

Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright

TÀI CHÍNH PHÁT TRIỂN

Bài đọc

NHỮNG CẠM BÃY CỦA MỘT HỆ THỐNG TÀI CHÍNH

DO NHÀ NƯỚC CHI PHỐI:

TRƯỜNG HỢP CỦA TRUNG QUỐC

Niên khóa 2004-2005

NHỮNG NHƯỢC ĐIỂM CỦA MỘT HỆ THỐNG TÀI CHÍNH DO NHÀ NƯỚC CHI PHỐI: TRƯỜNG HỢP CỦA TRUNG QUỐC

*Genevieve Boyreau-Debray, Ngân hàng Thế giới
Shang-Jin Wei, Quỹ Tiền tệ quốc tế, Viện Brookings và CEPR*

*Tài liệu thảo luận số 4471
Tháng 06-2004*

*Trung tâm Nghiên cứu chính sách kinh tế (CEPR)
90-98 Goswell Rd, London EC1V 7RR, UK
Điện thoại: (44 20) 7878 2900, Fax: (4420) 7878 2999
Email: cepr@cepr.org, Website: www.cepr.org*

Tài liệu thảo luận này được sử dụng dưới sự bảo trợ của chương trình nghiên cứu về thể chế và thành quả kinh tế thuộc Trung tâm Nghiên cứu chính sách kinh tế. Những ý kiến được trình bày ở đây là của riêng các tác giả, chứ không phải của Trung tâm. Công việc nghiên cứu do CEPR phổ biến có thể bao hàm những nhận xét về chính sách, nhưng bản thân Trung tâm không bảo lưu các quan điểm về chính sách thể chế.

Trung tâm Nghiên cứu chính sách kinh tế được thành lập năm 1983 như một tổ chức từ thiện giáo dục tư nhân, nhằm thúc đẩy việc phân tích độc lập và thảo luận công cộng về các nền kinh tế mở và mối quan hệ giữa những nền kinh tế này. Trung tâm có tính đa nguyên và không đảng phái, đưa hoạt động nghiên cứu kinh tế vào việc phân tích các vấn đề chính sách trung và dài hạn. Nguồn tài chính tổ chức (chủ yếu) của Trung tâm được cung ứng thông qua những khoản tài trợ chính từ Hội đồng Nghiên cứu kinh tế và xã hội, Trung tâm nguồn lực ESRC thuộc hội đồng này, hoạt động trong phạm vi của CEPR; tổ chức Esmée Fairbairn Charitable Trust; và Ngân hàng Anh. Các tổ chức này không xem xét trước các ấn bản của Trung tâm mà cũng không nhất thiết chứng thực cho những nhận định trình bày trong đó.

Các tài liệu thảo luận của Trung tâm thường trình bày các công trình nghiên cứu sơ bộ hay các nghiên cứu chưa hoàn chỉnh, được lưu hành nhằm khuyến khích mọi người thảo luận và nhận xét. Việc trích dẫn và sử dụng một tài liệu thảo luận như vậy nên xét đến tính chất tạm thời của nó.

Tài liệu thảo luận CEPR số 4471
Tháng 6-2004

TÓM TẮT

Những cam bẫy của một hệ thống tài chính do nhà nước chi phối: Trường hợp của Trung Quốc*

Bài viết này xem xét những cam bẫy của một hệ thống tài chính do nhà nước chi phối trong bối cảnh của Trung Quốc. Những cam bẫy này bao gồm tình trạng manh mún của thị trường vốn trong nước do sự can thiệp của chính quyền địa phương và sự phân bổ sai nguồn vốn. Trước tiên, chúng tôi triển khai hai công cụ tiêu chuẩn từ tư liệu nghiên cứu tài chính quốc tế để phân tích sự hội nhập tài chính giữa các tỉnh thành Trung Quốc. Cả hai phép kiểm định đều xác nhận một bức tranh tương tự như nhau (và có phần khá ngạc nhiên): sự lưu chuyển vốn trong phạm vi Trung Quốc thật thấp! Ngoài ra, so với thời kỳ trước đó, mức độ hội nhập tài chính trong thập niên 90 ở trong nước xem ra đã giảm chứ không tăng. Thứ hai, chúng tôi cung cấp bằng chứng để chứng minh rằng chính phủ có xu hướng tái phân bổ nguồn vốn từ những vùng sản xuất hiệu quả sang những vùng sản xuất kém hiệu quả hơn. Theo ý nghĩa này, một vai trò nhỏ bé hơn của chính phủ trong lĩnh vực tài chính xem ra có thể làm tăng hiệu quả kinh tế và tỷ lệ tăng trưởng kinh tế.

Phân loại JEL: F30 và G10

Những từ khóa: nền kinh tế Trung Quốc, Feldstein-Horioka, hội nhập tài chính, thị trường vốn nội địa, và chia xẻ rủi ro.

Genevieve Boyreau-Debray
Ngân hàng Thế giới
1818 H Street, N.W.
Washington DC 20433
USA
Email: gboyreaudebray@worldbank.org

Shang-Jin Wei
Phòng Nghiên cứu, Room 10-700
Quỹ Tiền tệ quốc tế
700 19th Street, NW
Washington DC 20431
USA
Tel: (1 202) 623 5980
Fax: (1 202) 623 7271
Email: swei@imf.org

* Các tác giả xin cảm ơn Ray Brooks, Chun Chang, Martin Feldstein, Nick Lardy, Huayong Ge, Albert Keidel, Eswar Prasad, Gang Yi, và những người tham dự tại một cuộc hội thảo của Quỹ Tiền tệ quốc tế, cuộc họp khai mạc nhóm công tác về nền kinh tế Trung Quốc của Văn phòng Nghiên cứu kinh tế quốc gia (NBER), và một hội nghị ở trường đại học Hồng Kông, đã có những nhận xét bổ ích, và xin cảm ơn Heather Milkiewicz đã hỗ trợ công việc nghiên cứu. Những quan điểm trình bày ở đây là của riêng các tác giả, và không tiêu biểu cho các quan điểm của Ngân hàng Thế giới, Quỹ Tiền tệ quốc tế hay những chính sách riêng của các tổ chức này.

Đệ trình ngày 15-5-2004

I. Giới thiệu

Những thất bại thị trường trên thị trường tài chính, chẳng hạn như xu hướng thiên về độc quyền tự nhiên do lợi thế kinh tế theo qui mô, hay các yếu tố ngoại tác gắn liền với một cơn hoảng loạn ngân hàng (banking panic), đã thôi thúc người ta suy nghĩ về vai trò tích cực của chính phủ trong một hệ thống tài chính. Tuy nhiên, vai trò to lớn của chính phủ cũng có thể là một nguyên nhân của vấn đề. Bài viết này nghiên cứu một vài cam bẫy tiềm tàng của một hệ thống tài chính do nhà nước chi phối thông qua trường hợp của Trung Quốc.

Sự cất cánh kinh tế của Trung Quốc hơn một phần tư thế kỷ qua mang nhiều nét tương đồng với sự cất cánh kinh tế của châu Âu và Bắc Mỹ hơn một trăm năm sau cuộc Cách mạng Công nghiệp vào cuối thế kỷ mười chín. Trong trường hợp của Trung Quốc, quá trình này được tăng tốc, nhưng những đặc điểm như sự giảm sút dần của nông nghiệp trong tổng sản lượng quốc gia và sự gia tăng tương ứng của khu vực công nghiệp chế tạo, cũng như sự gia tăng trình độ giáo dục của lực lượng lao động nhằm đáp ứng những lợi ích gia tăng của giáo dục, mang những nét đặc thù chung giữa hai trường hợp. Tuy nhiên, một điểm khác biệt rõ rệt giữa hai hiện tượng “thần kỳ kinh tế” này là về tổ chức của các hệ thống tài chính. Trong khi châu Âu và Bắc Mỹ chủ yếu dựa vào một hệ thống tài chính do tư nhân thúc đẩy trong suốt thời kỳ cất cánh kinh tế của họ (cho dù giữa châu Âu và Bắc Mỹ cũng có sự khác biệt giữa việc dựa vào các ngân hàng và dựa vào thị trường cổ phiếu), Trung Quốc đã duy trì một hệ thống tài chính do chính phủ chi phối. Có hai kiểu chi phối của chính phủ. Thứ nhất, các hàng rào ngăn cản sự tham gia vào hoạt động ngân hàng thương mại, ngân hàng đầu tư và các dịch vụ tài chính khác được kiểm soát chặt chẽ để sự tập trung khu vực tài chính vào các tổ chức thuộc sở hữu nhà nước vẫn còn hết sức cao độ bất chấp hai mươi lăm năm cải cách. Thứ hai, chính phủ trung ương và đặc biệt là chính quyền địa phương các cấp can thiệp mạnh mẽ vào sự vận hành của thị trường vốn thông qua chỉ đạo hay khuyến khích những khoản cho vay hay những trường hợp niêm yết cổ phiếu nhất định, đồng thời không khuyến khích những trường hợp khác. Ứng với thành tích tăng trưởng kinh tế cao ở Trung Quốc, người ta dễ có xu hướng nghĩ rằng thị trường vốn do nhà nước chi phối đã đóng góp cho sự cất cánh kinh tế hay chí ít cũng không có hại gì. Về phần tri thức của chúng ta, trong những tài liệu nghiên cứu, hiện vẫn chưa có một công trình nào đánh giá định lượng về hiệu quả của thị trường vốn Trung Quốc.

Chắc chắn, vấn đề những khoản cho vay quá hạn khó đòi trong khu vực ngân hàng Trung Quốc đã nhận được nhiều sự chú ý (ví dụ, Lardy, 1998) dù nguyên nhân và hậu quả của nó vẫn chưa được phân tích một cách sâu sắc. Ngoài ra, một mặt hạn chế tiềm ẩn khác của hệ thống tài chính là thị trường vốn manh mún do bị phân khúc theo khu vực, làm cho tiền tiết kiệm và vốn không được sử dụng tại những vùng hiệu quả nhất. Có một loạt những câu hỏi liên quan với nhau cần được giải đáp. Thị trường vốn trong nước của Trung Quốc hội nhập như thế nào? Tình trạng tiền tiết kiệm hình thành từ một vùng của đất nước được chuyển đến một vùng khác phổ biến đến mức nào? Sự lưu chuyển vốn tiến triển như thế nào theo thời gian? Dòng vốn có chảy từ những vùng kém hiệu quả sang những vùng sản xuất hiệu quả hơn không? Những câu hỏi đó có tầm quan trọng to lớn trong việc đánh giá chặt chẽ về hiệu quả của hệ thống tài chính do nhà nước chi phối này, nhưng vẫn chưa được nghiên cứu một cách có hệ thống.

Để lấp đầy chỗ trống trong tư liệu nghiên cứu, bài viết này xem xét mức độ manh mún (segmentation) của thị trường vốn trong nước ở Trung Quốc bằng cách áp

dụng hai phương pháp tiêu chuẩn từng được sử dụng trong tư liệu tài chính quốc tế. Phương pháp thứ nhất là sử dụng kiểm định Feldstein và Horioka (1980), gọi tắt là kiểm định FH, xem xét mối tương quan giữa đầu tư và tiết kiệm. Ý tưởng ẩn chứa trong kiểm định FH là: ứng với giả thuyết không (null hypothesis) về thị trường vốn hội nhập hoàn hảo, đầu tư trong một vùng không nhất thiết bị hạn chế bởi lượng tiết kiệm địa phương có sẵn trong vùng đó. Vì thế, mối tương quan giữa tiết kiệm địa phương và đầu tư địa phương sẽ không cao. Kiểm định FH đã được sửa đổi theo thời gian, chúng tôi thực hiện cả phiên bản đầu tiên và phiên bản sửa đổi của kiểm định FH được đề xuất trong những bài viết đã xuất bản.

Phương pháp thứ hai sử dụng các kiểm định dựa trên tiêu dùng (consumption-based test) từ các bài nghiên cứu về chia sẻ rủi ro để đánh giá mức độ hội nhập tài chính (Obstfeld, 1994). Ý tưởng là, ứng với giả thuyết không về sự lưu chuyển vốn hoàn hảo và sự hoàn chỉnh của thị trường tài sản, các hộ gia đình có thể thu xếp ổn thoả việc tiêu dùng theo thời gian và không gian với sự trợ giúp của các giao dịch tài chính. Kết quả là tính biến động tiêu dùng sẽ nhỏ hơn so với biến động thu nhập, và tỷ lệ tăng trưởng tiêu dùng giữa các vùng sẽ tương quan với nhau chặt chẽ hơn so với tỷ lệ tăng trưởng thu nhập.

Cho dù nghiên cứu về hệ thống tài chính Trung Quốc trong tư liệu tài chính cực kỳ hiếm hoi, thế nhưng cũng có những tài liệu trong những ngành kinh tế khác xem xét những khía cạnh khác nhau của nền kinh tế Trung Quốc mà có liên quan đến tài liệu này, bao gồm chế độ liên bang kinh tế, sự phân khúc thị trường hàng hoá và những giới hạn đối với việc di cư lao động. Theo Qian và Xu (1993), Trung Quốc có thể được mô tả như một trường hợp của chế độ liên bang trên thực tế (*de facto* federalism), liên quan đến một hệ thống kinh tế phân quyền, trong đó từng vùng có thể được xem như một đơn vị kinh tế tự trị. Qian và Xu lập luận rằng hệ thống phân quyền này đã đóng góp cho khả năng đứng vững của nền kinh tế Trung Quốc. Liệu chế độ liên bang trên thực tế này dẫn đến một thị trường hàng hoá hội nhập trên toàn quốc có tính cạnh tranh cao, hay chỉ là một tập hợp những thị trường manh mún của từng địa phương và được bảo hộ kỹ lưỡng? Có nhiều nhận định khác nhau về vấn đề này. Young (2001) trình bày những bằng chứng cho thấy có một mức độ chuyên môn hoá không đầy đủ trong sản xuất hàng hoá theo vùng; cơ cấu sản xuất xem ra hết sức tương đồng giữa các vùng khác nhau ở Trung Quốc so với những gì cần thiết để phát triển một quốc gia hội nhập. Mặt khác, Huang và Wei (2001) xem xét tốc độ hội tụ (convergence) hướng tới qui luật một giá đối với những sản phẩm đồng nhất tại những thành phố khác nhau ở Trung Quốc trong thập niên 90 và nhận thấy rằng, thật ra, tốc độ hội tụ ở Trung Quốc tương thích với những gì Parsley và Wei (1996) hay O'Connell và Wei (2002) nhận thấy đối với Hoa Kỳ. Nói cách khác, phán đoán từ tốc độ hội tụ theo qui luật một giá, mức độ hội nhập thị trường hàng hoá ở Trung Quốc vào thập niên 90 có thể so sánh với mức độ hội nhập ở Hoa Kỳ, mà lẽ dĩ nhiên là một thị trường hàng hoá nội địa hội nhập cao.¹

¹ Sử dụng số liệu từ các bảng đầu vào-đầu ra ở cấp độ tỉnh thành, Naughton (2000) cung cấp bằng chứng về sự gia tăng giao hàng của địa phương vào thập niên 90 so với GDP của địa phương; điều này cho thấy rằng sự hội nhập thị trường hàng hoá có thể đã gia tăng. Mặt khác, sử dụng số liệu tương tự nhưng đưa vào một đặc điểm kỹ thuật theo mô hình trọng lực (gravity-model), Poncet (2002) chứng minh rằng mức độ thương mại nội bộ tỉnh ở Trung Quốc xem ra quá cao so với dự đoán của mô hình; điều này cho thấy sự hiện diện của các hàng rào ngăn cản thương mại hàng hoá ở cấp độ tỉnh thành.

Thông qua nghiên cứu tình trạng manh mún thị trường vốn nội địa ở Trung Quốc, bài viết này giúp bổ sung tư liệu nghiên cứu về tình trạng manh mún trên thị trường hàng hoá bên trong Trung Quốc. Bài viết này cũng đánh giá mức độ hiệu quả của thị trường vốn trong việc phân bổ các dòng vốn đến những vùng sử dụng hữu hiệu hơn: nếu vốn có tính lưu chuyển và được thúc đẩy bởi động cơ lợi nhuận, vốn sẽ chảy sang những vùng sản xuất hiệu quả nhất. Chúng tôi chứng minh bằng tư liệu rằng chính phủ (so với khu vực tư nhân) có xu hướng tái phân bổ nguồn vốn từ những vùng sản xuất hiệu quả sang những vùng kém hiệu quả hơn. Theo ý nghĩa này, vai trò nhỏ bé hơn của chính phủ trong khu vực tài chính có thể giúp gia tăng tỷ lệ tăng trưởng kinh tế hơn nữa.

Phần còn lại của bài viết này được sắp xếp như sau. Phần II mô tả đặc điểm các kênh lưu thông vốn ở Trung Quốc. Phần III thực hiện một loạt kiểm định về việc liệu đầu tư địa phương có bị ràng buộc bởi tiết kiệm địa phương hay không. Phần IV nghiên cứu mức độ chia xẻ rủi ro tiêu dùng trên cả nước. Phần V xem xét cách thức phân bổ đầu tư giữa các vùng khác nhau ở Trung Quốc. Phần VI trình bày những suy nghĩ kết luận. Phần phụ lục mô tả số liệu.

II. Nền tảng thể chế về sự lưu thông vốn ở Trung Quốc

Có ba kênh chính để lưu thông vốn từ vùng này đến vùng khác trong phạm vi một quốc gia. Thứ nhất là đầu tư trong nước của các doanh nghiệp và chính phủ giữa các vùng. Thứ hai là cho vay của hệ thống ngân hàng giữa các vùng và thứ ba là tài trợ vốn từ thị trường cổ phiếu và trái phiếu giữa các vùng.

A. Đầu tư của doanh nghiệp và chính phủ giữa các địa phương

Một doanh nghiệp thuộc vùng này đầu tư sang vùng khác ở Trung Quốc dễ dàng đến mức nào? Thoạt nhìn qua, các qui định và hệ thống thuế trên toàn quốc tương đối trung tính đối với việc chọn lựa vùng đầu tư của doanh nghiệp. Tuy nhiên, có những rào cản theo vùng quan trọng và những biện pháp khuyến khích đặc biệt về ngân sách làm biến dạng thị trường vốn quốc gia. Chính quyền địa phương không muốn nhìn thấy dòng vốn chảy ra khỏi địa phương mình vì điều đó có thể gây thất thu ngân sách. Hơn nữa, chính quyền địa phương cũng có thể lo sợ mất đi những doanh nghiệp đang hoạt động tốt cùng với tình trạng mất việc làm.² Hậu quả là phần lớn các vụ sáp nhập và mua lại (acquisition) doanh nghiệp có xu hướng được địa phương hoá (nghĩa là trong phạm vi một tỉnh thành, một hạt, hay một thành phố) chứ không phải được thực hiện giữa các vùng do sự phản đối của các cấp chính quyền địa phương khác nhau. Vượt lên trên tất cả những nhân tố này, các biện pháp khuyến khích đầu tư bằng thuế tại các đặc khu đầu tư tạo ra sự biến dạng đáng kể về sức thu hút đầu tư tương đối của vùng này hay vùng khác trên đất nước.³ Tóm lại, sự lưu chuyển vốn do thị trường thúc đẩy thông qua việc đầu tư của các doanh nghiệp tại các địa phương có thể bị hạn chế.

² Tìm đọc tài liệu của Yi, 2003 mô tả sự can thiệp của chính quyền địa phương vào việc sáp nhập các doanh nghiệp, một tài liệu xuất sắc xem xét thể chế của sự phát triển thị trường vốn của Trung Quốc từ năm 1949.

³ Như một phần của chính sách mở cửa của Trung Quốc, các đặc khu với các biện pháp khuyến khích đầu tư thông qua thuế (chủ yếu là dưới hình thức thuế thu nhập doanh nghiệp thấp hơn) đã được hình thành. Việc miễn thuế chủ yếu nhằm thu hút đầu tư nước ngoài. Các doanh nghiệp trong nước thường được hưởng lợi từ những biện pháp khuyến khích thông qua ngân sách này, hoặc một cách tự động hoặc trên cơ sở tuỳ chọn.

Ngược lại, sự lưu chuyển vốn do chính sách thúc đẩy, được phát động bởi chính sách đầu tư của chính quyền trung ương, có vai trò tích cực trong việc tái phân phối nguồn lực từ vùng này đến vùng khác cho dù tầm quan trọng của đầu tư nhà nước giảm dần theo thời gian: Tỷ trọng đầu tư do nhà nước tài trợ cao đến 28 phần trăm vào năm 1981, chỉ còn 7 phần trăm vào năm 2001, và tỷ trọng đầu tư theo trách nhiệm của trung ương là 45 phần trăm vào năm 1980 và 31 phần trăm vào năm 2001.⁴

B. Cho vay của khu vực ngân hàng giữa các vùng⁵

Trong phạm vi hệ thống ngân hàng, có ba kênh chính để chuyển giao nguồn lực tài chính từ vùng này đến vùng khác: tái phân bổ vốn giữa các chi nhánh ngân hàng quốc gia tại địa phương (chuyển giao trong nội bộ ngân hàng); thị trường liên ngân hàng (chuyển giao giữa các ngân hàng);⁶ và ngân hàng trung ương cho các địa phương vay.⁷

Mãi đến đầu thập niên 90, chính phủ vẫn sử dụng một hệ thống trần tín dụng để kiểm soát cung tiền. Trong hệ thống này, các khoản chuyển giao trong nội bộ ngân hàng và giữa các ngân hàng với nhau bị hạn chế. Việc cho vay của từng ngân hàng bị áp đặt hạn ngạch, và được phân chia theo vùng. Tuy vậy, nghiệp vụ vay và cho vay liên ngân hàng cũng đã đóng góp cho sự lưu chuyển vốn trong một chừng mực nhất định.⁷

Chuyển giao nội bộ và chuyển giao liên ngân hàng có thể đã gia tăng khi các ngân hàng được trao quyền tự quản nhiều hơn vào thập niên 90. Thứ nhất, các ngân hàng dần dần được phép phân bổ trần tín dụng quốc gia cho các chi nhánh ngân hàng.⁸

⁴ Gần đây hơn, chính phủ phát động một chính sách mới tập trung vào việc phát triển khu vực phía tây như một nỗ lực giúp tạo ra sự phát triển đồng đều hơn giữa các vùng, mà trước đây vốn thuận lợi hơn cho những vùng ven biển. Chính sách mới được phát động vào năm 2000 có hai thành phần chính: phát triển cơ sở hạ tầng với sự đầu tư của chính phủ trung ương vào địa phương và mở rộng các biện pháp khuyến khích đầu tư bằng ngân sách cho các tỉnh phía tây.

⁵ Hệ thống ngân hàng của Trung Quốc gồm Ngân hàng Nhân dân Trung Hoa là ngân hàng trung ương; bốn ngân hàng thương mại sở hữu nhà nước được thành lập vào đầu thập niên 80; ba ngân hàng chính sách ra đời năm 1994; mười ngân hàng thương mại cổ phần quốc gia; khoảng 90 ngân hàng thương mại địa phương, khoảng 3.000 hợp tác xã tín dụng thành thị, và khoảng 42.000 hợp tác xã tín dụng nông thôn. Các ngân hàng nước ngoài có chi nhánh hay văn phòng đại diện, nhưng hoạt động của họ vẫn còn hạn chế. Bốn ngân hàng thương mại quốc doanh chiếm ưu thế trên thị trường. Tính đến cuối năm 2001, bốn ngân hàng này chiếm 63,1 phần trăm dư nợ cho vay chưa thanh toán và 61,5 phần trăm tiền gửi. Bốn ngân hàng này cũng chiếm ưu thế về chi nhánh và người lao động: gần hai triệu người được tuyển dụng trong khoảng 103.000 chi nhánh trên khắp đất nước Trung Quốc.

⁶ Park và Seht, 2001.

⁷ Các thị trường liên ngân hàng địa phương được phép hoạt động vào giữa năm 1986 và 1993. Các chi nhánh ngân hàng có thể cho các chi nhánh ở các tỉnh khác vay vốn. Tuy nhiên, thị trường liên ngân hàng cũng trở thành một phương tiện để cân đối thặng dư và thiếu hụt vốn trung hạn và dài hạn. Ví dụ, các vùng mở cửa ven biển vay mượn từ các vùng sâu trong đất liền những khoản tiền lớn với mục đích tài trợ dài hạn nhằm bù đắp cho tình trạng thiếu hụt vốn địa phương (Xie Duo 2002). Thị trường liên ngân hàng cũng trở thành một phương tiện để các ngân hàng quốc doanh lũng đoạn hệ thống hạn ngạch tín dụng và cho các tổ chức tài chính phi ngân hàng vay vì mục đích đầu cơ (đầu tư vào chứng khoán và bất động sản), và qua đó tiếp sức cho tình trạng lạm phát. Ví thể, như một phần của chính sách cắt giảm thực hiện vào năm 1993, giao dịch liên ngân hàng bị đình chỉ, với ngoại lệ là trung tâm giao dịch do các chi nhánh của Ngân hàng Nhân dân Trung Hoa điều hành tại 35 thành phố.

⁸ Bắt đầu vào năm 1994, trần tín dụng chỉ áp dụng cho các ngân hàng quốc doanh, và quan trọng hơn, trần tín dụng này không còn được xác định bằng các biện pháp hành chính nữa, mà dựa trên tỷ số tối đa giữa cho vay và tiền gửi, chỉ được áp dụng cho tổng cho vay quốc gia của các ngân hàng quốc doanh riêng lẻ (tất cả các chi nhánh của một ngân hàng quốc doanh được tính chung với nhau). Vào tháng 1-1998, hệ thống hạn ngạch tín dụng hàng năm chính thức được bãi bỏ. Ngân hàng trung ương bây giờ chủ yếu dựa vào những công cụ như điều khiển lãi suất, dự trữ bắt buộc và tỷ số tài sản trên nghĩa vụ

Thứ hai, vào năm 1995, các ngân hàng bắt đầu phải chịu trách nhiệm trước những thua lỗ của họ, đồng thời bốn ngân hàng phát triển được thành lập để kế tục “các khoản cho vay chính sách” – những khoản cho vay thường được dành cho các doanh nghiệp nhà nước, không chỉ dựa trên cơ sở đánh đổi giữa lợi nhuận và rủi ro mà thôi – từ mỗi ngân hàng quốc doanh tương ứng.⁹ Mục tiêu là giải thoát các ngân hàng thương mại quốc doanh khỏi các hoạt động chính sách và làm cho việc quản lý của họ hoàn toàn chịu ảnh hưởng của lợi nhuận. Chuyển giao nội bộ ngân hàng có thể đã gia tăng trong thập niên 90, phù hợp với tính tự chủ nhiều hơn của hệ thống ngân hàng. Tuy nhiên, trần lãi suất ban hành đối với tiền gửi và cho vay làm hạn chế động cơ khuyến khích ngân hàng tối đa hoá lợi nhuận. Thứ ba, vào tháng 1-1996, một thị trường liên ngân hàng thống nhất toàn quốc được thành lập, và vào tháng 6, lãi suất liên ngân hàng được tự do hoá. Điều này giúp vốn lưu thông dễ dàng hơn. Nhưng cùng lúc ấy, sự lưu chuyển vốn giữa các vùng, đặc biệt là sự lưu chuyển được phát động bởi các chi nhánh ngân hàng địa phương, từng được phép trước đây, lúc này đã bị cấm. Vì thế, ảnh hưởng rộng của những chính sách này đối với sự lưu thông vốn có tính chất không chắc chắn và cần được xem xét thêm bằng thực nghiệm.

Cho vay của ngân hàng trung ương là một công cụ chính sách quan trọng để phân bổ nguồn lực trong kỳ kế hoạch tín dụng. Ngân hàng trung ương tham gia vào việc tái phân phối tiền gửi ngân hàng để hỗ trợ các mục tiêu kế hoạch tín dụng và cho vay chính sách.¹⁰ Đại đa số việc cho vay lại của Ngân hàng Nhân dân Trung Hoa là thông qua các chi nhánh ngân hàng tại địa phương. Các chi nhánh ngân hàng địa phương này chịu ảnh hưởng nặng nề của chính quyền địa phương, và do đó, họ muốn gia tăng cho vay lại của ngân hàng trung ương trong phạm vi địa phương. Hệ quả là, các chỉ tiêu tín dụng thường bị vượt ở cấp độ quốc gia và phải được tài trợ bằng cho vay thêm của ngân hàng trung ương. Để duy trì kiểm soát việc tạo ra tiền cứng (hard money), việc cho vay lại của ngân hàng trung ương được tái tập trung hoá thông qua (1) qui định rằng ngân hàng trung ương chỉ cho hội sở chính của ngân hàng vay mà thôi, và (2) thay thế các chi nhánh tỉnh bằng chi nhánh vùng của ngân hàng trung ương.¹¹ Hệ quả là, sau cải cách, vai trò của việc cho vay của ngân hàng trung ương trong việc tái phân bổ vốn có thể bị hạn chế.

C. Việc phát hành cổ phiếu và trái phiếu từ thị trường chứng khoán giữa các vùng

nợ, đánh giá tín dụng, suất chiết khấu và ngày càng sử dụng các nghiệp vụ thị trường mở nhiều hơn để kiểm soát cung tiền.

⁹ Luật ngân hàng thương mại mới được ban hành năm 1995.

¹⁰ Năm 1984, Ngân hàng Nhân dân Trung Hoa trở thành ngân hàng trung ương của Trung Quốc, chịu trách nhiệm thiết kế và thực hiện chính sách tiền tệ. Larsy (1998) định nghĩa “cho vay nhiều quá”, là giá trị cho vay vượt trên giá trị mà lẽ ra nên cho vay nếu tỷ số cho vay trên tiền gửi bằng mức bình quân quốc gia. Căn cứ theo số đo này, giá trị cho vay nhiều quá lên đến 8 phần trăm tổng sản lượng nội địa (GDP) của tỉnh ở Hắc Long Giang vào năm 1993 và “cho vay ít quá” ở tỉnh Quảng Đông bình quân chiếm 7,5 phần trăm GDP của tỉnh trong một thời kỳ năm năm.

¹¹ Vào tháng 5-1994, các chi nhánh địa phương của Ngân hàng Nhân dân Trung Hoa bị cấm không được cho vay lại trong các ngân hàng quốc doanh tại địa phương. Thay vào đó, Ngân hàng Nhân dân Trung Hoa chỉ đạo tái tài trợ cho các hội sở chính của các ngân hàng quốc doanh, sau đó các hội sở chính này tái phân phối cho các chi nhánh địa phương dựa trên kế hoạch đã được duyệt. Từ tháng 7-1993, chỉ có các hội sở chính của ngân hàng trung ương mới được phép cho hội sở chính của các ngân hàng vay. Ngoài ra, vào cuối năm 1998, Ngân hàng Nhân dân Trung Hoa được tái cơ cấu để giảm thêm nữa ảnh hưởng của địa phương đối với việc cho vay. 31 chi nhánh tỉnh của ngân hàng được cắt giảm chỉ còn 9 chi nhánh vùng; các chi nhánh vùng này phải báo cáo trực tiếp cho hội sở chính của ngân hàng trung ương.

Kênh lưu thông vốn thứ ba là các thị trường vốn sở hữu và thu nhập cố định. Cho dù các ngân hàng chiếm ưu thế trong khu vực tài chính, nhưng gần đây đã có những biểu hiện cho thấy sự dịch chuyển hướng tới các giao dịch tài chính dựa trên thị trường nhiều hơn. Bảng 1 trình bày những thay đổi về tài sản và nghĩa vụ tài chính của từng khu vực tổ chức ở Trung Quốc và giữa các khu vực này với phần còn lại của thế giới vào năm 2000.¹² Bình quân, 67 phần trăm tổng giao dịch tài chính được thực hiện thông qua hệ thống ngân hàng (cho vay và tiền gửi). Ngược lại, chỉ có 5 phần trăm dòng tài chính chảy qua thị trường (thị trường trái phiếu và cổ phiếu). Tuy nhiên, thậm chí nếu các khoản vay vẫn còn tiêu biểu cho hơn một nửa hoạt động huy động vốn của các công ty phi tài chính, tài chính trực tiếp - chủ yếu thông qua phát hành cổ phần - đang trở nên một nguồn huy động vốn đáng kể, tiêu biểu cho 14 phần trăm tổng nguồn tài chính vào năm 2000. Vào năm 1997, tỷ trọng của nguồn này rất nhỏ, chỉ có 1 phần trăm tổng nguồn tài chính. Tương tự, từ năm 1997 đến 2000, có sự dịch chuyển tài sản hộ gia đình từ tiền gửi tiết kiệm sang cả tiền gửi ngoại tệ và chứng khoán. Năm 2000, các hộ gia đình đầu tư 20 phần trăm tài sản tài chính của họ dưới hình thức chứng khoán (14 phần trăm vào cổ phiếu, 6 phần trăm vào trái phiếu), so với 14 phần trăm hồi ba năm trước đây. Chính phủ cũng dựa nhiều hơn vào việc phát hành trái phiếu (84 phần trăm tổng nguồn tài chính vào năm 2000 so với 78,9 phần trăm vào năm 1997). Cuối cùng, các tổ chức tài chính cũng tăng tỷ trọng chứng khoán trong danh mục đầu tư của họ. Những dịch chuyển trong danh mục tài chính này cho thấy một xu thế của thị trường vốn tiến tới một hệ thống dựa trên thị trường nhiều hơn, trong đó, việc tài trợ trực tiếp thông qua cổ phiếu và trái phiếu đóng một vai trò ngày càng quan trọng hơn. Trên nguyên tắc, cổ phiếu và trái phiếu giúp tạo điều kiện dễ dàng cho sự lưu thông vốn giữa các vùng theo thời gian, cho dù vào thời điểm này chưa được đáng kể cho lắm.

Tóm lại, sự lưu chuyển vốn thông qua áp lực thị trường vẫn còn bị hạn chế trong thập niên 80, nhưng có thể đã quan trọng hơn vào những năm 90. Tuy nhiên, chính phủ tiếp tục đóng một vai trò quan trọng trong việc phân bổ nguồn lực tài chính. Sự kiểm soát của chính phủ đối với các dòng vốn lưu thông giữa các vùng được tăng cường trên một vài bình diện vào thập niên 90.

III. Đầu tư địa phương có bị ràng buộc bởi tiết kiệm địa phương?

A. Ý tưởng cơ bản

Vì mục đích thảo luận, chúng ta bắt đầu bằng hai trường hợp giả định cực đoan. Nếu không có sự lưu chuyển vốn giữa các vùng, tiết kiệm địa phương chỉ có thể được đầu tư tại địa phương, và toàn bộ đầu tư địa phương phải được tài trợ bằng tiết kiệm địa phương. Trong trường hợp này, đầu tư địa phương và tiết kiệm địa phương sẽ tương quan hoàn hảo. Ở một thái cực khác, với sự lưu thông vốn hoàn hảo, tiết kiệm từ địa phương này có thể đi đến bất cứ nơi đâu để tìm đến sự đánh đổi tốt nhất giữa lợi nhuận và rủi ro. Nói cách khác, tiết kiệm địa phương phản ứng trước các cơ hội đầu tư toàn cầu; đầu tư địa phương được tài trợ bằng nguồn vốn quốc tế và quốc gia. Không cần có mối quan hệ chính xác nào giữa tiết kiệm địa phương và đầu tư địa phương. Cho dù

¹² Nguồn: Tập san thống kê của Ngân hàng Nhân dân Trung Hoa, 2002:4, trang 78-79. Các tài khoản dòng tiền bao hàm toàn bộ các giao dịch tài chính giữa các khu vực trong nước, và giữa các khu vực trong nước và phần còn lại của thế giới. Thuật ngữ “sử dụng vốn” và “nguồn vốn” phản ánh những thay đổi về tài sản tài chính và nghĩa vụ tài chính của từng khu vực. Các thuật ngữ này được sử dụng từ năm 1997 trở về sau.

điều này không nhất thiết ngụ ý một mối tương quan bằng không, nhưng mối tương quan đó sẽ thấp đáng kể. Đây là ý tưởng cơ bản của Feldstein và Horioka (1980), những người đề xuất sử dụng mối tương quan giữa tiết kiệm và đầu tư làm số đo sự hội nhập thị trường vốn (hay thiếu hội nhập).

Kiểm định Feldstein Horioka (FH) ban đầu được đề xuất như một phép kiểm định sự hội nhập thị trường vốn thế giới, nghĩa là như một đại lượng đo lường mức độ lưu chuyển vốn giữa các quốc gia. Trong bối cảnh đó, tư liệu nghiên cứu cho rằng đại lượng này không mang lại một bằng chứng dứt khoát về sự lưu chuyển vốn vì mối tương quan thấp giữa tiết kiệm và đầu tư có thể nhất quán với những tình huống khác chứ không chỉ đơn thuần là mức độ hội nhập thị trường vốn thấp giữa các quốc gia. Những tình huống này bao gồm sự tồn tại của một khoản phí đền bù rủi ro (bảo hiểm rủi ro) gắn liền với sự phá giá đồng tiền, và nỗ lực của chính phủ nhằm cân đối tài khoản vãng lai thông qua điều khiển tỷ giá hối đoái. Tuy nhiên, trong phạm vi một quốc gia, kiểm định FH tỏ ra lại là một chỉ báo hợp lý về mức độ hội nhập thị trường vốn giữa các vùng khác nhau. Lý do chính là bởi những cách lý giải khác được đề cập trên đây không có tác dụng trong phạm vi một quốc gia. Các vùng khác nhau trong một đất nước có chung một đồng tiền, không có sự phá giá đồng tiền nào để nói đến ở đây. Chính quyền địa phương cũng hiếm khi có một mục tiêu tài khoản vãng lai ở cấp độ địa phương.¹³

Để tham khảo, bảng 2 tóm tắt các kết quả thu được từ năm tài liệu nghiên cứu nổi bật trong tư liệu, xem xét bằng chứng nội bộ quốc gia về mối tương quan giữa tiết kiệm và đầu tư tại các nước phát triển. Các quốc gia được nghiên cứu là Canada, Đức, Nhật Bản, Hoa Kỳ và Anh. Ai cũng biết, tất cả các nước này đều có một thị trường vốn trong nước hội nhập. Trong từng tài liệu, người ta đều nhận thấy mối tương quan tiết kiệm-đầu tư âm hoặc không có ý nghĩa giữa các vùng. Điều này chứng minh cho việc sử dụng kiểm định FH để xem xét sự hội nhập thị trường vốn nội bộ Trung Quốc.

Trong phần này, trước tiên chúng tôi trình bày những mối tương quan đơn giản (vô điều kiện) giữa tiết kiệm và đầu tư trên các tỉnh thành Trung Quốc và so sánh với số liệu tương ứng từ những nước được biết là có thị trường vốn trong nước hội nhập. Sau đó, chúng tôi tính một chuỗi các mối tương quan có điều kiện, tuân theo một tiến trình mà Iwamoto và van Wincoop (2000) đã sử dụng, kiểm soát số nhân tố khác ngoài sự hội nhập thị trường vốn mà có thể ảnh hưởng đến mối tương quan tiết kiệm-đầu tư. Vì thị trường vốn Trung Quốc nhìn chung bị chi phối bởi hệ thống ngân hàng, chúng tôi cũng thực hiện cùng những phép kiểm định này bằng số liệu tiền gửi và cho vay của ngân hàng: hệ thống ngân hàng địa phương phải dựa vào tiền gửi địa phương để gia hạn những khoản cho vay mới đến chừng mực nào.

B. Kiểm định FH vô điều kiện

Chúng tôi sử dụng tập hợp số liệu từ tất cả các tỉnh thành Trung Quốc mà có sẵn dữ liệu để thực hiện phép kiểm định. Điều này có nghĩa là 28 tỉnh (hay những vùng tự trị cấp tỉnh, hay các thành phố trực thuộc trung ương) ở lục địa trong suốt thời kỳ cải cách (1978-2001), và 24 tỉnh trong thời kỳ trước cải cách (1952-1977).¹⁴ Cơ sở dữ liệu

¹³ Lưu ý rằng sự bảo hộ của địa phương trên thị trường hàng hoá và mục tiêu tài khoản vãng lai không phải là cùng một vấn đề như nhau.

¹⁴ Các tỉnh Giang Tây, Quảng Đông và Hải Nam, Tây Xuyên và Trùng Khánh và Ninh Hạ không được bao hàm trong giai đoạn tiền cải cách vì thiếu số liệu.