157-183.
- Khan, R. E. A. and A. R. Gill (2010), Determinants of inflation: A case of Pakistan (1970-2007), *Journal of Economics* Vol. 1(1), pp. 45-51.
- King, M. (1999), Challenges for monetary policy: new and old, *Quarterly Bulletin-Bank of England*, Vol. 39, pp. 397-415.
- Kose, M. A., et al. (2003), Financial integration and macroeconomic volatility, *IMF Staff papers*, pp. 119-142.
- Licandro, Gerardo and Mello, Miguel (2014), Firm inflation expectations and monetary policy in Uruguay, *Revista de Economía*, pp. 41-75.
- Mehra and Sawhney (2010), Inflation Measure, Taylor Rules, and the Greenspan-Bernanke Years, *Economic Quarterly - Federal Reserve Bank of Richmond*, pp. 123-151.
- Mishkin (1999), International experiences with different monetary policy regimes, *Journal of monetary economics*, Vol. 43(3), pp. 579-605.
- Ólafsson, T. T. (2006), *Developments in monetary economics and central bank practice*, Central Bank of Iceland Working papers Monetary Bulletin 2006.3(31).
- Orphanides, A. (2013), Is Monetary Policy Overburdened?, *Public Policy Discussion Papers*, Federal Reserve Bank of Boston, No. 13-8.
- Park, Kwangwoo and Ratti, Ronald A (2000), Real activity, inflation, stock returns, and monetary policy, *The Financial Review*, pp. 59-77.

**BÁO CÁO THƯỜNG NIÊN THỊ TRƯỜNG TÀI
CHÍNH VIỆT NAM NĂM 2016
LẠM PHÁT VÀ
LẠM PHÁT KỲ VỌNG**

**NGUYỄN THỊ CÀNH
TRẦN HÙNG SƠN (CB)**

Nhà xuất bản ĐHQG-HCM và tác giả/đối tác
liên kết giữ bản quyền[©]

Copyright © by VNU-HCM Press and author/
co-partnership All rights reserved

Xuất bản năm 2017

NHÀ XUẤT BẢN

ĐẠI HỌC QUỐC GIA THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

Khu phố 6, Phường Linh Trung, Quận Thủ Đức, TP Hồ Chí Minh
Đường C, số 10-12 Đinh Tiên Hoàng, Phường Bến Nghé, Quận 1,
TP Hồ Chí Minh
ĐT: 862726361 - 862726390
E-mail: vnuhp@vnuhcm.edu.vn

PHÒNG PHÁT HÀNH

Đường C, số 10-12 Đinh Tiên Hoàng, Phường Bến Nghé, Quận 1,
TP Hồ Chí Minh
ĐT: 862726361 – 862726390
Website: www.nxbdhqghcm.edu.vn

TRUNG TÂM SÁCH ĐẠI HỌC

Đường C, số 10-12 Đinh Tiên Hoàng, Phường Bến Nghé, Quận 1,
TP Hồ Chí Minh
ĐT: 0862726353 - 0942810361
Website: www.sachdaihoc.edu.vn

Chịu trách nhiệm xuất bản

NGUYỄN HOÀNG DŨNG

Chịu trách nhiệm nội dung

NGUYỄN HOÀNG DŨNG

Tổ chức bản thảo và chịu trách nhiệm về tác quyền

TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ-LUẬT (ĐHQG-HCM)

Biên tập

LÊ THỊ MINH HUỆ

Sửa bản in

THANH HÀ

Trình bày bìa

TRUNG HẬU

Số lượng 100 cuốn,
Khổ 20 x 28 cm,
ĐKKHXB số: 1695-2017/CXBIPH/20-
108/ĐHQGTPHCM,
Quyết định XB số 109/QĐ-ĐHQGTPHCM
của NXB ĐHQG-HCM
cấp ngày 13-06-2017.
In tại: In tại Công ty TNHH
In & Bao bì Hưng Phú
Đ/c: 162A/1, KP1A, P. An Phú,
TX. Thuận An, Bình Dương
Nộp lưu chiếu: Quý II/ 2017

ISBN: 978 – 604 – 73 – 5395 – 8