



## Tạp chí Quản lý và Kinh tế quốc tế

Trang chủ của tạp chí: <http://tapchi.ftu.edu.vn>

### Các nhân tố ảnh hưởng đến lợi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam

#### Factors affecting Vietnamese government bond yields

Nguyễn Thị Hiền<sup>1</sup>

*Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam*

Hà Hồng Ngọc

*Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư Phát triển Việt Nam, Hà Nội, Việt Nam*

**Ngày nhận:** 09/04/2020; **Ngày hoàn thành biên tập:** 22/05/2020; **Ngày duyệt đăng:** 29/05/2020

#### Tóm tắt

Thị trường trái phiếu chính phủ đã và đang là kênh dẫn vốn quan trọng cho nền kinh tế tại các quốc gia. Một trong những yếu tố ảnh hưởng đến sự ổn định và phát triển của thị trường trái phiếu nói riêng và thị trường tài chính nói chung chính là lợi suất trái phiếu Chính phủ mà các nhà đầu tư kì vọng. Áp dụng phương pháp OLS, bài viết kiểm định mô hình đo lường lợi suất trái phiếu Chính phủ dựa trên các biến số kinh tế vĩ mô và tài chính tại thị trường Việt Nam trong giai đoạn 2012 - 2019. Kết quả nghiên cứu cho thấy lãi suất liên ngân hàng, tỷ giá VND/USD, lợi suất trái phiếu Chính phủ Mỹ, tỷ lệ lạm phát và cán cân Ngân sách Nhà nước là những nhân tố ảnh hưởng rõ nét đến lợi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam, trong khi đó, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy cán cân thương mại không có ý nghĩa thống kê ảnh hưởng đến lợi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam. Các tác giả đã đưa ra một số gợi ý chính sách cho Việt Nam trong thời gian tới.

**Từ khóa:** Trái phiếu chính phủ Việt Nam, Lợi suất trái phiếu chính phủ, Yếu tố ảnh hưởng lợi suất trái phiếu chính phủ

#### Abstract

The government bond market could be recognized as the key channel for many countries. There are many factors affecting the bond and the financial market, including the government bond yields. This paper examines factors affecting Vietnamese government bond yields during the period of 2012 - 2019. By using OLS linear regression to test empirically relationships between Vietnamese government bond yields and its set of independent variables, it tries to investigate the driving forces of Vietnamese Government bond yields. It reveals that Vietnamese

<sup>1</sup> Tác giả liên hệ: [hiennt@ftu.edu.vn](mailto:hiennt@ftu.edu.vn)

interbank offered rates, VND/USD exchange rates, US Government bond yields, inflation rates and state budget balance have statistically significant impacts on Vietnamese Government bond yields. Based on the results, the study offers several implications for Vietnam.

**Keywords:** Vietnamese government bond, Government bond yields, Factors of government bond yields

---

## 1. Đặt vấn đề

Thị trường trái phiếu Chính phủ (TPCP) là một bộ phận của thị trường tài chính, hoạt động có tổ chức, là nơi diễn ra các hoạt động phát hành, niêm yết, giao dịch, mua và bán các loại TPCP nhằm đáp ứng nhu cầu chi tiêu, đầu tư cho Chính phủ. Các công cụ nợ trung và dài hạn, bao gồm TPCP và trái phiếu do Chính phủ bảo lãnh, chính là “hàng hóa” của thị trường với qui mô giao dịch khá lớn so với qui mô hoạt động của các thị trường tài chính khác. Thị trường TPCP phát triển giúp Chính phủ thực hiện tốt các chính sách điều tiết kinh tế vĩ mô, đặc biệt làm kim chỉ nam trong điều hành chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa. TPCP với đặc tính ít rủi ro nhất đã trở thành hàng hóa chủ đạo trên thị trường tài chính, góp phần hình thành lãi suất trên thị trường vốn nói riêng và thị trường tài chính nói chung.

Thị trường TPCP phát triển đáp ứng hiệu quả nhu cầu vốn đầu tư dài hạn trong nền kinh tế, góp phần tạo ra cấu trúc thị trường vững chắc khi có sự cân đối giữa thị trường vay nợ ngân hàng, thị trường trái phiếu và thị trường cổ phiếu. Thị trường TPCP không những thúc đẩy sự phát triển bền vững, ổn định của thị trường vốn mà còn được coi là “thị trường chuẩn” phản ánh chính xác chi phí cơ hội đầu tư ở mỗi kỳ đáo hạn khác nhau. Bởi vì, thị trường TPCP là nơi “kiến tạo” ra cấu trúc kỳ hạn lãi suất chuẩn, làm cơ sở tham chiếu cho các thị trường tài chính khác. Thiếu cấu trúc kỳ hạn lãi suất phi rủi ro sẽ gây nhiều khó khăn trong định giá những rủi ro tín dụng bằng cách so sánh một tài sản rủi ro với một tài sản phi rủi ro giống nhau ở tất cả các đặc điểm còn lại. Ngoài ra, không có cấu trúc kỳ hạn lãi suất, sẽ rất khó để phát triển một thị trường công cụ phái sinh hiệu quả, làm cho các nhà quản lý khó có khả năng quản trị được rủi ro tài chính.

Các nhà đầu tư sử dụng lợi suất trái phiếu để dự báo lãi suất, định giá trái phiếu và xác định chiến lược đầu tư tìm kiếm lợi nhuận. Mặt khác, đối với các nhà điều tiết thị trường và điều hành chính sách tiền tệ, lợi suất trái phiếu được coi là mặt bằng lãi suất chuẩn tham chiếu xác định các mục tiêu của chính sách tiền tệ. Do đó, đối với nhà đầu tư, điều tiết thị trường và hoạch định chính sách, lợi suất TPCP luôn là mối quan tâm hàng đầu đảm bảo sự ổn định và phát triển tài chính cũng như điều tiết kinh tế vĩ mô.

Các nhà kinh tế học và những người tham gia thị trường trái phiếu chính phủ đều cố gắng xây dựng mô hình ước lượng đường cong lợi suất của loại hình trái phiếu này. Tuy nhiên, kết quả của các mô hình là khác nhau bởi vì, đặc điểm về lựa chọn biến số kinh tế, xã hội, thời điểm cũng như thị trường - nơi dữ liệu được thu thập là khác nhau. Các tác giả thấy rằng, phần lớn các mô hình ước lượng đường cong lợi suất được xây dựng dựa trên cơ sở dữ liệu

tại các nước phát triển như Mỹ, EU, nơi có thị trường tài chính phát triển, cho nên trực tiếp tại thị trường trái phiếu Chính phủ Việt Nam có thể chưa phù hợp.

Vì vậy, nội dung bài viết này sẽ tập trung nghiên cứu và kiểm định các yếu tố ảnh hưởng đến đường cong lãi suất thị trường TPCP Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy lãi suất liên ngân hàng, tỷ giá VND/USD, lợi suất TPCP Mỹ, tỷ lệ lạm phát và cán cân Ngân sách Nhà nước là những yếu tố có ý nghĩa tác động đến lợi suất TPCP trong suốt thời gian qua, giai đoạn 2012 - 2019.

## 2. Tổng quan về tình hình nghiên cứu

Theo cách tiếp cận của các tác giả, hiện nay có một số nghiên cứu tiêu biểu liên quan nghiên cứu và kiểm định các yếu tố ảnh hưởng đến đường cong lãi suất thị trường TPCP.

Đến nay, đã có nhiều mô hình nghiên cứu kiểm định vai trò của các biến số kinh tế vĩ mô tác động đến lợi suất TPCP, đặc biệt mô hình nghiên cứu của Nelson & Siegel (1987) được các Ngân hàng Trung ương sử dụng rộng rãi làm cơ sở tham chiếu trong điều hành chính sách tiền tệ. Phần lớn các kết quả nghiên cứu được xây dựng dựa trên cơ sở dữ liệu tại các nước phát triển như Mỹ, các nước EU, nơi có thị trường tài chính phát triển. Vì vậy, những kết quả này chưa phù hợp để có thể áp dụng trực tiếp tại thị trường TPCP Việt Nam. Các nghiên cứu chủ yếu tập trung nghiên cứu thị trường TPCP tại các quốc gia phát triển. Các kết quả nghiên cứu đã chỉ ra các yếu tố chung ảnh hưởng đến lợi suất TPCP như tỷ giá, lãi suất, tình trạng thâm hụt ngân sách với độ trễ nhất định (Akram & Das, 2019; Kluza & Sławiński, 2002; Cherif & Kamoun, 2007; Agnihotri, 2015; Yieand & Chen, 2019); tăng trưởng GDP, lạm phát, chỉ số sản xuất công nghiệp, các chính sách tiền tệ (Diebold & cộng sự, 2006; Dewachter & cộng sự, 2006; Song, 2017; Cherif & Kamoun, 2007; Agnihotri, 2015; Acatrinei, 2017; Poghosyan, 2014; Yieand & Chen, 2019). Ngoài ra, các kết quả nghiên cứu khác cho thấy, thay đổi của tỷ giá hối đoái, lạm phát, dự trữ ngoại hối, lãi suất TPCP Mỹ và các biến số chính trị cũng đóng góp đáng kể vào mức độ biến động của lợi suất TPCP (Baldacci & Kumar, 2010; Santosa & Sihombing, 2015; Zaja & cộng sự, 2018; Inoguchi, 2007).

Kluza & Sławiński (2002) đã có cách tiếp cận thú vị khi kiểm định ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô tới lợi suất trái phiếu Chính phủ tại Ba Lan. Theo đó, nhận thấy độ trễ của các yếu tố kinh tế vĩ mô, thay vì kiểm định tác động của các biến tại thời điểm  $t$ , tác giả đã xem xét tác động của từng biến tại thời điểm có độ trễ  $t + i$  ( $i = 1, 2, 3, \dots$  tháng). Nghiên cứu xét đến các yếu tố vĩ mô như: tỷ giá PLN/USD, lãi suất tham chiếu của Ngân hàng Quốc gia Ba Lan (28 ngày), lãi suất kỳ hạn hợp đồng 3 tháng/ 6 tháng và tình trạng ngân sách. Theo đó, hai tác giả cho rằng ngân sách Nhà nước là một biến “được mong đợi” trong nghiên cứu này.

Diebold & cộng sự (2006) xây dựng mô hình đường cong lợi suất thông qua các biến số kinh tế vĩ mô (GDP, lạm phát và các chính sách tiền tệ) và lợi suất TPCP Mỹ từ năm 1972 đến năm 2000 nhằm xác định nguyên nhân và kết quả giữa biến kinh tế vĩ mô và đường cong lợi suất. Các ước tính đã được thực hiện bằng cách sử dụng mô hình vectơ tự hồi quy (VAR) và

kết quả cho thấy mối tương quan mạnh mẽ giữa các biến kinh tế vĩ mô và các chuyển động đường cong lợi suất xét ở 3 khía cạnh: mức độ, độ dốc và độ cong, trong khi đó mức độ tác động của lợi suất TPCP đến sự phát triển kinh tế vĩ mô trong tương lai là tương đối yếu.

Tiếp đến, Dewachter & cộng sự (2006) đã thử nghiệm các biến kinh tế vĩ mô (GDP và lạm phát) và cấu trúc kỳ hạn của lãi suất nhằm xác định nguyên nhân biến đổi cấu trúc kỳ hạn của lãi suất dựa trên chênh lệch GDP và lạm phát là một cách tiếp cận khá mới. Nhóm tác giả sử dụng dữ liệu TPCP không trả coupon (zero - coupon) của Mỹ theo tháng cho các trái phiếu sẽ đáo hạn trong khoảng thời gian từ năm 1958 - 1998. Sử dụng mô hình VAR, nhóm tác giả kết luận rằng chính sách lãi suất, lạm phát và hoạt động kinh tế không ảnh hưởng đến đường cong lợi suất. Các biến kinh tế vĩ mô, quan sát được không thể giải thích lãi suất dài hạn hoặc cấu trúc thời hạn của lãi suất. Phí bảo hiểm rủi ro và phần chênh lệch lợi suất từ các trái phiếu đang được nắm giữ ảnh hưởng đến đường cong lợi suất.

Cherif & Kamoun (2007) đã khẳng định mối tương quan giữa tỷ giá liên ngân hàng Euro (Euribor), lãi suất, GDP, lạm phát đến lợi suất TPCP ở các khu vực sử dụng đồng Euro thông qua mô hình Vector tự hồi quy trong giai đoạn 1999 - 2006. Kết quả nghiên cứu cho thấy, lợi suất TPCP chịu ảnh hưởng của ba yếu tố: lạm phát, GDP và sản xuất công nghiệp. Đáng chú ý, nghiên cứu còn đánh giá tác động của những thay đổi trong hoạt động kinh tế và các cú sốc chính sách tiền tệ đến đường cong lợi suất trái phiếu.

Song (2017) cung cấp những bằng chứng về những thay đổi của lợi suất TPCP Mỹ do ảnh hưởng từ các yếu tố vĩ mô và tìm hiểu xem những cú sốc bên ngoài, chính sách tiền tệ hay cả hai có ảnh hưởng đến những thay đổi này. Để giải thích tác giả kiểm nghiệm xem trái phiếu ảnh hưởng từ các yếu tố vĩ mô và chính sách tiền tệ nào thông qua mô hình tuyến tính, trong đó lạm phát là biến nội sinh. Rủi ro của mô hình là lãi suất trái phiếu bị ảnh hưởng do sự tương quan giữa tăng trưởng, lạm phát và chính sách tiền tệ.

Agnihotri (2015) đã tiến hành nghiên cứu các yếu tố vi mô và vĩ mô ảnh hưởng đến lợi suất trái phiếu tại Ấn Độ thông qua bộ dữ liệu các trái phiếu có kỳ hạn từ 1 năm đến 10 năm. Các biến kinh tế được nghiên cứu bao gồm lạm phát, tỷ giá hối đoái, giá dầu thô, lãi suất repo và repo đảo. Bằng mô hình hồi quy tuyến tính, bài viết cho thấy các biến kinh tế được đưa vào nghiên cứu có tác động cùng chiều với lợi suất trái phiếu của tất cả các kỳ hạn. Đặc biệt nghiên cứu đã chỉ ra tác động của lãi suất repo và repo đảo tới lợi suất trái phiếu, đây là một phát hiện rất đặc biệt.

Santosa & Sihombing (2015) đã có một nghiên cứu khá chi tiết tại In-đô-nê-xia với các yếu tố vĩ mô nhằm chỉ ra sự biến động của lãi suất và chỉ số chứng khoán có ảnh hưởng lớn đến độ dốc của lợi suất TPCP. Trong khi đó, biến động độ cong chịu ảnh hưởng chủ yếu từ sự biến động của lãi suất. Cuối cùng, thay đổi của tỷ giá hối đoái, lạm phát và dự trữ ngoại hối đóng góp đáng kể vào mức độ chuyển động của lợi suất TPCP. Nghiên cứu này đã sử dụng Mô hình vectơ hiệu chỉnh sai số (VECM) - khắc phục những điểm yếu của mô hình VAR để phân tích mức độ đóng góp của các yếu tố ảnh hưởng đến sự biến động đường cong lợi suất. Nghiên cứu cũng giải thích được sự biến động của lợi suất TPCP trong một số thời kỳ.

Zaja & cộng sự (2018) đã phân tích mối quan hệ giữa thị trường trái phiếu với các yếu tố vĩ mô tại Croatia, một nền kinh tế mở tương đối nhỏ. Nhóm tác giả sử dụng bộ dữ liệu hàng quý trong giai đoạn 2001 - 2017 và mô hình hồi quy tuyến tính để ước lượng. Nghiên cứu sử dụng bộ biến tương đối lớn với tổng cộng 19 biến, trong đó bao gồm 1 biến độc lập và 18 biến phụ thuộc chia làm 4 nhóm: biến kinh tế vĩ mô, biến tài chính, biến tài khóa và bộ biến chính trị và nhận định trước cuộc khủng hoảng kinh tế lợi suất trái phiếu Chính phủ chịu ảnh hưởng lớn từ các biến số vĩ mô và chính sách tài khóa, nhưng trong cuộc khủng hoảng, biến số tài chính và chính trị có tầm ảnh hưởng hơn.

Ngoài các bài viết phân tích trong phạm vi một quốc gia, có những nghiên cứu đã xem xét trên phạm vi nhiều quốc gia hơn bằng cách điều tra tác động của các biến số riêng lẻ đến lợi suất TPCP.

Inoguchi (2007) tìm câu trả lời cho hai câu hỏi: liệu lãi suất trái phiếu Chính phủ ở Hồng Kông, Singapore và Thái Lan tương quan với lãi suất trái phiếu Chính phủ Mỹ, và liệu trái phiếu ở các nước Châu Á này có bị ảnh hưởng do ADB phát hành trái phiếu ADB hay không. Tác giả sử dụng mô hình E-GARCH nhằm khắc phục các điểm yếu của Mô hình GARCH khi xử lý chuỗi dữ liệu tài chính thời gian và đã chứng minh rằng thực sự có mối tương quan giữa thị trường trái phiếu Châu Á và Mỹ và phát hành trái phiếu ADB tại một số nước có thể đóng góp vào sự phát triển của thị trường trái phiếu Châu Á.

Acatrinei (2017) đã nghiên cứu ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô đến lợi suất trái phiếu ở 12 nước Châu Âu trong khoảng thời gian từ tháng 01/2008 đến tháng 08/2017. Sử dụng mô hình VECM, nghiên cứu cho thấy (i) Bất kỳ sự thay đổi nào của lạm phát thực tế cũng chỉ dẫn đến sự thay đổi nhỏ của lợi suất TPCP, đồng nghĩa với việc giá trái phiếu gần như không thay đổi; (ii) Trái phiếu kỳ hạn ngắn nhạy cảm hơn trước đối với sự thay đổi chính sách tiền tệ so với trái phiếu kỳ hạn dài và (iii) Chính sách tiền tệ có tác động mạnh mẽ đến lợi suất TPCP.

Như vậy, các nghiên cứu trên thế giới đã kiểm tra tác động của các yếu tố kinh tế vĩ mô đến lợi suất trái phiếu Chính phủ (TPCP), tuy nhiên, có nhiều điểm chưa đồng nhất giữa các kết quả nghiên cứu. Bên cạnh đó, đa phần các bài nghiên cứu lựa chọn thị trường TPCP tại các quốc gia phát triển, nhưng có rất ít tác giả nghiên cứu về thị trường Việt Nam và các nghiên cứu chủ yếu tập trung vào đánh giá qui mô, phương thức hoạt động và các chủng loại TPCP mà chưa có nghiên cứu nào liên quan đến các nhân tố ảnh hưởng đến biến động lợi suất TPCP Việt Nam. Vì vậy, bài viết này tập trung nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến sự biến động lợi suất TPCP Việt Nam và đây là một trong những điều kiện then chốt đảm bảo thị trường TPCP Việt Nam hoạt động ổn định và phát triển.

### **3. Giới thiệu tổng quan về thị trường TPCP Việt Nam**

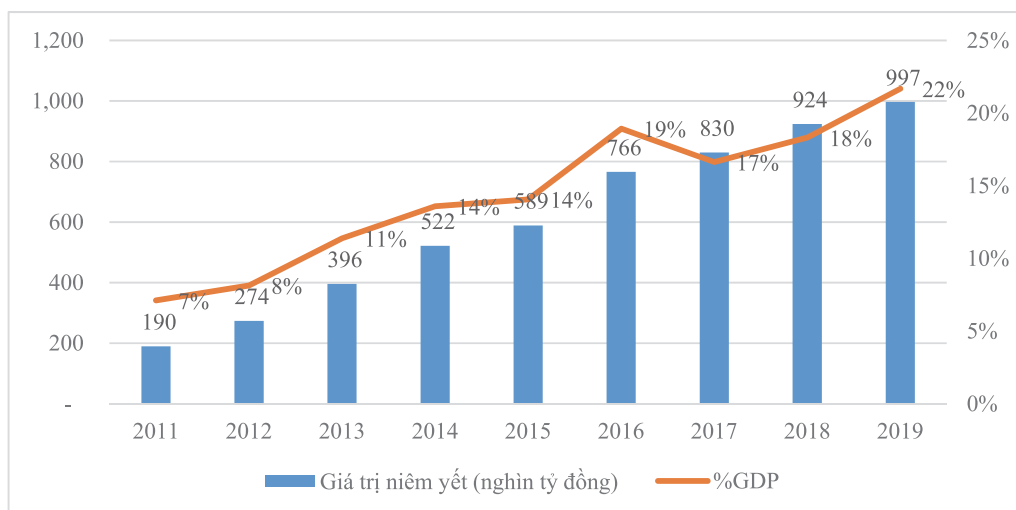
Thị trường TPCP Việt Nam bắt đầu hình thành từ những năm 1990 khi Chính phủ phát hành công trái xây dựng Tổ quốc. Đầu những năm 2000, đối tượng mua TPCP đã đa dạng hơn, tuy nhiên chủ yếu là sự tham gia của NHTM dưới hình thức bảo lãnh và bán lẻ. Trước

yêu cầu của phát triển kinh tế, đặc biệt là phát triển hệ thống tài chính đòi hỏi cần phải có thị trường vốn để huy động vốn dài hạn cho đầu tư phát triển kinh tế. Ngày 24/09/2009, thị trường TPCP chuyên biệt chính thức đi vào hoạt động tại Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội. Qua 10 năm hoạt động, thị trường TPCP Việt Nam đã có những bước phát triển mạnh mẽ, trở thành kênh huy động vốn hiệu quả cho đầu tư phát triển. Thị trường TPCP đã và đang đóng vai trò then chốt để phát triển thị trường trái phiếu, sản phẩm TPCP là công cụ đầu tư an toàn cho các nhà đầu tư (NHTM, hệ thống bảo hiểm, hệ thống các quỹ đầu tư,...).

Từ năm 2009 đến nay, kênh phát hành TPCP đã huy động được 1,96 triệu tỷ đồng cho NSNN, gấp hơn 40 lần so với giai đoạn 2000 - 2008. Đặc biệt trong giai đoạn 2015 - 2019, khối lượng phát hành TPCP bình quân đạt trên 230.000 tỷ đồng/năm, tăng 55% so với bình quân giai đoạn 2009 - 2014. Quy mô thị trường TPCP đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 27%/năm trong 10 năm qua, được đánh giá có mức tăng trưởng dẫn đầu các nền kinh tế mới nổi tại khu vực Đông Á, cũng như khu vực ASEAN + 3.

Năm 2009 dư nợ thị trường trái phiếu Việt Nam chỉ đạt 15% GDP trong đó TPCP chiếm 86%, tương đương với khoảng 12.9% GDP. Tính đến 31/12/2019, giá trị niêm yết TPCP Việt Nam đạt 1,155 nghìn tỷ đồng (trong đó gồm 997 nghìn tỷ đồng TPCP và 138 nghìn tỷ đồng TPCP bảo lãnh), tương đương khoảng 25,1% GDP, gấp khoảng 7 lần so với năm 2009 (trong đó TPCP chiếm 22% GDP).

Đơn vị: tỷ đồng

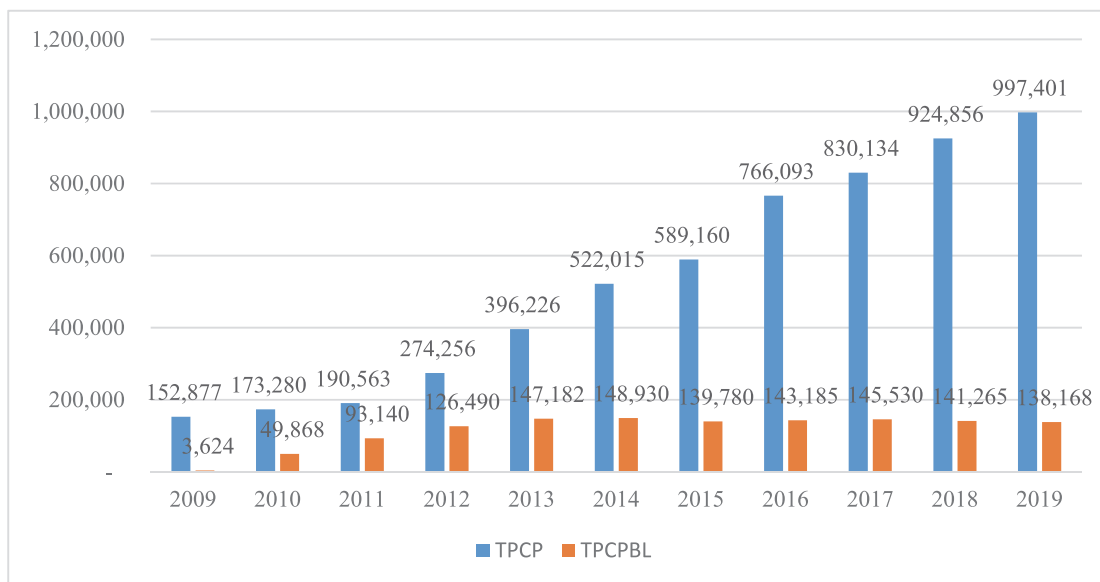


**Hình 1. Quy mô niêm yết TPCP so với GDP**

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp

Đồng thời, với việc tập trung phát hành các kỳ hạn dài từ năm 2015 đến nay, kỳ hạn phát hành bình quân TPCP đang ở mức kỷ lục 13,6 năm vào cuối tháng 11/2019, cao hơn 9 - 10 năm so với giai đoạn 2009 - 2014. Việc nhà đầu tư trên thị trường tập trung vào các trái phiếu có kỳ hạn ngắn (2 - 3 năm) trong giai đoạn 2009 - 2014 là do lo ngại sự bất ổn của nền kinh

tế trong dài hạn hoặc cũng có thể các NHTM chỉ coi đây là kênh đầu tư tạm thời, trong khi chờ thị trường tín dụng phục hồi.



**Hình 2. Qui mô niêm yết thị trường TPCP Việt Nam 2009 - 2019**

*Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp*

Song hành cùng với kỳ hạn phát hành bình quân tăng lên thì lãi suất phát hành giai đoạn 2015 - 2019 tiếp tục duy trì ở mức thấp nhất trong vòng 10 năm, bình quân ở mức 4,58%/năm, thấp hơn 6,4% - 7%/năm so với giai đoạn 2009 - 2014. Nhờ đó, đã tạo điều kiện cho Chính phủ tăng vay nợ tại thị trường trong nước, giảm vay nợ nước ngoài, danh mục nợ công ngày càng bền vững.

#### **4. Phương pháp nghiên cứu và mô hình nghiên cứu**

Bài viết sử dụng mô hình hồi quy OLS để ước lượng ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô tới lợi suất TPCP với công thức tổng quát của mô hình hồi quy OLS như sau:

$$vn5yr = B0 + B1*cpimom + B2*mm + B3*us5yr + B4*balancetrade + B5*lnfx + B6*statebudgetytd$$

Trong đó:

*Biến phụ thuộc*

*vn5yr*: nghiên cứu sử dụng lợi suất TPCP Việt Nam kì hạn 05 năm phản ánh triển vọng của một chu kỳ kinh tế. Biến phụ thuộc được thu thập vào phiên giao dịch cuối cùng trong tháng trên thị trường thứ cấp. Đây là giá trị chào mua/chào bán trung bình của các chủ thể tạo lập thị trường trên Hiệp hội thị trường trái phiếu Việt Nam<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Năm 2019, có 15 nhà tạo lập thị trường gồm 12 ngân hàng và 3 công ty chứng khoán, tuy nhiên nghĩa vụ chào giá chỉ thuộc về 12 ngân hàng.

## *Biến độc lập*

Các biến độc lập trong mô hình bao gồm: tỷ lệ lạm phát, Ngân sách Nhà nước, cán cân thương mại, tỷ giá VND/USD, lãi suất liên ngân hàng, lợi suất TPCP Mỹ cùng kỳ hạn 05 năm. Trong đó, ba biến đầu tiên được lấy từ nguồn thông tin của cơ quan Chính phủ Việt Nam; biến tỷ giá VND/USD được lấy vào phiên giao dịch cuối cùng trên thị trường ngoại hối; lãi suất thị trường liên ngân hàng kỳ hạn 1 tháng tại phiên giao dịch cuối tháng được sử dụng - nguồn lãi suất chủ yếu được coi là chi phí vay vốn để đầu tư trái phiếu. Biến lợi suất TPCP Mỹ được thu thập tại trang web chính thức của Chính phủ Mỹ (<https://home.treasury.gov/>).

*Cpimom* phản ánh tỷ lệ lạm phát theo tháng của Việt Nam. Lạm phát là yếu tố thường xuyên được đưa vào nghiên cứu khi đánh giá tác động của các yếu tố vĩ mô. Phần lớn, các nghiên cứu chỉ ra lạm phát có tác động cùng chiều đến sự biến động của lợi suất TPCP (Cherif & Kamoun, 2007; Agnihotri, 2015; Santosa & Sihombing, 2015). Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu của Dewachter & cộng sự (2006) lại không đưa ra kết quả tương tự, trong bài nghiên cứu tác giả kết luận biến lạm phát không có tác động đến lợi suất TPCP. Do đó, trong nghiên cứu tại thị trường TPCP Việt Nam, các tác giả lựa chọn đây là một giả định để kiểm định và dự đoán rằng chỉ số lạm phát tăng lên cũng sẽ khiến lợi suất TPCP tăng theo và ngược lại.

*Statebudgetetytd* phản ánh cán cân Ngân sách Nhà nước. *Statebudgetetytd* giá trị dương biểu thị thặng dư ngân sách và giá trị âm thể hiện thâm hụt ngân sách. Nghiên cứu của Poterba & Rueben (2001) đã chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa gia tăng thâm hụt ngân sách và lợi suất trái phiếu Chính phủ. Perović (2015) cũng cho rằng thâm hụt ngân sách có mối tương quan cùng chiều tới lợi suất TPCP tại 10 quốc gia Trung và Đông Âu. Bên cạnh đó, hàng loạt nghiên cứu khác cho kết quả tương tự như Gruber & Kamin (2012); Poghosyan (2014); Sibbertsen & cộng sự (2014) và Hsing (2015). Tuy nhiên, trên thực tế vẫn tồn tại tình huống trái chiều như tại Nhật Bản, lợi suất danh nghĩa của trái phiếu chính phủ Nhật Bản (JGBs,) ở mức cực thấp kể từ giữa những năm 1990 mặc dù đất nước này đã thường xuyên bị thâm hụt tài khóa (Akram & Das, 2014). Trong bài viết này, nhóm tác giả kỳ vọng dấu âm cho mối quan hệ giữa biến *statebudgetetytd* và *vn5yr*, nghĩa là khi thâm hụt ngân sách thì Chính phủ sẽ tài trợ bằng cách gia tăng phát hành trái phiếu và khiến lợi suất trái phiếu tăng.

*Balancetrade* phản ánh cán cân thương mại của Việt Nam theo tháng. Khi cán cân thương mại thặng dư sẽ làm giảm áp lực lên tỷ giá, qua đó gián tiếp làm giảm lợi suất TPCP. Bài viết kỳ vọng kiểm định mối tương quan ngược chiều giữa cán cân thương mại và lợi suất TPCP (Batra & Beladi, 2010).

*Lnfx* phản ánh tỷ giá VND/USD vào phiên giao dịch cuối tháng dưới dạng logarit. Có nhiều ý kiến khác nhau về ảnh hưởng của tỷ giá tới lợi suất TPCP. Một số nghiên cứu trước đây đã chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ giá hối đoái và lợi suất trái phiếu (Santosa & Sihombing, 2015; Yieand & Chen, 2019), trong khi Agnihotri (2015) lại cho kết quả ngược



lại. Trong bài nghiên cứu này các tác giả đưa ra giả thiết đối với biến  $Lnfx$  là khi tỷ giá USD/VND tăng lên sẽ khiến lợi suất TPCP tăng theo.

*Mm* phản ánh lãi suất liên ngân hàng kì hạn 1 tháng vào ngày giao dịch cuối tháng. Nghiên cứu của Agnihotri (2015) đã chỉ ra lãi suất liên ngân hàng có ảnh hưởng cùng chiều đáng kể tới lợi suất TPCP. Kết luận tương tự với nghiên cứu của Santosa & Sihombing (2015), Cherif & Kamoun (2007) và Akram & Das (2019). Ngược lại, nghiên cứu của Kluza & Sławiński (2002) không tìm ra mối liên hệ giữa lãi suất liên ngân hàng và lợi suất TPCP. Lãi suất liên ngân hàng được xem là chi phí vốn cho các nhà đầu tư (đặc biệt là các ngân hàng thương mại) khi mua TPCP. Do đó, tại thị trường Việt Nam, nghiên cứu cũng đưa ra giả định lợi suất TPCP sẽ giảm khi được hỗ trợ từ nguồn cung tiền dồi dào hơn - lãi suất liên ngân hàng giảm.

*Us5yr* phản ánh lợi suất TPCP Mỹ kì hạn 5 năm. Có rất ít nghiên cứu kiểm định ảnh hưởng của lợi suất TPCP tại Mỹ hoặc các nước phát triển tới lợi suất TPCP nội địa (Batten & cộng sự, 2006 và Inoguchi, 2007). Tuy nhiên, trong nghiên cứu của mình, Inoguchi (2007) đã chỉ ra lợi suất TPCP của các quốc gia Châu Á như Hồng Kông, Singapore và Thái Lan chịu tác động cùng chiều với lợi suất trái phiếu Chính phủ Hoa Kỳ. Mặc dù nhỏ hơn về quy mô nhưng cấu trúc tỷ trọng trái phiếu Chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam khá tương đồng với các nước Châu Á. Cụ thể, tỷ trọng TPCP vẫn chiếm tỷ lệ lớn. Hsing (2015) cũng có kết quả tương tự khi nghiên cứu tại Tây Ban Nha. Vì vậy, bài nghiên cứu sử dụng biến lợi suất trái phiếu Chính phủ Mỹ cùng kỳ hạn để đánh giá tác động đến lợi suất TPCP Việt Nam. Giả thiết khi lợi suất trái phiếu Mỹ giảm, lợi suất TPCP Việt Nam cũng giảm theo.

**Bảng 1. Bảng kỳ vọng dấu các biến phụ thuộc**

<b>Biến phụ thuộc</b>	<b>Kỳ vọng dấu</b>
cpimom	+
statebudgetytd	-
balancetrade	-
$Lnfx$	+
<i>Mm</i>	+
<i>us5yr</i>	+

*Nguồn: Các tác giả tổng hợp*

#### *Nguồn dữ liệu*

Cơ sở dữ liệu được xử lý từ bộ dữ liệu thu được về tỷ lệ lạm phát, cán cân thương mại, tỷ giá VND/USD, lãi suất liên ngân hàng, ngân sách Nhà nước, lợi suất TPCP Mỹ và lợi suất TPCP Việt Nam kỳ hạn 05 năm từ nguồn công bố của các cơ quan Nhà nước như Tổng cục Thống kê, Tổng cục Hải quan, Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia, Bộ Tài chính và dữ liệu giao dịch của các nhà tạo lập thị trường, giá chào mua/chào bán trong giai đoạn tháng 01/2012 - tháng 12/2019.

Các dữ liệu được lấy theo tháng trong khoảng thời gian trên. Như vậy, nghiên cứu có tổng cộng 96 quan sát, đủ để ước lượng một mô hình tin cậy. Quá trình phân tích dữ liệu liên quan đến tổng hợp dữ liệu, sàng lọc, mô tả số liệu, đánh giá độ tin cậy và kiểm tra độ tương quan sẽ được thực hiện. Bài viết sử dụng phần mềm Stata để thực hiện mô hình hồi quy tuyến tính OLS.

## 5. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

### 5.1 Phân tích mô tả số liệu

Bảng 2 trình bày số liệu thống kê mô tả tất cả các biến được sử dụng trong mô hình nghiên cứu.

**Bảng 2. Bảng mô tả chi tiết các biến**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
vn5yr	96	0,0616	0,0225	0,0191	0,1213
cpimom	96	0,0419	0,0305	0	0,1727
mm	96	0,0398	0,0199	0,0127	0,1322
us5yr	96	0,0161	0,0060	0,0059	0,0298
balancetrade	96	0,2537	0,8964	-2,0400	3,4300
lnfx	96	10,0037	0,0402	9,9456	10,0637
statebudgetytd	96	-46,6695	79,6958	-195,4000	262,7000

*Nguồn: Kết quả từ kiểm định qua phần mềm Stata*

Bảng 2 cho thấy, lợi suất TPCP kì hạn 05 năm tại Việt Nam có giá trị trong khoảng (0,01909; 0,1213) tương đương với (1,909%; 12,13%). Trong tất cả các quan sát, biến vn5yr có mức trung bình là 0,06 nghĩa là trung bình lợi suất TPCP kỳ hạn 05 năm tại Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2012 đến 2019 khoảng 6%. Lạm phát là một biến độc lập quan trọng để giải thích biến phụ thuộc. Trong trường hợp này, lạm phát có giá trị từ 0 đến 0,1727; nghĩa là có thời điểm tỷ lệ lạm phát ở Việt Nam đã lên tới con số 17,27% trong giai đoạn 2012 - 2019. Tuy nhiên, giá trị trung bình của biến lạm phát vẫn ở mức phù hợp với quốc gia như Việt Nam là 4,19%. Trong giai đoạn nghiên cứu, giá trị của biến ngân sách nhà nước nằm trong khoảng (-195,4; 262,7) và tính trung bình vẫn cho kết quả thâm hụt ngân sách là -46,67 nghìn tỷ đồng. Trong giai đoạn 2012 - 2019, trung bình Việt Nam đã thặng dư cán cân thương mại với khoảng 2,536979 tỷ USD/tháng. Giá trị xuất siêu lớn nhất là 3,43 tỷ USD/tháng và nhập siêu lớn nhất là 2,04 nghìn tỷ USD/tháng. Tỷ giá VND/USD được mã hóa dưới dạng logarit, biến lnfx có giá trị trong khoảng (9,945589; 10,06369) tương đương với (20.860; 23.475). Giá trị trung bình ở mức 10,00366 tương đương với mức 22.107 VND đổi 1 USD. Lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 1 tháng được xem như chi phí vốn cho khoản đầu tư vào TPCP, do đó đây là biến độc lập rất quan trọng. Giá trị của biến quan sát nằm trong khoảng (0,01267; 0,13221)

tương đương với (1,267%; 13,221%). Tuy nhiên, phần lớn trong giai đoạn 2012 - 2019 lãi suất liên ngân hàng được duy trì ở mức thấp bởi giá trị trung bình của biến này chỉ ở mức khoảng 1,99%. Là quốc gia phát triển và thị trường tài chính ổn định trong thập kỉ gần đây, lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 05 năm tương đối thấp với giá trị lớn nhất chỉ ở mức 2,98% và thấp nhất đạt 0,59% - thấp hơn rất nhiều so với lợi suất TPCP cùng kỳ hạn tại Việt Nam.

## 5.2 Kiểm định tác động của các biến

**Bảng 3. Môi quan hệ tương quan giữa các biến**

	vn5yr	cpimom	mm	us5yr	lnfx	statebudget	balancetrade
vn5yr	1,0000						
cpimom	0,6591	1,0000					
mm	0,6426	0,6871	1,0000				
us5yr	-0,7450	-0,3665	-0,3993	1,0000			
lnfx	-0,8679	-0,5124	-0,4015	0,7335	1,0000		
statebudgetytd	-0,3943	-0,0302	-0,0109	0,2763	0,3628	1,0000	
balancetrade	-0,2465	-0,1447	0,1254	0,1382	0,2344	0,1561	1,0000

*Nguồn: Kết quả mô hình sử dụng phần mềm Stata*

Nhìn vào Bảng 3 ta nhận thấy có thể chia các biến giải thích thành 2 nhóm. Nhóm 1 bao gồm us5yr, balancetrade, lnfx và statebudgetytd và đây là những biến có tác động ngược chiều với biến được giải thích. Nói cách khác, khi các biến này tăng lên sẽ làm giảm giá trị của biến vn5yr. Nhóm 2 bao gồm các biến còn lại như cpimom và mm. Đây là những biến có tác động cùng chiều với biến được giải thích, trong đó khi các biến này tăng lên thì giá trị của biến vn5yr cũng tăng và ngược lại.

Đáng chú ý, các biến đều có tương quan mạnh tới biến vn5yr, đặc biệt là biến lnfx, us5yr, cpimom và mm. Nói cách khác, tỷ giá, lợi suất trái phiếu Chính phủ Mỹ kỳ hạn 05 năm, chỉ số lạm phát và lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 01 tháng có ảnh hưởng mạnh tới sự biến động lãi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam. Ngược lại, cán cân thương mại và NSNN có tác động ít hơn tới lợi suất TPCP kỳ hạn 05 năm tại Việt Nam.

## 5.3 Các kiểm định trong mô hình

### 5.3.1 Kiểm định vấn đề sai số

Mặc dù mô hình tồn tại hiện tượng phương sai thay đổi vẫn cho các hệ số ước lượng tin cậy, nhưng các sai số chuẩn của hệ số không còn là nhỏ nhất, do đó các sai số chuẩn này là các giá trị thống kê giảm hoặc không còn ý nghĩa thống kê.

Có nhiều phương pháp xử lý phương sai sai số thay đổi như hồi quy theo log, phương pháp bình phương nhỏ nhất có trọng số (Weighted Least Squares-wls), phương pháp ước

lượng điều chỉnh sai số chuẩn (Robust Standard Errors). Cụ thể, phương pháp hồi quy theo log đơn giản là các biến đưa vào mô hình ở dưới dạng  $\log(X_i)$ . Trong 3 phương pháp trên, phương pháp ước lượng điều chỉnh sai số chuẩn được sử dụng phổ biến nhất.

Việc tiến hành chạy Robust sẽ đưa các sai số này về giá trị thật của nó. Phương pháp này thực chất không phải để khắc phục phương sai sai số thay đổi mà để các kiểm định đáng tin cậy hơn. Trong mô hình ước lượng có hiện tượng phương sai của phần dư thay đổi thì các tham số của mô hình vẫn là ước lượng không chệch (nếu các giả thiết khác vẫn đảm bảo), chỉ có phương sai của các hệ số ước lượng và hiệp phương sai giữa các tham số ước lượng bị chệch. Do đó, White (1980) đề xuất phương pháp "Robust Standard Errors" giữ nguyên các giá trị ước lượng của các tham số của phương pháp OLS, chỉ ước lượng lại phương sai. Do đó, sau khi chạy Robust mô hình vẫn mắc bệnh phương sai sai số thay đổi. Tuy nhiên, bằng việc thực hiện Robust không làm ảnh hưởng đến kết quả của mô hình và kiểm định vẫn tin cậy được. Cụ thể:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \text{Mô hình có phương sai sai số thuần nhất} \\ H_1: \text{Mô hình có phương sai sai số thay đổi} \end{array} \right.$$

**Bảng 4. Kết quả kiểm định mô hình Robust**

*Number of obs = 96*

*F (6,89) = 280,39*

*Prob > F = 0,0000*

*R-squared = 0,8984*

*Root MSE = 0,00741*

vn5yr	Robust					
	Coef,	Std, Err,	T	P>[t]	[95% Conf, Interval]	
cpimom	0,1091	0,0435	2,51	0,014	0,0226	0,1955
mm	0,3092	0,0524	5,90	0,000	0,2051	0,4133
us5yr	-0,6469	0,1977	-3,27	0,002	-1,0397	-0,2541
lnfx	-0,274	0,0395	-6,94	0,000	-0,3527	-0,1956
statebudgettytd	-0,000046	0,0000	-3,40	0,001	-0,0000	-0,0000
balancetrade	-0,0007	0,0008	-0,88	0,384	-0,0022	0,0009
_cons	2,7958	0,3940	7,10	0,000	2,0130	3,5786

Whitetst

White's general test statistic: 47,03434 Chi-sq(27) P-value = 0,0098

*Nguồn: Kết quả kiểm định theo phần mềm Stata*

Mô hình có mức ý nghĩa  $p\text{-value} = 0,0098 < 0,1$  nên có thể bác bỏ giả thiết  $H_0$ , chấp nhận giả thiết  $H_1$ , hay nói cách khác, mô hình vẫn mắc bệnh phương sai sai số thay đổi.

### 5.3.2 Kiểm định thiếu biến

Kiểm định này nhằm mục đích kiểm tra mô hình có thiếu biến độc lập để giải thích cho biến  $vn5yr$  hay không. Đây là một kiểm định quan trọng để xem chất lượng của mô hình hay kết quả mô hình có đáng tin cậy hay không.

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \text{Mô hình không thiếu biến} \\ H_1: \text{Mô hình thiếu biến} \end{array} \right.$$

Sử dụng lệnh estat ovtest để kiểm định, kết quả cho giá trị  $p\text{-value} = 0,3207$ , hay ở mức ý nghĩa 32%, nên không thể bác bỏ giả thiết  $H_0$ . Kiểm định cho thấy các biến độc lập trong mô hình giải thích được sự thay đổi của biến phụ thuộc  $vn5yr$  và không rơi vào trường hợp mô hình bỏ sót biến.

### Kiểm tra vấn đề đa cộng tuyến

Sử dụng lệnh vif để kiểm định đa cộng tuyến, Nếu vif lớn hơn 9 thì sẽ có hiện tượng đa cộng tuyến.

**Bảng 5. Kết quả kiểm định đa cộng tuyến**

vif		
Variable	VIF	1/VIF
lnfx	2,86	0,3491
us5yr	2,29	0,4363
cpimom	2,24	0,4459
mm	2,03	0,4933
statebudgettytd	1,22	0,8221
balancetrade	1,07	0,9331
Mean VIF	1,95	

*Nguồn: Kết quả kiểm định theo phần mềm Stata*

Kết quả Bảng 5 cho thấy, các chỉ số vif ở mức thấp cao nhất là 2,86 nhỏ hơn 9. Vì vậy, mô hình được cho là phù hợp, các biến không mắc phải vấn đề đa cộng tuyến.

Kết quả kiểm định mô hình cho hệ số xác định  $R^2 = 89,84\%$  thể hiện mức độ phù hợp của hàm hồi quy mẫu là rất tốt. Ngoài ra, giá trị của  $R^2$  còn cho biết 89,84% lợi suất TPCP Việt Nam kỳ hạn 05 năm có thể được giải thích từ các biến được chọn. Chỉ số này biểu thị mô hình tốt. Với độ tin cậy là 5%, ta xét  $p\text{-value}$ , nếu  $< 5\%$  thì bác bỏ  $H_0$ , nghĩa là biến đó có ý nghĩa đến biến  $vn5yr$  và ngược lại.

**Bảng 6. Kết quả kiểm định các yếu tố ảnh hưởng đến lợi suất TPCP Việt Nam***Number of obs = 96**F (6, 89) = 280,39**Prob > F = 0,0000**R-squared = 0,8984**Root MSE = 0,00741*

vn5yr	Robust					
	Coef,	Std, Err,	T	P>[t]	[95% Conf, Interval]	
cpimom	0,1091(*)	0,0435	2,51	0,014	0,0226	0,1955
mm	0,3092(*)	0,0524	5,90	0,000	0,2051	0,4133
us5yr	-0,6469(*)	0,1977	-3,27	0,002	-1,0397	-0,2541
lnfx	-0,2742(*)	0,0395	-6,94	0,000	-0,3527	-0,1956
statebudgetytd	-0,000046(*)	0,0000	-3,40	0,001	-0,0000	-0,0000
balancetrade	-0,0007	0,0008	-0,88	0,384	-0,0022	0,0009
_cons	2,7958 (*)	0,3940	7,10	0,000	2,0130	3,5786

*Ghi chú: (\*) phản ánh mức ý nghĩa < 5%**Nguồn: Kết quả mô hình sử dụng phần mềm Stata*

Mô hình hồi quy:

$$\text{vn5yr} = 2,79583 + 0,1091*\text{cpimom} + 0,3092*\text{mm} - 0,6469*\text{us5yr} - 0,2742*\text{lnfx} - 0,000046*\text{statebudgetytd}$$

Kết quả chạy mô hình cho thấy, hầu hết các biến đưa vào mô hình đều có ý nghĩa ngoại trừ biến balancetrade (p-value 0,384). Tuy nhiên, nhóm tác giả không quá kỳ vọng tác động của biến balancetrade lên biến vn5yr, bởi vì biến này không ảnh hưởng trực tiếp đến vn5yr. Kết quả kiểm định cho thấy, tỷ lệ lạm phát, lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 01 tháng, tỷ giá VND/USD, cán cân ngân sách nhà nước và lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 05 năm đều có ý nghĩa tác động đến lợi suất TPCP Việt Nam. Như vậy, điều này phù hợp với các nghiên cứu trước đó.

Hệ số hồi quy dương phản ánh tác động cùng chiều đến lợi suất TPCP kỳ hạn 05 năm tại Việt Nam. Điều này có nghĩa rằng, giá trị các biến này càng tăng thì lợi suất TPCP kỳ hạn 05 năm tại Việt Nam càng lớn. Ngược lại, các biến có hệ số hồi quy âm thì giá trị biến càng tăng, lợi suất TPCP Việt Nam càng giảm.

**Bảng 7. Tổng hợp tác động của các yếu tố đến lợi suất TPCP Việt Nam trước và sau khi ước lượng mô hình**

<b>Biến</b>	<b>Dự đoán</b>	<b>Kết quả kiểm định</b>
cpimom	+	+
mm	+	+
us5yr	+	-
lnfx	+	-
statebudgettyd	-	-
balancetrade	-	Không có ý nghĩa
Mean VIF	1,95	

*Nguồn: Nhóm nghiên cứu tổng hợp*

Chỉ số lạm phát có mối tương quan cùng chiều tới lợi suất TPCP kỳ hạn 05 năm tại Việt Nam, nghĩa là khi lạm phát tăng, lợi suất TPCP Việt Nam cũng tăng theo. Khi lạm phát tăng 1% thì lợi suất TPCP Việt Nam kỳ hạn 05 năm sẽ tăng 0,11%. Nói cách khác, khi lạm phát càng cao thì lợi suất trái phiếu càng cao. Kết quả này đã được chứng minh trong rất nhiều nghiên cứu trước đây (Acatrinei, 2017; Cherif & Kamoun, 2007; Agnihotri, 2015; Santosa & Sihombing, 2015). Như đã phân tích ở nội dung trước, khi lạm phát gia tăng sẽ làm mức lãi suất cũng tăng theo để đảm bảo lãi suất thực dương. Nói cách khác, nhà đầu tư sẽ yêu cầu mức lãi suất cao hơn để bù đắp rủi ro lạm phát. Điều này giải thích được trong mẫu số liệu nghiên cứu những năm ngay sau khủng hoảng (cuộc khủng hoảng kinh tế 2008), lợi suất TPCP Việt Nam cao hơn rất nhiều so với những năm gần đây, bởi vì tỷ lệ lạm phát vào thời điểm đó cũng ở mức rất cao.

*Mm*: biến lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 01 tháng cũng có tác động cùng chiều với lợi suất TPCP Việt Nam kỳ hạn 05 năm. Kết quả này trùng khớp với giả thuyết đưa ra và đã được chứng minh trong nhiều nghiên cứu (Agnihotri, 2015; Akram & Das, 2017; Santosa & Sihombing, 2015; Cherif & Kamoun, 2007). Kết quả cho thấy, khi lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 1 tháng tăng 1% thì lợi suất TPCP kỳ hạn 05 năm sẽ tăng 0,31% - đây là mức ảnh hưởng đáng kể.

Tại thị trường Việt Nam, số nhà đầu tư là NHTM tham gia vào thị trường TPCP luôn chiếm khoảng 50% trong cơ cấu nhà đầu tư. Trong đó, khi đầu tư vào TPCP, các ngân hàng sử dụng lãi suất cho vay trên thị trường liên ngân hàng làm chi phí đầu vào. Tùy thuộc vào cơ chế quản trị rủi ro của từng ngân hàng mà việc sử dụng lãi suất kỳ hạn nào làm chi phí vốn sẽ được quyết định. Thông thường, lãi suất liên ngân hàng được niêm yết các kỳ hạn qua đêm, một tuần, hai tuần, ba tuần, một tháng, hai tháng, ba tháng và sáu tháng. Các ngân hàng đi vay lẫn nhau trên thị trường tiền tệ, trong đó, bên thiếu nguồn sẽ đóng vai trò là người đi vay, bên dư nguồn đóng vai trò là người cho vay. Trong thời kỳ thanh khoản hệ thống liên ngân hàng kém dồi dào, các kỳ hạn ngắn như kỳ hạn qua đêm, một tuần, hai tuần có thể không được yết giá. Do đó, khi đầu tư vào TPCP, thông thường các ngân hàng sử dụng chi phí vốn là lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 01 tháng để đảm bảo tính ổn định.

Ngoài ra, thị trường liên ngân hàng còn là nguồn cung tiền cho các nhà đầu tư khác như các quỹ đầu tư, công ty chứng khoán, công ty bảo hiểm... Tất nhiên, các đối tượng nhà đầu tư này không được vay trực tiếp như các NHTM với nhau mà phải chịu chi phí cao hơn, Thậm chí, với tùy từng ngân hàng có mức xếp hạng tín nhiệm khác nhau mà chi phí đi vay tại cùng một ngân hàng cho cùng một kỳ hạn tại cùng một thời điểm có thể khác nhau. Khi chi phí vốn cho khoản đầu tư vào TPCP thấp hơn lợi suất TPCP tại thời điểm đó, nhà đầu tư thu được phần chênh lệch lợi nhuận - thuật ngữ gọi là “carry trade”.

*Statebudgettytd*: trùng với giả thuyết ban đầu, biến cân cân Ngân sách Nhà nước có quan hệ ngược chiều với lợi suất TPCP, nghĩa là khi cân cân Ngân sách Nhà nước thặng dư (biến *statebudgettytd* mang dấu dương) thì lợi suất TPCP giảm và ngược lại. Như đã đề cập, kết quả này đã được chứng minh trong rất nhiều nghiên cứu trước. Gruber & Kamin (2012) đã chỉ ra thâm hụt ngân sách tại Mỹ có thể làm lợi suất TPCP Mỹ tăng 60 điểm cơ bản (tương đương 0,6%). Nghiên cứu của Akram & Das (2014) cũng chỉ ra áp lực từ thâm hụt ngân sách nhà nước ảnh hưởng đến lợi suất TPCP Nhật Bản. Tuy nhiên, trong bài viết này, mức độ ảnh hưởng của của thâm hụt ngân sách tới lợi suất TPCP Việt Nam nhỏ hơn. Khi ngân sách thâm hụt/ thặng dư 1 nghìn tỷ đồng sẽ dẫn đến lợi suất TPCP tăng/giảm 0,000046%.

*Us5yr*: trái với giả thuyết ban đầu, lợi suất TPCP Mỹ có tác động ngược chiều khá lớn tới lợi suất TPCP Việt Nam cùng kỳ hạn. Khi lợi suất TPCP Mỹ tăng 1% thì lợi suất TPCP Việt Nam sẽ giảm 0,6469157%. Lý giải cho kết quả này, nhóm tác giả cho rằng tình huống này có thể xảy ra trong bối cảnh thế giới biến động bất ổn. Trong tình huống này, vàng và đô la Mỹ trở thành kênh trú ẩn an toàn và có tính thanh khoản cao. Tuy nhiên khi vàng và đô la Mỹ đã bớt nóng, dòng tiền đổ xô tìm kênh trú ẩn an toàn khác - trái phiếu kho bạc Mỹ. Các nhà đầu tư sẵn sàng chấp nhận lãi suất thấp để sở hữu tài sản an toàn này. Điều này khiến lợi suất TPCP Mỹ liên tục giảm. Trong khi đó, dòng tiền ra khỏi các thị trường bất ổn hoặc thị trường mới nổi như Việt Nam hay các quốc gia khác sẽ khiến lợi suất TPCP ở các quốc gia này tăng lên trong bối cảnh nhà đầu tư nước ngoài liên tục bán ròng và nhu cầu mua khan hiếm.

*Lnfx*: đây là một trong 02 biến có kết quả ngược với dự đoán, biến tỷ giá là phát hiện khá gây ngạc nhiên. Theo giả thiết, kỳ vọng khi tỷ giá USD/VND tăng lên sẽ khiến lợi suất TPCP tăng theo do áp lực lên lãi suất thị trường liên ngân hàng (nguồn chi phí vốn cho các khoản đầu tư TPCP). Tuy nhiên, nghiên cứu của Gadanez & cộng sự (2014) đã lý giải cho sự tác động ngược chiều so với kỳ vọng của biến tỷ giá USD/VND. Nhóm tác giả chỉ ra hướng của mối quan hệ giữa lợi suất trái phiếu đồng nội tệ và tỷ giá hối đoái có thể chạy theo cả hai hướng. Nguyên nhân xuất phát từ việc nhóm nhà đầu tư nước ngoài có thể đã thay đổi xu hướng nắm giữ trái phiếu liên tục, có thể từ thị trường này sang thị trường khác hoặc thay đổi theo thời gian.

Trong thời kỳ hỗn loạn của thị trường, chi phí phòng ngừa rủi ro tỷ giá có xu hướng tăng lên, điều này có thể khiến các nhà đầu tư nước ngoài nới lỏng vị thế trái phiếu của họ bằng cách bán ra và tăng lãi suất trái phiếu nội tệ. Một quan điểm khác cho rằng, những thay đổi của lợi suất trái phiếu thúc đẩy biến động của tỷ giá hối đoái từ các nhà đầu tư nước ngoài điều chỉnh phòng ngừa rủi ro ngoại hối của họ dựa trên hiệu suất trái phiếu. Để làm rõ ý kiến



này, đối chiếu với thị trường Việt Nam, nhóm tác giả cho rằng biến động ngược chiều của tỷ giá và lợi suất trái phiếu có thể xảy ra trong giai đoạn lợi suất trái phiếu giảm, nhà đầu tư nước ngoài tranh thủ bán ra để bù đắp thua lỗ từ phần đầu tư ngoại hối. Hoặc khi khoản đầu tư vào một thị trường khác thua lỗ, nhà đầu tư nước ngoài (đặc biệt là các quỹ và công ty bảo hiểm) phải tìm kiếm nguồn lợi nhuận từ thị trường khác, một trong các phương án là bán trái phiếu tại những thị trường còn thanh khoản tốt mà không phụ thuộc vào tỷ giá tại thời điểm đó như thế nào. Sự biến động của tỷ giá hối đoái làm tăng rủi ro tỷ giá của khoản đầu tư khi các nhà đầu tư nước ngoài chuyển đổi đồng tiền trở lại (Agnihotri, 2015). Cuối cùng, thực chất tỷ giá chịu ảnh hưởng rất nhiều từ các chính sách của Nhà nước trong từng thời kỳ, đặc biệt khi Việt Nam có sự thay đổi phương pháp xác định tỷ giá trung tâm và chính sách tỷ giá trước và sau năm 2015. Trong giai đoạn 2012 - 2014, tỷ giá VND/USD ở quanh mức 20,860 - 21,580 và là giai đoạn tỷ giá thấp nhất trong mẫu nghiên cứu. Tuy nhiên, lợi suất TPCP Việt Nam trong thời kỳ đó lại ở mức cao nhất trong khoảng 5,073% - 12,128%.

## 6. Kết luận

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy lợi suất TPCP Việt Nam phụ thuộc khá lớn vào lãi suất liên ngân hàng, tỷ giá USD/VND liên ngân hàng và lợi suất TPCP Mỹ. Chỉ số lạm phát và Ngân sách Nhà nước cũng có ảnh hưởng tới lợi suất TPCP Việt Nam nhưng ở mức độ nhỏ hơn, trong khi đó, biến cân cân thương mại không có ảnh hưởng tới sự biến động của lợi suất TPCP. Do đó, có thể thấy, hành vi đầu tư TPCP trên thị trường Việt Nam sẽ chịu tác động lớn từ các chính sách tiền tệ của Nhà nước thông qua ảnh hưởng tới lãi suất liên ngân hàng và tỷ giá. Cùng với đó, Việt Nam được xếp vào nền kinh tế mới nổi - dễ chịu ảnh hưởng từ các biến động chính trị trên thế giới, do đó, các chính sách điều hành kinh tế của Mỹ cũng có ảnh hưởng nhất định đến nền kinh tế Việt Nam. Các tác giả đã tập trung một số giải pháp phát triển thị trường TPCP trong bối cảnh mới, với mục tiêu phát triển kinh tế vĩ mô nói chung và thị trường tài chính nói riêng.

### Tài liệu tham khảo

- Acatrinei, M. (2017), "Macroeconomic fundamentals and latent factor of the EU yield curve", Financial Stability Report, [https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/financial\\_stability/financial\\_stability\\_report\\_december2017\\_7\\_macro\\_economic\\_fundamentals\\_and\\_latent\\_factor\\_of\\_the\\_eu\\_yield\\_curve.pdf](https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/financial_stability/financial_stability_report_december2017_7_macro_economic_fundamentals_and_latent_factor_of_the_eu_yield_curve.pdf), truy cập ngày 19/04/2020.
- Agnihotri, A. (2015), "Study of various factors affecting return in bond market - a case of India", [https://apps.aima.in/ejournal\\_new/articlesPDF/10%20Dr.%20Anurag%20Agnihotri.pdf](https://apps.aima.in/ejournal_new/articlesPDF/10%20Dr.%20Anurag%20Agnihotri.pdf), truy cập ngày 20/04/2020.
- Akram, T. & Das, A. (2014), "The determinants of long-term Japanese government bonds' low nominal yields", Working Paper No. 818, Levy Economics Institute of Bard College.
- Akram, T. & Das, A. (2017), "The dynamics of government bond yields in the Eurozone", Working Paper No. 889, Levy Economics Institute of Bard College.
- Akram, T. & Das, A. (2019), "The Long-Run determinants of Indian government bond yields", *Asian Development Review*, Vol. 36 No. 1, pp. 168 - 205.
- Baldacci, E. & Kumar, M.S. (2010), "Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yields", IMF Working Paper, WP/10/ 184, DOI: 10.5089/9781455202188.001.

- Batra, R. & Beladi, H. (2013), "The US trade deficit and the rate of interest", *Review of International Economics*, Vol. 21 No. 4, pp. 614 - 626.
- Batten, J.A., Fetherston, T.A. & Hoontrakul, P. (2006), "Factors affecting the yields of emerging market issuers: Evidence from the Asia-Pacific region", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 16, pp. 57 - 70.
- Cherif, M. & Kamoun, S. (2007), "Term structure dynamic and macroeconomic fundamentals in the Euro area", *The International Journal of Finance*, Vol. 19 No.3, pp. 4438 - 4451.
- Dewachter, H., Lyrio M. & Maes, K. (2006), "A joint model for the term structure of interest rates and the macroeconomy", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 20 No. 4, pp. 439 - 462.
- Diebold, F.X., Rudebusch, G.D. & Aruoba, S.B. (2006), "The macroeconomy and the yield curve: a dynamic latent factor approach", *Journal of econometrics*, Vol. 131 No. 1, pp. 309 - 338.
- Gadanecz, B., Miyajima, K. & Shu, C. (2014), "Exchange Rate Risk and Local Currency Sovereign Bond Yields in Emerging Markets", BIS Working Paper No. 474.
- Gruber, J.W. & Kamin, S.B. (2012), "Fiscal position and government bond yields in OECD countries", *Journal Money Credit Bank*, Vol. 44 No. 8, pp. 1563 - 1587.
- Hsing, Y. (2015), "Determinants of the government bond yield in Spain: a loanable funds model", *International Journal of Financial Studies*, Vol. 3 No. 3, pp. 342 - 350.
- Inoguchi, M. (2007), "Influence of ADB bond issues and US bonds on Asian government bonds", *Asian economic Journal*, Vol. 21 No. 4, pp. 387 - 404.
- Nelson, C. & Siegel, A.F. (1987), "Parsimonious Modeling of Yield Curves", *Journal of Business*, Vol. 60 No. 4, pp. 473 - 489.
- Kluza, S. & Slawinski, A. (2002), *Factors affecting T-bond prices: from investors perspective*, 22<sup>nd</sup> NBP Conference "Monetary Policy in the environment of structural changes".
- Perović, L.M. (2015), "The impact of fiscal positions on government bond yields in CEE countries", *Economic Systems*, Vol. 39 No. 2, pp. 301 - 316.
- Poghosyan, T. (2014), "Long -run and short-run determinants of sovereign bond yields in advanced economies", *Economic Systems*, Vol. 18 No. 1, pp. 100 - 114
- Poterba, J. & Rueben, K. (2001), "Fiscal News, State Budget Rules, and Tax-Exempt Bond Yields", *Journal of Urban Economics*, Vol. 50 No. 3, pp. 537 - 562.
- Sibbertsen, P., Wegener, C. & Basse, T. (2014), "Testing for a break in the persistence in yield spreads of EMU government bonds", *Journal Bank Finance*, Vol. 41, pp.109 - 118.
- Santosa, P.W. & Sihombing, P. (2015), "Factors affecting the yield curve fluctuation of Indonesia government bond", *International Journal of Applied Business and Economic Research*, Vol. 13 No. 6, pp. 4073 - 4087.
- Song, D. (2017), "Bond market exposures to macroeconomic and monetary policy risks", *The Review of Financial Studies*, Vol. 30 No. 8, pp. 2761 - 2817.
- White, H. (1980), "A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity", *Econometrica*, Vol. 48 No. 4, pp. 817 - 838.
- Yieand, C.V. & Chen, N.H. (2019), "Determinants of bond yield", *International Journal of Recent Technology and Engineering (IJRTE)*, ISSN: 2277 - 3878, Vol. 7 No. 5, pp. 238 - 244.
- Zaja, M.M., Jakovcevic, D. & Visic, L. (2018), "Determinants of the government bond yield: evidence from a highly Euroised small open economy", *International Journal of Economic Sciences*, Vol. 12 No. 2, pp. 87 - 106.