



THE IMPACT OF CHINA'S MONETARY POLICY ON THE ASEAN ECONOMIC

Tran Thi Kim Oanh^{1*}, Vu Bao Tu Uyên¹ & Nguyen Binh Minh²

¹University of Finance – Marketing

²Finance Department of Long An Province

| ARTICLE INFO | ABSTRACT |
|---|---|
| <p>DOI: 10.52932/jfm.vi63.161</p> <p><i>Received:</i> January 5, 2021</p> <p><i>Accepted:</i> March 1, 2021</p> <p><i>Published:</i> June 25, 2021</p> <p>Keywords: Monetary policy, BVAR, China, ASEAN.</p> | <p>The paper examines the impact of China's monetary policy on Southeast Asian economies from 2000 to 2019, using the Bayes method to estimate the self-regression vector model (Bayesian vector autoregression – BVAR). The research results provide evidence that countries are differently affected by China's monetary policy for their own unique economic characteristics. Particularly, economic growth of countries with floating exchange rate regimes, and high capital flow as well as great degree of trade openness fluctuates in the same direction and tends to sensitively reacts to China's monetary policy shocks compared to that of countries with fixed exchange rate, low capital and trade openness. Additionally, depending on the characteristics of each group of countries, China's monetary policy positively or inversely affects interest rates or inflation of Southeast Asian countries in which Vietnam's economic growth reacts slowly, but its inflation and interest rates tend to be more dependent and sensitive to China's monetary policy rather than others of the same Southeast Asian group.</p> |

*Corresponding author:

Email: kimoanh@ufm.edu.vn



TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TRUNG QUỐC ĐẾN KINH TẾ CÁC NƯỚC ĐÔNG NAM Á

Trần Thị Kim Oanh^{1*}, Vũ Bảo Tú Uyên¹ & Nguyễn Bình Minh²

¹Trường Đại học Tài chính – Marketing

²Sở Tài chính Long An

| THÔNG TIN | TÓM TẮT |
|--|--|
| <p>DOI: 10.52932/jfm.vi63.161</p> <p>Ngày nhận: 05/01/2021</p> <p>Ngày nhận lại: 01/03/2021</p> <p>Ngày đăng: 25/06/2021</p> <p>Từ khóa: Chính sách tiền tệ, BVAR, Trung Quốc, ASEAN.</p> | <p>Bài viết nghiên cứu tác động của chính sách tiền tệ Trung Quốc đến kinh tế các nước Đông Nam Á, giai đoạn từ năm 2000 – 2019. Nghiên cứu sử dụng phương pháp Bayes để ước tính mô hình vectơ tự hồi quy (Bayesian vector autoregression – BVAR). Kết quả nghiên cứu cung cấp bằng chứng cho rằng mỗi quốc gia có những đặc điểm kinh tế khác nhau mà chịu tác động từ chính sách tiền tệ của Trung Quốc cũng khác nhau. Cụ thể, tại các nước có chế độ tỷ giá thả nổi, độ mở thương mại cao và độ mở nguồn vốn cao thì tăng trưởng kinh tế biến động cùng chiều và khá nhạy cảm trước các cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc hơn so với các nhóm nước có chế độ tỷ giá cố định, độ mở thương mại thấp và độ mở nguồn vốn thấp. Ngoài ra, tùy theo đặc điểm của từng nhóm nước mà chính sách tiền tệ Trung Quốc tác động cùng chiều hay ngược chiều với lãi suất cũng như lạm phát của các nước Đông Nam Á. Còn đối với Việt Nam, tăng trưởng kinh tế lại phản ứng chậm nhưng lạm phát và lãi suất thì nhạy cảm và phụ thuộc vào chính sách tiền tệ của Trung Quốc hơn so với các nước Đông Nam Á cùng nhóm.</p> |

1. Giới thiệu

Trong ba thập kỷ vừa qua, mức độ toàn cầu hóa của nền kinh tế thế giới ngày càng trở nên sâu rộng. Quá trình toàn cầu hóa diễn ra trên nhiều lĩnh vực khác nhau: toàn cầu

hóa về mặt kinh tế, toàn cầu hóa về mặt công nghệ, toàn cầu hóa trong lĩnh vực văn hóa xã hội và đặc biệt là toàn cầu hóa về tài chính. Sự phát triển và tự do hóa của thị trường tài chính trong những năm 80 đã dẫn đến sự hội nhập tài chính ngày càng cao và tạo nên những dòng chu chuyển vốn quốc tế khổng lồ. Một biểu hiện quan trọng của hội nhập quốc tế là sự liên kết chặt chẽ giữa các biến số kinh tế như lạm phát, lãi suất, tỷ giá, tăng

*Tác giả liên hệ:

Email: kimoanh@ufm.edu.vn

trường GDP, giá tài sản ở một số quốc gia. Điều này có thể được giải thích thông qua hiệu ứng lan tỏa, “lây nhiễm” trong những giai đoạn nhạy cảm như sự thay đổi chính sách tiền tệ hoặc trong thời kỳ khủng hoảng. Cụ thể, cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, bắt nguồn từ những khoản cho vay thế chấp dưới chuẩn cùng với chính sách nới lỏng tiền tệ của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) trong giai đoạn 2001 – 2006, cuộc khủng hoảng trong hệ thống ngân hàng Mỹ đã lây lan trên quy mô toàn thế giới. Covid 19, khởi nguồn từ Vũ Hán (Trung Quốc) vào cuối năm 2019, đến nay, đại dịch Covid-19 đã bùng phát ở 215 quốc gia, gây ảnh hưởng toàn diện, kinh tế toàn cầu rơi vào suy thoái nghiêm trọng.

Cho đến nay ngoài Mỹ ra thì thế giới cũng không thể phủ nhận Trung Quốc là một trong những nền kinh tế hàng đầu trên thế giới và có sức ảnh hưởng lớn đến khu vực và thế giới. Do đó, chính sách tiền tệ, chính sách kinh tế vĩ mô của quốc gia này sẽ có tác động đáng kể đến các nước trên thế giới và khu vực, đặc biệt là các nước thuộc khu vực Đông Nam Á. Tuy nhiên, phạm vi nghiên cứu của bài viết là phân tích tác động của chính sách tiền tệ Trung Quốc đến kinh tế các nước Đông Nam Á. Theo thống kê chưa đầy đủ của nhóm tác giả thì số lượng công trình có liên quan chưa nhiều và hầu hết chủ yếu tập trung qua kênh truyền dẫn tỷ giá (Mackowiak, 2007; Bouakez & Normandin, 2010). Gần đây, một số nghiên cứu chỉ ra rằng ngoài tỷ giá thì chính sách tiền tệ Trung Quốc còn tác động đến kinh tế các nước thông qua hai kênh truyền dẫn khác là độ mở thương mại và độ mở về vốn (Forbes & Chinn, 2004; Fidrmuc & Korhonen, 2010; Bi & Anwar, 2017). Thật vậy, đối với các nước có nền kinh tế quan hệ chặt chẽ với nhau thì khi xảy ra các cú sốc từ chính sách tiền tệ của nước này thông qua kênh thương mại có thể lan tỏa đến các nước khác dẫn đến việc tăng/giảm tổng sản lượng hoặc giá cả hàng hóa

trong nước trở nên kém/hấp dẫn hơn so với nền kinh tế nước ngoài, gây tổn thất nghiêm trọng đến xuất khẩu (Kozluk & Mehrotra, 2009; Ammer và cộng sự, 2016). Tuy nhiên, mỗi quốc gia có những đặc điểm khác nhau và tùy thuộc vào mức độ phụ thuộc hay liên kết lẫn nhau mà chịu sự tác động hoặc chiều hướng cũng khác nhau. Do đó, để làm rõ hơn tác động của chính sách tiền tệ Trung Quốc (đại diện bởi lãi suất) đến kinh tế các quốc gia, đặc biệt các quốc gia thuộc khu vực Đông Nam Á. Ngoài ra, để cung cấp bằng chứng cho rằng sự tác động của chính sách tiền tệ Trung Quốc đến các quốc gia có đặc điểm khác nhau thì chịu sự tác động khác nhau. Nghiên cứu đã tiến hành phân tích tác động này dựa trên các đặc điểm của những quốc gia như chế độ tỷ giá, độ mở thương mại và độ mở nguồn vốn.

2. Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu liên quan

2.1. Cơ sở lý thuyết về tác động của chính sách tiền tệ đến kinh tế các nước

Bên cạnh những lợi ích mang lại của vấn đề toàn cầu hóa như sự tự do luân chuyển của hàng hóa, dịch vụ, nguồn vốn, hàng rào thuế quan dần được dỡ bỏ,... thì liên kết quốc tế cũng làm tăng sự phụ thuộc lẫn nhau giữa các quốc gia, và là kênh lan truyền hữu hiệu những cú sốc chính sách tiền tệ lan tỏa ra các nước khác trên phạm vi toàn cầu. Đối với những quốc gia lớn có vị thế quan trọng trong thương mại quốc tế, có nhiều hoạt động đầu tư trực tiếp nước ngoài và thị trường tài chính phát triển như Mỹ, EU, Trung Quốc, Nhật Bản,... thì các chính sách tiền tệ được thực hiện bởi những quốc gia này cũng có tác động đáng kể đến kinh tế các quốc gia khác trên thế giới. Thật vậy, nghiên cứu của Georgiadis (2016) nhận thấy rằng tác động của chính sách tiền tệ Mỹ lên những nền kinh tế khác còn lớn hơn tác động lên chính nền kinh tế nước Mỹ.

Về cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ của một quốc gia đến kinh tế các quốc gia khác, Ammer và cộng sự (2016) phân tích chủ yếu thông qua ba kênh chính là kênh tỷ giá, kênh tổng cầu và kênh tài chính.

Đối với kênh tỷ giá, cơ chế truyền tải tác động chính sách tiền tệ của kênh tỷ giá đã được giải thích ở mô hình cân bằng bên trong và bên ngoài (mô hình IS-LM-BP) được phát triển bởi Mundell (1963) và Fleming (1962) và mô hình tiền tệ của tỷ giá (Dornbusch, 1976). Qua đó, khi một quốc gia thực hiện chính sách tiền tệ mở rộng để thúc đẩy nền kinh tế sẽ làm cho cung tiền của nền kinh tế tăng lên và do đó làm mất bằng lãi suất của quốc gia đó giảm và trở nên thấp hơn một cách tương đối so với lãi suất ở những quốc gia khác. Việc giảm lãi suất cũng dẫn đến việc giảm giá đồng nội tệ, khuyến khích chi tiêu, đầu tư vào sản xuất kinh doanh và làm tăng xuất khẩu ròng của nền kinh tế, thúc đẩy cân cán thương mại và GDP của một quốc gia. Tuy nhiên, việc tăng xuất khẩu ròng của quốc gia này đồng thời cũng làm suy yếu cán cân thương mại và GDP của các nước đối tác. Do vậy, tác động này được gọi là tác động dịch chuyển chi tiêu. Tác động dịch chuyển chi tiêu được coi là một đặc tính nổi bật của mô hình Mundell-Fleming về sự tương tác chính sách tiền tệ giữa các quốc gia, và thông qua tác động này đã cho thấy một chính sách tiền tệ mở rộng có thể ảnh hưởng tiêu cực đến các nước đối tác.

Đối với kênh truyền dẫn tổng cầu thì việc thực hiện chính sách tiền tệ mở rộng của một quốc gia sẽ làm tăng nhu cầu chi tiêu và đầu tư trong nước. Điều này cũng làm tăng nhu cầu chi tiêu cho hàng hóa, dịch vụ và đầu tư ở nước ngoài, gián tiếp làm tăng nhập khẩu trong nước và tăng xuất khẩu của nước đối tác. Do đó, kênh tổng cầu giúp làm tăng GDP của các nước đối tác hay nói cách khác, thông

qua kênh tổng cầu, tác động kích thích chi tiêu đã truyền dẫn sang các nước đối tác giúp tăng GDP của các nước này.

Đối với kênh truyền dẫn tài chính thì việc thực hiện chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ làm tăng giá tài sản và làm giảm lợi tức nắm giữ tài sản của quốc gia đó. Điều này khiến các nhà đầu tư đánh giá lại danh mục của mình và chuyển dòng vốn của họ đến những quốc gia khác có mức lợi tức cao hơn. Những quốc gia có mức lợi tức cao hơn sẽ đón nhận các dòng vốn đầu tư nước ngoài, từ đó, nâng cao công nghệ khoa học kỹ thuật, nâng cao chất lượng, đa dạng hóa, chuyên môn hóa sản phẩm dịch vụ,... chỉ số sản xuất tăng, đáp ứng được các nhu cầu thị trường và kích thích tiêu dùng tại quốc gia tiếp nhận nguồn vốn (Ammer và cộng sự, 2016).

Việc thực hiện chính sách tiền tệ của một nước có thể tác động tích cực (tác động kích thích chi tiêu) hoặc tiêu cực (tác động chuyển dịch chi tiêu) đến tăng trưởng kinh tế của các nước đối tác và kết quả sự tác động này sẽ phụ thuộc vào mức độ phụ thuộc lẫn nhau về độ mở thương mại và độ mở nguồn vốn cũng như chính sách tiền tệ mà các quốc gia đang theo đuổi.

2.2. Các nghiên cứu liên quan

Mackowiak (2007), nghiên cứu mức độ biến động của các biến vĩ mô tại các thị trường mới nổi (bao gồm, 8 nước mới nổi bao gồm Hồng Kông, Hàn Quốc, Malaysia, Phillipines, Singapore, Thái Lan và các nước châu Mỹ Latin) trước các cú sốc ngoại sinh và cú sốc chính sách tiền tệ Mỹ, giai đoạn 1986 – 2000. Bằng phương pháp SVAR, kết quả của nghiên cứu cho thấy rằng các cú sốc ngoại sinh có vai trò quan trọng trong việc giải thích sự biến động của các biến số kinh tế vĩ mô tại các thị trường mới nổi và đóng góp hơn một nửa vào sự thay đổi của tỷ giá và mức giá, còn lại là

đóng góp vào một phần từ sự thay đổi của đầu ra thực và sự thay đổi của lãi suất ngắn hạn. Còn đối với các cú sốc tiền tệ của Mỹ, những cú sốc này không có vai trò quan trọng đối với các thị trường mới nổi như các cú sốc ngoại sinh. Tuy nhiên, tác động lan tỏa của chính sách tiền tệ Mỹ đến các nước mới nổi là đáng kể và chiếm phần lớn hơn trong sự thay đổi của mức giá và đầu ra thực. Bài nghiên cứu cung cấp thông tin cho việc thiết lập các chính sách giúp nền kinh tế bền vững trước những biến động bên ngoài.

Kozluk và Mehrotra (2009) nghiên cứu tác động của chính sách tiền tệ Trung Quốc đến các nước đối tác thương mại chính ở Đông Nam Á bằng mô hình SVAR, bao gồm Hồng Kông, Hàn Quốc, Malaysia, Philippines, Singapore và Đài Loan. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng việc mở rộng chính sách tiền tệ của Trung Quốc dẫn đến việc tăng GDP thực trong ngắn hạn và chỉ số giá trong dài hạn, tăng mạnh nhất là ở Hồng Kông và Philippines. Kết quả này phù hợp với lý thuyết cân bằng tổng thể, lý thuyết này chỉ ra rằng chính sách tiền tệ mở rộng của một quốc gia có tác động tích cực lên nền kinh tế của quốc gia khác.

Bouakez và Normandin (2010) nghiên cứu ảnh hưởng của cú sốc nới lỏng tiền tệ của Mỹ đến tỷ giá song phương giữa Mỹ và các nước G7. Bài nghiên cứu sử dụng mô hình SVAR cho các biến kinh tế vĩ mô giai đoạn 1982 – 2004, bao gồm chỉ số sản xuất công nghiệp của Mỹ, chỉ số giá tiêu dùng của Mỹ, dự trữ trong hệ thống ngân hàng, lãi suất liên bang của FED, và tỷ giá danh nghĩa song phương. Kết quả cho thấy tỷ giá danh nghĩa tại các nước G7 ban đầu giảm nhưng trong dài hạn lại tăng. Theo kết quả phân rã phương sai thì cú sốc chính sách tiền tệ Mỹ có vai trò quan trọng nhất đối với sự biến động của tỷ giá hối đoái.

Johansson (2012) sử dụng mô hình SVAR để làm sáng tỏ vị trí của Trung Quốc đối với

các quốc gia Đông Nam Á, mà cụ thể là tập trung vào những ảnh hưởng từ chính sách tiền tệ Trung Quốc và tác động của nó lên thị trường vốn của khu vực này. Bài nghiên cứu nhận thấy rằng việc mở rộng cung tiền của Trung Quốc mặc dù ở quy mô nhỏ và ngắn hạn nhưng có tác động đáng kể đến thị trường chứng khoán của nhiều quốc gia Đông Nam Á.

Bi và Anwar (2017), nghiên cứu những cú sốc chính sách tiền tệ của Mỹ ảnh hưởng đến Trung Quốc, trong giai đoạn Quý 2/1979 đến Quý 2/2011 cho 33 quốc gia. Nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy tự động vectơ toàn cầu (GVAR), kết quả cho thấy rằng một cú sốc tăng cung tiền của Mỹ có tác động làm tăng tỷ lệ lạm phát của Trung Quốc nhưng sau một thời gian hiệu ứng này hoàn toàn biến mất. Cú sốc này trong ngắn hạn cũng làm lãi suất của Trung Quốc và đồng tiền Trung Quốc tăng giá so với đồng đô la Mỹ. Mặc khác, nghiên cứu này cũng chỉ ra rằng khi lãi suất ngắn hạn của Mỹ tăng làm tăng lãi suất ngắn hạn của Trung Quốc nhưng sản lượng thực tăng và tỷ lệ lạm phát giảm và đồng tiền Trung Quốc tăng giá.

Georgiadis (2016) đã phân tích sự lan tỏa từ chính sách tiền tệ Mỹ lên 61 nền kinh tế trong giai đoạn từ Quý 1/1999 đến Quý 4/2009. Sử dụng mô hình VAR toàn cầu (GVAR), kết quả nghiên cứu cho thấy chính sách tiền tệ Mỹ đã có những tác động đáng kể đến các nền kinh tế khác. Những tác động này có ảnh hưởng đến các nền kinh tế khác lớn hơn so với nền kinh tế của Mỹ. Ngoài ra, Georgiadis (2016) cũng nhận ra mức độ tác động của chính sách tiền tệ Mỹ lên mỗi quốc gia không giống nhau mà phụ thuộc vào sự khác biệt về độ mở tài chính, chế độ tỷ giá, sự phát triển của thị trường tài chính. Cũng theo tác giả cho rằng những nước có thị trường tài chính phát triển, hội nhập thương mại và tự do hóa tỷ giá có thể làm giảm sự ảnh hưởng của chính sách tiền tệ Mỹ.

Omid và cộng sự (2017), nghiên cứu sự phụ thuộc lẫn nhau giữa các nước Đông Á và cơ chế lan truyền của các cú sốc quốc tế giữa các nước Đông Á. Mô hình Vector tự động toàn cầu (GVAR) của các biến vĩ mô của các nước Đông Á như sản lượng thực, lạm phát, giá cổ phiếu, trao đổi lãi suất và lãi suất ngắn hạn, giai đoạn Quý 2/1979 đến Quý 1/2013. Kết quả cho thấy rằng các nước có sự phụ thuộc lẫn nhau mạnh thông qua thị trường vốn, sản lượng thực và tỷ giá hối đoái. Cụ thể, nghiên cứu cho thấy cú sốc tăng sản lượng thực của Trung Quốc có tác động lan truyền mạnh mẽ nhất đến các nước Đông Á. Qua đó, hàm ý rằng khả năng đồng bộ hóa chu kỳ kinh doanh trong khu vực cao cũng như cung cấp bằng chứng cho rằng Trung Quốc có một sự thống trị cao trong lĩnh vực thực của khu vực Đông Á. Trong khi đó các nước Đông Á lại chịu sự tác động mạnh nhất trước các cú sốc về thị trường vốn của Mỹ. Điều này hàm ý rằng, Mỹ chiếm vị trí thống trị trên thị trường vốn tại Đông Á cũng như có tầm quan trọng chiến lược trong nền kinh tế toàn cầu. Mặt khác, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng đối với tỷ giá hối đoái thì sự lan truyền sốc trong nội bộ là cao nhất.

Pham và Nguyen (2019) đã sử dụng các mô hình BVAR dựa trên việc phân loại các quốc gia theo sự phát triển quốc gia, chế độ tỷ giá, độ mở thương mại và độ mở dòng vốn để phân tích mức độ phản ứng của các quốc gia châu Á trước tác động của chính sách tiền tệ Mỹ. Kết quả của nghiên cứu cho thấy rằng những quốc gia đang phát triển, áp dụng chế độ tỷ giá cố định và có độ mở tài chính lớn sẽ phản ứng mạnh hơn các quốc gia có đặc điểm ngược lại.

Còn tại Việt Nam số lượng công trình về chủ đề này khá hạn chế, nổi bật nhất là nghiên cứu của Huỳnh Thái Huy và Nguyễn Khắc Quốc Bảo (2018), nghiên cứu tác động của

các cú sốc vĩ mô lên cán cân thương mại khu vực ASEAN-6. Nghiên cứu sử dụng mô hình vectơ tự hồi quy toàn cầu (GVAR) cho 35 quốc gia nhằm phân tích các cú sốc vĩ mô xuất phát từ các đối tác thương mại chính (gồm: Trung Quốc, Mỹ và Nhật Bản) tác động thế nào đến cán cân thương mại khu vực ASEAN-6. Kết quả thực nghiệm xác nhận vai trò của cú sốc GDP thực của Mỹ là yếu tố quyết định quan trọng đến cán cân thương mại khu vực. Ngoài ra, tác giả còn phát hiện rằng trong dài hạn, sự giảm giá đồng Nhân dân tệ dẫn đến sự thặng dư đáng kể cán cân thương mại của Trung Quốc và Việt Nam trong khi cán cân Mỹ có xu hướng xấu đi. Tiên và cộng sự (2021), nghiên cứu truyền dẫn chính sách tiền tệ (CSTT) đến tăng trưởng kinh tế thông qua sử dụng mô hình SVAR, số liệu phân tích được lấy theo quý từ Quý 1/2000 đến Quý 4/2016. Kết quả nghiên cứu cho thấy kênh lãi suất là kênh chủ đạo, tác động mạnh đến tăng trưởng kinh tế.

Trong bối cảnh hiện nay Trung Quốc được xem là một cường quốc mạnh và ảnh hưởng khá lớn đến nền kinh tế Việt Nam nói riêng và Đông Nam Á nói chung. Tuy nhiên, chủ đề nghiên cứu này còn khá mới mẻ và hạn chế về số lượng nghiên cứu. Qua đó có thể thấy việc nghiên cứu tác động của chính sách tiền tệ Trung Quốc đến kinh tế các nước Đông Nam Á, trong đó có Việt Nam là một khoảng trống nghiên cứu về lý luận cũng như thực tiễn. Trên cơ sở kế thừa từ các nghiên cứu của Mackowiak (2007), Georgiadis (2016), Pham và Nguyen (2019), Tiên và cộng sự (2021), nhóm tác giả nghiên cứu tác động của chính sách tiền tệ Trung Quốc đến kinh tế các nước Đông Nam Á bằng việc sử dụng mô hình BVAR dựa trên việc phân loại các quốc gia theo chế độ tỷ giá, độ mở thương mại và độ mở dòng vốn để phân tích mức độ phản ứng của các quốc gia châu Á trước tác động của chính sách tiền tệ Trung Quốc.

3. Phương pháp nghiên cứu

Mô hình tự hồi quy VAR là một trong những công cụ hữu hiệu được sử dụng trong nghiên cứu kinh tế vĩ mô, là một phép đo tiêu chuẩn cho việc phân tích và dự báo các vấn đề về kinh tế. Mô hình tự hồi quy BVAR cùng với mô hình VAR toàn cầu (Global vector autoregression – GVAR) và mô hình VAR tăng cường yếu tố (Factor-augmented vector autoregressive – FAVAR) là ba tiếp cận được sử dụng phổ biến để giải quyết các vấn đề đa chiều (Chudik & Pesaran, 2016). Mặc dù BVAR được sử dụng khá phổ biến cho những mô hình có biến nhỏ nhưng cách tiếp cận này đã được chứng minh là phù hợp với những mô hình động lớn của Giacomini và White (2006).

Cơ sở lý luận đằng sau cách tiếp cận này là việc sử dụng các thông tin tiên nhiệm để giới hạn mô hình giúp làm giảm sự không chắc chắn và cải thiện độ chính xác của dự báo. Bên cạnh đó, Litterman (1980) cũng cho thấy rằng việc áp dụng tiếp cận Bayesian trong ước lượng VAR là cách để tránh vấn đề “quá khớp” mà không cần áp đặt các giới hạn hoàn toàn bằng 0 trên mỗi hệ số. Nếu như các nguồn thông tin là khác nhau, mức độ không chắc chắn sẽ được thể hiện thông qua phân phối tiên nghiệm, và sẽ được thay thế bởi thông tin chứa trong dữ liệu. Canova (1995) cũng cho rằng miễn là thông tin tiên nghiệm không quá mơ hồ thì nó sẽ được thay thế bằng các tín hiệu không bị nhiễu có trong mẫu dữ liệu, từ đó làm giảm khả năng “quá khớp”. Ngoài ra, phân phối tiên nghiệm còn liên quan mật thiết tới phân phối hậu nghiệm do phân phối hậu nghiệm là sự kết hợp giữa tiên nghiệm và hàm hợp lý. Do đó, việc lựa chọn thông tin tiên nghiệm được cho là phần quan trọng trong tiếp cận BVAR.

Cho Y_t là vector ngẫu nhiên $n \times 1$ lấy các giá trị tại R_n . Khai triển Y_t các biến nội sinh

được mô tả bởi hệ thống các phương trình sai phân bậc p – mô hình VAR(p), như sau:

$$Y_t = A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \dots + A_p Y_{t-p} + B X_t + \mu + \varepsilon_t \quad (1)$$

Trong đó:

Y_t là $(n \times 1)$ vector của các biến nội sinh;

X_t là $(n \times 1)$ vector của các biến ngoại sinh;

μ là $(n \times 1)$ vector của các hệ số không đổi;

ε_t là $(n \times 1)$ vector phân phối lỗi độc lập, chính xác thỏa mãn $E(\varepsilon_t) = 0$,

và $E(\varepsilon_t - \varepsilon'_t) = \Sigma$;

A_i ($i = 1, 2, \dots, p$) là ma trận hệ số $(n \times n)$ của các biến nội sinh và B là vecto của các biến ngoại sinh.

Mô hình nghiên cứu tác động của chính sách tiền tệ Trung Quốc đến kinh tế các nước Đông Nam Á được xây dựng trên cơ sở kế thừa từ các nghiên cứu Mackowiak (2007), Georgiadis (2016), Rey (2016), Pham và Nguyen (2019), Tiên và cộng sự (2021), Thuận và cộng sự (2020). Do đó, các biến của mỗi nhóm nước bao gồm: tăng trưởng kinh tế thực (y), tỷ lệ lạm phát (dp) và lãi suất (r) đại diện cho quan điểm về chính sách tiền tệ. Vector Y_t bao gồm: $Y_t = [y_t^{china}, dp_t^{china}, r_t^{china}, y_t^{a1}, dp_t^{a1}, r_t^{a1}, y_t^{a2}, dp_t^{a2}, r_t^{a2}]$. Bài viết phân tích tác động của chính sách tiền tệ Trung Quốc, đại diện bởi lãi suất (r^{china}) của Trung Quốc đến tăng trưởng kinh tế (y^{a1} và y^{a2}), lãi suất (r^{a1} và r^{a2}) và tỷ lệ lạm phát (dp^{a1} và dp^{a2}) của hai nhóm nước Đông Nam Á. Từ đó, nhóm tác giả kiểm định sự khác nhau về mức độ ảnh hưởng giữa hai nhóm nước đã được phân loại theo những đặc điểm về chế độ tỷ giá (chế độ tỷ giá thả nổi và chế độ tỷ giá cố định), độ mở thương mại (độ mở thương mại thấp và độ mở thương mại cao) và độ mở vốn (độ mở vốn thấp và độ mở vốn cao), do đó cần có ba mô hình BVAR để đo lường.

Bên cạnh đó, thông qua việc đưa ra các xác nhận tiên nghiệm trên mỗi tham số, mô hình

theo cách tiếp cận Bayesian được sử dụng để giải quyết các vấn đề về chiều. Tiềm nghiệm được sử dụng phổ biến trong mô hình BVAR là tiềm nghiệm Minnesota được đưa ra bởi Litterman (1984). Tiềm nghiệm được xây dựng như là một bước nhảy ngẫu nhiên để giới hạn các phần tử đường chéo của A_1 tiến về giá trị một và các hệ số còn lại trong A_1, \dots, A_p tiến về giá trị không, như sau:

$$Y_{n,t} = \mu_n + Y_{n,t-1} + \varepsilon_{n,t} \quad (2)$$

Các hệ số trong A_1, \dots, A_p được cho là phân phối chuẩn độc lập của tiềm nghiệm. Tiềm nghiệm cho các biến xác định là không có thông tin. Tiềm nghiệm cho độ trễ của các biến nội sinh là độc lập và được phân phối chuẩn. Giá trị trung bình của phân phối của tiềm nghiệm được cho là có tính chất giống như tiềm nghiệm được đưa ra bởi Doan và cộng sự (1984) và được cho bằng không. Ngoài ra, theo Utlaut và Roye (2010) giá trị trung bình của tiềm nghiệm cho độ trễ đầu tiên được cho bằng 0.9. Đối với tiềm nghiệm của phương sai, theo Litterman (1984), sai số chuẩn về ước lượng hệ số của độ trễ l của biến j trong phương trình i được thể hiện như sau:

$$S(i, j, l) = \frac{[\gamma g(l) f(i, j)] S_j}{S_j} \quad (3)$$

Tại đó $f(i, j) = 1$ nếu $i = j$ và $f(i, j) = w_{ij}$ nếu $i \neq j$. Siêu tham số γ đại diện cho độ chặt chung của tiềm nghiệm. Siêu tham số kiểm soát các hệ số được phân phối xung quanh giá trị không chặt chẽ bao nhiêu nếu biến tương ứng được cho là không có tác động lên biến phụ thuộc. Nếu siêu tham số $\gamma = 0$, hậu nghiệm sẽ phụ thuộc chủ yếu vào tiềm nghiệm và dữ liệu không ảnh hưởng đến các ước lượng. Ngược lại, nếu siêu tham số tiến về vô cùng, hậu nghiệm sẽ bị ảnh hưởng bởi thông tin dữ liệu hơn là thông tin tiềm nghiệm. Banbura và cộng sự (2010) cho rằng việc lựa chọn siêu tham số liên quan đến kích cỡ của hệ thống. Nếu số lượng biến tăng lên, tham số cần được giới hạn để tránh trường hợp “quá khớp”. Do đó, theo như Utlot và Roye (2010), tiềm nghiệm cho kích cỡ cho mô hình này sẽ được chọn với độ chặt chung của $\gamma = 0.1$. Độ chặt của độ trễ l được xác định bởi hàm $g(l)$. Độ chặt xung quanh giá trị trung bình của tiềm nghiệm sẽ tăng khi độ dài của độ trễ tăng, điều này được thu thập bằng cách thiết lập phân rã điều hòa $g(l)$, với $g(l) = l^{-d}$. Theo Caraianni (2010), tham số phân rã d được thiết lập bằng 1. Hàm $f(i, j)$ quyết định độ chặt của tiềm nghiệm của biến j tương ứng với biến i trong phương trình của biến i .

Bảng 1. Bảng mô tả tên biến và cách đo lường

| Mã biến | Trung Quốc | Nhóm nước | Tên biến | Đo lường | Nghiên cứu | Nguồn dữ liệu |
|---------|--------------|--------------------|---------------------------------|---|--|---------------|
| y | y^{china} | y^{a1}, y^{a2} | Tốc độ tăng trưởng kinh tế thực | $\frac{GDP_t - GDP_{(t-1)}}{GDP_{(t-1)}}$ | Mackowiak (2007), Georgiadis (2016), và Pham & Nguyen (2019) | IFS, IMF |
| dp | dp^{china} | dp^{a1}, dp^{a2} | Tỷ lệ lạm phát | $\frac{CPI_t - CPI_{(t-1)}}{CPI_{(t-1)}}$ | | IFS, IMF |
| r | r^{china} | r^{a1}, r^{a2} | Lãi suất thực ngắn hạn | | | IFS, IMF |

Mỗi biến tương ứng với mỗi nhóm quốc gia Đông Nam Á sẽ được tính tỷ trọng trung bình dựa trên tỷ trọng thương mại trung bình của mỗi quốc gia với Trung Quốc trong cùng giai đoạn nghiên cứu (Bảng 2). Tỷ lệ thương mại được dùng để cho thấy sự lưu thông qua lại giữa các quốc gia, do đó trong trường hợp nếu có một sự thay đổi nào đó ở một quốc gia với dòng chảy thương mại lớn thì cũng tác động đến nhiều quốc gia khác.

Dữ liệu được sử dụng là các biến số vĩ mô của các quốc gia Đông Nam Á (bao gồm Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan và Việt Nam), được thu thập từ Quỹ Tiền tệ Quốc tế (International Monetary Fund – IMF), trích xuất dữ liệu theo năm và có giai đoạn từ Quý 1/2009 đến Quý 4/2019.

Cơ sở phân loại thành ba nhóm nước được dựa trên cách phân loại trong nghiên cứu của Phạm và Nguyễn (2019), bao gồm Trung Quốc và hai nhóm nước Đông Nam Á được dựa trên ba đặc điểm như trên đã phân tích

là về chế độ tỷ giá (chế độ tỷ giá thả nổi và chế độ tỷ giá cố định), độ mở thương mại (độ mở thương mại thấp và độ mở thương mại cao) và độ mở vốn (độ mở vốn thấp và độ mở vốn cao). Đối với chế độ tỷ giá dựa trên Báo cáo thường niên về các thỏa thuận trao đổi (AREAR) của Quỹ Tiền Tệ Quốc Tế (IMF) phân loại các nước thành nhóm các nước có chế độ tỷ giá thả nổi và nhóm các nước có chế độ tỷ giá cố định. Đối với độ mở thương mại được phân loại bởi World Bank (2019). Những quốc gia có tỷ lệ tổng thương mại trên GDP thấp hơn trung bình trong suốt giai đoạn nghiên cứu được xếp vào nhóm các nước có độ mở thương mại thấp và tương ứng là nhóm các nước có độ mở thương mại cao. Đối với độ mở dòng vốn của các nước được phân loại theo chỉ số hội nhập tài chính Chinn-Ito (KAOPEN) của Chinn và Ito (2019). Những nước có KAOPEN bằng 1 được phân loại là các nước có độ mở vốn cao, và những nước có KAOPEN bằng 0 là những nước có độ mở vốn thấp.

Bảng 2. Kết quả phân loại các quốc gia Đông Nam Á theo từng đặc trưng

| Đặc trưng | Nhóm nước | Tỷ trọng (%) | Nhóm nước | Tỷ trọng (%) |
|------------------|------------------|---------------------|------------------|---------------------|
| Chế độ tỷ giá | Thả nổi | | Cố định | |
| | Malaysia | 45 | Indonesia | 28 |
| | Philippines | 20 | Singapore | 34 |
| | Thái Lan | 34 | Việt Nam | 38 |
| Độ mở thương mại | Thấp | | Cao | |
| | Indonesia | 34 | Malaysia | 38 |
| | Philippines | 24 | Singapore | 30 |
| | Thái Lan | 41 | Việt Nam | 33 |
| Độ mở dòng vốn | Thấp | | Cao | |
| | Indonesia | 17 | Singapore | 100 |
| | Malaysia | 27 | | |
| | Philippines | 12 | | |
| | Thái Lan | 20 | | |
| | Việt Nam | 23 | | |

Bảng 3. Kết quả thống kê các biến trong mô hình

| Tên biến | Giá trị trung bình | Giá trị nhỏ nhất | Giá trị lớn nhất | Độ lệch chuẩn |
|---|--------------------|------------------|------------------|---------------|
| y^{china} | 2,09118 | -3,92 | 5,3 | 1,64283 |
| dp^{china} | 0,00531 | -0,02158 | 0,01447 | 0,00528 |
| r^{china} | 0,00398 | 4,17E-05 | 0,01465 | 0,00446 |
| Phân nhóm nước theo chế độ tỷ giá | | | | |
| $y^{floating}$ | 3,42497 | -3,60668 | 7,02353 | 1,70032 |
| $dp^{floating}$ | 0,00538 | -0,00203 | 0,01623 | 0,00325 |
| $r^{floating}$ | 0,00623 | 0,00376 | 0,00949 | 0,00148 |
| y^{pegged} | 5,92031 | -0,87836 | 11,4195 | 2,10130 |
| dp^{pegged} | 0,01126 | -0,0046 | 0,04660 | 0,00991 |
| r^{pegged} | 0,01141 | 0,00697 | 0,02082 | 0,00301 |
| Phân nhóm nước theo độ mở thương mại | | | | |
| $y^{high\ trade}$ | 5,41275 | -3,55388 | 11,03635 | 2,31107 |
| $dp^{high\ trade}$ | 0,00785 | -0,00886 | 0,03820 | 0,00826 |
| $r^{high\ trade}$ | 0,00835 | 0,005896 | 0,01513 | 0,00216 |
| $y^{low\ trade}$ | 3,30955 | -2,85706 | 6,32940 | 1,53947 |
| $dp^{low\ trade}$ | 0,00603 | -0,00045 | 0,01576 | 0,00313 |
| $r^{low\ trade}$ | 0,00682 | 0,004183 | 0,01108 | 0,00177 |
| Phân nhóm nước theo độ mở nguồn vốn | | | | |
| $y^{high\ capital}$ | 2,61754 | -5,7665 | 6,85229 | 2,06665 |
| $dp^{high\ capital}$ | 0,00300 | -0,0049 | 0,01200 | 0,00305 |
| $r^{high\ capital}$ | 0,18507 | -0,1552 | 2,88683 | 0,50505 |
| $y^{low\ capital}$ | 5,89277 | 1,02146 | 9,10800 | 1,46483 |
| $dp^{low\ capital}$ | 0,01192 | -0,0005 | 0,04011 | 0,00718 |
| $r^{low\ capital}$ | 0,01290 | 0,00969 | 0,02027 | 0,00221 |

4. Kết quả nghiên cứu tác động của chính sách tiền tệ Trung Quốc đến kinh tế các quốc gia Đông Nam Á

4.1. Kết quả phản ứng xung của cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc đến các nhóm nước được phân loại dựa trên chế độ tỷ giá

Kết quả phản ứng xung (hình 1) của cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc đến các nhóm nước được phân loại dựa trên chế độ tỷ giá cho thấy:

Tác động của cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc đến lạm phát của nước này và các

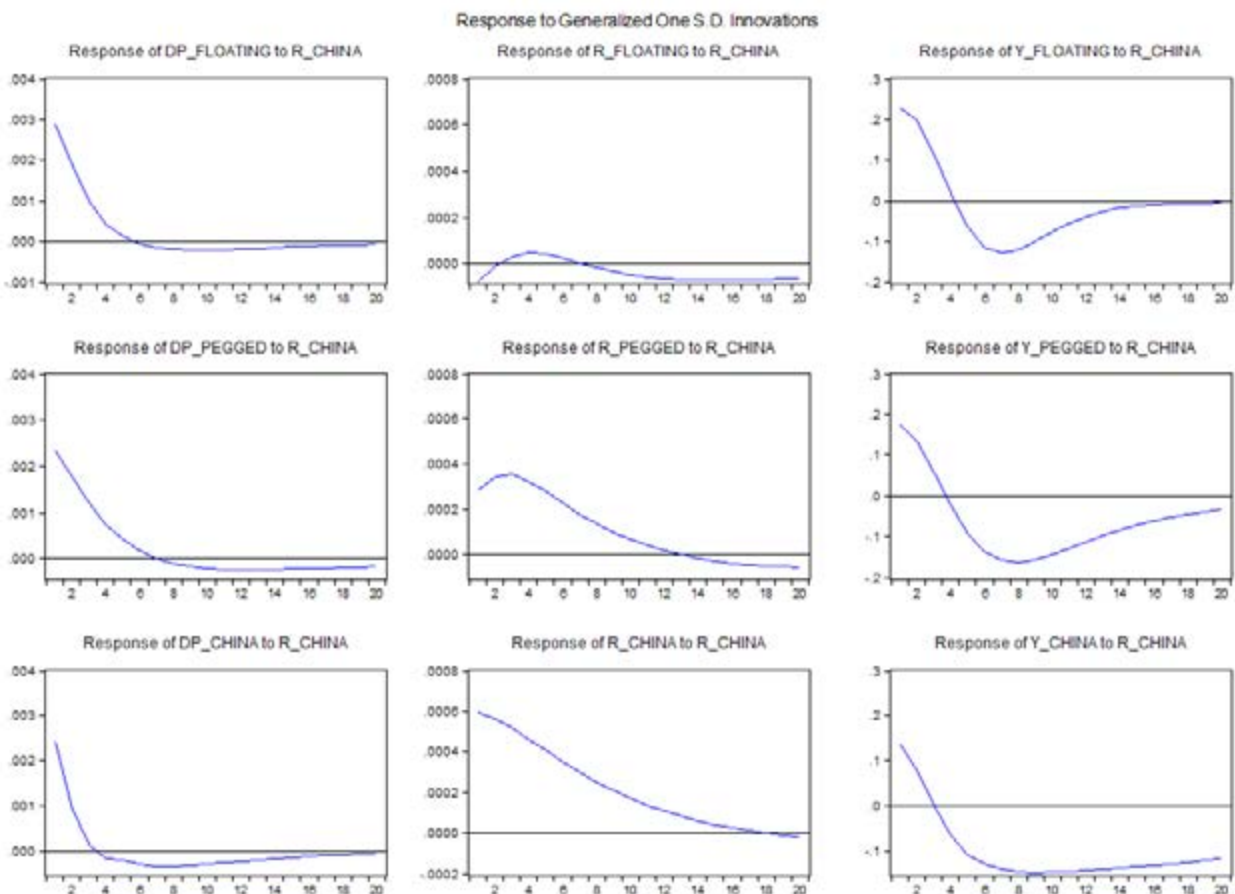
nước Đông Nam Á có chế độ tỷ giá cố định là như nhau. Cụ thể, khi xảy ra một cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc – lãi suất tăng lên một độ lệch chuẩn thì lạm phát tại Trung Quốc và các nước có chế độ tỷ giá cố định ở Đông Nam Á tăng khoảng 0,0025% trong quý thứ 1, và đối với Trung Quốc thì tác động này diễn ra khá ngắn, kéo dài đến quý thứ 3, còn đối với các nước Đông Nam Á có chế độ tỷ giá cố định thì chịu sự tác động của cú sốc tiền tệ Trung Quốc khá dài đến quý thứ 7. Riêng đối với các nước Đông Nam Á có chế độ tỷ giá thả nổi thì khá nhạy cảm với chính sách tiền tệ của Trung

Quốc, lãi suất tăng lên một độ lệch chuẩn thì lạm phát tăng khoảng 0,003% trong quý thứ 1, và kéo dài đến quý thứ 6. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Bi và Anwar (2017).

Cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc có tác động tích cực đến lãi suất của các nước Đông Nam Á có chế độ tỷ giá cố định nhưng lại tác động tiêu cực đến lãi suất của các nước có chế độ tỷ giá thả nổi. Cụ thể, lãi suất Trung Quốc tăng lên một độ lệch chuẩn thì lãi suất tại các nước có chế độ tỷ giá cố định tại Đông Nam Á tăng khoảng 0,0003% trong quý 1 và kéo dài khá lâu, kết thúc sau 1 năm. Còn đối với các nước Đông Nam Á có chế độ tỷ giá thả nổi thì khi lãi suất của Trung Quốc tăng

lên một độ lệch chuẩn dẫn đến lãi suất giảm khoảng 0,0001% thời gian tác động chỉ duy trì trong thời gian ngắn. Kết quả nghiên cứu này cũng khá tương đồng với nghiên cứu của Johansson (2012), và Bi và Anwar (2017).

Chính sách tiền tệ Trung Quốc có tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế của cả Trung Quốc và hai nhóm nước thuộc Đông Nam Á. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với Kozłuk và Mehrotra (2009), Bi và Anwar (2017). Tuy nhiên, mức tác động của chính sách tiền tệ Trung Quốc đến các nước là khác nhau. Cụ thể, tăng trưởng kinh tế tại các nước có chế độ tỷ giá thả nổi cao hơn so với các nước có chế độ tỷ giá cố định.



Hình 1. Kết quả phản ứng xung của cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc đến các nhóm nước được phân loại dựa trên chế độ tỷ giá

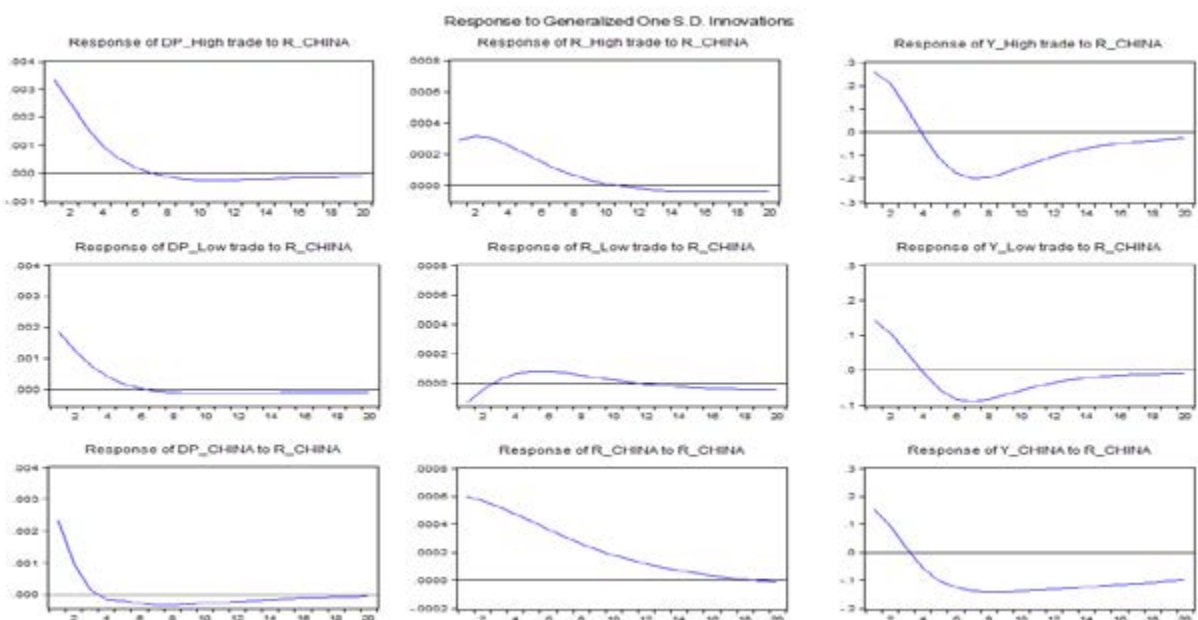
4.2. Kết quả phản ứng xung của cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc đến các nhóm nước được phân loại dựa trên độ mở thương mại

Kết quả phản ứng xung (Hình 2) của cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc đến các nhóm nước được phân loại dựa trên độ mở thương mại cho thấy:

Sự thay đổi của cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc có tác động tích cực đến lạm phát các nước Đông Nam Á có độ mở thương mại cao và độ mở thương mại thấp nhưng mức tác động và thời gian tác động là khác nhau, phù hợp với nghiên cứu của Bi và Anwar (2017). Cụ thể, lạm phát tại các nước có độ mở thương mại cao khá nhạy cảm trước cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc – lãi suất tăng lên một độ lệch chuẩn thì lạm phát tại các nước có độ mở thương mại cao tăng khoảng 0,0032% trong quý thứ 1 và kéo dài đến quý 7. Còn đối với các nước có độ mở thương mại thấp thì ít chịu sự tác động của cú sốc tiền tệ Trung Quốc, khi lãi suất tăng lên một độ lệch chuẩn thì lạm phát tại các nước có độ mở thương mại cao tăng khoảng 0,002% trong quý thứ 1 và cũng kéo dài đến quý 6.

Chính sách tiền tệ Trung Quốc có tác động tích cực đến lãi suất của các nước Đông Nam Á có độ mở thương mại cao nhưng lại tác động tiêu cực đến lãi suất của các nước có độ mở thương mại thấp. Cụ thể, lãi suất Trung Quốc tăng lên một độ lệch chuẩn thì lãi suất tại các nước có độ mở thương mại cao tại Đông Nam Á tăng khoảng 0,0003% trong quý 1 và kéo dài khá lâu, kết thúc sau 11 quý. Ngược lại, đối với các nước Đông Nam Á có độ mở thương mại thấp thì khi lãi suất của Trung Quốc tăng lên một độ lệch chuẩn dẫn đến lãi suất giảm khoảng 0,0001% thời gian tác động chỉ duy trì trong thời gian ngắn.

Chính sách tiền tệ Trung Quốc có tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế của cả Trung Quốc và hai nhóm nước thuộc Đông Nam Á, phù hợp với Koźluk và Mehrotra (2009), Bi và Anwar (2017). Tuy nhiên, mức tác động của chính sách tiền tệ Trung Quốc đến các nước là khác nhau. Cụ thể, tăng trưởng kinh tế tại các nước có độ mở thương mại cao hơn so với các nước có độ mở thương mại thấp.



Hình 2. Phản ứng xung của cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc đến các nhóm nước được phân loại dựa trên độ mở thương mại

4.3. Kết quả phản ứng xung của cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc đến các nhóm nước được phân loại dựa trên độ mở nguồn vốn

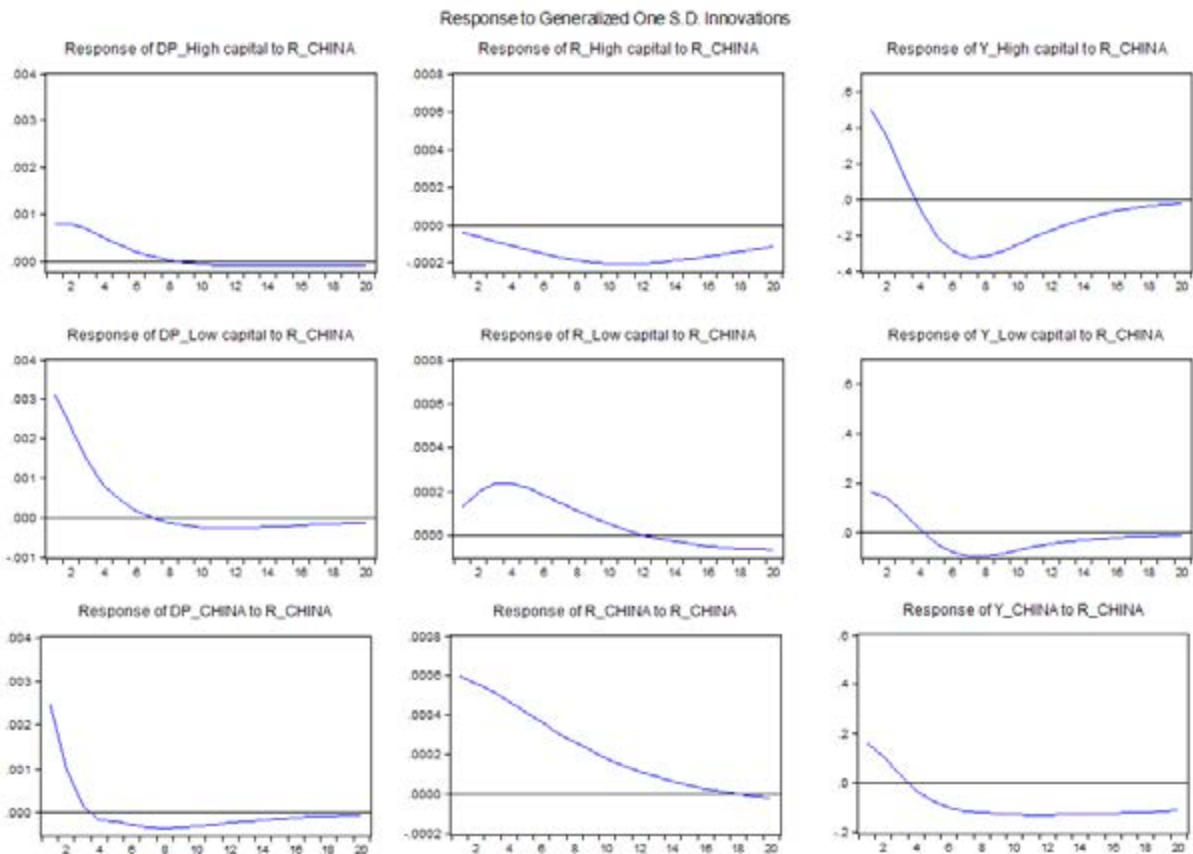
Phản ứng của các biến ở hai nhóm nước được phân loại dựa trên độ mở nguồn vốn được thể hiện qua kết quả phản ứng xung ở Hình 3 cho thấy:

Sự thay đổi của cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc có tác động tích cực đến lạm phát các nước Đông Nam Á có độ mở nguồn vốn cao và độ mở nguồn vốn thấp nhưng mức tác động và thời gian tác động là khác nhau, phù hợp với nghiên cứu của Bi và Anwar (2017). Cụ thể, lạm phát tại các nước có độ mở nguồn vốn thấp lại khá nhạy cảm trước cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc. Ngược lại, lạm phát tại các nước có độ mở nguồn vốn cao lại ít

nhạy cảm trước sự thay đổi cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc.

Chính sách tiền tệ Trung Quốc có tác động tiêu cực đến lãi suất của các nước Đông Nam Á có độ mở nguồn vốn cao nhưng lại tác động tích cực đến lãi suất của các nước có độ mở nguồn vốn thấp.

Ngoài ra, chính sách tiền tệ Trung Quốc đều có tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế của cả Trung Quốc và hai nhóm nước thuộc Đông Nam Á, phù hợp với Koźluk và Mehrotra (2009), Bi và Anwar (2017). Nhưng tăng trưởng kinh tế của các nước có độ mở nguồn vốn cao nhạy cảm hơn so với các nước có độ mở nguồn vốn thấp trước cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc.



Hình 3. Phản ứng của cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc đến các nhóm nước được phân loại dựa trên độ mở nguồn vốn

4.4. Tác động của chính sách tiền tệ Trung Quốc đến nền kinh tế Việt Nam

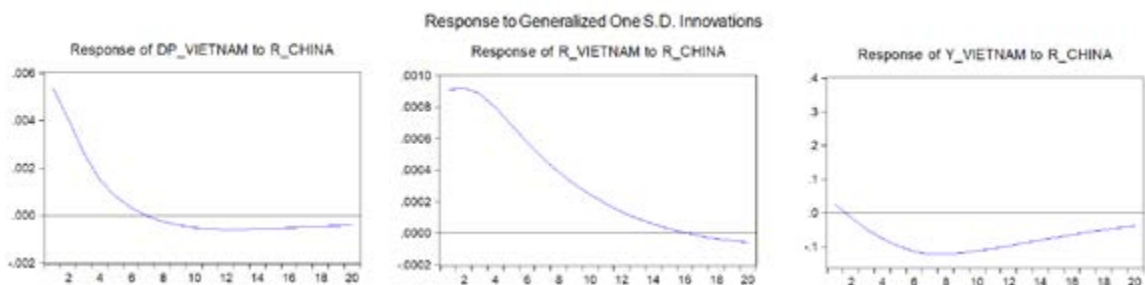
Cần cứ theo tiêu chí phân loại nhóm nước của IMF, World Bank và của Chinn và Ito (2019) thì Việt Nam được phân loại vào nhóm nước có chế độ tỷ giá cố định, có độ thương mại cao và độ mở vốn thấp. Hình 4 cho thấy kết quả phản ứng xung của các biến vĩ mô Việt Nam trước tác động của chính sách tiền tệ Trung Quốc. Khi tiến hành so sánh kết quả này với các nhóm nước đã phân loại theo ba đặc điểm trên. Bài viết có một số đánh giá sau:

Khi so sánh về tác động của chính sách tiền tệ Trung Quốc đến kinh tế Việt Nam với các nước thuộc nhóm có chế độ tỷ giá cố định thì lạm phát và lãi suất tại Việt Nam cũng khá nhạy cảm và phụ thuộc vào chính sách tiền tệ của Trung Quốc. Khi lãi suất của Trung Quốc tăng lên một độ lệch chuẩn thì lạm phát tại Việt Nam tăng khoảng 0,0055% và lãi suất tăng 0,009% đều cao hơn so với các nước Đông Nam Á có cùng nhóm. Ngược lại, tăng trưởng kinh tế Việt Nam phản ứng khá chậm so với các nước cùng nhóm trước cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc. Lãi suất của Trung Quốc tăng lên một độ lệch chuẩn thì tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam tăng khoảng 0,02% trong khi các nước Đông Nam Á có cùng chế độ tỷ giá thì mức tăng này là 0,19%.

Khi so sánh về tác động của chính sách tiền tệ Trung Quốc đến kinh tế Việt Nam với các nước thuộc nhóm có độ mở thương

mại cao, tăng trưởng kinh tế, lạm phát và lãi suất tại Việt Nam cũng khá nhạy cảm và phụ thuộc vào chính sách tiền tệ của Trung Quốc. Khi lãi suất của Trung Quốc tăng lên một độ lệch chuẩn thì lạm phát tại Việt Nam tăng khoảng 0,0055% và lãi suất tăng 0,0009% đều cao hơn so với các nước cùng nhóm. Ngược lại, tăng trưởng kinh tế Việt Nam phản ứng khá chậm so với các nước nhóm trước cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc. Lãi suất của Trung Quốc tăng lên một độ lệch chuẩn thì tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam tăng khoảng 0,02% trong khi các nước cùng nhóm thì mức tăng này là 0,25%.

Khi so sánh về tác động của chính sách tiền tệ Trung Quốc đến kinh tế Việt Nam với các nước thuộc nhóm có độ mở nguồn vốn thấp, tăng trưởng kinh tế, lạm phát và lãi suất tại Việt Nam cũng khá nhạy cảm và phụ thuộc vào chính sách tiền tệ của Trung Quốc. Khi lãi suất của Trung Quốc tăng lên một độ lệch chuẩn thì lạm phát tại Việt Nam tăng khoảng 0,0055% và lãi suất tăng 0,0009% đều cao hơn so với các nước thuộc nhóm có độ mở nguồn vốn thấp. Ngược lại, tăng trưởng kinh tế Việt Nam phản ứng khá chậm so với các nước Đông Nam Á có cùng chế độ tỷ giá cố định trước cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc. Lãi suất thực ngắn hạn của Trung Quốc tăng lên một độ lệch chuẩn thì tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam tăng khoảng 0,02% trong khi các nước cùng nhóm thì mức tăng này là khoảng 0,2%.



Hình 4. Phản ứng của các biến vĩ mô Việt Nam trước tác động của chính sách tiền tệ Trung Quốc

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Kết quả bài viết cho thấy, biến tăng trưởng của nhóm nước có tỷ giá thả nổi và cố định có phản ứng cùng chiều trước tác động của cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc, nhưng tăng trưởng kinh tế tại các nước có chế độ tỷ giá thả nổi cao hơn so với các nước có chế độ tỷ giá cố định. Biến lãi suất của các nước có chế độ tỷ giá cố định chịu sự tác động tích cực trước cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc, ngược lại, lãi suất tại các nước có chế độ tỷ giá thả nổi chịu tác động tiêu cực. Tuy nhiên, lạm phát của hai nhóm nước có chế độ tỷ giá cố định và chế độ tỷ giá thả nổi thì chịu sự tác động như nhau trước sự thay đổi của cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc.

Tăng trưởng kinh tế của hai nhóm nước có độ mở thương mại cao và độ mở thương mại thấp đều đồng nhất với kết quả nghiên cứu theo tiêu chí phân loại chế độ tỷ giá, nhưng tăng trưởng kinh tế tại các nước có độ mở thương mại cao cao hơn so với các nước có độ mở thương mại thấp. Chính sách tiền tệ Trung Quốc có tác động tích cực đến lạm phát các nước Đông Nam Á có độ mở thương mại cao và độ mở thương mại thấp nhưng mức tác động và thời gian tác động là khác nhau. Trước các cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc các nước có độ mở thương mại cao nhạy cảm và chịu sự tác động lâu hơn so với các nước có độ mở thương mại thấp. Còn đối với lãi suất, chính sách tiền tệ Trung Quốc có tác động tích cực đến lãi suất của các nước Đông Nam Á có độ mở thương mại cao nhưng lại tác động tiêu cực đến lãi suất của các nước có độ mở thương mại thấp.

Còn đối với tiêu chí phân loại dựa trên độ mở nguồn vốn, tăng trưởng kinh tế và lạm phát của hai nhóm nước có độ mở nguồn vốn cao và độ mở nguồn vốn thấp đều đồng nhất với kết quả nghiên cứu theo tiêu chí phân loại độ mở thương mại. Tuy nhiên, lạm phát tại

các nước có độ mở nguồn vốn thấp lại khá nhạy cảm trước cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc, ngược lại, lạm phát tại các nước có độ mở nguồn vốn cao lại ít nhạy cảm trước sự thay đổi cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc. Bên cạnh đó, lãi suất của các nước Đông Nam Á có độ mở nguồn vốn cao lại chịu sự tác động tiêu cực trước cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc nhưng đối với các nước có độ mở nguồn vốn thấp thì chịu sự tác động tích cực trước sự biến động của chính sách tiền tệ Trung Quốc.

Ngoài ra, Trung Quốc là nước láng giềng với Việt Nam và nền kinh tế Việt Nam chịu ảnh hưởng khá lớn từ Trung Quốc, do đó, bài viết cũng đã tiến hành nghiên cứu phản ứng của kinh tế Việt Nam trước cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc. Kết quả nghiên cứu cho thấy, tăng trưởng kinh tế Việt Nam phản ứng cùng chiều nhưng khá chậm so với các nước Đông Nam Á cùng nhóm trước cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc. Lạm phát và lãi suất tại Việt Nam cũng khá nhạy cảm và phụ thuộc vào chính sách tiền tệ của Trung Quốc, mức độ nhạy cảm đều cao hơn so với các nước cùng nhóm.

Trên cơ sở những kết quả nghiên cứu trên, nhóm tác giả đề xuất một số hàm ý chính sách đối với các nước Đông Nam Á trước các cú sốc bên ngoài, cụ thể là trước sự thay đổi chính sách tiền tệ Trung Quốc như sau:

– Kết quả nghiên cứu cho thấy tại các nước có chế độ tỷ giá thả nổi, độ mở thương mại cao và độ mở nguồn vốn cao thì tăng trưởng kinh tế biến động cùng chiều và khá nhạy cảm trước các cú sốc chính sách tiền tệ Trung Quốc hơn so với các nhóm nước còn lại. Ngoài ra, tùy theo đặc điểm của từng nhóm nước mà chính sách tiền tệ Trung Quốc tác động cùng chiều hay ngược chiều với lãi suất cũng như lạm phát của các nước Đông Nam Á. Do đó, điều hàm ý rằng các nước Đông Nam Á nên

điều hành chính sách tỷ giá linh hoạt, phù hợp với cung cầu và diễn biến của thị trường trong nước và thế giới. Bên cạnh đó, các nước Đông Nam Á cũng phát huy vai trò tích cực của độ mở thương mại và độ mở nguồn vốn, tăng cường hội nhập kinh tế, phát triển thị trường tài chính và huy động được các nguồn vốn quốc tế nhưng cũng không quên thực hiện mục tiêu ổn định lạm phát, điều hành đồng bộ các công cụ của chính sách tiền tệ, phối hợp với chính sách tài khóa và các chính sách kinh tế vĩ mô khác nhằm ổn định môi trường vĩ mô, thúc đẩy hoạt động xuất nhập khẩu là chìa khóa đem lại tăng trưởng cho kinh tế của các quốc gia.

– Riêng đối với Việt Nam đang điều hành tỷ giá theo chế độ tỷ giá cố định và độ mở nguồn

vốn thấp, tăng trưởng kinh tế Việt Nam phản ứng chậm nhưng lạm phát và lãi suất thì lại khá nhạy cảm và phụ thuộc vào chính sách tiền tệ của Trung Quốc hơn so với các nước Đông Nam Á cùng nhóm. Điều này hàm ý rằng chính sách vĩ mô của Việt Nam khá thụ động trước sự thay đổi của chính sách tiền tệ Trung Quốc hơn so với các nước cùng nhóm. Do đó, mặc dù điều kiện và mục tiêu của mỗi quốc gia không giống nhau, tuy nhiên để chủ động và phản ứng kịp thời trước các tác động từ bên ngoài mà cụ thể là tác động từ chính sách tiền tệ của Trung Quốc thì Việt Nam cần tiếp tục nghiên cứu và phát huy vai trò của chính sách điều hành tỷ giá, thậm chí chuyển từ chế độ tỷ giá cố định sang chế độ tỷ giá thả nổi và phát triển thị trường tài chính, tiến đến hội nhập tài chính toàn cầu.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Ammer, J., De Pooter, M., Erceg, C. J., & Kamin, S. B. (2016). *International spillovers of monetary policy* (No. 02-08-1). Board of Governors of the Federal Reserve System (US).
- Bouakez H. & Normandin M. (2010). Fluctuations in the foreign exchange market: How important are monetary policy shocks?. *Journal of International Economics*, 81(1), 139-153.
- Bi Y. & Anwar S. (2017). US monetary policy shocks and the Chinese economy: a GVAR approach. *Applied Economics Letters*, 24(8), 553-558.
- Canova, F. (1995). Vector autoregressive models: specification, estimation, inference and forecasting. *Handbook of applied econometrics*, 1, 73-138.
- Chudik A. & Pesaran M. H. (2016). Theory and Practice of GVAR Modelling. *Journal of Economic Surveys*, 30(1), 165-197.
- Doan, T., Litterman, R., & Sims, C. (1984). Forecasting and conditional projection using realistic prior distributions. *Econometric reviews*, 3(1), 1-100.
- Dornbusch, R. (1976). The theory of flexible exchange rate regimes and macroeconomic policy. *The Scandinavian Journal of Economics*, 255-275.
- Fleming, J. M. (1962). Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates. *Staff Papers*, 9(3), 369-380.
- Fidrmuc J. & Korhonen L. (2010). The impact of the global financial crisis on business cycles in Asian emerging economies. *Journal of Asian Economics, Elsevier*, 21(3), 293-303.
- Forbes R. J. & Chinn M. D (2004). A Decomposition of Global Linkages in Financial Markets Over Time. *The Review of Economics and Statistics, MIT Press*, 86(3), 705-722.
- Georgiadis, G. (2016). Determinants of global spillovers from US monetary policy. *Journal of International Money and Finance*, 67, 41-61.

- Giacomini, R., & White, H. (2006). Tests of conditional predictive ability. *Econometrica*, 74(6), 1545-1578.
- Johansson, A. C. (2012). China's growing influence in Southeast Asia – Monetary policy and equity markets. *The World Economy*, 35(7), 816-837.
- Litterman, R. B. (1980). *Bayesian procedure for forecasting with vector autoregressions*. Massachusetts Institute of Technology.
- Hồ Thủy Tiên, Chu Thị Thanh Trang & Hồ Thu Hoài (2021). Truyền dẫn của chính sách tiền tệ đến tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam. *Tạp Chí Nghiên cứu Tài chính – Marketing*, (49), 25-36. <https://doi.org/10.52932/jfm.vi49.94>
- Huỳnh Thái Huy và Nguyễn Khắc Quốc Bảo (2018). Tác động của các cú sốc vĩ mô lên cán cân thương mại khu vực ASEAN-6: Phương pháp GVAR. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh châu Á*, 29(11), 38-63.
- Koźluk, T. & A. Mehrotra (2009). The Impact of Chinese Monetary Policy Shocks on East and South-East Asia. *Economics of Transition*, 17(1), 121-145.
- Mundell, R. A. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *The Canadian Journal of Economics and Political Science/Revue canadienne d'Economique et de Science politique*, 29, 475-485.
- Mackowiak B. (2007). External shocks, U.S. monetary policy and macroeconomic fluctuations in emerging markets. *Journal of Monetary Economics*, 54(8), 2512-2520.
- Nguyễn Văn Thuận, Trần Xuân Hằng, Nguyễn Minh Hằng & Nguyễn Thị Kim Chi (2020). Tác động của thuế đến tăng trưởng kinh tế tại các nước đang phát triển khu vực châu Á. *Tạp Chí Nghiên cứu Tài chính – Marketing*, (60). <https://doi.org/10.52932/jfm.vi60.4>
- Pham, T. T., & Nguyen, P. T. (2019). Monetary policy responses of Asian countries to spillovers from US monetary policy. *Asian-Pacific Economic Literature*, 33(1), 78-97.
- Rey, H. (2016). International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma. *IMF Economic Review*, 64(1), 6-35.
- Sattari, Omid & Yavari, Kazem & Heydari, Hassan & Etesami, Mansour (2017). The Impact of Monetary and Financial Freedom on Monetary Policy Transparency in Low, Middle and High Income Countries. *Quarterly Journal of Applied Theories of Economics*, 3(4), 153-176.