

# CẦU TIỀN TRONG MỐI QUAN HỆ VỚI LẠM PHÁT VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CỦA VIỆT NAM

TS. Nguyễn Phi Lâm \*

**T**rong những năm gần đây, tốc độ tăng chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tại Việt Nam luôn diễn biến bất thường và ở trạng thái cao hơn nhiều so với các nước trên thế giới và trong khu vực; đây cũng là một chủ đề thu hút sự quan tâm của các nhà khoa học và hoạch định chính sách. Vậy, đâu là nguyên nhân của lạm phát cao của Việt Nam trong các năm gần đây? Về mặt lý thuyết và thực tiễn, việc Việt Nam phải đối mặt với lạm phát cao trong những năm gần đây bắt nguồn từ nhiều nguyên nhân, cả bên ngoài và bên trong nội tại của nền kinh tế. Tuy nhiên, ở góc độ nào đó, lạm phát cũng bắt nguồn từ sự mất cân đối vĩ mô trong đó có sự mất cân đối giữa cung và cầu tiền trong nền kinh tế. Do đó, để có thể kiểm soát tốc độ tăng CPI trong thời gian tới, dưới góc độ tiền tệ, đòi hỏi chúng ta phải xem xét thẳng thắn về mối quan hệ giữa cầu tiền với lạm phát và tầm quan trọng của cầu tiền trong việc hoạch định chính sách

tiền tệ quốc gia tại Việt Nam.

## 1. Lạm phát tại Việt Nam

(Xem Biểu 1)

Nếu trong giai đoạn 2001 - 2005, tốc độ tăng chỉ số CPI cuối kỳ bình quân tại Việt Nam chỉ duy trì ở mức 5,1%; thì bước sang giai đoạn 2006 - 2010, con số này đã ở mức 11,47%, tăng gấp hơn 2 lần so với tốc độ tăng bình quân của giai đoạn trước. Tuy nhiên, điều đáng chú ý ở đây đó là tốc độ tăng chỉ số CPI trong giai đoạn này luôn đi kèm cùng với việc mở rộng nhanh chóng của cung tiền, tín dụng và tổng đầu tư toàn xã hội (xem Biểu 2).

Vấn đề đặt ra ở đây là liệu cung tiền đã vượt quá cầu tiền trong nền kinh tế hay chưa và làm sao xác định được cầu tiền trong nền kinh tế. Theo nhà kinh tế học người Mỹ Irving Fisher, thì lượng tiền tệ đối với nền kinh tế được xác định dựa trên công thức:

$$Py \equiv MV \quad (1)$$

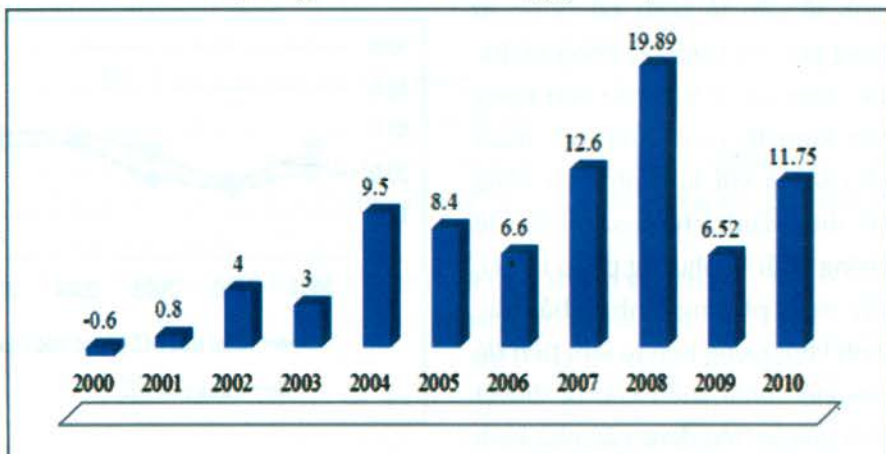
hoặc biến thể của nó

$$M^* + V^* \equiv P^* + y^* \quad (2)$$

Tại đó:  $M^*$  là tốc độ tăng tiền tệ;  $V^*$  là tốc độ tăng của vòng quay tiền tệ;  $P^*$  là tốc độ tăng chỉ số CPI; và  $y^*$  là tốc độ tăng GDP theo giá không đổi.

Theo cách tính lượng tiền cần

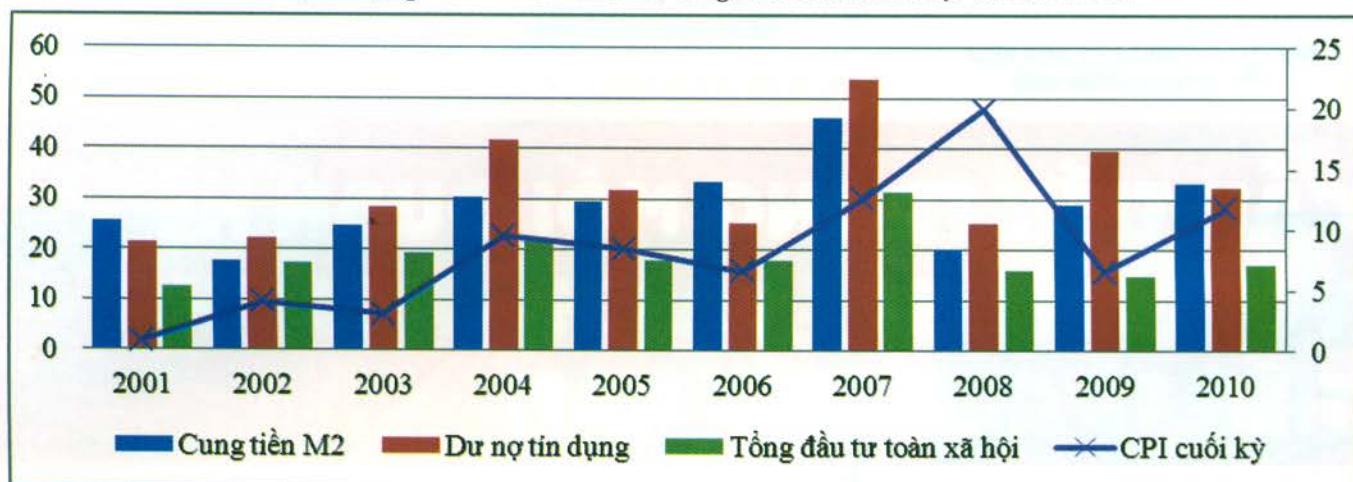
Biểu 1: Tốc độ tăng chỉ số CPI cuối kỳ, giai đoạn 2000 - 2010



\* Vụ Dự báo, Thống kê tiền tệ, NHNN

Nguồn: (Tổng cục Thống kê, 2011)

**Biểu 2: Tốc độ tăng trưởng của cung tiền M2,  
dư nợ tín dụng đối với nền kinh tế, tổng đầu tư toàn xã hội và chỉ số CPI**



*Nguồn: (Quỹ Tiền tệ Quốc tế, 2011; Tổng cục Thống kê, 2011)*

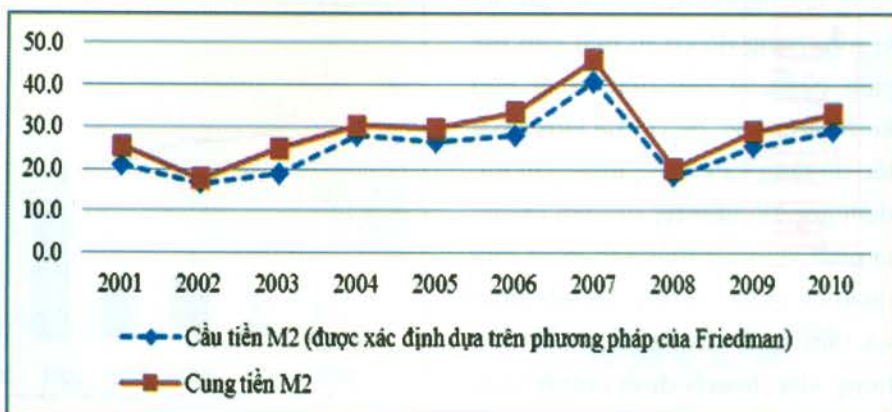
thiết cho nền kinh tế từ phương trình (2), thì cung tiền (M2) đã vượt so với cầu tiền của nền kinh tế (xem Biểu 3) và nếu vậy, thì đây là một trong những nguyên nhân không nhỏ làm tăng tốc độ CPI những năm gần đây, đặc biệt là trong giai đoạn 2006 - 2010.

Để có thể ổn định được giá trị đồng tiền trong nước, thì một trong những yêu cầu đối với các nhà hoạch định chính sách tiền tệ là phải xác định được lượng tiền tệ cần thiết cho nền kinh tế (cầu tiền) cũng như mối quan hệ của nó với lạm phát và công tác điều hành chính sách tiền tệ một cách khoa học kết hợp với các lý thuyết kinh tế tiền tệ hiện tại. Việc sử dụng phương trình (2) trong nỗ lực xác định và dự báo cầu tiền trong nền kinh tế cũng như mối quan hệ của nó với lạm phát và công tác điều hành chính sách tiền tệ không phải là phương pháp tối ưu, đây chỉ là phương trình cơ bản xác định khối lượng tiền tệ làm tiền đề cho việc phát triển các lý thuyết về hàm cầu tiền được các nhà kinh tế học phát triển như: Goldfeld

(1973), Sargent and Wallace (1975), Mankiw (1991), King và các cộng sự (1991), Hendry và Ericsson (1991), Hoffman và các cộng sự (1995) và Nell (1999)<sup>1</sup> đóng góp và xây dựng.

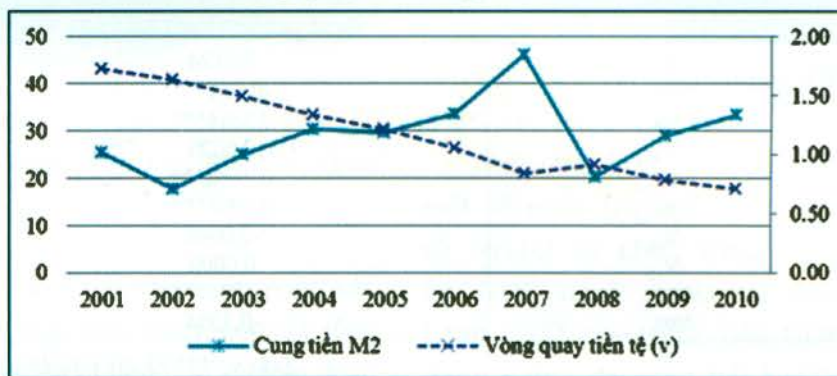
Việc xác định và dự báo lượng tiền cần thiết cho nền kinh tế theo phương trình (2) đòi hỏi chúng ta phải xác định và dự báo được tốc độ vòng quay tiền tệ. Đối với các nước có nền kinh tế và thị trường tài chính phát triển, thì vòng quay tiền tệ tương đối ổn định, việc xác định lượng tiền tệ cho nền kinh tế theo phương trình (2) là tương đối không khó khăn. Tuy nhiên, đối với Việt Nam, mặc dù vòng quay tiền tệ của Việt Nam giảm dần và tương đối ổn định trong giai đoạn 2001 - 2006, nhưng kể từ năm 2007 đến nay, vòng quay tiền tệ có xu hướng biến động bất thường với tốc độ vòng quay tiền tệ không ổn định (xem Biểu 4). Đây là một trong những khó khăn không nhỏ đối với công tác điều hành chính sách tiền tệ nói chung và việc xác định lượng tiền cung ứng cho nền kinh tế nói riêng<sup>2</sup>.

**Biểu 3: Tốc độ tăng trưởng của cung và cầu tiền (M2),  
giai đoạn 2001-2010**



*Nguồn: (Quỹ Tiền tệ Quốc tế - IMF, 2011; và ước tính của tác giả)*

Biểu 4: Vòng quay tiền tệ, giai đoạn 2000-2010



Nguồn: (Ước tính dựa trên số liệu của IMF)

Do đó, việc xây dựng hàm cầu tiền là cần thiết và có vai trò quan trọng đối với công tác điều hành chính sách tiền tệ tại Việt Nam, đặc biệt là trong việc xây dựng chương trình tiền tệ.

## 2. Hàm cầu tiền tại Việt Nam

Trên cơ sở các lý thuyết kinh tế, tiền tệ và các nghiên cứu định lượng gần đây, hàm cầu tiền có dạng như sau:

$$\frac{M^D}{P} = f(Y, R) \quad (3)$$

Theo đó:  $M^D$  là cầu tiền của nền kinh tế;  $P$  là chỉ số giá tiêu dùng;  $Y$  là sản lượng thực của nền kinh tế, đo lường bằng GDP theo giá không đổi,  $R$  là chi phí cơ hội của việc giữ tiền. Trong nghiên cứu này, bài viết sử dụng hai biến đại diện đo lường về chi phí cơ hội của việc giữ đồng tiền VND, bao gồm: lãi suất huy động vốn bằng VND<sup>3</sup> và tỷ giá giữa USD và VND.

Sử dụng dữ liệu theo quý trong giai đoạn 1998 - 2010 do IMF công bố để ước lượng phương trình (3), kết quả hồi quy theo phương pháp hiệu chỉnh sai số dạng vectơ (VECM) cho thấy:

### a) Hàm cầu tiền (M2) cơ bản:

- Kết quả ước lượng mô hình trong dài hạn cho thấy:

$$m_{2t} = -9,6613 + 1,9401gdp_t - 0,036r_t \quad (22,16)^{***} \quad (-2,35)^{***} \quad (4)$$

Dấu của hệ số các biến trong phương trình (4) là phù hợp với lý thuyết và có ý nghĩa thống kê, trong dài hạn, hệ số co giãn của cầu tiền với thu nhập là 1,94. Hệ số này cho thấy, để thu nhập thực tế tăng lên 1%, thì cầu tiền M2 cũng tăng tương ứng là 1,94%, độ lớn của hệ số này là hoàn toàn phù hợp với các nghiên cứu về cầu tiền trên thế giới. Theo các nghiên cứu về hàm cầu tiền của các nước như Nhật Bản, Hàn Quốc, Indonesia và

Philippines, thì hệ số co giãn giữa cầu tiền và thu nhập của các nước này phổ biến ở mức lớn hơn 1 và gần bằng 2.

Hệ số co giãn giữa cầu tiền M2 và lãi suất là rất thấp, chỉ ở mức -0,036, tức là khi lãi suất tăng 1% thì cầu tiền M2 chỉ giảm khoảng 0,04%. Kết quả này cho thấy, đường LM của Việt Nam trong hệ trục tọa độ lãi suất và thu nhập là rất dốc.

- Kết quả ước lượng mô hình trong ngắn hạn cho thấy: (Bảng 1)

Bảng 1: Ước lượng hàm cầu tiền trong ngắn hạn

| Biến phụ thuộc $\Delta m_2$ |                              |              |
|-----------------------------|------------------------------|--------------|
|                             | Hệ số các biến trong mô hình | t-statistics |
| c                           | 0,0401***                    | [2,27]       |
| $ecm_{t-1}$                 | -0,1545***                   | [-2,11]      |
| $\Delta m_{2,t-1}$          | 0,4761***                    | [2,75]       |
| $\Delta m_{2,t-2}$          | -0,3724                      | [-1,65]      |
| $\Delta gdp_{t-1}$          | 0,2559***                    | [2,55]       |
| $\Delta gdp_{t-2}$          | 0,1849***                    | [3,50]       |
| $\Delta r_{t-1}$            | -0,0061                      | [-1,58]      |
| $\Delta r_{t-2}$            | -0,0022                      | [-0,63]      |

Lưu ý: \*\*\* là có ý nghĩa thống kê ở mức 1%; \*\* là 5%; và \* là 10%.

Kết quả ước lượng hàm cầu tiền trong ngắn hạn cũng cho thấy, trong ngắn hạn, hàm cầu tiền tương đối co giãn với thu nhập (cụ thể là tăng trưởng GDP) với độ trễ từ 1 - 2 quý. Tuy nhiên, mối quan hệ giữa cầu tiền M2 và lãi suất là tương đối thấp, hay nói một cách khác, trong ngắn hạn cầu tiền M2 không co giãn với lãi suất. Điều này cũng phản ánh, công cụ lãi suất không phải là công cụ tối ưu và hiệu quả trong điều hành chính sách tiền tệ tại Việt Nam.

### b) Hàm cầu tiền (M2) mở rộng:

(i) Bổ sung biến tỷ giá vào mô hình hàm cầu tiền:

Tiếp tục mở rộng mô hình hàm cầu tiền, nghiên cứu bổ sung vào hàm cầu tiền cơ bản thêm biến tỷ giá, biến đo lường chi phí cơ hội cho việc giữ tiền. Theo đó:

- Kết quả ước lượng mô hình trong dài hạn cho thấy:

$$m_{2t} = -7,0119 + 2,0907gdp_t - 0,042r_t - 1,3453exr_t \quad (17,32)^{***} \quad (-0,41)^{***} \quad (2,73)^{***} \quad (5)$$

Độ lớn của các hệ số ước lượng các biến độc lập trong phương trình (5) không quá khác biệt so với độ lớn các hệ số ước lượng trong phương trình (4); việc thêm biến tỷ giá (exr) cho thấy, hệ số co giãn



Bảng 2: Ước lượng hàm cầu tiền mở rộng trong ngắn hạn

| Biến phụ thuộc $\Delta m_2$ |                              |              |
|-----------------------------|------------------------------|--------------|
|                             | Hệ số các biến trong mô hình | t-statistics |
| c                           | 0,0124                       | [0,65]       |
| $ecm_{t-1}$                 | -0,084***                    | [-2,76]      |
| $\Delta m_2_{t-1}$          | 0,3344***                    | [2,36]       |
| $\Delta m_2_{t-2}$          | 0,0626                       | [0,30]       |
| $\Delta gdp_{t-1}$          | 0,2480***                    | [3,59]       |
| $\Delta gdp_{t-2}$          | 0,1907***                    | [4,27]       |
| $\Delta r_{t-1}$            | -0,0048                      | [-1,59]      |
| $\Delta r_{t-2}$            | 0,0009                       | [0,32]       |
| $\Delta exr_{t-1}$          | 1,1294***                    | [3,38]       |
| $\Delta exr_{t-2}$          | -0,1354                      | [0,37]       |

Lưu ý: \*\*\* là có ý nghĩa thống kê ở mức 1%; \*\* là 5%; và \* là 10%.

giữa cầu tiền M2 và tỷ giá giữa VND và USD là tương đối co giãn (-1,345). Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, thì việc phá giá đồng VND 1% sẽ làm cầu tiền giảm khoảng 1,34%. Kết quả này cho thấy, trong giai đoạn 1998-2000 (kể từ khủng hoảng tài chính tiền tệ Châu Á), nền kinh tế Việt Nam có hiện tượng đô la hóa cao, khi đồng VND bị mất giá, các tổ chức kinh tế và cá nhân có xu hướng chuyển sang mua và giữ ngoại tệ<sup>5</sup>.

- Trong ngắn hạn, ước lượng mô hình cho kết quả như sau: (Bảng 2)

Ước lượng hàm cầu tiền mở rộng trong ngắn hạn cho thấy, cầu tiền M2 rất co giãn với thu nhập và tỷ giá với độ trễ từ 1-2 quý. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, với khoảng thời gian từ 3 - 6 tháng, cầu tiền hầu như không co giãn với lãi suất, kết quả ước lượng từ 02 mô hình cơ bản và mở rộng đều không thay đổi quá lớn về hệ số cũng như ý nghĩa thống kê của các biến trong mô hình.

(ii) *Bổ sung biến kỳ vọng lạm phát vào mô hình hàm cầu tiền:*

- Trong dài hạn, mô hình hàm cầu tiền sau khi bổ sung thêm biến kỳ vọng lạm phát có kết quả như sau:

$$m_{2t} = -11,0770 + 2,1307gdp_t - 0,7929\pi_t - 1,6040exr_t \quad (6)$$

(17,03)\*\*\*    (-2,37)\*\*\*    (3,51)\*\*\*

Việc bổ sung biến kỳ vọng lạm phát ( $\pi$ ) cho thấy, trong dài hạn, cầu tiền M2 và kỳ vọng lạm phát có mối quan hệ ngược chiều, phù hợp về mặt lý thuyết kinh tế tiền tệ. Theo đó, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi người dân kỳ vọng lạm phát tăng khoảng 1% thì cầu tiền M2 có xu hướng giảm khoảng 0,79%. Điều này cũng phản ánh, khi kỳ vọng lạm phát tăng, người dân có xu hướng chuyển sang nắm giữ các tài sản thực (real assets) như đất đai, nhà cửa,... Tuy nhiên, hệ số co giãn của cầu tiền M2 và kỳ vọng lạm phát còn nhỏ hơn

nhiều so với hệ số co giãn giữa cầu tiền M2 và tỷ giá. Nó cũng phản ánh xu hướng giữ ngoại tệ và vàng là phổ biến khi đồng nội tệ mất giá hoặc kỳ vọng lạm phát trong dân chúng lên cao.

### c) Mức chênh lệch giữa cung và cầu tiền (M2) trong mối quan hệ với CPI

Theo các nhà kinh tế học tiền tệ, việc điều tiết lượng tiền cung ứng ra lưu thông của ngân hàng trung ương (NHTU) cần dựa trên mức chênh lệch giữa cung và cầu tiền, theo đó:

$$m_2^s - m_2^D = m_2^s - f(Y, \bar{R}) \quad (7)$$

Tại đó:  $M_2^s$  là cung tiền M2 thực tế;  $M_2^D$  là cầu tiền M2 ước tính từ mô hình (3).

Để kiểm định mối quan hệ giữa mức chênh lệch giữa cung và cầu tiền trong nền kinh tế và chỉ số CPI, bài nghiên cứu sử dụng phương pháp Granger - Causality, kết quả kiểm định cho thấy, kiểm định Granger bác bỏ giả thiết "chênh lệch cung và cầu tiền không gây ra lạm phát tại Việt Nam" với mức ý nghĩa thống kê 1%. Do đó, trong giai đoạn 2001 - 2010, chênh lệch cung và cầu tiền có gây ra lạm phát tại Việt Nam. Bên cạnh đó, khi lạm phát cao, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) có xu hướng thắt chặt tiền tệ, thông qua việc cắt giảm cung tiền (thể hiện thông qua giả thiết "lạm phát cao không gây ra chênh lệch cung và cầu tiền" bị bác bỏ). (Bảng 3)

## 3. Kết luận

Việc xác định hàm cầu tiền có vai trò vô cùng quan trọng trong điều hành chính sách tiền tệ tại Việt Nam, đây là cơ sở cho việc xác định khối lượng tiền tăng thêm hàng năm trong nền kinh tế, đặc biệt khi NHNN xác định mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ (CSTT) là ổn định giá trị đồng tiền. Do vậy, bài nghiên cứu xin

**Bảng 3: Kiểm định Granger-causality**

| Chuỗi thời gian: 2001: Q1-2010:Q4                     | Độ trễ: 4 quý |         |
|-------------------------------------------------------|---------------|---------|
| Giả thiết Ho                                          | F-Statistics  | P-value |
| Chênh lệch cung và cầu tiền không gây ra lạm phát     | 5,97          | 0,00    |
| Lạm phát cao không gây ra chênh lệch cung và cầu tiền | 5,81          | 0,00    |

Lưu ý: nếu P-value có mức ý nghĩa nhỏ hơn 5% (0,05) thì kiểm định Granger cho phép bác bỏ giả thiết Ho.

đề xuất một vài kiến nghị sau:

*Thứ nhất*, CSTT là một công cụ quản lý kinh tế vĩ mô quan trọng có tác động lớn tới các mục tiêu kinh tế - xã hội của một quốc gia, đặc biệt là việc ổn định giá trị đồng tiền trong nền kinh tế. Do đó, để ổn định được giá trị đồng tiền, đòi hỏi NHTƯ các nước phải xác định được rõ đâu là mục tiêu hoạt động, đâu là mục tiêu trung gian và đâu là mục tiêu cuối cùng; và các mục tiêu này phải có mối liên hệ chặt chẽ với nhau. Đối với Việt Nam, Điều 4, Luật NHNN năm 2010 đã xác định: “*Hoạt động của Ngân hàng Nhà nước nhằm ổn định giá trị đồng tiền; bảo đảm an toàn hoạt động ngân hàng và hệ thống các tổ chức tín dụng; bảo đảm sự an toàn, hiệu quả của hệ thống thanh toán quốc gia; góp phần thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội theo định hướng xã hội chủ nghĩa*”. Theo đó, mục tiêu ưu tiên hàng đầu hay mục tiêu cuối cùng của CSTT là ổn định giá trị đồng tiền, được thể hiện qua chỉ tiêu là tốc độ tăng chỉ số CPI.

*Thứ hai*, hiện tại, trên thế giới phổ biến sử dụng 03 mục tiêu trung gian, bao gồm: (i) Tổng lượng tiền; (ii) Tỷ giá; (iii) Lãi suất thị trường. Mỗi mục tiêu được lựa chọn phải phù hợp với từng giai đoạn phát triển của một nền kinh tế; bên cạnh đó, việc lựa chọn các mục tiêu trung gian đòi hỏi năng lực dự báo đối với các mục tiêu trung gian đã được lựa

chọn. Đối với Việt Nam, việc xác định mục tiêu trung gian là tổng lượng tiền là phù hợp với giai đoạn phát triển kinh tế hiện tại cũng như mức độ phát triển thị trường tiền tệ của Việt Nam. Do đó, việc xây dựng hàm cầu tiền là vô cùng quan trọng đối với công tác hoạch định chính sách tiền tệ của NHNN, đặc biệt là việc xác định mục tiêu tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán (M2) trong từng năm. Việc xác định hàm cầu tiền (M2) không chỉ có vai trò quan trọng trong việc ổn định giá trị đồng tiền nội địa mà còn tác động đến mức lãi suất của đồng nội tệ trong từng giai đoạn. Tuy nhiên, việc điều hành CSTT theo hướng xác định mục tiêu trung gian là tổng phương tiện thanh toán (M2) không nên quá cứng nhắc mà cần linh hoạt, đặc biệt là khi đối mặt với các cú sốc kinh tế gây ra sự biến động về cầu tiền.

*Thứ ba*, việc xác định mục tiêu hoạt động là khối lượng tiền cơ sở, đòi hỏi chúng ta phải dự báo được khối lượng tiền cơ sở tăng thêm hàng năm. Theo đó, việc dự báo hàm cầu tiền M1<sup>6</sup> và sự thay đổi của hệ số nhân tiền M1 là cần thiết đối với NHNN, đây là cơ sở cho việc xác định khối lượng tiền cơ sở tăng thêm hàng năm.

*Thứ tư*, NHNN cần xem xét việc điều hành CSTT theo Quy tắc Taylor do nhà kinh tế John Taylor đề xuất. Theo đó, việc điều chỉnh

cung tiền và lãi suất được thực hiện khi lạm phát lệch khỏi mục tiêu hoặc GDP lệch khỏi mức GDP tiềm năng trong dài hạn.

*Thứ năm*, theo kinh nghiệm một số nước trên thế giới, một số NHTƯ có chức năng công bố GDP danh nghĩa và điều hành CSTT theo mục tiêu GDP danh nghĩa đã công bố: NHTƯ sẽ giảm lượng tiền cung ứng ra lưu thông nếu GDP danh nghĩa thực tế vượt mức GDP danh nghĩa đã công bố và tăng lượng tiền cung ứng ra lưu thông nhằm kích thích tổng cầu của nền kinh tế khi GDP danh nghĩa thực tế chưa đạt được mức GDP danh nghĩa đã công bố.

Việc xác định GDP danh nghĩa có thể dựa trên công thức sau:

$$(1+g_n) \equiv (1+g_r)(1+p) \quad (8).$$

Theo đó:  $g_n$  là tốc độ tăng GDP danh nghĩa mà CSTT cần hướng tới;  $g_r$  là tốc độ tăng GDP dự kiến theo giá không đổi;  $p$  là mục tiêu lạm phát hướng tới. ■

<sup>1</sup> Đây là các nhà kinh tế học tiêu biểu có vai trò đóng góp quan trọng trong việc xây dựng các hàm cầu tiền.

<sup>2</sup> Về mặt lý thuyết tiền tệ, vòng quay tiền tệ ổn định là một nhân tố thuận lợi cho công tác điều hành chính sách tiền tệ, tuy nhiên, đối với các quốc gia trong giai đoạn đầu phát triển, thì vòng quay tiền tệ nên có xu hướng giảm dần với tốc độ ổn định.

<sup>3</sup> Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng lãi suất huy động vốn 3 tháng bằng VND.

<sup>4</sup> Lưu ý: số trong ngoặc là t-statistics; \*\*\* là có mức ý nghĩa thống kê ở mức 1%; \*\* là 5%; và \* là 10%.

<sup>5</sup> Hệ số co giãn giữa cầu tiền M2 và tỷ giá cũng có xu hướng tăng mạnh trong giai đoạn 2005-2010, ước lượng mô hình cho thấy, độ lớn của hệ số này khoảng -2,34.

<sup>6</sup> Theo ước lượng của nghiên cứu, hàm cầu tiền M1 có dạng:  $m_{1t} = -7,5207 + 1,5986gdp_t - 0,036r_t - 1,4953exr_t$  (9)