

MỐI QUAN HỆ GIỮA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ, HOẠT ĐỘNG NGÂN HÀNG NGẦM VÀ GIÁ NHÀ Ở THƯƠNG MẠI TẠI TRUNG QUỐC

Nguyễn Thị Thuận¹

Trường Cao đẳng Cộng đồng Hà Tây, Hà Nội, Việt Nam

Ngày nhận: 28/03/2021; **Ngày hoàn thành biên tập:** 30/09/2021; **Ngày duyệt đăng:** 12/10/2021

Tóm tắt: Dựa trên dữ liệu hàng tháng từ tháng 01 năm 2012 đến tháng 12 năm 2019, sử dụng Mô hình tự động hồi quy vector cấu trúc (SVAR), nghiên cứu được thực hiện nhằm phân tích mối quan hệ của chính sách tiền tệ, hoạt động ngân hàng ngầm và giá nhà ở thương mại tại Trung Quốc. Kết quả cho thấy việc thắt chặt chính sách tiền tệ có thể kiềm chế đà tăng mạnh của giá nhà, nhưng do hoạt động ngân hàng ngầm không bị hạn chế bởi các chính sách tài chính truyền thống nên nó đã trở thành một kênh tài trợ khác cho các công ty bất động sản (BDS), thúc đẩy giá nhà ở một mức độ nhất định, làm suy yếu đồng tiền và giảm hiệu lực của chính sách tiền tệ; mặt khác sự thay đổi của chính sách tiền tệ cũng ảnh hưởng trực tiếp đến quy mô của hệ thống ngân hàng ngầm. Ngoài ra, bài viết đưa ra các đề xuất liên quan nhằm ổn định giá nhà ở thương mại, tăng cường hiệu lực của chính sách tiền tệ và tiêu chuẩn hóa sự phát triển của hoạt động ngân hàng ngầm tại Trung Quốc.

Từ khóa: Ngân hàng ngầm, Chính sách tiền tệ, Giá nhà ở thương mại, Trung Quốc

THE RELATION BETWEEN MONETARY POLICY, SHADOW BANKING AND COMMERCIAL HOUSING PRICE IN CHINA

Abstract: Based on monthly data from January 2012 to December 2019, using the Structural Vector Auto Regression (SVAR) model, the paper analyzes the relation between monetary policy, shadow banking and commercial housing prices in China. The results suggest that tightening monetary policy may curb the sharp rise in commercial housing prices, while shadow banking is not constrained by traditional financial policies and, therefore, has become another funding channel for real estate companies, promoting housing prices to a certain extent, weakening the currency and reducing the effectiveness of monetary policy. On the other hand, changes in monetary policy directly affect the size of the shadow banking system. In addition, the article offers related proposals to stabilize commercial housing prices, enhance the effectiveness of monetary policy and standardize the development of China's shadow banking system.

Keywords: Shadow Banking, Monetary Policy, Commercial Housing Prices, China

¹ Tác giả liên hệ, Email: t25p11111@gmail.com

1. Giới thiệu

Khái niệm về hoạt động tài chính ngầm xuất hiện vào những năm 80 của thế kỷ XX, là sản phẩm của đổi mới tài chính trong quá trình thị trường hóa lãi suất ở các nước phát triển (Li, 2011). Các dịch vụ của hoạt động tài chính ngầm làm trầm trọng thêm rủi ro tài chính một cách có hệ thống do đòn bẩy tài chính quá mức và tính thanh khoản cao, tiềm ẩn những nguy cơ bùng phát khủng hoảng tài chính. Tháng 08/2007, cuộc khủng hoảng cho vay thế chấp dưới chuẩn ở Hoa Kỳ không có bất kỳ dấu hiệu cảnh báo nào, nhưng sau đó nhanh chóng lan đến các trung tâm tài chính lớn khác như London, Tokyo, Paris, Frankfurt và dần phát triển thành một cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, gây ra những thiệt hại khôn lường cho các nền kinh tế lớn trên thế giới (Phạm, 2009). Điều này gần như buộc mọi người phải bắt tay vào nghiên cứu cơ chế hình thành, tác động ảnh hưởng, đo lường rủi ro và giám sát từ bên ngoài của hệ thống tài chính ngầm.

Cụm từ “Shadow Banking” (ngân hàng ngầm/ngân hàng bóng tối) lần đầu tiên được Paul McCulley, Giám đốc Đầu tư PIMCO, đưa ra vào năm 2007 tại Diễn đàn Kinh tế do Ngân hàng Trung ương Hoa Kỳ tổ chức (Nguyen, 2016). Nghiên cứu của FSB (2011), EC (2012) và Gorton & Metrick (2012) đều đồng ý rằng hoạt động của ngân hàng ngầm là một phân khúc của thị trường tài chính, hoạt động tương tự như các ngân hàng thương mại (NHTM), nhưng lại được thực hiện bởi các tổ chức tài chính phi ngân hàng thông qua các dịch vụ cho vay dưới hình thức các sản phẩm phái sinh trên thị trường OTC. Các dịch vụ cho vay tồn tại song song (ngầm) với hoạt động tín dụng của các NHTM, nhưng nằm ngoài sự giám sát của Ngân hàng Trung ương (NHTW).

Tóm lại, các nhà nghiên cứu xác định nội hàm của ngân hàng ngầm chủ yếu từ hai góc độ. Thứ nhất, từ góc độ quản lý đề cập đến các tổ chức tài chính, trung gian tín dụng và các dịch vụ tài chính phái sinh tương ứng với các NHTM nhưng ngoài hệ thống quản lý. Thứ hai, từ góc độ chức năng đề cập đến một trung gian tín dụng với chức năng chuyên đổi tín dụng, chuyển đổi kỳ hạn và chuyển đổi thanh khoản.

Hệ thống ngân hàng ngầm của Trung Quốc phát triển nhanh chóng, đặc biệt từ sau năm 2008. Theo Ủy ban Quản lý Ngân hàng và Bảo hiểm Trung Quốc (China Banking and Insurance Regulatory Commission – CBIRC, 2020), với việc mở rộng phạm vi kinh doanh tài chính và các hoạt động tích hợp đa ngành đa thị trường, quy mô hệ thống ngân hàng ngầm tăng trưởng với tốc độ hơn 20% mỗi năm và vượt quá 90 nghìn tỷ Nhân dân tệ (NDT) vào cuối năm 2016, đi kèm với nó là rủi ro tài chính không ngừng tích tụ và bộc lộ. Trong những năm gần đây, các cơ quan quản lý Trung Quốc thực hiện cơ chế quản lý đặc biệt đối với hệ thống ngân hàng ngầm và bước đầu đã đạt được hiệu quả nhất định. Tính đến cuối năm 2019, quy mô của hệ thống ngân hàng ngầm Trung Quốc còn 84,80 nghìn tỷ NDT, giảm gần 16 nghìn tỷ NDT so với mức đỉnh lịch sử 100,4 nghìn tỷ NDT vào đầu năm 2017 (CBIRC, 2020).

BDS được coi là trụ cột quan trọng của nền kinh tế Trung Quốc và là ngành tiêu biểu sử dụng nhiều vốn. Đặc biệt từ năm 2000 đến nay, giá nhà ở liên tục tăng nhanh, lợi nhuận đầu tư cao, các doanh nghiệp hoạt động với mức nợ cao và nhu cầu vốn rất lớn. Trong hệ thống tài chính do tín dụng ngân hàng thống trị của Trung Quốc, các NHTM có những chính sách rõ ràng về phân bổ tín dụng và nhu cầu vốn của nhiều công ty BDS khó được đáp ứng từ hệ thống ngân hàng chính thống (Allen & cộng sự, 2005). Ngoài ra, kể từ năm 2005, NHTW Trung Quốc thường xuyên đưa ra các chính sách tiền tệ hạn chế đầu tư tín dụng ngân hàng vào lĩnh vực BDS, nhằm bình ổn giá nhà ở và kiềm chế sự phát triển quá nóng của thị trường. Tuy nhiên, tác dụng của chính sách tiền tệ đối với thị trường BDS không đạt được như kỳ vọng (Li, 2011). Là sự bổ sung quan trọng cho các phương thức tài trợ truyền thống, hoạt động ngân hàng ngầm có đặc điểm là đòn bẩy cao, chức năng tạo tín dụng mạnh mẽ và cơ chế hoạt động độc đáo khiến nó không phụ thuộc vào phạm vi kiểm soát của chính sách tiền tệ truyền thống. Trong bối cảnh đó, liệu hoạt động ngân hàng ngầm có thể cung cấp tín dụng cho sự phát triển của thị trường BDS? Việc mở rộng quy mô ngân hàng ngầm có đẩy giá nhà ở thương mại tăng? Tại sao các chính sách kiểm soát tiền tệ đối với thị trường nhà ở thương mại của Trung Quốc thường thất bại hoặc không đạt được hiệu quả như mong đợi?

Dựa trên những vấn đề được đặt ra ở trên, bài viết kết hợp hệ thống ngân hàng ngầm, chính sách tiền tệ và giá nhà ở thương mại vào một khuôn khổ nghiên cứu thống nhất. Thông qua xây dựng mô hình SVAR, tác giả thực hiện kiểm tra thực nghiệm mối quan hệ giữa quy mô hệ thống ngân hàng ngầm, chính sách tiền tệ và giá nhà ở thương mại. Bài viết hy vọng sẽ cung cấp một quan điểm nghiên cứu mới để làm rõ mối quan hệ giữa ba yếu tố này và đưa ra các đề xuất nhằm nâng cao hiệu quả điều tiết của chính sách tiền tệ.

Bài viết được cấu trúc gồm 6 phần: Phần 1 giới thiệu chung, Phần 2 trình bày tổng quan nghiên cứu, Phần 3 đưa ra giả thuyết nghiên cứu, Phần 4 lựa chọn biến lượng và mô hình nghiên cứu, Phần 5 trình bày kết quả phân tích thực nghiệm, Phần 6 là kết luận và gợi ý chính sách.

2. Tổng quan nghiên cứu

Các học giả Âu Mỹ khi nghiên cứu về tác động của hoạt động ngân hàng ngầm đối với giá BDS chủ yếu tập trung vào phân tích bong bóng thị trường BDS gây ra do những đổi mới tài chính dưới hình thức ngân hàng ngầm ở Hoa Kỳ trong cuộc khủng hoảng thế chấp dưới chuẩn năm 2007. Wheaton & Nechayev (2008) cho rằng cuộc khủng hoảng thế chấp dưới chuẩn ở Hoa Kỳ xảy ra chủ yếu do nhu cầu đổi mới tài chính kích thích sự mở rộng của tín dụng ngân hàng ngầm dẫn đến sự hình thành bong bóng trên thị trường BDS, khiến giá BDS tăng nhanh. Pavlov & Wachter (2011) tin rằng chứng khoán hóa tài sản dẫn đến giảm rào cản gia nhập thị trường BDS và đổi mới tài chính kiểu ngân hàng ngầm đã phá vỡ các quy tắc tài

chính, dẫn đến tích tụ rủi ro trên thị trường BĐS và ảnh hưởng tới sự phát triển của nền kinh tế. Verona & cộng sự (2013) sử dụng mô hình DSGE để khám phá mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ và ngân hàng ngầm, kết quả cũng khẳng định rằng ngân hàng ngầm có tác động nhất định đến hiệu quả của chính sách tiền tệ. Từ góc độ rủi ro, Gennaioli & cộng sự (2013) phân tích thực nghiệm những rủi ro do ngân hàng ngầm tạo ra cùng với cơ chế truyền rủi ro của nó và kết luận rằng sự tồn tại của ngân hàng ngầm sẽ đóng một vai trò nhất định trong việc hình thành bong bóng tài sản và nhạy cảm hơn với sự thay đổi của giá BĐS.

Các học giả Trung Quốc tiến hành nghiên cứu mối quan hệ giữa hoạt động ngân hàng ngầm, chính sách tiền tệ và thị trường BĐS từ nhiều góc độ khác nhau. Ou & cộng sự (2016) sử dụng mô hình VAR để kiểm tra thực nghiệm tác động dẫn truyền của quy mô hệ thống ngân hàng ngầm đối với giá BĐS và chỉ số thịnh vượng BĐS của Trung Quốc. Kết quả cho thấy khi quy mô hệ thống ngân hàng ngầm tăng, mức độ tăng giá BĐS là đáng kể trong ngắn hạn, nhưng về lâu dài sẽ giảm dần sự mở rộng liên tục của bong bóng BĐS và dần đưa giá BĐS trở lại mức trung bình thực tế. Ma & Wang (2018) nghiên cứu tác động của dịch vụ ngân hàng ngầm lên giá BĐS Trung Quốc từ góc độ chênh lệch giá, kết quả nghiên cứu cho thấy tác động của ngân hàng ngầm lên giá BĐS có đặc điểm thay đổi theo thời gian, tức là, việc mở rộng quy mô ngân hàng ngầm không nhất thiết dẫn đến giá nhà ở tăng. Wei (2016) và Li & Yan (2018) nghiên cứu ảnh hưởng lần lượt của ngân hàng và ngân hàng ngầm lên giá nhà ở và tin rằng hoạt động ngân hàng ngầm và tín dụng ngân hàng đóng vai trò thúc đẩy giá nhà ở tăng, trong khi tín dụng ngân hàng và sự tồn tại của ngân hàng ngầm tác động qua lại lẫn nhau. Luo & Feng (2012) và Li (2018) thông qua nghiên cứu thực nghiệm đã phát hiện ra rằng ngân hàng ngầm có thể kìm hãm hoặc thúc đẩy sự gia tăng cung tiền và do đó ảnh hưởng đến lãi suất, chức năng tạo tín dụng của ngân hàng ngầm sẽ làm suy yếu tác dụng của chính sách tiền tệ. Gao & cộng sự (2018), Mao & Zhou (2019) thông qua mô hình DSGE đã kết luận rằng ngân hàng ngầm có tác động cùng chiều đến tín dụng và lãi suất, ngân hàng ngầm có thể hỗ trợ tài chính cho các công ty gặp khó khăn về tài chính dẫn đến làm suy yếu vai trò điều tiết của chính sách tín dụng và chính sách tiền tệ.

Các nghiên cứu cho thấy sự phát triển của hệ thống ngân hàng ngầm Trung Quốc có mối quan hệ mật thiết với sự phát triển của thị trường BĐS và hiệu lực thực thi của chính sách tiền tệ. Một mặt, các NHTM truyền thống có xu hướng cho các doanh nghiệp lớn hoặc doanh nghiệp nhà nước vay vốn, trong khi các ngân hàng ngầm sẵn sàng cho các doanh nghiệp phát triển BĐS quy mô vừa và nhỏ vay với lãi suất cao hơn, sự gia tăng chi phí vốn này sẽ được phản ánh trong giá nhà ở. Mặt khác, chính sách thắt chặt tiền tệ hạn chế dòng vốn chảy vào ngành BĐS, còn ngân hàng ngầm ít bị ảnh hưởng bởi sự kiểm soát vĩ mô và có thể cung cấp vốn cho các nhà phát triển BĐS bất cứ lúc nào, điều này làm tăng khó khăn cho NHTW trong việc điều tiết thị trường BĐS thông qua chính sách tiền tệ.

3. Giả thuyết nghiên cứu

Giả sử có nhiều yếu tố quyết định mặt bằng giá nhà ở thương mại như môi trường văn hóa chính trị, mức thu nhập của người dân, giá đất, chính sách tiền tệ, giá nguyên vật liệu, chi phí xây dựng... thì tổng hợp các yếu tố này ngoài yếu tố chi phí, các yếu tố khác chủ yếu do cung và cầu quyết định.

Cầu trên thị trường nhà ở thương mại Trung Quốc bao gồm nhu cầu đầu cơ và nhu cầu tự sở hữu (Qiao, 2011). Cầu đầu cơ thường được cấu thành bởi hai bộ phận: mua nhà đầu cơ và mua nhà đầu tư. Mua nhà đầu cơ là hành vi mua nhà trong ngắn hạn, hướng đến cơ hội mua giá thấp và bán giá cao để kiếm chênh lệch. Mua nhà đầu tư đề cập đến hành vi mua nhà trong trung và dài hạn, có thể thu tiền từ cho thuê và chờ tài sản tăng giá. Nhu cầu tự sở hữu bao gồm nhu cầu mua nhà cải thiện chất lượng cuộc sống khi mức thu nhập gia đình được cải thiện với mức độ yêu cầu cao hơn về nhà ở và nhu cầu mua nhà bắt buộc do các nguyên nhân như con cái kết hôn hay thay đổi nơi làm việc... Nói chung, nhu cầu đầu cơ sẽ gia tăng cùng với sự gia tăng của giá nhà và giảm khi giá nhà giảm; ngược lại nhu cầu tự sở hữu giảm theo sự gia tăng của giá nhà và có xu hướng tăng khi giá nhà giảm (Ren & cộng sự, 2019), tuy nhiên do nhu cầu mua nhà ở là quá cần thiết nên độ co giãn theo giá của cầu trên thị trường nhà ở thương mại là tương đối nhỏ. Về phía nguồn cung, cung trên thị trường chủ yếu bị ảnh hưởng bởi các yếu tố như rào cản gia nhập ngành cao, chính sách hạn chế của Chính phủ và chu kỳ xây dựng nhà ở thương mại kéo dài; do vậy ngay cả khi giá nhà tăng nhanh thì nguồn cung cũng không thể tăng nhiều ngay được.

Kế thừa các nghiên cứu của Qiao (2011), Ren & cộng sự (2019), tác giả đưa ra bốn giả thuyết lý thuyết sau:

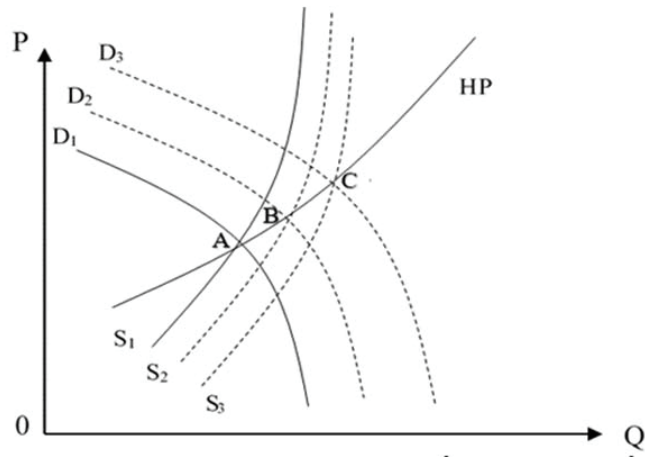
(1) Độ co giãn của cầu theo giá trên thị trường nhà ở thương mại là nhỏ và nhu cầu tự sở hữu nhiều hơn cầu đầu cơ, do đó đường cầu lồi lên phía trên bên phải.

(2) Độ co giãn của cung trên thị trường nhà ở thương mại cũng tương đối nhỏ, khi cung đạt đến một lượng nhất định, Chính phủ sẽ tăng cường kiểm soát và hạn chế tăng cung, do đó đường cung lồi ra phía dưới bên phải.

(3) Chính phủ kiềm chế sự gia tăng cung nhà ở thương mại dễ dàng hơn là kìm hãm cầu về nhà ở thương mại, do đó, đường cầu sẽ dịch chuyển nhanh hơn đường cung.

(4) Giả định rằng chỉ có hai kênh tài trợ cho các nhà phát triển BĐS là tài trợ từ ngân hàng chính thống và tài trợ từ ngân hàng ngầm.

Dựa trên các giả thuyết lý thuyết trên, quy mô hệ thống ngân hàng ngầm dưới chính sách tiền tệ thắt chặt ảnh hưởng đến sự thay đổi giá cân bằng trên thị trường nhà ở thương mại (Hình 1).



Hình 1. Sự thay đổi giá cân bằng trên thị trường nhà ở thương mại (trong điều kiện chính sách tiền tệ thắt chặt)

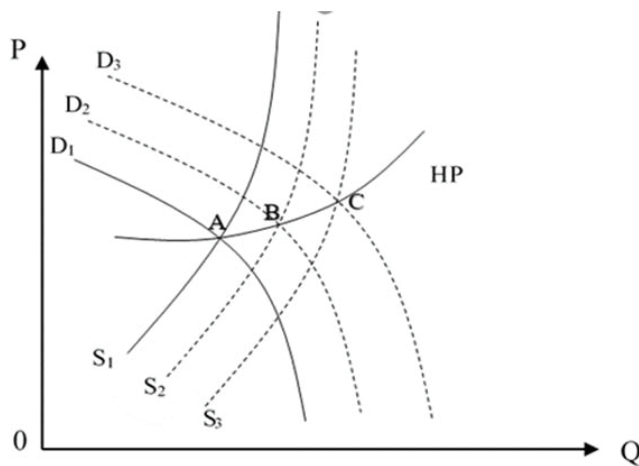
Nguồn: Ren & cộng sự (2019)

Vào thời điểm ban đầu, mức giá cân bằng của thị trường ở điểm A. Với mức thu nhập của người dân tăng lên và sự thuận tiện trong việc tiếp cận nguồn vốn từ các hình thức huy động khác nhau, đường cầu của thị trường nhà ở thương mại chuyển từ D1 sang D2. Do nhu cầu tăng làm tăng giá nhà, các chủ đầu tư có lãi sẽ đẩy cung của thị trường nhà ở thương mại tăng, nhưng do chính sách tiền tệ thắt chặt, các chủ đầu tư chỉ có thể tìm nguồn tài trợ từ thị trường tài chính ngầm, dẫn đến mức độ di chuyển của đường cung chậm hơn đường cầu, giá cân bằng lúc này trở thành điểm B. Với suy luận tương tự, giá cân bằng cũng sẽ dần di chuyển đến điểm C; và ba điểm A, B, C tạo thành đường thay đổi giá cân bằng của nhà ở thương mại.

Ngược lại, chính sách tiền tệ nới lỏng một mặt cung cấp vốn đầu tư cho các nhà phát triển BĐS, mặt khác cũng cung cấp các khoản vay lãi suất thấp cho người mua nhà, điều này cùng tác động đến giá nhà ở thương mại từ cả phía cung và cầu. Tại thời điểm này, các nhà phát triển BĐS có thể tìm nguồn tài trợ từ cả ngân hàng chính thống và ngân hàng ngầm, dẫn đến chi phí tài trợ của các nhà phát triển BĐS thấp hơn so với chính sách tiền tệ thắt chặt, do đó nguồn cung trên thị trường nhà ở thương mại tăng nhanh hơn. Đồng thời, người dân sẽ thuận tiện hơn khi vay vốn mua nhà từ ngân hàng, lúc này sự thay đổi giá cân bằng trên thị trường nhà ở thương mại được thể hiện trong Hình 2.

Sự phát triển của ngân hàng ngầm đã mở rộng kênh tài trợ cho các nhà phát triển BĐS ở một mức độ nhất định, có thể giảm bớt những hạn chế về vốn và trực tiếp thúc đẩy sự phát triển của thị trường BĐS. Trong khi các NHTM không sẵn sàng cho vay đối với các nhà phát triển BĐS quy mô vừa và nhỏ (Allen & cộng sự, 2005), khiến nhu cầu vốn của nhiều nhà phát triển BĐS không thể được đáp ứng từ hệ thống ngân hàng chính thống, thì ngân hàng ngầm có xu hướng chấp nhận rủi ro cao hơn để được bù đắp nhiều hơn (Qiu & Zhou, 2014), sẵn sàng cung cấp tín dụng

cho các nhà phát triển BĐS với lãi suất cao hơn, sự gia tăng chi phí vốn này cuối cùng sẽ được phản ánh trong giá nhà ở.



Hình 2. Sự thay đổi giá cân bằng trên thị trường nhà ở thương mại (trong điều kiện chính sách tiền tệ nới lỏng)

Nguồn: Ren & cộng sự (2019)

Từ những phân tích trên, bài viết đề xuất giả thuyết nghiên cứu sau:

H1: Cả chính sách tiền tệ và hoạt động ngân hàng ngầm đều có tác động nhất định đến giá nhà ở thương mại.

Mặt khác, trong Giả thuyết lý thuyết (4) giả định rằng chỉ có hai kênh tài trợ cho các nhà phát triển BĐS là tài trợ từ ngân hàng chính thống và tài trợ từ ngân hàng ngầm. Chính sách tiền tệ nới lỏng khiến nguồn cung tiền dồi dào, dẫn đến khả năng tiếp cận vốn với chi phí thấp từ các ngân hàng chính thống trở nên dễ dàng hơn (Li & Wu, 2011) sẽ khiến nhu cầu vốn từ hệ thống ngân hàng ngầm giảm đi. Ngược lại, chính sách tiền tệ thắt chặt làm tăng lãi suất và hạn chế quy mô tín dụng (Qiu & Zhou, 2014), để duy trì chuỗi vốn và đáp ứng nhu cầu đầu tư, các nhà phát triển BĐS sẽ tìm nguồn tài trợ từ hệ thống ngân hàng ngầm khiến quy mô hệ thống ngân hàng ngầm tăng lên. Từ đó bài viết đề xuất giả thuyết nghiên cứu sau:

H2: Những thay đổi trong chính sách tiền tệ có tác động đến quy mô của hệ thống ngân hàng ngầm.

Về lý thuyết, chính sách tiền tệ thắt chặt sẽ thông qua kênh tín dụng và lãi suất để tác động tăng chi phí tài trợ của các nhà phát triển BĐS, từng bước giảm quy mô đầu tư trên thị trường BĐS. Tuy nhiên, do hoạt động ngân hàng ngầm không chịu sự giám sát và điều tiết của NHTW, nên trong giai đoạn thắt chặt chính sách tiền tệ, các ngân hàng ngầm có thể cung cấp vốn cho các nhà phát triển BĐS không thể vay vốn thông qua các NHTM truyền thống. Mặt khác, chi phí tài trợ vốn bình quân của các công ty BĐS không chỉ được xác định bởi lãi suất tín dụng mà còn chịu ảnh hưởng lớn bởi lãi suất vay thế chấp. Khi cho vay, để bù đắp rủi ro, các ngân hàng ngầm với

vị thế độc quyền có thể ấn định mức lãi suất tín dụng cao hơn, đồng thời nới lỏng các yêu cầu về thế chấp để hạ lãi suất cho vay thế chấp (Qiu & Zhou, 2014), khiến chi phí tài trợ vốn bình quân của các công ty BĐS giảm xuống. Do đó, mặc dù chính sách tiền tệ thắt chặt đã làm tăng lãi suất và hạn chế quy mô tín dụng của toàn bộ thị trường BĐS, nhưng hoạt động của ngân hàng ngầm có thể qua mặt sự giám sát và hỗ trợ tài chính cho thị trường BĐS, từ đó làm suy yếu tác dụng điều tiết của chính sách tiền tệ đối với giá nhà. Bài viết đề xuất giả thuyết nghiên cứu sau:

H3: Hoạt động ngân hàng ngầm làm suy yếu phản ứng của giá nhà ở thương mại đối với sự điều tiết của chính sách tiền tệ.

4. Phương pháp nghiên cứu

4.1 Mô hình nghiên cứu

Mô hình vector tự hồi quy VAR truyền thống được chứng minh là một phương pháp thống kê thiết thực và hiệu quả trong nhiều lĩnh vực nghiên cứu. Tuy nhiên, mô hình VAR không thể đưa ra mối tương quan hiện tại giữa các biến, nhưng lại ẩn những mối tương quan hiện tại này trong cấu trúc tương quan của thuật ngữ sai số. Trong khi đó, mô hình vector tự hồi quy cấu trúc (SVAR) cho phép tồn tại sự ảnh hưởng hiện tại giữa các biến (Sims, 1986), do đó nó phù hợp hơn với môi trường kinh tế vĩ mô thực tế. Biểu thức của mô hình hồi quy vector cấu trúc SVAR (p) với k biến nội sinh và độ trễ bậc p là:

$$C_0 y_t = \Gamma_1 y_{(t-1)} + \Gamma_2 y_{(t-2)} + \dots + \Gamma_p y_{(t-p)} + \mu_t \quad \text{với } t = 1, 2, 3, \dots, T. \quad (1)$$

trong đó:

$$C_0 = \begin{pmatrix} 1 & -c_{12} & \dots & -c_{1k} \\ -c_{21} & 1 & \dots & -c_{2k} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ -c_{k1} & c_{k2} & \dots & 1 \end{pmatrix}; \quad \Gamma_i = \begin{pmatrix} \gamma_{11}^{(i)} & \gamma_{12}^{(i)} & \dots & \gamma_{1k}^{(i)} \\ \gamma_{21}^{(i)} & \gamma_{22}^{(i)} & \dots & \gamma_{2k}^{(i)} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \gamma_{k1}^{(i)} & \gamma_{k2}^{(i)} & \dots & \gamma_{kk}^{(i)} \end{pmatrix}; \quad \mu_t = \begin{pmatrix} \mu_{1t} \\ \mu_{2t} \\ \vdots \\ \mu_{kt} \end{pmatrix};$$

$$i = 1, 2, 3, \dots, p.$$

Đối với mô hình này, số lượng tham số được ước tính là $k^2p + k$. Để có được các tham số ước lượng duy nhất của mô hình cấu trúc, cần áp đặt $k(k-1)/2$ ràng buộc đối với công thức cấu trúc của mô hình SVAR (p) với k biến nội sinh. Những ràng buộc này có thể là ngắn hạn hoặc dài hạn. Công thức (1) được viết dưới dạng toán tử trễ như sau:

$$C(Q)y_t = \mu_t; \quad (2)$$

$$C(Q) = C_0 - \Gamma_1 Q - \Gamma_2 Q^2 - \dots - \Gamma_p Q^p; \quad (3)$$

$$y_t = D(Q)\mu_t \quad (4)$$

trong đó, $C(Q)$ là ma trận tham số $k \times k$ của toán tử trễ L . Giả sử rằng A và B là ma trận khả nghịch của $(k \times k)$, ma trận A nhân với công thức (4) có thể thu được:

$$Ay_t = AD(Q)\mu_t = Ae_t \quad \text{với } t = 1, 2, \dots, T. \quad (5)$$

Nếu A và B thỏa mãn chuỗi điều kiện: $Ae_t = B\mu_t$, $E(\mu_t\mu_t') = I_k$ thì mô hình SVAR trên được gọi là mô hình SVAR kiểu A-B.

4.2 Lựa chọn biến lượng

Để nghiên cứu mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ, hoạt động ngân hàng ngầm và giá nhà ở thương mại tại Trung Quốc, bài viết chọn dữ liệu hàng tháng từ tháng 01 năm 2012 đến tháng 12 năm 2019 cho từng biến số. Các biến được xem xét trong mô hình như sau:

Giá nhà ở thương mại (HP). Giá nhà ở thương mại được xác định bằng doanh số bán nhà ở thương mại (Nhân dân tệ) chia cho diện tích bán nhà ở thương mại (m^2). Để loại bỏ xu hướng tăng trưởng theo cấp số nhân của chuỗi thời gian, ta lấy lôgarit tự nhiên của chuỗi (LHP).

Lãi suất bình quân gia quyền cho vay liên ngân hàng (IBOR). Lãi suất bình quân gia quyền cho vay liên ngân hàng được sử dụng để biểu thị mặt bằng lãi suất của cùng kỳ hạn, đồng thời phản ánh xu hướng của chính sách tiền tệ.

Cung tiền mở rộng (M_2): Cung tiền M_2 được NHTW Trung Quốc xác định là mục tiêu trung gian trong chính sách tiền tệ, M_2 liên quan chặt chẽ đến ý định chính sách và phản ánh những thay đổi về mức độ thắt chặt hay nới lỏng của chính sách tiền tệ. Sự thay đổi M_2 có tác động lớn đến doanh nghiệp sản xuất, thị trường tài chính, người tiêu dùng và hành vi của nhà đầu tư. Ta cũng lấy lôgarit tự nhiên cho chuỗi số liệu M_2 (LM2).

Quy mô hệ thống ngân hàng ngầm (SB): Vì giới học thuật vẫn chưa xác định rõ phạm vi của hệ thống ngân hàng ngầm, do vậy bài viết căn cứ vào công bố của Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc về tổng số tiền cho vay ủy thác, cho vay tín chấp, tín chấp ngân hàng không chiết khấu, trái phiếu doanh nghiệp và tài trợ vốn cổ phần của các doanh nghiệp phi tài chính trong tổng quy mô tài trợ xã hội để đóng vai trò như một biến số đại diện cho quy mô của hệ thống ngân hàng ngầm. Đồng thời lấy lôgarit tự nhiên của chuỗi số liệu (LSB).

4.3 Nguồn dữ liệu

Nghiên cứu dựa trên dữ liệu lấy từ cơ sở dữ liệu thống kê của Tổng cục Thống kê Trung Quốc, Trung tâm dữ liệu Viện nghiên cứu Bộ Thương mại và trang web của Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc. Do Chính phủ Trung Quốc không công bố dữ liệu tháng 01 hàng năm về doanh số và diện tích bán nhà ở thương mại nên giá bán nhà ở thương mại vào tháng 01 hàng năm sẽ được ước tính bằng phần mềm Eviews 10.

Bảng 1. Ký hiệu, cách tính và nguồn số liệu

Biến lượng	Ký hiệu	Nguồn số liệu	Cách tính
Giá nhà ở thương mại (NDT/m ²)	HP	Tổng cục Thống kê Trung Quốc https://data.stats.gov.cn/	$HP = \frac{\text{Doanh số bán nhà ở thương mại}}{\text{Diện tích bán nhà ở thương mại}}$
Lãi suất bình quân gia quyền cho vay liên ngân hàng (%)	IBOR	Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc http://www.pbc.gov.cn/	
Cung tiền mở rộng (NDT)	M2	Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc http://www.pbc.gov.cn/	
Quy mô hệ thống tài chính ngầm (NDT)	SB	Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc http://www.pbc.gov.cn/ Trung tâm dữ liệu Viện nghiên cứu Bộ Thương mại http://data.mofcom.gov.cn/	Quy mô hệ thống tài chính ngầm được xác định bằng tổng số tiền cho vay ủy thác, cho vay tín chấp, tín chấp ngân hàng không chiết khấu, trái phiếu doanh nghiệp và tài trợ vốn cổ phần của các doanh nghiệp phi tài chính trong nước

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

5. Kết quả phân tích thực nghiệm

5.1 Thống kê mô tả

Bảng 2. Bảng thống kê mô tả

	LHP_SA	IBOR_SA	LM2_SA	LSB_SA
Trung vị	8,8931	2,6626	14,1299	12,8569
Trung bình	8,8716	2,6749	14,1555	12,9363
Lớn nhất	9,1676	4,0692	14,5060	13,1790
Nhỏ nhất	8,6262	1,4591	13,6602	12,0960
Độ lệch chuẩn	0,1503	0,5560	0,2466	0,3126
Quan sát	96	96	96	96

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Các quan sát hàng quý, hàng tháng của chuỗi thời gian cho thấy sự thay đổi theo chu kỳ hàng tháng hoặc hàng quý, những thay đổi theo chu kỳ như vậy thường che giấu các quy luật khách quan của sự phát triển kinh tế, do đó, số liệu của chuỗi thời gian cần được điều chỉnh theo mùa. Phương pháp Census X12 có thể phân tách tốt ảnh hưởng của dữ liệu trong các ngày lễ lên toàn bộ dữ liệu chuỗi thời gian và tăng tính ổn định trong toàn bộ khoảng thời gian của chuỗi. Do đó, phương pháp Census X12 được chọn

để điều chỉnh từng biến theo mùa (LSB_SA, LHP_SA, IBOR_SA, LM2_SA) và thống kê mô tả được thực hiện trên từng biến sau khi điều chỉnh (Bảng 2). Giá trị trung bình của mỗi biến lớn hơn nhiều so với độ lệch chuẩn của nó, cho thấy rằng sau khi điều chỉnh theo mùa, các biến lượng không tồn tại giá trị bất thường.

5.2 Kiểm định tính dừng và lựa chọn độ trễ tối ưu

Sử dụng kiểm định ADF (Augmented Dickey-Fullertest) để kiểm tra tính dừng của dữ liệu chuỗi thời gian (Bảng 3). Từ Bảng 3 có thể thấy rằng ngoại trừ LHP_SA, các chuỗi thời gian khác đều là chuỗi dừng. Tiến hành lấy sai phân bậc một (DLHP) để đưa LHP_SA về chuỗi dừng.

Bảng 3. Kết quả kiểm định ADF về độ ổn định của từng chuỗi thời gian

Biến lượng	ADF	Giá trị tới hạn			Giá trị P	Kết luận
		1%	5%	10%		
LSB_SA	-10,1692	-3,5144	-2,8981	-2,5863	0,0000	Chuỗi dừng
LHP_SA	-0,2526	-3,5144	-2,8981	-2,5863	0,9262	Chuỗi không dừng
INBOR_SA	-4,3558	-3,5144	-2,8981	-2,5863	0,0007	Chuỗi dừng
LM2_SA	-3,0770	-3,5144	-2,8981	-2,5863	0,0323	Chuỗi dừng
DLHP	-7,8969	-3,5155	-2,8986	-2,5866	0,0000	Chuỗi dừng

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Để thực hiện xác định độ trễ của mô hình SVAR, trước tiên phải xác định độ trễ của mô hình VAR tương ứng. Có rất nhiều kiểm định khác nhau để xác định độ trễ phù hợp của mô hình (Bảng 4), các giá trị LR, FPE, AIC của mô hình VAR trong khoảng từ 0-8 cho thấy độ trễ tối ưu nên được chọn là 4.

Bảng 4. Kết quả phân đoán độ trễ mô hình VAR

Độ trễ	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	294,9779	NA	3,63E-09	-8,0827	-7,9562	-8,0323
1	722,6105	795,8717	3,93E-14	-19,5169	-18,8845*	-19,2652*
2	736,3518	24,0472	4,20E-14	-19,4542	-18,3159	-19,0010
3	751,0073	24,0187	4,41E-14	-19,4168	-17,7726	-18,7623
4	775,6523	37,6521*	3,54e-14*	-19,6570*	-17,5068	-18,8010
5	788,8823	18,7424	3,95E-14	-19,5800	-16,9240	-18,5227
6	795,2531	8,3174	5,43E-14	-19,3125	-16,1506	-18,0538
7	799,7011	5,3129	8,06E-14	-18,9917	-15,3237	-17,5315
8	821,8203	23,9624	7,52E-14	-19,1616	-14,9878	-17,5000

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Tuy nhiên, kết quả của các kiểm định AIC và SC là không đồng nhất, tiếp tục sử dụng kiểm định LM để kiểm định tính ổn định của độ trễ tối ưu trong mô hình (Bảng

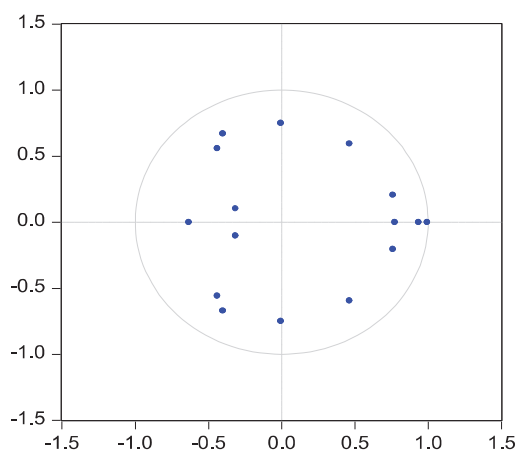
5). Kết quả kiểm định LM cho thấy độ trễ của mô hình VAR là 4 đảm bảo tính tự hồi quy và độ vững chắc của mô hình. Do vậy nghiên cứu sẽ sử dụng mô hình VAR (4).

Bảng 5. Kết quả kiểm định LM

Giả thuyết H0: Không có tự tương quan ở độ trễ h						
Độ trễ	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	Df	Prob.
1	13,0955	16	0,6658	0,8157	(16, 159,5)	0,6664
2	13,2707	16	0,6529	0,8270	(16, 159,5)	0,6535
3	8,9593	16	0,9151	0,5511	(16, 159,5)	0,9153
4	10,2583	16	0,8528	0,6335	(16, 159,5)	0,8531
5	18,3855	16	0,3018	1,1638	(16, 159,5)	0,3026
6	9,7731	16	0,8782	0,6027	(16, 159,5)	0,8785
7	16,9704	16	0,3875	1,0696	(16, 159,5)	0,3883
8	21,8117	16	0,1494	1,3953	(16, 159,5)	0,1500
9	13,6160	16	0,6273	0,8495	(16, 159,5)	0,6280
10	4,8161	16	0,9966	0,2926	(16, 159,5)	0,9966
11	9,3339	16	0,8990	0,5748	(16, 159,5)	0,8993
12	11,7328	16	0,7622	0,7278	(16, 159,5)	0,7627

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Ngoài ra, như trong Hình 3, có thể thấy rằng tất cả các giá trị riêng đều nằm trong vòng tròn đơn vị, do đó tính ổn định của VAR (4) là tốt và có thể nghiên cứu bước tiếp theo.



Hình 3. Kết quả kiểm định nghịch đảo đơn vị gốc đa thức AR

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

5.3 Kiểm tra đồng liên kết Johansen

Từ khi Engle & Granger (1987) đề xuất lý thuyết đồng liên kết, phương pháp này đã trở thành một công cụ quan trọng để phân tích mối quan hệ định lượng giữa các biến số kinh tế có thuộc tính. Khi tiến hành phân tích chuỗi thời gian, về mặt lý

thuyết, các biến bắt buộc phải là chuỗi thời gian có tính dừng, nếu không sẽ xảy ra hồi quy giả. Do vậy, với các chuỗi thời gian không dừng, chúng ta phải tiến hành lấy sai phân để khiến nó dừng. Tuy nhiên, chuỗi thời gian sau khi sai phân sẽ làm mất lượng tổng thông tin dài hạn. Mục đích của kiểm tra đồng liên kết là để kiểm tra xem tổ hợp tuyến tính của một tập hợp các chuỗi không dừng có mối quan hệ cân bằng ổn định hay không. Bài viết sử dụng phương pháp Johansen để kiểm tra đồng liên kết (Bảng 6). Kiểm định vết và kiểm định góc đặc trưng cho thấy tồn tại một phương trình đồng liên kết giữa các biến ở mức ý nghĩa 5%. Để mô hình SVAR được thiết lập, chúng ta chỉ cần chứng minh có mối quan hệ đồng liên kết là được.

Bảng 6. Kết quả kiểm tra đồng liên kết Johansen

Giả thuyết	Trị đặc trung	Kiểm định vết	5%	Giá trị P	Kiểm định góc đặc trưng	5%	Giá trị P
Không có *	0,3541	59,6454	47,8561	0,0027	32,7891	27,5843	0,0098
Nhiều hơn 1	0,1869	26,8563	29,7970	0,1052	15,5234	21,1316	0,2539
Nhiều hơn 2	0,1209	11,3329	15,4947	0,1918	9,6650	14,2646	0,2349
Nhiều hơn 3	0,0220	1,66786	3,8414	0,1965	1,6678	3,8414	0,1965

*Chú thích: Kiểm định vết cho thấy có 1 vector đồng liên kết với mức ý nghĩa 5%; kiểm định góc đặc trưng cho thấy có 1 vector đồng liên kết với mức ý nghĩa 5%; * chỉ ra rằng giả thuyết bị bác bỏ với mức ý nghĩa 5%.*

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

5.4 Thiết lập tham số cho mô hình SVAR

Mô hình SVAR (4) có 4 biến được thiết lập theo công thức (1) dưới dạng như sau:

$$A\varepsilon_t = B\mu_t \text{ với } t = 1, 2, \dots, T. \quad (6)$$

Thiết lập biến lượng và ma trận tham số trong công thức (6):

$$A = \begin{pmatrix} 1 & a_{12} & a_{13} & a_{14} \\ a_{21} & 1 & a_{23} & a_{24} \\ a_{31} & a_{32} & 1 & a_{34} \\ a_{41} & a_{42} & a_{43} & 1 \end{pmatrix} \text{ và } B = \begin{pmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 1 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 1 \end{pmatrix}$$

trong đó $\varepsilon_t = (\varepsilon_{1t}, \varepsilon_{2t}, \dots, \varepsilon_{4t})'$; $\mu_t = (\mu_{1t}, \mu_{2t}, \dots, \mu_{4t})'$; ε_t là nhiễu trắng của mô hình VAR, các vector con của μ_t tương ứng đại diện cú sốc tác động đến bốn biến số lần lượt là giá nhà ở thương mại (DLHP), lãi suất bình quân gia quyền cho vay liên ngân hàng (IBOR_SA), cung tiền mở rộng (LM2_SA) và quy mô hệ thống ngân hàng ngầm (LSB_SA). Mô hình SVAR 4 biến được thiết lập với ít nhất $k(k-1)/2 = 6$ ràng buộc. Giả sử rằng: Mặt bằng lãi suất không bị ảnh hưởng bởi cung tiền và giá nhà ở trong cùng kỳ, nghĩa là $a_{21} = 0$, $a_{23} = 0$; cung tiền không bị ảnh hưởng bởi giá nhà ở trong cùng kỳ, nghĩa là $a_{31} = 0$; quy mô hệ thống ngân hàng ngầm không bị ảnh hưởng bởi sự thay đổi của cung tiền, lãi suất và giá nhà ở trong kỳ, nghĩa là $a_{41} = 0$, $a_{42} = 0$, $a_{43} = 0$. Khi đó, mô hình SVAR (4) 4 biến có dạng như sau:

$$\begin{pmatrix} \mu_{DLHP} \\ \mu_{IBOR_SA} \\ \mu_{LM2_SA} \\ \mu_{LSB_SA} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} 1 & a_{12} & a_{13} & a_{14} \\ 0 & 1 & 0 & a_{24} \\ 0 & a_{32} & 1 & a_{34} \\ 0 & 0 & 0 & 1 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \varepsilon_{DLHP} \\ \varepsilon_{IBOR_SA} \\ \varepsilon_{LM2_SA} \\ \varepsilon_{LSB_SA} \end{pmatrix}$$

Vì trọng tâm của phân tích mô hình SVAR là phân tích hiệu ứng xung của quá trình trực giao, bởi vậy ta không xem xét đến kết quả ước lượng tham số.

5.5 Kiểm định nhân quả Granger

Thông qua kiểm định Johansen chứng minh được rằng có mối quan hệ đồng liên kết giữa các biến, nhưng không thể xác định có mối quan hệ nhân quả giữa chúng hay không. Vì vậy, bài viết tiếp tục thực hiện kiểm định nhân quả Granger (Bảng 7).

Bảng 7. Kết quả của kiểm định nhân quả Granger

Giả thuyết	Giá trị F	Giá trị P	Kết luận
LSB_SA không là nguyên nhân gây ra biến động của DLHP	10,3763	0,0345	Bác bỏ giả thuyết
IBOR_SA không là nguyên nhân gây ra biến động của DLHP	15,7250	0,0034	Bác bỏ giả thuyết
LM2_SA không là nguyên nhân gây ra biến động của DLHP	8,4797	0,0755	Bác bỏ giả thuyết
IBOR_SA không là nguyên nhân gây ra biến động của LSB_SA	16,4562	0,0025	Bác bỏ giả thuyết
LM2_SA không là nguyên nhân gây ra biến động của LSB_SA	8,3749	0,0788	Bác bỏ giả thuyết
DLHP không là nguyên nhân gây ra biến động của LSB_SA	5,7082	0,2220	Chấp nhận giả thuyết
DLHP không là nguyên nhân gây ra biến động của INBOR_SA	8,3960	0,0781	Bác bỏ giả thuyết
LM2_SA không là nguyên nhân gây ra biến động của INBOR_SA	6,7235	0,1512	Chấp nhận giả thuyết
LSB_SA không là nguyên nhân gây ra biến động của INBOR_SA	3,8180	0,4312	Chấp nhận giả thuyết
DLHP không là nguyên nhân gây ra biến động của LM2_SA	6,1906	0,1854	Chấp nhận giả thuyết
LSB_SA không là nguyên nhân gây ra biến động của LM2_SA	3,8180	0,4312	Chấp nhận giả thuyết
INBOR_SA không là nguyên nhân gây ra biến động của LM2_SA	15,7250	0,0034	Bác bỏ giả thuyết

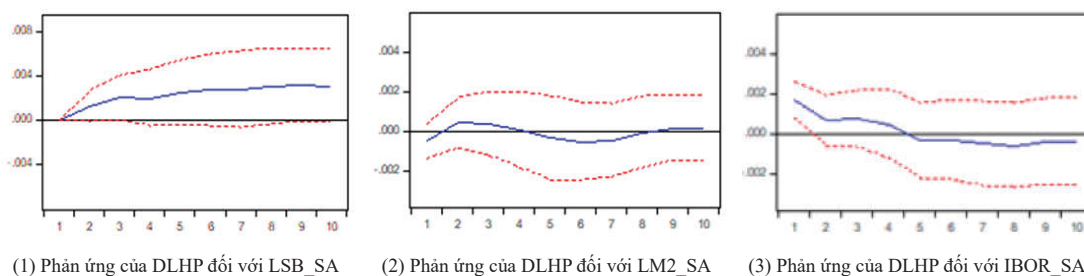
Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Kết quả kiểm định nhân quả Granger cho thấy, thứ nhất, quy mô của hệ thống ngân hàng ngầm và chính sách tiền tệ (mở rộng hay thắt chặt) là những nguyên nhân

gây ra biến động trong giá nhà ở thương mại: lượng vốn lớn từ hệ thống ngân hàng ngầm cung cấp thêm kênh tài chính cho các công ty BĐS và chính sách tiền tệ (thắt chặt hay mở rộng) cũng liên quan đến lợi nhuận của các nhà phát triển BĐS. Thứ hai, giá nhà ở thương mại là nguyên nhân gây ra biến động cho mặt bằng lãi suất: một lượng lớn tiền được đầu tư hoặc một lượng lớn các khoản tiền bị rút khỏi thị trường nhà đất sẽ dẫn đến sự mâu thuẫn rõ rệt giữa cung và cầu tiền của các tổ chức tài chính, và chi phí sử dụng vốn tức lãi suất, sẽ biến động theo cung và cầu này. Thứ ba, chính sách tiền tệ (thắt chặt hay mở rộng) cũng là nguyên nhân gây ra biến động cho quy mô của hệ thống ngân hàng ngầm: chính sách tiền tệ nói lỏng chắc chắn sẽ dẫn đến việc đủ lượng cung tiền trên thị trường khiến lãi suất thị trường giảm, việc đáp ứng nhu cầu vốn trở nên dễ dàng hơn, dẫn đến nhu cầu trên thị trường ngân hàng ngầm giảm; ngược lại, chính sách tiền tệ thắt chặt làm giảm lượng cung tiền trên thị trường chính thức, khiến nhu cầu trên thị trường ngân hàng ngầm trở nên mạnh mẽ hơn.

5.6 Phân tích hàm phản ứng xung

Hàm phản ứng xung mô tả tác động của sự thay đổi một biến đơn lẻ đến các giá trị hiện tại và tương lai của các biến nội sinh. Nó có thể phản ánh mối quan hệ thuận nghịch giữa các biến và xu hướng thay đổi của ảnh hưởng này theo thời gian, tiết lộ mối quan hệ động giữa các biến số. Dựa trên mô hình SVAR, bài viết này xây dựng một hàm phản ứng xung để phân tích tương tác động giữa các biến (Hình 4). Trục hoành trong hình thể hiện khoảng thời gian trễ (kỳ) của hành động tác động và trục tung thể hiện số phản hồi. Đường nét liền đại diện cho phản ứng của giá nhà ở thương mại đối với những thay đổi trong quy mô ngân hàng ngầm và chính sách tiền tệ, các đường chấm ở cả hai bên cho biết dải lệch cộng hoặc trừ hai lần sai số chuẩn.

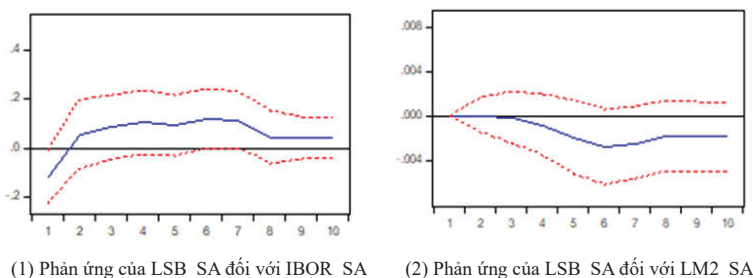


Hình 4. Phản ứng của giá nhà ở thương mại đối với quy mô ngân hàng ngầm và chính sách tiền tệ

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Hình 4(1) cho thấy dưới tác động của sự gia tăng quy mô hệ thống ngân hàng ngầm sẽ thúc đẩy giá nhà ở tăng liên tục. Ngân hàng ngầm không chịu sự điều chỉnh trực tiếp của các chính sách tiền tệ do đặc điểm nằm ngoài hệ thống giám sát truyền thống, nên khi chính sách tiền tệ thắt chặt, quy mô của hệ thống ngân hàng ngầm vẫn mở rộng, đồng thời bơm vốn cho các công ty BĐS với lãi suất cao hơn, sự gia tăng chi phí vốn này cuối cùng lại được phản ánh trong việc tăng giá nhà ở. Hình 4(2) và 4(3) cho thấy

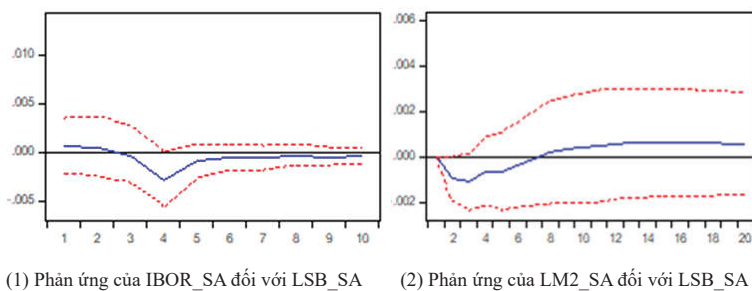
những tác động điều chỉnh của chính sách tiền tệ (cung tiền, lãi suất) đối với giá nhà ở thương mại (trong điều kiện chịu ảnh hưởng của ngân hàng ngầm) là không đáng kể. Cụ thể, qua Hình 4(3) có thể thấy rằng khi lãi suất tăng thì giá nhà sẽ tăng ngay từ kỳ thứ hai với giá trị phản ứng tăng tối đa, sau đó giảm dần từ kỳ thứ 5. Điều đó chứng tỏ, khi chính phủ thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt, lãi suất tăng, chi phí phát triển của các công ty BĐS tăng sẽ làm tăng giá nhà đất trong ngắn hạn, nhưng về dài hạn nó sẽ dần hạn chế sự phát triển quá nóng của thị trường BĐS khiến giá nhà giảm dần. Hình 4(2) cho thấy khi cung tiền tăng thì giá nhà ở có phản ứng tăng nhẹ trong những kỳ đầu và giảm dần sau đó, nhưng mức độ phản ứng là không đáng kể. Điều này cho thấy các tác động của hệ thống ngân hàng ngầm đối với giá nhà ở thương mại tại Trung Quốc thậm chí còn lớn hơn tác động điều tiết của chính sách tiền tệ.



Hình 5. Phản ứng của quy mô ngân hàng ngầm đối với chính sách tiền tệ

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Hình 5 phản ánh mức độ tác động của chính sách tiền tệ lên quy mô ngân hàng ngầm. Khi chính phủ thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt, lãi suất tăng và cung tiền giảm, giảm khả năng của những người có nhu cầu tiếp cận vốn thông qua ngân hàng chính thống, dẫn đến nhu cầu tiếp cận vốn thông qua hệ thống ngân hàng ngầm tăng lên (Hình 5(1)). Ngược lại, với chính sách tiền tệ mở rộng, cung tiền tăng, khả năng tiếp cận vốn từ hệ thống các ngân hàng chính thống dễ dàng hơn với chi phí vay vốn thấp hơn, dẫn đến quy mô ngân hàng ngầm giảm đi (Hình 5(2)). Điều này chứng tỏ những thay đổi trong chính sách tiền tệ có tác động đáng kể đến quy mô của hệ thống ngân hàng ngầm.



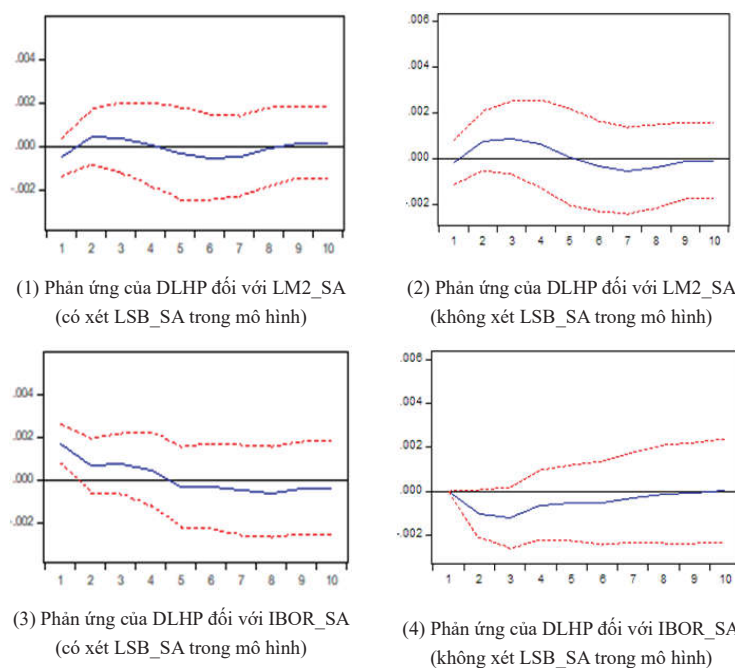
Hình 6. Phản ứng xung của cung tiền và lãi suất đối với quy mô hệ thống ngân hàng ngầm

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Hình 6 cho thấy sự gia tăng quy mô của hệ thống ngân hàng ngầm sẽ làm tăng lãi suất trong ngắn hạn, nhưng theo thời gian, lãi suất sẽ giảm xuống. Do đó, mặc dù hoạt động của hệ thống ngân hàng ngầm sẽ làm tăng chi phí tài chính trong ngắn hạn do lãi suất vay cao hơn lãi suất của hệ thống ngân hàng chính thống, nhưng về lâu dài, sự phát triển của ngân hàng ngầm sẽ làm tăng quy mô tín dụng trong xã hội, thúc đẩy tự do hóa lãi suất và giảm chi phí tài chính. Nghĩa là, hoạt động của hệ thống ngân hàng ngầm mở rộng nguồn vốn và giảm chi phí tài chính của doanh nghiệp trong dài hạn. Nhìn chung, hoạt động ngân hàng ngầm có tác động đến các chỉ số chính sách tiền tệ như cung tiền, lãi suất, và khiến các cơ quan chức năng khó kiểm soát kinh tế vĩ mô thông qua các công cụ chính sách tiền tệ.

5.7 Thực nghiệm mô phỏng phản thực tế

Bài viết sử dụng phương pháp mô phỏng phản thực tế (Duan, 2015) để phân tích phản ứng của giá nhà ở đối với việc thắt chặt chính sách tiền tệ khi không có ảnh hưởng của hệ thống ngân hàng ngầm. Phương pháp này có nghĩa là các hệ số ước lượng của quy mô hệ thống ngân hàng ngầm trong Phương trình (6) đều là 0, nói cách khác, quy mô hệ thống ngân hàng ngầm không được bao gồm trong mô hình SVAR và không có tác động nội sinh đến giá nhà ở thương mại. Tiến hành xây dựng mô hình SVAR cho ba biến số giá nhà ở thương mại, cung tiền, lãi suất, đồng thời sử dụng ngân hàng ngầm như một biến ngoại sinh của hệ thống để thực hiện phân tích phản ứng xung mới và so sánh với phản ứng xung ban đầu.



Hình 7. Phản ứng của giá nhà ở đối với chính sách tiền tệ

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Hình 7 so sánh tác động của cung tiền và lãi suất lên giá nhà ở trong các trường hợp có xét đến và không xét đến ảnh hưởng của ngân hàng ngầm trong mô hình. Phản hồi mới của giá nhà (không xét ảnh hưởng của hoạt động ngân hàng ngầm) và phản hồi ban đầu của giá nhà (có xét đến ảnh hưởng của hoạt động ngân hàng ngầm) về cơ bản là giống nhau, nhưng có mức độ khác nhau. Trong đó phản hồi ban đầu về giá nhà ở sẽ yếu hơn phản hồi mới về giá nhà ở, có nghĩa là dưới ảnh hưởng của hoạt động ngân hàng ngầm, chính sách tiền tệ sẽ bị giảm hiệu quả điều tiết đối với thị trường BĐS.

6. Kết luận và gợi ý chính sách

Sự mở rộng nhanh chóng của quy mô hệ thống ngân hàng ngầm đã tác động ngày càng nhiều đến hệ thống tài chính và nền kinh tế của Trung Quốc. Bài viết kết hợp ngân hàng ngầm, chính sách tiền tệ và giá nhà ở thương mại vào một khung phân tích thống nhất, bằng cách xây dựng mô hình SVAR khám phá cơ chế ảnh hưởng và tác động của ngân hàng ngầm và chính sách tiền tệ lên giá nhà ở thương mại. Phân tích thực nghiệm cho thấy: (i) Hoạt động ngân hàng ngầm trực tiếp thúc đẩy tăng giá nhà ở; (ii) Những thay đổi trong chính sách tiền tệ có tác động đáng kể đến quy mô của hệ thống ngân hàng ngầm; (iii) Hoạt động ngân hàng ngầm làm suy yếu phản ứng của giá nhà ở thương mại trước sự điều tiết của chính sách tiền tệ.

Dựa trên các kết luận trên, để tăng cường sự điều tiết của chính sách tiền tệ đối với giá nhà ở và chuẩn hóa sự phát triển hợp lý của ngân hàng ngầm, tác giả đưa ra các khuyến nghị sau:

Thứ nhất, việc xây dựng và thực thi chính sách tiền tệ phải xem xét đầy đủ các đặc điểm và chức năng của hệ thống ngân hàng ngầm. NHTW cần điều chỉnh thích hợp các công cụ chính sách tiền tệ để phối hợp với việc triển khai và thực hiện các chính sách điều tiết liên quan, điều chỉnh mối quan hệ nghiệp vụ giữa hệ thống NHTM và hệ thống ngân hàng ngầm, tiến hành các điều chỉnh có mục tiêu để cải thiện sự ổn định của hệ thống tài chính.

Thứ hai, để kiểm soát có hiệu quả bong bóng BĐS, ổn định kỳ vọng giá nhà ở và xây dựng hệ thống điều tiết chống chu kỳ cho thị trường BĐS, Chính phủ phải duy trì sự hỗ trợ thích hợp cho ngành BĐS để đáp ứng nhu cầu vốn lớn của ngành và phát huy hết vai trò của nguồn tài chính trực tiếp, mở rộng nhiều kênh tài chính khác nhau nhằm nỗ lực giải quyết vấn đề khó khăn về tài chính cho các công ty BĐS. Ngoài ra, để đối phó với sự khác biệt về trình độ phát triển kinh tế giữa các khu vực, vùng miền, các chính sách kiểm soát giá nhà phải phù hợp với sự phát triển thực tế và đặc điểm của nền kinh tế địa phương, nhằm đạt được mục tiêu phát triển lâu dài, cân đối và ổn định. Trong quá trình kiểm soát giá BĐS, chính sách tiền tệ thắt chặt nên được sử dụng thận trọng, giá BĐS có thể được điều chỉnh theo nhiều chiều khác nhau bằng cách thực hiện thuế BĐS; đẩy nhanh tiến độ xây dựng nhà ở xã hội, nhà ở cho thuê giá rẻ; đồng thời cải cách hệ thống đấu giá đất...

Thứ ba, từng bước xóa bỏ những “điểm mù” trong hoạt động giám sát hệ thống ngân hàng ngầm, phá vỡ sự phân chia vốn có về giám sát trong ngành, thực hiện

giám sát toàn diện, xây dựng và đưa ra các chính sách hoàn thiện hơn, hướng dẫn hệ thống ngân hàng ngầm hoạt động theo đúng ý định chính sách của NHTW. Đồng thời, để ngăn ngừa rủi ro tài chính hệ thống, căn cứ theo quy mô và các chỉ số rủi ro liên quan của các ngân hàng ngầm khác nhau, thiết lập khuôn khổ quy định để điều tiết hợp lý hoạt động kinh doanh ngân hàng ngầm, tích cực định hướng các trung gian tín dụng ngân hàng ngầm phục vụ tốt hơn cho sự phát triển của nền kinh tế.

Mặt khác, cần nhìn nhận các vấn đề về ngân hàng ngầm một cách khách quan. Các đề tài nghiên cứu về ảnh hưởng của ngân hàng ngầm thường mang tính “phiến diện”, hầu hết đều nhằm xác minh các tác động “bất lợi” của ngân hàng ngầm đối với chính sách tiền tệ và nền kinh tế. Mặc dù ngân hàng ngầm sẽ có tác động đến lãi suất thị trường, nhưng nó cũng đã thúc đẩy một cách khách quan quá trình thị trường hóa lãi suất và giúp chuyển đổi chính sách tiền tệ thành hệ thống kiểm soát dựa trên giá cả. Ngân hàng ngầm xuất hiện trong quá trình phát triển và đổi mới của ngành tài chính hiện đại, việc phát hiện và nắm bắt những mặt tích cực của nó đối với chính sách tiền tệ cũng có ý nghĩa to lớn, vì nó có thể được sử dụng để giám sát, kiểm soát chặt chẽ và làm “minh bạch hóa” ngân hàng ngầm. Do đó, nghiên cứu về ngân hàng ngầm còn có thể tiến hành các khám phá lý luận và thực nghiệm sâu sắc về ý nghĩa tích cực của nó, để trong quá trình phát triển, ngân hàng ngầm không chỉ có đặc điểm là đòn bẩy tài chính quá mức, gây rối loạn trật tự tiền tệ, trốn tránh giám sát tài chính... mà nó cũng có thể đóng góp quan trọng vào việc chuyển đổi và cải thiện khuôn khổ điều tiết chính sách tiền tệ, phát huy đầy đủ vai trò là một dịch vụ tài chính của nền kinh tế.

Tài liệu tham khảo

- Allen, F., Qian, J. & Qian, M. (2005), “Law, finance, and economic growth in China”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 77 No. 1, pp. 57 - 116.
- CBIRC. (2020), “Zhongguo yingzi yinhang baogao”, *Financial Regulation Research*, Vol. 11, pp. 1 - 23.
- Duan, Z.D. (2015), “Zhufang jiage zai huobi zhengce chuandao zhong de zuoyong xiaoguo -jiyu SVAR moxing de fan shishi yanjiu”, *Modern Economic Science*, Vol. 37 No. 5, pp. 11 - 20.
- Engle, R.F. & Granger, C.W.J. (1987), “Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing”, *Econometrica*, Vol. 55 No. 2, pp. 251 - 276.
- FSB. (2011), “Shadow banking: strengthening oversight and regulation”, *Financial Stability Board*, https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111027a.pdf?page_moved=1, truy cập ngày 01/01/2021.
- EC. (2012), “Green paper shadow banking”, *European Commission*, <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2012/EN/1-2012-102-EN-F1-1.Pdf>, truy cập ngày 01/01/2021.
- Gorton, B. & Metrick, A. (2012), “Securitized banking and the run on repo”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 104 No. 3, pp. 425 - 451.

- Gennaioli, N., Shleifer, A. & Vishny, R.W. (2013), “A model of shadow banking”, *Journal of Finance*, Vol. 68 No. 4, pp. 1331 - 1363.
- Gao, R., Chen, C., Zeng, H. & Gong L.T. (2018), “Dai yueshu, yingzi yinhang yu huobi zhengce chuandao”, *Economic Research Journal*, Vol. 12, pp. 68 - 82.
- Li, Y. (2011), “Yingzi yinhang tixi fazhan yu jinrong chuangxin”, *China Finance*, Vol. 12, pp. 31 - 32.
- Li, B. & Wu, G. (2011), “Yingzi yinhang de xinyong chuangzao gongneng ji qi dui huobi zhengce de tiaozhan”, *Journal of Financial Research*, Vol. 12, pp. 77 - 84.
- Li, X.F. & Yan, N. (2018), “Beijing shi yingzi yinhang guimo ji dui beijing shi fangjia de yingxiang fenxi”, *Journal of Beijing Union University*, Vol. 2, pp. 104 - 109.
- Li, Y. (2018), “Woguo yingzi yinhang dui huobi zhengce zichan jiage chuandao jizhi de yingxiang”, *Finance Economy*, Vol. 10, pp. 70 - 71.
- Luo, Z.X. & Feng, K. (2012), “Yingzi yinhang yu woguo huobi zhengce chuandao”, *Wuhan Finance*, Vol. 4, pp. 19 - 22.
- Ma, Y.M. & Wang, H.S. (2018), “Yingzi yinhang, fangdichan shichang yu hongguan jingji bodong”, *Contemporary Finance & Economics*, Vol. 1, pp. 12 - 23.
- Mao, Z.S. & Zhou, S.S. (2019), “Qiye yingzi yin xing hua yu huobi zhengce xindai qudao chuandao – jiyu DSGE moxing de fenxi”, *Research on Financial and Economic Issues*, Vol. 1, pp. 59 - 65.
- Nguyen, V.H. (2016), “Classifying the shadow banking in commercial banks of Vietnam”, *International Journal of Humanities and Management Sciences*, No. 3, pp. 271 - 276.
- Ou, Y.Z.G., Yuan, F.F. & Zhang, S. (2016), “Woguo yingzi yinhang tixi jinrong yali dui fangdichan shichang de dongtai yingxiang”, *Journal of Finance and Economics*, No. 3, pp. 9 - 15.
- Pavlov, A. & Wachter, S.M. (2011), “Subprime lending and real estate prices”, *Real Estate Economics*, Vol. 39 No. 1, pp. 1 - 17.
- Phạm, T.T. (2009), “Khủng hoảng cho vay thế chấp dưới chuẩn ở Mỹ: bài học và một số kiến nghị”, *Tạp chí Kinh tế và Kinh doanh - ĐHQGHN*, Số 25, tr. 39 - 53.
- Qiao, D. (2011), “Fangdichan jiage xingcheng jizhi yanjiu”, *Capital University of Economics and Business*, Beijing, China.
- Qiu, X. & Zhou, Q.L. (2014), “Yingzi yinhang yu huobi zhengce chuandao”, *Economic Research*, Vol. 49 No. 5, pp. 91 - 105.
- Ren, X.W., Xing, T.C. & Zhang, X. (2019), “Yingzi yinhang, huobi zhengce yu fangdichan jiage”, *Economy and Management*, Vol. 33 No. 4, pp. 58 - 64.
- Sims, A.S. (1986), “Are forecasting models usable for policy analysis?”, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 10 No. 1, pp. 2 - 16.
- Verona, F., Martins, M.M.F. & Drumond, I. (2013) “(Un)anticipated monetary policy in a DSGE model with a shadow banking system”, *International Journal of Central Banking*, Vol. 3 No. 9, pp. 73 - 117.
- Wei, Y.Z. (2016), “Yingzi yinhang yu woguo fangdichan jiage xianghu yingxiang yanjiu yi ji VAR moxing de shizheng fenxi”, *Finance Economy*, Vol. 1, pp. 98 - 101.
- Wheaton, W.C. & Nechayev, G. (2008), “The 1998 - 2005 housing “bubble” and the current “correction”: what’s different this time?”, *Journal of Real Estate Research*, Vol. 30 No. 1, pp. 1 - 26.