
VAI TRÒ CỦA GIỚI HẠN TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG ĐỐI VỚI QUY MÔ NỀN KINH TẾ VIỆT NAM

Phạm Duy Tính
Trường Đại học Sài Gòn
Email: pdtinh@sgu.edu.vn

Mã bài: JED - 1028
Ngày nhận bài: 09/11/2022
Ngày nhận bài sửa: 21/12/2022
Ngày duyệt đăng: 23/01/2023

Tóm tắt

Tín dụng ngân hàng là kênh truyền dẫn chính sách tiền tệ quan trọng đến tăng trưởng kinh tế. Giới hạn tăng trưởng tín dụng là một công cụ hành chính điều tiết tín dụng ngân hàng được sử dụng tại Việt Nam từ năm 2011. Nhiều nhà nghiên cứu khuyến nghị cần để các ngân hàng tự do trong việc cấp tín dụng cho nền kinh tế. Bài nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy đa biến, xem xét tác động của chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng đến quy mô nền kinh tế Việt Nam thông qua việc sử dụng biến giả chính sách cùng với các biến kiểm soát khác. Dữ liệu thứ cấp theo chuỗi thời gian từ quý I năm 2005 đến quý I năm 2022 được sử dụng để ước lượng các tham số mô hình. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng tỷ lệ tín dụng ngân hàng trên GDP có vai trò tích cực đến quy mô nền kinh tế và chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng có tác động vượt trội trong việc thúc đẩy vai trò này tại Việt Nam.

Từ khóa: Quy mô nền kinh tế, Tỷ lệ tín dụng ngân hàng trên GDP, Giới hạn tăng trưởng tín dụng.

Mã JEL: E03; E51; E52; G28

The role of credit growth limit on the economic size of Vietnam

Abstract

Bank credit is an important transmission channel of monetary policy to economic growth. Since 2011, the State Bank of Vietnam has employed the administrative instrument known as the bank credit growth limit. Many researchers advise against restricting banks' ability to lend money to the economy. The study examines the effects of credit growth limit policy on the size of the economy using a multivariable regression model with a policy dummy variable with other control variables. The article uses secondary time series data for the first quarters of 2005 through the first quarters of 2022. The study's findings indicate that the bank-credit-to-GDP ratio has a significant positive effect on economic size, and credit growth limit policy is a crucial factor that has a significant positive impact on this influence in Vietnam.

Keywords: Economic size, Bank-credit-to-GDP ratio, Credit growth limit.

JEL classifications: E03; E51; E52; G28

1. Giới thiệu

Tăng trưởng kinh tế (TTKT) là sự gia tăng về thu nhập hay sản lượng trong khoảng thời gian nhất định, thường là một năm (Phạm Duy Tính, 2020). TTKT được đo lường về mặt lượng và chất, trong đó lượng được phản ánh thông qua thu nhập của người dân và chất được phản ánh khi nền kinh tế tiến gần đến phát triển kinh tế bền vững (Hồ Tuấn, 2009). Theo quy luật lượng và chất thì cần phải đạt được sự TTKT nhất định để tạo tiền đề cho quá trình nâng cao chất lượng TTKT và giúp cho sự TTKT trở nên bền vững. Chính sách tiền tệ (CSTT) không trực tiếp tác động đến các nhân tố đảm bảo cho sự TTKT bền vững, tuy nhiên

thông qua việc kiểm soát lạm phát có thể tạo động lực để tiến đến phát triển kinh tế bền vững (Nguyễn Thị Kim Thanh, 2006).

Cuộc khủng hoảng kinh tế 2007-2008 và sự bùng phát của đại dịch Covid-19 đã có những tác động kinh tế lâu dài yêu cầu cơ quan điều tiết tiền tệ ban hành những chính sách đúng đắn nhằm điều hành nền kinh tế. CSTT với một trong những kênh truyền dẫn chính sách của nó là tín dụng ngân hàng (TDNH) đóng vai trò quan trọng trong việc đảm bảo nền kinh tế hoạt động có hiệu quả. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) đã bắt đầu sử dụng công cụ điều tiết mang tính hành chính là giới hạn tăng trưởng tín dụng (thường được biết đến dưới tên gọi “room tín dụng”) để kiểm soát chất lượng tín dụng từ năm 2011 và được giữ cho đến hiện nay (Quang Anh, 2011). Trước tình trạng nhiều ngân hàng sử dụng hết giới hạn tăng trưởng tín dụng được phân bổ trong đầu năm và các doanh nghiệp, cá nhân gặp khó khăn trong việc tiếp cận vốn thì ngày 07/09/2022, NHNN đã phát đi thông báo điều chỉnh chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2022 đối với các tổ chức tín dụng có đề nghị (Huy Thắng, 2022). Với mức điều chỉnh này, tổng mức tăng trưởng tín dụng là 13,6%, tức đã sắp chạm đến ngưỡng giới hạn tăng trưởng tín dụng được thông qua từ đầu năm là 14%. Tuy nhiên, việc vừa mới mở rộng thêm giới hạn tăng trưởng tín dụng nhưng đã hết do số lượng khách hàng đăng ký giải ngân từ trước đã làm nổi lên các ý kiến về việc gỡ bỏ giới hạn tăng trưởng tín dụng, đề nghị Chính phủ điều hành CSTT theo cơ chế thị trường. Trước những vai trò của TDNH đến TTKT cũng như tình hình sử dụng hết giới hạn tăng trưởng tín dụng trong năm 2022, yêu cầu đặt ra là cần xem xét và đánh giá lại hiệu quả của công cụ hành chính này trong việc điều hành CSTT. Bài viết góp phần bổ sung vào khoảng trống nghiên cứu về vai trò của tín dụng đối với nền kinh tế khi bị điều tiết bởi chính sách trong bối cảnh mới. Chính vì vậy, bài viết tiến hành nghiên cứu về ảnh hưởng của chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng đến TTKT tại Việt Nam trong giai đoạn 2005-2022 theo cách tiếp cận định lượng. Thông qua kết quả nghiên cứu, tác giả sẽ đề xuất một số kiến nghị có ý nghĩa thực tiễn và khoa học nhằm giúp cho NHNN điều hành CSTT một cách có hiệu quả.

2. Tổng quan nghiên cứu

Các nhà kinh tế học theo chủ nghĩa tiền tệ (Monetarist) dẫn đầu và nổi tiếng nhất là Milton Friedman đã xây dựng nên một lý thuyết về tiền tệ (Friedman's Monetary Theory) là thuyết số lượng tiền tệ (The Quantity Theory Of Money) có ảnh hưởng đến kinh tế học nhân loại (Laidler, 1981). Brunner & Meltzer (1972) đã chỉ ra được các điểm cơ bản trong lý thuyết của Friedman là (i) tiền tệ có tính trung lập trong dài hạn; (ii) tiền tệ không có tính trung lập trong ngắn hạn; (iii) tốc độ tăng cung tiền cần cố định với tốc độ tăng tổng sản phẩm quốc nội thực (GDP thực) và (iv) sự biến động của lãi suất thực chính là sự biến động của lãi suất danh nghĩa sau khi loại bỏ tác động của lạm phát. Về mặt lý thuyết, trong ngắn hạn thì CSTT có tác động đến TTKT do hiệu ứng giá cả cứng nhắc, tuy nhiên không có tác động trong dài hạn khi giá cả bắt đầu thay đổi (Brunner & Meltzer, 1972). Hiện có không ít học giả quan tâm về tác động của CSTT đến TTKT và chỉ ra rằng CSTT mở rộng có tác động tích cực đến TTKT như Vo Xuan Vinh & Nguyen Phuc Canh (2017) và Özer & Karagöl (2018). Bên cạnh đó, một số nghiên cứu chỉ ra rằng CSTT có tác động ngược trong việc thúc đẩy TTKT như của Simionescu & cộng sự (2017) và Srithilat & cộng sự (2022). Không những vậy, các CSTT phi truyền thống cũng đã có tác động tích cực đến TTKT như nghiên cứu của Edge & Meisenzahl (2011), Fiorelli & Meliciani (2019) và Li & cộng sự (2021).

Mishkin (2012) đã tổng hợp các kênh truyền dẫn của CSTT đến TTKT, trong đó có kênh tín dụng, đặc biệt là TDNH. Theo đó thì CSTT mở rộng sẽ tạo điều kiện cho các ngân hàng thuận lợi hơn trong việc cho vay do tỷ lệ dự trữ bắt buộc thấp hơn và cơ hội vay vốn từ Ngân hàng Trung Ương thông qua nghiệp vụ tái chiết khấu với lãi suất hấp dẫn hơn. Nhờ đó, các ngân hàng có thêm vốn để cho nền kinh tế vay với lãi suất thấp. Bởi vì lãi suất là chi phí sử dụng vốn của công ty nên khi lãi suất giảm thì các công ty vay nợ nhiều hơn để đầu tư nhiều hơn và dẫn đến tổng cầu trong nền kinh tế tăng lên. Kênh TDNH có vai trò quan trọng đối với các doanh nghiệp vừa và nhỏ do các công ty này bị hạn chế trong việc tiếp cận các nguồn vốn ngoài hệ thống ngân hàng. Bởi vì các công ty lớn có quy mô, hiệu quả hoạt động và uy tín cao trên thị trường có nhiều cơ hội hơn để nhận tiền từ công chúng, chẳng hạn như phát hành trái phiếu doanh nghiệp và phát hành cổ phiếu. Để kiểm tra cơ chế truyền dẫn CSTT qua kênh tín dụng, các nghiên cứu đã được thực hiện và chỉ ra xu hướng tác động tích cực đến TTKT của một quốc gia như Banerjee & Newman (1993), Giné & Townsend (2004), Beck & cộng sự (2012), Bist (2018), Matos & Santos (2020) và Mehar (2022). Không những vậy, Ho & Saadaoui (2022) chỉ ra rằng việc mở rộng TDNH có tác động tích cực đến TTKT ở các quốc gia thành

viên Hiệp hội các quốc gia Đông Nam Á (ASEAN countries) nhưng khi vượt qua một ngưỡng xác định thì không còn tác động. Bên cạnh đó, cũng tồn tại những nghiên cứu chỉ ra xu hướng trái kỳ vọng của chủ nghĩa tiền tệ như Edge & Meisenzahl (2011), Arcand & cộng sự (2015), Awad & Al Karaki (2019), Wu & cộng sự (2022). Không dừng lại ở mối quan hệ tuyến tính, hiệu ứng chữ “U” trong tác động của kênh tín dụng ngân hàng đến quy mô nền kinh tế cũng đã được chỉ ra trong các nghiên cứu của Giese & cộng sự (2014) và Pham & Nguyen (2020).

Minsky (1992) đã nghiên cứu về chất lượng của tín dụng đến khủng hoảng kinh tế và chỉ ra khoảnh khắc Minsky (Minsky Moment). Minsky (1992) phân loại các doanh nghiệp huy động vốn để đầu tư thành:

(i) Huy động vốn phòng hộ (Hedge Financing), tức là dòng tiền tương lai đảm bảo được khả năng thanh toán;

(ii) Huy động vốn đầu cơ (Speculative Financing), nguồn trả nợ một phần từ dòng tiền tương lai, phần còn lại sẽ đáo hạn khi đến kỳ thanh toán; và

(iii) Huy động vốn đa cấp (Ponzi Financing), nguồn trả nợ đến từ sự tăng giá các tài sản đầu cơ trong tương lai. Khi nền kinh tế bất ổn, dễ dẫn đến suy thoái cùng với việc đầu cơ kéo dài đủ lâu sẽ dẫn đến khủng hoảng và đầu cơ xảy ra càng lâu thì khủng hoảng càng nghiêm trọng.

Để hạn chế ảnh hưởng không mong đợi của bong bóng tín dụng đến TTKT, van der Hoog (2018) đã tiến hành nghiên cứu một nền kinh tế có mức độ phát triển tài chính cao, trong đó các doanh nghiệp cần các khoản vay từ các ngân hàng thương mại để tài trợ cho sản xuất, tài trợ nợ (Service debt) và đầu tư dài hạn. Van der Hoog (2018) chỉ ra việc giới hạn tăng trưởng tín dụng bằng cách cắt giảm tín dụng đối với các doanh nghiệp có hiệu quả tài chính không lành mạnh (bao gồm huy động vốn đầu cơ và huy động vốn đa cấp) có tác động tích cực mạnh mẽ đến TTKT. Trước tình trạng bong bóng tín dụng tại Việt Nam, NHNN cũng đã thực hiện giới hạn tăng trưởng tín dụng bằng cách phân phối chỉ tiêu tín dụng đến từng ngân hàng dựa trên các chỉ tiêu đảm bảo an toàn, chất lượng tín dụng từ năm 2011 (Quang Anh, 2011). Như vậy, việc cung cấp tín dụng cho các doanh nghiệp huy động vốn phòng hộ và việc nhận dạng và ngăn chặn tài trợ cho các doanh nghiệp vay vốn theo hình thức đầu cơ và đa cấp đóng vai trò quan trọng đối với tất cả các quốc gia.

Các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm trước đây đã chỉ ra được vai trò của TDNH đến TTKT một quốc gia cùng với cơ chế tác động của nó. Trước những ảnh hưởng tiêu cực của dòng vốn tín dụng đối với các doanh nghiệp có tình hình tài chính không lành mạnh thì các Chính phủ trên thế giới đã sử dụng nhiều biện pháp khác nhau nhằm phát hiện và ngăn chặn. Ở Việt Nam, tình hình bong bóng tín dụng đã khiến cho NHNN phải thực hiện biện pháp mệnh lệnh hành chính để điều tiết. Các nghiên cứu trước đây ở Việt Nam vẫn còn tranh cãi về xu hướng tác động của TDNH đến TTKT cũng như vai trò của giới hạn TTKT. Bài viết này sẽ tiến hành nghiên cứu và chỉ ra được chiều hướng tác động của TDNH đến quy mô nền kinh tế và vai trò chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng.

3. Mô hình, dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Các nghiên cứu khác nhau đã sử dụng nhiều mô hình khác nhau nhằm khám phá ra tác động của tăng trưởng tín dụng đến TTKT ở các nền kinh tế khác nhau. Bài nghiên cứu này được thực hiện dựa trên mô hình đề xuất của Beck & cộng sự (2012) với biến phụ thuộc là tăng trưởng GDP, đại diện cho TTKT của một quốc gia và các biến kiểm soát là lạm phát, kim ngạch xuất nhập khẩu, chi ngân sách nhà nước và đặc điểm về tôn giáo. Phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất (OLS) đã được sử dụng với các chuỗi dữ liệu thời gian của các quốc gia khác nhau để xem xét tác động của các thành phần TDNH (bao gồm tín dụng dành cho các hộ gia đình và tín dụng dành cho các doanh nghiệp) đến TTKT. Mục tiêu chính của bài viết này là nghiên cứu vai trò của TDNH đến TTKT nên sẽ không phân tách TDNH thành các cấu phần giống như nghiên cứu của Beck & cộng sự (2012). Không những vậy, do sự khác nhau về phương pháp nghiên cứu nên tác giả đã loại bỏ biến đặc điểm về tôn giáo (Religious Composition) trong mô hình đề xuất. Cụ thể, Beck & cộng sự (2012) sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu chuỗi thời gian gộp (Pooled OLS) nên yêu cầu cần phải tìm ra nhân tố đại diện cho sự khác nhau giữa các quốc gia nhưng không thay đổi theo thời gian để đảm bảo tính không chệch của các ước lượng.

Ngoài ra, các nghiên cứu của Özer & Karagöl (2018), Matos & Santos (2020), Phạm Duy Tính (2021) đã chỉ ra rằng lãi suất (đặc biệt là lãi suất cho vay) có tác động đến TTKT dù là ngắn hay dài hạn nên biến lãi suất cho vay được đưa thêm vào mô hình như biến kiểm soát. Tác giả thực hiện mở rộng mô hình để kiểm

tra sự hiện diện tác động của chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng đến kênh truyền dẫn TDNH. Do đó, mối quan hệ tương tác giữa biến tỷ lệ TDNH trên GDP và biến giá của chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng được thêm vào mô hình.

Mô hình được đề xuất để xác định tác động của tăng trưởng tín dụng và chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng đến TTKT có dạng như sau:

$$GDP_t = \beta_0 + \beta_1.Credit_t + \beta_2.Credit_t.CreditGrowthLimit_t + \beta_3.Rate_t + \beta_4.CPI_t + \beta_5.Trade_t + \beta_6.Budget_t + \varepsilon_t$$

Trong đó:

- Biến phụ thuộc là GDP: tổng sản phẩm quốc nội, đại diện cho TTKT.
- Biến độc lập là Credit: tỷ lệ dư nợ tín dụng ngân hàng trên tổng sản phẩm quốc nội.
- Biến chính sách là CreditGrowthLimit: đây là biến giả với giá trị 1 đối với các quý kể từ quý I năm 2011 và bằng 0 đối với các quý trước. Nguyên nhân là do chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng được thực thi kể từ năm 2011.

Các biến kiểm soát bao gồm:

- Rate: lãi suất cho vay.
- CPI: chỉ số giá tiêu dùng, được sử dụng để đại diện cho lạm phát.
- Trade: tỷ lệ kim ngạch xuất nhập khẩu trên tổng sản phẩm quốc nội.
- Budget: tỷ lệ thâm hụt ngân sách nhà nước (Thu ngân sách – chi ngân sách) trên tổng sản phẩm quốc nội.

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập theo tần suất quý trong giai đoạn Quý I năm 2005 – Quý I năm 2022 với 69 quan sát được thu thập từ các nguồn dữ liệu đáng tin cậy như: IMF, Bộ Tài chính, Fiiipro (Xem chi tiết tại Bảng 1).

Bảng 1. Mô tả dữ liệu nghiên cứu

Ký hiệu biến	Tên biến và cách tính	Đơn vị	Nguồn dữ liệu
GDP	Giá trị thực của tổng sản phẩm quốc nội	Tỷ đồng	Fiiipro
Credit	Được tính toán từ dư nợ tín dụng ngân hàng chia cho giá trị danh nghĩa của tổng sản phẩm quốc nội	Lần	Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF) Fiiipro
Rate	Lãi suất cho vay	%/Năm	Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF)
CPI	Chỉ số giá tiêu dùng, được tính tỷ lệ theo cùng kỳ năm trước (year-over-year)	%	Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF)
Trade	Được tính toán từ tổng kim ngạch nhập khẩu và xuất khẩu (Triệu USD) chia cho giá trị danh nghĩa của tổng sản phẩm quốc nội (tỷ VND)	USD/ nghìn VND	Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF) Fiiipro
Budget	Ngân sách nhà nước được tính từ thu ngân sách trừ chi ngân sách chia cho giá trị danh nghĩa của tổng sản phẩm quốc nội	Lần	Bộ Tài chính (MOF) Fiiipro

Nguồn: Tác giả tổng hợp.

Nghiên cứu được thực hiện với hai giả thuyết nghiên cứu chính. Dựa vào lý thuyết và kết quả nghiên cứu thực nghiệm trước đây, tác giả kỳ vọng rằng TDNH và TTKT sẽ biến thiên cùng chiều. Do đó, giả thuyết nghiên cứu thứ nhất là tăng trưởng TDNH có tác động tích cực đến TTKT Việt Nam. Việc thực thi chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng có ít nghiên cứu được thực hiện, chưa thấy rõ được vai trò của chính sách này đến TTKT. Chính vì vậy mà giả thuyết nghiên cứu thứ hai là chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng

có ảnh hưởng đến tác động của tăng trưởng TDNH đến TTKT.

4. Kết quả nghiên cứu

Các chuỗi dữ liệu GDP thực và danh nghĩa được loại bỏ tính chu kỳ và mùa vụ bằng công cụ Census X12 trong Eviews 10, trong đó giá trị GDP thực được ký hiệu trong mô hình là GDP_sa. Các tỷ lệ Credit, Trade và Budget được tính tương ứng dựa trên cách thức được trình bày tại Bảng 1 theo GDP danh nghĩa sau khi đã điều chỉnh tính chu kỳ và mùa vụ nên được ký hiệu là Credit_sa, Trade_sa và Budget_sa. Biến GDP_sa và Credit_sa được lấy logarit tự nhiên để đưa vào mô hình và được ký hiệu là LGDP_sa và LCredit_sa. Kết quả kiểm định tính dừng cho thấy các chuỗi dữ liệu đưa vào phương trình đều có tính dừng ở bậc gốc.

Mô hình đề xuất được tiến hành ước lượng theo phương pháp bình phương nhỏ nhất và tiến hành kiểm định các giả thuyết của mô hình. Kết quả cho thấy không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến hoàn hảo, phần dư có phân phối chuẩn, sai số có phương sai không đổi ở mức ý nghĩa 1% (Bảng 3).

Mặc dù không tồn tại đa cộng tuyến hoàn hảo nhưng nhân tử phóng đại phương sai của hệ số ước lượng biến tương tác giữa chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng TDNH (LCredit_sa*

Bảng 2. Kết quả kiểm định tính dừng

Tên biến	Bậc gốc			
	Giá trị thống kê t	Giá trị tới hạn 1%	Giá trị tới hạn 5%	Giá trị tới hạn 10%
LGDP_sa	-2,881526	-3,720600	-3,148400	-2,851000 *
LCredit_sa	-2,590511	-3,530030	-2,904848	-2,589907*
Rate	-3,382774	-4,100935	-3,478305	-3,166788*
CPI	-4,292585	-4,110440	-3,482763**	-3,169372
Trade_sa	-4,027999	-4,098741	-3,477275**	-3,166190
Budget_sa	-3,794050	-4,107947	-3,481595**	-3,168695

Ghi chú: *, **, *** là ký hiệu chỉ ra có ý nghĩa thống kê ở các mức ý nghĩa lần lượt là 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tính toán từ Eviews 10 của tác giả.

CreditGrowthLimit) có giá trị lớn, cho thấy có hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng trong mô hình nghiên cứu (Xem Bảng 4). Tuy nhiên, hiện tượng đa cộng tuyến này không ảnh hưởng đến kết quả suy diễn do hệ số ước lượng của LCredit_sa* CreditGrowthLimit trong mô hình vẫn có ý nghĩa thống kê (Wooldridge, 2012).

Bảng 3. Các chuẩn đoán phần dư của mô hình

Loại kiểm định	Phân phối chuẩn phần dư	Phương sai sai số không đổi	Không có hiện tượng tự tương quan phần dư
Giá trị thống kê	Jarque-Bera: 5,968711	White (Obs*R-squared): 15,74641	Breusch-Godfrey: 33,89057
P-value	0,050572	0,015200	0,000000

Nguồn: Tính toán từ Eviews 10 của tác giả.

Kết quả kiểm định hiện tượng tự tương quan cho thấy ở mức ý nghĩa 1% thì phần dư của mô hình có hiện tượng tự tương quan (Xem Bảng 3). Lúc này các các tham số ước lượng theo OLS vẫn vững nhưng không còn tính hiệu quả, để các suy diễn thống kê từ mẫu có giá trị thì sai số chuẩn cải thiện theo Newey & West (1987) được sử dụng.

Mô hình viết dưới dạng phương trình:

$$LGDP_t = 14,7812 + 0,483649LCredit_t + 0,728579LCredit_t * CreditGrowthLimit_t - 0,100717Rate_t + 0,009621CPI_t - 11,90595Trade_t + 1,713119Budget_t + \epsilon_t$$

Mô hình được sử dụng để kiểm tra tác động của tăng trưởng tín dụng lên TTKT trong giai đoạn 2005-2022 có giá trị thống kê F là 40,35333 và P-value ở mức 0,0000. Việc này cho thấy với mẫu thu thập được

Bảng 4. Chuẩn đoán hệ số ước lượng của mô hình

Tên biến	Nhân tử phóng đại phương sai (VIF)
LCredit_sa	5,758837
LCredit_sa* CreditGrowthLimit	10,62415
Rate	5,329976
CPI	3,343429
Trade_sa	1,790658
Budget_sa	2,110996

Nguồn: Tính toán từ Eviews 10 của tác giả.

Bảng 5. Kết quả hồi quy đa biến theo phương pháp OLS

Tên biến	Hệ số	Sai số chuẩn	Giá trị thống kê t	P-value
Hệ số chặn	14,78123	0,818959	18,04879	0,0000
LCredit_sa	0,483649	0,244990	1,974155	0,0528
LCredit_sa* CreditGrowthLimit	0,728579	0,286336	2,544494	0,0134
Rate	-0,100717	0,038398	-2,622973	0,0110
CPI	0,009621	0,015092	0,637475	0,5262
Trade_sa	-11,90595	17,26646	-0,689542	0,4931
Budget_sa	1,713119	1,966408	0,871192	0,3870

Nguồn: Tính toán từ Eviews 10 của tác giả.

thì mô hình đề xuất là phù hợp, có ý nghĩa để tiến hành diễn giải các ý nghĩa kinh tế. Hệ số hiệu chỉnh (Adjusted-R Squared) cho thấy 79,61% sự biến động của TTKT được giải thích bởi biến độc lập và các biến kiểm soát trong mô hình.

Nghiên cứu này tập trung vào điều tra thực nghiệm về tác động của tăng trưởng tín dụng nên hệ số hồi quy được quan tâm chính là 0,483649. Hệ số hồi quy này có giá trị thống kê t là 1,974155 và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 10%. Do đó, về mặt thống kê thì tỷ lệ tín dụng trên GDP tăng (giảm) 1% thì quy mô nền kinh tế (đại diện bởi GDP) cũng tăng (giảm) 0,48% ở mức ý nghĩa 10%. Về ý nghĩa kinh tế, khi tỷ lệ tín dụng trên GDP tăng có tác động tích cực đến quy mô nền kinh tế, góp phần thúc đẩy TTKT hướng đến phát triển bền vững. Kết quả nghiên cứu này trái ngược với kết quả chỉ ra bởi Pham & Nguyen (2020) về tác động của TDNH đến nền kinh tế tại Việt Nam. Tuy nhiên, lý thuyết tiền tệ của Friedman đã ủng hộ cho xu hướng tác động mà tác giả chỉ ra. Không những vậy, các nghiên cứu thực nghiệm trước đây ở các quốc gia khác nhau cũng đã ủng hộ kết quả nghiên cứu này. Bởi vì nguồn vốn tín dụng đóng vai trò quan trọng trong phát triển kinh tế của Việt Nam do nhiều cá nhân, doanh nghiệp chủ yếu sử dụng đòn bẩy tài chính để hoạt động kinh doanh thay vì dùng nguồn lực có hạn của vốn chủ sở hữu. Khi mức tín dụng trong nền kinh tế tăng, với mức chi phí sử dụng vốn hiện hữu, nhà đầu tư có thể huy động vốn nhiều hơn để đáp ứng nhu cầu đầu tư mới và mở rộng sản xuất kinh doanh nên sản lượng thực sẽ gia tăng theo (Phạm Duy Tính, 2021). Ngoài ra, hệ thống tài chính phát triển dưới sự đại diện của tăng trưởng tín dụng giúp cho việc phân bổ vốn hiệu quả hơn giữa các doanh nghiệp, thúc đẩy hoạt động tái cơ cấu, nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Giné & Townsend, 2004, Beck & cộng sự, 2012, Bist, 2018). Xét về tín dụng cho hộ gia đình, nguồn vốn tín dụng tạo điều kiện cho người nghèo đầu tư vào việc cải thiện năng lực học vấn, giúp cho trình độ lao động tăng

cao, góp phần kích thích TTKT (Banerjee & Newman, 1993, Beck & cộng sự, 2012).

Đối với giả thuyết nghiên cứu thứ hai, hệ số hồi quy biến tương tác giữa tỷ lệ tín dụng trên GDP và chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 5%. Do đó, kết luận về mặt kinh tế thì chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng đã phát huy hiệu quả trong việc góp phần gia tăng tác động tích cực của tỷ lệ tín dụng trên GDP đến quy mô nền kinh tế thêm 0,73%. Ta thấy được mức hiệu quả này cao hơn cả tác động hiện hữu của tỷ lệ tín dụng trên GDP là 0,48%. Như vậy, chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng không chỉ có tác động đến kênh truyền dẫn CSTT đến TTKT là TDNH mà còn có hiệu quả vượt trội. Chính sách này đã phát huy hiệu quả khi giúp các ngân hàng quan tâm nhiều hơn vào chất lượng tín dụng, yêu cầu tìm cách tối đa hóa lợi nhuận trước khả năng cấp tín dụng giới hạn. Do đó, các khoản cấp tín dụng sẽ được thẩm định chặt chẽ hơn, việc kiểm tra mục đích sử dụng vốn sẽ được thực hiện thường xuyên để kịp thời phát hiện những khoản cấp tín dụng có vấn đề và đưa ra phương hướng khắc phục, yêu cầu thu hồi nợ. Lúc này, tình trạng vốn tín dụng bị chảy vào các lĩnh vực phi tiêu dùng, phi sản xuất và phi thương mại, vốn được biết đến nhiều là “đầu cơ bất động sản từ vốn tín dụng ngân hàng” được hạn chế.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Dựa trên cách tiếp cận định lượng, bài nghiên cứu đã cung cấp được bằng chứng thực nghiệm về vai trò của tỷ lệ tín dụng trên GDP và chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng đến quy mô nền kinh tế Việt Nam. Đúng với kỳ vọng nghiên cứu ban đầu, gia tăng tỷ lệ tín dụng trên GDP giúp góp phần gia tăng quy mô nền kinh tế được đo lường bởi GDP. Bằng chứng mới cho thấy chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng có hiệu quả vượt trội, giúp thúc đẩy vượt bậc hiệu ứng tích cực của kênh truyền dẫn CSTT là TDNH.

Từ những kết quả thu được, bài nghiên cứu đề xuất một số hàm ý trong việc điều hành CSTT thông qua kênh truyền dẫn là TDNH nhằm đạt được mục tiêu về TTKT như sau:

Thứ nhất, Pham & Nguyen (2020) chỉ ra tác động tiêu cực của tăng trưởng tín dụng đến TTKT trong giai đoạn 2005-2017 do tồn tại hiệu ứng chữ “U” ngược tại nền kinh tế Việt Nam. Tức là mức tín dụng được cung ứng vượt quá khả năng hấp thụ của nền kinh tế sản xuất, cho nên dòng vốn tín dụng đã chảy sang các lĩnh vực phi sản xuất, đặc biệt là bất động sản. Do đó, để tiếp tục phát huy hiệu quả của dòng vốn TDNH đã đạt được trong giai đoạn hiện nay thì cần kiểm soát chặt chẽ TDNH. Thực hiện việc giám sát và kiểm soát thường xuyên hơn nữa hoạt động cho vay tại các ngân hàng thương mại để dòng vốn tín dụng tiếp tục chảy vào sản xuất kinh doanh ở các doanh nghiệp, hộ kinh doanh và vào yếu tố con người thông qua các khoản vay của cá nhân, người lao động.

Thứ hai, chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng đã phát huy hiệu quả trong việc kiểm soát lạm phát và góp phần ổn định giá cả hàng hóa trong nước. Với đặc điểm nền kinh tế vẫn chưa có các giải pháp hữu hiệu để hạn chế tình trạng đầu cơ bất động sản bằng nguồn vốn tín dụng thì giới hạn tăng trưởng tín dụng được xem là một giải pháp tối ưu hiện nay. Do đó, NHNN cần tiếp tục thực hiện công cụ này để đảm bảo được chất lượng tín dụng, khắc phục tình trạng mở rộng tiền tệ qua kênh tín dụng quá mức dẫn đến lạm phát gia tăng nhưng hiệu quả thúc đẩy TTKT thấp.

Tài liệu tham khảo

- Arcand, J.L., Berkes, E. & Panizza, U. (2015), ‘Too much finance?’, *Journal of Economic Growth*, 20, 105-148.
- Awad, I.M. & Al Karaki, M.S. (2019), ‘The impact of bank lending on Palestine economic growth: an econometric analysis of time series data’, *Financial Innovation*, 5(14). DOI: 10.1186/s40854-019-0130-8.
- Banerjee, A.V. & Newman, A.F. (1993), ‘Occupational Choice and the Process of Development’, *Journal of Political Economy*, 101, 274-298.
- Beck, T., Berrak, B., Rioja, F. & Valev, N.T. (2012), ‘Who Gets the Credit? And Does It Matter? Household vs. Firm

-
- Lending Across Countries', *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 12, 1-46.
- Bist, J.P. (2018), 'Financial development and economic growth: Evidence from a panel of 16 African and non-African low-income countries', *Cogent Economics & Finance*, 6(1). DOI: 10.1080/23322039.2018.1449780.
- Brunner, K. & Meltzer, A.H. (1972), 'Friedman's Monetary Theory', *Journal of Political Economy*, 80, 837-851.
- Edge, R.M. & Meisenzahl, R.R. (2011), 'The Unreliability of Credit-to-GDP Ratio Gaps in Real Time: Implications for Countercyclical Capital Buffers', *International Journal of Central Banking*, 7(4), 261-298.
- Fiorelli, C. & Meliciani, V. (2019), 'Economic growth in the era of unconventional monetary instruments: A FAVAR approach', *Journal of Macroeconomics*, 62. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2019.01.004>.
- Giese, J., Andersen, H., Bush, O., Castro, C., Farag, M. & Kapadia, S. (2014), 'The Credit-to-GDP gap and complementary indicators for macroprudential policy: evidence from the UK', *International Journal of Finance & Economics*, 19, 25-47.
- Giné, X. & Townsend, R.M. (2004), 'Evaluation of financial liberalization: a general equilibrium model with constrained occupation choice', *Journal of Development Economics*, 74, 269-307.
- Ho, S.-H. & Saadaoui, J. (2022), 'Bank credit and economic growth: A dynamic threshold panel model for ASEAN countries', *International Economics*, 170, 115-128.
- Hồ Tuấn (2009), 'Giải pháp nâng cao chất lượng tăng trưởng công nghiệp Việt Nam trong quá trình hội nhập quốc tế (Nghiên cứu điển hình ngành dệt may)', Luận án tiến sĩ, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân.
- Huy Thắng (2022), 'NHNN: Đã gửi thông báo chỉ tiêu tới các ngân hàng được 'nới room' tín dụng', *Báo Điện tử Chính phủ*, truy cập lần cuối ngày 07 tháng 09 năm 2022 từ <<https://baochinhphu.vn/nhnn-da-gui-thong-bao-chi-tieu-toi-cac-ngan-hang-duoc-noi-room-tin-dung-102220907130815337.htm>>.
- Laidler, D. (1981), 'Monetarism: An Interpretation and an Assessment', *The Economic Journal*, 91, 1-28.
- Li, Y., Sun, Y. & Chen, M. (2021), 'An Evaluation of the Impact of Monetary Easing Policies in Times of a Pandemic', *Frontiers in Public Health*, 8, 627001. DOI: 10.3389/fpubh.2020.627001.
- Matos, P. & Santos, D.A.V. (2020), 'A Note on the Effect of Decomposing Credit for Explaining Brazilian Cross-State GDP Growth', *Revista Brasileira de Economia*, 74, 155-166.
- Mehar, M.A. (2022), 'Role of monetary policy in economic growth and development: from theory to empirical evidences', *Asian Journal of Economics and Banking*. DOI: <https://doi.org/10.1108/AJEB-12-2021-0148>.
- Minsky, H. (1992), *The Financial Instability Hypothesis*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper, No.74.
- Mishkin, F.S. (2012), *The economics of money, banking, and financial markets*, Tenth edition, Pearson College Div, USA.
- Newey, W.K. & West, K.D. (1987), 'A Simple, Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix', *Econometrica*, 55, 703-708.
- Nguyễn Thị Kim Thanh (2006), 'Tác động của tín dụng đến tăng trưởng và lạm phát', *Ngân hàng Nhà nước Việt Nam*, Truy cập lần cuối ngày 20 tháng 10 năm 2022 từ <<https://www.sbv.gov.vn/webcenter/portal/vi/links/cm255?dDocName=CNTHWEBAP01162524996>>.
- Özer, M. & Karagöl, V. (2018), 'Relative effectiveness of monetary and fiscal policies on output growth in Turkey: an ARDL bounds test approach', *Equilibrium-Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, 13(3), 391-409.
- Phạm Duy Tính (2020), 'Tác động của chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa đến tăng trưởng kinh tế', Luận văn Thạc sĩ, Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh.
- Phạm Duy Tính (2021), 'Tác động của các chính sách điều tiết vĩ mô nền kinh tế Việt Nam', *Tạp chí Thị trường Tài chính Tiền tệ*, 16(577), 39-43.
- Pham, H. & Nguyen, P. (2020), 'Empirical research on the impact of credit on economic growth in Vietnam', *Management Science Letters*, 10, 2897-2904.
- Quang Anh (2011), 'Tăng trưởng tín dụng 2011: Điều chỉnh và áp lực', *Ngân hàng Nhà nước Việt Nam*, Truy cập lần cuối ngày 06 tháng 11 năm 2022 từ <<https://www.sbv.gov.vn/webcenter/portal/vi/links/>>
-

cm196?dDocName=CNTHWEBAP01162531369>.

- Simionescu, M., Popescu, J. & Firescu, V. (2017), 'The relationship between gross domestic product and monetary variables in Romania, A Bayesian approach', *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 30, 464-476.
- Srithilat, K., Samatmanivong, T., Lienpaserth, V., Chanthavixay, P., Boundavong, V. & Douangty, V. (2022), 'The Effect of Monetary Policy on Economic Growth in Lao PDR', *International Journal of Economics and Financial Issues*, 12, 67-74.
- van der Hoog, S. (2018), 'The Limits to Credit Growth: Mitigation Policies and Macroprudential Regulations to Foster Macrofinancial Stability and Sustainable Debt', *Computational Economics*, 52, 873-920. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10614-017-9714-4>.
- Vo Xuan Vinh & Nguyen Phuc Canh (2017), 'Monetary Policy Transmission in Vietnam: Evidence from a VAR Approach', *Australian Economic Papers*, 56, 27-38.
- Wu, S., Wu, L. & Zhao, X. (2022), 'Impact of the green credit policy on external financing, economic growth and energy consumption of the manufacturing industry', *Chinese Journal of Population, Resources and Environment*, 20, 59-68.
- Wooldridge, M.J. (2012), *Introductory Econometrics: A Modern Approach (5th Edition)*, Cengage Learning, USA.