



## Tạp chí Quản lý và Kinh tế quốc tế

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

### Kiểm định quy tắc điều hành chính sách tiền tệ của Việt Nam giai đoạn 2007 - 2016

**A study on monetary management rules for Vietnam's economy  
during the period of 2007 - 2016**

Nguyễn Thị Hồng<sup>1</sup>

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

Nguyễn Thị Thùy Vinh

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

**Ngày nhận: 18/12/2019; Ngày hoàn thành biên tập: 16/04/2020; Ngày duyệt đăng: 05/05/2020**

#### Tóm tắt

Hiện nay, Việt Nam đã hội nhập sâu rộng vào nền kinh tế thế giới, cho nên các biến số kinh tế vĩ mô ở môi trường bên ngoài sẽ tác động mạnh mẽ đến nền kinh tế trong nước. Trong bối cảnh đó, quá trình thực thi các chính sách vĩ mô ngày càng trở nên khó khăn, vì vậy, điều hành chính sách cần tuân thủ theo quy tắc nhất định. Tại Việt Nam, chính sách tiền tệ là một trong những công cụ vĩ mô quan trọng điều tiết kinh tế. Nghiên cứu đã áp dụng quy tắc Taylor và quy tắc McCallum kiểm chứng số liệu trong giai đoạn 2007 - 2016 tại Việt Nam để phân tích quá trình thực hiện chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) Việt Nam trong thời gian qua. Kết quả cho thấy NHNN đã có những nguyên tắc nhất định trong điều hành chính sách tiền tệ nhằm đạt được các mục tiêu và tăng tính hiệu quả của CSTT. Các tác giả đã đề xuất một số kiến nghị đối với NHNN trong thời gian tới.

**Từ khóa:** Quy tắc chính sách tiền tệ, quy tắc McCallum, Quy tắc Taylor, Quy tắc Taylor - McCallum, Việt Nam

#### Abstract

Vietnam's economy has integrated into the world economy, as a result, the economy will be strongly affected by external macroeconomic instability. Therefore, implementation of discretionary policies becomes more difficult, and would be followed several suitable rules. In Vietnam, monetary policy can be confirmed as one of the important macro instruments to adjust the economy. To examine whether the rules in conducting monetary policy are complied

<sup>1</sup> Tác giả liên hệ: hongnt.ftu@gmail.com

by Vietnam's State Bank, the research studies data spanning from 2007 - 2016. Taylor and McCallum rules the estimations show that the State Bank has followed some specific rules in conducting monetary policy rather than pursuing discretionary policy to achieve the goals. To improve the effectiveness of monetary policy in the future, the authors recommend significant measures for the State Bank.

**Keywords:** Monetary policy rule, McCallum rule, Taylor rule, Taylor-McCallum rule, Vietnam

---

## 1. Đặt vấn đề

Ngày nay, xu hướng hội nhập kinh tế quốc tế càng trở nên sâu rộng làm gia tăng mức độ phụ thuộc của nền kinh tế các quốc gia vào nền kinh tế thế giới, đồng thời, tại Việt Nam, nền kinh tế sẽ chịu tác động mạnh mẽ do sự biến động của các biến số kinh tế vĩ mô bên ngoài. Khi đã hội nhập sâu rộng với nền kinh tế thế giới thì ngày càng tăng cường tính minh bạch và hợp tác trong các chính sách kinh tế nói chung và CSTT nói riêng. Trong bối cảnh việc thực thi các chính sách vĩ mô theo hướng chủ quan ngày càng trở nên khó khăn thì điều hành chính sách theo quy tắc là một lựa chọn hợp lý.

Ở Việt Nam, trong những năm qua, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) công bố rộng rãi quy tắc thực hiện CSTT. Vì vậy, sử dụng phương pháp định lượng kiểm định thực tiễn điều hành CSTT của NHNN sẽ có ý nghĩa quan trọng. Bởi vì, trên cơ sở kết quả kiểm định, các tác giả sẽ đưa ra các khuyến nghị chính sách giúp NHNN thực hiện CSTT một cách chủ động và hiệu quả hơn trong bối cảnh Việt Nam đang ngày càng hội nhập sâu rộng với nền kinh tế thế giới.

## 2. Tổng quan nghiên cứu các quy tắc chính sách tiền tệ

Đối với chính sách tiền tệ (CSTT), hiện nay có bốn quy tắc cơ bản đó là quy tắc về tốc độ tăng cung tiền của Milton Friedman (quy tắc k%), quy tắc lãi suất của Taylor, quy tắc lượng tiền cơ sở của McCallum và quy tắc lạm phát mục tiêu (LPMT) (Salter, 2014).

Một là, Quy tắc k% cho rằng khối lượng tiền (M) trong nền kinh tế nên tăng với một tốc độ không đổi (k%) tương ứng với mức LPMT kỳ vọng ( $\Delta P$ ) và tỉ lệ tăng tự nhiên của sản lượng tiềm năng ( $\Delta Y$ ) trừ đi xu hướng dài hạn của tốc độ vòng quay tiền ( $\Delta V$ ) trong điều kiện tốc độ quay của tiền tương đối ổn định, thì nền kinh tế sẽ ổn định (Friedman, 1968).

$$M = k = \Delta P + \Delta Y - \Delta V \quad (1)$$

Đây được coi là quy tắc CSTT đơn giản nhất và rất dễ áp dụng. Tuy nhiên, vào thời điểm Friedman đưa ra quy tắc, tốc độ chu chuyển tiền tệ tương đối ổn định. Song thực tế cho thấy, cả hai biến số này đều bị biến động (Salter, 2014). Do vậy, các nhà kinh tế tin rằng tốc độ tăng cung tiền cần phải được điều chỉnh linh hoạt, chứ không nên cố định, để trung hòa các cú sốc của nền kinh tế. Chính vì hạn chế này mà quy tắc k% ít được vận dụng trong thực tế.

Hai là, Quy tắc Taylor (gốc) nhấn mạnh Ngân hàng Trung ương (NHTW) nên điều chỉnh lãi suất điều hành bất cứ khi nào khi lạm phát thực tế lệch khỏi mức LPMT và/hoặc khi sản lượng thực tế lệch khỏi mức sản lượng tiềm năng (Taylor, 1993).

$$i_t = \pi_t + r + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta(y_t) \quad (2)$$

Trong đó,  $i_t$ : lãi suất ngắn hạn định hướng (điều hành) của NHTW:

$\pi_t$ : tỷ lệ lạm phát thực tế

$\pi^*$ : tỷ lệ lạm phát mục tiêu

$r$ : lãi suất thực tế cân bằng (equilibrium real interest rate)

$y_t$ : độ lệch của sản lượng so với mức tiềm năng (output gap)

Trong đó  $y_t = 100 \times (Y_t - Y^*)/Y_t$  hoặc  $y_t = 100 \times (\ln Y_t - \ln Y^*)$  (Kozicki, 1999)

$Y$ : GDP thực tế

$Y^*$ : GDP tiềm năng;

$\alpha, \beta > 0$ : hệ số phản ứng của lãi suất với độ lệch lạm phát và độ lệch sản lượng.

Quy tắc Taylor được sử dụng rộng rãi, bởi vì cách tiếp cận rõ ràng (Samia, 2009). Quy tắc này coi lãi suất mục tiêu ngắn hạn là công cụ của CSTT. Thay vì điều chỉnh mục tiêu cung tiền mở rộng, quy tắc này có thể cho NHTW biết cách hành động với mức lãi suất ngắn hạn để phản ứng trước những điều kiện kinh tế thay đổi, để đạt được mục tiêu kép là ổn định kinh tế trong ngắn hạn và kiểm soát lạm phát trong dài hạn (Kahn, 2010). Mặc dù vậy, khi áp dụng quy tắc Taylor cần có các dữ liệu liên quan tới tỷ lệ lạm phát thực tế, lãi suất thực tế cân bằng và chênh lệch sản lượng thực tế so với mức tiềm năng. Thực tiễn cho thấy các biến số này đều không dễ tính toán trực tiếp, cho nên trong quá trình xác định mức lãi suất chính sách có thể không chính xác. Ngoài ra, các chính phủ chỉ vận dụng quy tắc Taylor trong điều kiện nền kinh tế ổn định, còn khi nền kinh tế xảy ra khủng hoảng, suy thoái hoặc rơi vào tình huống đặc biệt như tình trạng lãi suất tiệm cận mức 0% thì quy tắc này không còn phù hợp nữa (William, 2009).

Ba là, Quy tắc McCallum mô tả cách NHTW tránh những biến động lớn của sản lượng bằng cách sử dụng công cụ lượng tiền cơ sở (McCallum, 1993).

$$\Delta B_t = \Delta x^* - \Delta V_t^B + \beta(\Delta x^* - \Delta x_{t-1}) \quad (3)$$

Trong đó,  $x^*$  là mục tiêu thu nhập danh nghĩa (GDP danh nghĩa). Tốc độ tăng của GDP danh nghĩa bằng tổng tỷ lệ lạm phát và tốc độ tăng GDP thực tế trong dài hạn (hoặc GDP thực tế tiềm năng).

$x$  là thu nhập danh nghĩa

$V_t^B$ : tốc độ vòng quay tiền cơ sở bình quân trong 16 quý

$\beta$  là hệ số cho biết lượng tiền cơ sở nên thay đổi ra sao để phản ứng trước việc thu nhập danh nghĩa lệch khỏi mức thu nhập danh nghĩa mục tiêu.

Quy tắc McCallum là dạng phát triển của quy tắc k%, cả hai quy tắc này đều hướng tới mục tiêu cung tiền (Kong, 2008). Tuy nhiên, khác với quy tắc của Friedman, quy tắc của McCallum có tính tới khả năng các biến số có thể thay đổi. Bên cạnh đó, so với quy tắc Taylor, quy tắc McCallum có thể tiết kiệm chi phí áp dụng hơn trong thực tiễn, bởi vì các biến số cần để thực

hiện quy tắc McCallum (cung tiền, tốc độ chu chuyển tiền tệ và thu nhập danh nghĩa) dường như dễ đo lường hơn biến số trong quy tắc Taylor (thu nhập thực tế và lãi suất thực tế cân bằng) (Salter, 2014). Một ưu điểm nữa của quy tắc McCallum là có thể vận dụng trong bối cảnh nền kinh tế rơi vào tình trạng giảm phát, hay đối mặt với tình huống lãi suất tiệm cận mức 0% (Mehrotra & Sánchez-Fung, 2011).

Bốn là, quy tắc LPMT cho rằng nếu các nhà hoạch định CSTT muốn hướng tới mục tiêu lạm phát là  $\pi$  thì họ nên tăng cung tiền (M) với tốc độ  $\pi$  cộng với tốc độ tăng của thu nhập thực tế (Y) và trừ đi mức tăng của tốc độ chu chuyển tiền tệ (V).

$$\Delta M = \pi + \Delta Y - \Delta V \quad (4)$$

Quy tắc LPMT có ưu điểm là không cần phải biết thông tin về lãi suất thực tế cân bằng như quy tắc Taylor. Bên cạnh đó, công bố mức LPMT sẽ làm tăng niềm tin của công chúng và thị trường vào mục tiêu mà NHTW theo đuổi, do đó tăng tính minh bạch và trách nhiệm giải trình CSTT của NHTW (Mishkin, 2000 & 2001). Hơn nữa, công bố mức LPMT sẽ giúp neo kỳ vọng về lạm phát, từ đó giúp ổn định giá cả. Đến lượt nó, sự ổn định giá cả và kỳ vọng lạm phát được neo tốt lại thúc đẩy ổn định sản lượng và việc làm một cách hiệu quả hơn. Tuy vậy, khi áp dụng quy tắc LPMT có khả năng khiến nền kinh tế mất đi sự ổn định trong một số trường hợp, đặc biệt là khi NHTW lựa chọn đánh đổi mục tiêu tăng trưởng và việc làm để đạt được lạm phát ổn định (Mishkin, 2000 & 2001). Ngoài ra, trong khuôn khổ chính sách LPMT đòi hỏi NHTW phải độc lập với chính phủ; chính sách tài khóa phải bền vững, không sử dụng công cụ phát hành tiền để trả nợ hay bù đắp thâm hụt ngân sách; tỷ giá hối đoái (TGHD) linh hoạt. Tuy nhiên, TGHD linh hoạt trong một số trường hợp có thể làm tăng bất ổn tài chính (Mishkin, 2000 & 2001).

Sau khi các quy tắc gốc ra đời, đã có nhiều nhà nghiên cứu phát triển các quy tắc đó và có thể kể đến một số cách tiếp cận như sau:

✓ Quy tắc Taylor bổ sung thêm biến số TGHD và độ trễ khi tính đến yếu tố hội nhập kinh tế quốc tế của Ball (1999) và Svensson (2000):

$$i_t = r + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta(y_t) + \gamma(e_t - e_t^*) + \delta(e_{t-1} - e_{t-1}^*)$$

Trong đó  $e_t$  là tỷ giá hối đoái thực tế và  $e_t^*$  là tỷ giá hối đoái cân bằng.

✓ Quy tắc Taylor - McCallum: kết hợp giữa tốc độ tăng tiền cơ sở, độ lệch lạm phát và độ lệch thu nhập danh nghĩa của Kong (2008):

$$\Delta B_t = \Delta x^* - \Delta V_t^B + \beta_1(\pi^* - \pi_{t-1}) + \beta_2(\Delta x^* - \Delta x_{t-1})$$

✓ Quy tắc Taylor - McCallum: kết hợp giữa tốc độ tăng tiền cơ sở, độ lệch lạm phát, độ lệch sản lượng và độ lệch TGHD của Mehrotra & Sánchez-Fung (2011):

$$\Delta B_t = \alpha + \beta_1 \Delta B_{t-1} + \beta_2(\pi_t - \pi^*) + \beta_3 y_t + \beta_4(e_t - e^*)$$

Trong đó:  $(e_t - e^*)$ : độ lệch của TGHD thực tế so với xu hướng của nó.

✓ Quy tắc Taylor - McCallum: kết hợp giữa lãi suất, độ lệch thu nhập danh nghĩa và độ lệch TGHD của Mehrotra & Sánchez-Fung (2011):

$$i_t = \alpha + \beta_1 i_{t-1} + \beta_2 (\Delta x^* - \Delta x_{t-1}) + \beta_3 (e_t - e^*)$$

Như vậy, có nhiều quy tắc trong quá trình điều hành CSTT, vấn đề chọn quy tắc nào và tuân thủ ở mức độ ra sao còn tùy thuộc vào điều kiện cụ thể của từng nước. Ở Việt Nam, CSTT là một trong những công cụ vĩ mô quan trọng để điều tiết kinh tế. Để phân tích quá trình thực hiện CSTT của NHNN trong những năm qua tuân thủ theo quy tắc như thế nào, đến nay đã có một nghiên cứu tiêu biểu sử dụng quy tắc Taylor để kiểm chứng.

Nguyễn (2010) đã dùng phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất (OLS) với việc sử dụng lãi suất công trái là lãi suất chính sách để xem xét việc vận dụng quy tắc Taylor mở rộng đối với nền kinh tế mở (bổ sung yếu tố TGHD danh nghĩa) của NHNN Việt Nam trong giai đoạn 2000 - 2008. Kết quả là không có bằng chứng cho thấy NHNN tuân theo quy tắc Taylor mở rộng.

Nguyễn & Lê (2012) đã giả định LPMT của Việt Nam là 7%, lãi suất thực tế là 3%, hệ số phản ứng với độ lệch của lạm phát và độ lệch sản lượng đều là 0,5 để tính toán lãi suất Taylor trong giai đoạn 2001 - 2012, sau đó so sánh với các loại lãi suất điều hành của NHNN. Kết quả cho thấy lãi suất Taylor biến động cùng chiều với các loại lãi suất điều hành và thị trường, trong đó bám sát nhất là lãi suất cho vay bình quân.

Đặng (2013) đã sử dụng phương pháp hồi quy OLS để tính toán lãi theo quy tắc Taylor và so sánh lãi suất này với lãi suất chiết khấu trong quá trình thực thi CSTT ở Việt Nam giai đoạn 2006 - 2012. Kết quả nghiên cứu cho thấy lãi suất chiết khấu của NHNN biến động cùng chiều với lãi suất Taylor nhưng với tỷ lệ cao hơn hàm ý NHNN đã thực thi CSTT thắt chặt trong thời gian đó.

Nguyễn (2014) đã dùng phương pháp hồi quy OLS với dữ liệu quý để ước lượng quy tắc Taylor có hệ số làm trơn (mượt) lãi suất và có sự góp mặt của yếu tố tỷ giá để xem xét việc điều hành CSTT của NHNN Việt Nam giai đoạn 2000 - 2013. Kết quả nghiên cứu cho thấy trong giai đoạn 2000 - 2006, lãi suất liên ngân hàng được mô tả dưới dạng quy tắc Taylor có hệ số làm trơn lãi suất (với giá trị là 0,703, tức là lãi suất kỳ trước chiếm 70,3% biến động lãi suất kỳ sau). Tuy nhiên, giai đoạn 2007 - 2013, lãi suất Taylor biến động mạnh và khác biệt lớn với lãi suất liên ngân hàng, thậm chí có thể âm.

Nguyễn (2017) đã sử dụng mô hình hồi quy OLS và mô hình vector tự hồi quy (VAR) để phân tích chính sách lãi suất của NHNN Việt Nam giai đoạn 2000 - 2015 qua lăng kính quy tắc Taylor. Tác giả rút ra kết luận trong số các loại lãi suất điều hành của NHNN, trần lãi suất huy động phù hợp với quy tắc Taylor nhất và áp dụng quy tắc này sẽ giúp giảm thiểu sự biến động của lạm phát và sản lượng.

Phạm (2017) đã sử dụng dữ liệu theo quý từ Quý 1/2004 đến Quý 4/2013 để kiểm định khả năng áp dụng quy tắc Taylor ở Việt Nam. Tác giả đã giả định trọng số đối với TTKT và lạm phát là 40:60, mức LPMT là 5%, lãi suất cân bằng dài hạn là 3%. Kết quả cho thấy lãi suất Taylor phản ánh khá sát biến động lãi suất của NHNN trong giai đoạn 2004 - 2013.

Nguyễn (2018) đã sử dụng chuỗi dữ liệu theo tháng, trong giai đoạn tháng 1/2000 - 12/2016, để nghiên cứu hành vi điều hành CSTT của NHTW tại một số quốc gia đang phát triển khu vực Đông Nam Á theo quy tắc Taylor phiên bản hướng tới tương lai. Kết quả cho thấy, quy tắc Taylor tuyến tính phù hợp trong quá trình phân tích chính sách tiền tệ tại Indonesia, Malaysia, Philippines, Thái Lan và Việt Nam. Bên cạnh đó, bằng việc sử dụng mô hình hồi quy chuyển tiếp trơn với biến ngưỡng lạm phát kỳ vọng để kiểm định quy tắc Taylor phi tuyến, kết quả cho thấy có tính bất cân xứng trong điều hành chính sách tiền tệ của NHTW Indonesia, Malaysia và Philippines trong khi không tìm thấy bằng chứng phi tuyến trong điều hành CSTT tại Việt Nam và Thái Lan.

Ngoài các nghiên cứu trên còn một số công trình của các tác giả khác có liên quan. Vũ, (2015) đã tìm hiểu thực tế áp dụng quy tắc Taylor tại Nhật Bản từ cách tiếp cận của các nhà nghiên cứu, từ đó rút ra những bài học về điều kiện cũng như phương thức áp dụng nguyên tắc Taylor cho Việt Nam. Vũ (2012) đã sử dụng dữ liệu quý giai đoạn 1999 - 2011 để nghiên cứu ảnh hưởng của độ lệch lạm phát, độ lệch sản lượng và TGHD đến lãi suất ngắn hạn và kết luận rằng không có bằng chứng cho thấy chính sách lãi suất Việt Nam tuân theo quy tắc Taylor. Nếu Việt Nam tuân theo quy tắc Taylor thì lạm phát và sản lượng sẽ ổn định hơn. Về dài hạn NHNN nên ưu tiên mục tiêu tăng trưởng kinh tế (TTKT) và tiếp đó là kiểm soát lạm phát.

Từ tổng quan các nghiên cứu trên đây có thể thấy hầu như chưa có công trình nước ngoài nào xem xét trường hợp của Việt Nam, còn tại Việt Nam mới chỉ chú trọng vào nghiên cứu quy tắc Taylor mà chưa có công trình nghiên cứu các quy tắc khác. Trên thực tế, bên cạnh tổng phương tiện thanh toán (lượng cung tiền M2) NHNN Việt Nam còn sử dụng lãi suất và tổng tín dụng trong điều hành CSTT để đạt các mục tiêu kinh tế vĩ mô. Do đó, không chỉ xem xét quy tắc Taylor, cần nghiên cứu cả các quy tắc khác để tìm ra quy tắc phù hợp nhất trong trường hợp của Việt Nam, giúp NHNN chủ động đối phó với những biến động kinh tế, đồng thời tăng tính minh bạch và nâng cao trách nhiệm giải trình của NHNN, nhất là trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế.

Xuất phát từ lý do kể trên, các tác giả đã lựa chọn phân tích thực trạng điều hành CSTT của NHNN tại Việt Nam giai đoạn 2007 - 2016, bối cảnh Việt Nam đã gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) và đánh dấu sự hội nhập sâu rộng của Việt Nam vào nền kinh tế thế giới. Sau đó, các tác giả sử dụng phương pháp OLS để kiểm định cách thức NHNN điều hành CSTT có tuân thủ quy tắc CSTT hay không. Trên cơ sở phân tích thực trạng và kết quả phân tích định lượng, các tác giả đã kiến nghị một số giải pháp nhằm thực hiện hiệu quả CSTT theo quy tắc trong tương lai.

### **3. Thực trạng điều hành CSTT ở Việt Nam giai đoạn 2007 - 2016**

Thực tế, khi thực thi CSTT, NHTW thường sử dụng cả hai công cụ: công cụ trực tiếp (như hạn mức tín dụng, lãi suất và tỷ giá) và công cụ gián tiếp (như dự trữ bắt buộc, tái cấp vốn, nghiệp vụ thị trường mở) để đạt mục tiêu mong muốn. Còn khi đánh giá hiệu quả điều hành CSTT, các nhà kinh tế thường dựa trên nhiều biến số, trong đó có hai biến số quan trọng là tốc độ TTKT và tỷ lệ lạm phát.

Ở Việt Nam, trong giai đoạn 2007 - 2016, nền kinh tế đạt mức tăng trưởng cao nhất là vào năm 2007. Tiếp đến, từ 2008 trở đi, tốc độ TTKT đã giảm sút rõ rệt do tác động của nhiều yếu tố. Đặc biệt là tác động tiêu cực của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu khiến cho quá trình điều hành CSTT của NHNN giai đoạn 2008 - 2011 gặp rất nhiều khó khăn và tốc độ TTKT trong một số năm thấp hơn nhiều so với mức mục tiêu đề ra, còn lạm phát lại có xu hướng tăng tốc (Bảng 1).

Đến giai đoạn 2012 - 2016, cơ chế điều hành CSTT đã có sự đổi mới, NHNN từng bước chuyển từ cơ chế điều tiết theo khối lượng (kiểm soát cung tiền) sang điều hành theo giá (kiểm soát lãi suất), đồng thời có sự điều chỉnh linh hoạt, phù hợp với những diễn biến kinh tế vĩ mô. Sự thay đổi về chất trong điều hành CSTT đã giúp tỷ lệ lạm phát giảm mạnh (từ mức 18,13% năm 2011 xuống chỉ còn 0,63% năm 2015). Tốc độ TTKT mặc dù còn thấp song đã cho thấy xu hướng hồi phục (Bảng 1).

**Bảng 1. Mục tiêu và thực hiện của chính sách tiền tệ Việt Nam giai đoạn 2007-2016**

Đơn vị: %/năm

Năm	Tăng trưởng		Lạm phát		M2		Tín dụng	
	Mục tiêu	Thực hiện	Mục tiêu	Thực hiện	Mục tiêu	Thực hiện	Mục tiêu	Thực hiện
2007	8,2 - 8,5	8,46	< 8	12,63	20 - 23	46,12	17 - 21	53,89
2008	8,5 - 9	6,31	< 10	19,89	32	20,31	30	25,43
2009	5	5,32	< 15	6,52	18 - 20	28,99	21 - 23	37,53
2010	6,5	6,78	7 - 8	11,75	25	33,3	25	31,19
2011	7,5	5,89	< 7	18,13	15 - 16	12,4	20	14,4
2012	6 - 6,5	5,03	< 10	6,81	14 - 16	17	15 - 17	8,9
2013	5,5	5,42	7-8	6,04	14 - 16	18,5	12	12,51
2014	5,8	5,98	7	1,84	16 - 18	15,65	12 - 14	14,16
2015	6,2	6,68	< 5	0,63	16 - 18	16,23	13 - 15	17,29
2016	6,7	6,21	< 5	4,74	16 - 18	18,38	18 - 20	18,25

Nguồn: Các tác giả tổng hợp số liệu của Ủy ban Kinh tế của Quốc hội và Tổng cục Thống kê (GSO)

Phần dưới đây, các tác giả sẽ phân tích và đánh giá những kết quả đạt được trong công tác điều hành CSTT của NHNN Việt Nam giai đoạn 2007 - 2016.

### 3.1 Năm 2007

Năm 2007, Việt Nam chính thức gia nhập WTO và đó là năm có tốc độ TTKT cao nhất trong những năm đầu thế kỷ thứ 21 với tốc độ tăng trưởng 8,46%. Song đây cũng là năm tỷ lệ lạm phát bắt đầu gia tăng, từ mức 6,6% năm 2006 tăng gấp đôi lên 2 con số là 12,63%. Sự biến động của

giá dầu và các mặt hàng thiết yếu trên thế giới cùng với dòng vốn đầu tư nước ngoài tăng mạnh đã làm tăng áp lực lạm phát cho nền kinh tế.

### 3.1.1 Mục tiêu CSTT

Trong năm 2007, NHNN định hướng điều hành CSTT linh hoạt đảm bảo ổn định tiền tệ, kiểm soát lạm phát và thúc đẩy TTKT; triển khai đồng bộ các giải pháp điều hành tiền tệ nhằm kiểm soát mức tăng tổng phương tiện thanh toán và tăng trưởng tín dụng, đáp ứng nhu cầu vốn phục vụ mục tiêu TTKT.

### 3.1.2 Công cụ điều hành CSTT

*Đối với công cụ dự trữ bắt buộc (DTBB):* Để ngăn ngừa tình trạng tăng trưởng tín dụng nóng và lạm phát có dấu hiệu tăng cao trong 5 tháng đầu năm, tháng 6 năm 2007, NHNN đã điều chỉnh tỷ lệ DTBB với mức điều chỉnh khá lớn, tăng gấp đôi so với mức của năm 2006 (từ mức 5% lên 10%) đối với tiền VND kỳ hạn dưới 12 tháng và từ 7% lên 10% tiền gửi ngoại tệ kỳ hạn dưới 12 tháng. Đối với kỳ hạn từ 12 tháng trở lên, tỷ lệ DTBB tăng từ 2% lên 4% cho cả hai loại tiền gửi VND và ngoại tệ.

*Đối với các công cụ tái cấp vốn:* Trong năm 2007, NHNN không thay đổi các mức lãi suất điều hành so với các năm trước đó. Cụ thể lãi suất cơ bản vẫn là 8,25%/năm, lãi suất tái cấp vốn (LSTCV) là 6,5%/năm và lãi suất tái chiết khấu (LSTCK) là 4,5%/năm.

*Đối với nghiệp vụ thị trường mở:* Năm 2007, với xu hướng luồng ngoại tệ đổ vào Việt Nam tăng mạnh khi Việt Nam gia nhập WTO đã tạo sức ép tăng giá VND, cho nên công cụ nghiệp vụ thị trường mở được sử dụng nhằm trung hòa lượng tiền mà NHNN đã cung ứng để mua ngoại tệ. NHNN đã thực hiện nghiệp vụ bán là chủ yếu, từ đó giảm bớt áp lực tăng tổng phương tiện thanh toán và tín dụng đối với nền kinh tế, góp phần kiềm chế lạm phát.

*Đối với công cụ hạn mức tín dụng:* Sự tăng trưởng về tín dụng tác động lớn đối với lượng vốn trong nền kinh tế, thông qua đó tác động đến mức tăng lạm phát. Do vậy, cùng với việc tăng mạnh tỷ lệ DTBB, ngày 28/05/2007, NHNN đã phải ban hành chỉ thị số 03/2007/CT-NHNN yêu cầu các ngân hàng thương mại (NHTM) thực hiện giải pháp kiểm soát tín dụng, không chế dư nợ cho vay đầu tư, kinh doanh chứng khoán ở mức dưới 3%, tăng cường thanh tra giám sát hoạt động cho vay đầu tư kinh doanh chứng khoán.

*Đối với công cụ lãi suất:* Trong năm 2007, NHNN vẫn tiếp tục giữ ổn định các mức lãi suất để ổn định lãi suất thị trường. Từ tháng 02/2007 đã dỡ bỏ quy định trần lãi suất tiền gửi USD và thực hiện theo cơ chế thỏa thuận trước sức ép tăng giá VND trong điều kiện luồng vốn nước ngoài vào Việt Nam tăng mạnh để đảm bảo phù hợp với cung - cầu vốn trong nước và lãi suất thị trường quốc tế.

+ *Đối với công cụ tỷ giá:* Với chủ trương “neo” tỷ giá để kiểm soát lạm phát nên trong năm 2007 NHNN thực hiện chính sách ổn TGHĐ với cam kết biến động tỷ giá ở mức  $\pm 1\%$ /năm. Thực tế, diễn biến tỷ giá vẫn phù hợp với quan hệ cung cầu. TGHĐ trên thị trường tự do và



TGHD trên thị trường liên ngân hàng chênh lệch không đáng kể. Kết thúc năm 2007, NHNN mua được một lượng ngoại tệ nhiều hơn mức bán ra, qua đó tăng được dự trữ ngoại tệ.

### 3.1.3 Đánh giá kết quả điều hành

Năm 2007, Việt Nam trở thành thành viên thứ 150 của WTO đã tạo ra những khó khăn nhất định cho quá trình điều hành CSTT trong bối cảnh dòng vốn đầu tư nước ngoài vào Việt Nam tăng mạnh. NHNN đã phản ứng bằng cách hút ngoại tệ trong lưu thông vào dự trữ và bán VND ra để giữ vững tỷ giá. Mặc dù, NHNN đã thực hiện nghiệp vụ thị trường mở để giảm bớt lượng cung tiền trong nền kinh tế. Tuy nhiên, mức độ trung hòa dòng tiền thấp, khối lượng tiền trong nền kinh tế vẫn tăng. Các NHTM huy động được nhiều tiền đã hạ thấp điều kiện vay vốn, dẫn đến tăng trưởng tín dụng nóng. Điều này trực tiếp làm cho lạm phát năm 2007 (12,6%) tăng hơn 2 lần so với năm 2006 (6,6%) và gián tiếp khiến cho lạm phát năm 2008 tăng cao. Như vậy, mục tiêu kiểm soát tổng phương tiện thanh toán, cũng như mục tiêu cuối cùng là ổn định giá cả đã không đạt được.

## 3.2 Giai đoạn 2008 - 2011

Đây là giai đoạn nền kinh tế Việt Nam chịu ảnh hưởng nặng nề của cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu. Nền kinh tế có nhiều diễn biến phức tạp và bất ổn, sự suy giảm của kinh tế gắn liền với những rủi ro về lạm phát đã khiến cho lựa chọn định hướng CSTT của NHNN trong giai đoạn này trở nên rất khó khăn với nhiều sự thay đổi trong chính sách.

### 3.2.1 Mục tiêu CSTT

Những tháng đầu năm 2008, trước bối cảnh lạm phát và nhập siêu tăng mạnh, Chính phủ chủ trương triển khai đồng bộ các giải pháp nhằm ưu tiên kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, duy trì TTKT ở mức hợp lý. Tuy nhiên, giai đoạn cuối năm, khi lạm phát và nhập siêu có xu hướng giảm do tác động của suy thoái kinh tế thế giới, Chính phủ đã chỉ đạo tiếp tục điều hành CSTT thắt chặt nhưng linh hoạt trong điều hành và có xu hướng nới lỏng dần để ngăn chặn đà suy giảm TTKT.

Từ năm 2009 - quý 3/2010, các giải pháp điều hành CSTT tiếp tục hướng tới mục tiêu ngăn chặn suy giảm kinh tế, ổn định kinh tế vĩ mô. Sau đó, trước tình hình lạm phát tăng cao từ quý 4/2010 - 2011, nhiệm vụ trọng tâm của NHNN lại là điều hành CSTT theo tín hiệu thị trường để tăng cường kiểm soát tốc độ tăng trưởng dư nợ tín dụng và tổng phương tiện thanh toán, góp phần kiểm soát lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô.

### 3.2.2 Công cụ điều hành CSTT

+ *Đối với công cụ DTBB*: Trước bối cảnh lạm phát năm 2007 tăng cao, để giảm áp lực lạm phát ngày 16/01/2008, NHNN đã tăng tỷ lệ DTBB thêm 1% đối với tiền gửi VND (lên mức 11%/năm) và ngoại tệ (lên mức 5%/năm) có kỳ hạn dưới 12 tháng nhưng bắt đầu từ tháng 10/2008 đến năm 2009, khi nền kinh tế chịu tác động của cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu, NHNN lại liên tục điều chỉnh giảm tỷ lệ DTBB đối với tiền gửi bằng VND kỳ hạn dưới 12 tháng từ 11% - 10% - 8% - 6% - 5% - 3%/năm, đối với tiền gửi VND kỳ hạn từ 12 tháng trở lên

giảm từ 4% - 2% - 1%/năm, giảm DTBB đối với tiền gửi bằng ngoại tệ từ 11% - 9% - 7% - 4% đối với kỳ hạn dưới 12 tháng, từ 3% xuống 2% đối với kỳ hạn trên 12 tháng. Đồng thời, điều chỉnh giảm lãi suất tiền gửi DTBB từ mức 8,5%/năm xuống dưới 1,2%/năm; điều chỉnh giảm lãi suất tiền gửi vượt DTBB bằng ngoại tệ từ mức 1%/năm xuống 0,1%/năm.

Sau thời gian giảm liên tục tỷ lệ DTBB, sang năm 2010, NHNN lại tăng mức DTBB trở lại từ 3% lên 4% đối với tiền gửi bằng VND có kỳ hạn dưới 12 tháng và từ mức 1% lên mức 2% đối với tiền gửi VND có kỳ hạn từ 12 tháng trở lên. Đặc biệt, đối với tiền gửi bằng ngoại tệ kỳ hạn dưới 12 tháng, tỷ lệ dữ trữ bắt buộc tăng mạnh từ 4% lên mức 7%. Tuy vậy, đối với tiền gửi bằng ngoại tệ kỳ hạn từ 12 tháng trở lên, tỷ lệ dữ trữ bắt buộc chỉ tăng từ 2% lên 3%.

Năm 2011, sau khi điều chỉnh giảm tỷ lệ DTBB 1% đối với tiền gửi VND, NHNN giữ nguyên các mức tỷ lệ DTBB 3% đối với kỳ hạn dưới 12 tháng và 1% đối với kỳ hạn trên 12 tháng đối với tiền gửi bằng VND nhằm ổn định thị trường tiền tệ trong điều kiện nguồn vốn bằng VND của hệ thống NHTM chưa dồi dào. Tuy nhiên, trước tình hình tín dụng ngoại tệ có xu hướng tăng mạnh do tiền gửi và vay ngoại tệ nước ngoài tăng cao, tiềm ẩn rủi ro tín dụng nếu tỷ giá biến động, NHNN đã điều chỉnh tăng 3 lần mức DTBB đối với tiền gửi bằng ngoại tệ từ mức 6% lên 7% và 8% đối với kỳ hạn dưới 12 tháng, từ mức 4% lên mức 5% và 6% đối với kỳ hạn từ 12 tháng trở lên.

+ *Đối với các công cụ tái cấp vốn*: Cùng với những bất ổn trên thị trường tài chính thế giới, tình hình kinh tế trong nước cũng diễn biến hết sức phức tạp, chỉ trong năm 2008, NHNN đã có tới 8 lần thay đổi các mức lãi suất điều hành. Cụ thể, LSTCV: 6,5% - 7,5% - 13% - 15% - 14% - 13% - 12% - 11% - 9,5%/năm, LSTCK: 4,5% - 6% - 11% - 13% - 12% - 11% - 10% - 9% - 7,5%/năm.

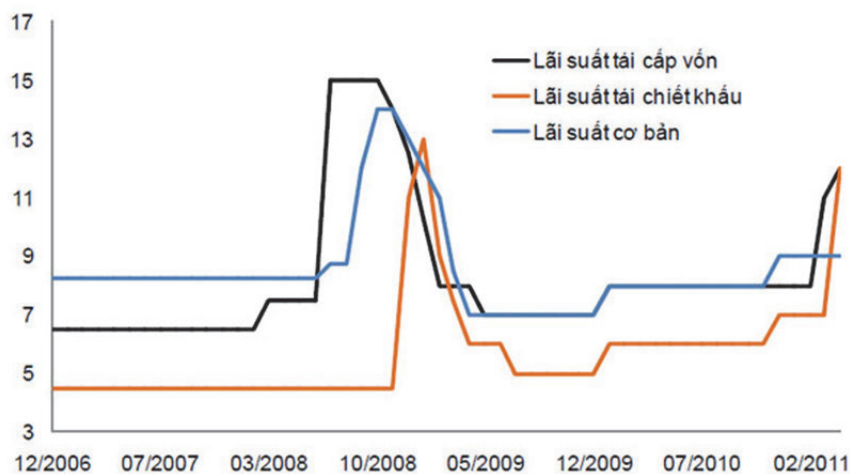
Sang thời kỳ 2009 - quý 3/2010, để vừa giảm mặt bằng lãi suất cho vay, vừa tăng cường nguồn huy động, đáp ứng nhu cầu mở rộng tín dụng của nền kinh tế, góp phần TTKT, lãi suất cơ bản được điều chỉnh giảm từ 8,5%/năm xuống 7%/năm, LSTCV giảm từ 9,5%/năm xuống 7%/năm, LSTCK giảm từ 7,5%/năm xuống 5%/năm.

Trong quý 4/2010, trước tình hình lạm phát tăng cao, NHNN đã điều chỉnh tăng thêm 1%/năm đối với các mức lãi suất điều hành như LSTCV, LSTCK. Chỉ trong 6 tháng đầu năm 2011, lạm phát đã tăng 13,29% so với đầu năm và tăng 20% so cùng kỳ năm trước, gây khó khăn cho nỗ lực kiềm chế lạm phát theo mục tiêu đề ra. Do đó, NHNN lại điều chỉnh LSTCV, lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng (lên đến mức 15%/năm) và LSTCK (lên 13%/năm).

+ *Đối với nghiệp vụ thị trường mở*: Về lý thuyết, giai đoạn 2008 - 2011, nền kinh tế đối mặt với lạm phát cao, nên NHTM cần sử dụng nghiệp vụ thị trường mở nhằm mục đích hút tiền về. Tuy nhiên, trên thực tế, nhìn chung các NHTM gặp khó khăn về thanh khoản, khi đó, NHNN đã thực hiện “bơm” tiền ra (thông qua việc mua các giấy tờ có giá với kỳ hạn ngắn: 7, 14, 21, 28 ngày) là chủ yếu để hỗ trợ các NHTM. Bên cạnh đó, NHNN cũng cho phép các NHTM được

thanh toán tín phiếu bắt buộc trước hạn theo yêu cầu và được sử dụng nó làm công cụ để tham gia giao dịch trong các nghiệp vụ tái cấp vốn, thị trường mở.

Đơn vị: %/năm



**Hình 1. Diễn biến các mức lãi suất điều hành giai đoạn 2006 - 2011**

Nguồn: Các tác giả tổng hợp số liệu từ Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

**Bảng 2. Doanh số giao dịch trên thị trường mở giai đoạn 2008 - 2011**

Đơn vị: tỷ đồng

Năm	Mua		Bán	
	Số phiên	Doanh số	Số phiên	Doanh số
2008	260	947.207	142	76.972
2009	262	971.772	68	101.930
2010	490	2.094.125	1	7.295
2011	431	2.801.253	0	0

Nguồn: Báo cáo thường niên của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam từ năm 2008 - 2011

+ Đối với công cụ hạn mức tín dụng: Sau một thời gian dài không sử dụng, đến năm 2011, hạn mức tín dụng lại được NHNN sử dụng trở lại trong điều hành CSTT. Nguyên nhân là cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu đã đẩy tăng trưởng tín dụng quá nóng, cùng với đó là áp lực lạm phát tăng cao. Cụ thể, theo Chỉ thị số 01/CT-NHNN về thực hiện giải pháp tiền tệ & hoạt động ngân hàng nhằm kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô và bảo đảm an sinh xã hội, ngày 01/03/2011, NHNN yêu cầu các NHTM xây dựng kế hoạch tăng trưởng tín dụng cho năm 2011 không vượt quá 20% dư nợ so với cuối năm 2010 và phải được NHNN phê duyệt. Bên cạnh đó, NHNN còn điều chỉnh cơ cấu tín dụng theo hướng tập trung vốn cho lĩnh vực sản xuất và

hạn chế tín dụng cho lĩnh vực phi sản xuất, như bất động sản, chứng khoán, vay tiêu dùng khác với mức tăng trưởng tín dụng cho lĩnh vực này tối đa là 16%.

Kết quả thực hiện đến hết năm 2011, dư nợ tín dụng của nền kinh tế chỉ đạt 14,4%, thấp hơn nhiều kế hoạch đề ra là 20% và giảm 54% so với mức tăng trưởng của 2010 (31,19%). Hạn mức tín dụng đối với lĩnh vực phi sản xuất cũng đảm bảo thực hiện nghiêm túc.

+ *Đối với công cụ lãi suất*: Do lạm phát năm 2007 tăng cao, năm 2008, NHNN đã áp dụng lại cơ chế điều hành lãi suất trực tiếp (thông qua trần lãi suất và LSCB) sau một thời gian dài tự do hóa lãi suất. Cụ thể, ngày 26/02/2008, NHNN ra công điện số 02/CĐ-NHNN quy định mức trần lãi suất 12%/năm. Tiếp đến, ngày 16/05/2008, NHNN ban hành Quyết định số 16/2008/QĐ-NHNN về cơ chế điều hành LSCB. Theo đó NHNN quyết định việc sử dụng LSCB làm cơ sở cho các tổ chức tín dụng ấn định lãi suất kinh doanh (mức lãi suất này không quá 150% LSCB); cơ chế lãi suất thỏa thuận trong hoạt động tín dụng thương mại bằng VND của TCTD với khách hàng theo quyết định số 546/2002/QĐ-NHNN ngày 30/05/2002 hết hiệu lực thi hành; đồng thời bỏ quy định trần lãi suất theo công điện số 02/CĐ-NHNN.

Với việc quay trở lại cơ chế điều hành LSCB chỉ trong năm 2008, NHNN đã thực hiện điều chỉnh mạnh (tới 8 lần) mức LSCB, từ mức 8,25%/năm trong giai đoạn tháng 12/2005 - tháng 1/2008 lên 8,75%/năm (từ 01/02/2008) - 12%/năm (từ 19/05/2008) - 14%/năm (từ 11/6/2008). Sau đó, do tác động của cuộc khủng hoảng kinh tế năm 2008, LSCB bắt đầu giảm dần xuống 13%/năm (21/10/2008) - 12%/năm (05/11/2008) - 11%/năm (21/11/2008) - 10%/năm (05/12/2008) - 8,5%/năm (22/12/2008).

Trong năm 2009, bên cạnh việc hạ LSCB từ 8,5%/năm xuống 7%/năm, NHNN còn thực hiện gói hỗ trợ lãi suất 4% trị giá 17.000 tỷ đồng cung cấp tín dụng ngắn hạn cho các tổ chức, cá nhân để sản xuất, kinh doanh. Từ tháng 04/2009, gói hỗ trợ lãi suất này được mở rộng cho các khoản vay trung và dài hạn; đồng thời, sự hỗ trợ lãi suất cũng được thực hiện với các khoản vay mua máy móc, thiết bị, vật tư phục vụ sản xuất nông nghiệp và vật liệu xây dựng nhà ở khu vực nông thôn.

Ngày 26/02/2010, Thông tư số 07/2010/TT-NHNN quy định về cho vay bằng đồng Việt Nam theo lãi suất thỏa thuận của tổ chức tín dụng đối với khách hàng được ban hành, chính thức cho phép các NHTM được áp dụng cơ chế lãi suất thỏa thuận với các khách hàng vay trung và dài hạn nhằm đáp ứng nhu cầu vốn sản xuất, kinh doanh, dịch vụ và đầu tư phát triển. Tiếp đó ngày 14/04/2010, NHNN đã chính thức cho phép các NHTM sử dụng lãi suất thỏa thuận với cả các khoản vay ngắn hạn. Trên thực tế, lãi suất cho của các NHTM từ lâu đã vượt mức trần cho phép theo quy định của NHNN. Thông tư này ra đời đã “hợp pháp hóa” các khoản vay với mức lãi suất cao, giải tỏa áp lực cho các NHTM, góp phần khơi thông dòng chảy tín dụng.

Sang năm 2011, khi mặt bằng lãi suất cho vay tăng cao, cụ thể, vào tháng 05/2011, mức lãi suất cho vay trung bình là 20%/năm, trong đó lãi suất cho vay tiêu dùng ở một số NHTM cổ phần lên đến 25%, cao hơn cả mức kỷ lục năm 2008 và cao nhất trong mấy chục năm qua. Để bảo đảm trật tự và kỷ cương thị trường tiền tệ, NHNN quyết định phải ổn định lại mặt bằng lãi

suất thông qua áp dụng cơ chế kiểm soát lãi suất trực tiếp (quy định trần lãi suất huy động và trần lãi suất cho vay). Ngày 07/09/2011, NHNN ban hành Chỉ thị số 02/CT-NHNN yêu cầu các NHTM ấn định lãi suất huy động bao gồm cả khoản chi khuyến mại dưới mọi hình thức không được vượt quá 14%/năm và đưa ra các chế tài xử lý đối với cá nhân là nhà quản lý, điều hành của NHTM và NHTM nếu vi phạm quy định về lãi suất.

+ *Đối với công cụ tỷ giá*: NHNN đã thực hiện việc điều hành chính sách tỷ giá linh hoạt hơn nhằm ổn định nền kinh tế. Trong quý 1/2008, có những lúc tỷ giá VND/USD liên ngân hàng xuống dưới 16.000 và tỷ giá thị trường tự do thậm chí còn thấp hơn trong ngân hàng. Nhưng chỉ qua đầu quý 2/2008, tỷ giá lại tăng đến chóng mặt và có lúc đã lên tới 19.500 VND/USD. Từ tháng 3/2008 - 11/2009, NHNN đã có 3 lần điều chỉnh nới lỏng biên độ tỷ giá từ mức  $\pm 1\%$  lên  $\pm 2\%$  (tháng 6/2008),  $\pm 3\%$  (tháng 11/2008) và  $\pm 5\%$  (tháng 03/2009). Đây là một động thái cho chính sách tỷ giá đang cởi mở hơn, phản ánh sát tình hình cung cầu ngoại tệ trên thị trường. Bên cạnh đó, NHNN còn đồng thời triển khai hàng loạt các biện pháp khác như: kiểm soát chặt các đại lý thu đổi ngoại tệ, tăng cường truyền thông, công bố dự trữ ngoại hối của Việt Nam, mà thực tế tại Việt Nam đều chưa có tiền lệ. Nhờ đó, tỷ giá đã dần duy trì ở mức 16.500 VND/USD cho đến hết quý 3/2008.

Từ ngày 26/11/2009, để phù hợp với diễn biến mới trên thị trường ngoại hối và trên cơ sở xem xét mối quan hệ giữa tỷ giá với lãi suất, chỉ số giá tiêu dùng và cán cân thanh toán quốc tế, NHNN đã điều chỉnh giảm biên độ ấn định tỷ giá xuống  $\pm 3\%$ , đồng thời công bố tỷ giá bình quân liên ngân hàng tăng thêm 5,4%, lên mức 17.961 VND/USD, theo đó mức trần tỷ giá mua bán của NHTM là 18.500 VND/USD; can thiệp bán ngoại tệ để đáp ứng nhu cầu nhập khẩu các mặt hàng thiết yếu và cho các NHTM có trạng thái ngoại tệ âm trên 5%;

Năm 2010, biên độ ấn định tỷ giá ổn định ở mức  $\pm 3\%$ , mức trần tỷ giá mua bán của NHTM là 19.000 VND/USD. Đầu năm 2011, tỷ giá bình quân liên ngân hàng được điều chỉnh tăng từ mức 18.932 VND/USD lên mức 20.693 VND/USD áp dụng từ ngày 11/02/2011 và thu hẹp biên độ ấn định tỷ giá giao dịch của các NHTM so với tỷ giá bình quân liên ngân hàng từ  $\pm 3\%$  xuống  $\pm 1\%$ .

Từ cuối năm 2011, NHNN đã đặt mục tiêu kiểm soát tỷ giá không quá 1% và tiếp tục đặt mục tiêu ổn định tỷ giá trong biên độ tăng không quá 1 - 3%/năm trong những năm tiếp theo nhằm kiểm soát kỳ vọng về sự mất giá của đồng Việt Nam.

### 3.2.3 *Đánh giá kết quả điều hành*

Giai đoạn này có thể nói việc điều hành CSTT là thiếu tính thị trường, điều hành bị động. Việc liên tục chuyển hướng trong ngắn hạn để phù hợp với những biến động bất thường của nền kinh tế đã làm cho việc điều hành CSTT của NHNN gặp rất nhiều khó khăn. NHNN buộc phải sử dụng những bước điều chỉnh mạnh, can thiệp bằng nhiều biện pháp hành chính, tăng giảm các mức lãi suất điều hành nhiều lần trong một năm với biên độ điều chỉnh lớn; áp dụng trần lãi suất đối với tiền gửi; giới hạn và kiểm soát tăng trưởng tín dụng,... Mặc dù vậy, kết quả mang lại không được như mong muốn, thanh khoản của các NHTM biến động

manh và rủi ro cao, nhiều cuộc đua lãi suất đã xảy ra; mục tiêu tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán và tín dụng thường xuyên không đạt.

### **3.3 Giai đoạn 2012 - 2016**

Trong giai đoạn này, sự thay đổi về chất trong công tác điều hành CSTT đã giúp tỷ lệ lạm phát giảm mạnh, tốc độ TTKT mặc dù còn thấp song đã cho thấy xu hướng hồi phục.

#### **3.3.1 Mục tiêu CSTT**

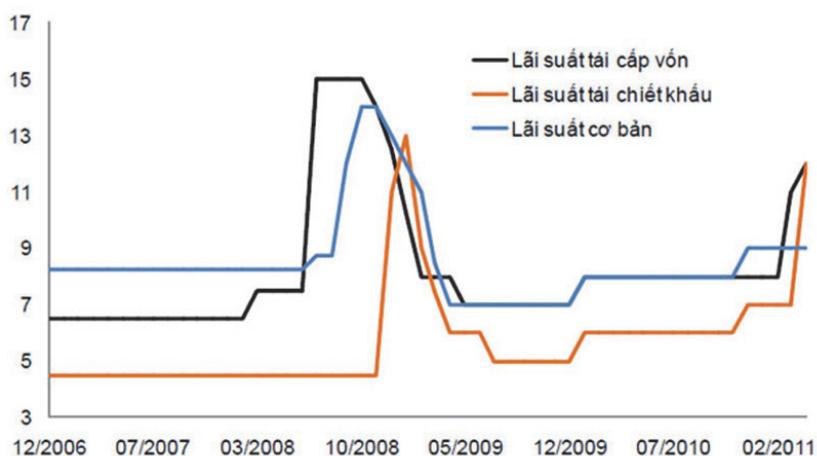
Kể từ năm 2012, NHNN có xu hướng lấy lãi suất làm mục tiêu trung gian trong điều hành CSTT. Đối với mục tiêu cuối cùng, điểm nhấn của công tác điều hành CSTT trong suốt năm 2012 là NHNN theo đuổi mục ổn định giá trị tiền đồng. NHNN đã thể hiện rõ cam kết duy trì lạm phát thấp không chỉ trong ngắn hạn mà cho thấy mục tiêu duy trì lạm phát ổn định trong cả trung và dài hạn, khắc phục được tình trạng theo đuổi các mục tiêu ngắn hạn như TTKT và bỏ rơi mục tiêu dài hạn. Các năm tiếp theo 2013 - 2016, NHNN đã đặt mục tiêu, nhiệm vụ điều hành CSTT chủ động, linh hoạt và phối hợp chặt chẽ với chính sách tài khóa nhằm kiểm soát lạm phát theo mục tiêu đề ra, ổn định kinh tế vĩ mô, hỗ trợ TTKT ở mức hợp lý, bảo đảm thanh khoản của các NHTM và nền kinh tế. Kết quả là trong giai đoạn này lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô vẫn là những mục tiêu được quan tâm hàng đầu bên cạnh việc hỗ trợ TTKT ở mức hợp lý.

#### **3.3.2 Công cụ điều hành CSTT**

+ *Đối với công cụ DTBB*: Trong giai đoạn 2012 - 2016, nền kinh tế đã ổn định hơn nên công cụ DTBB không được sử dụng với việc giữ nguyên các mức tỷ lệ DTBB cho các thời hạn đối với cả nội tệ và ngoại tệ.

+ *Đối với các công cụ tái cấp vốn*: Để thực hiện được mục tiêu giảm lãi suất, hỗ trợ tăng trưởng, NHNN đã đồng loạt điều chỉnh giảm 6 lần các loại lãi suất. Cụ thể, LSTCV đã được điều chỉnh giảm từ 15%/năm xuống còn 9%/năm trong năm 2012 và tiếp tục giảm xuống 7%/năm trong năm 2013 và giảm xuống 6,5%/năm trong năm 2014. LSTCK được điều chỉnh giảm từ 13%/năm xuống 7%/năm trong năm 2012 rồi giảm xuống 5% trong năm 2013 và 4,5% trong năm 2014. Lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng cũng được điều chỉnh giảm từ 16% giảm xuống 10% trong năm 2012, giảm xuống tiếp 8% trong năm 2013 và 7,5% trong năm 2014. Trong hai năm tiếp theo, 2015 - 2016, NHNN vẫn giữ nguyên các mức lãi suất điều hành, qua đó, tạo tâm lý ổn định cho thị trường.

Ngoài ra, NHNN chủ động sử dụng LSTCV, LSTCK để hỗ trợ các NHTM cho vay vào các hoạt động mà chính phủ ưu tiên (như tái cơ cấu nông nghiệp, phát triển thủy sản, công nghiệp hỗ trợ, hỗ trợ cho doanh nghiệp vừa và nhỏ, doanh nghiệp xuất khẩu, doanh nghiệp có ứng dụng công nghệ cao) với mức lãi suất thấp hơn 0,5% - 1% so với mức lãi suất phổ biến của thị trường.



**Hình 2. Diễn biến các mức lãi suất điều hành giai đoạn 2011 - 2015**

*Nguồn: Các tác giả tổng hợp số liệu từ Ngân hàng Nhà nước Việt Nam*

+ Đối với nghiệp vụ thị trường mở: Trong giai đoạn, 2012 - 2016, với điều kiện thanh khoản VND của các NHTM đã được cải thiện và có dư thừa, lãi suất trên thị trường liên ngân hàng giảm so với giai đoạn trước do tăng trưởng tín dụng đã được kiểm soát theo mục tiêu, lạm phát có xu hướng giảm, cho nên NHNN đã điều hành linh hoạt nghiệp vụ thị trường mở theo cả 2 chiều mua/bán nhằm góp phần ổn định thị trường tiền tệ.

**Bảng 3. Doanh số giao dịch trên thị trường mở tại Việt Nam giai đoạn 2012 - 2016**

*Đơn vị: tỷ đồng*

Năm	Mua		Bán	
	Số phiên	Doanh số	Số phiên	Doanh số
2012	299	449.922	79	174.000
2013	257	179.386	161	254.863
2014	253	101.200	231	353.616
2015	258	403.490	130	233.350
2016	260	367.380	99	722.601

*Nguồn: Báo cáo thường niên của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam từ năm 2012 - 2016*

+ Đối với hạn mức tín dụng: Rút kinh nghiệm năm 2011, để tránh tình trạng cao bằng, ngay từ đầu năm 2012, trong Chỉ thị số 01/2012/CT-NHNN, ngày 13/02/2012, NHNN quyết định phân bổ hạn mức tín dụng cho từng NHTM theo các tiêu chí: chất lượng tài sản nợ, tài sản có, quy mô vốn, năng lực quản trị điều hành, quản trị rủi ro, chất lượng nhân lực và tuân thủ các quy định. Theo đó, các NHTM được NHNN phân loại theo 4 nhóm. Nhóm 1: tăng trưởng tín dụng ở mức tối đa 17%; Nhóm 2: tăng trưởng tín dụng ở mức tối đa 15%; Nhóm 3: tăng trưởng 8%; Nhóm 4: thuộc diện phải cơ cấu lại, không được tăng trưởng tín dụng (0%).

Năm 2013, mặc dù lạm phát đã được kiểm soát khá ổn định, nhưng NHNN vẫn tiếp tục duy trì sử dụng công cụ hạn mức tín dụng, không quá 12% so với năm 2012 (Chỉ thị 01/CT-NHNN, ngày 31/01/2013). Thực tế cho thấy, năm 2013, tổng cầu của nền kinh tế thấp, hoạt động sản xuất kinh doanh gặp nhiều khó khăn, cho nên cầu tín dụng yếu, các ngân hàng cũng không mạo hiểm chạy đua tăng trưởng tín dụng, vì vậy, công cụ hạn mức tín dụng hầu như không có ý nghĩa.

Trong giai đoạn 2014 - 2016, lạm phát có xu hướng giảm nên hạn mức tăng trưởng tín dụng được điều chỉnh tăng dần từ 12% lên mức 20%/năm.

+ *Đối với công cụ lãi suất*: Trong năm 2012, quy định trần lãi suất cho vay và huy động vẫn tiếp tục được sử dụng với sự kiểm soát gắt gao. Đứng trước thực trạng nhiều doanh nghiệp phải vay vốn với mức lãi suất quá cao và có nguy cơ lâm vào phá sản và phải giải thể hoặc thu hẹp quy mô sản xuất, trong năm này, NHNN đã có 5 lần điều chỉnh giảm trần lãi suất huy động từ 14%/năm xuống 13%/năm (13/03), rồi 12%/năm (11/04), 11% (28/05), 9% (11/06), cuối cùng là 8% (24/12). Bên cạnh đó, NHNN bổ sung quy định trần lãi suất cho vay ngắn hạn bằng VND đối với các lĩnh vực ưu tiên như nông nghiệp nông thôn, xuất khẩu, công nghiệp hỗ trợ, doanh nghiệp nhỏ và vừa và doanh nghiệp ứng dụng công nghệ cao. Mức trần lãi suất cho vay bằng VND đối với các lĩnh vực ưu tiên thấp hơn khoảng 2 - 3%/năm so với lãi suất cho vay thông thường.

Sang năm 2013, tình trạng thanh khoản tại nhiều NHTM đảo ngược từ thiếu hụt sang dư thừa, bởi vì, sau một thời gian dài chịu lãi suất cao, người dân thắt chặt chi tiêu, hàng tồn kho tăng cao, các doanh nghiệp không dám hoặc không đủ điều kiện vay vốn. Trước tình hình này, các NHTM buộc phải giảm lãi suất huy động xuống dưới trần lãi suất quy định trước khi có điều chỉnh mới từ phía NHNN, điều chưa từng xảy ra trước đó. Cuối cùng, NHNN đã điều chỉnh giảm trần lãi suất 2 lần trong năm 2013 từ mức 8%/năm xuống 7,5%/năm (28/03), và còn 7%/năm (28/06).

Để thúc đẩy hoạt động sản xuất kinh doanh, hỗ trợ tăng trưởng tín dụng, trong năm 2014, NHNN đã tiếp tục thực hiện 2 lần điều chỉnh trần lãi suất huy động vốn đối với tiền gửi VNĐ kỳ hạn 1 - 6 tháng từ mức 7% cuối năm 2013 xuống còn 5,5% kể từ ngày 29/10/2014. Lãi suất huy động bằng VND phổ biến ở mức 0,8 - 1%/năm đối với tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng; 5-5,5%/năm đối với tiền gửi có kỳ hạn 1 tháng đến dưới 6 tháng; 5,7 - 6,8%/năm đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 6 tháng đến dưới 12 tháng; kỳ hạn trên 12 tháng ở mức 6,8 - 7,5%/năm.

Năm 2015, NHNN giữ nguyên các mức quy định về trần lãi suất huy động và cho vay đối với VND nhưng đã quyết định hạ mức lãi suất huy động USD của cá nhân từ 0,75%/năm xuống còn 0,25%/năm và tiếp tục xuống 0%/năm và của tổ chức từ 0,25% xuống 0%/năm. Mục tiêu của chính sách này là để ngăn chặn tình trạng găm giữ ngoại tệ, chuyển từ quan hệ huy động - cho vay bằng ngoại tệ sang quan hệ mua - bán bằng ngoại tệ và giảm sức ép về tỷ giá trong bối cảnh đồng nhân dân tệ phá giá và Fed có khả năng sẽ tăng lãi suất 4 lần trong năm 2016.



+ *Đối với công cụ tỷ giá*: Trong thời gian 2012 - 2015, NHNN đã có chủ trương giữ ổn định tỷ giá và nếu phải điều chỉnh sẽ không quá 1% - 3% (cụ thể, mức điều chỉnh không quá 2% - 3% trong năm 2012 và 2013; không quá 1% - 2% trong năm 2014; không quá 3% trong năm 2015) nhằm kiểm soát kỳ vọng về sự mất giá của đồng Việt Nam, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp chủ động trong việc lập và thực hiện kế hoạch kinh doanh. Ngoài ổn định tỷ giá, tần suất điều chỉnh tỷ giá giai đoạn này cũng giảm dần so với giai đoạn trước. Sau lần điều chỉnh tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng 9,3%/năm vào giữa tháng 2/2011 (trong bối cảnh thị trường ngoại tệ căng thẳng kéo dài do tác động của giá vàng thế giới và lạm phát tăng cao), các năm tiếp theo (2012 - 2014), mỗi năm tỷ giá chỉ điều chỉnh một lần, ngoại trừ năm 2015 do sự biến động kinh tế toàn cầu, sự kiện phá giá đồng Nhân dân tệ (CNY) của Trung Quốc và kỳ vọng điều chỉnh tăng lãi suất điều hành của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) vào cuối năm 2015. NHNN đã phải phá giá 3 lần trong năm 2015 (vào tháng 1, tháng 5 và tháng 8) với mức độ 1%/lần. Cùng với việc phá giá đồng nội tệ, tháng 8/2015 do áp lực phá giá mạnh đồng CNY, NHNN Việt Nam đã điều chỉnh biên độ tỷ giá từ  $\pm 1\%$  lên  $\pm 2\%$  vào ngày 12/08 và lên  $\pm 3\%$  vào ngày 19/08.

Bước sang năm 2016, NHNN bắt đầu thực hiện cơ chế tỷ giá trung tâm, trong đó tỷ giá được xác định trên cơ sở diễn biến của 3 yếu tố chính. Một là, diễn biến tỷ giá bình quân gia quyền trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng ngày hôm trước. Hai là, diễn biến tỷ giá trên thị trường quốc tế của 8 đồng tiền của các nước có quan hệ thương mại, vay, trả nợ và đầu tư lớn với Việt Nam (gồm USD, EUR, CNY, THB, JPY, SGD, KRW, TWD). Ba là, các cân đối kinh tế vĩ mô, tiền tệ và phù hợp với mục tiêu CSTT. Với cơ chế này, sự biến động của tỷ giá phản ánh sát hơn diễn biến của thị trường trong và ngoài nước, từ đó, hạn chế tác động của những cú sốc từ bên ngoài cũng như loại bỏ dần tâm lý găm giữ, đầu cơ trên thị trường ngoại tệ và tiếp tục giảm tình trạng đô la hóa.

### *3.3.3 Đánh giá kết quả điều hành*

Trong giai đoạn 2012 - 2016, cơ chế điều hành CSTT đã có sự đổi mới mạnh mẽ theo hướng chủ động, dẫn dắt thị trường, từng bước chuyển từ cơ chế điều tiết theo khối lượng sang điều hành theo lãi suất, đồng thời có sự điều chỉnh linh hoạt, phù hợp với những diễn biến kinh tế vĩ mô. Kết quả là giảm được mặt bằng lãi suất cho vay, ổn định được tỷ giá, đảm bảo thanh khoản của hệ thống các tổ chức tín dụng, lạm phát liên tục giảm, từng bước tháo gỡ khó khăn cho hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp và hỗ trợ TTKT một cách hợp lý.

## **4. Kiểm chứng quy tắc điều hành CSTT của Việt Nam giai đoạn 2007 - 2016**

### **4.1 Phương pháp nghiên cứu**

Để xem xét các NHTW có tuân thủ theo quy tắc CSTT nào hay không các nghiên cứu trên thế giới (Mehrotra & Sánchez-Fung, 2011) thường ước lượng mô hình bằng phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS). Các nghiên cứu trong bối cảnh của Việt Nam cũng chủ yếu sử dụng phương pháp này (Nguyễn, 2010; Đặng, 2013; Nguyễn, 2014; Nguyễn, 2017; Nguyễn

& cộng sự, 2016). Do vậy, để kiểm định các quy tắc CSTT cho trường hợp của Việt Nam, các tác giả cũng thực hiện hồi quy bằng phương pháp OLS.

## 4.2 Mô hình nghiên cứu

### 4.2.1 Xác định mô hình nghiên cứu

Để xem xét việc thực hiện CSTT của NHNN Việt Nam dựa trên quy tắc nào hay không, ban đầu nghiên cứu kiểm tra hai quy tắc cơ bản là quy tắc Taylor và quy tắc McCallum sau đó sẽ mở rộng sang quy tắc kết hợp Taylor - McCallum. Nghiên cứu không kiểm định quy tắc k% bởi quy tắc này có tính khả thi thấp trong thực tiễn như đã phân tích ở phần trên. Bên cạnh đó, ở Việt Nam, hàng năm NHNN thường công bố mức LPMT (tỷ lệ cụ thể hoặc ngưỡng) nhưng mức này chỉ mang tính định hướng trong ngắn hạn và NHNN không kiên định hoàn toàn khi theo đuổi tỷ lệ đó. Ngoài ra, Việt Nam chưa có một tỷ lệ LPMT hay khung LPMT cố định trong trung và dài hạn, đồng thời chưa có cơ chế rõ ràng trong việc thực hiện mục tiêu lạm phát như các quốc gia theo đuổi chính sách LPMT trên thế giới. Vì vậy, có thể thấy Việt Nam chưa thực hiện chính sách LPMT.

Nghiên cứu lựa chọn thời gian bắt đầu từ năm 2007, bởi vì, đây là năm Việt Nam chính thức trở thành thành viên thứ 150 của WTO, đánh dấu sự hội nhập sâu rộng của Việt Nam vào nền kinh tế thế giới. Trong mô hình kiểm định sự phù hợp của các quy tắc trong điều hành CSTT của NHNN của Việt Nam sẽ tính đến yếu tố hội nhập kinh tế quốc tế. Nói cách khác, mức độ biến động của TGHH được đưa vào phương trình của các quy tắc.

Quy tắc Taylor mở rộng dựa trên ý tưởng của Mehrotra & Sánchez-Fung (2011) được kiểm chứng ở Việt Nam như sau:

$$PR_t = \alpha_T + \beta_T PR_{t-1} + \rho_T (\pi_t - \pi^*) + \delta_T y_t + \varphi_T \Delta e_t \quad (1)$$

Quy tắc McCallum mở rộng dựa trên ý tưởng của Mehrotra & Sánchez-Fung (2011) được kiểm chứng ở Việt Nam như sau:

$$\Delta M_t = \alpha_M + \beta_M \Delta M_{t-1} + \rho_M (\Delta x^* - \Delta x_{t-1}) + \varphi_M \Delta e_t \quad (2)$$

Trong đó:

PR là lãi suất chính sách (Policy Rate), đó là LSTCV.

$\pi$  là tỷ lệ lạm phát tính theo năm tức là tốc độ thay đổi của CPI quý này so với CPI cùng kỳ năm trước, cách này phù hợp với thông lệ quốc tế và đảm bảo tương thích cả về thời gian và tính mùa vụ;  $\pi^*$  là tỷ lệ lạm phát mục tiêu, tỷ lệ này dựa trên mức LPTM công bố trong Nghị quyết về việc phát triển kinh tế - xã hội hàng năm của Quốc hội.

$y_t$ : độ lệch tổng sản lượng so với mức tiềm năng, với:  $y_t = 100 \times (Y - Y^*)/Y$  hoặc  $y_t = 100 \times (\ln Y - \ln Y^*)$  (Kozicki, 1999). Trong đó: Y: GDP thực tế, Y\*: GDP tiềm năng, được tính dựa trên GDP thực tế theo giá năm 2010 bằng phương pháp lọc HP (Hodrick-Prescott filter) sau khi đã hiệu chỉnh mùa vụ theo phương pháp hiệu chỉnh Census X - 12.

$e$  là tỷ giá thị trường của đồng đô la Mỹ so với đồng Việt Nam (VND/USD).  $\Delta e$  là mức độ thay đổi của tỷ giá, một sự gia tăng trong tỷ giá phản ánh sự mất giá của đồng Việt Nam.

$\Delta M$  là tốc độ tăng lượng cung tiền M2. Ở Việt Nam, năm 1996, NHNN bắt đầu sử dụng

chỉ tiêu tổng phương tiện thanh toán (M2) làm mục tiêu trung gian trong điều hành CSTT để đạt các mục tiêu cuối cùng (Nguyễn, 2017). Kể từ đó, hàng năm NHNN đều đặt ra mục tiêu tốc độ tăng tổng phương tiện thanh toán. Do vậy, nghiên cứu thay thế chỉ tiêu M2 cho lượng tiền cơ sở trong công thức McCallum ban đầu chỉ tiêu M2 để phù hợp với thực tiễn điều hành.

$\Delta x$  là tốc độ tăng GDP danh nghĩa;  $\Delta x^*$  là tốc độ tăng GDP danh nghĩa mục tiêu, được tính bằng tổng của tốc độ tăng trưởng GDP thực tế trong dài hạn (hoặc GDP thực tế tiềm năng) và tỷ lệ LPMT.

Sau khi kiểm tra từng quy tắc riêng lẻ, nghiên cứu sẽ mở rộng với quy tắc kết hợp Taylor - McCallum của Mehrotra & Sánchez - Fung (2011). Bởi vì, bên cạnh lượng cung tiền M2, NHNN Việt Nam còn sử dụng lãi suất và tổng tín dụng trong điều hành CSTT để đạt các mục tiêu kinh tế vĩ mô.

Quy tắc kết hợp Taylor - McCallum với công cụ lãi suất có dạng như sau:

$$PR_t = \alpha_{TM} + \beta_{TM} PR_{t-1} + \delta_{TM} (\Delta x^* - \Delta x_{t-1}) + \varphi_{TM} \Delta e_t \quad (4.3)$$

Hoặc quy tắc kết hợp Taylor - McCallum với công cụ lượng tiền có dạng:

$$\Delta M_t = \alpha_{TM} + \beta_{TM} \Delta M_{t-1} + \rho_{TM} (\pi_t - \pi^*) + \delta_{TM} y_t + \varphi_{TM} \Delta e_t \quad (4.4)$$

Ngoài ra, trên thực tế, hàng năm Chính phủ Việt Nam đều đề ra mục tiêu tốc độ TTKT, cho nên, bên cạnh kiểm tra các quy tắc với độ lệch sản lượng, nghiên cứu còn xem xét các quy tắc với độ lệch tốc độ TTKT thay cho độ lệch sản lượng của Blattner & Margaritov (2010), nó được tính bằng chênh lệch giữa tốc độ TTKT thực hiện với tốc độ TTKT mục tiêu.

Tóm lại, Bảng 4 mô tả các biến số mà nghiên cứu sẽ sử dụng để kiểm định các quy tắc điều hành CSTT của NHNN Việt Nam giai đoạn 2007 - 2016.

**Bảng 4. Danh mục các biến số trong quy tắc chính sách tiền tệ**

Tên biến	Ý nghĩa	Đơn vị
<b>Công cụ CSTT</b>		
P_RATE	LSTCV	%
M2_GROW	Tốc độ tăng cung tiền M2	%
<b>Định hướng CSTT</b>		
INF_GAP	Chênh lệch lạm phát giữa lạm phát thực hiện với lạm phát mục tiêu ( $\pi_t - \pi^*$ )	%
OUT_GAP	Độ lệch của sản lượng thực tế với sản lượng tiềm năng ( $y_t$ )	%
OUT_G_GAP	Độ lệch của tốc độ TTKT thực tế với tốc độ TTKT mục tiêu	%
NGDP_GAP	Chênh lệch giữa tốc GDP danh nghĩa mục tiêu và GDP danh nghĩa thực hiện ( $\Delta x^* - \Delta x_{t-1}$ )	%
ER_GROW	Tốc độ mất giá của VND so với USD ( $\Delta e$ )	%

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

#### 4.2.2 Số liệu và nguồn số liệu

Nghiên cứu được thực hiện dựa trên số liệu quý từ quý 01/2007 cho đến quý 04/2016 và tổng cộng có 40 quan sát. Số liệu về GDP thực tế và danh nghĩa được thu thập từ Tổng cục Thống kê, các số liệu còn lại được thu thập từ Thống kê tài chính quốc tế (IFS) của IMF. Chi tiết về các chỉ tiêu thống kê của các biến số được trình bày trong Bảng 5 dưới đây:

**Bảng 5. Mô tả thống kê các biến số trong mô hình**

Biến số	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
P_RATE	40	8,57	2,86	6,50	15,00
INF_GAP	40	1,46	2,21	-1,06	8,19
OUT_GAP	40	0,03	0,94	-2,33	1,66
OUT_G_GAP	40	0,91	1,07	-1,15	4,25
M2_GROW	40	5,41	3,11	-0,37	12,87
NGDP_GAP	40	-6,08	21,78	-65,35	57,61
ER_GROW	40	0,83	1,86	-0,96	9,35

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ phần mềm kinh tế lượng

#### 4.3 Kết quả kiểm định

##### 4.3.1 Kiểm tra các giả thuyết của mô hình OLS

\* Kiểm tra tính dừng của các biến số

Tính chất của chuỗi thời gian được xác định thông qua phương pháp kiểm tra tính dừng ADF. Bảng 6 cho thấy, ở mức ý nghĩa 10%, tất cả các biến số đều dừng. Do đó, để kiểm định quy tắc CSTT nghiên cứu sử dụng phương pháp OLS.

**Bảng 6. Kiểm tra tính dừng đối với các biến số**

Biến số	Chuỗi gốc
P_RATE	-2,97
INF_GAP	-2,91
OUT_GAP	-4,07
OUT_G_GAP	-7,71
M2_GROW	-4,92
ER_GROW	-6,71
NGDP_GAP	-6,21

Nguồn: Các giả tính toán và tổng hợp trên các phần mềm kinh tế lượng

Ghi chú: Tại mức ý nghĩa 5% và 10% giá trị bác bỏ cho kiểm tra với hệ số lần lượt là -2.94, 2.61

*\* Kiểm tra mối quan hệ tương quan giữa các biến*

Để tránh vấn đề đa cộng tuyến, nghiên cứu đã kiểm tra hệ số tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình. Kết quả xác định hệ số tương quan cho thấy giá trị của hệ số tương quan giữa các biến số độc lập trong các mô hình đều nhỏ hơn 0,5<sup>2</sup>. Như vậy, mô hình hồi quy không có hiện tượng đa cộng tuyến.

**4.3.2 Kết quả hồi quy**

Kết quả hồi quy đối với quy tắc Taylor mở rộng cho thấy công cụ lãi suất đã được sử dụng để kiểm soát lạm phát và sự mất giá của đồng nội tệ. Khi lạm phát và/hoặc TGHD tăng (đồng nội tệ có xu hướng mất giá) lãi suất sẽ tăng lên để hạn chế lạm phát và sự mất giá của đồng tiền. Tuy nhiên, với mục tiêu về sản lượng, công cụ lãi suất vẫn chưa thực hiện được. Đối với quy tắc McCallum mở rộng, công cụ M2 chưa được dùng để đạt mục tiêu GDP danh nghĩa, nhưng đã được sử dụng để ổn định TGHD. Cụ thể, khi TGHD NHNN sẽ giảm lượng cung tiền M2 và ngược lại (Bảng 7).

**Bảng 7. Kết quả hồi quy với quy tắc Taylor mở rộng và quy tắc McCallum mở rộng**

Biến độc lập	Quy tắc Taylor mở rộng		Biến độc lập	Quy tắc McCallum mở rộng	
	Hệ số	P_value		Hệ số	P_value
P_RATE(t-1)	0,76606	(0,0000)	M2_GROW (t-1)	0,33785	(0,0188)
INF_GAP	<b>0,53214</b>	0,33785	NGDP_GAP	0,00890	(0,5029)
OUT_GAP	0,00097	(0,0023)			
ER_GROW	<b>0,20043</b>	(0,9937)	ER_GROW	<b>-0,46542</b>	(0,0214)
_CONS	1,05125	(0,0503)	_CONS	3,94990	(0,0000)
R2	0,87905	(0,0778)	R2	0,22522	

*Nguồn: Các giả tính toán và tổng hợp trên các phần mềm kinh tế lượng*

Do cả hai quy tắc Taylor và McCallum mở rộng đều chưa vận dụng để dự báo xu hướng điều hành CSTT của NHNN, cho nên, các tác giả lựa chọn phương án kết hợp quy tắc Taylor - McCallum để kiểm chứng. Kết quả ước lượng được mô tả trong Bảng 8.

Kết quả cho thấy công cụ lãi suất được sử dụng để điều chỉnh cả tốc độ tăng GDP danh nghĩa lẫn mục tiêu ổn định TGHD. Nói cách khác, quy tắc kết hợp Taylor-McCallum với công cụ lãi suất đã phản ánh hành vi điều hành CSTT của NHNN. Ta có thể biểu diễn cách thức điều chỉnh lãi suất của NHNN theo quy tắc này dưới dạng như sau:

$$P\_RATE_t = 1.74 + 0.73 \times P\_RATE_{t-1} - 0.03 \times NGDP\_GAP_t + 0.42 \times ER\_GROW_t$$

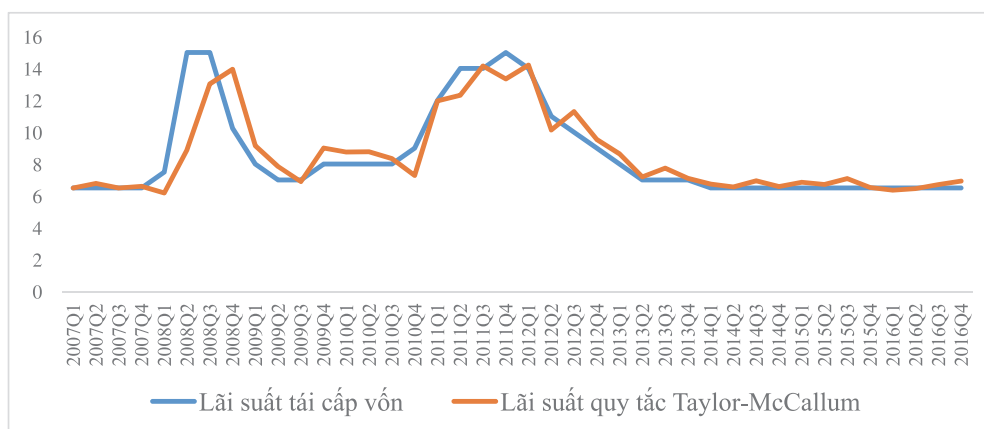
**Bảng 8. Kết quả hồi quy với quy tắc kết hợp Taylor-McCallum**

Biến độc lập	Quy tắc Taylor mở rộng		Biến độc lập	Quy tắc McCallum mở rộng	
	Hệ số	P_value		Hệ số	P_value
P_RATE (t-1)	0,73394	(0,0000)	M2_GROW (t-1)	0,34777	(0,0128)
NGDP_GAP	<b>-0,03250</b>	(0,0027)	INF_GAP	<b>-0,53036</b>	(0,0233)
ER_GROW	<b>0,41687</b>	(0,0106)	OUT_GAP	<b>0,92993</b>	(0,0850)
			ER_GROW	-0,25505	(0,2990)
_CONS	1,73839	(0,0555)	_CONS	4,42021	(0,0000)
R2	0,76695		R2	0,33772	

Nguồn: Các giả tính toán và tổng hợp trên các phần mềm kinh tế lượng

Từ Hình 3 có thể thấy lãi suất theo quy tắc kết hợp Taylor-McCallum với công cụ lãi suất biến động cùng chiều và theo khá sát lãi suất điều hành của NHNN, đặc biệt là giai đoạn từ 2012 trở đi. Đây cũng là thời điểm NHNN bắt đầu lấy lãi suất làm mục tiêu trung gian trong điều hành CSTT.

Đơn vị: %



**Hình 3. LSTCV và lãi suất quy tắc kết hợp Taylor-McCallum với công cụ lãi suất giai đoạn 2007 - 2016**

Nguồn: Các tác giả tự tính toán

Đối với quy tắc kết hợp Taylor - McCallum với công cụ lượng cung tiền, M2 đã được sử dụng để kiểm soát cả lạm phát và ổn định sản lượng, song mục tiêu ổn định TGHĐ thì vẫn chưa đạt được.

Ngoài xem xét các quy tắc đối với độ lệch sản lượng, nghiên cứu sẽ tiến hành thêm với biến độ lệch tốc độ TTKT vì trên thực tế, hàng năm chính phủ Việt Nam đều đề ra mục tiêu tốc độ TTKT. Nghiên cứu dựa trên giả định rằng, nếu kỳ trước tốc độ TTKT thấp hơn mục

tiêu thì trong kỳ này các công cụ của CSTT có xu hướng nói lỏng, tức là giảm lãi suất hoặc tăng lượng cung tiền.

Trước hết, nghiên cứu xem xét quy tắc Taylor và McCallum mở rộng với mục tiêu tốc độ TTKT.

**Bảng 9. Kết quả hồi quy với các quy tắc Taylor và McCallum mở rộng theo mục tiêu tốc độ TTKT**

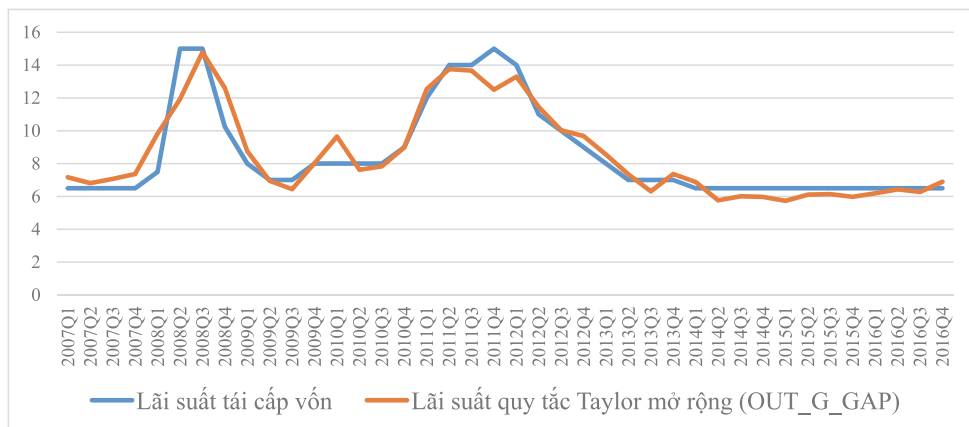
Biến độc lập	Quy tắc Taylor mở rộng		Biến độc lập	Quy tắc McCallum mở rộng	
	Hệ số	P_value		Hệ số	P_value
P_RATE (t-1)	0,77682	(0,0000)	M2_GROW (t-1)	<b>0,36075</b>	(0,0048)
INF_GAP	0,53916	(0,0013)	INF_GAP	0,32886	(0,1215)
OUT_G_GAP (t-1)	0,16747	(0,0637)	OUT_G_GAP (t-1)	0,17368	(0,5368)
ER_GROW	<b>0,20164</b>	(0,0440)	ER_GROW	<b>0,35444</b>	(0,0650)
_CONS	0,79530	(0,2071)	_CONS	4,00458	(0,0001)
R2	0,88284		R2	0,28185	

*Nguồn: Các giả tính toán và tổng hợp trên các phần mềm kinh tế lượng*

Kết quả cho thấy, với quy tắc Taylor có tính đến yếu tố hội nhập của nền kinh tế, tất cả các hệ số của các biến mục tiêu trong nghiên cứu đều có ý nghĩa thống kê. Như vậy, công cụ lãi suất không chỉ được NHNN sử dụng để kiểm soát lạm phát khi nó lệch khỏi lạm phát mục tiêu mà còn sử dụng nhằm đạt mục tiêu ổn định tốc độ TTKT và bình ổn TGHH. Quy tắc Taylor mở rộng với biến độ lệch tốc độ tăng trưởng đã phản ánh được hành vi điều hành CSTT của NHNN. Ta có thể biểu diễn như sau:

$$P\_RATE_t = 0.8 + 0.78 \times P\_RATE_{t-1} + 0.54 \times INF\_GAP_t + 0.17 \times OUT\_G\_GAP_{t-1} + 0.20 \times ER\_GROW_t$$

*Đơn vị: %*



**Hình 4. LSTCV và lãi suất quy tắc Taylor mở rộng theo mục tiêu tốc độ TTKT**

*Nguồn: Các tác giả tự tính toán*

Từ Hình 4 có thể thấy, cũng giống như kết luận ở trường hợp quy tắc kết hợp Taylor-McCallum với công cụ lãi suất ở trên, lãi suất quy tắc Taylor mở rộng theo mục tiêu tốc độ TTKT biến động cùng chiều và theo khá sát lãi suất điều hành của NHNN, nhất là giai đoạn từ 2012 trở đi.

Nghiên cứu tiếp tục tiến hành với quy tắc Taylor - McCallum, kết quả là công cụ M2 được sử dụng để đảm bảo mục tiêu ổn định TGHD mà chưa được sử dụng để kiểm soát lạm phát và ổn định tốc độ TTKT.

**Bảng 10. Kết quả hồi quy với quy tắc Taylor - McCallum theo mục tiêu tốc độ TTKT**

Biến độc lập	Quy tắc Taylor - McCallum	
	Hệ số	P_value
P_RATE (t-1)	0,36075	(0,0048)
INF_GAP	-0,32886	(0,1215)
OUT_G_GAP (t-1)	0,17368	(0,5368)
ER_GROW	<b>-0,35444</b>	(0,0650)
_CONS	4,00458	(0,0001)
R2	0,28185	

*Nguồn: Tác giả tính toán và tổng hợp trên các phần mềm kinh tế lượng*

Tổng hợp các kết quả ở trên có thể thấy, trong giai đoạn 2007 - 2016, tuy không công bố chính thức, NHNN cũng đã có những nguyên tắc nhất định khi điều hành CSTT chứ không hoàn toàn tùy nghi để đạt được các mục tiêu mong muốn. Cụ thể, NHNN đã vận dụng quy tắc Taylor mở rộng để đạt cả ba mục tiêu kiềm chế lạm phát, ổn định tốc độ TTKT và TGHD. Đồng thời, NHNN còn vận dụng cả quy tắc kết hợp Taylor - McCallum với công cụ lãi suất để theo đuổi mục tiêu ổn định GDP danh nghĩa và TGHD.

Về mặt công cụ, bên cạnh lãi suất, NHNN cũng sử dụng thêm lượng cung tiền M2 để ổn định lạm phát, sản lượng hoặc TGHD. Tuy vậy, NHNN chú trọng sử dụng công cụ lãi suất hơn lượng cung tiền M2. Hành động đó có thể được giải thích bởi thực tế công cụ lãi suất thường được sử dụng dưới góc độ hành chính đã tác động tới thị trường nhanh và mạnh hơn so với công cụ kiểm soát lượng tiền. Hơn nữa, thị trường tài chính của Việt Nam vẫn đang trong quá trình hoàn thiện nên sự truyền dẫn CSTT thông qua công cụ lượng cung tiền sẽ có độ trễ lớn hơn và qua nhiều kênh trung gian làm cho mức độ tác động bị giảm và có thể làm sai lệch đường đi của công cụ, khó đạt được mục tiêu cuối cùng về mức lạm phát cũng như sản lượng (hay TTKT). Vì vậy, trong những thời kỳ lạm phát cao hoặc sản lượng (hay TTKT) thấp, công cụ lãi suất đã được NHNN vận dụng khá triệt để thông qua việc thay đổi liên tục các mức lãi suất điều hành.

Kết quả kiểm định trên cũng phù hợp với thực tế khi từ năm 2012, NHNN đã chuyển hướng lấy lãi suất làm mục tiêu trung gian trong điều hành CSTT. Sự chuyển hướng này của NHNN Việt Nam rất phù hợp với xu hướng chung của các nước trên thế giới khi sử dụng công cụ lãi suất thay vì lượng tiền trong điều hành CSTT (Cochrane, 2007; Nguyễn, 2014).

Trong quá trình sử dụng công cụ lãi suất để theo đuổi cả mục tiêu kiềm chế lạm phát và ổn định tốc độ TTKT thì NHNN ưu tiên mục tiêu kiềm chế lạm phát hơn mục tiêu ổn định tốc



độ TTKT. Điều đó thể hiện ở hệ số phản ứng của CSTT trước độ lệch của lạm phát (0,5392) lớn hơn hệ số phản ứng của CSTT trước độ lệch của tốc độ TTKT (0,1675). Phân tích thực trạng điều hành CSTT ở Phần 3 cho thấy, trong những năm đầu của giai đoạn 2007 - 2016, nền kinh tế Việt Nam đối mặt với lạm phát cao (lên tới 2 con số vào các năm 2007, 2008, 2010 và 2011) nên NHNN đã sử dụng các công cụ CSTT để ưu tiên kiềm chế lạm phát hơn là ổn định tốc độ TTKT. Kết quả là lạm phát đã giảm xuống mức 1 con số (thậm chí đến năm 2015 lạm phát chỉ còn ở mức 0,63%) đi cùng với đó là tốc độ TTKT tăng dần trở lại. Điều này cho thấy ưu tiên chính sách của NHNN trong giai đoạn này đã phát huy hiệu quả.

## **5. Một số kiến nghị đối với NHNN trong điều hành CSTT**

Hiện nay, nền kinh tế Việt Nam đang ngày càng hội nhập sâu rộng với nền kinh tế thế giới, cho nên yêu cầu về tính minh bạch và hợp tác trong các chính sách kinh tế nói chung và CSTT nói riêng ngày càng cao. Do đó, thực thi CSTT theo nguyên tắc là cần thiết để gia tăng tính minh bạch, mức độ hợp tác và ổn định nội tại của nền kinh tế trong nước cũng như trong khu vực. Phân tích thực trạng điều hành CSTT tại Việt Nam trong những năm qua cho thấy khi nền kinh tế có những diễn biến bất thường do các cú sốc ngoại sinh, NHNN còn nhiều lúng túng trong việc điều chỉnh các công cụ để ổn định nền kinh tế. Trong thời gian tới, khi mức độ mở cửa nền kinh tế ngày càng tăng, các cú sốc từ bên ngoài ngày một nhiều và thường xuyên hơn, nếu CSTT không có một nguyên tắc chính thức thì khó có thể ứng phó được. Như vậy, để giúp NHNN giành thế chủ động mang tính dài hạn và tăng hiệu quả điều hành CSTT, nghiên cứu đã đề xuất một số kiến nghị cụ thể.

### **5.1 Tiếp tục vận dụng quy tắc Taylor mở rộng và quy tắc kết hợp Taylor - McCallum**

Kinh nghiệm vận dụng quy tắc CSTT của các nước trên thế giới đã chỉ ra rằng mỗi quy tắc đều có những ưu điểm và hạn chế. Trong điều kiện nền kinh tế không có nhiều biến động thì có thể áp dụng quy tắc Taylor (William, 2009; Vũ, 2015). Song khi nền kinh tế có những biến động mạnh hay có các cú sốc từ phía cung hoặc khi lãi suất đã tiệm cận mức 0% việc áp dụng quy tắc Taylor sẽ không còn phù hợp nữa. Khi đó quy tắc kết hợp Taylor - McCallum sẽ hiệu quả hơn. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu của Mehrotra & Sánchez-Fung (2011) đối với 20 nền kinh tế mới nổi đã cho thấy, với những nước theo đuổi CSTT định hướng lạm phát mục tiêu thì quy tắc kết hợp Taylor - McCallum cũng sẽ hiệu quả hơn các quy tắc thuần túy.

Ở Việt Nam, kết quả kiểm định ở trên cho thấy, trong thời gian vừa qua, việc điều hành CSTT của NHNN đã tuân thủ cả quy tắc Taylor mở rộng và quy tắc kết hợp Taylor - McCallum. Trong đó, vận dụng quy tắc Taylor mở rộng có thể cho phép theo đuổi đồng thời cả hai mục tiêu kiểm soát lạm phát và ổn định tốc độ TTKT, đó là hai trong số những nhiệm vụ quan trọng của NHNN. Hiện tại, nền kinh tế Việt Nam tương đối ổn định, lạm phát được kiểm soát ở mức mục tiêu, TTKT có xu hướng tăng dần, do đó trong thời gian tới NHNN vẫn có thể tiếp tục tham khảo quy tắc Taylor mở rộng. Tuy vậy, khi nền kinh tế đối mặt với những cú sốc hoặc khi theo đuổi CSTT định hướng LPMT thì NHNN nên chuyển sang vận dụng quy tắc kết hợp Taylor - McCallum nhằm tăng tính linh hoạt cũng như hiệu quả của CSTT.

## **5.2 Nên thay đổi giá trị của các hệ số phản ứng trong các quy tắc CSTT sau mỗi giai đoạn**

Theo kết quả ước lượng ở trên, trong giai đoạn 2007 - 2016, hệ số phản ứng của lãi suất trước độ lệch của lạm phát là 0,5392; trước độ lệch của tốc độ TTKT là 0,1675 và trước tốc độ mất giá của đồng nội tệ là 0,2016. Điều này có nghĩa, nếu lạm phát cao hơn mức mục tiêu là 1% thì NHNN nên tăng LSTCV 0,5392%; nếu tốc độ TTKT thấp hơn mục tiêu 1% thì NHNN nên giảm LSTCV 0,1675%; nếu mức độ mất giá của đồng nội tệ cao hơn mục tiêu 1% thì LSTCV nên tăng 0,2016%.

Các hệ số phản ứng ở trên có thể phù hợp trong giai đoạn nghiên cứu và NHNN có thể tiếp tục sử dụng để tham chiếu trong thời gian tới khi nền kinh tế không có thay đổi lớn. Tuy nhiên, sau một thời gian nhất định, NHNN nên xem xét và điều chỉnh lại các hệ số phản ứng cho phù hợp nhằm tăng khả năng thích ứng của CSTT tiền tệ trong điều kiện nền kinh tế trong nước có nhiều biến động và đang gia tăng mức độ hội nhập vào nền kinh tế thế giới. Bên cạnh đó, việc duy trì giá trị của hệ số phản ứng trong thời gian dài có thể dẫn đến tình trạng công chúng nắm bắt được quy luật và dự báo được cách thức điều hành CSTT của NHNN nên họ có thể thực hiện hành vi đầu cơ và thâm tóm trên thị trường tài chính làm sai lệch thông tin của chính sách; hoặc họ có các biện pháp đối phó với sự thay đổi của chính sách làm giảm yếu tố mang tính cú sốc của chính sách khiến cho hiệu quả của chính sách giảm xuống.

Ngoài thay đổi giá trị của các hệ số phản ứng, trong quá trình điều hành, NHNN cũng nên có những nghiên cứu để điều chỉnh và bổ sung thêm các biến số mới trong các quy tắc điều hành cũ (ví dụ bổ sung yếu tố trễ hay kỳ vọng của các biến số,...), đồng thời tìm kiếm các quy tắc điều hành CSTT mới phù hợp và có hiệu quả hơn.

## **5.3 Cần có sự phối hợp giữa NHNN với các cơ quan, ban ngành để đạt các mục tiêu kinh tế vĩ mô**

Ở Việt Nam, hàng năm, Quốc hội thường đặt ra các mục tiêu về TTKT và lạm phát, tuy nhiên, các chỉ tiêu về lạm phát và TTKT thường dựa vào các mức đã đạt được các năm trước mà ít đưa ra trên cơ sở dự báo những biến động trong kỳ kế hoạch cũng như những tác động trễ của chính sách trong các thời kỳ trước. Để cải thiện tình trạng đó cần nâng cao năng lực phân tích và dự báo của NHNN. Song muốn phân tích đúng và dự báo được lại cần phải có đầy đủ số liệu thống kê đồng thời số liệu thống kê phải đảm bảo chính xác và cập nhật. Điều này đòi hỏi phải có sự phối hợp của ngành thống kê. Theo đó, ngành thống kê cần phải hoàn thiện hệ thống và đồng bộ các phương thức thu thập số liệu giữa các cuộc điều tra, các báo cáo định kỳ; tăng cường ứng dụng công nghệ trong thu thập và xử lý thông tin các cuộc điều tra; đẩy mạnh hoạt động đào tạo và phát triển nguồn nhân lực thống kê nhằm nâng cao chất lượng và bảo đảm đủ số lượng.

Ngoài ra, NHNN cũng cần có sự phối hợp từ phía Chính phủ. Thời gian qua, Quốc hội đặt ra mục tiêu ổn định giá cả nhằm duy trì mục tiêu lạm phát, tuy nhiên, mức nợ công của Chính phủ không ngừng tăng lên (nợ công/GDP tăng từ 48,8% năm 2007 lên 63,6% năm 2016 (Hoàng, 2018)). Bên cạnh đó, những lần điều chỉnh tiền lương, giá điện, giá xăng dầu,... của Chính phủ đã khiến cho chỉ số giá tăng cao. Vì vậy, để đạt được các mục tiêu kinh tế vĩ mô, Chính phủ cần phối hợp với NHNN để đưa ra các biện pháp và cơ chế điều hành thống nhất, phù hợp.

## Tài liệu tham khảo

- Ball, L. (1999), “Efficient rules for monetary policy”, Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper G97/3, January, Published in *International Finance*, Vol. 2 No. 1, pp. 63 - 83.
- Blattner, T.S. & Margaritov, E. (2010), “Towards a robust monetary rule for the Euro area”, *Working paper series No 1210*, ECB, <https://ssrn.com/abstract=1617252>. (truy cập ngày 10/12/2020).
- Cochrane, J.H. (2007), “Identification with Taylor rules: a critical review”, *NBER working paper*, No. 13410, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Đặng, A.T. (2013), “Quy tắc chính sách tiền tệ và kết quả kinh tế vĩ mô trong điều kiện Việt Nam”, *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, Số 190, tr. 15 - 19.
- Friedman, B.M. (1968), “The role of monetary policy”, *American Economic Review*, Vol. 58, pp. 1 - 17.
- Hoàng, N.Â. (2018), *Quản lý nợ công của Việt Nam trong hội nhập quốc tế*, Luận án tiến sỹ, Học viện Chính trị Quốc gia Hồ Chí Minh.
- Kahn, G.A. (2010), “Taylor rule deviations and financial imbalances”, *Economic Review*, Vol. 95, pp. 63 - 99.
- Kong, D. (2008), “Monetary policy rule for China: 1994 - 2006”, *East Asia Economic Research Group Discussion Paper No. 14*, School of Economics, The University of Queensland.
- Kozicki, S. (1999), “How useful are Taylor rules for monetary policy”, Federal Reserve Bank of Kansas, *Economic Review*, Vol. 84, pp. 5 - 33.
- McCallum, B.T. (1993), “Discretion versus policy rules in practice, two critical points: A comment”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39th, December, pp. 215 - 220.
- Mehrotra, A. & Sánchez-Fung, J.R. (2011), “Assessing McCallum and Taylor rules in a cross-section of emerging market economies”, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, No. 21, pp. 207 - 228.
- Mishkin, F.S. (2000), “Inflation targeting in emerging market countries”, *NBER Working Paper 7618*, <https://www.nber.org/papers/w7618.pdf>.
- Mishkin, F.S. (2001), “Inflation targeting”, *Paper prepared for Brian Vane and Howard Vine, an Encyclo - pedia of Macroeconomics*, Edward Elgar.
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. (2007), *Báo cáo thường niên năm 2007*, NXB Thông tin và Truyền Thông.
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. (2008), *Báo cáo thường niên năm 2008*, NXB Thông tin và Truyền Thông.
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. (2009), *Báo cáo thường niên năm 2009*, NXB Thông tin và Truyền Thông.
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. (2010), *Báo cáo thường niên năm 2010*, NXB Thông tin và Truyền Thông.
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. (2011), *Báo cáo thường niên năm 2011*, NXB Thông tin và Truyền Thông.
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. (2012), *Báo cáo thường niên năm 2012*, NXB Thông tin và Truyền Thông.

- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. (2013), *Báo cáo thường niên năm 2013*, NXB Thông tin và Truyền Thông.
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. (2014), *Báo cáo thường niên năm 2014*, NXB Thông tin và Truyền Thông.
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. (2015), *Báo cáo thường niên năm 2015*, NXB Thông tin và Truyền Thông.
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. (2016), *Báo cáo thường niên năm 2016*, NXB Thông tin và Truyền Thông.
- Nguyễn, H.T. (2018), “Chính sách tiền tệ và quy tắc Taylor: nghiên cứu thực nghiệm tại một số quốc gia Đông Nam Á”, *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, năm thứ 29, Số 6, tr. 45 - 70.
- Nguyễn, T.H.L. (2010), "Taylor rule and optimal monetary policy in Vietnam", *Yokohama Journal of Social Sciences*, Vol. 15 No. 4, pp. 474 - 489.
- Nguyễn, T.Â. (2017), *Vận dụng quy tắc Taylor trong cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam*, Luận án tiến sĩ kinh tế, ĐH Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh.
- Nguyễn, T.H. (2012), *Hoàn thiện các điều kiện để áp dụng việc điều hành chính sách tiền tệ theo khuôn khổ lạm phát mục tiêu tại Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ, Học viện Ngân hàng.
- Nguyễn, T.N. (2014), “Áp dụng nguyên tắc Taylor trong việc xác định lãi suất mục tiêu trong điều hành chính sách tiền tệ của Việt Nam”, *Đề tài nghiên cứu khoa học cấp ngành năm 2013*.
- Nguyễn, T.N. (2017), *Nhân tố ảnh hưởng tới hiệu lực của kênh lãi suất trong điều hành chính sách tiền tệ của Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ, Học viện Ngân hàng.
- Nguyễn, T.T.V., Nguyễn, T.H., Lê, P.T.Q., Nguyễn, M.T. & Đinh, T.H.T. (2016), *Xây dựng tham số cho quy tắc điều hành chính sách tiền tệ Việt Nam trong thời kỳ hội nhập kinh tế quốc tế*, Đề tài khoa học cấp cơ sở, Trường Đại học Ngoại thương.
- Phạm, T.B.O. (2017), *Hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong điều kiện nền kinh tế thị trường*, Luận án Tiến sĩ, Viện nghiên cứu quản lý Kinh tế Trung Ương.
- Salter, A.W. (2014), “An Introduction to Monetary Policy Rules”, *Mercatus Working Paper*, Mercatus Center at George Mason University, Arlington, VA, <http://mercatus.org/publication/introduction-monetary-policy-rules>.
- Samia, M. (2009), “Taylor rule: Presentation, interpretation and estimation the case of the Tunisian Central Bank”, *Submission for the 3rd Italian Congress of Econometrics and Empirical Economics (ICEEE 2009)*.
- Svensson, L.E.O. (2000), “Open-economy inflation targeting”, *Journal of International Economics*, Vol. 50 No. 1, pp. 155 - 18.
- Taylor, J.B. (1993), “Discretion versus policy rules in practice”, *Paper prepared for Carnegie-Rochester Conference series on Public Policy*, Vol. 39, pp. 195 - 214.
- Vũ, X.H. (2012), *Quy tắc Taylor và gợi ý chính sách điều hành lãi suất cho Việt Nam*, Công trình sinh viên Nghiên cứu khoa học, Trường Đại học Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội.
- Vũ, H.Y. (2015), “Áp dụng nguyên tắc Taylor tại Nhật Bản và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam”, *Tạp chí Ngân hàng*, Số 19, tr. 48 - 56.
- William, J.C. (2009), “Heeding Daedalus: Optimal inflation and the zero lower bound”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Economic Studies Program, The Brookings Institution, Vol. 40 No. 2, pp. 1 - 49.