



NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGÂN HÀNG TP.HCM



NGUYỄN DUY SỬU

**TRUYỀN DẪN CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ  
TẠI VIỆT NAM**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ  
CHUYÊN NGÀNH: TÀI CHÍNH NGÂN HÀNG

TP. HỒ CHÍ MINH THÁNG 4 NĂM 2017



NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGÂN HÀNG TP.HCM



NGUYỄN DUY SỬU

**TRUYỀN DẪN CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ  
TẠI VIỆT NAM**

CHUYÊN NGÀNH: TÀI CHÍNH NGÂN HÀNG

MÃ SỐ: 62.31.12.01

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC:

NGND. PGS. TS. NGÔ HƯỚNG

TP. HỒ CHÍ MINH THÁNG 4 NĂM 2017

## LỜI CAM ĐOAN

Tác giả cam đoan danh dự về công trình khoa học này của mình, cụ thể:

Tôi tên là: **Nguyễn Duy Sửu**

Sinh ngày 12 tháng 10 năm 1981 – Tại: Thừa Thiên Huế

Quê quán: Quảng Thành, Quảng Điền, Thừa Thiên Huế

Hiện công tác tại: Khoa Tài chính ngân hàng – Trường Đại học Tôn Đức Thắng, 19 Nguyễn Hữu Thọ, Quận 7, TP. HCM.

Là nghiên cứu sinh khóa 17 của Trường Đại học Ngân hàng TP.HCM

Mã số học viên: 010117120012

Cam đoan luận án: **Truyền dẫn chính sách tiền tệ tại Việt Nam**

Chuyên ngành: Tài chính – Ngân hàng; Mã số: 62 34 02 01

Người hướng dẫn khoa học: **PGS.,TS. Ngô Hương**

Luận án này là kết quả nghiên cứu của tác giả, chưa từng được trình nộp để lấy học vị tiến sĩ tại bất cứ một trường đại học nào. Luận án này là công trình nghiên cứu riêng của tác giả, kết quả nghiên cứu là trung thực, có tính độc lập riêng, trong đó không có các nội dung đã được công bố trước đây, các nội dung tham khảo, số liệu đã có nguồn trích dẫn rõ ràng và đầy đủ.

Tôi xin hoàn toàn chịu trách nhiệm về lời cam đoan danh dự của tôi.

TP.HCM, ngày 5 tháng 4 năm 2017

Tác giả

Nguyễn Duy Sửu

## LỜI CẢM ƠN

Trước hết, tôi xin bày tỏ sự cảm ơn đến các Quý Thầy Cô Trường Đại học Ngân hàng TP.HCM. Đặc biệt cảm ơn Quý Thầy Cô Khoa tài chính-Trường Đại Học Ngân Hàng - TP.HCM. Sự hướng dẫn nhiệt tình, tận tình của Quý Thầy Cô đã giúp tôi hoàn thành luận án tiến sĩ này.

Đồng thời, tôi cũng xin gửi lời cảm ơn sâu sắc đến PGS.,TS. Ngô Hương người đã tận tình hướng dẫn, chỉ bảo và động viên tôi trong suốt thời gian tôi hoàn thành luận án.

Cuối cùng, tôi gửi lời cảm ơn chân thành nhất đến gia đình, những người thân, đồng nghiệp, bạn bè và các sinh viên của tôi. Chính sự quan tâm và những góp ý, động viên mà mọi người dành cho tôi đã giúp tôi hoàn thành luận án này.

Trong quá trình thực hiện luận án, một phần của luận án đã được sử dụng để công bố trên các tạp chí và hội thảo quốc tế chuyên ngành về lĩnh vực tài chính ngân hàng giúp gia tăng độ tin cậy của luận án khi nhận được các phản biện của Quý chuyên gia và Quý độc giả uy tín. Các bài viết đăng trên các tạp chí và hội thảo quốc tế chuyên ngành có sử dụng nội dung của luận án bao gồm:

1. Chính sách lãi suất trong truyền dẫn chính sách tiền tệ tại Việt Nam, Tạp chí quản lý kinh tế (CIEM), 65, 2015.
2. Interest rate policy in Transmission of Monetary policy prior to and since the WTO joining in Viet Nam, 2nd international conference on finance and economics (ICFE 2015), 2015
3. The interest rate channel in the transmission of monetary policy in in Vietnam, Finance and performance of firms in science, education and practice International Scientific Conference, Tomas Bata University Zlín, Czech Republic, 7<sup>th</sup>, 2015.
4. Credit channel in monetary policy transmission in Vietnam, Finance and performance of firms in science, education and practice, International Scientific Conference, Tomas Bata University Zlín, Czech Republic, 7<sup>th</sup>, 2015.
5. The Exchange rate channel of monetary policy transmission, 2nd international conference on finance and economics (ICFE 2015), 2015.
6. Kênh lãi suất trong truyền dẫn chính sách tiền tệ tại Việt Nam trước và sau WTO, Tạp chí Kinh tế Châu Á- Thái Bình Dương (Tháng 3/2016), 41,63-65.
7. Kênh tín dụng trong truyền dẫn chính sách tiền tệ tại Việt Nam, tạp chí kinh tế và dự báo, số 22 (630) tháng 9/2016.
8. Kênh tài sản trong truyền dẫn chính sách tiền tệ tại Việt Nam, tạp chí kinh tế và dự báo, chấp nhận đăng số 10 (650) tháng 4/2017

TP.HCM, ngày 5 tháng 04 năm 2017

Tác giả

Nguyễn Duy Sữ

## DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

<b>TỪ VIẾT TẮT</b>	<b>TIẾNG VIỆT</b>	<b>TIẾNG ANH</b>
ADB	Ngân hàng phát triển Châu Á	Asia Developed Bank
ADF	Augmented Dickey-Fuller	
AIC		Akaike information criterion
CPI	Chỉ số giá tiêu dùng	Customer Price Index
CPS	Tín dụng khu vực tư nhân	Claims Private Sector
CSTT	Chính sách tiền tệ	Monetary Policy
DNNN	Doanh nghiệp nhà nước	
DTBB	Dự trữ bắt buộc	
ECM		Error Correction Models
EXU	Tỷ giá hối đoái USD/VND	Exchange Rate USD
FDI	Vốn đầu tư trực tiếp	
FED	Cục dự trữ liên bang	Federal Reserve Bank
FOMC		Federal Open Market Committee
GDP	Tổng sản phẩm quốc nội	Gross Domestic Product
GNP	Tổng sản phẩm quốc dân	Gross National Product
IMF	Quỹ tiền tệ quốc tế	International Monetary Fund
IPG	Tăng trưởng giá trị sản lượng công nghiệp	Industry Product Growth
IRB	Lãi suất cơ bản	
IRD	Lãi suất tái cấp vốn	Refinancing Interest Rate
IRL	Lãi suất cho vay bình quân	
IRU	Lãi suất của FED	
M2	Cung tiền mở rộng M2	Broad money M2
MIG	Tăng trưởng nhập khẩu	Mechanise Import Growth
MXG	Tăng trưởng xuất khẩu	Mechanise Export Growth
NH	Ngân hàng	Bank
NHNN	Ngân hàng nhà nước	
NHTM	Ngân hàng thương mại	

NHTW	Ngân hàng trung ương	
OLS	Phương pháp bình phương bé nhất	Ordinary least squares
POI	Giá dầu thế giới	Price Oil
SVAR	Mô hình VAR cấu trúc	Structural VAR
TCTD	Tổ chức tín dụng	
TTTC	Thị trường tài chính	
TTTT	Thị trường tiền tệ	
VAR	Mô hình tự hồi quy véc tơ	Vector auto regression
VNI	Chỉ số giá chứng khoán	VN-Index
WTO	Hiệp định thương mại quốc tế	World Trade Organization

## DANH MỤC BẢNG

Bảng 1.1: Tổng hợp các nghiên cứu ngoài nước .....	41
Bảng 1.2: Tổng hợp các nghiên cứu trong nước .....	45
Bảng 2.1: Lãi suất kỳ hạn bình quân một số ngân hàng năm 2010 .....	52
Bảng 2.2: Các đợt điều chỉnh biên độ tỷ giá .....	61
Bảng 2.3: GDP và đầu tư trên GDP .....	68
Bảng 3.1: Tổng hợp các biến nghiên cứu .....	89
Bảng 4.1: Kết quả thống kê mô tả.....	97
Bảng 4.2: Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị (Unit root test).....	98
Bảng 4.3: Kết quả kiểm định độ trễ tối ưu.....	100
Bảng 4.4: Kết quả ước lượng mô hình SVAR dạng khung (Phương trình 17a).....	101
Bảng 4.5: Kết quả ước lượng ma trận $A_0$ .....	137
Bảng 4.6: Kết quả ước lượng phương trình (21).....	142
Bảng 4.7: Kết quả ước lượng phương trình (22).....	143
Bảng 4.8: Kết quả ước lượng phương trình (23).....	144
Bảng 4.9: Kết quả ước lượng các nhân tố tác động đến $CPS_t$ (Phương trình 24).....	145

## DANH MỤC HÌNH

Hình 1.1: Mối liên hệ giữa các mục tiêu của CSTT .....	1
Hình 1.2: Quá trình phát triển của truyền dẫn CSTT.....	5
Hình 1.3: Cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ .....	8
Hình 1.4: Mối quan hệ giữa lãi suất và đầu tư.....	11
Hình 1.5: Mối quan hệ lãi suất, đầu tư và GDP thực.....	12
Hình 1.6: Tác động của cung tiền đến lãi suất đầu tư và tăng trưởng .....	13
Hình 1.7: Kênh tín dụng trong truyền dẫn chính sách tiền tệ .....	25
Hình 2.1: Lãi suất cơ bản giai đoạn 2000-2008.....	53
Hình 2.2: Lãi suất cơ bản, lãi suất tái cấp vốn năm 2010-2014.....	56
Hình 2.3: Biến động tỷ giá giai đoạn 1999-2008.....	59
Hình 2.4: Tỷ giá, xuất khẩu và nhập khẩu .....	60
Hình 2.5: Lãi suất tái cấp vốn và tỷ giá USD/VNĐ.....	62
Hình 2.6: Tăng trưởng tín dụng, tăng trưởng kinh tế và lạm phát.....	66
Hình 2.7: GDP và đầu tư trên GDP Việt Nam.....	68
Hình 3.1: Các bước chính trong phân tích SVAR .....	73
Hình 3.2: Thiết kế mô hình SVAR đo lường truyền dẫn CSTT tại Việt Nam .....	81
Hình 3.3: Thiết kế nghiên cứu truyền dẫn CSTT.....	95
Hình 4.1: Phản ứng của IPG <sub>t</sub> , CPI <sub>t</sub> trước cú sốc giá dầu (OIL <sub>t</sub> ) .....	102
Hình 4.2: Phản ứng của IPG và CPI trước cú sốc của lãi suất Fed.....	104
Hình 4.3: Phản ứng của IPG <sub>t</sub> và CPI <sub>t</sub> trước cú sốc của lãi suất (IRD <sub>t</sub> ).....	105
Hình 4.4: Phản ứng của cung tiền M2 <sub>t</sub> trước cú sốc của lãi suất (IRD <sub>t</sub> ).....	106
Hình 4.5: Phản ứng của IPG <sub>t</sub> và CPI <sub>t</sub> trước cú sốc của M2 <sub>t</sub> .....	107
Hình 4.6: Phản ứng của IPG <sub>t</sub> và CPI <sub>t</sub> trước cú sốc của IRL <sub>t</sub> .....	111
Hình 4.7: Phản ứng của cung tiền M2 <sub>t</sub> trước cú sốc của IRL <sub>t</sub> .....	113
Hình 4.8: Phản ứng của IRL <sub>t</sub> trước cú sốc của IRD <sub>t</sub> .....	114
Hình 4.9: Phản ứng của IPG <sub>t</sub> và CPI <sub>t</sub> trước cú sốc của VNI <sub>t</sub> .....	115
Hình 4.10: Phản ứng của VNI <sub>t</sub> trước cú sốc của M2 <sub>t</sub> , IRD <sub>t</sub> .....	116
Hình 4.11: Chỉ số giá chứng khoán Việt Nam và lãi suất tái cấp vốn .....	117



Hình 4.12: Phản ứng của $IPG_t$ , $CPI_t$ trước cú sốc của $EXU_t$ .....	120
Hình 4.13: Phản ứng sốc giữa cung tiền và tỷ giá .....	121
Hình 4.14: Phản ứng sốc giữa $IRD_t$ và $EXU_t$ .....	122
Hình 4.15: Mối quan hệ giữa tỷ giá ( $EXU_t$ ) và lãi suất tái cấp vốn ( $IRD_t$ ) .....	123
Hình 4.16: Phản ứng của $IPG_t$ , $CPI_t$ trước cú sốc của $MIG_t$ .....	124
Hình 4.17: Tăng trưởng nhập khẩu và lạm phát.....	125
Hình 4.17: Phản ứng của $IPG_t$ , $CPI_t$ trước cú sốc của $MXG_t$ .....	126
Hình 4.18: Phản ứng của $MIG_t$ và $MXG_t$ trước cú sốc của $EXU_t$ .....	127
Hình 4.19: Phản ứng của $IPG_t$ , $CPI_t$ trước cú sốc của $CPS_t$ .....	130
Hình 4.20: Phản ứng của $M2_t$ trước cú sốc của $CPS_t$ .....	132
Hình 4.21: Phản ứng của $CPS_t$ trước cú sốc của $IRL_t$ .....	132
Hình 4.22: Phản ứng giữa $IRD_t$ và $CPS_t$ .....	133
Hình 4.23: Phản ứng của $VNI_t$ trước cú sốc của $CPS_t$ .....	134
Hình 4.24: Phản ứng của $IPG_t$ trước lãi suất ( $IRD_t$ ) .....	138
Hình 4.25: Phản ứng của $IPG_t$ trước cú sốc cung tiền ( $M2_t$ ) .....	138
Hình 4.26: Phản ứng của lạm phát trước cú sốc của lãi suất .....	139
Hình 4.27: Phản ứng của lạm phát ( $CPI_t$ ) trước cú sốc của cung tiền ( $M2_t$ ) .....	139

## MỤC LỤC

Lời cam đoan .....	i
Lời cảm ơn.....	ii
Danh mục từ viết tắt .....	iii
Danh mục bảng.....	v
Danh mục hình .....	vi
Mục lục.....	viii
Tóm tắt .....	xiii
Phần mở đầu.....	xiv
Tính cấp thiết của đề tài .....	xvi
Khoảng trống của nghiên cứu .....	xviii
Đối tượng nghiên cứu.....	xviii
Mục tiêu nghiên cứu.....	xviii
Câu hỏi nghiên cứu .....	xix
Phạm vi nghiên cứu.....	xx
Phương pháp nghiên cứu.....	xx
Ý nghĩa khoa học và thực tiễn của đề tài .....	xxi
Những điểm mới của đề tài .....	xxii
Kết cấu của đề tài .....	xxiii
<b>CHƯƠNG 1: CƠ SỞ LÝ LUẬN VÀ TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU TRUYỀN DẪN CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ .....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 MỤC TIÊU CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ .....</b>	<b>1</b>
1.1.1 Mục tiêu cuối cùng.....	1
1.1.2 Mục tiêu trung gian .....	3
1.1.3 Mục tiêu hoạt động.....	4