
TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ MỸ ĐẾN CÁC YẾU TỐ VĨ MÔ Ở VIỆT NAM VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

Ngô Hoàng Thảo Trang

Khoa Kinh tế - Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

Email: trangnht@ueh.edu.vn

Ngô An*

Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

Email: anngo.31211022712@st.ueh.edu.vn

Mã bài: JED-2112

Ngày nhận: 28/11/2024

Ngày nhận bản sửa: 04/04/2025

Ngày duyệt đăng: 10/06/2025

DOI: 10.33301/JED.VI.2112

Tóm tắt:

Một chính sách tiền tệ thắt chặt của Mỹ có ý nghĩa quan trọng trong việc hoạch định chính sách tiền tệ của một quốc gia khác. Nghiên cứu tìm hiểu tác động của lãi suất hiệu lực FED đến các yếu tố kinh tế vĩ mô của Việt Nam như lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tiền gửi, lãi suất cho vay, tỷ giá, lạm phát trong giai đoạn 01/2000-12/2023. Kết quả nghiên cứu cho thấy trước một cú sốc trong chính sách tiền tệ thắt chặt của Mỹ, các mặt bằng lãi suất của Việt Nam có xu hướng tăng lên trong ngắn hạn, sau đó giảm xuống và quay trở lại cân bằng trong dài hạn. Phản ứng của tỷ giá là không có ý nghĩa thống kê trước một cú sốc trong chính sách tiền tệ của Mỹ, và phản ứng của lạm phát có xu hướng giảm trong ngắn hạn. Từ đó rút ra những hàm ý chính sách cho các nhà điều hành kinh tế để chuẩn bị trước các đợt thắt chặt trong tương lai của chính sách tiền tệ Mỹ.

Từ khoá: Chính sách tiền tệ Mỹ, chính sách tiền tệ Việt Nam, kinh tế Việt Nam.

Mã JEL: E52, E58, E59.

The impact of US monetary policy on macroeconomic factors in Vietnam and policy implications

Abstract:

A tight US monetary policy is important in the monetary policy planning of other countries. The study investigates the impact of the Fed's effective interest rate on Vietnam's macroeconomic determinants such as refinancing interest rates, deposit interest rates, lending interest rates, exchange rates, and inflation in the period 01/2000-12/2023. The results reveal that in the face of a shock in the US's tight monetary policy, Vietnam's interest rates tend to increase in the short term, then decrease and return to equilibrium in the long term. The exchange rate response is statistically insignificant in the face of a shock in the US's monetary policy, and the inflation response tends to decrease in the short term. From there, policy implications are drawn for economic operators to prepare for future tightening in the US's monetary policy.

Keywords: US monetary policy, Vietnam monetary policy, Vietnam economy.

JEL Codes: E52, E58, E59

1. Giới thiệu

Tác động của một sự thay đổi trong chính sách tiền tệ Mỹ đến nền kinh tế ở các quốc gia khác vốn là chủ đề nghiên cứu quan trọng trong lĩnh vực kinh tế vĩ mô theo thời gian (Edwards & Khan, 1985; Valente, 2009; Georgiadis, 2016). Đối với những quốc gia tự do hoá dịch chuyển dòng vốn, khi Mỹ bắt đầu tăng lãi suất buộc quốc gia phải đưa ra những đánh đổi nhất định, dòng vốn sẽ tháo chạy để tìm kiếm suất sinh lợi cao hơn, quốc gia sẽ phải lựa chọn giữa một cơ chế tỷ giá ổn định bằng cách tăng lãi suất trong nước, hay nên giữ

nguyên lãi suất để khuyến khích chi tiêu dùng và chi đầu tư nhưng phải chịu sự mất giá lớn của đồng nội tệ?

Những khác biệt trong tác động của chính sách tiền tệ thắt chặt của Mỹ giữa các thị trường mới nổi và các nền kinh tế tiên tiến phần lớn phản ánh sự chênh lệch về chế độ tỷ giá và các đặc điểm kinh tế vĩ mô cơ bản. Thông qua lý thuyết ngang bằng lãi suất, ban đầu dòng vốn là ngưng di chuyển, khi Mỹ tăng lãi suất làm cho suất sinh lợi nước ngoài cao hơn suất sinh lợi trong nước, dòng vốn đổ về nơi có suất sinh lợi cao hơn dẫn đến cầu ngoại tệ gia tăng, làm cho nội tệ có xu hướng mất giá. Nếu quốc gia tự do hoá dịch chuyển dòng vốn với chế độ tỷ giá cố định sẽ phải tăng lãi suất để tránh áp lực mất giá, hoặc sẽ để cho đồng nội tệ mất giá và không đổi lãi suất nếu quốc gia theo cơ chế thả nổi tỷ giá, hoặc sẽ vừa thả nổi vừa tăng lãi suất dần dần để không gây sốc đến nền kinh tế. Tuy nhiên, vấn đề sẽ phức tạp hơn nếu một quốc gia đang trải qua một nền tảng kinh tế vĩ mô yếu kém, làm cho yếu tố kỳ vọng về tỷ giá xuất hiện theo chiều hướng nội tệ mất giá, nếu cộng với áp lực Mỹ tăng lãi suất sẽ càng làm cho dòng vốn tháo chạy nhiều hơn.

Có thể thấy, những nghiên cứu trong nước khi tìm hiểu về truyền dẫn tiền tệ xem xét lãi suất hiệu lực Fed như là một biến ngoại sinh mà chưa thực sự đi sâu vào tìm hiểu tác động của biến số này đến các yếu tố vĩ mô quốc gia. Vì vậy, nghiên cứu đi sâu vào tìm hiểu tác động của lãi suất hiệu lực Fed đến các yếu tố vĩ mô của Việt Nam, bao gồm lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tiền gửi, lãi suất cho vay, tỷ giá và lạm phát ở Việt Nam, trong giai đoạn từ tháng 01/2000 đến tháng 12/2023, với mục tiêu của nghiên cứu nhằm: (i) Phân tích tác động của chính sách tiền tệ Mỹ đến các yếu tố vĩ mô của Việt Nam thông qua mô hình SVAR; (ii) Đề xuất các hàm ý chính sách thích hợp giúp giảm thiểu tác động đến nền kinh tế Việt Nam khi Mỹ thay đổi chính sách tiền tệ. Bài viết được cấu trúc thành 5 phần: phần 1 giới thiệu, phần 2 cơ sở lý thuyết, phần 3 trình bày về dữ liệu và phương pháp nghiên cứu, phần 4 phân tích kết quả. Cuối cùng, nhóm tác giả đưa ra kết luận và hàm ý chính sách ở phần 5.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Cơ sở lý thuyết nền

Ngang bằng lãi suất (IRP)

IRP giả định rằng dòng vốn được tự do di chuyển, nhà đầu tư trung tính với rủi ro, tài sản trong nước và nước ngoài là thay thế hoàn hảo. IRP được xác lập khi suất sinh lợi kỳ vọng nước ngoài bằng với suất sinh lợi trong nước ($ROR^{(e)} = ROR$), với i^* là lãi suất nước ngoài, i là lãi suất trong nước, E_t là tỷ giá kỳ vọng, E_t là tỷ giá giao ngay và θ_t là phí bù rủi ro của quốc gia. Theo đó, công thức ngang bằng lãi suất được minh hoạ trong phương trình (1) như sau:

$$\underbrace{i}_{ROR} = \underbrace{i^* + \frac{E_{t+1}^{(e)} - E_t}{E_t}}_{ROR^{(e)*}} + \theta_t \quad (1)$$

Khi i^* tăng, dòng vốn tự do lưu chuyển sẽ đổ về nơi có suất sinh lợi cao hơn khiến cầu ngoại tệ gia tăng, dưới một cơ chế tỷ giá thả nổi làm cho nội tệ có xu hướng mất giá, làm cho cân bằng của phương trình được tái lập trong điều kiện θ_t là không đổi. Nếu lựa chọn giữ nguyên i để thúc đẩy kinh tế yếu kém trong nước và để tỷ giá biến động theo chiều hướng nội tệ mất giá, sẽ làm cho chi phí nhập khẩu của quốc gia tăng lên, từ đó tác động đến yếu tố lạm phát (Fischer, 2015). Nếu nội tệ mất giá quá lớn và quốc gia muốn ổn định ngoại thương và đầu tư sẽ buộc phải tăng lãi suất i , tuy nhiên mặt trái là sự đánh đổi trong chi đầu tư và chi tiêu dùng trong nước (Rittenberg, 2007). Mặt khác, một cơ chế tỷ giá cố định và một dòng vốn di chuyển tự do sẽ khiến chính sách tiền tệ phải thắt chặt để tránh mất giá nội tệ và thu hút vốn trở lại.

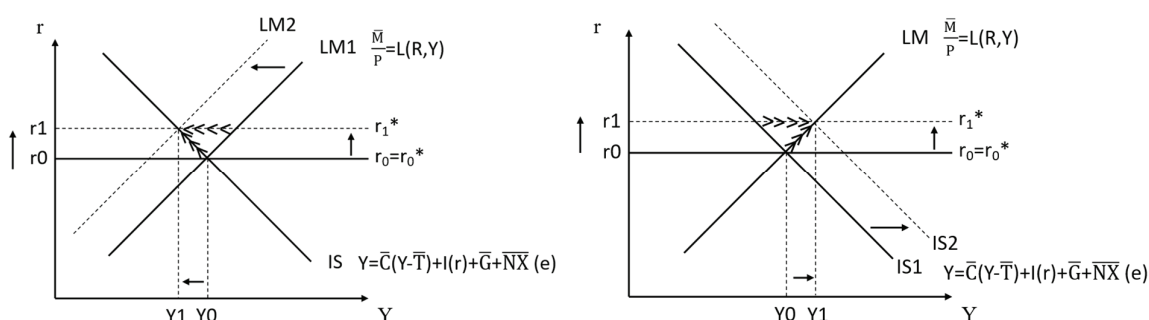
Trong trường hợp θ_t thay đổi khi i^* tăng sẽ càng làm cho suất sinh lợi nước ngoài lớn hơn suất sinh lợi trong nước mà sự gia tăng trong E_t không thể bù đắp được. Những yếu tố thuộc về nền tảng kinh tế vĩ mô của quốc gia nếu biến động theo chiều hướng xấu đi sẽ làm cho dòng vốn có xu hướng tháo chạy ra khỏi quốc gia, cầu ngoại tệ gia tăng, làm cho xuất hiện và biến động theo chiều hướng nội tệ mất giá. Nếu quốc gia lựa chọn những biện pháp hành chính như đánh thuế lên dòng vốn tháo chạy, cộng với môi trường kinh tế yếu kém trong nước, lúc này phí bù rủi ro của quốc gia xuất hiện, ảnh hưởng cộng gộp vào sự gia tăng trong suất sinh lợi tại nước ngoài và làm cho dòng vốn tháo chạy nhiều hơn.

Mô hình Mundell-Fleming

Mô hình Mundell-Fleming giả định rằng nền kinh tế là một nền kinh tế nhỏ, mở, tài sản trong nước và

nước ngoài thay thế hoàn hảo cho nhau, giá cả là cứng nhắc trong ngắn hạn và không có bất kì hạn chế nào đối với việc di chuyển vốn qua biên giới. Lãi suất nước ngoài r^* tăng ($r^* > r$) khiến dòng vốn đổ ra ngoài để tìm kiếm nơi có suất sinh lời cao hơn, cầu ngoại tệ lớn hơn cung ngoại tệ, làm cho nội tệ mất giá. Một cơ chế tỷ giá cố định sẽ buộc quốc gia phải xuất dự trữ ngoại hối để cân bằng cung cầu ngoại tệ, làm cung tiền trong nước giảm, khiến cho lãi suất r tăng lên trên thị trường tiền tệ và đường LM dịch chuyển sang trái. Lãi suất r tăng khiến sản lượng Y giảm qua đầu tư I , đường IS di chuyển sang trái, hình thành nên điểm cân bằng mới. Một cơ chế tỷ giá cố định sẽ làm cho chính sách tiền tệ trong nước thất bại bị động, và dự trữ ngoại hối của quốc gia suy giảm. Mặt khác, dưới một cơ chế tỷ giá thả nổi, nội tệ mất giá làm cải thiện cán cân thương mại khiến đường IS dịch phải. Sản lượng Y trong nước cao hơn làm cầu tiền dịch chuyển sang phải trên thị trường tiền tệ, từ đó làm tăng r . Điểm cân bằng mới được thiết lập - với lãi suất r và sản lượng Y cao hơn. Như vậy, khi r^* tăng lên, dưới bất kỳ cơ chế tỷ giá nào thì lãi suất trong nước đều sẽ phải tăng để bù đắp cho sự chênh lệch với lãi suất nước ngoài.

Hình 1: Mô hình Mundell-Fleming dưới cơ chế tỷ giá cố định (trái) và cơ chế tỷ giá thả nổi (phải)



Nguồn: Minh họa của nhóm tác giả khi có sự thay đổi trong lãi suất nước ngoài.

Mối quan hệ giữa lãi suất, tỷ giá và lạm phát

Phương trình Fisher¹ hàm ý với một mức lạm phát cao hơn, ngân hàng trung ương sẽ phải tăng lãi suất danh nghĩa tương ứng để kiềm chế lạm phát, ngược lại, một mức tăng trong lãi suất làm giảm chi tiêu dùng và chi đầu tư (Boivin & cộng sự, 2010), từ đó làm giảm lạm phát. Trong dài hạn, quy luật ngang bằng sức mua cho rằng nước nào có lạm phát cao hơn, đồng tiền nước đó có xu hướng mất giá². Bên cạnh đó, tác động của một đồng nội tệ yếu hơn cũng làm gia tăng lạm phát do sự gia tăng trong chi phí nhập khẩu (Mishkin, 2008). Ngang bằng lãi suất giải thích về mối quan hệ nghịch chiều giữa lãi suất và tỷ giá, trong điều kiện các yếu tố lãi suất nước ngoài, kì vọng của tỷ giá và phí bù rủi ro quốc gia là không đổi (Lê Thị Tuấn Nghĩa & Chu Khánh Lâm, 2014). Như vậy, ba yếu tố lãi suất trong nước, lạm phát và tỷ giá có mối quan hệ tác động qua lại lẫn nhau, bên cạnh chịu ảnh hưởng từ các thay đổi trong chính sách tiền tệ của Mỹ.

2.2. Khung phân tích

He (2023) và Bluedorn & Bowdler (2011) cho rằng thất bại chính sách tiền tệ Mỹ thường liên quan đến sự tăng giá của đồng đô la Mỹ, tương tự với cách lý giải của lý thuyết IRP, do thu hút đầu tư nước ngoài và tăng nhu cầu đối với đồng đô la. Tuy nhiên theo Ilzetzi & Jin (2021), sự gia tăng lãi suất của Mỹ có liên quan đến việc đồng tiền của các quốc gia khác tăng giá.

Phần lớn các quốc gia sẽ trải qua một số mức tăng lạm phát dưới sự thất bại tiền tệ của Mỹ do cơ chế truyền dẫn thông qua tỷ giá, với ước tính truyền dẫn trong một năm dao động từ 0,05 đến 0,5 (Giuliano & Luttini, 2019; Goldfajn & Werlang, 2000). Truyền dẫn đến lạm phát còn phụ thuộc vào cơ chế tỷ giá và đặc điểm vĩ mô của từng quốc gia (Ha & cộng sự, 2020).

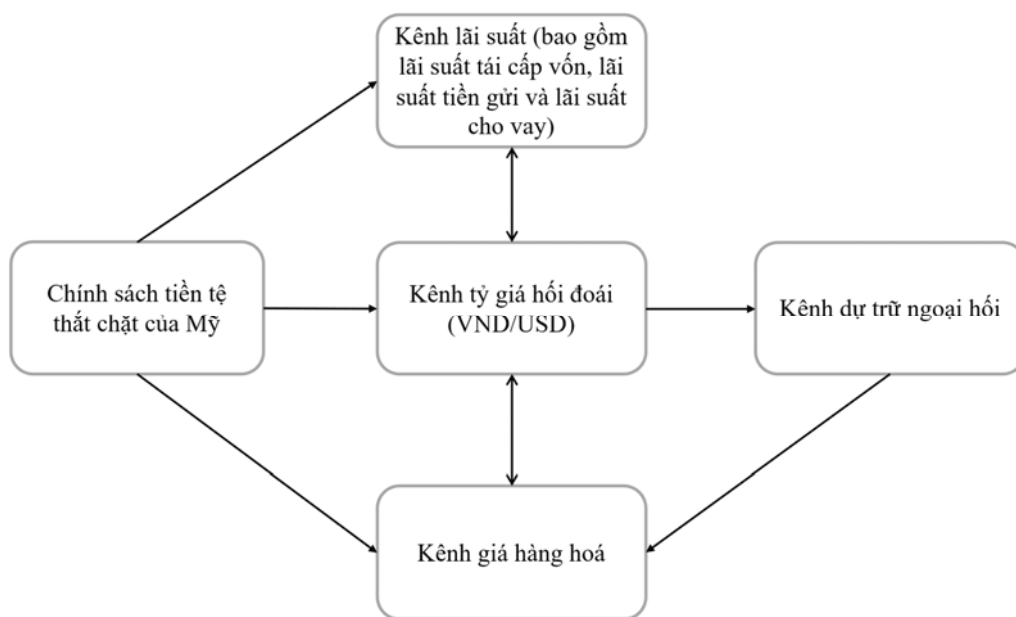
Edwards & Khan (1985) nêu lên vai trò của tác động lãi suất ở khu vực nước ngoài đến lãi suất thị trường trong nước. Khi lãi suất điều hành của một quốc gia phản ứng với sự thay đổi trong chính sách tiền tệ của Hoa Kỳ cũng làm thay đổi lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay của ngân hàng thương mại, vì khi lãi suất điều hành tăng, chi phí vay vốn từ ngân hàng trung ương tăng, dẫn đến việc các ngân hàng thương mại phải điều chỉnh lãi suất tiền gửi và cho vay trên thị trường tiền tệ (Wang & Lee, 2009). Demir (2019) cho thấy chính sách tiền tệ thất bại Mỹ làm tăng lãi suất, sụt giảm mức giá chung và đô la tăng giá, tuy nhiên Lastauskas

& Nguyen (2024) lại cho thấy mức lãi suất tại nước ngoài có xu hướng giảm.

Tóm lại, chính sách tiền tệ thắt chặt của Mỹ ảnh hưởng đến lãi suất, tỷ giá và lạm phát tại các quốc gia khác, tuy nhiên mức độ tác động phụ thuộc vào đặc điểm từng quốc gia. Ở các nước mới nổi và đang phát triển, ngân hàng trung ương có thể chọn sử dụng dự trữ ngoại hối thay vì tăng lãi suất để ổn định tỷ giá, tránh ảnh hưởng tiêu cực đến đầu tư và tiêu dùng (Huertas, 2022). Việc điều chỉnh dự trữ ngoại hối cũng ảnh hưởng đến cung tiền và lạm phát trong nước (Steiner, 2017; Krušković, 2022). Các yếu tố như lãi suất, tỷ giá và lạm phát có mối quan hệ tác động lẫn nhau và đều bị chi phối bởi chính sách tiền tệ của Mỹ. Dựa trên lý thuyết và nghiên cứu thực tiễn, nhóm tác giả đề xuất khung phân tích cho nghiên cứu được thể hiện như sau:

Các nghiên cứu trong nước mặc dù đưa lãi suất Fed vào mô hình nhưng chưa có nghiên cứu nào phân tích sâu về tác động của nó đến các biến số trong nước. Nguyễn Phi Lâm (2014) dùng SVAR để nghiên cứu

Hình 2: Khung phân tích



về mối quan hệ giữa các biến số như sản lượng công nghiệp trong nước, chỉ số CPI, cung tiền M2 và lãi suất ngắn hạn 3 tháng VND cũng như các cú sốc từ 1 biến này đến các biến số còn lại, đồng thời nghiên cứu tác động của các biến số khu vực quốc tế, trong đó bao gồm lãi suất công bố của Fed tác động đến các biến trong nước, với dữ liệu nghiên cứu được thực hiện trong giai đoạn từ tháng 01/1998 đến 12/2009. Nguyễn Thị Ánh (2018) cũng sử dụng mô hình SVAR để nghiên cứu truyền dẫn chính sách tiền tệ tại Việt Nam với dữ liệu từ quý 01/1995 đến quý 4/2017, trong đó các yếu tố bên ngoài nền kinh tế (giá dầu và lãi suất Fed) được cho rằng ngày càng có tác động lớn đến nền kinh tế trong nước (sản lượng công nghiệp, lạm phát, cầu tiền, cung tiền, tỷ giá). Trần Ngọc Thơ & Nguyễn Hữu Tuấn (2013) sử dụng SVAR với dữ liệu 01/1998-05/2012 cho thấy rằng, sau WTO, các yếu tố như sản lượng, lạm phát, cầu tiền, lãi suất và tỷ giá nhạy cảm hơn đối với các yếu tố bên ngoài (giá dầu thế giới và lãi suất Fed).

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Dữ liệu của bài nghiên cứu là dữ liệu thứ cấp thu thập hằng tháng, gồm 288 quan sát, trong giai đoạn 01/2000-12/2023. Theo đó, chính sách tiền tệ Mỹ được đo lường bởi lãi suất Fed (usir), được lấy từ FRED. Đối với các biến số vĩ mô của Việt Nam được lấy từ Thống kê tài chính quốc tế IFS và Tổng cục Thống kê Việt Nam, bao gồm lãi suất tái cấp vốn đại diện cho chính sách tiền tệ của Việt Nam (vnir), lãi suất tiền gửi (vndr), lãi suất cho vay (vnlr), tỷ giá (exr), lạm phát (inf) và dự trữ ngoại hối (fr). Đơn vị tính của tất cả các chuỗi ở dạng phần trăm, theo đó chuỗi tỷ giá và dự trữ ngoại hối được tính bằng phần trăm thay đổi so với cùng kỳ năm trước. Giai đoạn nghiên cứu bao gồm những sự kiện lớn đối với kinh tế thế giới và cả Việt Nam, trong đó bao gồm giai đoạn Covid 19 vốn chưa được đưa vào những nghiên cứu trước đây.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Bài nghiên cứu sử dụng mô hình SVAR vì Việt Nam vẫn là một nền kinh tế nhỏ - mở, những quyết định về chính sách của Việt Nam sẽ không có tác động lên nền kinh tế Mỹ. Bernanke & Blinder (1992) sử dụng SVAR để phân tích tác động của lãi suất Fed đến sản lượng công nghiệp, tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát. Trần Thị Xuân Hương & cộng sự (2014) nhận định SVAR được dùng rộng rãi vì có thể áp đặt ràng buộc quan hệ giữa các biến theo lý thuyết kinh tế, điều mà VAR không làm được.

Theo đó, mô hình SVAR(p) được định nghĩa như sau (Pfaff, 2008):

$$Ay_t = A_1^* y_{t-1} + \dots + A_p^* y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Trong đó:

A: ma trận (KxK) thể hiện mối quan hệ đồng thời giữa các biến.

y_t : vecto chứa các biến nghiên cứu.

A_i^* (i=1,...,p): ma trận đa thức trễ của các biến.

ε_t : ma trận sai số cấu trúc và được giả định là nhiễu trắng, $\varepsilon_t \sim iid(0, \sigma^2)$.

Để thực hiện hàm phản ứng xung và phân rã phương sai, ta cần phải sử dụng các cú sốc cơ cấu ε_t , vì vậy cần phải biến đổi hệ phương trình cấu trúc (2) thành hệ phương trình rút gọn (4) bằng cách nhân hai vế cho A^{-1} như trong hệ phương trình (3). Lúc này, các cú sốc cơ cấu ε_t sẽ được tính toán thông qua sai số dự báo u_t và ma trận A, với $u_t = A^{-1}\varepsilon_t$. Việc phân tích hàm phản ứng xung của các biến số vĩ mô trong nước trước cú sốc bên ngoài nền kinh tế được thực hiện thông qua tính đạo hàm riêng phần của các biến phụ thuộc trong mô hình theo cú sốc, theo đó cơ chế phân rã Choleski được sử dụng để áp đặt các ràng buộc lên ma trận A. Hệ phương trình rút gọn VAR được định nghĩa như sau:

$$y_t = A^{-1}A_1^* y_{t-1} + \dots + A^{-1}A_p^* y_{t-p} + A^{-1}\varepsilon_t \quad (3)$$

$$y_t = A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + u_t \quad (4)$$

Phân rã Choleski yêu cầu tất cả các phần tử nằm phía trên đường chéo chính của ma trận A bằng 0, và biến đứng sau chỉ chịu tác động từ cú sốc của các biến đứng trước mà không có chiều ngược lại. Theo đó, cấu trúc ma trận A biểu hiện mối quan hệ giữa các biến số trong mô hình được thể hiện như sau:

Ở phương trình đầu tiên, lãi suất và các biến số vĩ mô khác của Việt Nam không tác động đến lãi suất của Fed, do nền kinh tế Việt Nam có quy mô nhỏ. Ở ba phương trình kế tiếp, lãi suất Mỹ có tác động đến các mặt bằng lãi suất trong nước, đồng thời lãi suất tái cấp vốn quyết định đến mức lãi suất tiền gửi và cho vay của

$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{21} & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{31} & a_{32} & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{41} & a_{42} & a_{43} & 1 & 0 & 0 & 0 \\ a_{51} & a_{52} & a_{53} & a_{54} & 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & a_{65} & 1 & 0 \\ a_{71} & a_{72} & a_{73} & a_{74} & a_{75} & a_{76} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} u_t^{usir} \\ u_t^{vnir} \\ u_t^{vndr} \\ u_t^{vnlr} \\ u_t^{exr} \\ u_t^{fr} \\ u_t^{inf} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \varepsilon_t^{usir} \\ \varepsilon_t^{vnir} \\ \varepsilon_t^{vndr} \\ \varepsilon_t^{vnlr} \\ \varepsilon_t^{exr} \\ \varepsilon_t^{fr} \\ \varepsilon_t^{inf} \end{bmatrix} \quad (5)$$

các ngân hàng thương mại. Ở phương trình thứ tư, bên cạnh lãi suất của Fed thì tỷ giá còn chịu sự tác động của các mặt bằng lãi suất trong nước. Theo Huertas (2022), một số ngân hàng trung ương thường sử dụng can thiệp ngoại hối để ổn định đồng tiền của mình trước cú sốc từ lãi suất Mỹ, vì vậy ở phương trình thứ năm, biến dự trữ ngoại hối được đưa vào để xem xét phản ứng đối với biến tỷ giá mà không chịu tác động của các biến còn lại. Ở phương trình cuối cùng, lạm phát chịu sự tác động từ lãi suất Fed, lãi suất trong nước và các biến số vĩ mô khác của Việt Nam.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

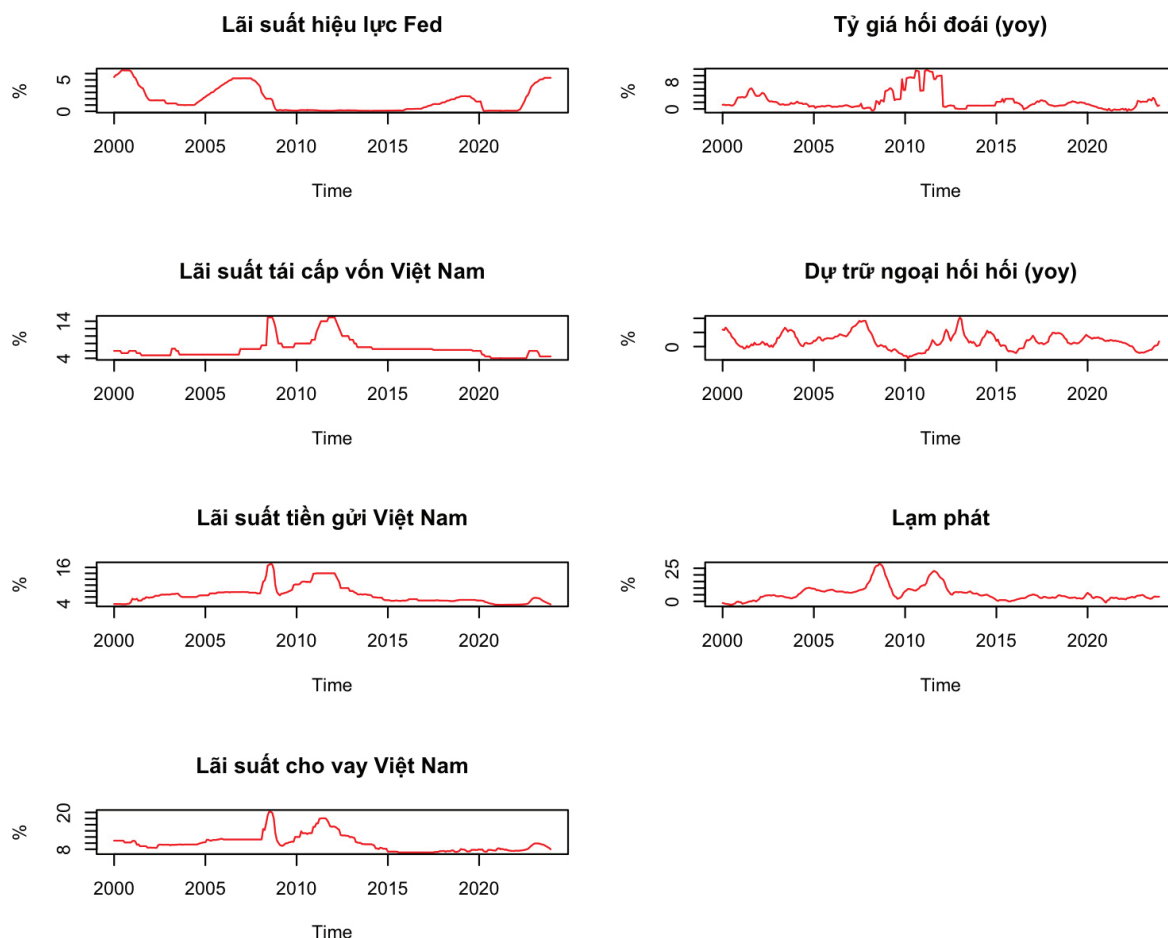
Hình 3 cho thấy, chuỗi lãi suất Fed biến động mạnh trong các khoảng thời gian 2000-2001, 2004-2009, 2015-2020 và 2021-2023. Đối với các chuỗi lãi suất, tỷ giá và lạm phát ở Việt Nam có xu hướng biến động

khá mạnh trong khoảng thời gian 2007-2009, 2010-2012 và 2022-2023. Có thể thấy về mặt trực quan, khi lãi suất Mỹ tăng sẽ làm cho các mặt bằng lãi suất ở Việt Nam có xu hướng tăng theo, từ đó gây nên những biến động trong tỷ giá và lạm phát.

4.2. Kết quả kiểm định

Các chuỗi dữ liệu vào mô hình SVAR đòi hỏi phải có tính dừng. Kết quả của Bảng 1 cho thấy các chuỗi gốc đều không có tính dừng đối với cả hai kiểm định ADF và KPSS, sau khi lấy sai phân một lần thì bảy chuỗi dữ liệu đều dừng.

Hình 3: Dữ liệu nghiên cứu



Tác giả lựa chọn độ trễ tối ưu cho mô hình VAR bằng các tiêu chuẩn như AIC, HQ, SC, FPE. Thông thường, các nhà nghiên cứu lựa chọn độ trễ tối đa là 6 nếu dữ liệu theo quý, trong bài nghiên cứu này do dữ liệu được thu thập theo tháng nên sẽ lựa chọn độ trễ tối đa là 10. Bảng 2 cho thấy, AIC và FPE cho ra kết quả độ trễ tối ưu là 5, HQ và SC cho ra kết quả là 1. Do dữ liệu được thu thập tương đối nhiều nên lựa chọn độ trễ là 5 để phần dư là nhiễu trắng.

Từ kết quả của ma trận A chú ý đến chuỗi lãi suất Mỹ có mối quan hệ dương đối với các chuỗi lãi suất (ngoại trừ lãi suất cho vay), tỷ giá và lạm phát ở Việt Nam. Ngoài ra, chuỗi dự trữ ngoại hối Việt Nam có mối quan hệ âm đối với chuỗi tỷ giá, có thể hàm ý rằng một sự tăng giá/mất giá của nội tệ dẫn đến việc mua vào/bán ra ngoại tệ từ dự trữ ngoại hối.

Các kiểm định hậu ước lượng được thực hiện nhằm xem xét độ phù hợp của mô hình. Kiểm định đầu tiên cho thấy hai giá trị p-value đều lớn hơn 5%, không thể bác bỏ giả thuyết H_0 rằng không có tự tương quan ở phần dư, ngụ ý độ trễ của mô hình là đủ và phần dư là nhiễu trắng. Kiểm định thứ hai với giả thuyết H_0 là phần dư có phương sai không đổi. Giá trị p-value > 5%, không thể bác bỏ H_0 , vì vậy phần dư có phương sai không đổi. Kiểm định thứ ba với giả thuyết H_0 là phần dư có phân phối chuẩn, vì p-value < 5% nên ta bác

Bảng 1: Kiểm tra tính dừng

Chuỗi gốc			Chuỗi sau khi lấy sai phân			Kết quả
Kí hiệu	t-statistic (ADF)	t-statistic (KPSS)	Kí hiệu	t-statistic (ADF)	t-statistic (KPSS)	
usir	-1,6515	1,0339	d_usir	-4,2293	0,4462	I(1)
vnir	-0,8242	0,6892	d_vnir	-6,2247	0,0495	I(1)
vndr	-0,8067	1,2189	d_vndr	-8,6198	0,0961	I(1)
vnlr	-0,5993	1,3523	d_vnlr	-8,5305	0,036	I(1)
exr	-2,0984	0,4509	d_exr	-4,1104	0,0418	I(1)
inf	-1,4727	0,7196	d_inf	-4,793	0,0637	I(1)
fr	-2,105	0,2366	d_fr	-5,5924	0,0374	I(1)

Bảng 2: Kết quả lựa chọn độ trễ tối ưu cho mô hình VAR

	1	2	3	4	5
AIC(n)	-6,243357755	-6,164026489	-6,144766842	-6,287181686	-6,582036347
HQ(n)	-5,912643568	-5,576090158	-5,299608366	-5,184801064	-5,222433580
SC(n)	-5,419122726	-4,698719772	-4,038388436	-3,539731591	-3,193514563
FPE(n)	0,001943631	0,002105662	0,002150437	0,001871133	0,001400685
	6	7	8	9	10
AIC(n)	-6,560024775	-6,509344938	-6,458731978	-6,392121607	-6,417352561
HQ(n)	-4,943199863	-4,635297881	-4,327462776	-4,003630259	-3,771639069
SC(n)	-2,530431302	-1,838679777	-1,146995128	-0,439313068	0,176527667
FPE(n)	0,001442997	0,001534406	0,001637265	0,001782481	0,001778637

Bảng 3: Kết quả ma trận A

	d_usir	d_vnir	d_vndr	d_vnlr	d_exr	d_fr	d_inf
d_usir	1	0	0	0	0	0	0
d_vnir	0,001766	1	0	0	0	0	0
d_vndr	0,008849	-0,32640	1	0	0	0	0
d_vnlr	-0,101873	-0,05937	-0,51237	1	0	0	0
d_exr	0,012946	-0,16281	-0,09387	0,08875	1	0	0
d_fr	0	0	0	0	-0,01076	1	0
d_inf	0,044159	0,09021	-0,12242	-0,22300	0,06208	-0,9	1

bỏ giả thuyết H_0 . Vì vậy phương pháp bootstrap sẽ được sử dụng để ước lượng được dải tin cậy trong hàm phản ứng xung. Kiểm định điểm gây cấu trúc cho thấy các giá trị của các chuỗi dữ liệu đều nằm trong phạm vi màu đỏ, cho thấy các chuỗi là ổn định theo thời gian. Kiểm định cuối cùng với giả thuyết H_0 là không có nhân quả Granger đi từ biến d_usir đến các biến còn lại trong mô hình, ta bác bỏ H_0 do p_value < 5%.

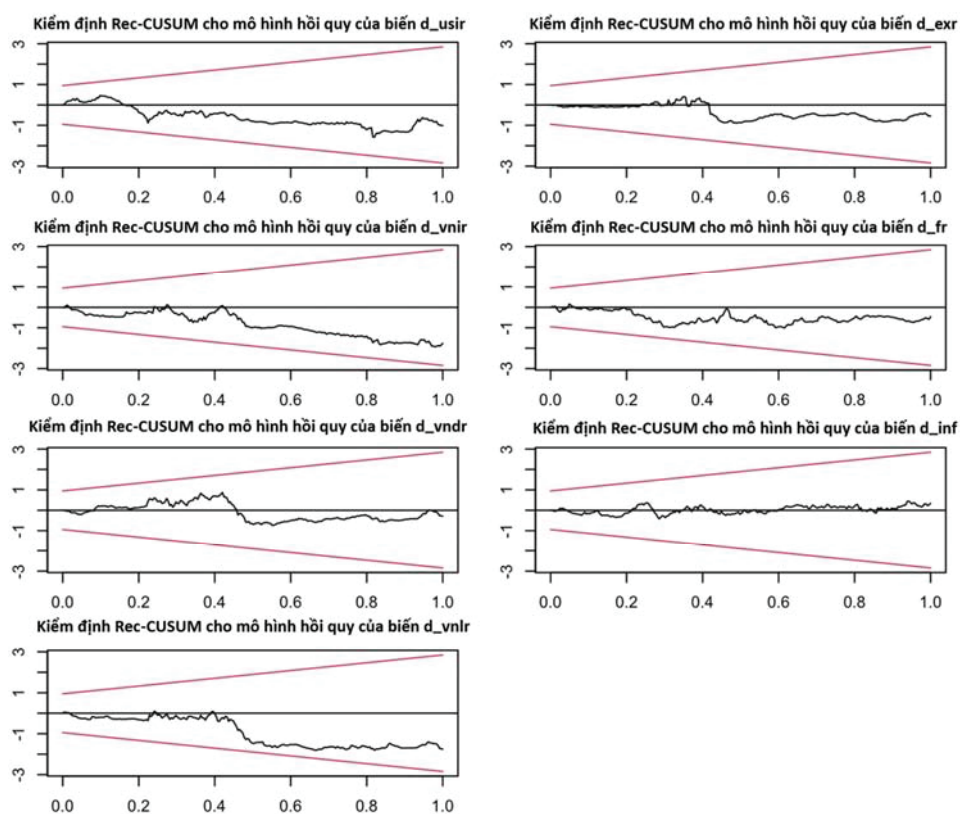
4.3. Kết quả mô hình SVAR

Trước cú sốc một đơn vị trong biến lãi suất Fed, lãi suất tái cấp vốn có xu hướng tăng trong ngắn hạn (4 tháng), đạt đỉnh ở kỳ thứ 4, giảm xuống ở kỳ thứ 5 và có ý nghĩa thống kê ở hai kỳ này, từ kỳ thứ 6 cú sốc này tan dần đi. Kết quả phù hợp với mô hình Mundell-Fleming cho rằng trước một sự thắt chặt trong chính

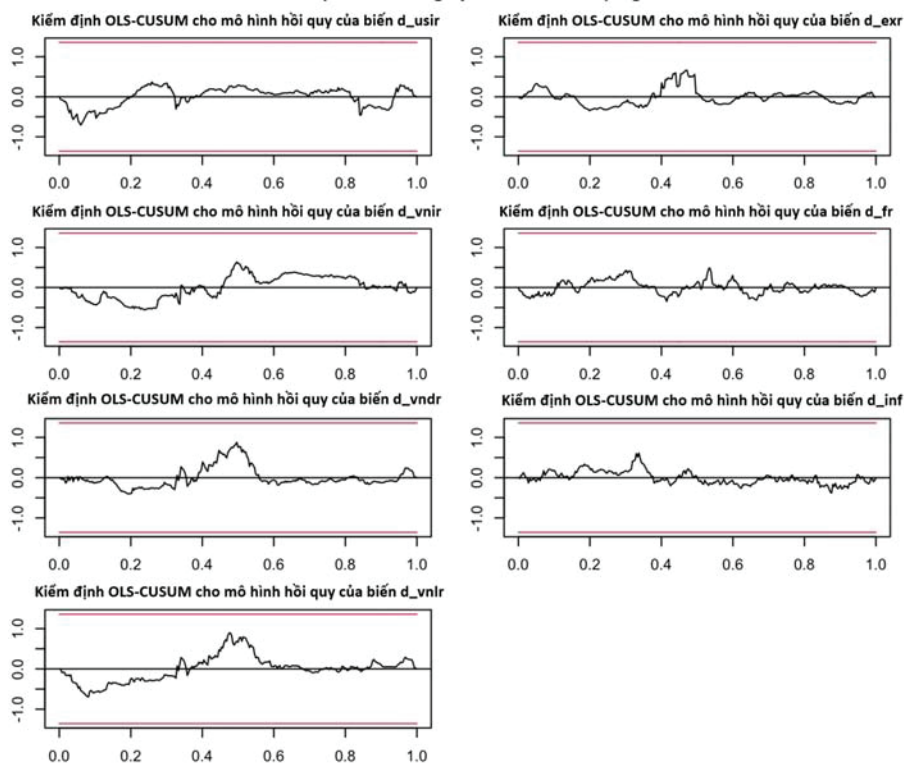
Bảng 4: Các kiểm định hậu ước lượng

Kiểm định	p_value
Kiểm định tự tương quan ở phần dư	0,07041
	0,4076
Kiểm định phương sai thay đổi	0,9641
Kiểm định phân phối chuẩn ở phần dư	< 2,2.10 ⁻¹⁶
Kiểm định nhân quả Granger	6,921.10 ⁻⁶

Hình 4: Kiểm định điểm gãy cấu trúc dạng Rec-Cusum



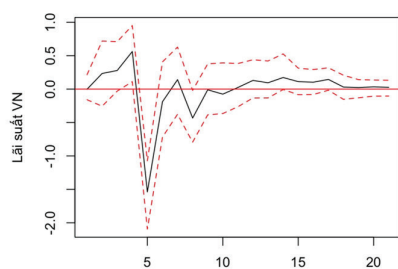
Hình 5: Kiểm định điểm gãy cấu trúc dạng OLS-Cusum



sách tiền tệ Mỹ sẽ làm cho lãi suất ở các quốc gia khác tăng lên, bất kể chế độ tỷ giá. Việc một quốc gia phản ứng bằng cách tăng lãi suất khi Mỹ thắt chặt tiền tệ đã được chứng minh qua nhiều nghiên cứu (Bluedorn & Bowdler, 2011; Demir, 2019). Theo Huertas (2022), đối với quốc gia có chế độ tỷ giá được quản lý thường

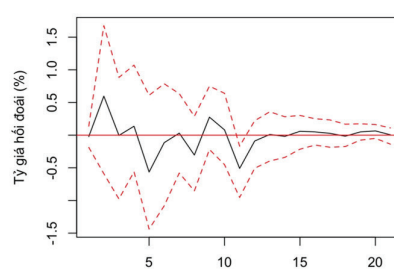
Hình 6: Hàm phản ứng xung

Phản ứng của chuỗi lãi suất tái cấp vốn trước một cú sốc trong chuỗi lãi suất Mỹ



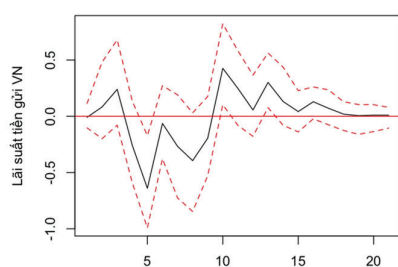
Khoảng tin cậy Bootstrap 95%, với 100 lần lặp

Phản ứng chuỗi tỷ giá hối đoái trước một cú sốc trong chuỗi lãi suất Mỹ



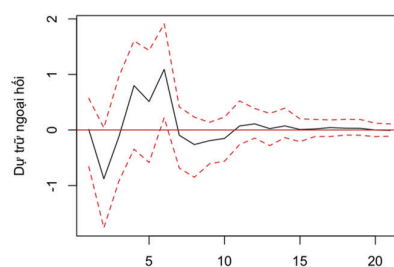
Khoảng tin cậy Bootstrap 95%, với 100 lần lặp

Phản ứng chuỗi lãi suất tiền gửi trước một cú sốc trong chuỗi lãi suất Mỹ



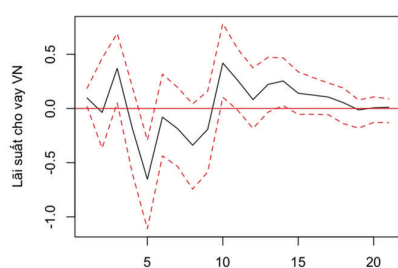
Khoảng tin cậy Bootstrap 95%, với 100 lần lặp

Phản ứng chuỗi dự trữ ngoại hối trước một cú sốc trong chuỗi tỷ giá hối đoái



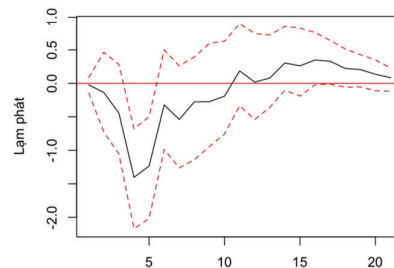
Khoảng tin cậy Bootstrap 95%, với 100 lần lặp

Phản ứng chuỗi lãi suất cho vay trước một cú sốc trong chuỗi lãi suất Mỹ



Khoảng tin cậy Bootstrap 95%, với 100 lần lặp

Phản ứng chuỗi lạm phát trước một cú sốc trong chuỗi lãi suất Mỹ



Khoảng tin cậy Bootstrap 95%, với 100 lần lặp

sẽ tăng lãi suất để hạn chế mất giá tiền tệ hoặc để thu hẹp chênh lệch lãi suất và ngăn chặn dòng vốn chảy ra. Việc cắt giảm đột ngột lãi suất ở kỳ thứ 5 trong khi Mỹ vẫn thắt chặt chính sách tiền tệ có thể xuất phát từ tác động hạn chế của tỷ giá đến lạm phát nên ngân hàng nhà nước có dư địa để giảm lãi suất, hoặc để kích thích chi tiêu dùng và chi đầu tư trong bối cảnh kinh tế suy yếu.

Trước một cú sốc trong lãi suất Fed, lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay có xu hướng tăng lên trong ngắn hạn (3 tháng), giảm xuống và đều có ý nghĩa thống kê ở kỳ thứ 5, bắt đầu từ kỳ thứ 10 cả hai chuỗi có xu hướng quay trở lại cân bằng. Ngoài ra, hai mức lãi suất này còn chịu chi phối bởi lãi suất chính sách của ngân hàng trung ương (Wang & Lee, 2009; Nguyễn Thị Phúc, 2017). Kết quả nghiên cứu trên phù hợp với kỳ vọng của lý thuyết và tương đồng với nghiên cứu của (Valente, 2009; Đào Thị Minh Huyền, 2017) cho rằng, khi Mỹ tăng lãi suất, các mặt bằng lãi suất cũng sẽ tăng lên, mức độ tăng còn tùy thuộc vào chế độ tỷ giá và độ mở cửa tài khoản vốn.

Trước một cú sốc trong lãi suất Fed, dải tin cậy của đường phản ứng luôn bao phủ vạch 0, hàm ý rằng cú sốc lãi suất Fed đến tỷ giá là không có ý nghĩa thống kê. Do Việt Nam theo cơ chế tỷ giá thả nổi có quản lý và tăng lãi suất trong 4 kỳ đầu tiên khi Mỹ thắt chặt tiền tệ, nên áp lực mất giá nội tệ được kiểm chế, tương

đồng với lý thuyết của bộ ba bất khả thi. Ngoài ra áp lực lên lãi suất điều hành của ngân hàng nhà nước khi Fed tăng lãi suất là có, nhưng không lớn so với các nước trong khu vực vì ba lý do sau: (i) Việt Nam kiểm soát chặt dòng vốn, đặc biệt là dòng vốn ra, nên tác động từ việc Fed tăng lãi suất nhỏ hơn so với Hàn Quốc, Thái Lan; (ii) quy mô dòng vốn FDI lớn hơn nhiều lần FII, ổn định hơn và ít đảo chiều; (iii) thặng dư cán cân vãng lai giúp ngân hàng nhà nước dự trữ ngoại hối để can thiệp khi nội tệ mất giá. Duy trì tỷ giá ổn định đòi hỏi giữ vững lòng tin công chúng vào khả năng điều hành của Chính phủ, tránh nguy cơ khủng hoảng do đầu cơ vào sự mất giá của nội tệ khi nền tảng vĩ mô suy yếu.

Do phản ứng tỷ giá không có ý nghĩa thống kê trước cú sốc lãi suất Fed, nghiên cứu xem xét vai trò của dự trữ ngoại hối. Kết quả cho thấy phản ứng của dự trữ không có ý nghĩa thống kê trước cú sốc tỷ giá, hàm ý rằng việc ổn định tỷ giá chủ yếu được thực hiện qua công cụ lãi suất và kiểm soát dòng vốn chặt chẽ cũng như từ nguồn cung ngoại tệ của thặng dư cán cân vãng lai, thay vì can thiệp bằng dự trữ ngoại hối.

Trước một cú sốc trong chính sách tiền tệ của Mỹ, lạm phát Việt Nam có xu hướng giảm trong 4 tháng, đạt đáy và có ý nghĩa thống kê ở kỳ thứ 4, bắt đầu từ kỳ thứ 5, lạm phát có xu hướng tăng lên và tác động này có xu hướng tan dần trong dài hạn. Nguyên nhân được cho là do lãi suất Việt Nam có xu hướng tăng lên trong 4 kỳ đầu tiên, đồng thời tỷ giá cũng không biến động quá mạnh, từ đó giúp kiềm chế được lạm phát. Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu của Nguyễn Thị Ánh (2018), Lê Trung Nhân (2020) cho rằng trước một cú sốc trong chính sách tiền tệ Mỹ thất chặt sẽ có xu hướng làm giảm lạm phát.

Phân rã phương sai

Giai đoạn phân rã phương sai được thực hiện trong 10 kỳ và cho biết các nhân tố đóng góp bao nhiêu phần trăm trong biến động lên phương sai của từng chuỗi theo thời gian. Phân rã phương sai biến lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay cho thấy bắt đầu từ kỳ thứ 5, ba chuỗi này nhạy cảm hơn với cú sốc từ bên ngoài, tác động từ cú sốc Fed lần lượt chiếm khoảng 63%, 25% và 26% trong mức biến động của chuỗi. Phân rã phương sai biến tỷ giá cho thấy chuỗi chịu tác động phần lớn bởi cú sốc của chính nó, và tác động này là giảm dần theo thời gian, bắt đầu từ kỳ thứ 5 cú sốc từ lãi suất Fed đóng góp nhiều hơn vào biến động của chuỗi, với mức tác động chiếm khoảng 31%. Cú sốc trong tỷ giá chỉ giải thích rất nhỏ những biến động trong dự trữ ngoại hối. Theo đó, cú sốc này có tác động đến dự trữ bắt đầu từ kỳ thứ 2 (8%), và ảnh hưởng này chiếm khoảng 3%-6% trong 8 kỳ tiếp theo. Phân rã phương sai lạm phát cho thấy bắt đầu từ kỳ thứ 4 cú sốc trong lãi suất Fed đóng vai trò quan trọng trong giải thích biến động của chuỗi, với mức tác động tích lũy chiếm khoảng 36%.

5. Kết luận và kiến

5.1. Kết luận

Các mặt bằng lãi suất ở Việt Nam có xu hướng tăng lên trong 4 kỳ đầu tiên và giảm xuống ở kỳ thứ 5 trước cú sốc thắt chặt chính sách tiền tệ của Mỹ. Việt Nam theo đuổi một cơ chế tỷ giá thả nổi có quản lý, cộng với việc lãi suất có xu hướng tăng giúp phần nào ổn định được tỷ giá, vì vậy tác động của một cú sốc thắt chặt tiền tệ Mỹ đối với tỷ giá ở Việt Nam là không có ý nghĩa thống kê. Bên cạnh đó, phản ứng của yếu tố lạm phát trước một cú sốc tăng lên trong lãi suất Fed có xu hướng giảm trong 4 kỳ đầu tiên, phần nào được giải thích bởi chính sách tiền tệ thắt chặt của Việt Nam và việc theo đuổi chính sách tỷ giá ổn định, giúp giảm áp lực lên lạm phát trong nước.

5.2. Kiến nghị

Giảm áp lực lạm phát thông qua điều hành lãi suất và tỷ giá

Lạm phát giảm trong ngắn hạn khi lãi suất Mỹ tăng, do ba lý do nêu trên nên tỷ giá không phản ứng quá mạnh trước việc Fed tăng lãi suất. Hiệu ứng truyền dẫn của tỷ giá vào lạm phát (khi Fed tăng lãi suất) sẽ nhỏ. Do vậy, lạm phát của Việt Nam sẽ ổn định hơn, so với các quốc gia trong khu vực, khi Fed tăng lãi suất. Sau đó lạm phát bắt đầu tăng trở lại từ kỳ thứ 5. Điều này nhấn mạnh vai trò quan trọng của việc phối hợp điều hành chính sách tiền tệ và chính sách tỷ giá để kiềm chế lạm phát. Khi lạm phát có xu hướng giảm trong ngắn hạn nhờ tăng lãi suất và ổn định tỷ giá, cần đảm bảo không giảm lãi suất quá nhanh sau giai đoạn đầu để tránh áp lực lạm phát quay trở lại trong trung và dài hạn.

Điều hành lãi suất linh hoạt theo chu kỳ

Trước cú sốc lãi suất Fed, thắt chặt lãi suất ban đầu là cần thiết để hạn chế tác động đến tỷ giá và ngăn cản dòng vốn tháo chạy. Sau đó, việc giảm lãi suất ở kỳ thứ 5 là khả thi do hai điều kiện được đáp ứng: (i) Lạm

phát được kiểm soát (thể hiện qua xu hướng giảm của lạm phát trong 4 tháng đầu, sau đó đạt đáy ở kỳ thứ 4); và (ii) nội tệ không mất giá mạnh (thể hiện qua phản ứng của tỷ giá là không có ý nghĩa thống kê). Để đảm bảo hiệu quả của việc nới lỏng chính sách tiền tệ, phản ánh qua sự điều chỉnh của lãi suất tiền gửi và cho vay (có xu hướng giảm và có ý nghĩa thống kê ở kỳ thứ 5), ngân hàng nhà nước cần tập trung vào các giải pháp chuyển đổi giảm lãi suất thành cầu tín dụng thông qua việc gỡ bỏ các rào cản tiếp cận vốn, kết hợp với các chính sách hỗ trợ doanh nghiệp, cải thiện môi trường kinh doanh và niềm tin của người tiêu dùng.

Cần phối hợp đồng bộ giữa các công cụ chính sách (lãi suất, tỷ giá và dự trữ ngoại hối)

Phản ứng của tỷ giá là không có ý nghĩa thống kê trước cú sốc từ lãi suất Fed, có thể được giải thích bởi chính sách tiền tệ thắt chặt của Việt Nam trong giai đoạn đầu. Điều này chứng minh hiệu quả của việc sử dụng công cụ lãi suất để hỗ trợ ổn định tỷ giá. Ngoài ra, khi hai công cụ lãi suất và tỷ giá được điều hành đồng bộ đã góp phần kiểm soát được lạm phát. Bên cạnh đó, dự trữ ngoại hối có thể hỗ trợ cho chính sách tiền tệ nếu tỷ giá biến động quá mạnh.

Ghi chú:

¹ Hiệu ứng Fisher: $i=r+\pi^e$ (với i là lãi suất danh nghĩa, r là lãi suất thực và π^e là sự thay đổi trong lạm phát)

² Ngang bằng sức mua (PPP) là đúng trong dài hạn $\rightarrow \varepsilon = \frac{e \cdot P^*}{P} = 1 \rightarrow e = \frac{P}{P^*} \rightarrow \% \Delta e = \% \Delta P - \% \Delta P^*$ (ε là tỷ giá thực, e là tỷ giá danh nghĩa, P và P^* lần lượt là lạm phát ở trong nước và nước ngoài).

Tài liệu tham khảo

- Bernanke, Ben S. & Blinder, Alan S. (1992), 'The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission', *The American Economic Review*, 82(4), 901-921.
- Bluedorn, John C. & Bowdler, C. (2011), 'The open economy consequences of US monetary policy', *Journal of International Money and Finance*, 30 (2), 309-336.
- Boivin, J., Kiley, Michale T. & Miskin, Frederic S. (2010), 'Chapter 3: How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?', in *Handbook of Monetary Economics*, Elsevier, 369-422.
- Đào Thị Minh Huyền (2017), 'Phân tích tác động từ việc công bố chính sách tiền tệ của Mỹ đến cấu trúc kỳ hạn của lãi suất tại Việt Nam', Luận văn thạc sỹ kinh tế, Đại học Kinh tế TP.HCM.
- Demir, I. (2019), 'International Spillovers of U.S. Monetary Policy. Lincoln Economics and Finance Research Group (LEAF)', Working Paper No 19-02, from: https://www.econstor.eu/bitstream/10419/193968/1/InterMonSpillovers_2019_LEAFWP_1902.pdf
- Edwards, S. & Khan, Mohsin S. (1985), 'Interest Rate Determination in Developing Countries: A Conceptual Framework', IMF Staff papers, 32 (3), 377-403.
- Fischer, S. (2015), *The Transmission of Exchange Rate Changes to Output and Inflation. Monetary Policy Implementation and Transmission in the Post-Crisis Period*, Board of Governors of the Federal Reserve System, November 12th.
- Georgiadis, G. (2016), 'Determinants of global spillovers from US monetary policy', *Journal of International Money and Finance*, 67, 41-61.
- Giuliano, F. & Luttini, E. (2019), 'Import prices and invoice currency: evidence from Chile', BIS Working Paper No 784, from: <https://www.bis.org/publ/work784.pdf>.
- Goldfajn, I. & Werlang, Sergio L. (2000), 'The Pass-Through from Depreciation to Inflation: A Panel Study', Banco Central de Brasil Working Paper No 5, DOI: 10.2139/ssrn.224277.
- Ha, J., Stocker, Marc M. & Yilmazkuday, H. (2020), 'Inflation and exchange rate pass-through', *Journal of International Money and Finance*, 105, 102187.
- He, W. (2023), 'The Influence of Federal Reserves Interest Rates Hike Cycle on Transnational Corporations', *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 45 (1), 274-282.
- Huertas, G. (2022), 'Why Follow the Fed? Monetary Policy in Times of U.S. Tightening', IMF, 2022 (243).
- Ilzetzki, E. & Jin, K. (2021), 'The puzzling change in the international transmission of U.S. macroeconomic policy shocks', *Journal of International Economics*, 130, 103444.
- Krušković, B. D. (2022), 'Central Bank Intervention in the Inflation Targeting', *Journal of Central Banking Theory*

and Practice, 11(1), 67-85.

- Lastauskas, P. & Anh, N. M. Đ. (2024), 'Spillover effects of US monetary policy on emerging markets amidst uncertainty', *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 92, 101956.
- Lê Thị Tuấn Nghĩa & Chu Khánh Lâm (2014), 'Nghiên cứu tác động của lãi suất tới tỷ giá theo mô hình giá cứng Dornbusch', *Kinh tế và Phát triển*, 200, 46-56.
- Lê Trung Nhân (2020), 'Nghiên cứu cơ chế truyền dẫn của chính sách tiền tệ Việt Nam trước và sau khủng hoảng tài chính năm 2008', Luận văn thạc sỹ kinh tế, Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.
- Mishkin, F. S. (2008), *Exchange Rate Pass-Through and Monetary Policy*, National Bureau of Economic Research Working Paper, No 13889, DOI: 10.3386/w13889.
- Nguyễn Phi Lâm (2014), *Cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ dưới góc độ phân tích định lượng. Được truy lục từ Ngân hàng nhà nước Việt Nam*, <https://www.sbv.gov.vn/webcenter/contentattachfile/ideplg?dDocName=SBV281442&filename=283210.doc>
- Nguyễn Thị Ánh (2018), 'Truyền dẫn chính sách tiền tệ tại Việt Nam - nghiên cứu thực nghiệm bằng mô hình SVAR', Luận văn Thạc sỹ, Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.
- Nguyễn Thị Phúc (2017), 'Mức độ truyền dẫn lãi suất chính sách đến lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay tại các ngân hàng thương mại Việt Nam', Luận văn Thạc sỹ, Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.
- Pfaff, B. (2008), *Multivariate Analysis of Stationary Time Series*, in *Analysis of Integrated and Cointegrated Time Series with R*, Springer, 43-44.
- Rittenberg, L. (2007), 'Investment spending and interest rate policy: The case of financial liberalisation in Turkey', *The Journal of Development Studies*, 27 (2), 151-167.
- Steiner, A. (2017), 'Central banks and macroeconomic policy choices: Relaxing the trilemma', *Journal of Banking & Finance*, 77, 283-299.
- Trần Ngọc Thor & Nguyễn Hữu Tuấn (2013), 'Cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ ở Việt Nam tiếp cận theo mô hình SVAR', *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 10 (20), 8-16.
- Trần Thị Xuân Hương, Võ Xuân Vinh & Nguyễn Phúc Cảnh (2014), 'Truyền dẫn của chính sách tiền tệ: Một số mô hình kiểm định phù hợp', *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 16 (26), 41-46.
- Valente, G. (2009), 'International interest rates and US monetary policy announcements: Evidence from Hong Kong and Singapore', *Journal of International Money and Finance*, 28 (6), 920-940.
- Wang, K.M. & Lee, Y.M. (2009), 'Market volatility and retail interest rate pass-through', *Economic Modelling*, 26 (6), 1270-1282.

***Tác giả liên hệ: Ngô An – Email: anngo.31211022712@st.ueh.edu.vn**