

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM

TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGÂN HÀNG TP. HỒ CHÍ MINH

TRẦN HỒNG HÀ

**HỘI NHẬP TÀI CHÍNH VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ
TẠI VIỆT NAM**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ TÀI CHÍNH NGÂN HÀNG

TP. HỒ CHÍ MINH – THÁNG 05 NĂM 2021

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM

TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGÂN HÀNG TP. HỒ CHÍ MINH

TRẦN HỒNG HÀ

**HỘI NHẬP TÀI CHÍNH VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ
TẠI VIỆT NAM**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ

Chuyên ngành: Tài chính Ngân hàng

MÃ SỐ: 9 34 02 01

Người hướng dẫn khoa học: PGS.TS. LÊ PHAN THỊ DIỆU THẢO

TP. HỒ CHÍ MINH – THÁNG 05 NĂM 2021

LỜI CAM ĐOAN

Tôi tên là Trần Hồng Hà, nghiên cứu sinh khóa 21, niên khóa 2016-2019, Trường Đại Học Ngân Hàng TP. Hồ Chí Minh.

Luận án này là công trình nghiên cứu riêng của tác giả với sự hướng dẫn của người hướng dẫn khoa học. Số liệu và kết quả nghiên cứu trong luận án là trung thực, trong đó không có các nội dung đã được công bố trước đây hoặc các nội dung do người khác thực hiện ngoại trừ các trích dẫn được dẫn nguồn đầy đủ trong chuyên đề.

TP. Hồ Chí Minh, ngày tháng năm 2021

Người cam đoan

Trần Hồng Hà

TÓM TẮT

Bối cảnh toàn cầu hóa tài chính đặt ra thách thức cho điều hành chính sách tiền tệ của các quốc gia. Lý thuyết Bộ ba bất khả thi trong kinh tế vĩ mô quốc tế cho thấy, một quốc gia chỉ có thể theo đuổi hai trong ba lựa chọn là cố định tỷ giá, độc lập chính sách tiền tệ trong nước và sự di chuyển tự do của dòng vốn quốc tế hay hội nhập tài chính. Bên cạnh đó, nhiều nghiên cứu cũng nhận thấy, thông qua các dòng chảy vốn quốc tế, hội nhập tài chính toàn cầu làm cho điều kiện tài chính trong nước trở nên biến động hơn với những thay đổi của thị trường vốn bên ngoài. Thị trường tài chính trong nước cũng nhạy cảm hơn với những nhân tố toàn cầu làm cho lãi suất ngắn hạn và dài hạn ngày càng tách rời nhau. Bởi vì lãi suất dài hạn tác động lên cả hoạt động tài chính và kinh tế thực nên sự không gắn kết giữa lãi suất ngắn hạn và dài hạn sẽ gây khó khăn trong quản lý ổn định tài chính và kinh tế vĩ mô.

Mục tiêu chung của luận án là làm rõ tác động và những ảnh hưởng của hội nhập tài chính đến chính sách tiền tệ Việt Nam để từ đó đề xuất giải pháp cho tiến trình hội nhập tài chính và điều hành chính sách tiền tệ trong bối cảnh toàn cầu hóa tài chính gia tăng như một xu thế tất yếu. Các mục tiêu cụ thể bao gồm (i) làm rõ tác động của hội nhập tài chính đến độc lập chính sách tiền tệ; (ii) làm rõ vai trò của các nhân tố bên ngoài trong truyền dẫn chính sách tiền tệ Việt Nam trong điều kiện hội nhập tài chính và (iii) gợi ý chính sách cho tiến trình hội nhập tài chính và điều hành chính sách tiền tệ Việt Nam trong tương lai.

Với mô hình Phân phối trễ tự hồi quy (ARDL), kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, (i) hội nhập tài chính tăng làm giảm độc lập chính sách tiền tệ trong ngắn hạn ở ngay quý đầu tiên với mức (-) 1.8649, (ii) ổn định tỷ giá tăng làm giảm độc lập chính sách tiền tệ trong dài hạn ở mức (-) 1.6302 và ngay quý đầu tiên trong ngắn hạn ở mức (-) 0.5027, tuy nhiên lại giúp tăng độc lập CSTT sau một quý với hệ số tác động là 0.9884 và (iii) dự trữ ngoại hối chưa có tác động hỗ trợ cho độc lập CSTT.

Kết quả từ mô hình Véc tơ tự hồi quy dạng cấu trúc (SVAR) cho thấy các nhân tố bên ngoài đang tăng dần vai trò trong truyền dẫn CSTT Việt Nam thể hiện qua phản

ứng nhanh, mạnh, kéo dài của lãi suất dài hạn Việt Nam đối với rủi ro toàn cầu và lãi suất dài hạn Mỹ. Tỷ trọng mức độ giải thích những thay đổi lãi suất dài hạn Việt Nam của hai nhân tố này cũng tăng lên qua thời gian. Trong khi đó, lãi suất dài hạn Việt Nam chỉ phản ứng mạnh với lạm phát trong nước, không phản ứng với thay đổi của sản lượng. Đáng quan tâm là lãi suất dài hạn Việt Nam chỉ phản ứng cùng chiều với lãi suất ngắn hạn trong nước ở hai tháng đầu tiên và chuyển hướng ngược chiều kể từ tháng thứ ba và mức độ giải thích hay vai trò của các nhân tố trong nước đối với những thay đổi của lãi suất dài hạn theo hướng giảm dần qua thời gian.

Trên cơ sở đánh giá thực trạng quá trình HNTC và điều hành CSTT Việt Nam thời gian qua, cùng với kết quả thực nghiệm thu được, luận án gợi ý điều hành chính sách ở Việt Nam cần tiếp cận với ba nhóm giải pháp. *Thứ nhất*, đối với độc lập CSTT, cần điều hành linh hoạt tỷ giá để tăng tính chủ động trong điều hành CSTT, giảm áp lực đối với dự trữ ngoại hối khi dòng vốn biến động. Quy mô dự trữ ngoại hối cần tăng hơn nữa đáp ứng nhu cầu phòng ngừa cho những giai đoạn bất ổn thị trường dẫn đến sự bốc hơi hoặc dừng đột ngột của dòng vốn quốc tế. *Thứ hai*, đối với truyền dẫn CSTT, nên thiết kế khung CSTT bổ sung nhiệm vụ ổn định tài chính nhằm tăng tính khả thi đạt được mục tiêu cuối cùng trong mối quan hệ bền vững với các mục tiêu khác. Đồng thời cần phối hợp với các biện pháp an toàn vĩ mô và phối hợp chính sách ở khu vực và toàn cầu nhằm hạn chế ảnh hưởng từ các nhân tố bên ngoài đến truyền dẫn chính sách tiền tệ trong nước. *Thứ ba*, đối với tiến trình HNTC Việt Nam, trước hết cần sử dụng phương pháp thực trong đo lường mức độ HNTC để lượng hóa được quy mô tích lũy các dòng vốn, kiểm soát rủi ro biến động dòng vốn có thể xuất hiện trong những giai đoạn thị trường thế giới bất ổn. Quá trình HNTC cần điều chỉnh thành phần dòng vốn theo hướng an toàn và phát huy hiệu quả đối với phát triển kinh tế, tăng cường thu hút vốn FDI có chất lượng, cải thiện môi trường để thu hút hơn nữa vốn FPI và quản lý chặt chẽ vốn đầu tư khác.

MỤC LỤC

| | |
|--|-------------|
| DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG VIỆT | viii |
| DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG ANH | viii |
| DANH MỤC BẢNG..... | ix |
| DANH MỤC HÌNH..... | x |
| CHƯƠNG 1. GIỚI THIỆU NGHIÊN CỨU | 1 |
| 1.1 LÝ DO NGHIÊN CỨU..... | 1 |
| 1.2 VẤN ĐỀ NGHIÊN CỨU..... | 9 |
| 1.3 MỤC TIÊU NGHIÊN CỨU..... | 9 |
| 1.4 CÂU HỎI NGHIÊN CỨU | 10 |
| 1.5 ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU..... | 10 |
| 1.6 PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU..... | 11 |
| 1.7 ĐÓNG GÓP CỦA LUẬN ÁN..... | 14 |
| 1.8 CẤU TRÚC CỦA LUẬN ÁN | 15 |
| KẾT LUẬN CHƯƠNG 1 | 17 |
| CHƯƠNG 2. NGHIÊN CỨU LÝ THUYẾT VÀ THỰC NGHIỆM | 18 |
| 2.1 HỘI NHẬP TÀI CHÍNH | 18 |
| 2.1.1 Khái niệm hội nhập tài chính | 18 |
| 2.1.2 Các thành phần của dòng chảy tài chính quốc tế | 20 |
| 2.1.3 Thước đo hội nhập tài chính | 24 |
| 2.2 CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ | 29 |
| 2.2.1 Khái niệm chính sách tiền tệ | 29 |
| 2.2.2 Mục tiêu của chính sách tiền tệ..... | 29 |
| 2.2.3 Công cụ của chính sách tiền tệ..... | 37 |
| 2.2.4 Độc lập chính sách tiền tệ | 47 |
| 2.2.5 Truyền dẫn chính sách tiền tệ..... | 51 |

| | |
|--|------------|
| 2.3 TÁC ĐỘNG CỦA HỘI NHẬP TÀI CHÍNH ĐẾN ĐỘC LẬP CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ..... | 59 |
| 2.3.1 Mô hình IS-LM | 59 |
| 2.3.2 Mô hình Mundell-Fleming | 62 |
| 2.3.3 Lý thuyết Bộ ba bất khả thi | 65 |
| 2.3.4 Bộ ba bất khả thi kết hợp dự trữ ngoại hối..... | 68 |
| 2.4 TRUYỀN DẪN CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TRONG ĐIỀU KIỆN HỘI NHẬP TÀI CHÍNH | 70 |
| 2.5 NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM..... | 74 |
| 2.5.1 Tác động của hội nhập tài chính đến độc lập chính sách tiền tệ..... | 74 |
| 2.5.2 Truyền dẫn chính sách tiền tệ trong điều kiện hội nhập tài chính | 89 |
| KẾT LUẬN CHƯƠNG 2 | 99 |
| CHƯƠNG 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU | 101 |
| 3.1 QUY TRÌNH THỰC HIỆN NGHIÊN CỨU | 101 |
| 3.2 TÁC ĐỘNG CỦA HỘI NHẬP TÀI CHÍNH ĐẾN ĐỘC LẬP CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TẠI VIỆT NAM..... | 103 |
| 3.2.1 Phương pháp nghiên cứu..... | 103 |
| 3.2.2 Mô hình nghiên cứu | 105 |
| 3.2.3 Quy trình xử lý dữ liệu..... | 109 |
| 3.3 TRUYỀN DẪN CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VIỆT NAM TRONG ĐIỀU KIỆN HỘI NHẬP TÀI CHÍNH | 111 |
| 3.3.1 Phương pháp nghiên cứu..... | 112 |
| 3.3.2 Mô hình nghiên cứu | 114 |
| 3.3.3 Quy trình xử lý dữ liệu..... | 119 |
| KẾT LUẬN CHƯƠNG 3 | 122 |
| CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU | 123 |
| 4.1 QUÁ TRÌNH HỘI NHẬP TÀI CHÍNH CỦA VIỆT NAM | 123 |
| 4.1.1 Khái quát quá trình hội nhập tài chính của Việt Nam..... | 123 |
| 4.1.2 Mức độ hội nhập tài chính thực của Việt Nam | 131 |

| | | |
|-------|--|------------|
| 4.1.3 | Đánh giá quá trình hội nhập tài chính của Việt Nam..... | 137 |
| 4.2 | THỰC TRẠNG ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VIỆT NAM..... | 138 |
| 4.2.1 | Mục tiêu của chính sách tiền tệ Việt Nam | 138 |
| 4.2.2 | Công cụ điều hành chính sách tiền tệ Việt Nam..... | 142 |
| 4.2.3 | Đánh giá quá trình điều hành chính sách tiền tệ của Việt Nam..... | 150 |
| 4.3 | KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU TÁC ĐỘNG CỦA HỘI NHẬP TÀI CHÍNH ĐẾN ĐỘC LẬP CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VIỆT NAM..... | 152 |
| 4.3.1 | Thống kê mô tả biến..... | 152 |
| 4.3.2 | Kiểm định nghiệm đơn vị..... | 154 |
| 4.3.3 | Xác định độ trễ tối ưu..... | 155 |
| 4.3.4 | Ước lượng tác động dài hạn | 155 |
| 4.3.5 | Ước lượng tác động ngắn hạn | 157 |
| 4.3.6 | Các kiểm định cần thiết..... | 158 |
| 4.3.7 | Thảo luận kết quả nghiên cứu | 160 |
| 4.4 | KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU TRUYỀN DẪN CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VIỆT NAM TRONG ĐIỀU KIỆN HỘI NHẬP TÀI CHÍNH | 162 |
| 4.4.1 | Thống kê mô tả biến..... | 162 |
| 4.4.2 | Kiểm định nghiệm đơn vị..... | 164 |
| 4.4.3 | Xác định độ trễ tối ưu..... | 165 |
| 4.4.4 | Các kiểm định cần thiết..... | 166 |
| 4.4.5 | Phân tích phản ứng đẩy | 167 |
| 4.4.6 | Phân rã phương sai | 170 |
| 4.4.7 | Thảo luận kết quả nghiên cứu | 172 |
| 4.5 | THẢO LUẬN CHUNG | 173 |
| | KẾT LUẬN CHƯƠNG 4 | 176 |
| | CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH..... | 177 |
| 5.1 | KẾT LUẬN..... | 177 |
| 5.2 | HÀM Ý CHÍNH SÁCH | 180 |
| 5.2.1 | Đối với độc lập chính sách tiền tệ Việt Nam | 180 |

| | |
|---|--------------|
| 5.2.2 Đối với truyền dẫn chính sách tiền tệ Việt Nam..... | 186 |
| 5.2.3 Đối với hội nhập tài chính Việt Nam..... | 188 |
| 5.3 HẠN CHẾ CỦA NGHIÊN CỨU..... | 191 |
| KẾT LUẬN CHƯƠNG 5 | 193 |
| KẾT LUẬN..... | 194 |
| TÀI LIỆU THAM KHẢO..... | 197 |
| PHỤ LỤC..... | ccxii |

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG VIỆT

| Từ viết tắt | Cụm từ tiếng Việt |
|--------------------|--------------------------|
| CSTT | Chính sách tiền tệ |
| HNTC | Hội nhập tài chính |
| NHNN | Ngân hàng Nhà nước |
| NHTƯ | Ngân hàng Trung ương |

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG ANH

| Từ viết tắt | Cụm từ tiếng Việt | Cụm từ tiếng Anh |
|--------------------|--|------------------------------------|
| ADB | Ngân hàng Phát triển châu Á | Asian Development Bank |
| ARDL | Mô hình Phân phối trễ tự hồi quy | Auto-Regressive Distributed Lag |
| BOP | Cán cân thanh toán | Balance of Payment |
| GEM | Quan sát kinh tế toàn cầu | Global Economic Monitor |
| GMM | Phương pháp ước lượng tổng quát | Generalized Method of Moments |
| IFS | Thống kê Tài chính quốc tế | International Financial Statistics |
| IMF | Quỹ Tiền tệ quốc tế | International Monetary Fund |
| OLS | Phương pháp bình phương nhỏ nhất | Ordinary Least Square |
| SVAR | Véc tơ tự hồi quy dạng cấu trúc | Structural Vecto Auto-regression |
| TSLs | Phương pháp bình phương nhỏ nhất hai giai đoạn | Two-Stage Least Squares |
| VAR | Véc tơ tự hồi quy | Vecto Auto-Regression |
| VIX | Rủi ro toàn cầu | Volatility Index |
| WB | Ngân hàng thế giới | World Bank |