

TÓM TẮT LUẬN VĂN

Luận văn thực hiện nghiên cứu các nhân tố vĩ mô ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái thực đa phương tại Việt Nam. Luận văn lần lượt giải quyết các nội dung là (i) Giới thiệu tổng quan về đề tài nghiên cứu; (ii) tổng quan cơ sở lý thuyết về tỷ giá hối đoái thực, tỷ giá cân bằng và lựa chọn các nhân tố vĩ mô tác động đến tỷ giá hối đoái thực; (iii) lựa chọn phương pháp và mô hình sử dụng trong nghiên cứu; (iv) Xác định nhân tố vĩ mô tác động đến tỷ giá hối đoái thực tại Việt Nam; (v) kết luận và đề xuất một số kiến nghị chính sách.

Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ giá hối đoái thực đa phương tại Việt nam chịu tác động trong dài hạn bởi biến số điều kiện thương mại, độ mở của nền kinh tế, năng suất và tài sản ngoại tệ ròng. Giữa tỷ giá thực và tỷ giá thực cân bằng tồn tại sự chênh lệch, trong đó giai đoạn 2000 – 2002 thì Việt Nam Đồng được định giá thấp. Ngược lại, giai đoạn 2002 – 2008 Việt Nam Đồng có xu hướng bị đánh giá cao, có thời điểm chênh lệch REER và EREER lên đến gần 15%. Giai đoạn 2008 – 2013 mức độ chênh lệch không ổn định, rõ ràng nhưng nhìn chung xu hướng Việt Nam Đồng vẫn được đánh giá cao.

Tỷ giá hối đoái thực và tỷ giá hối đoái danh nghĩa bị định giá cao hay thấp đều không tốt cho cân bằng chung của nền kinh tế. Vì vậy, dựa trên kết quả nghiên cứu luận văn đã đưa ra các gợi ý chính sách nhằm ổn định điều kiện thương mại, độ mở của nền kinh tế, năng suất và tài sản ngoại tệ ròng.

Mặc dù luận văn đã giải quyết được các câu hỏi nghiên cứu đặt ra nhưng vẫn còn tồn tại rất nhiều hạn chế về số liệu, cách tính các biến số vĩ mô, sử dụng biến số trong mô hình,... Các hạn chế này sẽ tiếp tục được giải quyết trong các nghiên cứu trong tương lai của tác giả.

LỜI CAM ĐOAN

Luận văn này chưa từng được trình nộp để lấy học vị thạc sĩ tại bất cứ một trường đại học nào. Luận văn này là công trình nghiên cứu riêng của tác giả, kết quả nghiên cứu là trung thực, trong đó không có các nội dung đã được công bố trước đây hoặc các nội dung do người khác thực hiện ngoại trừ các trích dẫn được dẫn nguồn đầy đủ trong luận văn.

Tp. Hồ Chí Minh, Ngày tháng năm 2015

Học viên

Hà Lâm Oanh

LỜI CẢM ƠN

Tôi xin gửi lời cảm ơn chân thành đến thầy TS. Nguyễn Trần Phúc, người đã giảng dạy cho tôi những kiến thức rất quý báu trong chương trình cao học. Thầy đã luôn quan tâm, hướng dẫn tận tình và động viên tôi trong quá trình thực hiện nghiên cứu mặc dù tôi đã không thực sự đáp ứng được các yêu cầu của thầy vì nhiều khó khăn khách quan khác nhau.

Tôi xin cảm ơn các thầy cô của Trường Đại học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh và Phòng Đào tạo sau đại học đã tạo cho tôi những điều kiện thuận lợi nhất, trong suốt quá trình học tại trường cũng như quá trình thực hiện đề tài.

Tôi xin cảm ơn Nguyễn Trung Hiếu – người đã luôn đi cùng tôi trong mọi hoàn cảnh và cảm ơn gia đình, bạn bè đã luôn bên cạnh cổ vũ, động viên tôi để vượt qua khó khăn trong cuộc sống cũng như quá trình thực hiện luận văn. Tất cả những thiếu sót của nghiên cứu này đều thuộc trách nhiệm của tôi và tôi mong nhận được ý kiến đóng góp.

MỤC LỤC

TÓM TẮT LUẬN VĂN.....	i
LỜI CAM ĐOAN	ii
LỜI CẢM ƠN	iii
DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT.....	vii
DANH MỤC BẢNG.....	ix
DANH MỤC HÌNH.....	x
CHƯƠNG 1. GIỚI THIỆU ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU	1
1.1 Lý do lựa chọn đề tài	2
1.2 Kết quả nghiên cứu có liên quan	3
1.3 Mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu.....	5
1.4 Đối tượng và phạm vi nghiên cứu	6
1.5 Phương pháp nghiên cứu và số liệu sử dụng	6
1.6 Đóng góp của của luận văn	6
1.7 Cấu trúc nghiên cứu.....	7
CHƯƠNG 2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ CÁC NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG	
ĐẾN TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI THỰC	8
2.1 Tổng quan về tỷ giá hối đoái thực	9
2.1.1 Khái niệm tỷ giá hối đoái thực	9
2.1.2 Phân loại tỷ giá hối đoái thực	9
2.2 Tỷ giá hối đoái cân bằng.....	13
2.2.1 Khái niệm tỷ giá hối đoái cân bằng	13
2.2.2 Cách tiếp cận cơ bản về điều kiện cân bằng của tỷ giá	15
2.3 Phương pháp xác định tỷ giá cân bằng trong dài hạn.....	17
2.3.1 Ngang giá sức mua (PPP).....	17
2.3.2 Phương pháp FEERs (Fundamental Equilibrium Exchange Rates).....	18
2.3.3 Phương pháp NATREX (Natural Rate of Exchange)	21

2.3.4 Phương pháp BEERs (<i>Behavioral Equilibrium Exchange Rate</i>).....	21
2.3.5 Phương pháp EREER (<i>Equilibrium Real Effective Exchange Rate</i>)	22
2.4 Nhân tố ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái thực	24
2.4.1 Điều kiện thương mại	24
2.4.2 Độ mở nền kinh tế (<i>Trade openness</i>).....	25
2.4.3 Chi tiêu chính phủ (<i>Government expenditure</i>).....	25
2.4.4 Năng suất (<i>Productivity</i>)	26
2.4.5 Tín dụng nội địa (<i>Domestic Credit</i>)	26
2.4.6 Tài sản ngoại tệ ròng (<i>Net Foreign Assets</i>)	26
CHƯƠNG 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU VÀ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU	28
3.1 Quy trình thực hiện.....	29
3.2 Mô hình nghiên cứu.....	30
3.3 Các biến trong mô hình	31
3.3.1 Tỷ giá hối đoái thực đa phương	31
3.3.2 Năng suất.....	33
3.3.3 Điều kiện thương mại	33
3.3.4 Chi tiêu của chính phủ.....	34
3.3.5 Độ mở của nền kinh tế.....	34
3.3.6 Tín dụng nội địa.....	34
3.3.7 Tài sản ngoại tệ ròng.....	35
3.4 Phương pháp nghiên cứu	35
3.4.1 Phương pháp đồ thị mô tả số liệu	35
3.4.2 Kiểm định tính dừng của chuỗi số liệu.....	35
3.4.3 Ước lượng VECM.....	36
3.4.4 Kiểm định mức độ phù hợp của mô hình VECM.....	38
3.4.5 Ước tính tỷ giá hối đoái thực đa phương cân bằng	39
CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ PHÂN TÍCH CÁC NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI THỰC TẠI VIỆT NAM	41

4.1 Đặc điểm của các biến số vĩ mô	42
4.1.1 Tỷ giá thực đa phương.....	42
4.1.2 Độ mở của nền kinh tế.....	43
4.1.3 Điều kiện thương mại	43
4.1.4 Chi tiêu chính phủ	44
4.1.5 Năng suất.....	45
4.1.6 Tín dụng nội địa.....	46
4.1.7 Tài sản ngoại tệ ròng.....	47
4.2 Hiệu chỉnh yếu tố mùa vụ.....	48
4.3 Kiểm định tính dừng.....	48
4.4 Kết quả mô hình VECM.....	50
4.4.1 Xác định độ trễ tối ưu của mô hình	51
4.4.2 Xác định hạng của ma trận Johansen	52
4.4.3 Kết quả ước lượng mô hình VECM.....	52
4.5 Kiểm định mức độ phù hợp của mô hình VECM.....	54
4.6 Phân tích dấu các biến trong mô hình	55
4.7 Ước tính tỷ giá hối đoái thực cân bằng.....	56
CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ CHÍNH SÁCH LIÊN	
QUAN ĐẾN TỶ GIÁ THỰC TẠI VIỆT NAM.....	60
5.1 Kết quả nghiên cứu.....	61
5.2 Một số gợi ý chính sách liên quan.....	62
5.2.1 Đối với điều kiện thương mại	62
5.2.2 Đối với độ mở kinh tế	64
5.2.3 Đối với năng suất	65
5.2.4 Đối với tài sản ngoại tệ ròng.....	66
5.3 Hạn chế trong luận văn.....	69
5.4 Hướng nghiên cứu tiếp theo	70
PHỤ LỤC	

DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT

Từ viết tắt	Tiếng Anh	Tiếng Việt
BEERs	Behavior Equilibrium Exchange Rate	Tỷ giá cân bằng hành vi
CPI	Consumer Price Index	Chỉ số giá tiêu dùng
EREER	Equilibrium Real Effective Exchange Rate	Tỷ giá thực cân bằng đa phương
FEERs	Fundamental Equilibrium Exchange Rates	Tỷ giá cân bằng nền tảng
GDP	Gross Domestic Products	Tổng sản phẩm quốc nội
GNP	Gross National Product	Tổng sản lượng quốc gia
GOV	Government Expenditure	Chi tiêu của Chính phủ
NATREX	Natural Rate of Exchange	Tỷ giá tự nhiên
NEER	Nominal Effective Exchange Rate	Tỷ giá danh nghĩa đa phương
NHNN		Ngân hàng nhà nước
NHTW		Ngân hàng trung ương
OPEN	Openness	Độ mở của nền kinh tế
PEER	Permanent Equilibrium Exchange Rate	Tỷ giá cân bằng dài hạn
PPP	Permanent Equilibrium Exchange	Ngang giá sức mua

	Rate	
PPI	Producer Price Index	Chỉ số giá sản xuất
PROD	Productivity	Năng suất
REER	Real Effective Exchange Rate	Tỷ giá thực đa phương
RER	Real Exchange Rate	Tỷ giá thực
TOT	Term Of Trade	Điều kiện thương mại
VAR	Vector Auto-Regression	Vectơ tự hồi quy
VECM	Vector Error Correction Model	Mô hình vectơ điều chỉnh sai số
VND		Việt Nam Đồng

DANH MỤC BẢNG

Bảng 3.1. Kỳ vọng chiều hướng tác động của các biến số đến REER	31
Bảng 3.2. Các quốc gia được sử dụng trong tính REER.....	32
Bảng 4.1. Kiểm định ADF với các biến trong mô hình	49
Bảng 4.2. Kiểm định ADF với sai phân của các biến	50
Bảng 4.3. Trình tự loại bỏ biến trong mô hình	51
Bảng 4.4. Tiêu chí lựa chọn độ trễ	51
Bảng 4.5. Hạng của ma trận Johansen	52
Bảng 4.6. Mô hình trong ngắn hạn	53
Bảng 4.7. Mô hình dài hạn	54
Bảng 4.8. Kiểm định hiện tượng tự tương quan	54

DANH MỤC HÌNH

Hình 3.1. Quy trình nghiên cứu đề nghị.....	30
Hình 4.1. Thay đổi của REER giai đoạn 2000 – 2013.....	42
Hình 4.2. Thay đổi của OPEN giai đoạn 2000 – 2013	43
Hình 4.3. Thay đổi của TOT giai đoạn 2000 – 2013	44
Hình 4.4. Thay đổi của GOV giai đoạn 2000 – 2013	45
Hình 4.5. Thay đổi của PROD giai đoạn 2000 – 2013	46
Hình 4.6. Thay đổi của DC giai đoạn 2000 – 2013	47
Hình 4.7. Thay đổi của NFA giai đoạn 2000 – 2013.....	48
Hình 4.8. Kiểm định tính ổn định của mô hình VECM.....	55
Hình 4.9. REER và giá trị ước tính EREER	57
Hình 4.10. Mức độ chênh lệch của REER và EREER ước tính	58

CHƯƠNG 1. GIỚI THIỆU ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU

Chương 1 giới thiệu khái quát về lý do thực hiện đề tài nghiên cứu xuất phát từ thực tế yêu cầu chính sách tại Việt Nam và cơ sở của các nghiên cứu liên quan. Luận văn cũng đã đưa ra hai câu hỏi về nhân tố tác động đến tỷ giá hối đoái và có hay không sự chênh lệch giữa tỷ giá cân bằng và tỷ giá thực tế dựa trên mục tiêu nghiên cứu đã đề ra. Chương 1 của luận văn cũng đã giới hạn lại đối tượng và phạm vi nghiên cứu, trình bày sơ lược các nguồn, cách thức thu thập dữ liệu và phương pháp nghiên cứu được sử dụng, giới thiệu các bài nghiên cứu khác có cùng chủ đề từ đó nêu ra những đóng góp mới của đề tài khóa luận so với các nghiên cứu trước và giới thiệu kết cấu tổng quát của nghiên cứu.

1.1 Lý do lựa chọn đề tài

Chính sách tỷ giá luôn được coi là một trong những chính sách vĩ mô rất quan trọng nhưng tác động khó lường và thường phải đánh đổi giữa nhiều mục tiêu vĩ mô khác nhau. Trên thực tế, có nhiều mục tiêu được đặt ra cho chính sách tỷ giá, trong khi các công cụ thực thi chính sách và dư địa thực hiện chính sách lại khá hạn hẹp. Việc giảm giá đồng nội tệ có thể thúc đẩy xuất khẩu và cải thiện cán cân thanh toán, nhưng điều đó chỉ có thể xảy ra trong những điều kiện nhất định và tác động khác nhau đối với từng hàng hóa khác nhau.

Serven và Peter (2004) chỉ ra sự bất ổn trong kinh tế vĩ mô của các nước đang phát triển thập niên 90 của thế kỷ XX với nguyên nhân bên trong chủ yếu là do sự bất cân đối vĩ mô mà cụ thể là sự biến động của tỷ giá trong chế độ tỷ giá hối đoái cố định. Nghiên cứu của Azam (2000), Feridun (2005) đã chứng minh sự bất ổn của lạm phát và biến động tỷ giá hối đoái là nguyên nhân bên trong dẫn đến bất ổn kinh tế vĩ mô tại Madagascar và Nigeria. Vì vậy, việc xem xét nhân tố nào tác động đến sự thay đổi của tỷ giá hối đoái và từ đó ổn định tương đối tỷ giá luôn cần được quan tâm nhất là với các quốc gia đang phát triển.

Việt Nam trong thời gian qua đã trải qua những giai đoạn tăng trưởng và phát triển trong bối cảnh nền kinh tế tương đối ổn định. Mặc dù nền kinh tế Việt Nam luôn được đánh giá có tốc độ tăng trưởng cao so với các nước trong khu

vực và trên thế giới ngay cả trong giai đoạn kinh tế khủng hoảng. Tuy nhiên, các bất ổn về vĩ mô vẫn luôn là trở ngại rất lớn cho sự phát triển như lạm phát cao, ngân sách thâm hụt thường xuyên, nợ xấu của hệ thống ngân hàng,... Trong đó vấn đề ổn định tỷ giá hối đoái, luôn là một vấn đề cần được giải quyết.

Tính chất phức tạp, đa dạng, mang tính đánh đổi mục tiêu cao của việc thực thi các biện pháp của chính sách tỷ giá đã lý giải phần nào tại sao chủ đề này lại là một quan tâm lớn và được bàn thảo nhiều ở Việt Nam, nhất là từ năm 2007 trở lại đây sau những bất ổn kinh tế vĩ mô của nước ta. Chế độ tỷ giá hối đoái ở Việt Nam là chế độ thả nổi có điều tiết, vì vậy chính sách tỷ giá trở thành một trong những chính sách vĩ mô quan trọng. Tuy nhiên, việc can thiệp của Chính phủ vào tỷ giá hối đoái có những hạn chế nhất định. Cụ thể, tỷ giá hối đoái trên thực tế không thể phản ánh đúng cung cầu của thị trường ngoại hối. Từ đó có thể xuất hiện sự chênh lệch giữa tỷ giá thực đa phương và tỷ giá thực đa phương cân bằng. Tỷ giá hối đoái thực bị đánh giá cao hay thấp đều không tốt cho cân bằng chung của nền kinh tế. Vì vậy, việc xác định mức biến động của tỷ giá thực cân bằng đa phương của đồng Việt Nam là cần thiết.

Xuất phát từ các vấn đề nêu trên, luận văn lựa chọn vấn đề nghiên cứu về các nhân tố tác động đến tỷ giá hối đoái thực đa phương tại Việt Nam trong giai đoạn 2000 – 2013.

1.2 Kết quả nghiên cứu có liên quan

Theo Edward (1988) tỷ giá hối đoái thực cân bằng được định nghĩa là giá tương đối của hàng hóa ngoại thương và phi ngoại thương, có khả năng cùng lúc đảm bảo cân bằng bên trong và cân bằng bên ngoài của nền kinh tế có sự lưu chuyển vốn. Theo đó, trong dài hạn Edward (1988) cho rằng tỷ giá hối đoái thực cân bằng chịu ảnh hưởng của các biến số kinh tế nền tảng sau: điều kiện thương mại (terms of trade), độ mở của nền kinh tế, chi tiêu công, phát triển công nghệ và lưu chuyển vốn.

Với nền kinh tế đang phát triển, các nhà nghiên cứu thường sử dụng đúng mô hình gốc với các biến giải thích như trên, chẳng hạn như Montiel (1999), Chinn (2006). Bên cạnh đó, nhiều nhà nghiên cứu đã thay thế biến hoặc đưa thêm biến giải thích vào mô hình. Montiel (1999) phân chia các biến số nền tảng có tác động dài hạn đến biến động của tỷ giá hối đoái thực thành 4 nhóm, bao gồm: (i) chính sách tài khóa (được đại diện bởi chi tiêu chính phủ); (ii) chính sách thương mại (được đại diện bởi trợ cấp xuất khẩu - export subsidies - EXSUB); (iii) nhân tố cung nội địa (domestic supply side factors) (được đại diện bởi sức sản xuất) và (iv) môi trường kinh tế quốc tế (được đại diện bởi điều kiện thương mại hoặc lưu chuyển vốn). Zulfiqar và Adil (2005) đã đưa thêm biến đầu tư thực (real investment - RIGDP), kiều hối (worker's remittances - REMG) để đo lường tỷ giá hối đoái thực cân bằng của Pakistan.

Lê Thanh Loan (2001) thực hiện nghiên cứu cho giai đoạn 1991 - 2000, trong đó các biến ảnh hưởng đến REER là độ mở thương mại, tăng trưởng kinh tế và đầu tư trực tiếp nước ngoài. Nghiên cứu của Lê Thanh Loan (2001) được thực hiện với số liệu quý, với trọng số kim ngạch xuất nhập khẩu là trọng số không đổi cho 10 năm nghiên cứu. Nghiên cứu này chưa cho thấy sự chênh lệch giữa REER và EREER, chưa phân tích nguyên nhân gây ra sự chênh lệch và dự đoán xu hướng thay đổi của REER.

Hạ Thị Thiều Dao và Phạm Thị Tuyết Trinh (2012) với chuỗi số liệu từ 2000 – 2010 đã chứng minh tại Việt Nam, trong dài hạn các nhân tố tác động đến tỷ giá hối đoái thực đa phương bao gồm: độ mở nền kinh tế, chi tiêu của chính phủ, tín dụng nội địa và tài sản nước ngoài ròng. Trong ngắn hạn các nhân tố giải thích cho sự thay đổi của tỷ giá hối đoái thực đa phương bao gồm độ mở nền kinh tế và chi tiêu của chính phủ.

Vũ Quốc Huy, Nguyễn Thị Thu Hằng và Vũ Phạm Hải Đăng (2013) đã sử dụng phương pháp BEERs và mô hình phân phối trễ tự hồi quy đa thức – ARPDL để xác định tỷ giá thực cân bằng đa phương của Việt Nam và mức độ sai

lịch giai đoạn 2000 – 2011, đồng thời xác định tác động của tỷ giá đến xuất khẩu thông qua mô hình VECM; từ đó thảo luận các chính sách có liên quan. Nhóm tác giả thực hiện nghiên cứu đã sử dụng mô hình phân phối trễ tự hồi quy đa thức để xác định tỷ giá thực cân bằng đa phương của Việt Nam. Mô hình đưa ra trong nghiên cứu là: $REER = f(NFA, PROD, TOT, OPEN, GEXP, FDI, RR)$ Trong đó, ý nghĩa của NFA, PROD, TOT, OPEN có ý nghĩa tương tự như nghiên cứu của Hạ Thị Thiều Dao và Phạm Thị Tuyết Trinh (2012) đã được đề cập ở trên, FDI là đầu tư trực tiếp của nước ngoài và RR là chênh lệch lãi suất thực.

Như vậy, tỷ giá hối đoái thực cân bằng được phần lớn các nhà nghiên cứu thừa nhận là có thể giải thích bởi các biến số kinh tế vĩ mô tuy nhiên các biến số tùy thuộc vào đặc điểm từng quốc gia và phương pháp sử dụng cũng khác biệt nhau.

1.3 Mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu

Để trả lời các câu hỏi nghiên cứu, đề tài hướng đến mục tiêu xác định các nhân tố vĩ mô có ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái thực đa phương tại Việt Nam. Từ mục tiêu trên đề tài đã hình thành hai câu hỏi nghiên cứu:

Câu hỏi 1: Biến số vĩ mô nào tác động đến tỷ giá hối đoái thực đa phương tại Việt Nam?

Câu hỏi 2: Tỷ giá thực đa phương và tỷ giá thực đa phương cân bằng của đồng Việt Nam có chênh lệch không?

Để giải quyết các câu hỏi này, đề tài thực hiện các nội dung nghiên cứu cụ thể bao gồm:

- Hệ thống hóa cơ sở lý luận về tỷ giá hối đoái thực và các nhân tố tác động đến tỷ giá hối đoái thực đa phương.
- Xác định các nhân tố vĩ mô ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái thực.
- Ước lượng tỷ giá thực đa phương cân bằng và mức độ chênh lệch với tỷ giá thực đa phương.

- Từ các nhân tố tác động đưa ra khuyến nghị chính sách nhằm đảm bảo ổn định tỷ giá hối đoái thực và kinh tế vĩ mô Việt Nam.

1.4 Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Đề tài nghiên cứu về các nhân tố vĩ mô tác động đến sự thay đổi tỷ giá hối đoái thực đa phương của Việt Nam dựa trên các cơ sở lý thuyết và nghiên cứu có liên quan. Phạm vi nghiên cứu được giới hạn từ năm 2000 đến năm 2013, cơ sở tính toán tỷ giá hối đoái thực đa phương dựa trên các quốc gia có quan hệ ngoại thương lớn với Việt Nam trong phạm vi thời gian nghiên cứu.

1.5 Phương pháp nghiên cứu và số liệu sử dụng

Phương pháp tổng hợp được sử dụng nhằm giới thiệu lý thuyết về phương pháp tiếp cận tỷ giá thực đa phương cân bằng tạo cơ sở để đề xuất mô hình định lượng về nhân tố tác động tỷ giá thực đa phương.

Để phân tích tác động các biến số vĩ mô đến tỷ giá hối đoái thực, luận văn sử dụng phương pháp VAR, VECM và các kỹ thuật, kiểm định liên quan đến các mô hình này. Từ đây, mô hình ước lượng sẽ được sử dụng để tính toán tỷ giá thực cân bằng và so sánh với REER dựa trên sai lệch của hai chuỗi số liệu này. Phương pháp nghiên cứu cụ thể được trình bày trong chương 3.

Nguồn số liệu sử dụng trong nghiên cứu được thu thập từ các nguồn Tổng cục Thống kê Việt Nam, Vietstock, IFS, ADB, NHNN... một số số liệu thứ cấp được thu thập từ các nghiên cứu có liên quan tại Việt Nam cũng như trên quốc tế.

1.6 Đóng góp của của nghiên cứu

Luận văn có các đóng góp nhất định khi vận dụng các mô hình lý thuyết của tỷ giá hối đoái thực đa phương cân bằng để xác định nhân tố tác động đến tỷ giá thực, đồng thời sử dụng năm gốc 2010 để xem xét góc nhìn mới so với nghiên cứu trước.

Luận văn thực hiện phân tích tác động của nhân tố vĩ mô đến tỷ giá hối đoái thực dựa trên phương pháp VECM từ đó ước lượng tỷ giá thực cân bằng đa phương. Ngoài ra, tác giả cũng xác định chênh lệch giữa EREER và REER để đánh giá mức độ chênh lệch, từ đó đưa ra những kiến nghị chính sách phù hợp.

1.7 Cấu trúc nghiên cứu

Để đạt được mục tiêu nghiên cứu, luận văn được trình bày qua năm chương, trong đó nội dung chương 1 là tổng thể các vấn đề nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu, giới thiệu tóm tắt về đề tài và các nghiên cứu có liên quan.

Chương 2 đưa ra tổng quan cơ sở lý luận về tỷ giá cân bằng cơ bản, từ cơ sở lý thuyết này nghiên cứu sử dụng các biến số vĩ mô làm nhân tố tác động đến tỷ giá hối đoái thực.

Nội dung chương 3 sử dụng cơ sở lý thuyết của chương 2 để đưa ra quy trình nghiên cứu, phương pháp tiếp cận và số liệu sử dụng. Tác giả đưa ra một mô hình nhân tố tác động và kỳ vọng về dấu của các biến số vĩ mô đến tỷ giá hối đoái thực tại Việt Nam.

Dựa trên quy trình nghiên cứu, mô hình và phương pháp của chương 3 thì chương 4 của đề tài sẽ thực hiện xác định chiều dài độ trễ của mô hình, các bậc của mô hình VAR/VECM và các biến xác định có liên quan được kiểm định. Từ đó có thể xác định nhân tố nào tác động đến tỷ giá hối đoái thực đa phương tại Việt Nam. Đồng thời, từ mô hình đã có, luận văn áp dụng các tính toán tỷ giá cân bằng và tính toán chênh lệch của tỷ giá thực đa phương và tỷ giá thực đa phương cân bằng.

Chương 5 tổng hợp kết quả của chương 4 để đưa ra các kết luận, đồng thời đề xuất các khuyến nghị chính sách liên quan. Hạn chế của nghiên cứu và các hướng nghiên cứu trong tương lai liên quan đến đề tài cũng được trình bày tại chương này.

CHƯƠNG 2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ CÁC NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN TỶ GIÁ HỒI ĐOÁI THỰC

Chương 2 được thực hiện nhằm giới thiệu các cơ sở lý thuyết cơ bản đối với nhân tố tác động đến tỷ giá hối đoái thực. Các nội dung cụ thể trong chương bao gồm: tổng quan về tỷ giá hối đoái thực, lý thuyết về tỷ giá hối đoái cân bằng, các phương pháp xác định tỷ giá cân bằng để từ đó xem xét về các nhân tố vĩ mô ảnh hưởng đến tỷ giá.

2.1 Tổng quan về tỷ giá hối đoái thực

2.1.1 Khái niệm tỷ giá hối đoái thực

2.1.1.1 Khái niệm tỷ giá hối đoái thực

Tỷ giá danh nghĩa là tỷ giá được sử dụng hằng ngày trên các phương tiện thông tin đại chúng, là giá của một đồng tiền được biểu thị qua một đồng tiền khác mà chưa đề cập đến tương quan sức mua hàng hóa và dịch vụ. Tỷ giá hối đoái danh nghĩa được hiểu là tỷ giá được sử dụng hằng ngày trong giao dịch trên thị trường ngoại hối mà chưa đề cập đến tương quan sức mua hàng hóa và dịch vụ, phản ánh mức giá tương đối giữa hai loại đồng tiền.

Tỷ giá hối đoái thực là tỷ giá hối đoái danh nghĩa đã đi điều chỉnh tương quan giá cả trong và ngoài nước. Để đo lường sức mạnh cạnh tranh thương mại quốc tế, giới nghiên cứu thường sử dụng tỷ giá hối đoái thực, đây là một phạm trù kinh tế đặc thù và việc phân tích tỷ giá hối đoái thực sẽ là một vấn đề được quan tâm.

2.1.2 Phân loại tỷ giá hối đoái thực

2.1.2.1 Tỷ giá thực song phương (RER – Real Exchange Rate)

Tỷ giá thực song phương là tỷ giá danh nghĩa đã được điều chỉnh bởi tỷ lệ lạm phát giữa trong nước và ngoài nước, nó là chỉ số thể hiện sức mua của đồng nội tệ so với ngoại tệ. Vì thế có thể xem tỷ giá thực là thước đo sức mạnh cạnh tranh về giá cả giữa 2 quốc gia.

Tỷ giá thực song phương ở trạng thái tĩnh là tỷ giá thực song phương được xem xét tại một thời điểm (Nguyễn Văn Tiến, 2012), cụ thể được biểu diễn trong công thức 1.1.

$$E_r = \frac{E.P^*}{P} \quad (1.1)$$

Trong đó: E_r là tỷ giá thực

E là tỷ giá danh nghĩa

P^* là mức giá cả ở nước ngoài bằng ngoại tệ

P là mức giá cả ở trong nước bằng nội tệ

Như vậy, theo công thức 1.1, tử số thể hiện mức giá cả ở nước ngoài quy về đồng nội tệ. Vì thế, tỷ giá thực là một chỉ số so sánh mức giá cả ở nước ngoài so với mức giá cả ở trong nước, điều này thể hiện khả năng cạnh tranh trong quan hệ mậu dịch giữa 2 quốc gia.

Nếu $E_r = 1$, tức $E.P^* = P$, ta nói rằng đồng tiền trong nước và ngoại tệ có ngang giá sức mua, hay giá trị thực của hai đồng tiền là như nhau. Nghĩa là khi chuyển đổi một đơn vị ngoại tệ ra nội tệ, ta mua được số hàng hóa ở trong nước tương đương với mua ở nước ngoài và ngược lại.

Nếu $E_r > 1$, tức $E.P^* > P$, ta nói rằng đồng nội tệ được định giá thấp và đồng ngoại tệ được định giá cao, sức mua của đồng nội tệ yếu hơn đồng ngoại tệ. Nghĩa là, khi chuyển đổi một đơn vị ngoại tệ sang nội tệ, sẽ mua được số hàng hóa trong nước nhiều hơn ở nước ngoài và ngược lại. Về lý thuyết khi đồng nội tệ bị định giá thấp sẽ khuyến khích xuất khẩu và hạn chế nhập khẩu.

Nếu $E_r < 1$, tức $E.P^* < P$, ta nói rằng đồng nội tệ được định giá cao và đồng ngoại tệ được định giá thấp, sức mua của đồng nội tệ cao hơn đồng ngoại tệ. Nghĩa là, khi chuyển đổi một đơn vị nội tệ sang ngoại tệ, sẽ mua được số hàng hóa ở nước ngoài nhiều hơn trong nước và ngược lại. Về lý thuyết khi đồng nội tệ bị định giá cao sẽ hạn chế xuất khẩu và khuyến khích nhập khẩu.

Vậy khi các yếu tố khác không đổi, nếu tỷ giá danh nghĩa tăng làm cho tỷ giá thực tăng. Điều này hàm ý rằng khi NHTW tiến hành phá giá nội tệ (làm cho tỷ giá tăng), sẽ làm cho tỷ giá thực tăng, đồng nội tệ được định giá thấp sẽ giúp cải thiện sức mạnh cạnh tranh thương mại quốc tế của quốc gia.

Tỷ giá thực song phương ở trạng thái động được quan tâm trong giai đoạn hiện nay. Trên thế giới không có quốc gia nào công bố giá của một rổ hàng hóa tại một thời điểm, cho nên tỷ giá thực ở trạng thái tĩnh chỉ mang ý nghĩa về mặt lý thuyết. Vì vậy, người ta sử dụng tỷ giá thực ở trạng thái động để tính toán sự vận động của tỷ giá thực từ thời kỳ này sang thời kỳ khác thông qua điều chỉnh tỷ giá danh nghĩa với chênh lệch lạm phát giữa hai quốc gia. Ta có công thức 1.2 (Nguyễn Văn Tiến, 2012) về tỷ giá được xác định như sau:

$$e_{rt} = e_t \cdot \frac{CPI_t^*}{CPI_t} \quad (1.2)$$

Trong đó:

e_t là chỉ số tỷ giá danh nghĩa tại thời điểm t so với thời điểm 0, $e_t = \frac{E_t}{E_0}$ với E_t, E_0 là tỷ giá danh nghĩa thời điểm t và thời điểm 0.

e_{rt} là chỉ số tỷ giá thực tại thời điểm t so với thời điểm 0, $e_{rt} = E_{rt}/E_{r0}$ với E_{rt}, E_{r0} là tỷ giá thực (dạng tĩnh) tại thời điểm t và thời điểm 0.

CPI_t^* là chỉ số giá tiêu dùng ở nước ngoài tại thời điểm t so với thời điểm 0.

CPI_t là chỉ số giá tiêu dùng ở trong nước tại thời điểm t so với thời điểm 0.

2.1.2.2 Tỷ giá thực đa phương (REER – Real Effective Exchange Rate)

Tỷ giá thực song phương chỉ cho chúng ta biết được sự lên giá hay xuống giá của một đồng nội tệ so với một đồng ngoại tệ. Tuy nhiên, trong quan hệ thương mại đa phương, một nước có quan hệ thương mại với nhiều nước khác. Vấn đề đặt ra là tại một thời điểm làm sao biết đồng tiền của một quốc gia đang

được định giá trị thực cao hơn hay thấp hơn so với các đồng tiền khác trong rổ tiền tệ, hay năng lực cạnh tranh của quốc gia đó đang được cải thiện hay bị xói mòn so với các nước khác có quan hệ thương mại. Để giải quyết vấn đề này người ta dùng tỷ giá thực đa phương.

Tỷ giá thực đa phương là một chỉ số phản ánh mức độ cạnh tranh về giá cả, là cơ sở để đánh giá đồng nội tệ đang được định giá thực cao hay thấp so với các đồng tiền khác trong rổ tiền tệ được lựa chọn để tính REER. Chỉ số này rất thích hợp cho việc đạt được mục tiêu kinh tế trong từng giai đoạn dưới cơ chế tỷ giá hỗn hợp, vì vậy nó là được quan tâm trong quá trình thực thi chính sách kinh tế, trong so sánh mức độ cạnh tranh về giá của một nước so với các đối tác thương mại.

REER có thể được tính theo phương pháp trung bình đại số (AM) hoặc trung bình hình học (GM). REER theo AM được xác định như công thức 1.3

$$REER_t = \sum_{i=1}^k REER_{it} \times w_{it} \quad (1.3)$$

Đối với phương pháp GM, REER được xác định theo công thức 1.4

$$REER_t = \prod_{i=1}^k REER_{it}^{w_{it}} \quad (1.4)$$

Trong đó $REER_i$ là tỷ giá hối đoái thực của đồng nội tệ so với ngoại tệ và được tính theo, w_i đại diện cho phần trọng số gán với đồng tiền i , t là khoảng thời gian trong quá trình tính toán.

Tương tự như tỷ giá hối đoái thực song phương, nếu xét REER trạng thái ổn định, khi $REER > 1$, đồng nội tệ được định giá trị thực thấp, quốc gia có vị thế cạnh tranh thương mại về giá cao hơn các nước bạn hàng. Trong trường hợp $REER = 1$, đồng nội tệ được định giá ngang giá trị thực, quốc gia có vị thế cạnh tranh thương mại về giá bằng các nước bạn hàng. Còn nếu $REER < 1$, đồng nội tệ được định giá trị thực cao, quốc gia có vị thế cạnh tranh thương mại về giá thấp hơn các nước bạn hàng.

Xét REER trạng thái động tức là xem xét REER tăng lên hay giảm xuống thời kỳ này so với thời kỳ trước. Nếu REER tăng, sức mạnh cạnh tranh quốc gia được cải thiện. Nếu REER giảm, sức mạnh cạnh tranh quốc gia bị xói mòn và nếu REER không đổi, sức mạnh cạnh tranh quốc gia được giữ nguyên.

2.2 Tỷ giá hối đoái cân bằng

2.2.1 Khái niệm tỷ giá hối đoái cân bằng

Tỷ giá hối đoái cân bằng là một trong những khái niệm cơ bản trong kinh tế vĩ mô. Tỷ giá hối đoái cân bằng được xác định là giao điểm của đường cung và đường cầu tiền tệ trong trường hợp không có sự can thiệp của NHTW. Tỷ giá cân bằng trong trường hợp này được gọi là tỷ giá cân bằng song phương – tỷ giá cân bằng giữa đồng nội tệ với một đồng ngoại tệ khác. Trong khi đó, hiện nay mỗi nước đều có quan hệ thương mại với rất nhiều nước khác nhau nên hầu hết các nghiên cứu về tỷ giá thường đề cập đến tỷ giá cân bằng đa phương. Dựa trên phân tích của Clark và MacDonald (1999), tỷ giá cân bằng có thể được mô tả thông qua phương trình dưới đây:

$$e_t = \beta Z_t + \theta T_t + \varepsilon_t \quad (1.5)$$

Trong đó:

- e_t : tỷ giá trong thời gian t
- Z_t : là một vectơ của các biến số kinh tế cơ bản được dự kiến sẽ ảnh hưởng đến tỷ giá trong trung và dài hạn
- T_t : là một vectơ các yếu tố tạm thời (bao gồm cả hiện tại và độ trễ của các biến số kinh tế cơ bản trong Z) có ảnh hưởng đến tỷ giá trong ngắn hạn.
- ε_t : nhiễu ngẫu nhiên
- β và θ : vectơ các hệ số

Về lý thuyết, tỷ giá cân bằng được chia thành ba loại là tỷ giá cân bằng ngắn hạn, tỷ giá cân bằng trung hạn và tỷ giá cân bằng dài hạn (Driver và Westaway, 2005).

Tỷ giá cân bằng ngắn hạn (short-term equilibrium exchange rate) là tỷ giá được xác định theo giá trị hiện tại của các yếu tố kinh tế cơ bản sau khi đã loại bỏ ảnh hưởng của các yếu tố ngẫu nhiên (ví dụ như bong bóng trên thị trường tài sản). Nếu toàn bộ nền kinh tế bị mất cân bằng, thì trong ngắn hạn tỷ giá sẽ phải thay đổi để giúp cho thị trường được cân bằng trở lại. Chính vì vậy, tỷ giá cân bằng trong ngắn hạn được xác định dựa trên giá trị thực tại thời điểm hiện tại chứ không dựa trên giá trị cân bằng của các biến số kinh tế này.

Tỷ giá cân bằng trung hạn (medium-term equilibrium exchange rate) là tỷ giá được xác định khi nền kinh tế đạt được cả cân bằng bên trong (internal balance) và cân bằng bên ngoài (external balance). Theo kinh tế học vĩ mô, một nền kinh tế đạt được cân bằng bên trong có nghĩa là nền kinh tế đó đảm bảo được công ăn việc làm đầy đủ và giá cả ổn định. Trong khi đó cân bằng bên ngoài đề cập đến trạng thái của cán cân vãng lai, cụ thể hơn đó là cán cân thương mại. Theo đó, nền kinh tế đạt được cân bằng bên ngoài khi trạng thái của cán cân thương mại không quá thâm hụt và cũng không quá thặng dư (chứ không nhất thiết phải bằng 0), và trạng thái đó phải phù hợp với mức tăng trưởng GDP, mức tiêu dùng và công ăn việc làm tại thời điểm hiện tại cũng như trong trung hạn. Như vậy, trong trung hạn, tỷ giá cân bằng được xác định dựa trên giá trị trung hạn của các biến số kinh tế cơ bản (Phạm Thị Hoàng Anh, 2010).

Tỷ giá cân bằng trong dài hạn (long-term equilibrium exchange rate) là tỷ giá được xác định khi tất cả các chủ thể trong nền kinh tế đạt được cân bằng trong lưu chuyển vốn và hàng hóa, tuy nhiên phải mất nhiều năm thậm chí là nhiều thập kỉ mới có thể đạt được mức cân bằng này. Tỷ giá cân bằng trong dài hạn sẽ được xác định dựa trên giá trị trong dài hạn của các yếu tố kinh tế cơ bản,

sau khi đã loại bỏ các ảnh hưởng mang tính chu kì và các bong bóng trên thị trường.

2.2.2 Cách tiếp cận cơ bản về điều kiện cân bằng của tỷ giá

2.2.2.1 *Ngang giá sức mua (Purchasing Power Parity – PPP)*

Phương pháp ngang giá sức mua đã được sử dụng rộng rãi để đo lường tỷ giá cân bằng, đặc biệt là trong dài hạn. Hay nói cách khác, PPP cũng là một phương pháp để xác định tỷ giá cân bằng. Ngoài ra, PPP cũng là nền tảng để phát triển một điều kiện khác của tỷ giá đó chính là cân đối tiền tệ. Giả thuyết PPP truyền thống phát triển từ “Luật một giá” (LOOP) như sau: với hai quốc gia có cùng một hàng hoá, trong đó giả định rằng hàng hóa này đồng nhất giữa hai nước và không có rào cản thương mại như chi phí vận chuyển, thuế quan,...thì PPP có thể được hiểu như công thức 1.6 (Nguyễn Văn Tiến (2012).

$$S(i / j) = \frac{P_i}{P_j} \quad (1.6)$$

Trong đó thì $S(i/j)$: tỷ giá trao ngay với j là đồng tiền yết giá, i là đồng định giá. P_i là giá của rổ hàng hóa, dịch vụ chuẩn tại nước phát hành đồng tiền i . P_j là giá của rổ hàng hóa, dịch vụ chuẩn tại nước phát hành đồng tiền j .

Trên thực tế, khi nói đến ngang giá sức mua giữa hai đồng tiền, người ta không tiến hành so sánh sức mua liên quan đến từng hàng hóa riêng biệt mà thay vào đó là so sánh sức mua của một rổ hàng hóa tiêu chuẩn giống nhau ở trong nước và nước ngoài.

Tóm lại ngang giá sức mua (PPP) là tỷ lệ trao đổi giữa hai đồng tiền, theo tỷ lệ này thì số lượng hàng hóa mua được là như nhau ở trong nước và ở nước ngoài khi chuyển đổi một đơn vị nội tệ ra ngoại tệ và ngược lại (Nguyễn Văn Tiến, 2012).

2.2.2.2 Ngang giá lãi suất (Interest Rate Parity - IRP)

Theo Nguyễn Văn Tiến (2012) để hình thành ngang giá lãi suất thì có năm giả thiết được đưa ra: không tồn tại chi phí giao dịch, không tồn tại hàng rào chu chuyển (thuế, quota...), kinh doanh tiền tệ quốc tế không chịu rủi ro quốc gia, các chứng khoán có chất lượng như nhau và thị trường tiền tệ cạnh tranh hoàn hảo.

Theo đó, IRP biểu thị mối quan hệ giữa giá cả thị trường vốn và giá cả thị trường hối đoái. Quy luật IRP được nghiên cứu thông qua hai cơ chế: cơ chế kinh doanh chênh lệch giá có bảo hiểm rủi ro (CIP) và không có bảo hiểm (UIP). Theo cơ chế kinh doanh chênh lệch giá có bảo hiểm rủi ro, chênh lệch lãi suất giữa hai đồng tiền là chênh lệch giữa tỷ giá kỳ hạn và tỷ giá giao ngay. Còn theo cơ chế kinh doanh chênh lệch giá không có bảo hiểm thì rủi ro hối đoái không được bảo hiểm thông qua thị trường hối đoái có kỳ hạn nên chênh lệch lãi suất giữa hai đồng tiền phải phản ánh tỷ lệ biến động của tỷ giá giao ngay kỳ vọng.

2.2.2.3 Cán cân thanh toán cân bằng

Tiêu chuẩn cân bằng của cán cân thanh toán theo chế độ tỷ giá hối đoái linh hoạt trong trường hợp không có sự can thiệp của thị trường ngoại hối có thể được mô tả theo công thức (1.7)

$$ca_t = -ka_t \quad (1.7)$$

Trong đó ca_t và ka_t tương ứng là cán cân vãng lai và cán cân vốn (Song, 2013).

Cán cân vãng lai được chia thành bốn cán cân bộ phận là: cán cân thương mại, cán cân dịch vụ, cán cân thu nhập và cán cân chuyển giao vãng lai một chiều. Còn cán cân vốn phản ánh toàn bộ các chỉ tiêu giao dịch kinh tế giữa người cư trú với người không cư trú về chu chuyển vốn trong lĩnh vực đầu tư trực tiếp, đầu tư vào giấy tờ có giá, vay và trả nợ nước ngoài, cho vay và thu hồi

nợ nước ngoài, chuyển giao vốn một chiều, các hình thức khác làm tăng hoặc giảm tài sản có hoặc tài sản nợ.

2.2.2.4 Cân bằng đối nội và đối ngoại (cân đối kinh tế vĩ mô)

Cân đối kinh tế vĩ mô bao gồm cân bằng đối nội và cân bằng đối ngoại. Theo đó, cân bằng đối nội là trạng thái mà ở đó các nguồn lực của một quốc gia được sử dụng đầy đủ, thể hiện ở sự toàn dụng nhân công và mức giá cả ổn định. Cân bằng đối ngoại chủ yếu là tình trạng cân bằng cán cân thanh toán quốc tế của nền kinh tế mở.

Theo Swan (1963), cân đối kinh tế vĩ mô đạt được tại mức sản lượng mà tại đó tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên hay tỷ lệ thất nghiệp không làm tăng tốc lạm phát (non-accelerating rate of unemployment – NAIRU) có thể đạt được và trạng thái cán cân vãng lai ở mức bền vững.

2.3 Phương pháp xác định tỷ giá cân bằng trong dài hạn

2.3.1 Ngang giá sức mua (PPP)

Ngang giá sức mua là một phương pháp đơn giản để xác định tỷ giá thực cân bằng trong dài hạn. Tuy nhiên, ngang giá sức mua trong thực tế khó được duy trì vì nhiều lý do. PPP giả định rằng hàng hóa giống hệt nhau ở mọi quốc gia. Điều này có thể đúng đối với hàng hóa được sản xuất bởi các công ty đa quốc gia nhưng lại không đúng đối với các sản phẩm nội địa hay các sản phẩm nông nghiệp, sản phẩm đặc thù. Vì vậy, về cơ bản, hàng hóa giữa các quốc gia không thể thay thế hoàn hảo cho nhau.

Song song với đó, tỷ trọng hàng hóa được sử dụng ở mỗi quốc gia là khác nhau dẫn đến tỷ lệ mỗi hàng hóa trong rổ hàng hóa để tính PPP của các nước không đồng nhất. Điều này dẫn đến việc tính toán tỷ giá hối đoái theo ngang giá sức mua gặp trở ngại lớn. Sau đó, PPP giả định rằng chi phí giao dịch qua các quốc gia là bằng 0. Điều này trái ngược với thực tế diễn ra bởi vì chi phí vận

chuyển và các rào cản thương mại như thuế quan, hạn ngạch. Cuối cùng, PPP ngầm giả định rằng tất cả hàng hóa đều là hàng hóa thương mại – có thể giao dịch ở mọi quốc gia. Tuy nhiên, trên thực tế, hàng hóa phi thương mại chiếm tỷ trọng không nhỏ trong tổng hàng hóa của một quốc gia. Tóm lại, những hạn chế của PPP nêu trên cho thấy PPP không phải là một phương pháp tối ưu để xác định tỷ giá cân bằng.

2.3.2 Phương pháp FEERs (Fundamental Equilibrium Exchange Rates)

Williamson (1994) đã phát triển các khái niệm cơ bản của tỷ giá cân bằng nền tảng dựa trên các phân tích cân bằng kinh tế vĩ mô của Swan (1963). FEERs được định nghĩa là một tỷ giá thực đa phương đồng thời đảm bảo cả cân bằng đối nội và cân bằng đối ngoại trong trung hạn. Đối với FEERs, cân bằng đối nội được xác định tại mức sản lượng phù hợp mà tại đó tỷ lệ thất nghiệp không làm tăng tốc lạm phát và cân bằng đối ngoại được xác định khi luồng tiền ròng được ổn định.

Williamson (1994) cũng đã xác định FEERs gồm hai bước chủ yếu. Thứ nhất, FEERs xác định cân bằng đối ngoại bằng cách cân bằng cán cân vãng lai và cán cân vốn; cân bằng đối nội được xác định tại mức sản lượng phù hợp với cả hai yếu tố đó là tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát thấp. Thứ hai, FEERs xây dựng nên một phương trình để tính toán tỷ giá cân bằng. Phương pháp phổ biến nhất để xây dựng một mô hình thực nghiệm FEER là tập trung vào ước tính phương trình cán cân vãng lai và đặt nó bằng với cán cân vốn ổn định (Wren và Lewis, 1992). Quy trình áp dụng phương pháp tiếp cận FEERs gồm năm bước (Égert, Halpern và MacDonald, 2006). Đầu tiên, xác định mục tiêu của cán cân vãng lai. Thứ hai, ước tính độ co giãn của cán cân thương mại liên quan đến đầu ra trong nước và nước ngoài với REER (cán cân thương mại theo hàm $f(Y, Y^*, REER)$). Thứ ba, tính toán sự thay đổi của REER khi đạt được cán cân thương mại mục tiêu. Thứ tư, sự thay đổi của REER sẽ làm cho cán cân vãng lai điều chỉnh từ đó đạt được

mục tiêu cân bằng đối nội. Cuối cùng, nếu cần thiết có thể tính toán tỷ giá cân bằng danh nghĩa song phương từ REER cân bằng.

Đầu tiên, mô hình thực nghiệm FEERs xem xét các yếu tố thuộc cân bằng kinh tế vĩ mô. Có rất nhiều yếu tố thuộc cân bằng kinh tế vĩ mô như tăng trưởng kinh tế, lãi suất thực, chính sách tài khóa hoặc các yếu tố quyết định đến tiết kiệm và đầu tư. Tất cả những yếu tố này đóng vai trò quan trọng trong cán cân vãng lai và sự ổn định của nợ nước ngoài. Trong thực tế, đối với nền kinh tế mở, định nghĩa về tỷ giá hối đoái cân bằng sẽ liên quan mật thiết sự cân bằng đối nội và đối ngoại. FEERs được xây dựng dựa trên khái niệm về cân bằng kinh tế vĩ mô, điều này phù hợp với thực tế. Thứ hai, về hàm ý “tỷ giá cân bằng” trong cách tiếp cận FEER, Wren-Lewis (1992) cho rằng FEERs là “phương pháp tính một tỷ giá thực đa phương, phù hợp với cân bằng kinh tế vĩ mô trong trung hạn”. Điều này có nghĩa là bản thân FEERs không phải là một lý thuyết về xác định tỷ giá hối đoái. Không giống như các cách tiếp cận khác, FEERs không có các lý thuyết để xây dựng tỷ giá hối đoái thực một cách trực tiếp mà tỷ giá cân bằng được xác định bởi một phương trình có chứa các thành phần có khung thời gian khác nhau.

Ngoài ra, các tính toán mức độ sai lệch của một loại tiền tệ ngụ ý rằng trong trung và dài hạn, tỷ giá thực tế sẽ hội tụ về FEERs. Thay vì tính toán tỷ giá cân bằng trực tiếp như các mô hình khác, FEERs tính toán mức thay đổi tỷ giá hối đoái thực tế từ các phương trình. Sau đó, tỷ giá hối đoái cân bằng được xác định dựa trên mức thay đổi trong tỷ giá thực đa phương (được hiểu là sai lệch lý thuyết).

Cuối cùng, cách tiếp cận phương pháp FEERs để tính tỷ giá cân bằng mang tính chủ quan khá rõ. Cụ thể, trước khi xây dựng mô hình FEERs, các nhà nghiên cứu phải xem xét và đưa ra các yếu tố quyết định mức tăng trưởng sản lượng tiềm năng, gắn liền với tỷ lệ lạm phát thấp. Sau đó, xác định vị thế mục tiêu của cán cân vãng lai cần thiết để duy trì sự phát triển bền vững của

nền kinh tế. Trong khi đó, sự phát triển bền vững của nền kinh tế có thể được giải thích theo nhiều cách, chẳng hạn như tỷ lệ nợ nước ngoài/GDP hoặc tỷ lệ tiết kiệm/đầu tư (Égert, Halpern và MacDonald, 2006). Cách tiếp cận FEERs tương chừng hấp dẫn vì gói gọn các ý tưởng cơ bản về cân đối kinh tế vĩ mô, có vẻ vững chắc hơn so với PPP và các hình thức mở rộng của nó, tuy nhiên nó cũng có những hạn chế nhất định. Với những hướng tìm hiểu khác nhau, một số nhà nghiên cứu đã đưa ra một số hạn chế trong các vấn đề liên quan đến hàm ý lý thuyết khi áp dụng FEERs trong phân tích thực nghiệm. Những vấn đề này có thể được trình bày như sau: Đầu tiên là khó khăn trong việc giải thích đúng trạng thái cân bằng trong trung hạn. Quá trình tiếp cận theo FEERs không đòi hỏi tính toán một mô hình động đầy đủ. Hệ quả trực tiếp là FEERs chịu hiệu ứng trễ vì cán cân vãng lai trung hạn sẽ bị ảnh hưởng bởi những cú sốc tạm thời (Driver và Westaway, 2005).

Thứ hai là sự thiếu chính xác trong việc ước tính tỷ giá cân bằng. Cách tiếp cận FEERs phụ thuộc đáng kể vào độ co giãn thương mại và điều này có thể dẫn đến một ước lượng không chính xác (Siregar và Rajan, 2006). Nếu FEERs chỉ nắm bắt được những thay đổi trong cán cân thương mại ròng và giả định rằng những tác động về tài sản ngoại tệ ròng/nợ nước ngoài ròng chỉ được xác định ngoại sinh thì giá trị của tỷ giá hối đoái thực có thể được đánh giá quá cao. Điều này cho thấy giả định trên là có vấn đề vì tồn tại bằng chứng cho thấy một mối tương quan giữa tỷ giá hối đoái thực và tài sản ngoại tệ ròng. Cuối cùng là có khả năng thiếu một số biến quan trọng tác động đến tỷ giá thực. Nếu các vị trí cân bằng nội và cân bằng ngoại vẫn không bị xáo trộn, các sai lệch tính toán từ FEERs không đổi thì FEERs được tính toán từ các sai lệch vẫn giữ nguyên. Tuy nhiên, nếu có sự thay đổi các yếu tố khác có thể ảnh hưởng đến tỷ giá trong trung hạn và những yếu tố này không trong khuôn khổ FEERs, tỷ giá cân bằng tính từ cách tiếp cận FEERs có khả năng thất bại trong việc giải thích sự thay đổi của tỷ giá thực kết hợp với sự thay đổi của các yếu tố (Clark và MacDonald, 1999).

2.3.3 Phương pháp NATREX (Natural Rate of Exchange)

Stein (1993) đã phát triển phương pháp tỷ giá tự nhiên - NATREX cũng dựa trên sự cân bằng đối nội và đối ngoại của nền kinh tế. Trái ngược với FEERs, cách tiếp cận NATREX chia tỷ giá thực cân bằng thành hai góc nhìn: trung và dài hạn. Trong khi tỷ giá thực theo trung hạn khá giống với FEERs thì tỷ giá thực theo dài hạn có sự khác biệt liên quan đến xác định cân bằng đối nội - NATREX sử dụng tỷ lệ năng suất sử dụng còn FEERs sử dụng tỷ lệ thất nghiệp không làm tăng tốc lạm phát (NAIRU).

NATREX được xác định là chiếm ưu thế nếu các yếu tố về đầu cơ và mang tính chu kỳ được loại bỏ và tỷ lệ thất nghiệp đạt ở mức tự nhiên. Stein (2001) cũng đã đưa ra các tiêu chí để xác định mức độ ổn định của tỷ giá cân bằng, bao gồm: (i) Tỷ giá cân bằng phù hợp với cân bằng đối nội. Đây là vị trí mà tại đó tỷ lệ năng suất sử dụng có xu hướng ổn định ở mức trung bình; (ii) Tỷ giá cân bằng phù hợp với cân bằng đối ngoại. Đây là vị trí mà nhà đầu tư bàng quan giữa nắm giữ tài sản nước ngoài và trong nước với một tỷ giá hối đoái cho trước; (iii) Điều kiện cho cân bằng đối ngoại trong thời gian dài là tỷ số của nợ nước ngoài so với GDP ổn định ở một mức độ chấp nhận được.

Theo Driver và Westaway (2005) thì các bằng chứng thực nghiệm cho thấy phương pháp NATREX giải thích sự biến động của tỷ giá thực trong dài hạn tốt hơn so với học thuyết PPP.

2.3.4 Phương pháp BEERs (Behavioral Equilibrium Exchange Rate)

BEERs được thiết kế để mô tả hành vi của tỷ giá thực liên quan đến sự thay đổi của các yếu tố cơ bản trong nền kinh tế. Phương pháp tiếp cận BEERs lần đầu tiên được giới thiệu bởi Clark và MacDonald (1999).

Trong khi giả định của phương pháp tiếp cận FEERs và NATREX là sự cân đối kinh tế vĩ mô thì trong phương pháp tiếp cận BEERs lại không xuất hiện giả định này. Điểm bắt đầu của phương pháp tiếp cận BEERs là có các yếu tố

thực sự quyết định tỷ giá hối đoái thực tế, các yếu tố này có thể thu được bằng cách quan sát và được giải thích hợp lý bằng các phương pháp thống kê. Theo BEERs, hành vi của tỷ giá hối đoái danh nghĩa và tỷ giá hối đoái thực tế có thể được giải thích thông qua một vài biến số kinh tế cơ bản dưới dạng một phương trình kinh tế.

Mô hình BEERs sử dụng một tập hợp các biến số kinh tế vĩ mô cơ bản để tính toán tỷ giá cân bằng thực hay tỷ giá danh nghĩa; sử dụng một phương trình duy nhất, một đơn vị gốc và phương pháp phân tích đồng liên kết. Nó bao gồm ba giai đoạn. Đầu tiên, chọn một hình thức của tỷ giá hối đoái (tỷ giá thực hay tỷ giá danh nghĩa) và một bộ các biến số kinh tế cơ bản dựa trên các lý thuyết kinh tế có liên quan hoặc nghiên cứu thực nghiệm. Thứ hai, chọn một đơn vị gốc và thực hiện kiểm định nghiệm đơn vị cho các biến. Cuối cùng, nếu có một mối quan hệ đồng liên kết giữa tỷ giá cân bằng và các biến số trong mô hình tồn tại thì có thể tính toán được tỷ giá cân bằng từ phương trình đồng liên kết. Các phân tích đồng liên kết là một phần thiết yếu của mô hình BEERs như định nghĩa ở trên, vì tỷ giá cân bằng được xác định từ phương trình đồng liên kết giữa tỷ giá hối đoái và các biến số trong mô hình. Nếu không sử dụng phương pháp phân tích đồng liên kết hoặc nếu giữa tỷ giá hối đoái và các biến số trong mô hình không có mối quan hệ đồng liên kết thì mô hình BEERs không thể được áp dụng.

2.3.5 Phương pháp EREER (Equilibrium Real Effective Exchange Rate)

Edwards (1989) khởi đầu cho việc xây dựng mô hình về EREER được thiết kế cho các nước đang phát triển, các nghiên cứu thực nghiệm sau đó cho các nước phát triển đều có ý nghĩa thống kê, ý nghĩa kinh tế. EREER được sử dụng trong rất nhiều nghiên cứu và được đánh giá là thích hợp để mô tả các đặc điểm của quá trình chuyển đổi và phù hợp để đo tỷ giá cân bằng của một nước đang phát triển.

Trong mô hình này các tác giả như Montiel (1999) chỉ ra những biến số cơ bản thực ảnh hưởng đến EREER trong dài hạn và sử dụng kỹ thuật ước lượng

đồng liên kết được phát triển bởi Johansen (1988) và Johansen – Juselius (1990) để xác định sự tồn tại của các mối quan hệ liên kết giữa các biến số nền tảng và tỷ giá hối đoái thực đa phương.

Theo Hạ Thị Thiều Dao và Phạm Thị Tuyết Trinh (2012) thì các mô hình EREER đã được đánh giá là thích hợp để mô tả các đặc điểm của quá trình chuyển đổi và phù hợp để đo tỷ giá cân bằng của một nước đang phát triển. Từ đó, luận văn xem xét các nhân tố cơ bản tác động đến tỷ giá hối đoái thực phù hợp với nội dung nghiên cứu.

Montiel (1999) cho rằng tất cả các biến số kinh tế cơ bản trong dài hạn tác động đến tỷ giá thực đều có thể tổng hợp thông qua một phương trình phân tích duy nhất. Tác giả này cho rằng các yếu tố cơ bản này có thể được phân loại thành bốn nhóm: Nhóm yếu tố phía cung trong nước như tổng sản phẩm trong nước, tiền lương hoặc thu nhập trung bình và năng suất lao động. Nhóm yếu tố chính sách tài chính như chi tiêu của chính phủ, mức độ kiểm soát vốn hoặc nợ nước ngoài. Nhóm phản ánh những thay đổi trong môi trường quốc tế, chẳng hạn như điều kiện thương mại và trình độ phát triển kinh tế thế giới. Nhóm phản ánh sự thay đổi trong chính sách thương mại như độ mở của nền kinh tế.

Cụ thể các biến số, theo Edwards (1988), Elbadawi (1994) và Montiel (1999) thì các yếu tố cơ bản có thể là: Điều kiện thương mại (TOT), Chi tiêu Chính phủ (GOV), Mức độ kiểm soát vốn (NFA), Chính sách thương mại (OPEN), Trình độ công nghệ (PROD), Cung tiền tệ (M2), Tỷ lệ đầu tư (INV). Tuy nhiên để phù hợp với số liệu tại Việt Nam, các nghiên cứu chủ yếu sử dụng TOT, GOV, PROD, OPEN, DC, NFA (Hạ Thị Thiều Dao và Phạm Thị Tuyết Trinh, 2012) và luận văn tiếp cận dựa trên cơ sở này.

2.4 Nhân tố ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái thực

2.4.1 Điều kiện thương mại

Điều kiện thương mại của một quốc gia có thể được đại diện thông qua tỷ số của chỉ số giá xuất khẩu và chỉ số giá nhập khẩu. Trong đó chỉ số giá xuất khẩu hoặc nhập khẩu hàng hóa là chỉ tiêu tương đối phản ánh xu hướng và mức độ biến động của giá xuất khẩu hoặc nhập khẩu hàng hóa theo thời gian. Biến số TOT là chỉ tiêu kinh tế biểu thị mối quan hệ tỷ lệ giữa giá hàng xuất khẩu trung bình với giá hàng nhập khẩu trung bình của quốc gia, được đại diện cho tác động của môi trường kinh tế thế giới đến hoạt động thương mại quốc tế của một nước. Sự cải thiện về giá tương đối xuất nhập khẩu (TOT) có nghĩa là giá xuất khẩu tăng lên tương đối so với giá nhập khẩu.

Theo Edwards (1989) và Edwards và Van Wijnbergen (1987), TOT ảnh hưởng đến REER thông qua hiệu ứng thu nhập và thay thế. Hiệu ứng thu nhập thể hiện rằng khi TOT và thu nhập tăng làm tăng cầu trong nước. Vì giá hàng ngoại thương chịu tác động của giá thế giới (không phụ thuộc vào cung cầu của một quốc gia) nên giá hàng phi ngoại thương sẽ tăng tương ứng theo mức tăng của thu nhập. Trong khi đó, theo (Edwards, 1989) thì RER xác định dựa trên tỷ số giá hàng hóa thương mại và giá hàng hóa phi thương mại nên khi giá hàng hóa phi thương mại tăng sẽ làm RER giảm, từ đó dẫn đến REER giảm.

Hiệu ứng thay thế thể hiện rằng TOT tăng dẫn đến xuất khẩu giảm đi và sản xuất trong nước sẽ chuyển bớt sang hàng phi ngoại thương, làm giá các mặt hàng này giảm xuống tương ứng, dẫn đến RER tăng và theo đó REER cũng tăng. Vì hiệu ứng thu nhập và thay thế ngược chiều nên xu hướng tác động của TOT lên REER không rõ ràng. Tuy nhiên Jongwanich (2009) đã chỉ ra, rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã cho thấy ở các nước đang phát triển, sự cải thiện về TOT có xu hướng làm giảm REER vì hiệu ứng thu nhập thường mạnh hơn hiệu ứng thay thế ở các nước này. Hạ Thị Thiều Dao và Phạm Thị Tuyết Trinh (2012) cho rằng tác động của hiệu ứng thay thế thường nhỏ do hàng hóa nhập khẩu và

hàng hóa xuất khẩu ở các quốc gia này rất khác nhau, người tiêu dùng không dễ dàng thay thế một loại hàng hóa này bằng một loại hàng hóa khác trong giỏ tiêu dùng của họ trong trường hợp có sự thay đổi về giá.

2.4.2 Độ mở nền kinh tế (Trade openness)

Độ mở của nền kinh tế được sử dụng như là đại diện cho việc đo lường chính sách thương mại của một quốc gia. Độ mở nền kinh tế thường được đo lường bằng tỷ số giữa xuất khẩu so với GDP, nhập khẩu so với GDP hoặc được xác định là tỷ số của tổng giá trị thương mại quốc tế và GDP.

Việc tăng độ mở cửa của nền kinh tế thông qua cắt giảm các rào cản thương mại có khả năng sẽ làm cán cân thương mại xấu đi và cho phép việc nhập khẩu tràn lan. Từ đó dẫn đến cầu hàng hóa trong nước giảm, giá hàng hóa phi ngoại thương giảm dẫn đến REER tăng. Tuy nhiên, một số nhà nghiên cứu gần đây như Connolly và Deveraux (1995) thì lại cho rằng nếu OPEN tăng do giảm thuế xuất khẩu thì REER giảm. Miyajima (2007) cũng cho rằng nếu độ mở nền kinh tế tăng do tăng hoạt động ngoại thương và ít phụ thuộc vào cơ chế bảo hộ thì tỷ giá thực sẽ giảm hay REER giảm. Như vậy, tác động của độ mở nền kinh tế có thể cùng chiều hoặc ngược chiều với REER.

2.4.3 Chi tiêu chính phủ (Government expenditure)

Chi tiêu chính phủ đại diện cho chính sách tài khóa của một quốc gia, thường được xác định bằng tỷ lệ tổng chi tiêu chính phủ so với GDP. Theo đó, về mặt lý thuyết, cấu trúc và mức độ chi tiêu của Chính phủ có thể gây ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái thực.

Nếu Chính phủ phân lớn chi tiêu vào các hàng hóa ngoại thương thì GOV tăng dẫn đến thâm hụt thương mại do nhu cầu nhập khẩu tăng, cán cân thương mại xấu đi, REER tăng. Ngược lại, nếu chi tiêu Chính phủ chủ yếu rơi vào hàng hóa phi ngoại thương thì GOV tăng làm tăng nhu cầu nội địa, giá tương đối của hàng hóa phi ngoại thương tăng từ đó dẫn đến REER giảm. Vì vậy, rất khó có thể

dự đoán được sự tác động của GOV lên REER. Tuy nhiên, (Edwards, 1989) tìm thấy bằng chứng thực nghiệm từ 12 nước đang phát triển trên thực tế chỉ ra rằng chi tiêu Chính phủ ngày càng tăng thì REER càng giảm.

2.4.4 Năng suất (Productivity)

Thông thường, sức sản xuất của một nền kinh tế được tính từ sức sản xuất của mỗi khu vực trong nền kinh tế hay tỷ lệ GDP so với tổng lao động của mỗi khu vực. Theo Goh và Kim (2006), Du và Deng (2009), GDP thực bình quân đầu người có thể được sử dụng làm đại diện cho năng suất

Năng suất có tác động ngược chiều tới REER thông qua hiệu ứng Balassa-Samuelson. Sự gia tăng của PROD làm tăng cầu về lao động trong nước trong ngành sản xuất hàng ngoại thương. Dưới điều kiện về việc làm đầy đủ, lao động sẽ bị hút từ khu vực hàng ngoại thương sang khu vực hàng phi ngoại thương. Do đó, mức lương ở khu vực phi ngoại thương sẽ tăng làm tăng giá hàng phi ngoại thương.

2.4.5 Tín dụng nội địa (Domestic Credit)

Tác động của chính sách tiền tệ đến tỷ giá thực được đại diện bằng tín dụng nội địa (DC). Tín dụng nội địa thường có tác động ngược chiều lên REER. Điều này khá phù hợp khi NHTW thực hiện chính sách tiền tệ mở rộng thông qua mở rộng tín dụng nội địa, dẫn đến cung tiền trong nền kinh tế tăng, gây áp lực lên giá trong nước và làm tăng giá hàng hóa phi ngoại thương. Do tín dụng nội địa tăng lên liên tục, chính phủ phải sử dụng dự trữ ngoại tệ để bảo vệ tỷ giá nên càng làm cho tỷ giá biến động nhiều và REER giảm.

2.4.6 Tài sản ngoại tệ ròng (Net Foreign Assets)

Tài sản ngoại tệ ròng bao gồm giá trị tính bằng đồng bản tệ của dự trữ quốc tế chính thức ròng (bên tài sản có bao gồm vàng, ngoại tệ, vị thế dự trữ quốc gia tại IMF, SDRs và ở bên tài sản nợ bao gồm các khoản nợ ngắn hạn của

các NHTW nước ngoài (tiền gửi của các ngân hàng nước ngoài, các giao dịch hoán đổi, các khoản thấu chi, và một số khoản nợ nước ngoài trung và dài hạn, ví dụ việc sử dụng tín dụng IMF của quốc gia)). Đồng thời NFA bao gồm các tài sản có và tài sản nợ ngoại tệ khác của NHTW mà không bao gồm trong định nghĩa về dự trữ chính thức. Thay đổi trong tài sản ngoại tệ ròng chính là thay đổi trong dự trữ ngoại hối của quốc gia.

Nếu tài khoản vãng lai bị thâm hụt, và số dư trên tài khoản vốn không đủ để đáp ứng cho thâm hụt tài khoản vãng lai, làm giảm giá nội tệ, thì nhà nước phải sử dụng tới nguồn dự trữ ngoại hối để hạn chế biến động tỷ giá hối đoái. Adnan Kasman và Duygu Ayhan (2007) đã chứng minh có mối liên hệ giữa dự trữ ngoại hối và tỷ giá hối đoái trong trường hợp Thổ Nhĩ Kỳ giai đoạn 1982 – 2005. Theo Hạ Thị Thiều Dao và Phạm Thị Tuyết Trinh (2012) thì sự gia tăng của NFA thường có tác động về mặt thu nhập làm tăng cầu nội địa. Để khôi phục các cân đối bên trong và bên ngoài, giá của hàng phi thương mại so với giá hàng thương mại thường tăng lên dẫn đến REER giảm xuống.

Kết luận chương 2

Trong chương này, luận văn đã khái quát hóa tới các lý thuyết về tỷ giá hối đoái thực và các cách tiếp cận với điều kiện cân bằng của tỷ giá hối đoái thực. Đề tài cũng xác định các biến số vĩ mô cơ bản tác động đến REER là điều kiện thương mại, độ mở nền kinh tế, chi tiêu chính phủ, chênh lệch sức sản xuất, tín dụng nội địa, tài sản ngoại ròng. Từ đó tạo cơ sở để thực hiện lựa chọn phương pháp phân tích phù hợp với nghiên cứu trước và số liệu thực tế tại Việt Nam trong chương 3 tiếp theo.

CHƯƠNG 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU VÀ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU

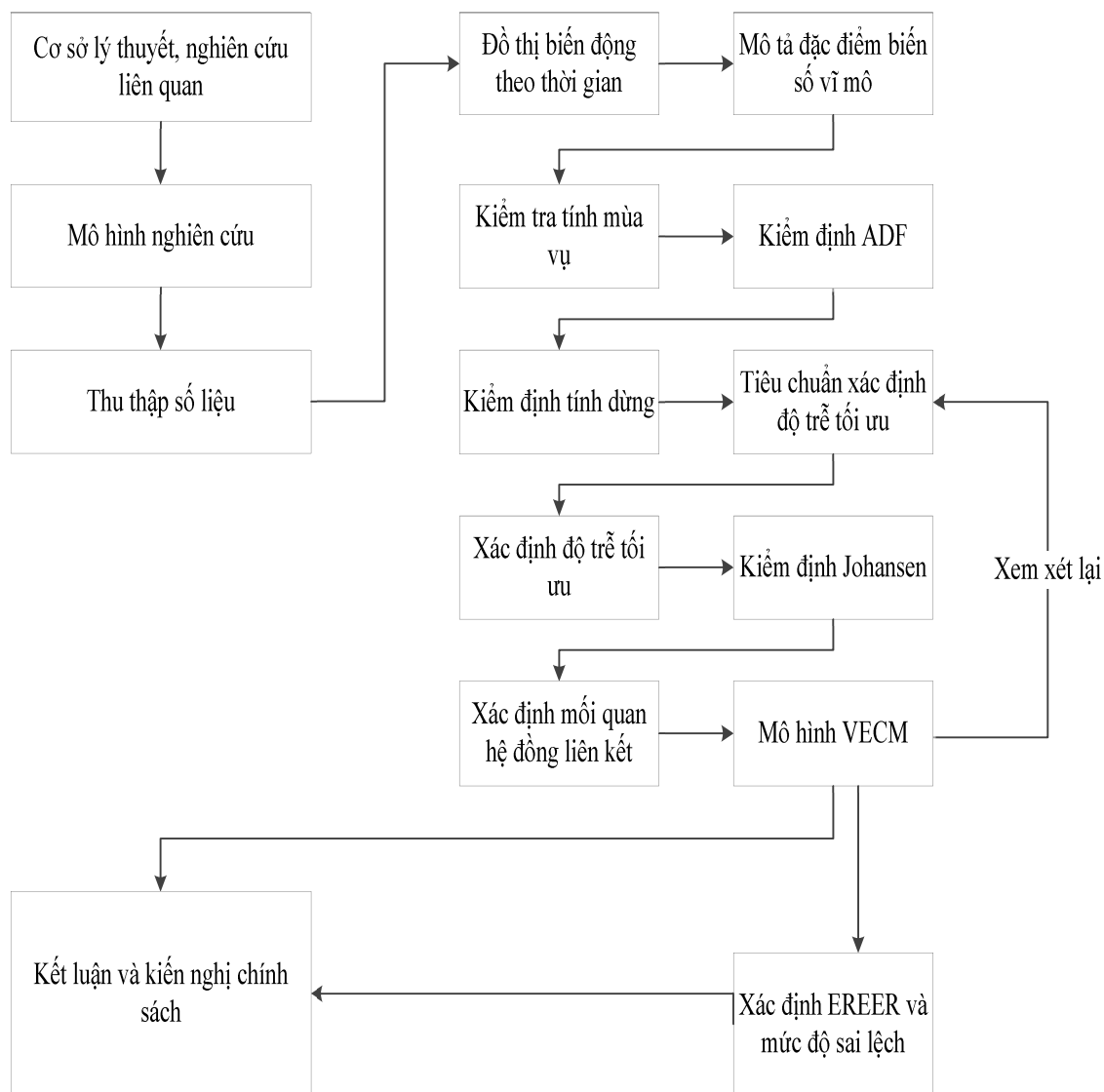
Trên cơ sở lý thuyết về tỷ giá hối đoái thực và các nhân tố vĩ mô tác động nó, chương 3 thực hiện việc xây dựng mô hình nghiên cứu để có thể giải quyết câu hỏi nghiên cứu, đưa ra kết quả trong chương tiếp theo. Cụ thể chương 3 đã đưa ra mô hình nghiên cứu, trình bày các xác định biến số trong mô hình và kỳ vọng về chiều hướng tác động của biến số đến REER. Bên cạnh đó, chương 3 trình bày về phương pháp xử lý số liệu dựa trên mô hình VAR, VECM và các kiểm định, kỹ thuật liên quan đến mô hình này được sử dụng trong việc xác định tác động của các biến số vĩ mô đến REER.

3.1 Quy trình thực hiện

Quá trình xác định nhân tố tác động đến tỷ giá hối đoái thực đa phương tại Việt Nam được trình bày trong hình 3.1. Cơ sở nghiên cứu được dựa trên các lý thuyết về tỷ giá hối đoái thực và tổng quan về các kết quả nghiên cứu trước đây. Sau đó tác giả luận văn thực hiện thu thập dữ liệu để phục vụ cho các biến số phân tích từ các nguồn số liệu sơ cấp và thứ cấp.

Luận văn thực hiện mô tả các biến số nhằm phát hiện đặc điểm và biến động trong thời gian nghiên cứu. Dựa trên các biến số đã thu thập số liệu, luận văn thực hiện kiểm tra tính mùa vụ - loại bỏ tính mùa vụ, kiểm tra tính dừng của chuỗi số liệu, kiểm tra đồng liên kết trong mô hình. Nếu mô hình không có đồng liên kết thì phương pháp VAR và các kiểm định liên quan sẽ được ưu tiên sử dụng. Tuy nhiên nếu tồn tại đồng liên kết trong mô hình thì VECM sẽ được sử dụng thay cho VAR nhằm xem xét tác động trong dài hạn tốt hơn.

Hình 3.1. Quy trình nghiên cứu đề nghị



Nguồn: Tác giả đề xuất

3.2 Mô hình nghiên cứu

Dựa vào mô hình của các nghiên cứu liên quan luận văn xác định mô hình các nhân tố tác động đến tỷ giá thực đa phương của Việt Nam theo công thức 3.1.

$$REER = f (OPEN, TOT, GOV, PROD, DC, NFA) \quad (3.1)$$

Tỷ giá thực đa phương chịu ảnh hưởng của 6 nhân tố bao gồm: độ mở nền kinh tế (OPEN), điều kiện thương mại (TOT), chi tiêu chính phủ (GOV), sức sản xuất (PROD), tín dụng nội địa (DC) và tài sản ngoại ròng (NFA).

Do một số khó khăn về sự sẵn có và độ tin cậy của số liệu, nghiên cứu tiến hành ước lượng tỷ giá REER ở Việt Nam với số liệu theo quý bắt đầu từ quý I/2000 trở lại đây. Các biến số trong mô hình được sử dụng ở dạng logarithm cơ số tự nhiên để đảm bảo biến có phân phối chuẩn cho mô hình.

Bảng 3.1. Kỳ vọng chiều hướng tác động của các biến số đến REER

Biến số	Giải thích	Tác động kỳ vọng đến REER
prod	Năng suất	-
tot	Điều kiện thương mại	+/-
gov	Chi tiêu của chính phủ	+/-
open	Độ mở của nền kinh tế	+
dc	Tín dụng nội địa	-
nfa	Tài sản ngoại tệ ròng	-

Nguồn: Tác giả tổng hợp và đề xuất

3.3 Các biến trong mô hình

3.3.1 Tỷ giá hối đoái thực đa phương

Trong nghiên cứu này, REER được xác định theo công thức 1.4, REER được sử dụng như một biến phụ thuộc, được xác định dựa trên tỷ lệ chỉ số giá trong nước của Việt Nam so với chỉ số giá của những đối tác thương mại chính.

Để đơn giản hóa, theo Chinn (2006), tác giả sẽ sử dụng chỉ số giá tiêu dùng (CPI) như là chỉ số giá. Theo đó, CPI làm cơ sở cho REER có năm cơ sở là 2010. Về phạm vi các nước được sử dụng để tính toán REER, tác giả đã lựa chọn ra 18 nước có tổng giá trị thương mại lớn nhất với Việt Nam để tính toán (tổng giá trị thương mại của 18 nước này với Việt Nam chiếm hơn 70% tổng thương mại quốc tế của Việt Nam), danh sách các nước liệt kê trong Bảng 3.2.

Bảng 3.2. Các quốc gia được sử dụng trong tính REER

STT	Quốc gia	STT	Quốc gia
1	Australia	10	Korea, Republic of
2	China, P.R.: Hong Kong	11	Malaysia
3	China, P.R.: Mainland	12	Netherlands
4	France	13	Philippines
5	Germany	14	Russian Federation
6	India	15	Singapore
7	Indonesia	16	Thailand
8	Italy	17	United Kingdom
9	Japan	18	United States

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Datastream, Vietstock

Ngoài ra, tác giả đã sử dụng logarit tự nhiên để chuỗi số liệu tuân theo quy luật phân phối chuẩn, các biến còn lại trong mô hình cũng được sử dụng logarit tự nhiên với ý nghĩa này. Tỷ trọng thương mại được tính toán từ Datastream và các chỉ số giá, tỷ giá được lấy từ IFS, số liệu cuối dùng sử dụng trong nghiên cứu được hiệu chỉnh từ kết quả do Vietstock cung cấp.

3.3.2 Năng suất

Năng suất (prod) được xác định dựa trên công thức (3.2)

$$\text{prod} = \ln \frac{\text{GDP thực}}{\text{Tổng dân số}} \quad (3.2)$$

Trong đó GDP thực có năm cơ sở là 2010. Do Thông tư 02/2012/TT-BKHĐT quy định năm 2010 làm năm gốc thay cho năm gốc 1994 để tính các chỉ tiêu thống kê theo giá so sánh nên số liệu GDP quý Việt Nam theo giá 2010 chỉ có năm 2013. Tuy nhiên, tại điều 3 Thông tư này cho phép chuyển đổi năm cơ sở 1994 về năm 2010 như sau:

$$\begin{array}{l} \text{Giá trị của chỉ tiêu} \\ \text{kỳ báo cáo theo} \\ \text{giá năm gốc 2010} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Giá trị của chỉ} \\ \text{tiêu kỳ báo cáo} \\ \text{theo giá năm} \\ \text{1994} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{Hệ số chuyển năm gốc} \\ \text{1994 sang năm gốc 2010} \\ \text{của chỉ tiêu} \end{array} \quad (3.3)$$

Nguồn số liệu tính toán với tổng dân số được lấy từ IFS, dân số năm được sử dụng làm dân số cho 4 quý của năm đó. GDP quý thực theo giá 1994 được lấy từ Vietstock và GDP năm thực theo giá 2010, giá 1994 được lấy từ IFS.

3.3.3 Điều kiện thương mại

Điều kiện thương mại được tính toán dựa trên công thức (3.4)

$$\text{tot} = \ln (\text{TOT}) = \frac{\text{Chỉ số giá xuất khẩu}}{\text{Chỉ số giá nhập khẩu}} \quad (3.4)$$

Chỉ số giá xuất khẩu và nhập khẩu là các số liệu được thống kê hằng năm. Do đó, tác giả sử dụng kỹ thuật chuyển đổi theo phép nội suy tuyến tính (linear interpolation) của Eviews để chuyển đổi từ năm sang quý. Số liệu sử dụng được thu thập từ Bộ Công Thương và GSO.

3.3.4 Chi tiêu của chính phủ

Trong nghiên cứu này, OPEN được xác định như trong công thức (3.5), cụ thể như sau:

$$\text{gov} = \ln(\text{GOV}) = \ln \left(\frac{\text{Chi theo quyết toán Quốc hội}}{\text{GDP danh nghĩa}} \right) \quad (3.5)$$

Trong đó, chi theo dự toán Quốc hội được lấy số liệu từ Bộ Tài Chính, số liệu về GDP danh nghĩa được lấy từ số liệu của Vietstock với số liệu giai đoạn 2000 – 2012 là số liệu quyết toán, năm 2013 là số liệu dự toán.

3.3.5 Độ mở của nền kinh tế

Trong nghiên cứu này, OPEN được xác định là tỷ số của tổng giá trị thương mại quốc tế và GDP danh nghĩa theo công thức 3.6.

$$\text{open} = \ln(\text{OPEN}) = \ln \left(\frac{\text{Tổng giá trị xuất nhập khẩu hàng hóa}}{\text{GDP danh nghĩa}} \right) \quad (3.6)$$

Trong đó tổng giá trị xuất nhập khẩu hàng hóa bằng kim ngạch xuất khẩu cộng với tổng kim ngạch nhập khẩu của Việt Nam. Giá trị xuất nhập khẩu được tính bằng USD. Do đó, để quy đổi sang nội tệ, tác giả sử dụng tỷ giá hối đoái danh nghĩa trung bình quý được lấy từ IFS. Thông tin về tổng giá trị xuất nhập khẩu hàng hoá được lấy từ IFS và GDP danh nghĩa được lấy từ số liệu của Vietstock.

3.3.6 Tín dụng nội địa

Giá trị tín dụng nội địa được xác định là tỷ số của dư nợ tín dụng nội địa và GDP danh nghĩa theo công thức 3.7. Số liệu dư nợ tín dụng được thu thập từ Vietstock và IFS, GDP danh nghĩa được lấy từ số liệu của Vietstock.

$$\text{dc} = \ln(\text{DC}) = \ln \left(\frac{\text{Dư nợ tín dụng nội địa}}{\text{GDP danh nghĩa}} \right) \quad (3.7)$$

3.3.7 Tài sản ngoại tệ ròng

Tài sản ngoại tệ ròng được xác định theo công thức 3.8, cụ thể là được tính theo tỷ lệ của NFA của toàn bộ hệ thống ngân hàng trên GDP danh nghĩa. Số liệu của NFA được thu thập từ IFS và Vietstock.

$$nfa = \ln(NFA) = \ln\left(\frac{\text{Tài sản ngoại tệ ròng}}{\text{GDP danh nghĩa}}\right) \quad (3.8)$$

3.4 Phương pháp nghiên cứu

3.4.1 Phương pháp đồ thị mô tả số liệu

Thống kê mô tả bằng đồ thị biến động được sử dụng trong quá trình xem xét đặc điểm của mẫu nghiên cứu. Đồng thời nó cũng được sử dụng trong việc Nhận diện yếu tố mùa vụ. Yếu tố mùa là thành phần thể hiện sự biến đổi lặp đi lặp lại tại từng thời điểm cố định theo từng năm, quý... của chuỗi thời gian. Các biến độc lập trong mô hình đều được thu thập dưới dạng chuỗi thời gian. Một trong các yếu tố ảnh hưởng đến biến động của chuỗi thời gian là tính thời vụ, nghĩa là hằng năm, vào những thời điểm nhất định (tháng, quý), biến động của các hiện tượng được lặp đi lặp lại. Để nhận dạng yếu tố mùa, luận văn sử dụng phương pháp đồ thị của chuỗi số liệu.

Yếu tố mùa tác động đến kết quả của mô hình ước lượng vì yếu tố mùa làm mờ đi xu hướng tác động giữa các biến số. Nếu sử dụng số liệu thu thập thì sẽ không làm nổi bật sự thay đổi do tình trạng của nền kinh tế. Vì vậy, việc hiệu chỉnh mùa vụ là cần thiết. Việc điều chỉnh yếu tố mùa có thể thực hiện bằng nhiều cách khác nhau tùy thuộc vào đặc điểm của chuỗi số liệu.

3.4.2 Kiểm định tính dừng của chuỗi số liệu

Theo Gujarati (2003) một chuỗi thời gian là dừng khi giá trị trung bình, phương sai, hiệp phương sai (tại các độ trễ khác nhau) giữ nguyên không đổi cho

dù chuỗi được xác định vào thời điểm nào. Có nhiều phương pháp kiểm tra tính dừng của chuỗi thời gian: kiểm định Dickey–Fuller (DF), kiểm định Phillip–Person (PP) và kiểm định Dickey và Fuller mở rộng (ADF), kiểm tra bằng giản đồ tự tương quan...

Để kiểm định tính dừng của các biến, tác giả đã sử dụng kiểm định ADF (augmented Dickey-Fuller) được đưa ra bởi Dickey và Fuller (1979) để kiểm tra tính dừng của 5 chuỗi thời gian gốc và sai phân. Trên Stata, tác giả thực hiện kiểm định tính dừng bằng kiểm định ADF với giả thuyết H_0 là chuỗi có nghiệm đơn vị (hay chuỗi không dừng).

3.4.3 Ước lượng VECM

3.4.3.1 *Xác định độ trễ và hạng ma trận Johansen*

Phương pháp tiếp cận đa biến Johansen – Juselius bắt đầu với một mô hình vectơ tự hồi quy (mô hình VAR) với n vectơ X_t và mỗi vectơ k độ trễ như trong công thức 3.9.

$$X_t = \mu + \Pi_1 X_{t-1} + \Pi_2 X_{t-2} + \dots + \Pi_k X_{t-k} + \Phi D_t + \varepsilon_t \quad (3.9)$$

Trong đó, X_t là một vectơ chứa các biến có mối quan hệ đồng liên kết ở sai phân bậc 1, Π_i là một ma trận của $n \times n$ tham số, μ là một vectơ của các hằng số, ε_t là nhiễu ngẫu nhiên và D_t là vectơ thời gian. Độ trễ k trong mô hình VAR đã được xác định trước khi ước tính bởi các kiểm định chẩn đoán; một khi mô hình với độ trễ tối ưu được xác định thông qua các kiểm định thì mô hình VAR có thể phát triển thành mô hình vectơ điều chỉnh sai số (Vector Error Correction Model – VECM).

Trước khi thực hiện việc kiểm định số quan hệ đồng tích hợp chúng ta phải xác định được độ trễ tối ưu. Việc lựa chọn độ trễ tối ưu cho mô hình sẽ được thực hiện bằng cách lựa chọn dựa trên các tiêu chuẩn cơ bản như tiêu chuẩn

thông tin Akaike (AIC), tiêu chuẩn thông tin Schwarz (SC) và tiêu chuẩn thông tin Hannan-Quinn (HQ) để lựa chọn độ trễ tối ưu cho mô hình.

Sau khi xác định được độ trễ tối ưu cho mô hình, tác giả tiến hành xác định hạng ma trận Johansen, từ đó làm cơ sở lựa chọn mô hình ước lượng là mô hình VAR hay mô hình VECM. Việc xác định độ trễ của ma trận Johansen trên Stata sẽ tạo ra một bảng bao gồm các kiểm định Johansen được sử dụng để kiểm tra hạng của ma trận đồng liên kết trong mô hình VECM. Số độ trễ tối đa trong mô hình VECM sẽ lớn hơn mô hình VAR tương ứng là 1 (bởi vì mô hình VECM có thêm độ trễ của thành phần sai phân). Số độ trễ phải lớn hơn 0 và đủ nhỏ để bậc tự do được sử dụng trong mô hình nhỏ hơn số quan sát.

Giả thuyết H_0 cho rằng số mối quan hệ đồng liên kết bằng với r được xác định trong cột “maximum rank”. Giả thuyết thay thế là có nhiều hơn r mối quan hệ đồng liên kết. Ta sẽ Bác bỏ giả thuyết H_0 nếu giá trị “trace statistic” lớn hơn giá trị tới hạn. Nếu $H_0: r = 0$ được chấp nhận, điều này sẽ dẫn đến $\Pi=0$, nghĩa là không có mối quan hệ đồng liên kết giữa các biến X . Nếu $H_0: r = 0$ bị bác bỏ, chúng ta sẽ tiến hành kiểm tra các giả thuyết H_0 với $r = 1, r = 2, \dots$ và dừng lại khi một giả thuyết H_0 nào đó được chấp nhận.

3.4.3.2 Ước lượng mô hình VECM

Mô hình vectơ tự hồi quy (VAR) và mô hình vectơ điều chỉnh sai số (VECM) là 2 mô hình thay thế nhau trong việc ước lượng các dữ liệu thời gian. Mô hình VECM là một trường hợp đặc biệt của mô hình VAR trong trường hợp các biến sai phân có mối quan hệ đồng liên kết. Mô hình VAR có thể viết lại thành mô hình VECM theo công thức 3.10.

$$\Delta X_t = \mu + \Gamma_1 \Delta X_{t-1} + \Gamma_2 \Delta X_{t-2} + \dots + \Gamma_{k-1} \Delta X_{t-k+1} + \Pi X_{t-k} + \Phi D_t + \varepsilon_t \quad (3.10)$$

Trong đó, $\Gamma_1 = -I + \Pi_1 + \Pi_2 + \dots + \Pi_i$; $\Pi = -I + \Pi_1 + \Pi_2 + \dots + \Pi_k$; I là một ma trận đơn vị, hạng của ma trận Π cho biết số mối quan hệ đồng liên kết (còn gọi là số đồng liên kết). Thường có ba trường hợp được xem xét như sau:

- $r = 0$, mô hình không có đồng liên kết. Trong trường hợp này, mô hình sai phân bậc một thì thích hợp để ước tính.
- $r = n$, các biến dừng ở mọi vị trí.
- $0 < r < n$, khi đó Π có thể được tách ra thành hai ma trận riêng biệt và chứa các biến cân bằng dài hạn.

3.4.4 Kiểm định mức độ phù hợp của mô hình VECM

3.4.4.1 Kiểm định tự tương quan phần dư

Tự tương quan là sự tương quan giữa các thành phần của chuỗi các quan sát được sắp xếp theo thứ tự thời gian trong số liệu chuỗi thời gian hoặc không gian. Trong trường hợp này, sai số nhiễu của các quan sát khác nhau được tính từ các phân phối khác nhau không phải là phân phối của các biến giải thích. Ảnh hưởng của sự tự tương quan tương tự đến kết quả hồi quy là ước lượng không hiệu quả, kết quả ước lượng phương sai và hiệp phương sai bị lệch và không nhất quán. Nếu có sự tự tương quan dương, và nếu giá trị của các biến bên vế phải tăng theo thời gian thì sai số chuẩn của các hệ số ước lượng sẽ nhỏ và giá trị thống kê t sẽ rất cao, lúc này các kiểm định không còn hợp lý. Nghiên cứu sử dụng kiểm định Lagrange multiplier với giả thiết H_0 là không có hiện tượng tự tương quan.

3.4.4.2 Kiểm định mức độ ổn định của mô hình

Để kiểm định tính ổn định của mô hình thì nghiên cứu thực hiện tính toán giá trị eigenvalue của ma trận kết hợp. Nếu các giá trị trị số đặc trưng (eigenvalue) nhỏ hơn 1 thì mô hình được xem là ổn định (phần dư ổn định). Ngược lại, nếu giá trị eigenvalue lớn hơn 1 thì mô hình sẽ không ổn định và các

dự báo sẽ không còn được giữ vững. Điều này sẽ xảy ra khi các biến ước lượng trong mô hình VECM là không dừng hoặc mô hình đã được nhận dạng sai. Nghiên cứu sử dụng phương pháp đồ thị để thể hiện các giá trị eigenvalue nằm trong hay ngoài vòng tròn đơn vị để xem xét mức độ ổn định của mô hình.

3.4.5 Ước tính tỷ giá hối đoái thực đa phương cân bằng

Dựa vào kết quả mô hình ước lượng được và giá trị thực tế của các biến số kinh tế cơ bản, tác giả sẽ thực hiện ước tính được EREER. Để kết quả phù hợp hơn với thực tế luận văn sử dụng sử dụng bộ lọc Hodrick – Prescott (1984) loại bỏ biến động ngắn hạn của các chuỗi nhân tố tác động đến reer với thông số làm nhẵn (smoothing parameter) được lựa chọn là 50 (Hạ Thị Thiều Dao và Phạm Thị Tuyết Trinh (2012)). Sau đó đưa các số liệu đã xử lý vào mô hình cân bằng dài hạn để ước tính reer. Tuy nhiên giá trị xác định được đang ở dưới dạng logarit tự nhiên nên để tìm EREER, tác giả đã tính toán như sau: $EREER = reer^e$.

Để làm rõ hơn sự chênh lệch của REER và EREER, nghiên cứu xác định mức độ khác biệt D_t của REER và EREER tại cùng thời điểm t theo công thức 3.11.

$$D_t = \frac{REER_t - EREER_t}{REER_t} \quad (3.11)$$

Nếu sai lệch nhỏ hơn 0, chứng tỏ REER đang nhỏ hơn EREER và như vậy VND đang được đánh giá cao và ngược lại khi sai lệch lớn hơn 0. Sai lệch này càng lớn càng chứng tỏ REER lệch ra khỏi giá trị cân bằng càng nhiều.

Kết luận chương 3

Dựa trên khung lý thuyết được xây dựng ở chương 2, chương 3 thiết lập mô hình VECM nhằm đánh giá chiều hướng cùng mức độ ảnh hưởng của các biến số vĩ mô đến tỷ giá hối đoái thực bao gồm năng suất, điều kiện thương mại, chi tiêu chính phủ, độ mở của nền kinh tế, tín dụng nội địa và tài sản ngoại tệ ròng. Đồng thời, chương 3 giới thiệu các biến, kỳ vọng ảnh hưởng của các biến đó đến REER và các phương pháp ước lượng, kiểm định liên quan đến mô hình sử dụng. Chương 4 của luận văn sẽ sử dụng số liệu, mô hình và phương pháp của được đề xuất trong chương 3 để xác nhận nhân tố vĩ mô tác động đến REER và ước lượng tỷ giá hối đoái thực cân bằng dài hạn.

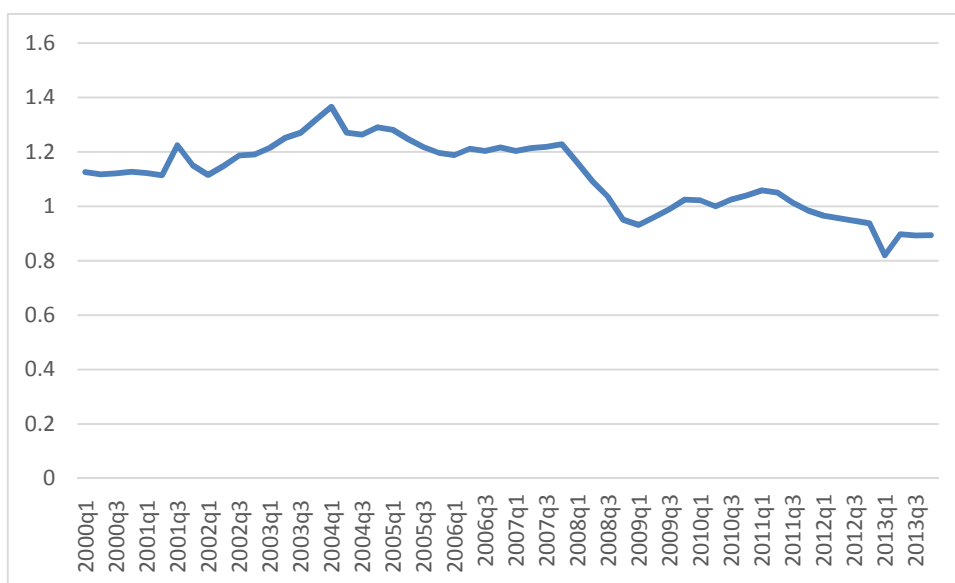
**CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ PHÂN TÍCH CÁC NHÂN TỐ
TÁC ĐỘNG ĐẾN TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI THỰC ĐA
PHƯƠNG TẠI VIỆT NAM**

4.1 Đặc điểm của các biến số vĩ mô

4.1.1 Tỷ giá thực đa phương

Sự thay đổi của REER trong giai đoạn nghiên cứu 2000 – 2013 được thể hiện trong hình 4.1. REER dao động nhẹ trong năm 2000, tăng nhanh vào đầu năm 2001 và giảm tương ứng vào cuối năm 2001. Từ năm 2002 đến 2004, REER tăng tương đối nhanh và đạt kỉ lục vào đầu năm 2004 (gần 1.4). Tuy nhiên, trong khoảng thời gian 2004-2007, REER giảm nhẹ và đến cuối năm 2008, REER giảm mạnh đột ngột. Điều này có thể được giải thích bởi lạm phát tăng cao nửa đầu năm và cuộc khủng hoảng kinh tế năm 2008 khiến hầu hết tỷ giá giữa VND và các đồng tiền khác giảm mạnh vào cuối năm 2008 từ đó khiến REER giảm.

Hình 4.1. Thay đổi của REER giai đoạn 2000 – 2013



Nguồn: Tác giả tổng hợp và tính toán

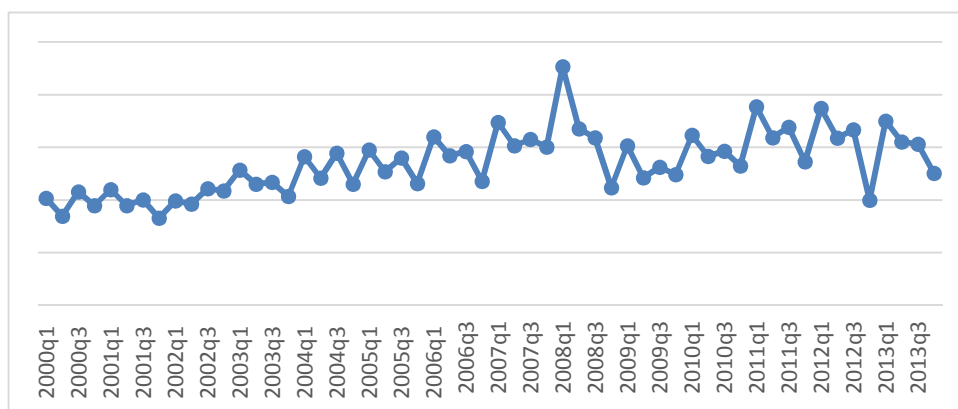
Dựa trên hình 4.1 ta thấy sau năm 2008 thì REER có tăng nhẹ nhưng lại tiếp tục giảm kể từ đầu năm 2011 đến hết năm 2013, đặc biệt đầu năm 2013 thì REER giảm chỉ còn 0.8. Mặc dù có sự khác biệt về cách thức xác định nhưng nhìn chung xu hướng của REER tương đối giống với nghiên cứu của Hạ Thị

Thiều Dao và Phạm Thị Tuyết Trinh (2012); Vũ Quốc Huy, Nguyễn Thị Thu Hằng và Vũ Phạm Hải Đăng (2013).

4.1.2 Độ mở của nền kinh tế

Căn cứ vào Hình 4.2 ta thấy độ mở của nền kinh tế Việt Nam ngày càng tăng, đỉnh điểm đạt vào quý 2 năm 2008 – khoảng 230%. Tuy nhiên, đến quý 2 năm 2013 thì OPEN giảm mạnh chỉ còn khoảng 150%. Việc OPEN tăng dần theo thời gian vẫn chưa thể khẳng định được rằng độ mở cửa của nền kinh tế Việt Nam cũng tăng tương ứng bởi vì trong cơ cấu nhập khẩu, tư liệu sản xuất vẫn chiếm phần lớn thay vì sự gia tăng tiêu dùng hàng ngoại thương. OPEN giảm sau năm 2008 có thể được giải thích bởi cuộc khủng hoảng kinh tế năm 2008 làm xuất nhập khẩu giảm, từ đó khiến độ mở cửa co lại.

Hình 4.2. Thay đổi của OPEN giai đoạn 2000 – 2013



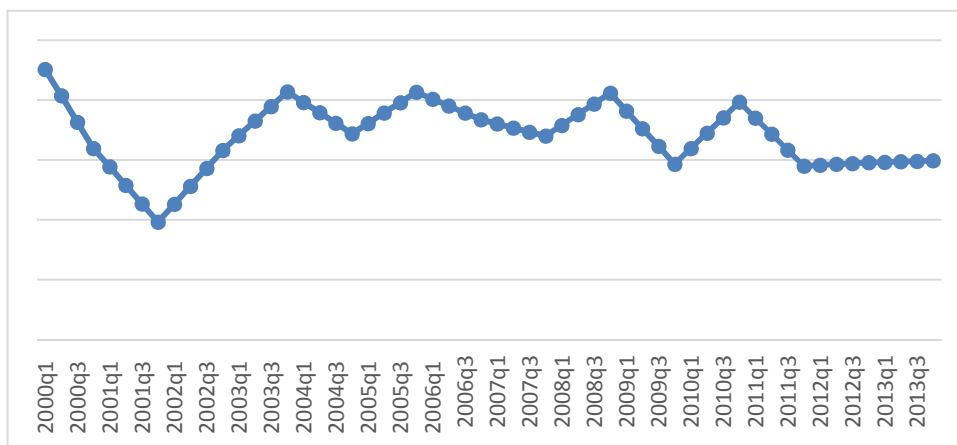
Nguồn: Tác giả tổng hợp và tính toán

4.1.3 Điều kiện thương mại

Biến số điều kiện thương mại của Việt Nam dao động nhẹ nhưng khá phức tạp. Theo đó, trong giai đoạn 2000-2001, TOT giảm đột ngột từ khoảng 1.07 xuống còn 0.95. Điều này đồng nghĩa với việc mức độ biến động giá xuất khẩu nhỏ hơn so với mức độ biến động giá nhập khẩu hay giá nhập khẩu tăng

mạnh hơn giá xuất khẩu. Tuy nhiên, TOT trong giai đoạn 2002-2003 lại tăng mạnh lên đến hơn 1.05, từ đó tiếp tục dao động trong khoảng 1.02 đến 1.05 trong khoảng thời gian 2004-2008. Năm 2009, TOT giảm xuống mức gần 1.0 và gần như được duy trì cho đến năm 2013.

Hình 4.3. Thay đổi của TOT giai đoạn 2000 – 2013

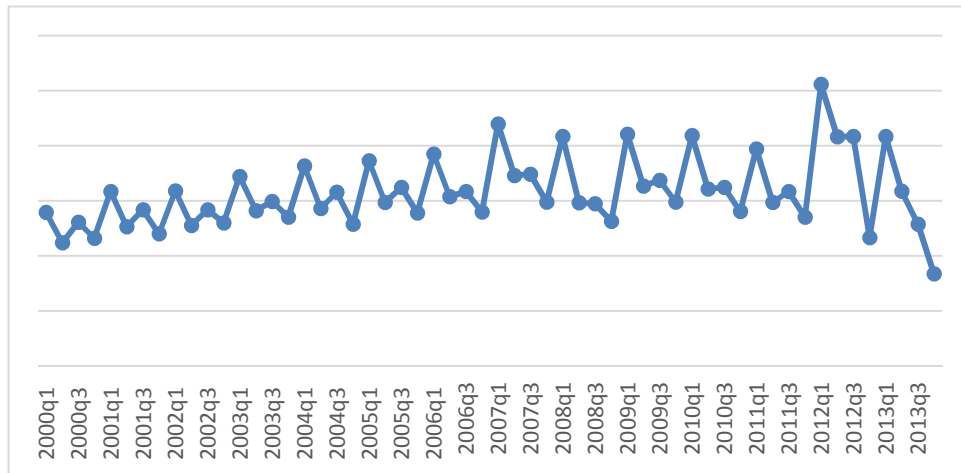


Nguồn: Tác giả tổng hợp và tính toán

4.1.4 Chi tiêu chính phủ

Chi tiêu Chính phủ Việt Nam tăng dần với tốc độ nhanh qua các năm chứng tỏ tốc độ chi tiêu tăng lớn hơn tốc độ tăng của GDP. Từ khoảng gần 30% vào 2000Q1, chi tiêu Chính phủ đã tăng đến hơn 50% vào 2012Q1. Sau đó có giảm xuống trong năm 2013 tuy nhiên vẫn ở một mức khá cao.

Hình 4.4. Thay đổi của GOV giai đoạn 2000 – 2013



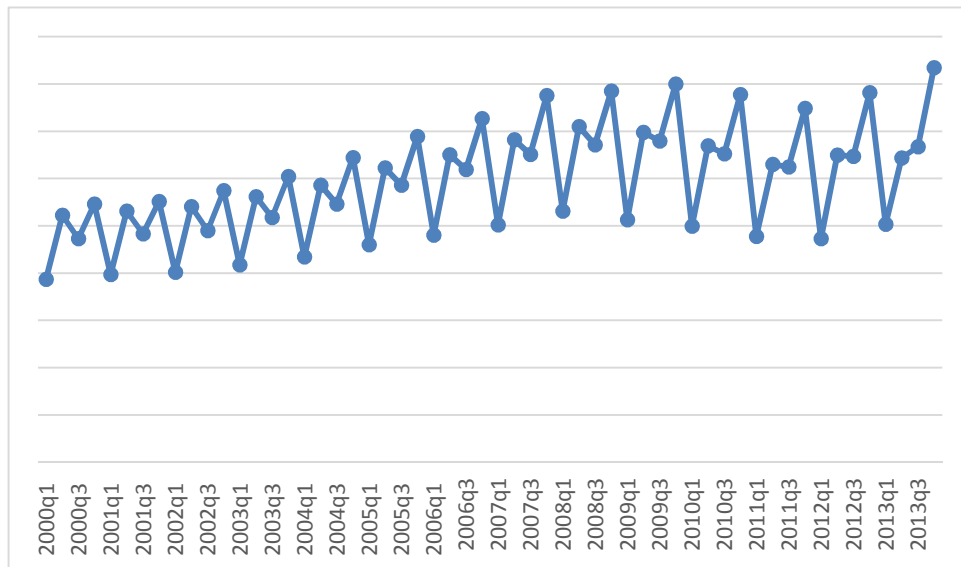
Nguồn: Tác giả tổng hợp và tính toán

Mặc dù hình thành xu hướng biến động khá rõ như hình 4.4 đã thể hiện, nhưng trong cơ cấu chi tiêu của Chính phủ Việt Nam, luận văn chưa có cơ sở để xác định chi tiêu lệch về phía hàng ngoại thương hay hàng phi ngoại thương nên chưa thể xác định được xu hướng của REER.

4.1.5 Năng suất

GDP thực bình quân đầu người của Việt Nam trong giai đoạn 2000-2013 có xu hướng tăng dần trong giai đoạn 2000-2010 và giảm nhẹ trong giai đoạn 2011-2013 (hình 4.5). Thực trạng này có thể dễ dàng lý giải vì trong giai đoạn từ 2000-2010, tốc độ tăng trưởng GDP thực lớn hơn tốc độ tăng dân số, trong khi đó từ 2011-2013 lại có xu hướng ngược lại.

Hình 4.5. Thay đổi của PROD giai đoạn 2000 – 2013

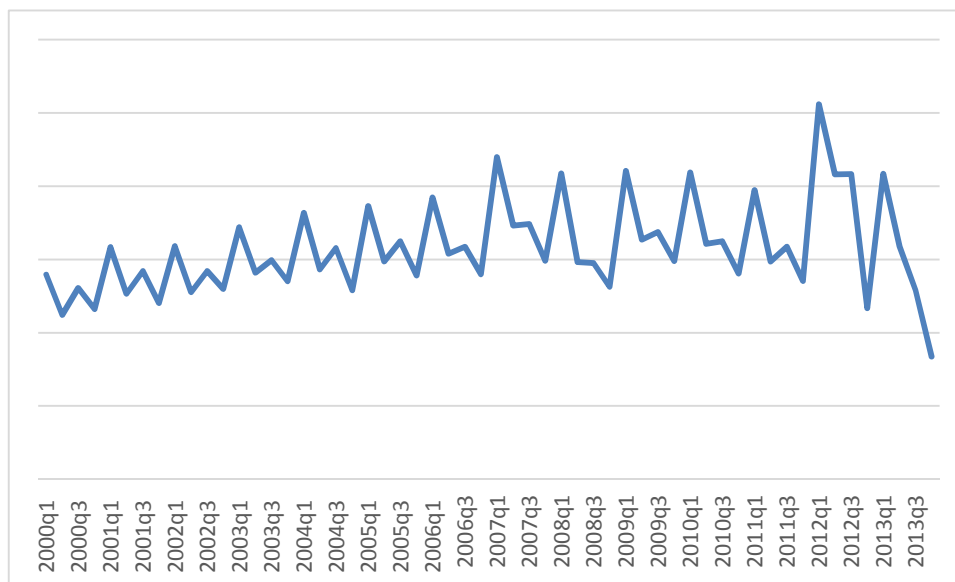


Nguồn: Tác giả tổng hợp và tính toán

4.1.6 Tín dụng nội địa

Trong giai đoạn 2000 – 2007, chứng kiến một giai đoạn khá ổn định của tăng trưởng tín dụng. Trong đó độ dốc của từ năm 2006, 2007 bắt đầu cao hơn tương ứng với giai đoạn nền kinh tế tăng trưởng nóng, bất động sản và thị trường chứng khoán trở thành kênh đầu tư và đầu cơ lớn trong nền kinh tế. Từ đó, dù nền kinh tế gặp khó khăn trong giai đoạn 2008 – 2010 nhưng với các hợp đồng đã ký kết từ trước, cùng với chính sách hỗ trợ lãi suất, kích cầu... của chính phủ đã góp phần đẩy dư nợ tín dụng tiếp tục tăng lên trong giai đoạn này.

Hình 4.6. Thay đổi của DC giai đoạn 2000 – 2013



Nguồn: Tác giả tổng hợp và tính toán

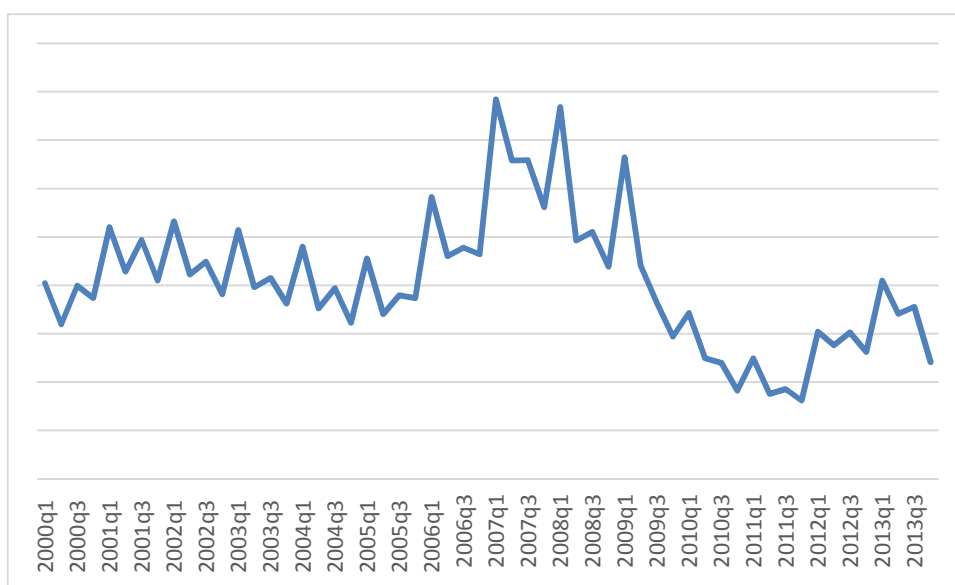
Tốc độ tăng trưởng tín dụng của ngành ngân hàng Việt Nam trong ba năm trở lại đây có xu hướng giảm so với các năm trước. Tăng trưởng tín dụng từng có thời kỳ tạo đỉnh với tốc độ tăng trưởng tới 53,89% vào năm 2007 (việc chạy đua tăng trưởng tín dụng trong thời gian từ 2006 – 2010 (luôn trên 20%) là một trong những nguyên nhân gây gia tăng nợ xấu trong thời gian những năm sau đó) và bắt đầu giảm, đến năm 2012, tăng trưởng tín dụng chỉ 9,14%. Năm 2013 và 2014, tín dụng toàn ngành đạt tốc độ tăng trưởng 12,51% và 12,6% (NHNN, 2015).

4.1.7 Tài sản ngoại tệ ròng

Tài sản ngoại tệ ròng của Việt Nam có sự thay đổi khá mạnh trong thời gian qua, đặc biệt là trong giai đoạn 2007 trở lại đây. Ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế có thể đã dẫn đến kiều hối giảm mạnh, dòng vốn đầu tư gián tiếp và trực tiếp giảm xuống... làm giảm đi rõ rệt tài sản ngoại tệ ròng của Việt Nam trong giai đoạn 2008 – 2010. Trong 3 năm gần đây, với nền kinh tế ổn định hơn,

NFA đã tăng trở lại và việc tăng này đưa đến kỳ vọng làm tỷ giá hối đoái thực giảm. Sự thay đổi của tài sản ngoại tệ ròng được thể hiện trong hình 4.7.

Hình 4.7. Thay đổi của NFA giai đoạn 2000 – 2013



Nguồn: Tác giả tổng hợp và tính toán

4.2 Hiệu chỉnh yếu tố mùa vụ

Căn cứ vào đồ thị của các chuỗi dữ liệu có thể xác định những chuỗi số liệu chịu tác động bởi yếu tố mùa (seasonal factor), do số liệu dao động (tăng/giảm) theo từng quý. Nghiên cứu thực hiện tách yếu tố mùa của các chuỗi này bằng phương pháp Census X12, sau khi tách thì xu hướng biến động của các biến trở nên rõ ràng hơn, cụ thể được thể hiện trong phụ lục 2.

4.3 Kiểm định tính dừng

Để kiểm định tính dừng của các biến, tác giả đã sử dụng kiểm định ADF (augmented Dickey-Fuller) được đưa ra bởi Dickey và Fuller (1979) để kiểm tra tính dừng của 5 chuỗi thời gian gốc và sai phân. Trên Stata, tác giả thực hiện

kiểm định tính dừng bằng kiểm định ADF với giả thuyết H_0 là chuỗi có nghiệm đơn vị (hay chuỗi không dừng). Đầu tiên, tác giả kiểm tra tính dừng với lần lượt các chuỗi thời gian gốc reer, open, tot, govex, prod, dc, nfa.

Kết quả cho thấy reer, open, tot, govex, prod, dc, nfa đều là các chuỗi không dừng (giá trị kiểm định nhỏ hơn giá trị bác bỏ ở mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%).

Bảng 4.1. Kiểm định ADF với các biến trong mô hình

Biến	Test Statistic	p-value
reer	-0.867	0.7988
tot	-2.211	0.2024
gov	-1.869	0.3466
prod	-1.263	0.6458
open	-2.013	0.2811
dc	-1.455	0.5557
nfa	-1.132	0.7021

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Vì các chuỗi thời gian gốc reer, open, tot, govex, prod, dc, nfa chưa dừng nên tác giả tiếp tục kiểm tra tính dừng của bốn chuỗi sai phân bậc 1. Kết quả cho thấy các chuỗi này đều là chuỗi dừng sai phân bậc 1. Các chuỗi dừng cùng bậc sai phân cũng giúp cho việc ước lượng VECM phù hợp hơn.

Bảng 4.2. Kiểm định ADF với sai phân của các biến

Biến	Test Statistic	p-value
d.reer	-8.251	0.0000
d.tot	-3.378	0.0117
d.gov	-5.981	0.0000
d.prod	-6.211	0.0000
d.open	-8.380	0.0000
d.dc	-5.673	0.0000
d.nfa	-4.021	0.0013

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

4.4 Kết quả mô hình VECM

Trong quá trình thực hiện ước lượng mô hình VECM, biến gov và dc có các hệ số vectơ đồng liên kết không có ý nghĩa nên bị loại bỏ khỏi mô hình.

Bảng 4.3. Trình tự loại bỏ biến trong mô hình

STT	Độ trễ	Hạng ma trận Johansen	Biến loại bỏ	Lý do loại bỏ
1	4	2	gov	p-value1 và p-value2 lần lượt là 0.342 và 0.688

2	3	2	dc	p-value1 và p-value2 lần lượt là 0.334 và 0.382
---	---	---	----	--

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Như vậy mô hình nhân tố tác động đến reer cuối cùng còn lại bốn biến vĩ mô là tot, prod, open và nfa. Nghiên cứu tiến hành các kiểm định và thủ tục liên quan để ước lượng mô hình VECM đối với các biến này.

4.4.1 Xác định độ trễ tối ưu của mô hình

Tác giả sử dụng phần mềm Stata xác định độ trễ của các biến sai phân (d.reer, d.tot, d.prod, d.open, d.nfa). Độ trễ tối ưu được xác định dựa trên các tiêu chuẩn cơ bản là FPE, AIC, HQIC và SBIC. Kết quả xác định độ trễ trong bảng 4.

Bảng 4.4. Tiêu chí lựa chọn độ trễ

lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	505.12				2.1e-15	-19.6125	-19.5402	-19.4232*
1	548.011	85.781	25	0.000	1.0e-15*	-20.3141*	-19.8799*	-19.1778
2	564.865	33.708	25	0.114	1.5e-15	-19.9947	-19.1986	-17.9114
3	586.131	42.533*	25	0.016	1.8e-15	-19.8483	-18.6903	-16.818
4	601.347	30.432	25	0.209	3.1e-15	-19.4646	-17.9447	-15.4873

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Với số liệu các biến đưa vào mô hình cho ra kết quả tương đối thống nhất về sự lựa chọn độ trễ của mô hình theo các tiêu chí. Các tiêu chí bao gồm FPE, AIC, HQIC và SBIC đều ủng hộ độ trễ của mô hình là 1. Vì vậy, độ trễ tối ưu của mô hình VECM là 2 bao gồm 1 độ trễ tối ưu của thành phần điều chỉnh sai số được xác định ở trên và độ trễ còn lại là của thành phần sai phân.

4.4.2 Xác định hạng của ma trận Johansen

Kết quả kiểm định Johansen được sử dụng để xác định số mối quan hệ đồng liên kết giữa các biến. Mỗi dòng của bảng kiểm tra một giả thuyết H_0 khác nhau. Giả thuyết H_0 cho rằng số mối quan hệ đồng liên kết bằng với r được xác định trong cột “maximum rank”. Giả thuyết thay thế là có nhiều hơn r mối quan hệ đồng liên kết. Bác bỏ giả thuyết H_0 nếu giá trị cột “trace statistic” lớn hơn giá trị tới hạn. Nếu $H_0: r = 0$ được chấp nhận, điều này sẽ dẫn đến $\Pi=0$, nghĩa là không có mối quan hệ đồng liên kết giữa các biến X . Nếu $H_0: r = 0$ bị bác bỏ, chúng ta sẽ tiến hành kiểm tra các giả thuyết H_0 với $r = 1, r = 2, \dots$ và dừng lại khi một giả thuyết H_0 nào đó được chấp nhận.

Bảng 4.5. Hạng của ma trận Johansen

maximum rank	parms	LL	eigenvalue	trace statistic	5% critical value
0	5	543.93208	.	71.9038	68.52
1	14	564.06914	0.51918	31.6297*	47.21
2	21	573.6322	0.29372	12.5036	29.68
3	26	576.40197	0.09581	6.9641	15.41
4	29	578.93117	0.08787	1.9057	3.76
5	30	579.884	0.03406		

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Kết quả cho thấy với độ trễ đã xác định thì các biến trong mô hình có mối quan hệ đồng liên kết ở mức hạng bằng 1, việc sử dụng VECM có thể thực hiện phù hợp và xây dựng mô hình nhân tố tác động đến reer trong dài hạn sẽ dễ dàng hơn.

4.4.3 Kết quả ước lượng mô hình VECM

Sau khi xác định hạng của ma trận Johansen, tác giả tiếp tục ước lượng các hệ số đồng liên kết. Kết quả mô hình ngắn hạn cho thấy trong ngắn hạn nhân tố tác động đến reer bao gồm có tot, prod và open với độ trễ hai quý. Đồng thời EC có giá trị là -0.1716 và có ý nghĩa thống kê (độ tin cậy 95%). Hệ số ước lượng nhỏ hơn 1 củng cố thêm cho tính ổn định của mô hình ước lượng dài hạn

và phản ánh sự điều chỉnh hướng về mức cân bằng của tỷ giá thực đa phương. EC cho thấy nếu tác động của các biến số vĩ mô đẩy REER tăng (giảm) ở giai đoạn này thì REER sẽ điều chỉnh giảm (tăng) hướng về mức cân bằng khoảng 17,16% ở giai đoạn sau.

Bảng 4.6. Mô hình ngắn hạn

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
D_reer						
_ce1						
L1.	-.1716072	.0798908	-2.15	0.032	-.3281904	-.015024
reer						
LD.	.0853924	.1699038	0.50	0.615	-.2476129	.4183978
L2D.	-.1207258	.1769826	-0.68	0.495	-.4676053	.2261537
tot						
LD.	.63555	.1316982	4.83	0.000	.3774262	.8936737
L2D.	.1070318	.1392066	0.77	0.442	-.1658083	.3798718
prod						
LD.	.3260926	.1606565	2.03	0.042	.0112117	.6409736
L2D.	-.1536797	.1566237	-0.98	0.326	-.4606566	.1532971
open						
LD.	.1608547	.0849487	1.89	0.058	-.0056416	.3273511
L2D.	-.1187511	.0861812	-1.38	0.168	-.2876631	.0501608
nfa						
LD.	.1121804	.0824141	1.36	0.173	-.0493482	.273709
L2D.	.0267418	.0845086	0.32	0.752	-.138892	.1923756
_cons	-.0075953	.0062331	-1.22	0.223	-.019812	.0046214

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Đối với mô hình dài hạn, từ kết quả mô hình sau cùng cho thấy tất cả các hệ số của vectơ đồng liên kết đều có ý nghĩa thống kê với độ tin cậy 99%. Như vậy trong dài hạn reer chịu tác động của tot, prod, open và nfa theo kết quả từ Bảng 4.7.

Bảng 4.7. Mô hình dài hạn

beta	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
_ce1						
reer	1					
tot	-2.747706	.5915636	-4.64	0.000	-3.90715	-1.588263
prod	2.081343	.2793984	7.45	0.000	1.533733	2.628954
open	-1.280057	.2105045	-6.08	0.000	-1.692638	-.8674756
nfa	.4136273	.0668589	6.19	0.000	.2825863	.5446683
_cons	-11.65769					

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Với hạng ma trận bằng 1 nên phương trình cân bằng dài hạn của tỷ giá thực đa phương có thể được thể hiện như sau:

$$reer = 11,6577 + 2,7477 \text{ tot} - 2,0813 \text{ prod} + 1,2801 \text{ open} - 0,4136 \text{ nfa} + \epsilon t \quad (4.1)$$

4.5 Kiểm định mức độ phù hợp của mô hình VECM

Với giả thiết H0 là không có hiện tượng tự tương quan thì kết quả kiểm định Lagrange-multiplier trong bảng 4.8 cho thấy phần dư trong mô hình VECM không có hiện tượng tự tương quan ở độ trễ bằng 2 và độ tin cậy 99%. Vì vậy kết quả hồi quy là ước lượng hiệu quả và kết quả ước lượng phương sai và hiệp phương sai tương đối nhất quán.

Bảng 4.8. Kiểm định hiện tượng tự tương quan

Lagrange-multiplier test

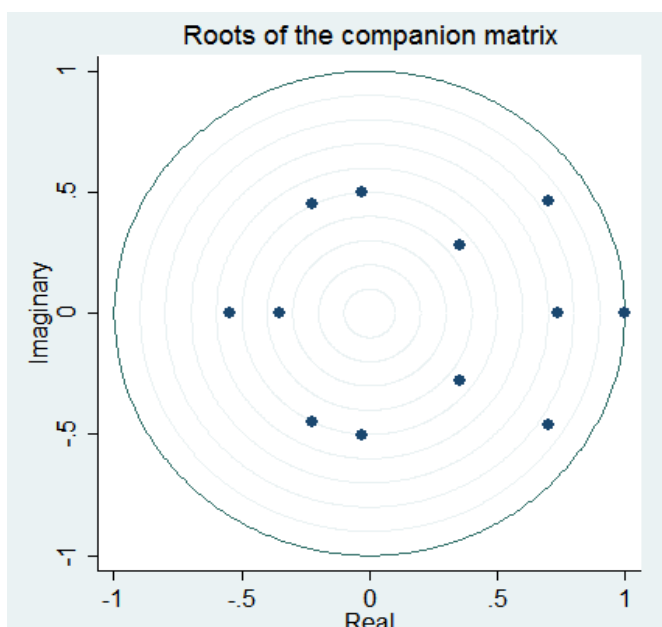
lag	chi2	df	Prob > chi2
1	25.0253	25	0.46096
2	18.1870	25	0.83435
3	19.8331	25	0.75553

H0: no autocorrelation at lag order

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Để kiểm định tính ổn định của mô hình, tác giả đã sử dụng phần mềm Stata để tính toán giá trị eigenvalue của ma trận kết hợp. Nếu các giá trị trị số đặc trưng (eigenvalue) nhỏ hơn 1 thì mô hình được xem là ổn định (phần dư ổn định). Ngược lại, nếu giá trị eigenvalue lớn hơn 1 thì mô hình sẽ không ổn định và các dự báo sẽ không còn được giữ vững. Kết quả cho thấy, tất cả các giá trị eigenvalue đều nằm trong vòng tròn đơn vị nên mô hình VECM được xem là ổn định.

Hình 4.8. Kiểm định tính ổn định của mô hình VECM



Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

4.6 Phân tích dấu các biến trong mô hình

Các hệ số của các biến kinh tế cơ bản mang các thông tin định hướng tác động lên tỷ giá thực đa phương, theo kết quả ở của mô hình VECM thì hệ số của các biến đều tương đối phù hợp với kỳ vọng.

Vì hiệu ứng thu nhập và thay thế tác động ngược chiều nên xu hướng tác động của *tot* lên *reer* không rõ ràng. Trong khi đó, kết quả thực nghiệm cho thấy *tot* cùng chiều với *reer*. Điều này trái ngược với các nghiên cứu thực nghiệm của

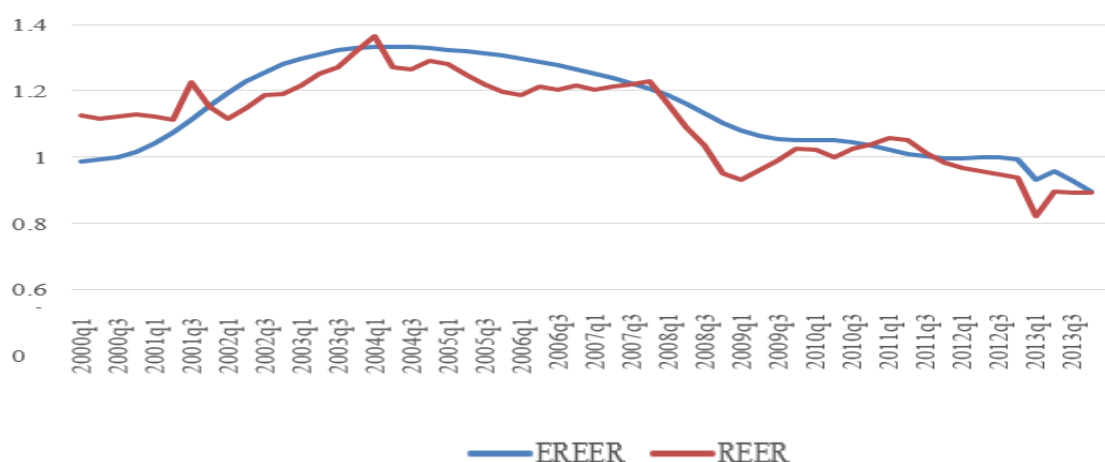
Jongwanich (2009) cho rằng hiệu ứng thu nhập mạnh hơn hiệu ứng thay thế dẫn đến TOT ngược chiều với reer. Tuy nhiên, ở Việt Nam, hiệu ứng thu nhập yếu hơn hiệu ứng thay thế cũng có thể là hợp lý. Bởi vì sau một giai đoạn lạm phát tăng cao, cùng sự biến động giá cả của nhiều mặt hàng quan trọng thì tâm lý người tiêu dùng Việt Nam rất nhạy cảm với giá. Vì thế, khi có sự thay đổi về giá, người dân sẵn sàng thay thế loại hàng hóa này bằng loại hàng hóa khác trong giỏ hàng tiêu dùng của họ. Trong khi đó, người Việt Nam có xu hướng thích tiết kiệm trong bối cảnh vĩ mô còn nhiều biến động chưa thể dự báo chính xác nên khi thu nhập tăng, người dân có thể sẽ tăng tiết kiệm chứ chưa hẳn đã tăng nhu cầu tiêu dùng. Dựa vào mô hình 4.3 có thể biết rằng khi TOT tăng 1% thì REER tăng hơn 2,7477%.

Kỳ vọng của prod đối với reer là ngược chiều, điều này phù hợp với kết quả thu được từ mô hình VECM. Theo đó, khi năng suất tăng 1% sẽ làm REER giảm khoảng 2,0813%. Biến số open theo thực nghiệm có tác động cùng chiều với REER. Điều này cho thấy độ mở của của Việt Nam chủ yếu dựa vào việc cắt giảm các rào cản thương mại. Kết quả cho thấy OPEN tăng 1% sẽ dẫn đến REER tăng khoảng 1,2801%. Kết quả mô hình VECM cũng cho thấy nfa tác động ngược chiều tới reer phù hợp với kỳ vọng ban đầu. Khi nfa tăng 1% sẽ làm reer giảm khoảng 0,389%. Sự gia tăng của nfa thường có tác động về mặt thu nhập làm tăng cầu nội địa. Để khôi phục các cân đối bên trong và bên ngoài, giá của hàng phi thương mại phải tăng so với giá hàng thương mại do đó nên REER giảm xuống.

4.7 Ước tính tỷ giá hối đoái thực cân bằng

Dựa trên mô hình VECM trong dài hạn, nghiên cứu tiến hành ước tính tỷ giá hối đoái thực cân bằng. Kết quả ước lượng và so sánh với REER được thể hiện trong hình 4.9.

Hình 4.9. REER và giá trị ước tính EREER



Nguồn: Tác giả tổng hợp và tính toán

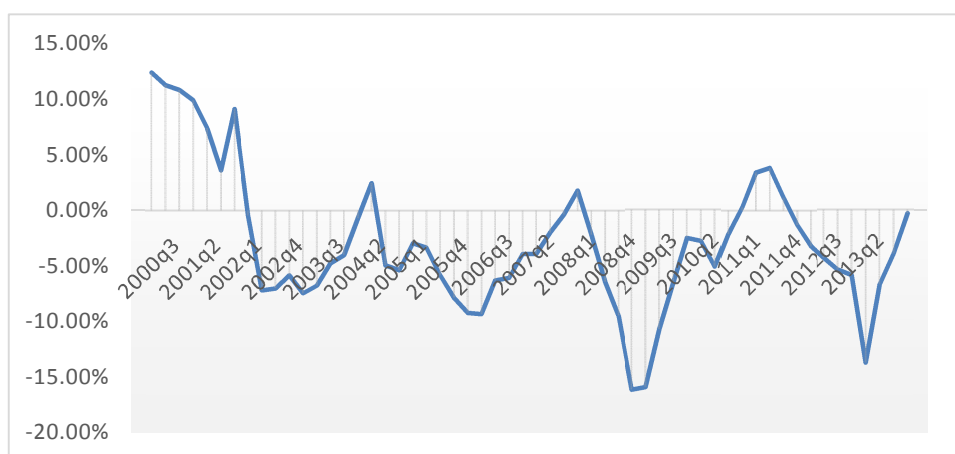
Dựa vào hình 4.9 có thể thấy xét về biến động theo thời gian thì tỷ giá cân bằng theo ước lượng biến động cùng chiều với REER trong 14 năm qua. Khi so sánh REER với tỷ giá cân bằng, có thể thấy trong giai đoạn 2000-2002, REER lớn hơn EREER hay đồng Việt Nam được đánh giá thấp so với giá trị cân bằng.

Tuy nhiên trong phần lớn giai đoạn 2003-2008, REER nhỏ hơn EREER đồng nghĩa rằng VND bị đánh giá cao so với giá trị cân bằng, đặc biệt trong một số thời điểm của năm 2000, 2006 khoảng cách sai lệch là khá xa, VND lệch khỏi giá trị cân bằng nhiều. Giai đoạn còn lại từ khoảng 2009-2013, mức độ chênh lệch lúc âm lúc dương không rõ ràng. Tuy nhiên nhìn chung đường xu hướng REER thấp hơn EREER vẫn phần nào được thể hiện nên VND lại vẫn được đánh giá cao so với giá trị cân bằng. Việc VND định giá ở mức cao trong thời gian tương đối dài sẽ làm giảm sức cạnh tranh về giá của hàng Việt Nam so với các nước khác. Kết quả này mặc dù có đôi chút khác biệt nhưng cơ bản cũng khá tương tự kết quả của Hạ Thị Thiều Dao và Phạm Thị Tuyết Trinh (2012) và Vũ Quốc Huy, Nguyễn Thị Thu Hằng và Vũ Phạm Hải Đăng (2013).

Để thấy rõ hơn sự khác biệt giữa REER thực tế và EREER, nghiên cứu xem xét cho thấy mức độ mà đồng Việt Nam lệch đi so với giá trị cân bằng của

nó trong hình 4.10. Trong giai đoạn trước năm quý 3 năm 2002, sai lệch tại giai đoạn này là dương (tương đương với đồng Việt Nam được đánh giá thấp), trong đó có thời điểm đạt tới khoảng 15%. Trong giai đoạn từ 2003 đến 2008, sai lệch chủ yếu là âm hay đồng Việt Nam bị đánh giá cao, thời điểm sai lệch nhiều nhất khoảng gần 12%%. Trong những năm gần đây (2009- 2013), sai lệch không ổn định nhưng đa số ở mức âm và có thời điểm đạt tới hơn -17% nên xu hướng VND được đánh giá cao cũng được củng cố.

Hình 4.10. Mức độ chênh lệch của REER và EREER ước tính



KẾT LUẬN CHƯƠNG 4

Chương 4 của đề tài đã sử dụng mô hình VECM với độ trễ bằng 2 và hạng ma trận bằng 1 để xác định các nhân tố tác động đến REER. Qua mô hình sau cùng cho thấy tất cả các hệ số của vectơ đồng liên kết đều có ý nghĩa thống kê và như vậy trong trung dài hạn reer chịu tác động của tot, open, prod và nfa. Các biến số này có chiều hướng tác động cũng tương đối phù hợp với kỳ vọng ban đầu. Luận văn cũng đã ước lượng tỷ giá hối đoái thực cân bằng và xem xét mức độ sai lệch của REER thực tế so với nó. Kết quả cho thấy có sự chênh lệch đáng kể giữa REER và EREER. Từ đây tạo cơ sở để luận văn xem xét đưa ra các kiến nghị chính sách trong chương 5.

CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ CHÍNH SÁCH LIÊN QUAN ĐẾN TỶ GIÁ THỰC TẠI VIỆT NAM

5.1 Kết quả nghiên cứu

Kết quả thực nghiệm ở chương 4 chỉ ra rằng tồn tại một vectơ đồng liên kết giữa bốn biến số kinh tế cơ bản với tỷ giá thực đa phương trong khoảng thời gian 2000Q1 – 2013Q4. Điều này chứng tỏ rằng có một mối quan hệ trong dài hạn giữa logarit tự nhiên của tỷ giá thực đa phương và logarit tự nhiên của bốn biến số kinh tế cơ bản gồm: độ mở cửa của nền kinh tế, năng suất, điều kiện thương mại, tài sản ngoại tệ ròng. Hơn nữa, các hệ số của các biến kinh tế cơ bản chỉ ra độ co giãn dài hạn của tỷ giá thực đa phương đối với các biến này.

Dấu của các hệ số này cho thấy có mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ giá thực đa phương với độ mở của nền kinh tế, điều kiện thương mại và có mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ giá thực đa phương với tài sản ngoại tệ ròng và năng suất. Các mối quan hệ này về cơ bản không khác biệt so với kỳ vọng dấu được đề cập ở chương 3. Kết luận này đã trả lời cho câu hỏi thứ nhất của nghiên cứu về biến số vĩ mô nào tác động đến tỷ giá hối đoái thực đa phương tại Việt Nam?

Kết quả ước lượng tỷ giá thực dài hạn và tính toán độ sai lệch của tỷ giá đã khẳng định một thực tế là đồng tiền của Việt Nam đã liên tục bị đánh giá cao trong phần lớn thời gian nghiên cứu và vẫn tiếp tục xu hướng đó trong 3 năm gần đây với mức độ có thể còn lớn hơn trước. Tóm lại, trong giai đoạn 2000 – 2002, đồng Việt Nam được đánh giá thấp; giai đoạn từ 2002 đến 2008, đồng Việt Nam bị đánh giá cao và bắt đầu từ 2008 đến hết thời gian nghiên cứu, mức độ sai lệch không ổn định nhưng với xu hướng cơ bản là VND vẫn đang được đánh giá cao. Với việc REER được đánh giá cao và biến động lớn đều có thể ảnh hưởng tiêu cực đến nền kinh tế. Đồng tiền bị đánh giá cao sẽ ảnh hưởng xấu đến năng lực cạnh tranh của Việt Nam trên thị trường quốc tế, trong khi đó dao động lớn trên thị trường ngoại hối sẽ ảnh hưởng đến nền kinh tế nói chung và giảm sút niềm tin của công chúng vào đồng Việt Nam. Kết quả này đã trả lời cho câu hỏi thứ hai của nghiên cứu là tỷ giá thực đa phương và tỷ giá thực đa phương cân bằng của đồng Việt Nam có chênh lệch không?

Mặc dù vậy, kết quả này cần phải kiểm tra thêm, bao gồm cả các phân tích độ nhạy cảm của việc lựa chọn mô hình và các biến số. Đồng thời với đó cần tìm hiểu mục tiêu chính sách mà chính phủ áp dụng trong từng thời kỳ, cũng như bối cảnh tại giai đoạn đó. Rất có thể sự sai lệch tỷ giá như đã phân tích ở trên là kết quả của việc lựa chọn chính sách, ưu tiên ổn định vĩ mô, hạn chế những tác động tiêu cực của việc phá giá đồng tiền đến các cân đối vĩ mô nói chung, trong đó có vấn đề ổn định lạm phát, giá cả, trả nợ nước ngoài... Vì thế, kết quả này cũng cho thấy còn có nhiều vấn đề cần được tiếp tục nghiên cứu, thảo luận về cách thức, công cụ và mục tiêu ưu tiên chính sách trong vấn đề quản lý tỷ giá thời gian qua của chính phủ.

5.2 Một số gợi ý chính sách liên quan

Từ mô hình VECM cho thấy REER chịu ảnh hưởng của nhiều biến số kinh tế vĩ mô và các biến số này lại có mối liên kết với nhau trong mô hình đồng liên kết. Do đó việc khuyến nghị chính sách điều chỉnh REER thông qua thay đổi các biến số vĩ mô nào cần phải thận trọng xem xét hết tất cả các yếu tố liên quan và sự phối hợp giữa các chính sách và mục tiêu của chính phủ trong từng thời kỳ. Các kiến nghị dừng lại ở mức đề xuất và chủ yếu hướng đến mục tiêu trong trung dài hạn.

5.2.1 Đối với điều kiện thương mại

Có thể thấy, TOT tác động cùng chiều và mạnh mẽ nhất lên EREER nên việc tăng TOT có thể làm EREER tăng. Chính phủ có thể tăng TOT bằng cách tăng chỉ số giá xuất khẩu hay tăng giá xuất khẩu, tuy nhiên điều này đồng nghĩa với việc xuất khẩu sẽ giảm, ảnh hưởng đến các doanh nghiệp xuất khẩu. Đây có thể được xem là giải pháp tối ưu nhất để tăng EREER vì nó hầu như không gây ra các tác động xấu.

Chúng ta có thể xem xét chuyển dịch cơ cấu hàng hóa xuất khẩu theo hướng gia tăng tỷ trọng hàng công nghiệp chế biến dựa vào lợi thế lao động và

công nghệ để tăng về quy mô, đồng thời nhanh chóng chuyển sang phát triển các ngành sản xuất xuất khẩu dựa vào vốn và kỹ thuật cao để gia tăng giá trị. Để từng bước xây dựng nền tảng nhằm phát triển những ngành kinh tế dựa vào công nghệ cao và tri thức thì ngay từ bây giờ chúng ta cần đặc biệt chú trọng phát triển các ngành dịch vụ như thông tin, tài chính, du lịch, giáo dục và đào tạo.

Đồng thời với đó, với truyền thống của nước nông nghiệp và có nhiều thế mạnh về nông nghiệp nên có thể chính phủ cần có các chính sách dài hạn nhằm gia tăng giá trị của các hàng hóa nhất là nông, thủy sản vì đây là mặt hàng trọng tâm trong hàng hóa thương mại của Việt Nam trong thời gian qua. Chính phủ cần có các biện pháp tác động để tăng cường nhận thức về vai trò của việc nâng cao năng suất và chất lượng các sản phẩm, hàng hóa của ngành nông nghiệp bao gồm các sản phẩm, hàng hóa nông lâm thủy sản chủ lực để tạo ra giá trị gia tăng cho nền kinh tế và tăng thu nhập cho doanh nghiệp, người sản xuất kinh doanh và dịch vụ. Hơn nữa cần đẩy mạnh ứng dụng đồng bộ các tiến bộ khoa học, đổi mới công nghệ và cải tiến quản lý nhằm tạo bước chuyển biến rõ rệt về năng suất và chất lượng các sản phẩm, hàng hóa nông lâm thủy sản chủ lực, tăng khả năng cạnh tranh của hàng hóa, phục vụ tiêu dùng trong nước và đẩy mạnh xuất khẩu, góp phần phát triển kinh tế và cải thiện an sinh xã hội. Các cơ quan, ban ngành cần nhanh chóng xây dựng, hoàn thiện, áp dụng hệ thống tiêu chuẩn, quy chuẩn kỹ thuật và công cụ quản lý, quy trình kỹ thuật sản xuất, sơ chế, bảo quản để nâng cao năng suất và chất lượng các sản phẩm, hàng hóa nông lâm thủy sản chủ lực trong xuất khẩu của Việt Nam.

Chính phủ có thể tiếp tục đẩy mạnh cải cách doanh nghiệp, trước hết là doanh nghiệp nhà nước. Trước mắt, cần đẩy mạnh việc tái cơ cấu các doanh nghiệp nhà nước, đẩy mạnh cổ phần hóa, thu hút nhà đầu tư trong và ngoài nước. Chính phủ cũng cần có chính sách tiếp thêm sức mạnh cho khu vực tư nhân, tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp phát triển, xóa bỏ các rào cản hạn chế hoạt

động kinh doanh của doanh nghiệp để có thể phát triển hoạt động xuất nhập khẩu trong những lĩnh vực quan trọng và mở rộng quy mô hoạt động xuất nhập khẩu.

5.2.2 Đối với độ mở kinh tế

Để tăng OPEN có thể thực hiện cắt giảm các hàng rào thương mại; tuy nhiên, việc này có thể dẫn đến việc nhập khẩu tràn lan làm ảnh hưởng đến các doanh nghiệp trong nước. Mặc dù xu hướng này là tất yếu, tuy nhiên chúng ta cần tiếp tục thực hiện theo lộ trình cụ thể. Vì vậy các cơ quan ban ngành cần tiếp tục nghiên cứu, đề xuất các giải pháp về thuế phù hợp với lộ trình cắt giảm thuế xuất nhập khẩu, góp phần đẩy mạnh sản xuất trong nước. Chính phủ có thể nghiên cứu sâu chính sách hội nhập kinh tế quốc tế về thương mại hàng hóa, thương mại dịch vụ nhất là trong các cam kết trong từng hiệp định (FTA/ASEAN, ASEAN+, FTA song phương, WTO, TPP...) để có thể tạo ra những cơ hội cho việc thu hút đầu tư nước ngoài và hoạt động xuất khẩu, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và tạo thêm việc làm... Từ đó, giảm thiểu những rủi ro, giành thế chủ động trong đàm phán để có những thuận lợi nhất cho doanh nghiệp và nền kinh tế Việt Nam.

Trong bối cảnh hiện nay thì chúng ta cần tăng cường hiệu quả sử dụng các ưu đãi thuế quan từ các FTA. Thông qua chiến lược đàm phán các FTA thế hệ mới với các đối tác thương mại trong khu vực cũng như trên thế giới, Chính phủ đã và đang tạo điều kiện đa dạng hóa, đa phương hóa các đối tác thương mại. Tuy nhiên, dường như những nỗ lực này chưa mang lại hiệu quả thực tế như mong muốn, doanh nghiệp chưa tận dụng được các lợi ích từ các FTA đã ký, đặc biệt là các ưu đãi thuế quan do đó chưa thể đa dạng hóa thị trường cung - cầu của mình. Vì vậy việc tận dụng hiệu quả của các ưu đãi thuế quan này cần được quan tâm.

Không chỉ vậy, cần hạn chế việc kinh doanh chênh lệch giá từ con đường tiểu ngạch không chính thức và giảm bớt những doanh nghiệp chuyên nhập hàng giá rẻ, hàng kém chất lượng để thay thế hàng chất lượng tốt. Chúng ta có thể

bằng cách hoàn thiện hệ thống pháp luật, tăng cường quản lý nhà nước về hoạt động thương mại để hạn chế tối đa kẽ hở của luật pháp. Đồng thời với đó, trong quá trình hội nhập thì doanh nghiệp của Việt Nam cũng cần có chính sách hỗ trợ, quan tâm đến bản quyền, thương hiệu sản phẩm trong nước, đặc biệt với những hàng hóa truyền thống đã có uy tín, thương hiệu.

5.2.3 Đối với năng suất

Việc giảm biến động và sau đó tăng PROD là một giải pháp tốt, phù hợp với việc phát triển kinh tế, tuy nhiên để năng suất tăng trong thời gian ngắn không phải là vấn đề dễ dàng thực hiện, nhất là trong thời điểm kinh tế khó khăn như hiện nay.

Trình độ công nghệ thấp và lạc hậu cũng là một trong những nguyên nhân khiến năng suất thấp nên vấn đề này cần giải quyết một cách cơ bản và lâu dài. Chính phủ cần xác định rõ lĩnh vực công nghiệp, thương mại mục tiêu và xây dựng chiến lược phát triển, tập trung phát triển lĩnh vực đó. Tiếp tục đẩy mạnh công tác chuyển giao công nghệ sản xuất sản phẩm tiến tiến từ các doanh nghiệp nước ngoài, có các chính sách nhằm khuyến khích việc chuyển giao công nghệ cũng như xây dựng, thực hiện các chương trình dự án hỗ trợ công nghệ cho các doanh nghiệp thông qua các chuyên gia về công nghệ hay các công ty đầu tư nước ngoài. Bên cạnh đó, Chính phủ cần hỗ trợ doanh nghiệp áp dụng hệ thống tiêu chuẩn chất lượng sản phẩm theo chuẩn quốc tế, tiêu chuẩn ngành, ưu tiên và tạo các điều kiện để doanh nghiệp đổi mới máy móc, thiết bị, thay đổi công nghệ, kỹ thuật và trình độ quản lý nhằm chế tạo sản phẩm có chất lượng cao.

Song song với đó cần đổi mới giáo dục và đào tạo thông qua đổi mới nội dung đào tạo, phương pháp đào tạo, nhấn đến mạnh đến kỹ năng thực hành, gắn với nhu cầu thực tế. Chính phủ cũng cần tiếp tục hoàn thiện cơ chế thị trường, môi trường kinh doanh cạnh tranh lành mạnh, giảm chi phí hành chính cho đơn vị kinh doanh và nỗ lực quản lý tốt lĩnh vực độc quyền. Đồng thời với đó là đẩy mạnh quá trình tái cơ cấu các doanh nghiệp nhà nước như cổ phần hóa, áp dụng

quản trị hiện đại, minh bạch thông tin và giám sát chặt chẽ, đổi mới cơ chế hoạt động, cơ chế quản lý và cách thức tài trợ đối với khu vực sự nghiệp công...

Chính phủ có thể đánh giá lại khả năng cung cấp dịch vụ và mức giá dịch vụ để có hướng giảm bớt chi phí sản xuất nhằm tạo môi trường thuận lợi, giảm chi phí đầu vào, chi phí trung gian cho doanh nghiệp. Trong ngắn hạn cần thực hiện giảm giá các hàng hóa và dịch vụ công có tác động làm tăng chi phí sản xuất của hàng hóa và dịch vụ như giá điện, nước, bưu chính viễn thông, năng lượng, cước phí vận tải, phí dịch vụ bến cảng, sân bay, dịch vụ hành chính.

5.2.4 Đối với tài sản ngoại tệ ròng

Để có thể giữ ổn định tài sản ngoại tệ ròng đòi hỏi chính phủ tác động đến các thành phần của nó như từ kiều hối, đầu tư nước ngoài, ổn định xuất nhập khẩu... Mặc dù vậy, cần duy trì nguồn dự trữ ngoại tệ đủ mạnh. Đối với kiều hối thì Ngân hàng Nhà nước cần duy trì ổn định chính sách vĩ mô và các ngân hàng thương mại cần có các chính sách nhằm khuyến khích người Việt Nam chuyển tiền về nước. Cần có giải pháp mở rộng mạng lưới chuyển tiền và chi trả kiều hối được thực hiện qua các kênh như các công ty chuyển tiền chuyên biệt, từ hệ thống ngân hàng thương mại, tổ chức kinh tế, hải quan, bưu điện... tạo thuận lợi cho hoạt động gửi tiền về nước của người Việt Nam ở nước ngoài. Các ngân hàng cũng cần tăng cường đầu tư công nghệ hiện đại xử lý giao dịch thanh toán chuyển tiền, đáp ứng nhu cầu người dân giao dịch của một cách nhanh chóng, thuận tiện, an toàn với những giao dịch giá trị lớn.

Đối với nguồn đầu tư nước ngoài cần hoàn thiện hệ thống pháp luật về đầu tư nhằm tạo môi trường đầu tư đồng bộ, minh bạch, rõ ràng và có tính tiên liệu. Sửa đổi chính sách ưu đãi đầu tư phù hợp với định hướng thu hút ĐTNN giai đoạn tới, đồng thời đảm bảo tính hấp dẫn, cạnh tranh so với các nước trong khu vực. Sau đó cần xây dựng và thực hiện cơ chế, chính sách khuyến khích để thu hút các dự án đầu tư hình thành mạng lưới liên kết sản xuất, kinh doanh, các ngành công nghiệp hỗ trợ để hình thành chuỗi giá trị. Có chính sách thu hút công

ty đa quốc gia, có chính sách ưu đãi đối với các công ty đa quốc gia có kế hoạch liên kết với các doanh nghiệp trong nước về tiêu thụ, cung ứng sản phẩm để hình thành các cụm công nghiệp - dịch vụ.

Cơ sở hạ tầng không chỉ là nền tảng để phát triển công nghiệp phụ trợ mà nó còn là nền tảng phát triển đất nước, thu hút đầu tư nước ngoài. Do đó, để đưa công nghiệp phụ trợ đi lên một bước phát triển mới, một công việc cần làm song song với phát triển khoa học công nghệ, đào tạo nguồn nhân lực và liên kết doanh nghiệp là phải xây dựng được nền tảng cơ sở hạ tầng vững chắc. Chúng ta cần thực hiện xây dựng quy hoạch phát triển công nghiệp phụ trợ, đẩy mạnh xây dựng, hoàn thiện các cơ sở hạ tầng giao thông, vận tải, các kho tàng, điểm tập trung hàng hoá hệ thống điện nước, viễn thông, và giá thuê mặt bằng phù hợp...để gia tăng điều kiện phát triển công nghiệp, hình thành các cụm công nghiệp hoạt động sản xuất hàng phụ trợ có trang thiết bị, công nghệ tiên tiến gắn với các khu vực có các ngành công nghiệp chủ lực phát triển.

Công tác quản lý doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài cũng được chú trọng cải thiện hiệu quả, đặc biệt là tập trung chuyển đổi mạnh áp dụng chế độ hậu ưu đãi và hậu kiểm, kết hợp tăng cường chế độ báo cáo, thống kê và giám sát, thanh tra. Cuối cùng, trong thời gian tới, Chính phủ sẽ tập trung nâng cao hiệu lực chỉ đạo, điều hành gắn với đẩy mạnh cải cách hành chính giảm chi phí và thời gian thực hiện các thủ tục cho công dân và doanh nghiệp; kiên quyết đẩy mạnh hiệu quả công tác phòng chống tham nhũng, lãng phí để tạo môi trường kinh tế xã hội thuận lợi, cạnh tranh thu hút mạnh mẽ hơn nữa vốn đầu tư nước ngoài.

Chính phủ, các cơ quan địa phương và bản thân các chủ thể kinh tế cần chủ động tăng cường các hoạt động xúc tiến đầu tư ở trong nước và nước ngoài. Chương trình xúc tiến đầu tư của Bộ, ngành và địa phương cần thực hiện thống nhất, đa dạng về nội dung, thời gian, địa điểm tổ chức. Cơ quan quản lý nhà nước

về đầu tư ban hành tiêu chí xây dựng kế hoạch xúc tiến hàng năm, làm cơ sở cho các bộ, ngành và địa phương xây dựng chương trình, kế hoạch cụ thể.

Đối với xuất nhập khẩu cần duy trì ổn định, vì từ những năm qua tình hình xuất khẩu của Việt Nam luôn có những chuyển biến tích cực nhưng thâm hụt thương mại diễn biến ngày càng trầm trọng. Từ chính điều này đã gây sức ép rất lớn đến vấn đề tỷ giá. Đối với xuất nhập khẩu cần tiếp tục giảm biến động, duy trì ổn định thông qua phát triển khu vực kinh tế tư nhân nhằm đẩy mạnh xuất khẩu. Cụ thể, các ngân hàng cần hỗ trợ tín dụng cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ, xoá bỏ những hạn chế trong cấp phép kinh doanh của một số ngành, tạo điều kiện thành lập các hiệp hội kinh doanh tư nhân... Chúng ta cũng cần có các chính sách, biện pháp đẩy mạnh thăm dò thị trường mới. Bên cạnh các thị trường lớn như Mỹ, EU, Nhật với những chuẩn mực cao với nhiều hàng rào phi thuế dịch, các doanh nghiệp Việt Nam cần mở rộng thị trường mới với mức độ cạnh tranh thấp hơn như Nam Mỹ, Châu Phi, Nam Á, Trung Đông. Chính phủ nên mở rộng chính sách hỗ trợ xuất khẩu; gia tăng quỹ bình ổn, nâng cao chất lượng và mở rộng nguồn thông tin từ các tham tán thương mại đang hoạt động ở hải ngoại. Thực hiện các biện pháp nhằm giảm tỷ trọng hàng thô trong tổng kim ngạch xuất khẩu; hạn chế nhập khẩu các mặt hàng tiêu dùng xa xỉ, lương thực, thực phẩm; khuyến khích nhập các mặt hàng thuộc nhóm tư liệu sản xuất, máy móc thiết bị; đấu tranh triệt để đối với hoạt động buôn lậu, gian lận trong thương mại quốc tế.

Song song với đó cần quan tâm phát triển thị trường trong nước với việc thực hiện cuộc vận động người Việt ưu tiên dùng hàng Việt. Tích cực tuyên truyền nhằm thay đổi cách tiêu dùng của đại bộ phận người Việt và tăng cường phát triển, sản xuất đa dạng hóa sản phẩm, chất lượng, mẫu mã nhằm đáp ứng yêu cầu ngày càng cao của người tiêu dùng. Điều này cũng giúp cải thiện cán cân thương mại theo hướng có lợi cho quốc gia.

5.3 Hạn chế trong nghiên cứu

Luận văn có nhiều hạn chế trong số liệu sử dụng dẫn đến mức độ ổn định và tin cậy của các ước lượng khó lòng đạt hiệu quả tốt. Mặc dù với số liệu chính được thu thập chủ yếu từ IFS, GSO và Vietstock nhưng với việc số liệu thu thập từ nhiều nguồn khác nhau, cơ sở kiểm chứng chưa cụ thể thì ít nhiều mức độ tin cậy của nó cũng bị ảnh hưởng, khả năng có chênh lệch giữa các nguồn số liệu này khiến cho việc ước lượng mô hình khó đạt được ý nghĩa thực tiễn cao.

Hạn chế trong số liệu nghiên cứu với thời gian nghiên cứu là tương đối ngắn, từ 2000Q1 đến 2013Q4, trong đó có 56 quan sát để từ đó xác định tỷ giá thực cân bằng đa phương và sai lệch hiện tại. Trong khi đó, việc sử dụng một khung thời gian dài hơn và số lượng mẫu lớn hơn sẽ càng làm tăng độ chính xác trong thống kê phân tích kinh tế và mô hình VECM mới thực sự phát huy được hiệu quả tốt.

Luận văn còn nhiều hạn chế về cách đo lường các biến số vĩ mô. Số biến độc lập trong mô hình còn tương đối ít do khó khăn trong thập số liệu cho nhiều biến số khác trong khi còn rất nhiều chỉ tiêu hay yếu tố nằm trong các nhóm 1, 2, 3 và 4 đã đề cập ở chương 3 có thể ảnh hưởng đến EREER. Nếu thêm nhiều biến số giải thích cho việc ước lượng EREER thì chắc chắn EREER được tính toán sẽ chính xác hơn.

Trong thực tế các biến vĩ mô được đo lường bằng nhiều cách khác nhau (như open có thể đo bằng đo lường bằng tỷ số giữa xuất khẩu so với GDP, nhập khẩu so với GDP hoặc thương mại 2 chiều so với GDP... hoặc prod có thể đo qua chỉ số TNT (relative price of non-tradable goods to tradable goods) – tỷ lệ giữa chỉ số giá của hàng hóa ngoại thương và chỉ số giá của hàng hóa phi ngoại thương, chỉ số này thường được đại diện bởi tỷ lệ giữa CPI và PPI, và thu nhập bình quân đầu người...). Do đó nếu các nghiên cứu khác sử dụng các cách tính và số liệu khác đi thì kết quả có thể dẫn đến khác nhau. Các ước lượng vì vậy cũng thiếu đi tính chắc chắn và ý nghĩa thực tiễn chưa thực sự tốt.

Việc số liệu thu thập với quãng ngắn và thiết hụt số liệu theo quý buộc luận văn đã phải chuyển từ tần suất năm sang tần suất quý theo phương pháp nội suy tuyến tính. Điều này có thể phù hợp cho việc trả lời câu hỏi nhân tố nào tác động đến tỷ giá hối đoái thực nhưng sử dụng các số liệu để ước tính và dự báo về tỷ giá hối đoái thực cân bằng là khó khăn, không có nhiều ý nghĩa thực tiễn và mức độ chính xác khó có thể kiểm chứng cụ thể.

5.4 Hướng nghiên cứu tiếp theo

Tiến hành nghiên cứu với thời lượng dài hơn và tính toán các biến số theo nhiều cách khác nhau để khắc phục hạn chế của nghiên cứu.

Đưa thêm các biến giải thích khác vào mô hình để có thể đem lại một kết quả thực nghiệm mạnh mẽ hơn với mở rộng số lượng biến giải thích như đầu tư trong nước, đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), cung tiền (M2), chênh lệch lãi suất, xuất khẩu ròng...

Xác định mức độ ảnh hưởng của tỷ giá thực đối với xuất khẩu và nhập khẩu. đây là vấn đề cơ bản và được nhiều nhà nghiên cứu quan tâm. Sự chênh lệch giữa REER và EREER có thể ảnh hưởng đến hoạt động xuất khẩu và hoạt động nhập khẩu nên các nghiên cứu trong tương lai có thể nghiên cứu xác định một mô hình định lượng để ước lượng mức độ tác động của sai lệch đối với xuất khẩu và nhập khẩu. Từ cơ sở của nghiên cứu này có thể tạo cơ sở đưa ra các chính sách sát thực tế hơn đối với xuất nhập khẩu và chính sách tỷ giá của Việt Nam.

Xem xét hướng nghiên cứu về đánh giá độ nhạy cảm đối với rủi ro tỷ giá của các doanh nghiệp Việt Nam. Đối với luận văn này tỷ giá mới chỉ tiếp cận trên góc độ vĩ mô, thực tế các chủ thể trong nền kinh tế phản ứng như thế nào đối với thay đổi của tỷ giá tại Việt Nam chưa được đề cập đến.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO TIẾNG VIỆT

Hạ Thị Thiều Dao, Phạm Thị Tuyết Trinh (2012). *Chênh lệch tỷ giá hối đoái thực đa phương và tỷ giá thực đa phương cân bằng của Việt Nam*. Tạp chí Ngân hàng, 17, 31-41

Lê Thanh Loan, 2001. *Mối quan hệ giữa độ nhạy cảm rủi ro tỷ giá và tỷ suất sinh lợi. Bằng chứng thực nghiệm ở Việt Nam*. Tạp chí Nghiên cứu quốc tế, 40

Nguyễn Văn Tiến (2012). *Giáo trình Tài chính quốc tế*: Nhà Xuất bản Thống Kê.

Phạm Thị Hoàng Anh (2010). *Các phương pháp xác định tỷ giá cân bằng*. Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng, 100, 10-17.

Vũ Quốc Huy, Nguyễn Thị Thu Hằng, Vũ Phạm Hải Đăng (2013). *Tỷ giá hối đoái giai đoạn 2000-2011: Mức độ sai lệch và tác động đối với xuất khẩu*. Dự án “Hỗ trợ nâng cao năng lực tham mưu, thẩm tra và giám sát chính sách kinh tế vĩ mô”, Ủy ban Kinh tế Quốc hội.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO TIẾNG ANH

Azam, J. P. (1999), *Institutions for Macroeconomic Stability in Africa*, Journal of African Economies, 8, 8-31.

Chinn, M. D. (2006). *A primer on real effective exchange rates: determinants, overvaluation, trade flows and competitive devaluation*. Open economies review, 17(1), 115-143.

Clark, P. B., MacDonald, R. (1999). *Exchange rates and economic fundamentals: a methodological comparison of BEERs and FEERs*. Springer Netherlands.

Clark, P. B., MacDonald, R. (2004). *Filtering the BEER: a permanent and transitory decomposition*. Global Finance Journal, 15(1), 9-56.

Dickey, D. A., Fuller, W. A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American statistical association*, 74 (366a), 427-431.

Driver, R. L., Westaway, P. F. (2005). Concepts of equilibrium exchange rates. *Bank of England Publications Working Paper*(248).

Du, C.-Y., Deng, C.-Q. (2009). An Analysis on the Relationship between RMB Interest Rate and Exchange rate Based on BEER Model. *ChinaUSA Business Review*, 8(1), 12-17.

Edwards, S., Van Wijnbergen, S. (1987). *Tariffs, the real exchange rate and the terms of trade: on two popular propositions in international economics*. National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.

Edwards, S. (1988). Real and monetary determinants of real exchange rate behavior: Theory and evidence from developing countries. *Journal of Development Economics*, 29(3), 311-341.

Edwards, S. (1989). Exchange rate misalignment in developing countries. *The World Bank Research Observer*, 4(1), 3-21.

Égert, B., Halpern, L., MacDonald, R. (2006). Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies: Taking Stock of the Issues*. *Journal of Economic surveys*, 20(2), 257-324.

Elbadawi, I. (1994). Estimating long-run equilibrium real exchange rates. *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, 3.

Feridun, M. (2005), *Can We Explain the Long-Term Real Equilibrium Exchange Rates through Purchasing Power Parity (PPP): An Empirical Investigation (1965-1995)*, *Ekonomický Casopis*, 53(3), 273-283

Goh, M. H., Kim, Y. (2006). *Is the Chinese renminbi undervalued?* *Contemporary Economic Policy*, 24(1), 116-126.

Johansen, S., 1988, *Statistical Analysis of Cointegration Vectors*, Journal of Economic Dynamics and Control, Vol. 12, No. 2–3, 231–254.

Johansen, S., 1991, *Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models*, Econometrica, Vol. 59, No. 6, 1551–1580

Jongwanich, J. (2009). Equilibrium real exchange rate, misalignment, and export performance in developing Asia. *Asian Development Bank Economics Research Paper Series*(151)

Miyajima, K. (2007). *What Do We Know About Namibia's Competitiveness?*. International Monetary Fund

Montiel, P. J. (1999). *Determinants of the long-run equilibrium real exchange rate: an analytical model*. Exchange rate misalignment: concepts and measurement for developing countries, 264-290.

Siregar, R., Rajan, R. (2006). *Models of equilibrium real exchange rates revisited: A selective review of the literature*: School of Economics, University of Adelaide.

Song, M. (2013). *The equilibrium exchange rate of RMB 2000-2011: a BEER approach*. Victoria University.

Stein, J. L. (1993). *The natural real exchange rate of the United States dollar and determinants of capital flows*: Brown University, Department of Economics.

Stein, J. L. (2001). *The equilibrium value of the euro/\$ US exchange rate: an evaluation of research*.

Servén, L., Peter, M. (2004). *Macroeconomic Stability in Developing Countries: How Much Is Enough?*. World Bank Research Observer, World Bank Group, vol. 21(2), 151-178.

Swan, T. W. (1963). Longer-run problems of the balance of payments. *The Australian Economy: A volume of readings*, 384-395. 58

Williamson, J. (1994). *Estimates of FEERS*. Estimating Equilibrium Exchange Rates, 177, 245

Wren-Lewis, S. (1992). *On the analytical foundations of the fundamental equilibrium exchange rate: International Centre for macroeconomic Modelling*

Zulfiqar, H., Adil, B. (2005), *Equilibrium Real Effective Exchange Rate and Exchange Rate Misalignment in Pakistan*, State Bank of Pakistan

PHỤ LỤC

PHỤ LỤC 1. SỐ LIỆU SỬ DỤNG TRONG NGHIÊN CỨU

Thời gian	reer	tot	gov	prod	open	dc	nfa	t
2000q1	0.12	0.07	-1.44	5.48	-0.06	0.41	0.37	0
2000q2	0.11	0.05	-1.41	5.49	-0.12	0.39	0.36	1
2000q3	0.11	0.03	-1.37	5.49	0.02	0.43	0.26	2
2000q4	0.12	0.01	-1.33	5.49	0.04	0.35	0.16	3
2001q1	0.12	-0.01	-1.31	5.50	0.02	0.37	0.12	4
2001q2	0.11	-0.02	-1.30	5.50	-0.02	0.39	0.07	5
2001q3	0.20	-0.04	-1.28	5.51	-0.04	0.43	0.04	6
2001q4	0.14	-0.05	-1.30	5.50	-0.09	0.44	0.07	7
2002q1	0.11	-0.04	-1.30	5.51	-0.08	0.46	0.10	8
2002q2	0.14	-0.02	-1.30	5.52	-0.01	0.48	0.10	9
2002q3	0.17	-0.01	-1.27	5.52	0.07	0.53	0.12	10
2002q4	0.17	0.01	-1.22	5.53	0.19	0.60	0.13	11
2003q1	0.20	0.02	-1.23	5.55	0.16	0.58	0.14	12
2003q2	0.23	0.03	-1.20	5.57	0.16	0.63	0.17	13
2003q3	0.24	0.04	-1.22	5.58	0.12	0.65	0.18	14
2003q4	0.28	0.06	-1.17	5.58	0.16	0.72	0.18	15
2004q1	0.31	0.05	-1.18	5.60	0.24	0.75	0.23	16
2004q2	0.24	0.04	-1.19	5.61	0.21	0.78	0.28	17
2004q3	0.23	0.03	-1.16	5.63	0.34	0.85	0.22	18
2004q4	0.26	0.02	-1.20	5.64	0.29	0.83	0.29	19
2005q1	0.25	0.03	-1.17	5.66	0.27	0.87	0.30	20
2005q2	0.22	0.04	-1.16	5.68	0.26	0.91	0.32	21
2005q3	0.20	0.05	-1.12	5.69	0.31	0.98	0.24	22
2005q4	0.18	0.06	-1.12	5.70	0.32	1.02	0.13	23
2006q1	0.17	0.05	-1.15	5.71	0.33	1.02	0.07	24
2006q2	0.19	0.04	-1.13	5.73	0.37	1.04	0.02	25
2006q3	0.19	0.04	-1.13	5.75	0.36	1.04	0.00	26
2006q4	0.20	0.03	-1.10	5.75	0.35	1.08	0.09	27
2007q1	0.19	0.03	-1.03	5.76	0.39	1.15	0.22	28
2007q2	0.19	0.03	-1.01	5.78	0.44	1.22	0.33	29
2007q3	0.20	0.02	-1.03	5.79	0.45	1.26	0.32	30
2007q4	0.21	0.02	-1.03	5.80	0.59	1.31	0.29	31
2008q1	0.15	0.03	-1.09	5.83	0.64	1.31	0.20	32
2008q2	0.09	0.04	-1.17	5.83	0.54	1.26	0.05	33
2008q3	0.03	0.05	-1.19	5.82	0.46	1.25	0.06	34
2008q4	-0.05	0.05	-1.15	5.80	0.30	1.30	0.05	35
2009q1	-0.07	0.04	-1.09	5.80	0.24	1.39	0.05	36
2009q2	-0.04	0.03	-1.07	5.82	0.22	1.46	0.06	37
2009q3	-0.01	0.01	-1.06	5.83	0.27	1.52	0.29	38
2009q4	0.03	0.00	-1.02	5.81	0.40	1.62	0.34	39
2010q1	0.02	0.01	-1.09	5.78	0.32	1.58	0.60	40
2010q2	0.00	0.02	-1.09	5.78	0.37	1.62	0.64	41
2010q3	0.02	0.03	-1.10	5.78	0.38	1.63	0.72	42
2010q4	0.04	0.05	-1.06	5.78	0.46	1.67	0.80	43
2011q1	0.06	0.03	-1.15	5.74	0.48	1.63	0.92	44
2011q2	0.05	0.02	-1.19	5.73	0.47	1.57	1.01	45
2011q3	0.01	0.01	-1.13	5.74	0.52	1.54	0.99	46
2011q4	-0.02	-0.01	-1.07	5.74	0.50	1.52	0.90	47
2012q1	-0.03	0.00	-0.90	5.74	0.47	1.53	0.71	48
2012q2	-0.04	0.00	-0.86	5.76	0.46	1.54	0.56	49
2012q3	-0.05	0.00	-0.85	5.77	0.50	1.49	0.50	50
2012q4	-0.06	0.00	-1.19	5.78	0.20	1.42	0.41	51
2013q1	-0.20	0.00	-1.11	5.80	0.41	1.40	0.41	52
2013q2	-0.11	0.00	-1.14	5.75	0.43	1.49	0.36	53
2013q3	-0.11	0.00	-1.33	5.80	0.42	1.46	0.34	54
2013q4	-0.11	0.00	-1.52	5.84	0.43	1.43	0.48	55

PHỤ LỤC 2. CHUỖI SỐ LIỆU SAU KHI LỌC TÍNH MÙA

