

# Vai trò của tỷ giá hối đoái thực đa phương trong điều hành kinh tế vĩ mô và một số hàm ý chính sách

Trần Thị Thu Hà

Trung tâm Thông tin và Dự báo Kinh tế xã hội Quốc gia, Bộ Kế hoạch và Đầu tư

Ngày nhận: 22/12/2020

Ngày nhận bản sửa: 20/01/2021

Ngày duyệt đăng: 28/01/2021

**Tóm tắt:** Trong những năm qua, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) đã thay đổi linh hoạt cơ chế điều hành tỷ giá. Từ đầu năm 2016, NHNN bắt đầu chuyển sang chính sách điều hành tỷ giá mới - tỷ giá trung tâm. Trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam ngày càng hội nhập sâu rộng với kinh tế thế giới, thị trường tài chính tiền tệ và tỷ giá có xu hướng ngày càng biến động và dễ tổn thương (Trần Thị Thu Hà<sup>1</sup>, 2014), việc tham khảo các công cụ hỗ trợ tỷ giá sẽ trở nên cần thiết. Tỷ giá hối đoái thực đa phương, hay tỷ giá hối đoái thực hiệu quả (REER), có thể cung cấp những thông tin hữu ích trong việc phân tích, ra quyết định, đánh giá các biện pháp chính sách kinh tế vĩ mô và các chính sách liên quan đến tỷ giá, song hiện vẫn chưa được công bố chính thức tại Việt Nam. Nghiên cứu thực hiện đánh giá thực trạng điều hành tỷ giá

## The role of the REER and some policy implications in Vietnam

**Abstract:** Over the past years, the State Bank of Vietnam (SBV) has flexibly changed the exchange rate management mechanism. From the beginning of 2016, the State Bank started to shift to a new exchange rate policy- the central rate. In the context of deeply intergration into the global economy, the Vietnamese financial monetary market and the exchange rate tend to be increasingly volatile and vulnerable. A Real Effective Exchange Rate (REER) - which can provide useful information in the analysis, decision-making, evaluation of macroeconomic policies as well as measures related to the exchange rate, but has not been officially published in Vietnam. This research aimed to evaluate the current situation of exchange rate management in Vietnam, estimate the REER in the period 2000- 2019 and analyze the role of REER in macroeconomic management through empirical studies and modeling method (impact simulation by NIGEM global econometric model). The research results show that REER should be a useful tool in the administration of exchange rate policy in Vietnam.

**Keywords:** real effective exchange rate, management, state bank

**Ha Thi Thu Tran**

Email: hatranthu2017@gmail.com

The National Center for Socio-Economic Information and Forecast (NCIF),  
Ministry of Planning and Investment

<sup>1</sup> Trần Thị Thu Hà (2014). “Ứng dụng mô hình lớp VAR trong phân tích, đánh giá tác động của hội nhập kinh tế quốc tế đến quy mô và rủi ro của thị trường tài chính Việt Nam giai đoạn 2000-2012”, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp Bộ, Bộ Kế hoạch và Đầu tư.

*của Việt Nam, ước lượng REER trong giai đoạn 2000 - 2019 và phân tích vai trò của REER trong công tác điều hành kinh tế vĩ mô qua các nghiên cứu thực nghiệm và phương pháp mô hình hóa (mô phỏng tác động bằng mô hình kinh tế lượng toàn cầu NIGEM). Kết quả nghiên cứu cho thấy, tỷ giá REER là công cụ tham khảo hữu ích và khuyến nghị được sử dụng trong công tác điều hành chính sách tỷ giá của Việt Nam trong bối cảnh hội nhập sâu rộng.*

**Từ khóa:** tỷ giá hối đoái thực hiệu quả, điều hành, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.

## 1. Giới thiệu

Chính sách tỷ giá hối đoái đóng vai trò quan trọng trong điều hành kinh tế vĩ mô của một quốc gia và tỷ giá hối đoái là một trong những công cụ quan trọng nhất của quá trình này. Khi một quốc gia tham gia vào hoạt động thương mại và thực hiện các giao dịch khác với các quốc gia, đặc biệt là với nền kinh tế có độ mở cao thì việc xây dựng một chỉ số chung phản ánh giá trị chung của đồng tiền so với một giỏ tiền tệ khác - được tính dựa trên các tỷ giá song phương và tỷ trọng thương mại giữa quốc gia đó với các quốc gia khác có quan hệ thương mại - trở nên cần thiết, đó là tỷ giá hối đoái thực đa phương, hay còn gọi là tỷ giá thực hiệu quả (Real Effective Exchange Rate - REER).

Trong 5 năm qua, cơ chế điều hành tỷ giá trung tâm được thực hiện ở Việt Nam đã giúp thị trường ít xáo trộn hơn, tỷ giá VND không biến động mạnh như trước, song cách tính toán tỷ giá trung tâm và tỷ trọng của từng đồng tiền trong rổ tiền tệ không được công bố; tỷ giá đôi lúc vẫn còn xa rời, chưa sát với thị trường. Trong bối cảnh hội nhập của nền kinh tế ngày càng sâu rộng hơn, việc hoán đổi tiền tệ giữa tiền Việt Nam đồng (VND) với đồng tiền của nhiều nước là một xu hướng nổi trội, việc áp dụng tỷ giá trung tâm (so sánh với một giỏ

8 đồng tiền) có thể cần được mở rộng hơn nữa để thực hiện điều hành tỷ giá chủ động, hiệu quả và phù hợp với xu thế. Tỷ giá hối đoái thực đa phương (REER) - chỉ số đo lường VND với một giỏ tiền tệ của nhiều nền kinh tế là các đối tác thương mại của Việt Nam - có thể cung cấp những thông tin hữu ích trong việc phân tích, ra quyết định, đánh giá các biện pháp chính sách kinh tế vĩ mô và các chính sách liên quan đến tỷ giá, song hiện vẫn chưa được công bố chính thức tại Việt Nam. Nghiên cứu này hướng tới việc phân tích vai trò của REER trong điều hành kinh tế vĩ mô trên hai khía cạnh: từ các nghiên cứu thực nghiệm của các nước; tính toán tỷ giá REER của Việt Nam trong giai đoạn 2000 - 2020 và thực hiện mô phỏng từ mô hình kinh tế lượng NIGEM để xem xét tác động của REER và tỷ giá song phương VND/USD đến các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô (GDP) của Việt Nam và tác động từ các biến động bên ngoài đến 2 tỷ giá này.

## 2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

### 2.1. Cơ sở lý thuyết

Lý thuyết về REER đã được đưa ra bởi các tổ chức tài chính quốc tế như Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF), Ngân hàng Thế giới (WB) hay Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh

---

<sup>2</sup> Mô hình kinh tế lượng toàn cầu NIGEM được xây dựng và phát triển tại Viện Nghiên cứu kinh tế xã hội Anh (NISER) và hiện được Trung tâm Thông tin và Dự báo Kinh tế xã hội Quốc gia (NCIF), Bộ Kế hoạch và Đầu tư ở Việt Nam mua bản quyền sử dụng.

tê (OECD) và sau đó được công nhận và thống nhất rộng rãi bởi các công trình trong nước và trên thế giới. Cụ thể, theo IMF, về lý thuyết, tỷ giá hối đoái phản ánh mức giá tương đối giữa đồng nội tệ và đồng ngoại tệ. Tỷ giá hối đoái danh nghĩa đa phương, hay tỷ giá hiệu quả danh nghĩa (Nominal Effective Exchange Rate - NEER) được tính dựa trên cơ sở này là tỷ giá giữa đồng nội tệ của một nước với một giỏ đồng tiền của các nước đối tác lấy quyền số là tỷ trọng thương mại hoặc thanh toán quốc tế.

$$NEER_{it} = \prod_{j=1}^n RX_{ijt}^{w_{ij}} \quad (1)^1$$

Trong đó:

$NEER_{it}$  là tỷ giá hối đoái danh nghĩa đa phương của nước  $i$  (nước chủ nhà)

$RX_{ij}$  là tỷ giá hối đoái song phương danh nghĩa của quốc gia (khu vực)  $j$  và nước  $i$ , đo bằng giá của 1 đơn vị tiền tệ của nước (khu vực)  $j$  tính bằng số đơn vị tiền tệ của nước  $i^2$  và;  $w_{ij}$  phản ánh tầm quan trọng tương đối của các nước khác đối với các thị trường xuất khẩu và nhập khẩu của nước  $i$ , còn được gọi là trọng số thương mại của nước đối tác (khu vực)  $j$  và nước chủ nhà  $i$ . REER được tính dựa trên NEER sau khi loại bỏ yếu tố lạm phát.

Tổng quan các công trình nghiên cứu trong nước cho thấy, cho đến hết năm 2015 đã có một số nghiên cứu thực nghiệm tính toán các chỉ số này theo công thức từ các tổ chức quốc tế. Nguyen Thi Thu Hang (2011) tính toán hai chỉ số này theo năm cho giai đoạn 2000- 2010 theo 10 đối tác thương mại

chính của Việt Nam; Nguyễn Trần Phúc và Nguyễn Đức Thọ (2009) tính toán 2 chỉ số này cả theo số liệu năm giai đoạn 1992-2007 và số liệu tháng giai đoạn tháng 1/1995 đến tháng 12/2007 với giỏ tiền tệ của 25 đối tác thương mại chính của Việt Nam với quyền số là tỷ trọng thương mại theo năm cho cả hai chuỗi số liệu năm và tháng. Các nghiên cứu trong nước cũng đã sử dụng tỷ trọng thương mại để tính trọng số đồng tiền, như nghiên cứu của Vũ Quốc Huy, Nguyễn Thị Thu Hằng, Vũ Phạm Hải Đăng (2012) trong khuôn khổ tài trợ của Ủy ban Kinh tế Quốc hội (UBKTQH) và Tổ chức UNDP (UBKTQH và UNDP, 2012), đã sử dụng tổng kim ngạch xuất nhập khẩu (KNXNK) hàng hóa của Việt Nam với 20 nước đối tác khác nhau. Tuy nhiên, có thể do hạn chế về số liệu và tần suất số liệu trong các nghiên cứu hiện có, sự lựa chọn mô hình và biến số, kết quả từ một số nghiên cứu hiện có cho thấy những đánh giá chưa thực sự thuyết phục. Chẳng hạn kết quả từ nghiên cứu của Nguyễn Thị Thu Hằng (2011) và UBKTQH và UNDP (2012) đã kết luận đến cuối năm 2010, REER của Việt Nam vẫn cao hơn so với năm 2003 đến hơn 20%. Các nghiên cứu đã thực hiện cả việc ứng dụng REER ước lượng tỷ giá cân bằng và sai lệch tỷ giá, đánh giá một số tác động của REER tới nhân tố xuất khẩu như UBKTQH và UNDP (2012), nhưng chưa nghiên cứu nào trong nước đánh giá và xem xét đến vai trò của REER trong công tác điều hành tỷ giá của Việt Nam.

## 2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm về vai trò của tỷ giá thực đa phương trong điều hành tỷ giá

Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm về vai trò của REER đối với nền kinh tế vĩ mô đã cho thấy, không giống như tỷ giá hối đoái chung, việc xây dựng REER là công cụ rất

<sup>1</sup> Ray Barrell, Amanda Choy, Dawn Holland and Rebecca Rile, 1/2005. The Sterling Effective Exchange Rate and other Measures of UN Competitiveness. National Institute Economic Review No.19 January.

<sup>2</sup> Để tránh nhầm lẫn trong diễn giải kết quả nghiên cứu, tác giả thay đổi quy định theo cách hiểu thông thường của Việt Nam. Trong phần diễn giải gốc của Ray Barrell và cộng sự (2005) thì  $RX_{ij}$  là tỷ giá hối đoái song phương của quốc gia (khu vực)  $j$  và nước  $i$ , đo bằng giá của 1 đơn vị tiền tệ của nước  $i$  tính bằng số đơn vị tiền tệ của nước (khu vực)  $j$ ). Như vậy, khi tăng (giảm) được xem là phá giá (tăng giá) đồng nội tệ.

hữu ích cho việc phân tích chính sách và tình hình kinh tế vĩ mô của một nước, trong đó có cả chính sách tỷ giá. REER được định giá cao hơn giá trị thực kéo dài sẽ tác động xấu đến/phản ánh điều kiện kinh tế vĩ mô không ổn định trong các nước khiến các nước này bị tổn thương và tích tụ có thể dẫn đến cuộc khủng hoảng tiền tệ. Ngược lại, việc định giá thấp hơn giá trị thực có thể dẫn đến tăng trưởng nền kinh tế nóng, gây áp lực đối với giá cả trong nước và phân bổ không hiệu quả nguồn lực giữa các lĩnh vực mậu dịch và phi mậu dịch (Jongwanich, 2009, pp. 9). Nhiều ngân hàng trung ương (NHTW) của các nước đang phát triển châu Á đã ứng dụng REER để ước lượng tỷ giá cân bằng hành vi (BEER) và mức sai lệch tỷ giá dựa trên việc đo lường các biến số ảnh hưởng đến REER trong ngắn và dài hạn. Chẳng hạn tại NHTW Trung Quốc, nghiên cứu về BEER đã được tham khảo ứng dụng vào trong công tác điều hành tỷ giá. Theo đó, 5 biến cơ bản thường được sử dụng trong mô hình đánh giá BEER là tài sản nước ngoài ròng (NFA), chênh lệch năng lực sản xuất (PROD), chỉ tiêu chính phủ, độ mở của các chính sách thương mại (OPEN) và giá tương đối xuất nhập khẩu (TOT) nhằm ước lượng tỷ giá hối đoái cân bằng. Các biến khác như giá tài sản, chênh lệch sản lượng có thể được đưa vào ở một số nước tùy thuộc vào tầm quan trọng của các biến này trong việc xác định tỷ giá thực. Tại Hồng Kông, Trung Quốc, Zhang (2002) đã ước lượng BEER dựa vào REER trong giai đoạn 1984- 1988 bằng bốn đặc tính cơ bản của nền kinh tế, bao gồm: TOT, chênh lệch về nguồn lực (xuất, nhập khẩu/GDP), đầu tư tư nhân và độ mở thương mại. Giai đoạn từ quý 3/1993 đến quý 2/1995, REER được đánh giá cao so với giá trị thực và mức chênh lệch cao nhất là 20% vào quý 1/1994. 6 tháng cuối năm 1995, đồng tiền có xu hướng điều chỉnh về

lại mức cân bằng. Cheng và Orden (2005) áp dụng phương pháp tiếp cận BEER ở Ấn Độ trong giai đoạn 1975 - 2002, nhận thấy rằng REER có xu hướng cao hơn giá trị thực tầm 10% vào những năm 1980 - 1990. Tuy nhiên, sau khủng hoảng 1991, REER đã dịch chuyển gần hơn đến giá trị cân bằng. Ở Indonexia, Sahminan (2005) ước lượng tỷ giá cân bằng từ quý 1/1993 đến quý 2/2005, sử dụng 4 biến số kinh tế cơ bản là TOT, PROD, chênh lệch lãi suất thực và NFA. Chênh lệch với giá trị thực luôn cao hơn 40% trong suốt những năm 1996 - 1997, còn giai đoạn 1998 - 2003 thì ngược lại. Năm 2004, REER bắt đầu định giá cao hơn rất nhiều. Singapore đã sử dụng phương pháp tiếp cận BEER trong công tác điều hành tỷ giá dựa trên nghiên cứu thực nghiệm của MacDonald (2000). Nghiên cứu này đã thực hiện việc đánh giá REER và ước lượng tỷ giá cân bằng của Singapore trong giai đoạn từ quý 1/1983 đến quý 2/2003. Ngoài 5 biến cơ bản thường được sử dụng trong mô hình đánh giá BEER là NFA, PROD, chi tiêu chính phủ, độ mở của các chính sách thương mại và TOT thì nghiên cứu này đưa thêm biến chênh lệch sản lượng và giá tài sản vào mô hình. Kết quả cho thấy, xét về tổng thể, REER ở Singapore có xu hướng biểu thị giá trị thấp hơn so với giá trị thực giai đoạn sau năm 1998 nhưng không có quan sát nào về mức độ chênh lệch được tìm thấy. Tại Thái Lan, Jongwanich (2009) áp dụng cách tiếp cận BEER để xác định tỷ giá cân bằng từ 1997 đến 2000. Biến số kinh tế dòng vốn vào (phân tách thành danh mục đầu tư và FDI) cùng với các biến số kinh tế cơ bản đã được sử dụng trong mô hình. Nghiên cứu đã chỉ ra trong suốt giai đoạn 1984- 1985 và 1990- 1996, REER định giá cao hơn giá trị thực. Trước khi xảy ra khủng hoảng tiền tệ, năm 1996, REER được quan sát cao hơn giá trị thực là 12%.

Ngoài ra, Chinn (2005) đã chỉ ra nhiều trường hợp trong đó REER có thể được sử dụng cho nhiều vấn đề khác nhau trong các chính sách ổn định kinh tế vĩ mô. Cụ thể, tác giả đã chỉ ra rằng những chỉ số này có thể được sử dụng làm: (i) một nhân tố quyết định xem khủng hoảng tiền tệ có xảy ra hay không như trong trường hợp khủng hoảng tài chính Đông Á năm 1997; (ii) một biến phụ thuộc phản ánh sự thay đổi trong năng suất lao động (Hsieh, 1982; De Gregorio và Worf, 1994; Chinn, 2000); (iii) một biến độc lập giải thích thâm hụt thương mại của một nước (trường hợp thâm hụt thương mại của Mỹ); và (iv) một chỉ số xác định khả năng phá giá cạnh tranh giữa các đồng tiền (trường hợp khu vực các nước thuộc Thái Bình Dương, Chinn, 2005).

Trong khi đó, Soutar và Santoya (2011) khẳng định REER là một nhân tố quan trọng trong việc đo lường năng lực cạnh tranh toàn cầu của một quốc gia do sự ảnh hưởng đáng kể của nó đến kim ngạch xuất khẩu, cải thiện cán cân thanh toán và tăng trưởng kinh tế trong dài hạn. Nghiên cứu của nhóm các nhà nghiên cứu ở Jordan năm 2013 về tác động của REER đối với nền kinh tế, Jordan đã đưa ra lời khuyên về hai chính sách Jordan nên áp dụng: (1) sử dụng chính sách REER như là một trong những chính sách điều chỉnh nền kinh tế vĩ mô; (2) Jordan phải tập trung nghiên cứu nguồn cung tiền (M1) như một biến tích cực trong chính sách tiền tệ Jordan.

### 3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng phương pháp tổng hợp, phân tích dữ liệu của IMF, NHNN và Tổng cục Thống kê (GSO) theo chuỗi thời gian quý hoặc năm; phương pháp thống kê số liệu; phương pháp lịch sử và logic; phương pháp mô hình hóa (mô hình kinh tế lượng toàn cầu NIGEM) để đánh giá thực trạng của công tác điều hành tỷ giá giai

đoạn 2000 - 2019, tính toán REER, đánh giá vai trò và sự cần thiết của việc ứng dụng REER đối với công tác điều hành tỷ giá của Việt Nam.

Cụ thể, tác giả sử dụng dữ liệu từ Website của NHNN để phân tích thực trạng công tác điều hành tỷ giá của Việt Nam; để tính toán REER, tác giả sử dụng dữ liệu tỷ trọng thương mại được lấy từ nguồn Direction of Trade Statistics (DOT) của IMF; dữ liệu tỷ giá song phương với đồng USD, chỉ số giá tiêu dùng của Việt Nam và các quốc gia đối tác được lấy từ nguồn International Financial Statistics (IFS)/IMF. Phần xử lý dữ liệu chi tiết được tác giả trình bày tại mục 4.2.

## 4. Kết quả và thảo luận

### 4.1. Vài nét về điều hành tỷ giá của Việt Nam giai đoạn 2000- 2020

Từ tháng 2/1999, với việc ban hành Quyết định số 64/1999/QĐ/NHNN và 65/1999/QĐ/NHNN, NHNN đã thay đổi cơ chế xác định tỷ giá tại Việt Nam thông qua việc cho phép các NHTM xác định tỷ giá giao dịch hàng ngày dựa trên tỷ giá bình quân liên ngân hàng do NHNN công bố vào đầu ngày và biên độ dao động áp dụng cho từng thời kỳ. Theo đó, giai đoạn 2000 - 2015, cơ chế điều hành tỷ giá này đã được áp dụng. Cơ chế xác định tỷ giá mới phần nào đã đem lại tính linh hoạt cho tỷ giá thị trường, phản ánh được cung cầu ngoại tệ nhờ vào: (i) Tỷ giá NHNN công bố là tỷ giá giao dịch bình quân giữa các NHTM ngày hôm trước và (ii) biên độ dao động tỷ giá sẽ cho phép tỷ giá bình quân liên ngân hàng dần tự điều chỉnh cho phù hợp với cung cầu của thị trường. Từ năm 2016- 2020, NHNN đã chuyển sang cơ chế điều hành mới- tỷ giá trung tâm. Trong kỳ nghiên cứu chính sách tỷ giá giai đoạn 2000- 2020, tác giả chia thành các giai đoạn như sau: (i) Giai đoạn

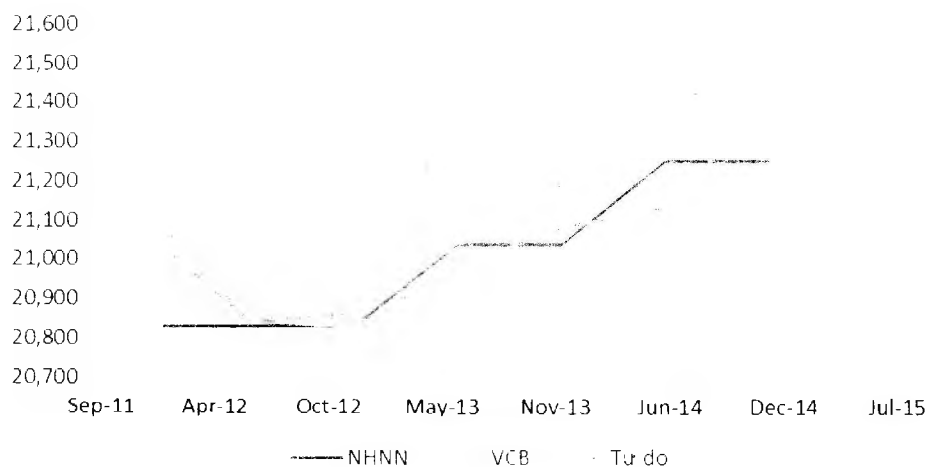
từ 2000- 2014; (ii) Năm 2015 và (iii) Giai đoạn 2016- 2020.

+ *Giai đoạn 2000- 2014*: Trong giai đoạn này, Việt Nam đã có nhiều điều chỉnh trong cơ chế tỷ giá nhằm phản ánh được cung cầu của thị trường. Tuy nhiên về cơ bản chế độ tỷ giá của Việt Nam vẫn là chế độ neo tỷ giá vào đồng USD với nhiều lần điều chỉnh tỷ giá chính thức hoặc điều chỉnh biên độ. NHNN là cơ quan công bố tỷ giá VND/USD. Căn cứ vào tỷ giá quốc tế giữa USD và các ngoại tệ khác, các ngân hàng thương mại (NHTM) sẽ xác lập tỷ giá giữa ngoại tệ đó với đồng USD. Cụ thể, có thể thấy trong suốt giai đoạn này, tỷ giá chính thức được 3 lần điều chỉnh nâng lên từ mức 14.000 VND/USD năm 2001 lên mức 16.100 VND/USD vào năm 2007, 20.693 VND/USD năm 2011 (VND được phá giá 9,3%, cao nhất từ trước đến nay) và sau đó tiếp tục được nâng lên 1%, ở mức 21.246 VND/USD vào năm 2014 do các biến động từ tình hình kinh tế thế giới và trong nước (đặc biệt là ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng tài chính thế giới năm 2008) làm giá vàng và giá ngoại tệ tăng, từ đó khiến đồng nội tệ mất giá. Biên độ tỷ giá tại các NHTM cũng được nhiều lần điều chỉnh ở các mức

khác nhau:  $\pm 0,25\%$  (từ 01/7/2002 đến 31/12/2006);  $\pm 0,5\%$  vào năm 2007; lên  $\pm 1\%$  từ 10/3/2008; sau đó tiếp tục từ  $\pm 2\%$  lên mức  $\pm 3\%$  vào cuối năm 2008 và thu hẹp biên độ dao động từ 3% xuống còn 1% từ năm 2014.

+ *Năm 2015*: Năm 2015, được coi là một năm đầy biến động, nhiều thách thức trong chính sách tiền tệ và chính sách tỉ giá của NHNN trước bối cảnh biến động mạnh của thị trường tài chính tiền tệ quốc tế. Đây cũng là năm được coi là bước ngoặt trong công tác điều hành tỷ giá của Việt Nam với sự ra đời của cơ chế điều hành tỷ giá mới- tỷ giá trung tâm.

Trước những biến động của thị trường tài chính tiền tệ thế giới và trong nước, trên thế giới, đồng USD liên tục lên giá do kỳ vọng Cục Dự trữ liên bang Mỹ (FED) điều chỉnh tăng lãi suất và Trung Quốc giảm mạnh tỷ giá đồng Nhân dân tệ, kéo theo làn sóng giảm giá mạnh của các đồng tiền của các đối tác thương mại chính của Việt Nam. Trong khi đó, ở trong nước, việc huy động trái phiếu Chính phủ (TPCP) để bù đắp thâm hụt ngân sách không thành công đã đẩy lãi suất TPCP tăng cao, tạo áp lực kép lên thị trường tiền tệ, dư thừa thanh khoản



**Hình 1. Diễn biến tỷ giá hối đoái của Việt Nam giai đoạn 2012-2014**

Nguồn: NHNN, VCB

trong ngắn hạn trong khi lãi suất tăng cao trong dài hạn, qua đó gián tiếp cản trở mục tiêu tiếp tục giảm lãi suất cho vay và ổn định tỷ giá. Tháng 8/2015, ngay sau khi NHTW Trung Quốc phá giá đồng NDT, NHNN đã 4 lần điều chỉnh tỷ giá bình quân liên ngân hàng, đồng thời 02 lần thực hiện tăng biên độ tỷ giá của các NHTM so với tỷ giá bình quân liên ngân hàng.

Những biến động lớn của thị trường tài chính tiền tệ thế giới đã tác động xấu đến giá trị của VND trong năm 2015, tuy nhiên những biến động này đã không được dự báo một cách đầy đủ và chính xác để tạo sự chủ động trong chính sách tỷ giá. Kết quả là cam kết tỷ giá của NHNN đã không được giữ vững, gây nên những biến động bất ngờ trên thị trường ngoại tệ, ảnh hưởng xấu đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, làm giảm niềm tin của thị trường đối với chính sách của NHNN.

Trong bối cảnh đó, ngày 31/12/2015, NHNN đã ban hành Quyết định số 2730/QĐ-NHNN về cách điều hành tỷ giá mới - tỷ giá trung tâm. Cơ chế này vẫn giữ biên độ giao dịch ở mức  $\pm 3\%$  và đã bắt đầu thực hiện từ ngày 04/01/2016.

Cùng với tỷ giá trung tâm, cơ chế điều hành tỷ giá mới của NHNN còn bổ sung thêm công cụ phái sinh, tức là áp dụng hợp đồng kỳ hạn trong quan hệ ngoại hối giữa NHNN và tổ chức tín dụng (TCTD). Trong quan hệ với doanh nghiệp, các TCTD cũng phải áp dụng giao dịch kỳ hạn với ngoại tệ theo quy định tại Thông tư số 15/2015/TT-NHNN có hiệu lực từ ngày 05/10/2015. Cách thức điều hành tỷ giá mới cho phép tỷ giá biến động linh hoạt hàng ngày theo diễn biến cung cầu ngoại tệ trong nước, biến động trên thị trường thế giới nhưng vẫn đảm bảo vai trò quản lý của NHNN theo định hướng điều hành chính sách tiền tệ.

Như vậy, tỷ giá sẽ thay đổi hàng ngày theo cơ chế thả nổi có kiểm soát, theo đó không còn

những đợt thay đổi lớn 2-3% như thời gian trước, mà sẽ chuyển sang thay đổi dần dần.

+ *Giai đoạn 2016- 2020*: Cơ chế điều hành tỷ giá trung tâm chính thức được áp dụng trong giai đoạn này đã khiến tỷ giá VND khá ổn định, ít chịu áp lực mất giá như năm 2015. Cụ thể, tỷ giá trung tâm cuối năm 2016 chỉ tăng 1,18% so với đầu năm 2016, ở ngưỡng 22.154 VND/USD. Đồng thời, biên độ dao động cũng chỉ dưới  $\pm 1,5\%$  trong suốt năm 2016. Trong khi đó, tỷ giá bán ra niêm yết tại Vietcombank chỉ tăng 0,55%, với mức dao động  $\pm 2,54\%$ . Năm 2017, tỷ giá VND cũng khá ổn định với tỷ giá trung tâm đã được điều chỉnh tăng tổng cộng 267 đồng, tương đương 1,2% trong khi tỷ giá USD niêm yết bán ra tại các NHTM được điều chỉnh giảm nhẹ khoảng 0,24%.

Tuy nhiên, từ năm 2018, trước những biến động của tình hình kinh tế thế giới, trong đó đáng kể là ảnh hưởng của chiến tranh thương mại gây ra sự sụt giá của một loạt các đồng tiền, dẫn đến nhiều nền kinh tế chuyển sang chính sách tiền tệ thắt chặt. Tỷ giá VND của Việt Nam cũng gặp nhiều biến động. Biên độ dao động của tỷ giá trung tâm và tỷ giá niêm yết của ngân hàng Vietcombank (VCB) thường xuyên ở mức tối đa  $\pm 3\%$ . Cụ thể, tỷ giá trung tâm được điều chỉnh nhanh chóng tính từ đầu năm đến thời điểm tháng 12/2018, tăng 3%, từ mức 21.911 đến 22.760 VND/USD để phù hợp với cung cầu thị trường, đồng VND mất giá khoảng 3% so với đồng USD. Năm 2019, tỷ giá trung tâm tăng nhẹ ở mức 1,4%, từ mức 22.868 VND/USD lên mức 23.169 VND/USD. Tuy nhiên, dù đã được điều chỉnh khá nhanh nhưng tỷ giá trung tâm đôi lúc vẫn cho thấy sự xa rời, thậm chí có lúc ngược chiều không thể hiện đúng nhu cầu của thị trường ngoại tệ, đặc biệt trong năm 2018. Tỷ giá niêm yết bởi VCB khá sát với mức tỷ giá ở thị trường tự do, cụ thể tăng 2,12%, tương đương tăng từ mức

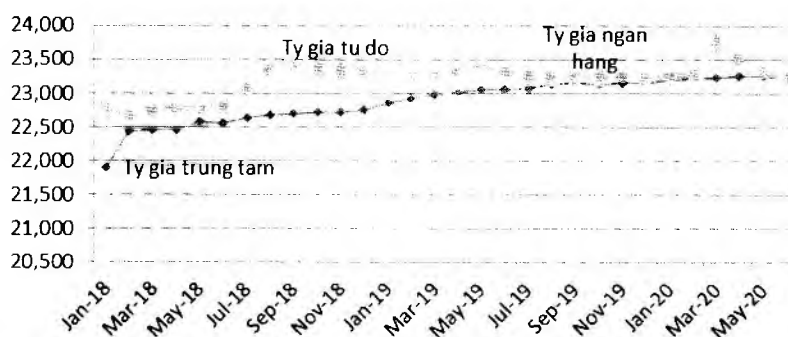
22.775 đến 23.265 VND/USD từ tháng 01 đến đầu tháng 12/2018, trong khi tỷ giá trên thị trường tự do tăng gần 3% với mức 22.705 VND/USD đầu tháng 01 lên 23.360 VND/USD tháng 12/2018. Sự vận động còn ngược chiều nhau của tỷ giá trung tâm và tỷ giá niêm yết tại NHTM ít nhiều mang yếu tố chủ quan, giảm tín hiệu thị trường của tỷ giá trung tâm.

Giai đoạn từ tháng 7/2019 đến tháng 6/2020, sự chênh lệch giữa tỷ giá trung tâm với tỷ giá Vietcombank và tỷ giá thị trường tự do đã được thu hẹp đáng kể. Cụ thể, kể từ đầu năm 2020, tỷ giá trung tâm đã tăng 0,4%, tỷ giá hối đoái của Vietcombank đã tăng 0,2 - 0,6% và tỷ giá thị trường tự do đã tăng 0,5 - 0,6%. Trong khi các đồng tiền khác trong khu vực có xu hướng giảm so với đồng USD, Hình 1 cho thấy đồng VND cho thấy ổn định hơn nhiều (dù điều này có thể làm giảm khả năng cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu Việt Nam).

Tóm lại, cơ chế điều hành tỷ giá trung tâm của NHNN có những ưu điểm rõ rệt, được đánh giá là giải pháp khá toàn diện, góp phần làm giảm đáng kể tình trạng đô la hóa và vàng hóa nền kinh tế, tác động tích cực đối với sự ổn định trên thị trường ngoại hối, góp phần ổn định lạm phát. Tuy vậy, tỷ trọng của từng đồng tiền trong rổ tiền tệ để tính toán tỷ giá trung tâm không được công bố khiến các doanh nghiệp khó khăn trong việc dự báo tỷ

giá để đưa ra kế hoạch kinh doanh phù hợp, đặc biệt là những doanh nghiệp có tỷ lệ vay nợ ngoại tệ cao, doanh nghiệp sản xuất kinh doanh phụ thuộc phần lớn vào nguyên liệu nhập khẩu và doanh nghiệp gặp khó khăn về nguồn ngoại tệ trả nợ.

Nghiên cứu của Trần Thị Thu Hà (2014) sử dụng mô hình lớp VAR đánh giá tác động của hội nhập kinh tế quốc tế đến thị trường tài chính Việt Nam giai đoạn 2000 - 2012 đã khẳng định khi nền kinh tế Việt Nam ngày càng hội nhập quốc tế sâu rộng (biến OPEN) thì thị trường tài chính có xu hướng cùng chiều với sự hội nhập, điều này cũng hàm ý rằng khi nền kinh tế Việt Nam có độ mở tương đối lớn (mức độ hội nhập cao), thị trường tài chính của Việt Nam sẽ tương đối nhạy cảm và dễ bị tổn thương trước các tác động của các nhân tố bên ngoài. Kết quả cũng cho thấy quá trình vận động và phát triển của nền kinh tế Việt Nam (thể hiện qua biến RGDP) cũng tác động và thúc đẩy quá trình phát triển của thị trường tài chính Việt Nam. Kết quả nghiên cứu ước lượng tác động đến tỷ giá cũng chỉ ra, khi nền kinh tế hội nhập trong giai đoạn 2000 - 2012, tỷ giá VND/USD liên tục có xu hướng biến động, thể hiện đồng VND có xu hướng bị mất giá, với biên độ ngày càng mở rộng. Nghiên cứu kết luận nếu NHNN không có chính sách tiền tệ phù hợp và bản thân các NHTM



Hình 2. Diễn biến tỷ giá hối đoái giai đoạn 2018- 2020

Nguồn: NHNN, VCB



không có các giải pháp phòng ngừa rủi ro tỷ giá (phát triển nghiệp vụ phái sinh) thì rủi ro trong quá trình hội nhập là rất lớn.

**4.2. Tính toán tỷ giá thực đa phương của Việt Nam giai đoạn 2000-2019**

Nghiên cứu này tính toán REER ở Việt Nam giai đoạn 2000- 2019 theo công thức của OECD (2010). Tuy nhiên, khác với một số nghiên cứu đã thực hiện, trong công thức tính REER, tác giả sẽ tính tỷ trọng thương mại phân tách theo tỷ trọng theo kim ngạch xuất khẩu (KNXK), kim ngạch nhập khẩu (KNNK) hàng hóa và dịch vụ thay vì theo tổng KNXNK hàng hóa của Việt Nam với các nước đối tác. Cụ thể, REER được tính bằng công thức như sau:

$$REER_t = \prod_{j=1}^n (RX_{jt} \frac{P_{jt}}{P_t})^{w_{jt}}$$

trong đó:

$t$  là thời gian, tính theo tháng, quý hoặc năm;

$n$  là số lượng các đối tác thương mại chính

của Việt Nam;

$REER_t$  tỷ giá hối đoái thực đa phương của Việt Nam ở thời kỳ  $t$ ;

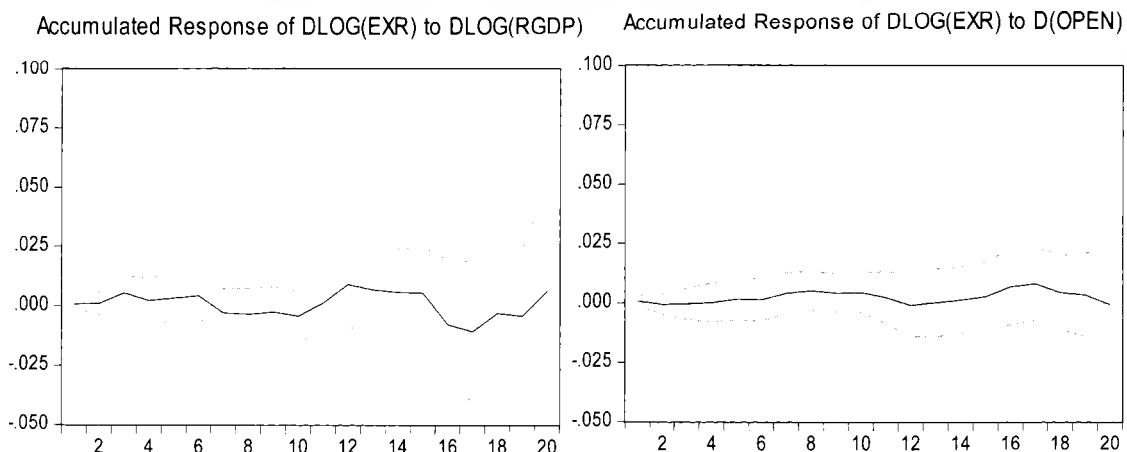
$RX_{jt}$  là tỷ giá hối đoái song phương danh nghĩa của quốc gia (khu vực)  $j$  và Việt Nam, đo bằng giá của 1 đơn vị tiền tệ của nước (khu vực)  $j$  tính bằng tiền đồng Việt Nam (VND) ở thời kỳ  $t$ ;

$P_{jt}$  và  $P_t$  là chỉ số giá tiêu dùng (CPI) của nước (khu vực)  $j$  và Việt Nam trong thời kỳ  $t$ ;

$w_{jt}$  là tỷ trọng của đồng tiền nước  $j$  tại thời điểm  $t$ , tương ứng với tỷ trọng thương mại của nước (hoặc khu vực)  $j$  trong tổng giá trị thương mại của Việt Nam với các đối tác được xem xét trong thời kỳ  $t$ .

Ở đây  $w_{jt}$  phản ánh tầm quan trọng thương mại tương đối của các nước đối tác  $j$  trong thị trường xuất khẩu, nhập khẩu hàng hóa và dịch vụ của Việt Nam.  $w_{jt}$  được tính là trung bình trọng số giản đơn của tỷ trọng kim ngạch XK hàng hóa và dịch vụ của Việt Nam đến nước đối tác  $j$  trong tổng kim ngạch XK hàng hóa của Việt Nam,  $s^x_{jt}$ ; và tỷ trọng nhập khẩu hàng hóa từ nước đối tác  $j$  trong tổng KNNK hàng hóa của Việt Nam,  $s^m_{jt}$ .

Accumulated Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



**Hình 3: Phản ứng của tỷ giá USD/VND đối với sự hội nhập quốc tế**

Nguồn: Trần Thị Thu Hà (2014)

$$w_{jt} = \alpha_j s_{jt}^x + (1 - \alpha_j) s_{jt}^m$$

Tâm quan trọng tương đối giữa thị trường xuất khẩu và nhập khẩu đối với Việt Nam,  $\alpha_{jt}$  được xác định theo xuất khẩu của Việt Nam là tỷ trọng KNXK trong tổng KNXNK của Việt Nam. Theo đó  $\sum_{j=1}^n w_{jt} = 1$

Tỷ giá hối đoái song phương danh nghĩa là tỷ giá tính chéo được tính dựa trên tỷ giá song phương của nước (khu vực)  $j$  với USD và tỷ giá của VND so với USD. Một sự gia tăng trong tỷ giá song phương phản ánh sự mất giá của VND so với đồng tiền của quốc gia (khu vực)  $j$ .

Do tình trạng thiếu số liệu về NEER và REER ở Việt Nam, cũng như những hạn chế về phạm vi và tần suất số liệu sử dụng để tính NEER và REER trong các nghiên cứu hiện có, tác giả sẽ khắc phục những hạn chế trên bằng cách tính lại các chỉ số này số liệu có tần suất cao hơn và/hoặc phạm vi rộng hơn.

*Về phạm vi các nước được sử dụng:* Khi xem xét các đối tác thương mại đưa vào để xác định tỷ trọng thương mại, tổng thương mại của các đối tác càng lớn thì càng phản ánh chính xác REER. Tác giả đã lựa chọn tỷ giá song phương với 32 đồng tiền của 50 đối tác thương mại lớn nhất của Việt Nam (trong đó có 19 đối tác sử dụng đồng tiền chung Châu Âu, đồng EUR và Trung Quốc, Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc, Singapo, Đài Loan, Thái Lan, Malaixia, Úc, Hồng Kông, Indonexia, Ấn Độ, Anh, Campuchia, Philipin, Nga, Tiệp vương quốc Ả rập, Thụy Sĩ, Canada, Braxin, Achentina, Ả rập Xê út, Thổ Nhĩ Kỳ, Châu Phi, Thụy Điển, Lào, Mêxico, Niu Di lân, Israel, Đan Mạch, Chi Lê). Tỷ trọng thương mại của nhóm đối tác này hàng năm đều chiếm trên 98% tổng giá trị thương mại của Việt Nam với các nước trên thế giới.

*Về phạm vi thời gian và tần suất số liệu:* Chinn (2005) và UBKTQH và UNDP (2012) chỉ ra rằng tùy theo mục đích sử

dụng, việc tính REER sẽ dựa vào tần suất dữ liệu khác nhau. Nếu REER được tính toán để sử dụng cho việc theo dõi biến động của tỷ giá hoặc tìm kiếm những kết nối với các biến cơ bản của nền kinh tế thì REER cần được tính với tần suất dữ liệu cao hơn. Việc thu thập dữ liệu với tần suất càng cao sẽ cung cấp nhiều thông tin hơn về sự biến động của các biến, giúp các nhà hoạch định chính sách đưa ra những quyết định kịp thời hơn, song việc thu thập dữ liệu với tần suất và độ chính xác càng cao thì càng tốn kém. Bên cạnh đó, tần suất dữ liệu càng cao thì nhiễu sẽ nhiều hơn và có những sai lệch không mong đợi so với xu hướng bình thường. Trong trường hợp này cần làm tròn số liệu và sử dụng tần suất thấp hơn cũng có ưu điểm của nó. Ngoài ra, do một số khó khăn về sự sẵn có và độ tin cậy của số liệu, tác giả tiến hành ước lượng REER ở Việt Nam theo số liệu quý, từ quý 1/2000 đến quý 4/2019.

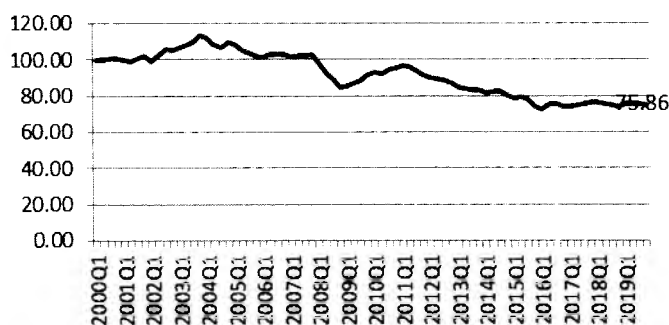
Kết quả tính toán cho thấy, xu hướng biến động của REER được mô tả như Hình 4. Kết quả xác định REER dựa trên đánh giá sức mua thông qua chỉ số giá tiêu dùng cho thấy nếu năm 2000 được coi là năm cơ sở với chỉ số là 100 thì tới năm 2019, chỉ số REER là 75,86, có nghĩa là VND có xu hướng lên giá khoảng 24,14%.

Trong giai đoạn từ năm 2000 - 2002, sức mua đa phương của VND tương đối ổn định, sau đó có xu hướng mất giá từ năm 2003 - 2008, nguyên nhân xuất phát từ sự neo giữ danh nghĩa VND với USD trong khi đó đồng USD có xu hướng mất giá so với các đồng tiền của các đối tác thương mại quan trọng của Việt Nam như Trung Quốc, Nhật Bản... Sau năm 2008, đặc biệt là sau 2011, nền kinh tế Việt Nam có tỷ lệ lạm phát cao hơn so với các nước khác trong khu vực, trong khi đồng USD có xu hướng lên giá với các đồng tiền mạnh trên thế giới như Nhân dân tệ, Yên Nhật, Euro nhờ khả

năng phục hồi của nền kinh tế Mỹ sau khủng hoảng 2008 trong bối cảnh khủng hoảng nợ công ở Châu Âu, nên tỷ giá REER của Việt Nam cũng lên giá, trong khi nếu so sánh tỷ giá song phương của VND với USD thì VND mất giá so với USD trong năm 2011. Như vậy, có thể thấy, sự neo giữ VND với USD về mặt danh nghĩa tất yếu làm giảm sức cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam trên thị trường quốc tế và không cho thấy đầy đủ tín hiệu thị trường của tỷ giá. Từ năm 2016 đến nay, sức mua đa phương của VND tương đối ổn định và có xu hướng lên giá so với các đồng tiền khác, kể cả trong năm 2018, trong khi đó nếu so sánh với tỷ giá trung tâm trong khoảng thời gian này, VND vẫn mất giá so với 8 đồng tiền trong giỏ tiền tệ trong tỷ giá trung tâm. Kết quả tính toán REER cho ta thông tin đầy đủ và thực tế hơn về sức mua đa phương của đồng VND trong giai đoạn 2000 - 2019, do đó sẽ cung cấp những thông tin hữu ích cụ thể trong việc phân tích, ra quyết định, đánh giá các biện pháp chính sách kinh tế vĩ mô và các chính sách liên quan đến tỷ giá.

#### 4.3. Mô phỏng so sánh tác động của tỷ giá hối đoái thực đa phương và tỷ giá song phương

Trên cơ sở tính toán REER, nghiên cứu thực hiện mô phỏng tác động của việc tăng 1% REER và tỷ giá song phương VND/USD trong năm 2020 đến các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô đồng thời mô phỏng tác động của một biến động tài chính trên thế giới (Mỹ tăng lãi suất cơ bản) đến REER và tỷ giá VND/USD thông qua việc sử dụng mô hình kinh tế lượng toàn cầu (NIGEM) - mô hình được xây dựng và phát triển bởi Viện Nghiên cứu kinh tế xã hội của Anh (NISER) và được Trung tâm Thông tin và Dự báo kinh tế xã



Hình 4. Tỷ giá hối đoái hiệu quả thực của Việt Nam

Nguồn: Tính toán của tác giả

hội quốc gia (Bộ Kế hoạch và Đầu tư) mua bản quyền sử dụng từ năm 2013 đến nay. Mô hình NIGEM của NIESR chủ trì xây dựng và phát triển, là một mô hình toàn cầu được hầu hết các quốc gia trong khối OECD và nhiều nước ngoài khối OECD sử dụng và được mô hình hóa một cách riêng biệt dưới dạng một khối trong mô hình. Mô hình được thiết kế theo đặc điểm kinh tế của từng quốc gia của khối, theo nhóm các nước của khối, theo từng nước riêng biệt trong khối và chung cho cả thế giới. Mô hình NIGEM cũng bao hàm một số mô hình con, riêng biệt cho các nước ngoài khối OECD như các nước BRICS, Indonesia, Singapore,... và Việt Nam.

Block Vietnam trong mô hình NIGEM được các chuyên gia của NIESR và Trung tâm Thông tin và Dự báo Kinh tế - xã hội quốc gia phát triển với phiên bản đầu tiên được hoàn thành trong tháng 5/2013. Phần còn lại của thế giới được mô hình hóa theo các nhóm khu vực, cũng như các nền kinh tế khác. Nhìn chung, tất cả các mô hình riêng cho các nước hay khu vực đều bao gồm các khối chính sau: khối các thành phần cầu nội địa, thường gọi là cầu nội địa; khối xuất nhập khẩu hay còn gọi là khối cầu bên ngoài; khối cung bao gồm sản lượng, chi phí và giá cả; khối tài khoản vãng lai và tài sản ròng nước ngoài. Với chức năng thực hiện các mô phỏng, dự báo

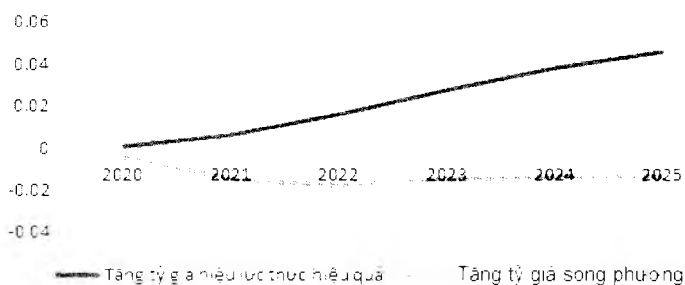
tác động từ các biến động kinh tế thế giới đến Việt Nam và các chính sách đến các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô của Việt Nam, mô hình này đang được sử dụng trong rất nhiều các báo cáo định kỳ và đột xuất của Bộ Kế hoạch đầu tư trình Chính phủ.

*Mô phỏng 1: Tăng tỷ giá song phương VND/USD và REER 1%*

Theo nguyên lý lý thuyết, đối với tỷ giá song phương, khi tỷ giá tăng thì hàng hóa xuất khẩu trong nước sẽ đắt hơn hàng hóa nước ngoài khiến xuất khẩu giảm, từ đó khiến GDP giảm theo nhưng đối với trường hợp REER thì việc tăng REER lại có tác động tích cực đến xuất khẩu và GDP. Kết quả chạy mô phỏng tác động của việc tăng tỷ giá song phương VND/USD và REER trên cơ sở mô hình NIGEM (Hình 5) cũng cho thấy nếu tăng 1% REER có thể khiến GDP của Việt Nam tăng lên 0,04%. Điều này cho thấy việc chỉ sử dụng tỷ giá song phương để đưa ra quyết sách điều hành chính sách tỷ giá là chưa đủ. Kết quả này cũng đã được minh chứng qua một số nghiên cứu thực nghiệm nghiên cứu cho Việt Nam như Nguyễn Thanh Bình, Hồ Lê Nguyệt Cẩm, Đỗ Trịnh Quỳnh Như (2019)<sup>3</sup>, theo đó kết luận tồn tại mối quan hệ dương giữa REER và tốc độ tăng GDP ở các nước đang phát triển, trong đó có Việt Nam, cụ thể REER gia tăng 1% sẽ có tác động tích cực làm tăng trưởng GDP của 5 quốc gia tăng 16,2%.

*Mô phỏng 2: Đánh giá tác động của cú sốc Mỹ tăng lãi suất đến tỷ giá song phương và REER*

Trên cơ sở sử dụng mô hình NIGEM đánh giá tác động của một biến động tài chính thế giới (Mỹ tăng lãi suất cơ bản đồng



**Hình 5. Tác động của việc tăng 1% tỷ giá song phương VND/USD và tỷ giá thực đa phương đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam**

*Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên mô hình NIGEM*

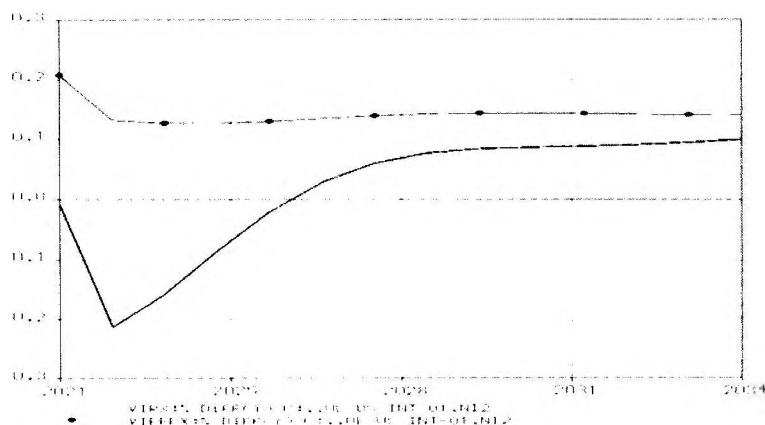
USD 1% trong năm 2020) đến REER và tỷ giá song phương cũng cho thấy việc sử dụng REER sẽ là cơ sở tham khảo quan trọng trong điều hành tỷ giá và chính sách kinh tế vĩ mô. Cụ thể, về mặt nguyên lý lý thuyết khi xem xét tỷ giá song phương, ví dụ VND/USD thì khi Fed nâng lãi suất sẽ khiến đồng USD tăng giá và tỷ giá VND/USD sẽ tăng do đồng VND mất giá tương đối so với đồng USD. Tuy nhiên, nếu xét theo REER thì đồng VND lại tăng giá.

Kết quả mô phỏng cho thấy REER là cơ sở tham khảo hữu ích, nếu chỉ dùng tỷ giá song phương giữa VND và USD thì chưa đủ để có thể đưa ra những quyết sách trong điều hành kinh tế vĩ mô nói chung và chính sách tỷ giá nói riêng, đặc biệt trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam hội nhập ngày càng sâu rộng.

## 5. Kết luận và khuyến nghị

Trên cơ sở nghiên cứu thực trạng điều hành tỷ giá hối đoái của Việt Nam giai đoạn 2000-2019, dựa vào việc tính toán REER của Việt Nam, phân tích vai trò của REER qua các nghiên cứu thực nghiệm, thực hiện mô phỏng tác động của REER và tỷ giá song phương VND/USD đến các biến số kinh tế vĩ mô và ảnh hưởng của biến số vĩ mô đến 2 loại tỷ giá trên ở Việt Nam, có

<sup>3</sup> "Tác động của tỷ giá hối đoái đến tăng trưởng kinh tế - Từ trường hợp các quốc gia ASEAN" – Trường Đại học Văn Lang (11/2019).



**Hình 6. Tác động của việc Mỹ tăng lãi suất đến tỷ giá song phương VND/USD và tỷ giá thực đa phương**

Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên mô hình NIGEM

thể thấy:

- Chính sách điều hành tỷ giá đóng vai trò vô cùng quan trọng trong điều hành kinh tế vĩ mô. Nhìn từ kinh nghiệm các nước, Việt Nam chưa thể thả nổi hoàn toàn nhằm tránh việc VND mất giá quá lớn, ảnh hưởng đến sự ổn định của nền kinh tế. Việc lựa chọn neo tỷ giá VND theo một rổ tiền tệ là cần thiết và phù hợp. Trên thực tế, NHNN đã công bố áp dụng chế độ tỷ giá này được gần 5 năm. Trong bối cảnh Việt Nam hội nhập ngày càng sâu rộng với nền kinh tế thế giới, cần tham khảo ứng dụng các công cụ khác như REER, gắn với việc sử dụng nhiều đồng tiền hơn trong rổ tiền tệ tham chiếu và nhiều đối tác thương mại hơn, từ đó có thêm thông tin để thực hiện điều hành tỷ giá chủ động, hiệu quả và phù hợp với xu thế.
- Ứng dụng thêm REER để ước tính tỷ giá cân bằng và sai lệch tỷ giá- phản ánh đồng tiền đang xem xét được định giá quá cao

cũng như tương lai tiền đồng.

- Cần có sự phối hợp chặt chẽ giữa các cơ quan quản lý nhà nước, cơ quan thống kê trong việc xây dựng cơ sở dữ liệu về thông tin kinh tế - xã hội một cách chuyên nghiệp, cập nhật và tin cậy để có nguồn thông tin tốt hỗ trợ cho công tác tính toán và dự báo tỷ giá hối đoái.
- Nghiên cứu này dừng lại ở việc xem xét vai trò của REER trong công tác điều hành tỷ giá. Việc sử dụng mô hình kinh tế lượng NIGEM để so sánh tỷ giá song phương và REER cũng chỉ phản ánh được một phần biến động của tỷ giá (do Việt Nam đang sử dụng cơ chế tỷ giá trung tâm gồm 8 đồng tiền), mặc dù đồng USD chiếm cấu phần và có ảnh hưởng lớn nhất khiến có quan điểm cho rằng VND vẫn chủ yếu neo với đồng USD. Nghiên cứu có ý nghĩa là tiền đề cho nghiên cứu tiếp theo về tỷ giá cân bằng, sai lệch tỷ giá và đánh giá các tác động của sai lệch tỷ giá đến các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô của Việt Nam ■

### Tài liệu tham khảo

- Cheng, F., and D. Orden. (2005). *Exchange rate misalignment and its effects on agricultural producer support estimates: Empirical evidence from India and China*. MTID Discussion Paper 81. Washington, D.C.: International Food Policy Research Institute.
- Chinn, M.D. (2002). "The Measurement of Real Effective Exchange Rate: A survey and Applications to East Asia", University of California, Santa Cruz.
- De Gregorio và Worf (1994), "Terms of Trade, Productivity, and the Real Exchange Rate".

## Vai trò của tỷ giá hối đoái thực hiệu quả trong điều hành kinh tế vĩ mô và một số hàm ý chính sách

---

- Jongwanich, Juthathip (2009), "Equilibrium Real Exchange rate, Misalignment, and Export Performance in Developing Asia", *ADB Economics Working Paper Series*, N0. 151.
- Hsieh, D. (1982), "The Determination of the Real Exchange Rate: The Productivity Approach", *Journal of International Economics*, Vol.12, pp.335-362.
- Hsieh, D. (1982), "The Determination of the Real Exchange Rate: The Productivity Approach", *Journal of International Economics*, Vol.12, pp.335-362.
- Nguyen Tran Phuc and Nguyen Duc-Tho (2009), "Exchange Rate Policy in Vietnam, 1985–2008", [https://www.researchgate.net/journal/0217-4472\\_Asean\\_Economic\\_Bulletin](https://www.researchgate.net/journal/0217-4472_Asean_Economic_Bulletin)
- Nguyễn Thanh Bình, Hồ Lê Nguyệt Cẩm, Đỗ Trịnh Quỳnh Như (2019) "Tác động của tỷ giá hối đoái đến tăng trưởng kinh tế - Từ trường hợp các quốc gia ASEAN", *Tạp chí Tài chính*.
- MacDonald, R., (2000). "Concepts to calculate equilibrium exchange rates: An overview", *Discussion paper 3/00*, Deutsche Bundesbank
- Soutar và Santoya (2011), "Estimating the Real Effective Exchange Rate (REER) for Belize", *Research Department, Central Bank of Belize*.
- Trần Thị Thu Hà (2014), "Ứng dụng mô hình lớp VAR trong phân tích, đánh giá tác động của hội nhập kinh tế quốc tế đến quy mô và rủi ro của thị trường tài chính Việt Nam giai đoạn 2000-2012", *Đề tài nghiên cứu khoa học cấp Bộ, Bộ Kế hoạch và Đầu tư*.
- Trần Thị Thanh Huyền (2018) "Chính sách tỷ giá hối đoái trong bối cảnh Việt Nam hội nhập kinh tế quốc tế", *Luận án tiến sĩ, Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội*.
- Ray Barrell, Amanda Choy, Dawn Holland and Rebecca Rile, 1/2005. *The Sterling Effective Exchange Rate and other Measures of UN Competitiveness. National Institute Economic Review*.
- UBKTQH và UNDP tại Việt Nam (2012), *Tỷ giá hối đoái giai đoạn 2000-2011: Mức độ sai lệch và tác động đối với xuất khẩu*. Nhà xuất bản Tri thức.
- Nguyen Thi Thu Hang (2011), "Exchange Rate Policy in Vietnam 2000-2011: Determination, Misalignment, Impact on Exports and Policy Dimension," *Report RS-01 Economic Committee of Vietnam National Assembly and UNDP Vietnam*
- Zhang, X. (2002). *Equilibrium and misalignment: An assessment of the RMB exchange rate from 1978 to 1999*. Stanford University Working Paper 127. Stanford, Calif.
- Các nguồn dữ liệu từ *Direction of Trade Statistics (DOT)*; *International Financial Statistics (IFS)* của Quỹ Tiền tệ Quốc tế IMF.
- Số liệu Niên giám thống kê 2020 của Tổng cục Thống kê (GSO).