

# Đo lường các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu lực truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh lãi suất tại Việt Nam

Nguyễn Thanh Nhân<sup>(1)</sup> • Vũ Hải Yến<sup>(2)</sup> • Vũ Thị Kim Oanh<sup>(3)</sup>

Ngày nhận bài: 19/4/2020 | Biên tập xong: 02/5/2021 | Duyệt đăng: 10/5/2021

**TÓM TẮT:** Bài viết thực hiện đo lường các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả truyền dẫn chính sách tiền tệ (CSTT) qua kênh lãi suất tại Việt Nam giai đoạn 2006–2017. Trong đó, nhóm tác giả sử dụng mô hình GMM (Generalized Method of Moments model) để ước lượng tác động của biến động thị trường quốc tế, chất lượng tài sản của hệ thống ngân hàng, cấu trúc thị trường tài chính, mức độ can thiệp của cơ quan điều hành đến thị trường tài chính, tình trạng thâm hụt ngân sách, tính độc lập của ngân hàng trung ương (NHTW) và sự lấn át của chính sách tài khóa (CSTK) đến hiệu lực truyền dẫn kênh lãi suất. Kết quả cho thấy, tại Việt Nam, hiệu lực truyền dẫn từ chính sách tái chiết khấu (lãi suất chính sách) đến lãi suất cho vay của ngân hàng (lãi suất thị trường) chịu ảnh hưởng lớn nhất bởi hai yếu tố: chất lượng tài sản của hệ thống ngân hàng và sự lấn át của CSTK.

**TỪ KHÓA:** kênh lãi suất, truyền dẫn chính sách tiền tệ, ngân hàng trung ương.

**Mã phân loại JEL:** E52, E58.

## 1. Giới thiệu

CSTT là một trong các chính sách vĩ mô của Nhà nước, bao gồm tổng thể các biện pháp mà NHTW sử dụng để điều tiết các điều kiện tiền tệ của nền kinh tế nhằm thực hiện các mục tiêu như ổn định tiền tệ, kiểm soát lạm phát, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và ổn định kinh tế vĩ mô. Các nghiên cứu cả trong và ngoài nước đã nêu bật vai trò quan trọng của kênh dẫn truyền tác động của CSTT và chỉ ra hiệu lực của CSTT phụ thuộc vào hiệu lực các kênh truyền dẫn, biểu hiện ở mức độ và tốc độ truyền dẫn từ các động thái điều hành các công cụ CSTT của NHTW đến hệ thống các mục tiêu hoạt động, mục tiêu trung

gian và từ đó ảnh hưởng đến các biến số thực của nền kinh tế. Theo đó, xu hướng hiện nay

<sup>(1)</sup> **Nguyễn Thanh Nhân** - Trưởng Đào tạo và phát triển nguồn nhân lực Vietcombank; Ecopark, Văn Giang, Hưng Yên; **Email:** nhannt.ho@vietcombank.com.vn.

<sup>(2)</sup> **Vũ Hải Yến** - Trưởng Đào tạo và phát triển nguồn nhân lực Vietcombank; Ecopark, Văn Giang, Hưng Yên; **Email:** yenvh.ho@vietcombank.com.vn.

<sup>(3)</sup> **Vũ Thị Kim Oanh** - Học viện Ngân hàng; 12 Chùa Bộc, Quận Đống Đa, Hà Nội; **Email:** oanhvthk@hvn.edu.vn.

của các quốc gia trên thế giới là lựa chọn điều hành theo lãi suất bởi tính hiệu quả và sự phù hợp của chỉ tiêu này dưới góc độ lý thuyết và thực tiễn (Nguyễn Thanh Nhân, Vũ Hải Yến, & Vũ Ngọc Hương, 2014). Tuy nhiên, trên thực tế hiệu lực tác động của CSTT nói chung và kênh lãi suất nói riêng bị ảnh hưởng rất lớn bởi các nhân tố nằm ngoài khả năng chi phối của NHTW như những ảnh hưởng từ thị trường quốc tế, chất lượng bảng cân đối tài sản của hệ thống ngân hàng, môi trường vận hành thị trường tài chính, tình trạng ngân sách và sự lấn át của CSTK. Những ảnh hưởng này có thể làm cho những tác động ban đầu của CSTT tới các mục tiêu vĩ mô bị chệch hướng, hoặc có độ trễ, hoặc thậm chí tạo ra những thay đổi không mong muốn, và do đó làm giảm hiệu lực tác động của chính sách. Mục tiêu của bài nghiên cứu là tìm hiểu và đánh giá các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu lực truyền dẫn qua kênh lãi suất của CSTT tại Việt Nam, từ đó đưa ra các khuyến nghị chính sách cho cơ quan điều hành.

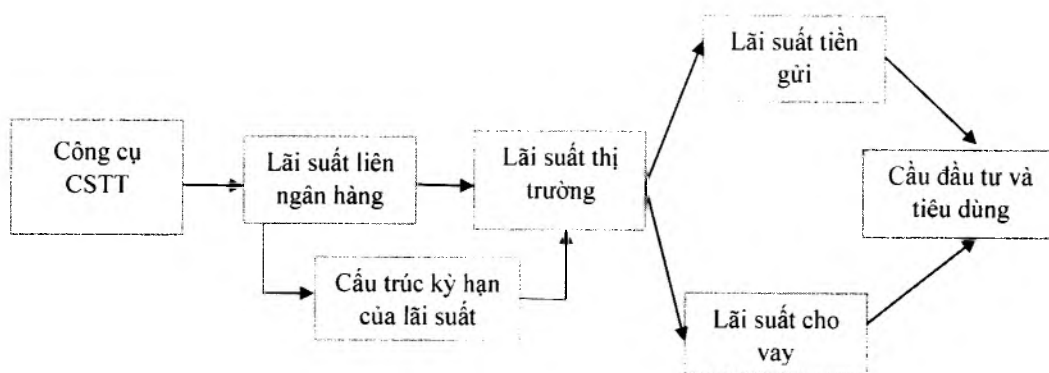
## 2. Tổng quan nghiên cứu

### 2.1. Tổng quan các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu lực kênh lãi suất

Theo quan điểm của Mishkin (2016), cơ chế truyền dẫn CSTT mô tả các kênh (con

đường) qua đó CSTT tác động đến tổng cầu của nền kinh tế. Bằng cách thay đổi lượng tiền cung ứng hoặc lãi suất ngắn hạn, thông qua các cơ chế truyền tải của thị trường, NHTW sẽ tác động tới các biến số thực cuối cùng của nền kinh tế như sản lượng, giá cả, việc làm. Trong hệ thống tài chính hiện đại, CSTT ảnh hưởng đến tổng cầu và sau đó là các biến số kinh tế vĩ mô thông qua ba con đường chính: lãi suất, giá tài sản và hoạt động tín dụng ngân hàng. Trong đó, kênh lãi suất được hiểu là cơ chế truyền dẫn qua đó NHTW có thể tác động đến chi phí vốn và chi phí cơ hội của việc tiêu dùng (Mishkin, 2016). Khi NHTW điều chỉnh các công cụ CSTT như lãi suất tái chiết khấu hay lãi suất tái cấp vốn, sẽ dẫn đến sự thay đổi trong lượng tiền cơ sở và lãi suất liên ngân hàng. Thông qua cấu trúc kỳ hạn của lãi suất, lãi suất liên ngân hàng sẽ dẫn truyền tác động lên lãi suất thị trường (lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay) theo cùng chiều, từ đó tác động đến các quyết định đầu tư và chi tiêu của công chúng, ảnh hưởng đến tổng cầu và sản lượng.

Cecchetti (1999), Cottarelli & Kourelis (1994), Ehrmann & ctg (2001) và Kamin & ctg (1998) có thể được coi là những nghiên cứu đầu tiên về nhân tố ảnh hưởng đến hiệu lực kênh lãi suất trong điều hành CSTT. Ba nghiên cứu đầu chỉ ra rằng, cấu trúc tài chính của nền kinh tế cũng như chất lượng điều hành và thể chế là



Nguồn: Mishkin (2016).

**Hình 1:** Cơ chế truyền dẫn CSTT qua kênh lãi suất

chia khóa cơ bản cho tính hiệu lực của kênh lãi suất. Trong khi đó, Kamin, Turner, & Van't Dack (1998) lại kết luận yếu tố quan trọng nhất là khả năng cạnh tranh, độ sâu và sự đa dạng của thị trường tài chính. Các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu lực truyền dẫn lãi suất của CSTT đã được các nhà nghiên cứu chỉ ra, bao gồm:

- **Mức độ đô la hóa cao** có thể ảnh hưởng đến hiệu lực kênh lãi suất thông qua việc giảm tác động của lãi suất chính sách đến lãi suất tiền gửi nội tệ tại hệ thống ngân hàng. Điều này được lý giải là do khi bảng cân đối của ngân hàng chủ yếu là ngoại tệ, những biến động của tỷ giá, đặc biệt là sự xuống giá của đồng nội tệ có thể làm thu hẹp quy mô bảng cân đối, dẫn đến sự lo sợ tỷ giá thả nổi hoặc biên độ dao động lớn hơn trong tỷ giá (Calvo & Carmen, 2002; Leiderman, Maino, & Parrado, 2006). Khi vốn được luân chuyển tự do, CSTT không thể độc lập trong điều kiện chế độ tỷ giá cố định (bộ ba bất khả thi), vì vậy hiệu lực của kênh lãi suất chịu ảnh hưởng lớn bởi mức độ linh hoạt tỷ giá và các dòng vốn. Dưới chế độ tỷ giá thả nổi, NHTW sử dụng lãi suất như là công cụ chính của CSTT để truyền tải những tín hiệu điều hành đến các thành viên tham gia thị trường và thúc đẩy sự độc lập của NHTW. Mức độ linh hoạt của tỷ giá cũng gây ra rủi ro tỷ giá hai chiều, thúc đẩy sự phát triển của các hợp đồng bảo hiểm rủi ro, vì vậy cần giảm sự biến động tỷ giá và đô la hóa (Freedman & Otter-Robe, 2009). Nghiên cứu của Medina Cas, Carrión-Menéndez, & Frantischek (2011) về các yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến hiệu lực của cơ chế truyền dẫn lãi suất ở các nước Trung Mỹ và nghiên cứu của Saborowski & Weber (2013) trong giai đoạn 2000-2011 tại 120 quốc gia đều chỉ ra, kênh lãi suất kém hiệu quả tại các quốc gia có tình trạng đô la hóa cao và hiệu quả hơn tại các quốc gia có tỷ giá linh hoạt.

- **Các ngân hàng có chất lượng tài sản** thấp có thể phản ứng với CSTT mở rộng bằng cách củng cố thanh khoản thay vì mở rộng tín

dụng, do đó sự thay đổi lãi suất của NHTW có thể có hạn chế đến lãi suất thị trường. Các nghiên cứu thực nghiệm đã chứng thực mối quan hệ ngược chiều giữa việc nắm giữ tài sản có tính thanh khoản cao (do thiếu cơ hội đầu tư) và hiệu lực của kênh lãi suất. Khi hệ thống ngân hàng có thanh khoản tốt, sự thay đổi lãi suất của NHTW ít có tác động đến việc thay đổi cung hoặc cầu vốn mặc dù nó ảnh hưởng đến lãi suất cho vay của hệ thống ngân hàng. Trong trường hợp này, thanh khoản được coi là một tấm đệm chống lại sự biến động của thị trường và các cú sốc tiền tệ (De Graeve, De Jonghe & Vennet, 2007; Kashyap & Stein, 2000). Saborowski & ctg (2013) cho thấy, tác động tiêu cực của thanh khoản và tỷ lệ nợ xấu đối với việc dẫn truyền lãi suất tại các quốc gia đang phát triển. Các tác giả nhận thấy rằng, sự gia tăng thanh khoản hệ thống ngân hàng từ 20% đến 80% có liên quan đến việc giảm khoảng 0,2% trong việc dẫn truyền lãi suất. Medina Cas, Carrión-Menéndez & Florencia (2011) tại các quốc gia Trung Mỹ, và Avcı & Yucel (2016) tại Thổ Nhĩ Kỳ cũng đưa ra kết luận tương tự như Saborowski & ctg (2013). Nghiên cứu của Wrobel & Pawlowska (2002), Chmielewski (2004) tại Ba Lan và nghiên cứu của Bredin, Fitzpatrick, & Reilly (2001) tại Ireland giai đoạn 1985-2001 đã cho thấy, ảnh hưởng tích cực của lợi nhuận ngân hàng, tác động tiêu cực của rủi ro đến hiệu quả truyền dẫn lãi suất ở các quốc gia này. Ngoài ra, các tổ chức tín dụng lớn thường điều chỉnh lãi suất cho vay nhanh hơn so với các tổ chức quy mô nhỏ. Các ngân hàng nhỏ có tỷ lệ thanh khoản thấp hơn sẽ điều chỉnh lãi suất theo CSTT của NHTW nhanh hơn các ngân hàng có tỷ lệ dự trữ vượt mức cao hơn. Gigineishvili (2011) cũng đưa ra kết luận về mối quan hệ ngược chiều giữa hiệu quả kênh truyền tải lãi suất với mức độ biến động của thị trường và tỷ lệ dự trữ dư thừa của ngân hàng.

Hiệu lực của kênh lãi suất có thể giảm khi mức độ cạnh tranh thấp và sự phân tách giữa

các lĩnh vực của hệ thống tài chính vì có thể làm giảm phản ứng của ngân hàng đối với việc điều chỉnh lãi suất của NHTW. Các nghiên cứu của Bondt (2002), Kok Sorensen & Werner (2006), Gropp, Sorensen, & Lichtenberger (2007) và Michiel & ctg (2008) tại các quốc gia châu Âu cho thấy sự cạnh tranh mạnh mẽ trên thị trường tài chính của các quốc gia này khiến việc truyền tải lãi suất diễn ra nhanh hơn. Ngoài ra, thị trường ngân hàng cạnh tranh cao kết hợp với sự thay thế sẵn có của các công cụ tài chính trên thị trường chứng khoán với các sản phẩm của các trung gian tài chính sẽ làm tăng tốc độ kênh dẫn truyền lãi suất. Ngược lại, sự tập trung cao trong lĩnh vực ngân hàng sẽ làm phản ứng của lãi suất cho vay và lãi suất huy động chậm chạp hơn và bất đối xứng trước những thay đổi trong lãi suất điều hành. Sự phản ứng của lãi suất cho vay và lãi suất huy động cũng có xu hướng yếu đi khi các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước vì các ngân hàng này không chịu áp lực phải tối đa hóa lợi nhuận. Một số nghiên cứu cũng chứng minh rằng, trong bối cảnh cạnh tranh thấp, phản ứng của lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay đối với những điều chỉnh trong lãi suất của NHTW cũng thấp, như Heffernan (1997) nghiên cứu về kênh lãi suất ở Anh, Weth (2002) nghiên cứu về kênh lãi suất ở Đức và De Graeve & ctg (2004) nghiên cứu về các yếu tố quyết định kênh lãi suất tại Bỉ.

Liên quan đến ảnh hưởng của cạnh tranh đối với sự điều chỉnh lãi suất của các ngân hàng, Berger & Hannan (1991) cho biết, lãi suất tiền gửi khá cứng nhắc trên thị trường tập trung, đặc biệt là giai đoạn NHTW tăng mạnh lãi suất chính sách, các ngân hàng có xu hướng không tăng lãi suất tiền gửi. Đây có thể là dấu hiệu thông đồng giữa các ngân hàng. Trong các nghiên cứu xuyên quốc gia, cả Cottarelli & Kourelis (1994) và Borio & Fritz (1995) đều tìm thấy ảnh hưởng quan trọng của cạnh tranh đến cơ chế truyền dẫn CSTT và lãi suất cho vay có xu hướng cứng nhắc hơn khi các

ngân hàng hoạt động trong một môi trường ít cạnh tranh hơn. Điều này được khẳng định trong Cottarelli & ctg (1995). Nghiên cứu về tác động của cạnh tranh ngân hàng đến quá trình truyền dẫn liên quan đến lãi suất cho vay ngân hàng khu vực đồng Euro, Mojon (2001) nhận thấy sự cạnh tranh cao hơn có xu hướng gây áp lực lên các ngân hàng điều chỉnh lãi suất cho vay nhanh hơn khi lãi suất thị trường tiền tệ giảm. Hơn nữa, sự cạnh tranh cao hơn cũng khiến các ngân hàng thận trọng và chậm hơn trong việc tăng lãi suất cho vay (mặc dù không đáng kể) khi lãi suất thị trường tiền tệ có xu hướng tăng. Kết quả tương tự của tính bất đối xứng này được khẳng định trong Scholnick (1996), Heinemann & ctg (2002), Sander & Kleimeier (2004) và Gropp & ctg (2007).

• *Sự phát triển của hệ thống tài chính* giúp tăng cường hiệu quả của cơ chế truyền tải CSTT. Trong thị trường tiền tệ và thị trường liên ngân hàng phát triển, việc truyền dẫn từ lãi suất của NHTW sang lãi suất liên ngân hàng và từ đó sang lãi suất tiền gửi, lãi suất cho vay của hệ thống ngân hàng được cải thiện hơn (Yang & ctg, 2011). Ngược lại, trong điều kiện thị trường tài chính kém phát triển, khi NHTW tăng cung tiền hoặc giảm lãi suất, các NHTM tăng dự trữ dư thừa hoặc tăng trích lập dự phòng, làm giảm tính linh hoạt và động lực của thị trường liên ngân hàng, từ đó làm giảm hiệu quả của kênh lãi suất (IMF, 2010). Singh & ctg (2008) đã nghiên cứu tại 10 quốc gia công nghiệp và các nước châu Á đang phát triển và nhận thấy rằng, sự phát triển của thị trường tài chính giúp gia tăng khả năng dẫn truyền lãi suất trong cả trung hạn và dài hạn, hay nói cách khác, thị trường tài chính càng phát triển, khả năng dẫn truyền lãi suất càng hiệu quả. Mishra & ctg (2013) lập luận rằng, việc dẫn truyền lãi suất từ NHTW đến lãi suất của hệ thống ngân hàng tại các nước thu nhập thấp là rất yếu và không đáng tin cậy do mức độ phát triển hạn chế tại các quốc gia này.

• **Những phát minh trong lĩnh vực tài chính** có thể rút ngắn mối liên hệ giữa lãi suất ngắn hạn và lãi suất cho vay. Axel, Rafael & Andreas (2009) và Gropp & ctg (2007) kết luận rằng, những tiến bộ trong công nghệ quản trị rủi ro là một trong những yếu tố có thể đẩy nhanh tốc độ dẫn truyền lãi suất. Kamin & ctg (1998) đề cập đến việc tiếp cận của các hộ gia đình và các công ty với các nguồn vốn thay thế trong nước, chẳng hạn như thị trường chứng khoán cũng xác định lãi suất cho vay và tiền gửi theo quy định của hệ thống ngân hàng trong nước. Mức độ đa dạng của các nguồn vốn càng tăng, tốc độ lan truyền kênh lãi suất càng được tăng cường. Hơn nữa, nếu có sự hội nhập tốt giữa các lĩnh vực ngân hàng và thị trường chứng khoán thì các ngân hàng sẽ có áp lực nhiều hơn để điều chỉnh lãi suất. Nghiên cứu của Esman & Lydia (2013) về đổi mới tài chính và CSTT ở Kenya giai đoạn 1998–2012 nhấn mạnh sự đổi mới tài chính có tác động tích cực và cải thiện các kênh truyền tải lãi suất của CSTT. Kết quả từ Roseline, Esman, & Anne (2011) lại trái ngược với các nghiên cứu trên. Sử dụng phương pháp bình phương tối thiểu hai giai đoạn (2SLS) và dữ liệu hàng tháng trong khoảng thời gian 1996–2007, các tác giả kết luận rằng sự đổi mới tài chính đặt ra những thách thức và làm phức tạp việc điều hành CSTT, do đó sự đổi mới tài chính làm suy giảm kênh lãi suất trong cơ chế truyền dẫn tác động của CSTT.

• **Biến động trong thị trường tiền tệ** là một yếu tố quyết định tốc độ và sức mạnh của kênh lãi suất. Thị trường tiền tệ biến động mạnh hơn có xu hướng làm suy yếu sự lan truyền lãi suất theo Gigineishvili (2011), Cottarelli & ctg (1994), Mojon (2000) và Sander & ctg (2004). Gigineishvili (2011) giải thích, lãi suất thị trường tiền tệ mang thông tin đáng tin cậy về sự cần thiết thay đổi lãi suất huy động và lãi suất cho vay của các ngân hàng. Biến động mạnh trên thị trường tiền tệ dẫn đến sự không chắc chắn vào tín hiệu thị trường. Điều này

khiến các ngân hàng thận trọng hơn trong việc đưa ra lãi suất cho khách hàng và thường đợi cho đến khi những biến động này được giảm bớt.

• **Chất lượng của hệ thống thể chế** cũng ảnh hưởng đến hiệu quả của CSTT thông qua những thay đổi trong hành vi của các chủ thể tham gia trong nền kinh tế vĩ mô. Với cùng một động thái chính sách, các ngân hàng và nhà đầu tư sẽ phản ứng theo những cách khác nhau tùy thuộc vào các ràng buộc của môi trường thể chế, do đó ảnh hưởng đến hiệu quả việc thực thi chính sách. Hệ thống quy định rườm rà, kém chất lượng ảnh hưởng đến hiệu quả truyền tải lãi suất vì nó gây ra các vấn đề bất cân xứng thông tin, làm tăng chi phí thực hiện hợp đồng, từ đó làm gia tăng chi phí của các trung gian tài chính (Mishra & ctg, 2010). Cecchetti (1999), Cottarelli & ctg (1994), Ehrmann & ctg (2001) và Kamin & ctg (1998) chỉ ra rằng, cấu trúc tài chính của nền kinh tế và chất lượng quản trị là chìa khóa cho hiệu quả truyền dẫn kênh lãi suất. Gigineishvili (2011) nghiên cứu 70 quốc gia có trình độ phát triển khác nhau trong giai đoạn 2006–2009 và kết luận rằng, các đặc điểm kinh tế vĩ mô, thể chế và pháp lý cũng như cấu trúc tài chính là các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả của kênh lãi suất.

• **Sự lấn át tài khóa, thâm hụt ngân sách và tính độc lập của NHTW có ảnh hưởng đến hiệu lực tác động của kênh lãi suất và hiệu lực điều hành CSTT** nói chung được tìm thấy trong các nghiên cứu của Sargent & Wallace (1981), Michele & Franco (1998), Bernard & Enrique (2005) và Andrew & ctg (2012). Các nghiên cứu này đều chỉ ra ảnh hưởng tiêu cực của sự lấn át tài khóa, thâm hụt ngân sách và sự kém độc lập của NHTW đến hiệu lực truyền dẫn lãi suất trong điều hành CSTT. Hạn chế sự lấn át của CSTK sẽ làm tăng hiệu quả kênh lãi suất vì NHTW có thể hoàn thành độc lập các mục tiêu mà không chịu ảnh hưởng từ các mục tiêu của CSTK (IMF, 2010).

Tín dụng chỉ định của Chính phủ làm suy yếu bảng cân đối của các NHTW và hạn chế khả năng NHTW cung cấp những tín hiệu rõ ràng về những thay đổi trong CSTT (như tăng lãi suất và thực hiện nghiệp vụ thị trường mở) (Laurens, 2005). CSTT sẽ trở nên hiệu quả nếu công chúng hiểu các mục tiêu cũng như các công cụ để vận hành các chính sách và tin tưởng vào các cam kết của NHTW đối với các mục tiêu này.

## 2.2. Tổng quan hiệu lực kênh lãi suất tại Việt Nam

Tại Việt Nam, các nghiên cứu về nhân tố ảnh hưởng đến hiệu lực kênh lãi suất không nhiều và chủ yếu là các nghiên cứu định tính. Các nghiên cứu nổi bật trong thời gian gần đây có thể kể đến bao gồm Tô Ánh Dương (2014), Nguyễn Thị Minh Huệ (2011), Nguyễn Thị Kim Thanh (2010), Nguyễn Phi Lâm (2010) và Tô Kim Ngọc (2003). Phân tích của Tô Kim Ngọc (2003) và Nguyễn Thị Kim Thanh (2010) đều chỉ ra, các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu lực của cơ chế điều chỉnh lãi suất trong điều hành CSTT bao gồm sự kém chủ động của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) trong các giao dịch liên ngân hàng, sự phân cách của thị trường tín dụng và thị trường các công cụ tài chính, sự can thiệp và chính sách hỗ trợ vốn của Chính phủ, tình trạng đô la hóa nền kinh tế và sự phát triển thấp của thị trường tài chính. Tô Ánh Dương (2014) nêu bật ảnh hưởng của tính độc lập của NHNN Việt Nam đến hiệu lực điều hành CSTT. Nghiên cứu định lượng sử dụng mô hình SVAR của Nguyễn Phi Lâm (2011) về cơ chế truyền dẫn CSTT chỉ ra ảnh hưởng của yếu tố bên ngoài đến hiệu lực điều hành chính sách. Nghiên cứu kết luận khu vực tiền tệ-ngân hàng trong nước tương đối nhạy cảm và chịu tác động rất lớn bởi các cú sốc bên ngoài nền kinh tế, đặc biệt là sự biến động của giá cả hàng hóa thế giới và dấu hiệu suy thoái hay phục hồi của nền kinh tế thế giới nói chung và nền kinh tế Hoa Kỳ nói riêng cũng

như các động thái điều hành chính sách tiền tệ của Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED).

## 3. Đo lường các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu lực truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh lãi suất tại Việt Nam

### 3.1. Mô hình nghiên cứu

Bài viết sử dụng mô hình nghiên cứu của Mishra & ctg (2013) và Stephanie & ctg (2011) để lượng hóa tác động của các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu lực của kênh lãi suất tại Việt Nam giai đoạn 2006–2017. Mô hình có dạng:

$$y_t = \sigma_0 + \beta_1 y_{t-1} + \beta_2 x_t + \mu z'_t + \theta x_t z'_t + \varepsilon_t$$

Mô hình trên giả định rằng, tác động của lãi suất chính sách được điều hành bởi NHTW ( $x_t$ ) đối với lãi suất cho vay của hệ thống ngân hàng ( $y_t$ ) bị ảnh hưởng bởi các nhân tố ( $z'_t$ ) bao gồm: ảnh hưởng từ thị trường quốc tế; chất lượng tài sản của hệ thống ngân hàng; đặc điểm môi trường vận hành thị trường tài chính; mức độ can thiệp của các chủ thể điều tiết vào thị trường tài chính và các nhân tố vĩ mô khác bao gồm tình trạng thâm hụt ngân sách; tính độc lập của NHTW và sự lấn át của CSTK khi chúng tương tác với lãi suất chính sách ( $x_t z'_t$ ).

Vì có hiện tượng đa cộng tuyến khi sử dụng mô hình OLS nên bài viết sử dụng mô hình moment tổng quát (GMM) của Hansen (1982) được phát triển bởi Arellano & Bond (1991) để khắc phục hạn chế này. Cách tiếp cận này khác với các phương pháp hiện đại trong lĩnh vực kinh tế học hay tài chính như Dechboon, Kumam, & Kumam (2019), Briggs (2019), Hung (2020),...

### 3.2. Lựa chọn biến và kiểm định

Các dữ liệu sử dụng trong mô hình định lượng là số liệu theo quý trong giai đoạn 2006–2017 được lấy chủ yếu từ dữ liệu công bố của

**Bảng 1:** Mô tả biến trong mô hình

LR	Lãi suất cho vay của hệ thống ngân hàng	IMF
<b>Biến độc lập</b>		
DRATE	Lãi suất tái chiết khấu của NHNN	IMF
EXF	Mức độ linh hoạt của tỷ giá	IMF
DOLLARIZATION	Mức độ đô la hóa nền kinh tế	IMF
NPL	Tỷ lệ nợ xấu của hệ thống ngân hàng	IMF
FDEV	Sự phát triển của thị trường tài chính	IMF
GBUDGET	Mức độ thâm hụt ngân sách	Bộ Tài chính
FDOM	Tình trạng lấn át của CSTK	Bộ Tài chính

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

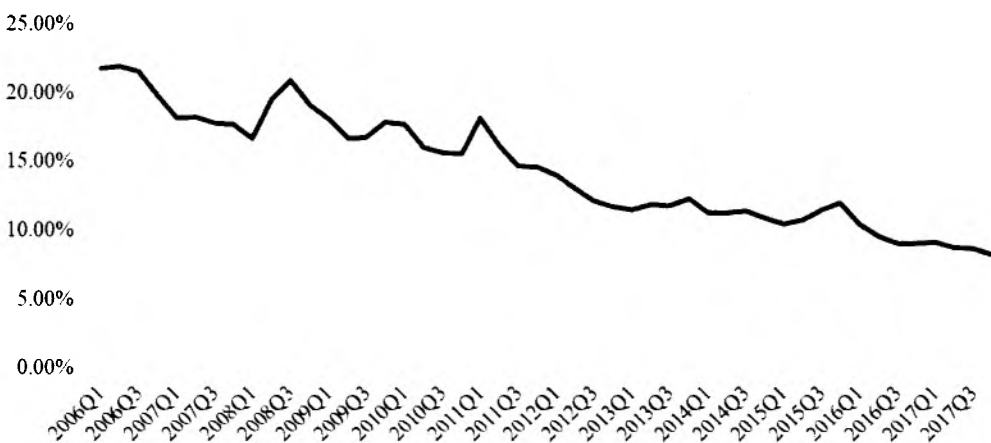
Quỹ Tiền tệ Quốc tế (Thống kê tài chính quốc tế - International Financial Statistics), báo cáo thống kê và công bố thông tin của Tổng cục thống kê Việt Nam và Bộ Tài Chính cùng giai đoạn.

Ngoài biến phụ thuộc là lãi suất cho vay của hệ thống ngân hàng (LR) và biến độc lập lãi suất tái chiết khấu - đại diện cho lãi suất điều hành (lãi suất chính sách) của NHTW (DRATE) thì các biến độc lập ảnh hưởng đến hiệu lực kênh lãi suất được đưa vào mô hình bao gồm:

- *Mức độ linh hoạt của tỷ giá (EXF) và mức*

*độ đô la hóa nền kinh tế (DOLLARIZATION)* được sử dụng làm biến đại diện cho các nhân tố ảnh hưởng từ thị trường quốc tế. Trong đó, mức độ linh hoạt của cơ chế tỷ giá được tính toán trên cơ sở mức độ thay đổi của tỷ giá trên thị trường (sau đó lấy logarit) như đề xuất trong Coudert & ctg (2010). Mức độ đô la hóa sử dụng chỉ tiêu tiền gửi ngoại tệ/M2 để đo lường mức độ đô la hóa theo khuyến nghị của IMF. Mức đô la hóa cao và sự kém linh hoạt của tỷ giá được dự tính làm giảm hiệu lực tác động của kênh lãi suất.

- *Tỷ lệ nợ xấu trên tổng dư nợ cho vay tại*



Nguồn: Cơ sở dữ liệu IMF.

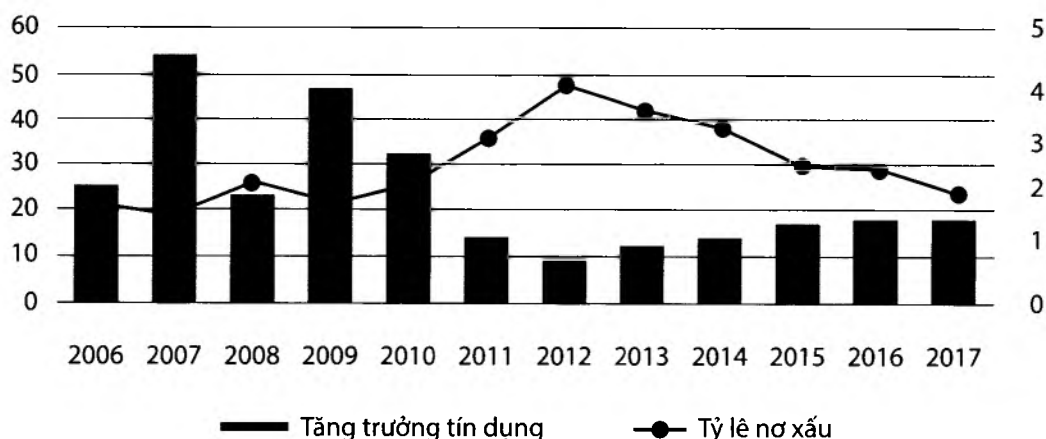
**Hình 2:** Mức độ đô la hóa tại Việt Nam (tỷ lệ tiền gửi ngoại tệ/M2)

các NHTM (NPL) là biến thể hiện chất lượng tài sản của hệ thống ngân hàng. Đối với hệ thống NHTM Việt Nam, khi danh mục cho vay luôn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng tài sản và là tài sản sinh lời chủ yếu tạo ra thu nhập trong hoạt động kinh doanh của NHTM thì chất lượng danh mục cho vay sẽ phản ánh rõ nét nhất chất lượng tài sản của ngân hàng. Bên cạnh đó, hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm thường sử dụng tỷ lệ nợ xấu để phản ánh chất lượng danh mục cho vay. Tỷ lệ nợ xấu tăng khiến chất lượng tài sản của hệ thống ngân hàng giảm và do đó được dự đoán làm giảm hiệu lực kênh dẫn truyền lãi suất. Thực tế, giai đoạn 2010–2015 là giai đoạn có tỷ lệ nợ xấu của hệ thống ngân hàng Việt Nam tăng cao, trung bình ở mức 3,2%, và nợ xấu đặc biệt tăng mạnh trong năm 2012 lên đến 116.503 tỷ đồng, chiếm hơn 4% tổng dư nợ. Mặc dù vậy, theo đánh giá của các tổ chức nước ngoài, các con số đánh giá nợ xấu này là chưa đầy đủ. Cụ thể, theo tổ chức xếp hạng tín nhiệm Fitch Ratings, tỷ lệ nợ xấu của Việt Nam có thể cao gấp bốn lần con số được báo cáo. Moody's cũng cho rằng, tỷ lệ nợ xấu của Việt Nam năm 2013 ở mức 15 %, cao hơn nhiều so với con số 3,11% được công bố bởi NHNN. Tình trạng nợ xấu cao đã thực sự trở thành mối đe dọa

cho hoạt động của hệ thống ngân hàng cũng như có tác động đến việc điều hành chính sách tiền tệ của NHNN Việt Nam.

• *Sự phát triển của hệ thống tài chính (FDEV)* được sử dụng làm biến đại diện cho đặc điểm môi trường vận hành thị trường tài chính do không có chỉ số lượng hóa được mức độ phân cách của các thị trường bộ phận cũng như mức độ can thiệp hành chính vào thị trường của các chủ thể điều tiết. Các chỉ số đo lường mức độ cạnh tranh (chỉ số H, Boone) không được sử dụng vì nó không phản ánh chính xác mức độ cạnh tranh trên thị trường như đã đề cập trong phần trên. Tỷ lệ tổng tiền gửi/GDP được sử dụng theo hướng dẫn của WB và chỉ số này được kỳ vọng có tương quan thuận với hiệu lực kênh lãi suất.

• *Mức độ thâm hụt ngân sách (GBUDGET)* được đo lường bằng chỉ số thâm hụt ngân sách/GDP. Thực tế tại Việt Nam, ngân sách nhà nước luôn ở trong tình trạng thâm hụt khoảng 4-5% GDP, gây áp lực lớn cho điều hành CSTT. Theo quy định, mục tiêu quan trọng nhất của chính sách tiền tệ là ổn định giá cả, tuy nhiên, tại Việt Nam, mục tiêu này luôn bị sai lệch do NHNN phải tập trung hỗ trợ cho mục tiêu tăng trưởng trong ngắn hạn của Chính phủ thông qua việc tài trợ vốn cho



**Hình 3:** Tốc độ tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ nợ xấu của các NHTM Việt Nam (%)

Nguồn: NHNN và tổng hợp của nhóm tác giả.



các chương trình của Chính phủ hoặc mang tính chất Chính phủ. Mức độ bành trướng chỉ tiêu công và đầu tư công cho khu vực doanh nghiệp nhà nước thiếu hiệu quả khiến bội chi ngân sách triển miên. Gánh nặng chi tiêu này một phần làm gia tăng gánh nặng nợ công, một phần chuyển sang kênh tín dụng ngân hàng, đưa hệ thống ngân hàng vào tình trạng rủi ro và gây cản trở cho CSTT theo đuổi mục tiêu ổn định giá cả.

Tình trạng lấn át của CSTK (FDOM) được đo lường bằng chỉ số cho vay chính phủ/ M2 như trong nghiên cứu của IMF. Chỉ tiêu này cùng với chỉ tiêu thâm hụt ngân sách được sử dụng làm biến đại diện cho nhóm các nhân tố khác khi tình trạng thâm hụt ngân sách triển miên cũng như sự lấn át tài khóa đã giới hạn không gian của CSTT ở Việt Nam trong thời gian nghiên cứu.

Kiểm định tính dừng của chuỗi số liệu và kiểm định J: kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF test) cho kết quả tất cả các chuỗi số liệu lãi suất đều không dừng ở chuỗi gốc I (0) và dừng ở sai phân bậc một I (1). Kết quả hồi quy GMM cho thấy, kiểm định J cho giá trị  $p=0,4888 > 0,05$ , như vậy mô hình là phù hợp (không có vấn đề về ràng buộc xác định quá mức - overidentifying restrictions).

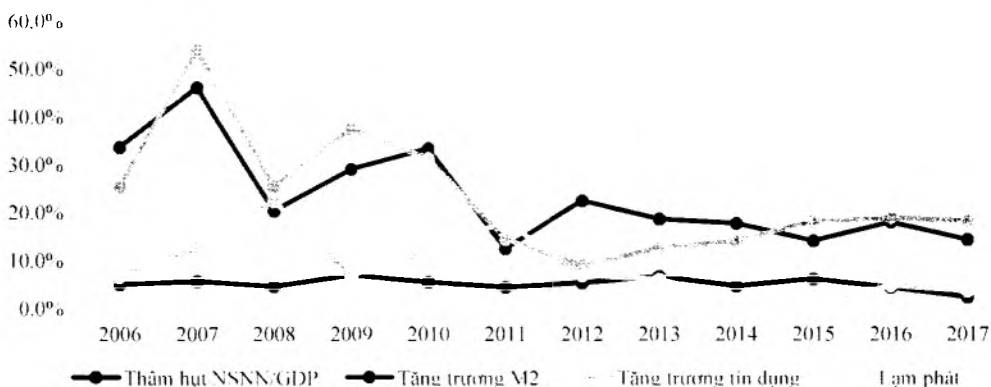
#### 4. Kết quả

Kết quả hồi quy của mô hình được trình bày trong Bảng 2. Tính phù hợp của mô hình GMM một lần nữa được khẳng định thông qua hệ số của biến trễ biến phụ thuộc (DLR). Hệ số này có ý nghĩa ở mức 1% cho thấy mức

**Bảng 2:** Kết quả hồi quy mô hình

Biến phụ thuộc: DLR	
Tên biến	Hệ số
DLR (-1)	0,5450**
DDRATE	0,4783***
DDOLLARIZATION	-0,0143*
DEXF	0,0004***
DNPL	-0,0447***
DFDEV	0,0051*
DFDOM	-0,0451**
DGBUDGET	-0.0002
DDOLLARIZATION*DRATE	-0,4272**
DEXF*DRATE	0,0039*
DNPL *DRATE	-0,5616***
DFDEV*DRATE	0,2726***
DFDOM*DRATE	-0,3391*
DGBUDGET*DRATE	-0,0209

\*, \*\* và \*\*\* lần lượt có mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.  
 Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.



Nguồn: NHNN và tính toán của nhóm tác giả.

**Hình 4:** Các xu hướng của CSTT, chính sách tài khóa và lạm phát

độ điều chỉnh tới điểm cân bằng của biến phụ thuộc (trong một quý) là phù hợp.

Từ Bảng 2, ta có thể rút ra những kết luận như sau:

*Thứ nhất*, sự tương tác của các biến độc lập trong mô hình với lãi suất điều hành của NHNN theo đúng cơ sở lý thuyết cũng như kỳ vọng. Tuy nhiên, biến thâm hụt ngân sách cũng như tương tác của biến thâm hụt ngân sách không có ý nghĩa thống kê. Điều này có thể được lý giải do hạn chế của việc lấy số liệu và số liệu theo quý không phản ánh đúng bản chất của thâm hụt ngân sách.

*Thứ hai*, sự tương tác giữa mức độ đô la hóa nền kinh tế và lãi suất cho thấy tình trạng đô la hóa cao có xu hướng làm giảm hiệu lực lan truyền lãi suất với mức ý nghĩa thống kê 5%.

*Thứ ba*, mức độ linh hoạt của tỷ giá có tác động tích cực đến hiệu lực kênh lãi suất nhưng rất nhỏ với mức ý nghĩa thống kê thấp (10%).

*Thứ tư*, nợ xấu của hệ thống ngân hàng có tác động mạnh và tiêu cực đến hiệu lực kênh lãi suất với mức ý nghĩa thống kê 1%. Điều này chứng tỏ đây là biến có tác động mạnh nhất đến hiệu lực cơ chế tác động lãi suất trong điều hành CSTT.

*Thứ năm*, sự phát triển tài chính với biến đại diện là tổng tiền gửi/GDP có mối tương quan thuận với hiệu lực kênh lãi suất, tuy nhiên ý nghĩa thống kê chỉ ở mức 10% và tác động thấp hơn so với tình trạng nợ xấu của hệ thống ngân hàng.

*Thứ sáu*, sự lấn át tài khóa có tác động tiêu cực và tương đối mạnh đến hiệu lực kênh lãi suất với mức ý nghĩa thống kê 1%.

## 5. Kết luận và gợi ý chính sách

Kết quả phân tích ở trên cho thấy, hiệu lực truyền dẫn của kênh lãi suất trong điều hành CSTT tại Việt Nam chưa cao là do chịu ảnh hưởng bởi nhiều nhân tố, xuất phát từ: (i) Mức độ đô la hóa nền kinh tế và sự kém linh hoạt trong cơ chế điều hành tỷ giá; (ii) Tỷ lệ thanh khoản và chất lượng tài sản ở mức thấp của

hệ thống ngân hàng; (iii) Sự tập trung và kém phát triển của hệ thống tài chính, chất lượng hệ thống pháp lý kém; (iv) Tình trạng thâm hụt ngân sách triền miên; và (v) Tính độc lập kém của NHNN và sự lấn át quá mức của CSTK. Trong đó, nợ xấu của hệ thống ngân hàng và sự lấn át của CSTK là hai nhân tố có tác động tiêu cực quan trọng nhất đến hiệu lực truyền dẫn lãi suất. Trên cơ sở kết luận từ mô hình, nhóm nghiên cứu đề xuất một số khuyến nghị chính sách nhằm tăng cường hiệu lực truyền dẫn của kênh lãi suất trong điều hành CSTT của NHNN Việt Nam, cụ thể:

*Một là*, NHNN cần xác định mục tiêu lãi suất và hệ thống mục tiêu nhất quán. NHNN có thể cân nhắc lựa chọn lãi suất liên ngân hàng làm mục tiêu hoạt động của CSTT bởi theo những phân tích định tính và định lượng, lãi suất liên ngân hàng qua đêm tương đối nhạy cảm với sự thay đổi của lãi suất chính sách, và đây cũng là sự lựa chọn của nhiều NHTW trên thế giới hiện nay. NHNN cũng nên chuyển dần mục tiêu trung gian từ điều tiết khối lượng (M2) sang mục tiêu về giá (lãi suất thị trường) bởi mối liên hệ giữa M2 và các biến vĩ mô ngày càng lỏng lẻo, độ trễ lớn trong truyền tải chính sách so với mục tiêu lãi suất.

*Hai là*, nâng cao chất lượng bảng cân đối của hệ thống ngân hàng thương mại thông qua các biện pháp: (i) Giải quyết nợ xấu bằng cách tăng vốn cho công ty mua bán nợ VAMC, nâng cao năng lực cho các công ty mua bán nợ trong nước, phát triển thị trường mua bán nợ thứ cấp với sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài; (ii) Nâng cao năng lực quản trị rủi ro tín dụng của các NHTM; (iii) Tăng cường năng lực thanh tra giám sát ngân hàng của NHNN; và (iv) Cơ cấu lại tài sản nợ theo hướng nâng cao tính ổn định của nguồn vốn bằng cách phát triển các sản phẩm tiền gửi lãi suất thả nổi, phát hành chứng chỉ tiền gửi kỳ hạn, đa dạng hóa các phương thức trả lãi, phát triển sản phẩm thanh toán không dùng tiền mặt,...

Ba là, hạn chế tình trạng lấn át của CSTK. Để thực hiện được giải pháp này, trước tiên NHNN cần được tăng cường tính độc lập trong việc thiết lập và thực thi CSTT bằng việc được trao quyền nhiều hơn trong lựa chọn và thực thi công cụ chính sách. Sự lấn át của CSTK cũng sẽ được hạn chế phần nào nếu giảm dần quy mô của ngân sách, giảm dần tỷ lệ đầu tư công trong tổng đầu tư xã hội, giúp chấm dứt dần việc sử dụng nguồn vốn vay ngân hàng cho các nhu cầu của Chính phủ;

giảm sự chi phối của các mục tiêu Chính phủ đến mục tiêu dài hạn của CSTT.

Bốn là, giảm mức độ đô la hóa nền kinh tế và thực hiện chính sách tỷ giá linh hoạt thông qua giữ ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát, tạo niềm tin của công chúng vào đồng nội tệ và nâng cao hiệu lực pháp lý các quy định về quản lý ngoại hối. Với xu thế mở cửa nền kinh tế và tự do hóa thương mại và đầu tư, việc chuyển đổi sang cơ chế tỷ giá linh hoạt hơn cũng là điều cần thiết.

## Tài liệu tham khảo

- Avcı, S. B. & Yucel, E. (2016). Effectiveness of Monetary Policy: Evidence from Turkey. *Eurasian Economic Review*, 7(2), 179-213.
- Axel, A. W., Rafael, G., & Andreas, W. (2009). Has the monetary transmission process in the euro area changed? Evidence based on VAR estimates. *BIS Working Papers* No.276.
- Berger, A. & Hannan, T. (1991). The Price-Concentration Relationship in Banking. *The Review of Economics and Statistics*, 71(2).
- Bondt, G. (2002). Retail Bank Interest Rate Pass-through: New Evidence at the Euro Area Level. *ECB Working Paper Series* No.136.
- Borio, C. E. V. & Fritz, W. (1995). The response of short-term bank lending rates to policy rates: a cross-country perspective. *BIS Working Paper* No.27.
- Bredin D., Fitzpatrick, T. & Reilly, G. (2001). *Retail Interest Rate Pass-Trough: the Irish Experience*, Central bank of Ireland, Technical paper 06/RT/01.
- Briggs, W. M. (2019). Reality-Based Probability & Statistics: Solving the Evidential Crisis. *Asian Journal of Economics and Banking*, 3(1).
- Calvo, G. A. & Carmen, M. R. (2002). Fear of floating. *Quarterly Journal of Economics*, 107.
- Cecchetti S. (1999). Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism. Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, 5(2).
- Chmielewski, T. (2004). *Interest rate pass-through in the Polish banking sector and bank-specific financial disturbances*. National Bank of Poland. Draft on January 31.
- Cottarelli, C. & Kourelis, A. (1994). Financial structure, banking lending rates, and the transmission mechanism of monetary policy. *IMF Staff Papers*, 41(4), 587-632.
- Coudert, V., Couharde, C., & Mignon, V. (2010). Exchange rate flexibility across financial crises. *Working Papers* 2010-08. CEPII research center.
- De Graeve, F., De Jonghe, O., & Vennet, R. V. (2007). Competition, transmission and bank pricing policies: Evidence from Belgian loan and deposit markets. *Journal of Banking & Finance*, 31(1).

Dechboon, P., Kumam, W. & Kumam, P. (2019). A Survey of Fixed Point and Economic Game Theory. *Asian Journal of Economics and Banking*, 3(2).

Ehrmann, M., Gambacorta L., Martinez-Pages J., Sevestre, P., & Worms, A. (2001). Financial Systems and the Role of Banks in Monetary Policy Transmission in the Euro Area. ECB Working Paper.

Esman, N. & Lydia, N. N. (2013). *Financial Innovations and Monetary Policy in Kenya*, MPRA Paper No.52387.

Freedman, C. & Otker-Robe, I. (2009). Country Experiences with the Introduction and Implementation of Inflation Targeting. *IMF Working Paper* WP/09/161.

Gigineishvili N. (2011). Determinants of Interest Rate Pass-Through : Do Macroeconomic Conditions and Financial Market Structure Matter? *IMF Working Paper* No. 11/176.

Gropp J., Sorensen, R. & Lichtenberger, C. K. (2007). The Dynamics of Bank Spread and Financial Structure. *ECB Working Paper Series* No. 714.

Hansen, L. P. (1982). Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators. *Econometrica*. 50(4), 1029-1054.

Heffernan, S. A. (1997). Modelling British Interest Rate Adjustment: An Error Correction Approach. *Economica* 65, 211-231.

Heinemann, F., & Schuler, M. (2002). Integration Benefits on EU Retail Credit Markets - Evidence from " Interest Rate Pass-through. Discussion Paper No. 02-26. *Centre for European Economic Research (ZEW)*. Mannheim.

Hung, N. T. (2020). On the Calculus of Subjective Probability in Behavioral Economics. *Asian Journal of Economics and Banking*, 4(1).

Kamin S., Turner, P., & Van't Dack, J. (1998). The Transmission mechanism of monetary policy in emerging market economies: an overview. *BIS Papers* No.3.

Kashyap, A. K. & Stein, J.C. (2000). What Do a Million Observation on Banks Say about the Transmission of Monetary Policy? *American Economic Review*, 90(3), June 2000.

Kok Sørensen, C. & Werner, T. (2006). Bank interest rate pass-through in the euro area: a crosscountry comparison. *ECB Working Paper Series* No. 580.

Laurens, B. (2005). *Monetary policy implementation at different stages of market development*. IMF Occasional Paper No. 244.

Leiderman L., Maino, R., & Parrado, E. (2006). *Inflation Targeting in Dollarized Economies*. IMF Working Paper. WP/06/157.

Lopes (1998). *The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies*. BIS Policy Papers No.3.

Medina, C. S., Carrión-Menéndez, A., & Frantischek, F. (2011). Improving the Monetary Policy Frameworks in Central America. *IMF Working Paper*. No 11/245. Washington.

Michiel, V. L., Kok, C., Bikker, J. and Rixtel, A. (2008). Impact of bank competition on the interest rate pass-through in the euro area. *DNB Working Papers*. Netherlands Central Bank.

Mishkin, F. S. (2016). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Pearson.

Mishra, P. & Montiel, P. J. (2013). How effective is monetary transmission in low-income countries? A survey of the empirical evidence. *Economic Systems*, 379(2), 187-216.

Mishra, P., Montiel, P. J. & Splimbergo, A. (2013). Monetary transmission in low-income countries: effectiveness and policy implications. *IMF Economic Review*.

Mojon, B. (2000). *Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy*, European Central Bank, Working paper No.4.

Nguyễn Phi Lâm (2010). Cơ chế dẫn truyền tiền tệ dưới góc độ phân tích định lượng. *Tạp chí Ngân hàng*, Số 18/2010.

Nguyễn Thanh Nhân, Vũ Hải Yến, & Vũ Ngọc Hương (2014). Lựa chọn lãi suất mục tiêu trong điều hành chính sách tiền tệ - cơ sở lý thuyết và kinh nghiệm các nước. *Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng*, 150.

Nguyễn Thị Kim Thanh (2010). *Chính sách lãi suất: Cơ sở lý luận và thực tiễn*. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.

Nguyễn Thị Minh Huệ (2011). *Phân tích hiệu quả của chính sách lãi suất năm 2011 của Việt Nam*. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.

Roseline N. M., Esman M. N., & Anne, W. K. (2011). Interest rate pass-through in Kenya. *International Journal of Development Issues*, 10(2).

Saborowski C. & Weber S. (2013). Assessing the determinants of interest rate transmission through conditional impulse response functions. *IMF Working Paper* WP/13/23.

Sander, H. & Kleimeier, S. (2004). Convergence in Eurozone Retail Banking? What Interest Rate Pass-Through Tells Us About Monetary Policy Transmission Competition and Integration. *Journal of International Money and Finance*, Issue 23.

Sargent, T. J. & Wallace, N. (1981). *Some unpleasant monetarist arithmetic*. *Federal Reserve Bank of Minneapolis*. Quarterly Review 5.

Scholnick, B. (1996). Asymmetric adjustment of commercial bank interest rates: evidence from Malaysia and Singapore. *Journal of International Money and Finance*, 15(3), 485-496.

Singh S., Razi A., Endut N., & Ramlee H. (2008). Impact of financial market developments on the monetary transmission mechanism. *BIS Working Paper Series* Vol.39.

Stephanie, M. C., Alejandro, C. M., & Florencia, F. (2011). The policy interest rate pass-through in central America. *IMF Working Paper*. WP 11/240.

Tô Ánh Dương (2014). Chính sách tiền tệ của Việt Nam: Những thách thức và yêu cầu đổi mới. *Nghiên cứu kinh tế*. 6, 30-38.

Tô Kim Ngọc (2003). *Các giải pháp nhằm tăng cường hiệu lực của chính sách tiền tệ Việt Nam thông qua cơ chế điều chỉnh lãi suất*. Luận án tiến sĩ. Học viện Ngân hàng.

Wrobel, E. & Pawlowska, M. (2002). Monetary Transmission in Poland: Some Evidence on Interest Rate and Credit Channels. *NBP Bureau of Macroeconomic Research Working Paper* No. 24/2002.

Yang, Y., Davies, M., Wang, S., Dunn, J. & Wu, Y. (2011). Monetary policy transmission mechanisms in Pacific Island countries. *IMF Working Paper*. WP/11/96.

# Assessing the Determinants of Monetary Policy Transmission Mechanism Through Interest Rate Channel in Vietnam

Nguyen Thanh Nhan<sup>(1)</sup>, Vu Hai Yen<sup>(2)</sup>  
Vu Thi Kim Oanh<sup>(3)</sup>

Received: 19 April 2020 | Revised: 02 May 2021 | Accepted: 10 May 2021

**ABSTRACT:** This paper assesses the determinants of monetary policy transmission mechanism through interest rate channel in Vietnam over the period 2006-2017. The authors use GMM model (Generalized Method of Moments model) to estimate the impacts of the factors in terms of changes in global market, the quality of banking system's assets, the structure of financial market, the intervention of policy maker on financial market, the budget deficit, the Central Bank independence and the fiscal dominance on the effectiveness of interest rate pass-through. The findings show that the transmission's effect from discount policy (policy rate) to banking's lending rate (market rate) is mainly driven by two factors: the quality of banking system's assets and the dominance of fiscal policy.

**KEYWORDS:** Interest rate pass-through, monetary policy transmission mechanism, Central Bank.

**JEL classification:** E52, E58.



**Nguyen Thanh Nhan**

**Email:** nhannt.ho@vietcombank.com.vn.

**Vu Hai Yen**

**Email:** yenvh.ho@vietcombank.com.vn.

**Vu Thi Kim Oanh**

**Email:** oanhvtk@hvn.edu.vn.

(1), (2) Vietcombank Human Resources Development & Training College  
Ecopark, Van Giang District, Hung Yen City

(3) Banking Academy of Vietnam;  
12 Chua Boc, Dong Da District, Hanoi City.