



## Tác động của chính sách giám sát an toàn vĩ mô tới giá bất động sản tại Việt Nam

PHẠM THỊ HOÀNG ANH \*

*Viện Nghiên cứu khoa học Ngân hàng, Học viện Ngân hàng*

| THÔNG TIN                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | TÓM TẮT                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><i>Ngày nhận: 13/03/2019</i><br/><i>Ngày nhận lại: 03/06/2019</i><br/><i>Duyệt đăng: 06/06/2019</i></p> <p><b>Mã phân loại JEL:</b><br/>D12, E50, R21</p> <p><b>Từ khóa:</b><br/>Chính sách an toàn vĩ mô;<br/>Giá bất động sản;<br/>Việt Nam.</p> <p><b>Keywords:</b><br/>Macroprudential policy;<br/>Housing price;<br/>Vietnam.</p> | <p>Nghiên cứu nhằm đánh giá tác động của các công cụ chính sách an toàn vĩ mô cũng như các nhân tố kinh tế vĩ mô khác đến giá bất động sản tại Việt Nam trong giai đoạn 2000–2018. Dựa trên mô hình hồi quy tuyến tính, nghiên cứu đã tìm ra bằng chứng thực nghiệm cho thấy việc ngân hàng nhà nước áp dụng trọng số rủi ro đối với kinh doanh bất động sản và hạn chế đối tượng vay ngoại tệ có tác động làm giảm giá bất động sản tại Việt Nam trong giai đoạn 2000–2018. Các yếu tố vĩ mô như tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng kinh tế nóng được chứng minh có ảnh hưởng lớn tới sự bùng nổ của thị trường bất động sản.</p> <p><b>Abstract</b></p> <p>The paper aims at assessing the effectiveness of macroprudential policy as well as macroeconomic factors on housing price in Viet Nam during 2000–2018 period. Based on the OLS model, this paper found empirical evidence indicating that macroprudential policy instruments of State Bank such as imposing risk weight on loan for real estate business, and restrictions on entities who can borrow foreign currency loans were effective in reducing housing prices in Vietnam during 2000–2018 period. Macroeconomic factors such as hot credit growth and economic growth are important determinants of housing bubbles.</p> |

\* Tác giả liên hệ.

Email: anhpth@hvn.edu.vn.

Trích dẫn bài viết: Phạm Thị Hoàng Anh. (2019). Tác động của chính sách giám sát an toàn vĩ mô tới giá bất động sản tại Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh châu Á*, 30(5), 24–38.

## 1. Giới thiệu

Nghiên cứu nhằm đánh giá tác động của các công cụ chính sách giám sát an toàn vĩ mô đến giá bất động sản tại Việt Nam trong giai đoạn 2000–2018. Bất động sản là một loại tài sản đặc biệt với hai vai trò: Vừa là tài sản tiêu dùng, vừa là tài sản đầu tư. Giá bất động sản chịu tác động bởi nhiều nhóm nhân tố cung - cầu khác nhau với các cách tiếp cận khác nhau. Sự biến động của giá bất động sản sẽ chịu tác động của cả những yếu tố vĩ mô và vi mô. Về dài hạn, giá bất động sản cân bằng được xác định bằng tổng giá trị hiện tại của các dịch vụ trong tương lai mà tài sản đó đem lại, ví dụ như tổng giá trị hiện tại của các khoản tiền thuê nhà và giá bán ngôi nhà đó trong tương lai. Tuy nhiên, về ngắn hạn, giá bất động sản có thể bị sai lệch so với giá trị cân bằng do nó chịu tác động của một số yếu tố đặc biệt liên quan đến thị trường bất động sản như: Những quy định pháp lý, thông tin bất đối xứng, quy định về thanh toán tiền nhà, tình trạng nền kinh tế, các chính sách kinh tế vĩ mô (bao gồm chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ, chính sách an toàn vĩ mô) (Hilbers và cộng sự, 2008).

Những bất ổn trong hệ thống ngân hàng thương mại (NHTM) Việt Nam giai đoạn 2008–2013 đã chứng minh cho thấy rất rõ mối quan hệ giữa các chính sách kinh tế vĩ mô, cụ thể là chính sách tiền tệ với thị trường bất động sản. Cụ thể, nỗi lòng tin dạn dấp dẫn đến tăng trưởng tín dụng nóng sẽ có nguy cơ bùng nổ bong bóng trên thị trường bất động sản. Tuy nhiên, do hầu hết tài sản đảm bảo/thế chấp đều là bất động sản nên khi bong bóng bất động sản xảy ra thì nợ xấu trong ngành ngân hàng sẽ tăng mạnh làm ảnh hưởng tiêu cực đến sự ổn định của thị trường tài chính - tiền tệ. Chính vì vậy, nghiên cứu này sẽ tập trung đánh giá các nhân tố vĩ mô ảnh hưởng đến giá bất động sản tại Việt Nam bao gồm: (1) Các nhân tố từ chính sách giám sát an toàn vĩ mô; (2) các nhân tố từ chính sách tiền tệ; (3) các nhân tố từ chính sách tài khóa; và (4) các nhân tố vĩ mô khác.

So với các nghiên cứu trước đây, nghiên cứu này có những đóng góp cả về lý thuyết và thực nghiệm như sau:

- *Thứ nhất*, có thể đây là nghiên cứu định lượng đầu tiên đánh giá tác động của các công cụ chính sách an toàn vĩ mô có sự kết hợp với các công cụ khác của chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa tới giá nhà đất tại Việt Nam.

- *Thứ hai*, khác với các nghiên cứu khác chỉ sử dụng các công cụ riêng lẻ của chính sách an toàn vĩ mô như: Igan và Kang (2011), Wong và cộng sự (2011), Ahuja và Nabar (2011), Kuttner và Shim (2012), Se (2013), Vandenbussche và cộng sự (2015), Crowe và cộng sự (2015), nghiên cứu này sử dụng chỉ số chính sách an toàn vĩ mô (MaPPindex) với quan điểm như là một gói/hệ thống các công cụ được kích hoạt đồng thời để đánh giá hiệu lực của chính sách. Quan điểm này đã được sử dụng trong nghiên cứu của Zhang và Zoli (2016), Cerutti và cộng sự (2017) nhưng mới chỉ dừng lại ở tác động của chính sách đến mục tiêu tăng trưởng tín dụng.

- *Thứ ba*, bên cạnh việc sử dụng các công cụ truyền thống như: Tỷ lệ đảm bảo (Loan to Value – LTV), tỷ lệ nợ trên thu nhập (Debt to Income – DTI), nghiên cứu này bổ sung một số công cụ chính sách an toàn vĩ mô được kích hoạt riêng tại Việt Nam như: Trần tăng trưởng tín dụng, trọng số rủi ro, hạn chế đối tượng vay ngoại tệ... để đo lường hiệu lực tới giá bất động sản.

- *Thứ tư*, nghiên cứu đã bổ sung thêm biến số về thuế đối với khoản thu nhập từ mua bán bất động sản (công cụ của chính sách tài khóa) trong mô hình nhằm đánh giá hiệu lực của công cụ này trong bình ổn thị trường bất động sản.

Ngoài phần mở đầu, kết cấu của bài nghiên cứu được chia thành 4 phần: Phần 2 tổng hợp các nghiên cứu trong và ngoài nước về các nhân tố tác động đến giá bất động sản, trong đó có các công cụ của chính sách giám sát an toàn vĩ mô và các nhân tố vĩ mô; phần 3 nghiên cứu mô tả mô hình cũng như các dữ liệu nghiên cứu để đánh giá tác động của các nhân tố tới giá bất động sản; dựa trên các kết quả nghiên cứu từ mô hình định lượng, phần 4 đưa ra những nhận định phân tích về các nhân tố tác động đến giá bất động sản tại Việt Nam giai đoạn 2000–2018, đặc biệt là các yếu tố liên quan đến chính sách giám sát an toàn vĩ mô; phần cuối của bài nghiên cứu đề cập đến các khuyến nghị chính sách.

## 2. Tổng quan nghiên cứu

### 2.1. *Lý thuyết chung về các nhân tố vĩ mô ảnh hưởng đến giá bất động sản*

Bất động sản là một loại tài sản đặc biệt với hai vai trò vừa là tài sản tiêu dùng, vừa là tài sản đầu tư. Nhân tố tác động đến giá bất động sản có thể được chia theo hai nhóm: (1) Nhân tố tác động đến cung - cầu; (2) nhân tố tác động vĩ mô - vi mô. Giá bất động sản, nếu đi chệch các yếu tố nền tảng xác định ra nó, có thể ảnh hưởng tiêu cực đến sự ổn định kinh tế - tài chính (Hilbers và cộng sự, 2008).

Có thể thấy các nghiên cứu sử dụng chuỗi số liệu vi mô tác động đến giá nhà đất là khá ít do sự hạn chế trong tính sẵn có của dữ liệu này. Một ví dụ khá điển hình ở tầm vi mô có thể kể đến là nghiên cứu của Adelino và cộng sự (2014). Nghiên cứu này dựa trên các số liệu về đặc tính của ngôi nhà đã được mua bán trong giai đoạn 1998–2008 (11 năm) tại 74 quận thuộc 10 đơn vị hành chính bao gồm: Boston, Chicago, DC, Denver, Las Vegas, Los Angeles, Miami, New York, San Diego, và San Francisco của nước Mỹ. Các đặc tính liên quan đến ngôi nhà được coi là biến số trong mô hình như: Địa chỉ, diện tích sử dụng, diện tích sân vườn, số phòng ngủ, số phòng tắm, tổng số phòng, tuổi của ngôi nhà, loại nhà. Các biến số này được sử dụng để phân nhóm nhà, sử dụng cho hiệu ứng cố định, qua đó đánh giá tác động của tín dụng, hạn mức tín dụng tới giá bất động sản.

Trong khi đó, các nghiên cứu về nhân tố vĩ mô ảnh hưởng đến giá bất động sản lại tương đối phổ biến, như nghiên cứu của: Hofmann (2005), Tsatsaronis và Zhu (2004), Xu và Tang (2014), Hilbers và cộng sự (2008), Adelino và cộng sự (2014) đã đề cập đến các nhân tố như: Tăng trưởng kinh tế, lãi suất (hoặc lãi suất thực), tỷ lệ lạm phát, tăng trưởng tín dụng.

Nghiên cứu của Xu và Tang (2014) đánh giá các nhân tố vĩ mô ảnh hưởng đến giá nhà đất tại Anh trong giai đoạn quý I/1971– quý IV/2012. Kiểm định đồng liên kết cho thấy chi phí xây dựng, tăng trưởng tín dụng, tăng trưởng GDP, lãi suất có tác động thuận chiều và có ý nghĩa thống kê tới giá bất động sản, trong khi đó, thu nhập khả dụng và lượng cung tiền lại có tác động ngược chiều đến biến số này. Thêm vào đó, mô hình ECM cho thấy giá nhà đất chịu tác động trong ngắn hạn bởi chi phí xây dựng, tăng trưởng tín dụng, lãi suất và thu nhập khả dụng, trong đó, lãi suất là yếu tố có tác động mạnh nhất. Các kết luận tương tự cũng được tìm ra trong các nghiên cứu trước đó của Hofmann (2005), Tsatsaronis và Zhu (2004).

Nghiên cứu của Hilbers và cộng sự (2008) cho thấy lãi suất được chứng minh có tác động ngược chiều có ý nghĩa thống kê đến giá nhà tại các quốc gia châu Âu trong giai đoạn 2000–2006. Theo đó, lãi suất được sử dụng như một biến số đại diện cho chi phí vay để mua bất động sản hoặc là chi phí cơ hội của việc đầu tư vào bất động sản. Các kết luận tương tự cũng được chứng minh trong các

nghiên cứu của Brooks và Tsolacos (1999), Barot và Yang (2002), Borowiecki (2009), Adam và Füss (2010), Glindro và cộng sự (2011).

Dựa trên số liệu của 17 nước công nghiệp phát triển trong giai đoạn từ 1970–2007, Goodhart và Hofmann (2008) đã tìm ra bằng chứng thuyết phục cho thấy các biến số kinh tế - tài chính, trong đó, tăng trưởng tín dụng có tác động thuận chiều đến giá bất động sản. Thêm vào đó, mô hình VAR hiệu ứng cố định cho chuỗi dữ liệu bảng cũng cho thấy tác động của tăng trưởng tín dụng đến giá bất động sản được khuếch đại mạnh hơn trong giai đoạn thị trường bất động sản bùng nổ. Mỗi quan hệ thuận chiều và có ý nghĩa thống kê giữa giá bất động sản và tín dụng ngân hàng cũng được thể hiện trong nghiên cứu của Herring và Wachter (1999), Hilbers và cộng sự (2001), Chen (2001), Gerlach và Peng (2005), Panagiotidis và Printzis (2015).

### **Bảng 1.**

Tổng hợp các biến số trong mô hình nhân tố vĩ mô tác động đến giá nhà

| Biến số                                         | Kỳ vọng tác động | Nghiên cứu                                                                                                                                                                                           |
|-------------------------------------------------|------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Tăng trưởng kinh tế                             | +                | Goodhart và Hofmann (2008), Borowiecki (2009), Xu và Tang (2014), Panagiotidis và Printzis (2015)                                                                                                    |
| Tăng trưởng tín dụng                            | +                | Goodhart và Hofmann (2008), Herring và Wachter (1999), Hilbers và cộng sự (2001), Chen (2001), Gerlach và Peng (2005), Xu và Tang (2014), Adelino và cộng sự (2014), Panagiotidis và Printzis (2015) |
| Lượng cung tiền (thay cho tăng trưởng tín dụng) | +                | Adalid và Detken (2007)                                                                                                                                                                              |
| Lạm phát                                        | +                | Goodhart và Hofmann (2008), Borowiecki (2009), Panagiotidis và Printzis (2015)                                                                                                                       |
| Lãi suất                                        | –                | Brooks và Tsolacos (1999), Barot và Yang (2002), Hilbers và cộng sự (2008), Borowiecki (2009), Adam và Füss (2010), Xu và Tang (2014), Glindro và cộng sự (2011)                                     |
| Thuế                                            | –                | Panagiotidis và Printzis (2015)                                                                                                                                                                      |
| Chỉ số chứng khoán                              | +                | Borowiecki (2009)                                                                                                                                                                                    |

### *2.2. Tác động của chính sách giám sát an toàn vĩ mô đến giá bất động sản*

Lý thuyết cho thấy sự tăng trưởng bong bóng hay ảm đạm của thị trường bất động sản sẽ ảnh hưởng tiêu cực không chỉ đến thị trường tài chính nói chung mà còn ảnh hưởng đến hoạt động của hệ thống ngân hàng nói riêng. Điều này càng được thể hiện rõ rệt tại các quốc gia có hệ thống tài chính phụ thuộc vào ngân hàng. Thông qua việc sử dụng các công cụ chính sách giám sát an toàn vĩ mô liên quan đến các tiêu chuẩn tín dụng, ngân hàng trung ương (NHTW) tại các quốc gia kỳ vọng có thể giúp giảm thiểu những biến động bất thường trên thị trường bất động sản, từ đó đạt được mục tiêu ổn định tài chính. Các công cụ của chính sách giám sát an toàn vĩ mô liên quan đến tiêu chuẩn tín dụng thường bao gồm: Dự trữ bắt buộc, tỷ lệ đảm bảo, tỷ lệ nợ trên thu nhập, giới hạn cho vay, tăng yêu

cầu vốn tối thiểu, và tăng tỷ trọng rủi ro đối với các khoản vay thuộc lĩnh vực bất động sản (IMF, 2011).

Cơ chế tác động của các công cụ chính sách giám sát an toàn vĩ mô đến giá bất động sản có thể được giải thích như sau: Các công cụ của chính sách giám sát an toàn vĩ mô theo kênh tiêu chuẩn cho vay bị thắt chặt sẽ làm giảm cung vốn tín dụng cho nền kinh tế, dẫn đến sụt giảm trong tăng trưởng tín dụng của hệ thống, của từng NHTM cũng như tăng trưởng tín dụng cho bất động sản (Tresel và Zhang, 2016; Phạm Thị Hoàng Anh, 2019). Với một nền kinh tế có hệ thống tài chính dựa vào ngân hàng như Việt Nam, khi vốn tín dụng vào thị trường bất động sản giảm sẽ góp phần làm giảm nguy cơ bong bóng trên thị trường bất động sản, từ đó góp phần giảm nguy cơ bất ổn/rủi ro hệ thống, ổn định tài chính (Financial Stability). Tuy nhiên, các nghiên cứu về tác động của từng công cụ của chính sách giám sát an toàn vĩ mô tới giá nhà đất lại đưa đến các kết quả trái ngược nhau. Cụ thể, nghiên cứu của Vandebussche và cộng sự (2015) đã tìm ra bằng chứng thực nghiệm cho thấy nếu yêu cầu vốn tối thiểu 1% tăng thêm thì giá nhà đất tăng tích lũy tới 8,5% sau bốn quý tại năm quốc gia Trung, Đông và Nam Âu. Trong khi đó, khi nghiên cứu về bốn quốc gia là Bulgari, Croatia, Estonia và Ukraine, Crowe và cộng sự (2011) lại không thể tìm ra bất cứ bằng chứng nào về hiệu lực của việc tăng các tỷ lệ về vốn của ngân hàng trong việc kìm hãm sự bùng nổ của giá nhà đất.

Đối với các công cụ của chính sách giám sát an toàn vĩ mô khác như: Tỷ lệ đảm bảo, tỷ lệ nợ trên thu nhập, tỷ lệ dự phòng, tỷ lệ dự trữ bắt buộc, nghiên cứu của Vandebussche và cộng sự (2015) lại không tìm ra bất cứ bằng chứng cho mối liên hệ nào giữa các công cụ giám sát an toàn vĩ mô với giá nhà đất. Kết luận tương tự cũng được đưa ra trong nghiên cứu của Cerutti và cộng sự (2017). Cerutti và cộng sự (2017) chỉ ra rằng việc sử dụng công cụ dự phòng rủi ro có thể giúp tăng cường sức khỏe của hệ thống ngân hàng trong giai đoạn suy thoái nhưng lại không hiệu quả trong việc ngăn ngừa sự bùng nổ của thị trường nhà đất. Mặc dù vậy, với việc sử dụng phương pháp nghiên cứu tình huống, Crowe và cộng sự (2011) đã tìm ra bằng chứng thực nghiệm cho thấy mối quan hệ thuận chiều giữa việc tăng giới hạn tỷ lệ đảm bảo với sự tăng lên của giá nhà đất trong giai đoạn 2000–2007. Kết luận của Crowe và cộng sự (2011) được sự ủng hộ với các bằng chứng thu được từ nghiên cứu của Igan và Kang (2011), Wong và cộng sự (2011), Se (2013), Kuttner và Shim (2012), Ahuja và Nabar (2011). Các nghiên cứu này chỉ ra mối quan hệ rất mật thiết giữa tỷ lệ đảm bảo, tỷ lệ nợ trên thu nhập tới thị trường bất động sản. Nghiên cứu của Se (2013) về các nền kinh tế mới nổi ở châu Á cho thấy các quốc gia này đã áp dụng thành công công cụ tỷ lệ đảm bảo để làm chậm mức tăng giá nhà đất sau cuộc khủng hoảng tiền tệ năm 1997. Kết quả tương tự cũng được chỉ ra trong nghiên cứu của Kuttner và Shim (2012) ở 57 quốc gia phát triển và mới nổi khi kết luận rằng giảm tỷ lệ đảm bảo, tỷ lệ nợ trên thu nhập sẽ làm giảm giá nhà đất; và tăng tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng làm giảm tốc độ tăng trưởng tín dụng nhà ở. Kết quả hồi quy của Ahuja và Nabar (2011) sử dụng bảng dữ liệu từ cuộc khảo sát xuyên quốc gia của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (International Monetary Fund – IMF) năm 2010 cho thấy tỷ lệ đảm bảo làm giảm tốc độ tăng giá bất động sản; cả tỷ lệ đảm bảo và tỷ lệ nợ trên thu nhập đều có tác dụng làm giảm tăng trưởng tín dụng bất động sản. Igan và Kang (2011) sử dụng số liệu từ các cuộc điều tra nhu cầu nhà ở và nhà đất tại Hàn Quốc cũng cho thấy tỷ lệ đảm bảo và tỷ lệ nợ trên thu nhập có ảnh hưởng tới giá nhà và đòn bẩy tài chính trong lĩnh vực nhà đất.

Nghiên cứu của Akinci và Olmstead-Rumsey (2015) đã xây dựng bộ chỉ số giám sát an toàn vĩ mô tại 57 nền kinh tế phát triển và mới nổi trên thế giới trong giai đoạn 2000–2013. Các tác giả cho rằng thắt chặt chính sách an toàn vĩ mô sẽ có tác động giảm tốc độ tăng trưởng tín dụng, đặc biệt là tín dụng bất động sản, giá bất động sản cũng như tỷ lệ lạm phát. Nghiên cứu này cũng cho thấy tỷ lệ

đảm bảo, tỷ lệ nợ trên thu nhập và các yêu cầu về vốn đã phát huy được hiệu lực tác động tới mục tiêu cuối cùng. Tuy nhiên, mục tiêu trung gian của chính sách an toàn vĩ mô là khác nhau giữa hai nhóm quốc gia: Trong khi các quốc gia phát triển kích hoạt chính sách an toàn vĩ mô nhằm kiểm soát tăng trưởng tín dụng thì các nền kinh tế mới nổi lại sử dụng các công cụ này hướng tới sự bình ổn của thị trường bất động sản.

Kuttner và Shim (2013) sử dụng bộ dữ liệu về các công cụ chính sách an toàn vĩ mô của Ngân hàng Thanh toán Quốc tế (Bank for International Settlement – BIS) từ năm 1980 của một số quốc gia, thông qua ba phương pháp kinh tế lượng, các tác giả đã tìm được bằng chứng cho thấy tỷ lệ nợ trên thu nhập và thuế bất động sản có tác động có ý nghĩa thống kê làm giảm giá bất động sản. Tương tự, nghiên cứu của Zhang và Zoli (2016) cho rằng các công cụ như tỷ lệ đảm bảo, thuế nhà đất có tác động tích cực tới kiểm soát tăng trưởng tín dụng, kiểm soát bong bóng bất động sản, và đòn bẩy tài chính tại 13 nền kinh tế châu Á và 33 nền kinh tế tại các khu vực khác trong giai đoạn quý I/2000–quý III/2013.

### 3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Dựa trên mô hình của Hilbers và cộng sự (2008) về các nhân tố ảnh hưởng đến giá bất động sản, mô hình của Zhang và Zoli (2016), Cerutti và cộng sự (2017) về đánh giá hiệu lực của chính sách an toàn vĩ mô, nghiên cứu xây dựng mô hình đánh giá tác động của chính sách an toàn vĩ mô đến bất động sản như sau:

$$\text{House} = f(\text{house}(-1), \text{DC}, \text{CPI}, \text{GDP}, \text{VNI}, \text{IR}, \text{MaPP vector}, \text{Pro\_tax})$$

Trong đó,

House: Chỉ số giá nhà đất và xây dựng (tỷ lệ %);

DC: Tăng trưởng tín dụng nội địa (tỷ lệ %);

CPI: Chỉ số giá tiêu dùng (tỷ lệ %);

GDP: Tăng trưởng kinh tế (tỷ lệ %);

VNI: Chỉ số chứng khoán (đại diện bởi chỉ số chứng khoán trên sàn chứng khoán TP.HCM);

IR: Lãi suất cho vay (tỷ lệ %);

*Cụ thể như sau:*

MaPP: Vector các công cụ liên quan đến kênh tiêu chuẩn cho vay (được xác định dựa trên các quy định ban hành bởi ngân hàng nhà nước (NHNN) Việt Nam). Từ năm 2000 đến 2018, đặc biệt là sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, NHNN đã đặc biệt quan tâm mục tiêu ổn định tài chính và đã kích hoạt nhiều công cụ chính sách giám sát an toàn vĩ mô liên quan đến tiêu chuẩn tín dụng<sup>1</sup>. Do đó, vector các công cụ của chính sách giám sát an toàn vĩ mô trong mô hình được thể hiện cụ thể như sau:

- MaPP1 (Biến liên quan đến áp trần tăng trưởng tín dụng cho từng nhóm ngân hàng): Tại Việt Nam, NHNN đã phân các NHTM thành bốn nhóm với các mức trần tăng trưởng tín dụng khác nhau.

<sup>1</sup> Các công cụ của chính sách an toàn vĩ mô như tỷ lệ đảm bảo (Loan to Value-LTV), tỷ lệ thu nhập (Debt services coverage –DSC) sẽ có hiệu lực thực thi vào năm 2020 nên tác giả không đề cập trong bài nghiên cứu này.

Tuy nhiên, công cụ này chỉ áp dụng trong giai đoạn 2012–2013. Vì vậy, trong mô hình, biến MAPP1 sẽ nhận giá trị là 1 trong giai đoạn 2012–2013; các giai đoạn khác sẽ nhận giá trị bằng 0.

- MaPP2: Quy định hạn chế đối tượng vay ngoại tệ, tính từ Thông tư 07/2011/TT-NHNN (Ngân hàng Nhà nước, 2011):

+ Quý I/2000–Quý I/2011:  $\text{MaPP2} = 0$

+ Quý II/2011–Quý IV/2018:  $\text{MaPP2} = 1$

- MaPP3: Quy định về hạn chế tỷ lệ cho vay trên tổng tiền gửi (LDR), tính từ Thông tư 36/2014/TT-NHNN (Ngân hàng Nhà nước, 2014):

+ Quý I/2000–Quý I/2015:  $\text{MaPP3} = 0$

+ Quý II/2015–Quý IV/2018:  $\text{MaPP3} = 1$

- MaPP4: Quy định hệ số rủi ro đối với các khoản vay kinh doanh bất động sản được xác định dựa vào các văn bản quy định của NHNN. Trước năm 2010, các khoản vay kinh doanh bất động sản được áp dụng số rủi ro là 50% giống như các khoản vay dùng bất động sản là tài sản đảm bảo. Tuy nhiên, theo Thông tư 13/2010/TT-NHNN, trọng số rủi ro đối với kinh doanh bất động sản tăng lên mức 250% (Ngân hàng Nhà nước, 2010); tỷ lệ này giảm xuống còn 150% (Ngân hàng Nhà nước, 2014); sau đó, tỷ lệ này tăng lên 200% (Ngân hàng Nhà nước, 2016). Vì vậy, biến số này được xác định như sau

+ Cách 1: Quý I/2000–Quý I/2010:  $\text{MaPP2a} = 0,5$

Quý II/2010–Quý IV/2014:  $\text{MaPP2a} = 2,5$

Quý I/2015–Quý IV/2016:  $\text{MaPP2a} = 1,5$

Quý I/2017–Quý IV/2018:  $\text{MaPP2a} = 2$

Bên cạnh đó, biến số này có thể được xác định như một biến giả, theo đó, khi kích hoạt sẽ nhận giá trị 1, còn lại nhận giá trị 0, như sau:

+ Cách 2: Quý I/2000–Quý I/2010:  $\text{MaPP2b} = 0$

Quý II/2010–Quý IV/2018:  $\text{MaPP2b} = 1$

- Chỉ số MaPPindex: Chỉ số chính sách giám sát an toàn vĩ mô được tính toán bằng tổng các biến giả trong mô hình (Zhang & Zoli, 2016). Các công cụ của chính sách an toàn vĩ mô khi kích hoạt (được thể hiện trong bài nghiên cứu) đều thể hiện sự thắt chặt của NHTW/NHNN và đều có tác động kỳ vọng giống nhau, đó là hạn chế tăng trưởng tín dụng nóng, qua đó tác động đến giá bất động sản. Vì vậy, việc sử dụng biến số MaPPindex trong trường hợp này được coi là có ý nghĩa cộng hưởng tác động tới tăng trưởng tín dụng và giá bất động sản.

Pro\_tax: Trong năm 2013, Chính phủ đã ban hành Thông tư 111/2013/TT-BTC (Bộ Tài chính, 2013) về Quy định thu thuế thu nhập cá nhân đối với thu nhập từ chuyển nhượng bất động sản. Quy định này được kỳ vọng sẽ làm giảm hoạt động đầu cơ vào thị trường bất động sản, do đó có thể tạo ra tác động đáng kể tới giá bất động sản. Vì vậy, biến Pro\_tax nhận giá trị 1 kể từ Quý III/2013 trở đi, trước đó nhận giá trị 0.

Các chuỗi dữ liệu được thu thập từ các nguồn: Thống kê Tài chính quốc tế của IMF (IFS-IMF)<sup>2</sup>, Tổng cục Thống kê<sup>3</sup> và Vietstock<sup>4</sup> cho giai đoạn quý I/2000–quý IV/2018, tổng cộng 68 quan sát (Bảng 1).

### Bảng 1.

Mô tả biến số trong mô hình

| Biến số                              | Kỳ vọng | Nguồn dữ liệu                    |
|--------------------------------------|---------|----------------------------------|
| Giá nhà                              |         | Tổng cục Thống kê                |
| Lạm phát                             | +       | Tổng cục Thống kê                |
| Tăng trưởng kinh tế                  | +       | Tổng cục Thống kê                |
| Lãi suất                             | –       | Thống kê Tài chính Quốc tế       |
| Tăng trưởng tín dụng                 | +       | Thống kê Tài chính Quốc tế       |
| Chỉ số chứng khoán                   | +       | Vietstock                        |
| Các biến số chính sách an toàn vĩ mô | –       | Các văn bản pháp lý của NHNN     |
| Thuế                                 | –       | Văn bản pháp lý của Bộ Tài chính |

## 4. Kết quả và bình luận

Các biến số trong mô hình OLS đều dừng ở bậc 0 (level) (tăng trưởng kinh tế, lạm phát, giá nhà) hoặc sai phân bậc 1 (tăng trưởng tín dụng, lãi suất) (Bảng 2).

### Bảng 2.

Kiểm định tính dừng của các biến số.

| Biến số                 | Kiểm định thống kê ADF | Kết luận   |
|-------------------------|------------------------|------------|
| Lạm phát                | –3,6827***             | Dừng       |
| Tăng trưởng kinh tế     | –2,7078*               | Dừng       |
| Giá nhà                 | –5,5929***             | Dừng       |
| Lãi suất                | –1,6176                | Không dừng |
| D(Lãi suất)             | –6,9462***             | Dừng       |
| Tăng trưởng tín dụng    | –1,0042                | Không dừng |
| D(Tăng trưởng tín dụng) | –7,1249***             | Dừng       |
| Chỉ số chứng khoán      | –2,0293                | Không dừng |
| D(Chỉ số chứng khoán)   | –6,5707***             | Dừng       |

<sup>2</sup> Thống kê Tài chính quốc tế của IMF (Website: <http://data.imf.org/?sk=4C514D48-B6BA-49ED-8AB9-52B0C1A0179B>).

<sup>3</sup> Tổng cục Thống kê (Website: [www.gso.gov.vn](http://www.gso.gov.vn)).

<sup>4</sup> Vietstock (Website: <http://finance.vietstock.vn>).



Do trong giai đoạn này NHNN đã kích hoạt nhiều công cụ khác nhau nên nghiên cứu sử dụng lần lượt từng công cụ đưa vào mô hình gốc để đánh giá hiệu lực riêng lẻ của chúng. Ngoài ra, nghiên cứu cũng sử dụng chỉ số MaPP để đánh giá hiệu lực cộng hưởng của các công cụ chính sách an toàn vĩ mô. Các mô hình không có các khuyết tật tự tương quan hay phương sai sai số thay đổi, kiểm định F tính phù hợp của mô hình<sup>5</sup>. Ngoài ra, nghiên cứu sử dụng các tiêu chuẩn LR, FPE, AIC, HQ đều cho thấy độ trễ 5 quý là phù hợp để đánh giá tác động của biến chính sách an toàn vĩ mô.

### Bảng 3.

Tác động của tiêu chuẩn tín dụng tới giá nhà tại Việt Nam (OLS)

| Biến số              | Các biến đại diện cho MaPP vector |         |         |        |           |         |
|----------------------|-----------------------------------|---------|---------|--------|-----------|---------|
|                      | MaPPindex                         | MaPP1   | MaPP2   | MaPP3  | MaPP4     | MaPP4a  |
| C                    | 55,07***                          | 54,47** | 56,13** | 59,78  | 148,94*** | 58,62   |
| Giá nhà (−1)         | 0,213                             | 0,216   | 0,201   | 0,181  | −0,411*** | 0,195   |
| Lạm phát             | 0,170                             | 0,172   | 0,163   | 0,167  | −0,025    | 0,146   |
| Tăng trưởng kinh tế  | 1,095*                            | 1,168** | 1,296** | 1,029* | −0,073    | 1,260** |
| Tăng trưởng tín dụng | 0,279***                          | 0,213*  | 0,225** | 0,221* | 0,040     | 0,187*  |
| Chỉ số chứng khoán   | 0,002                             | 0,005   | 0,003   | 0,004  | 0,007*    | 0,004   |
| Lãi suất             | −0,330                            | −0,361  | −0,654  | −0,306 | 0,141     | −0,451  |
| MAPP                 | 1,353                             | 2,994   | 7,121   | 1,568  | 1,428     | −0,943  |
| MAPP(−1)             | −1,715                            | −5,961  | −10,04  | −0,261 | 6,220**   | 1,345   |
| MAPP(−2)             | 0,740                             | 5,124   | −0,285  | −1,743 | 2,285     | 0,900   |
| MAPP(−3)             | 6,372**                           | 0,439   | 10,28   | 0,860  | 25,30***  | 1,059   |
| MAPP(−4)             | −9,777***                         | −3,431  | −12,92* | −2,993 | −11,32*** | −3,392  |
| MAPP(−5)             | 3,319                             | 1,662   | 7,822   | 2,815  | −24,766   | 1,286   |
| Thuế                 | −0,922                            | −0,743  | −2,706  | −1,145 | −2,7366   | −1,189  |
| R-square             | 0,476                             | 0,329   | 0,685   | 0,30   | 0,805     | 0,632   |
| Số quan sát          | 68                                | 68      | 68      | 68     | 68        | 68      |

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Do có một số lo ngại về hiện tượng nội sinh trong mô hình, nên tác giả đã sử dụng thêm ước lượng hồi quy Robust (Bảng 4). Các kết quả về dấu và mức độ là tương đồng với mô hình gốc. Đồng thời, tác giả cũng kiểm tra hiện tượng nội sinh thông qua kiểm định Durbin-Wu-Hausman dựa trên hồi quy hai giai đoạn (2SLS). Theo đó, tác giả thực hiện hồi quy với các biến công cụ và kiểm tra hiện tượng

<sup>5</sup> Do giới hạn của bài viết nên tác giả không trình bày kết quả của các kiểm định về các khuyết tật của mô hình trong bài. Tác giả sẵn sàng cung cấp nếu độc giả có nhu cầu tham khảo.

nội sinh, kết quả thu được cho thấy p-value của kiểm định này đều lớn hơn 10%<sup>6</sup>. Từ kết quả ước lượng, có thể thấy mô hình không có hiện tượng nội sinh, vì vậy có thể sử dụng kết quả của hồi quy OLS (Bảng 3) và Robust OLS (Bảng 4) để kiểm tra tác động của các biến số đến giá bất động sản tại Việt Nam.

#### Bảng 4.

Tác động của tiêu chuẩn tín dụng tới giá nhà tại Việt Nam (Robust OLS)

| Biến số              | Các biến đại diện cho MaPP vector |         |           |           |           |          |
|----------------------|-----------------------------------|---------|-----------|-----------|-----------|----------|
|                      | MaPPindex                         | MaPP1   | MaPP2     | MaPP3     | MaPP4     | MaPP4a   |
| C                    | 55,041**                          | 54,452* | 56,128*   | 59,759**  | 115,33*** | 58,607** |
| Giá nhà (−1)         | 0,213**                           | 0,217*  | 0,201*    | 0,181**   | −0,109    | 0,196**  |
| Lạm phát             | 0,170                             | 0,172   | 0,163     | 0,167     | −0,053    | 0,147    |
| Tăng trưởng kinh tế  | 1,095                             | 1,167   | 1,295     | 1,029     | 0,476     | 1,26     |
| Tăng trưởng tín dụng | 0,28*                             | 0,213   | 0,226     | 0,221     | 0,005     | 0,187    |
| Chỉ số chứng khoán   | 0,002                             | 0,005   | 0,004     | 0,004     | 0,011**   | 0,005    |
| Lãi suất             | −0,332                            | −0,362  | −0,654    | −0,307    | −0,107    | −0,453   |
| MAPP                 | 1,351                             | 2,990   | 7,116**   | 1,568     | 2,539*    | −0,941   |
| MAPP(−1)             | −1,716                            | −5,962* | −10,04*** | 0,264     | 5,671**   | 1,344    |
| MAPP(−2)             | 0,743                             | 5,128** | −0,276    | −1,738*** | 0,146     | 0,900    |
| MAPP(−3)             | 6,372                             | 0,442   | 10,268*** | 0,858     | 24,155*** | 1,056    |
| MAPP(−4)             | −9,780*                           | −3,435  | −12,92*** | −2,99     | −17,566** | −3,391** |
| MAPP(−5)             | 3,323                             | 1,663   | 7,825***  | 2,813     | −12,861*  | 1,287    |
| Thuế                 | −0,925                            | −0,743  | −2,706**  | −1,145    | −3,352**  | −1,187   |
| R-square             | 0,4766                            | 0,3291  | 0,3853    | 0,3004    | 0,78      | 0,3222   |
| Số quan sát          | 64                                | 64      | 64        | 64        | 64        | 64       |

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

#### *Về tác động của chính sách an toàn vĩ mô đến giá bất động sản tại Việt Nam:*

- Thứ nhất, mô hình kinh tế lượng cho thấy khi NHNN áp hệ số rủi ro đối với kinh doanh bất động sản, đã có tác động kiềm chế bùng nổ của thị trường bất động sản tại Việt Nam trong giai đoạn 2000–2018 (MaPP4). Nói cách khác, công cụ áp tăng tỷ trọng rủi ro cao hơn đối với lĩnh vực bất động sản đã phát huy được hiệu lực trong việc giảm nguy cơ bong bóng trên thị trường bất động sản, từ đó góp phần bình ổn thị trường bất động sản cũng như ổn định tài chính tại Việt Nam. Tuy nhiên, mô hình cũng cho thấy công cụ này chỉ phát huy hiệu lực sau 3 quý kể từ khi kích hoạt. Kết luận này có thể được giải thích như sau: Với một hệ thống tài chính phụ thuộc vào ngân hàng như Việt Nam, có thể

<sup>6</sup> Do giới hạn của bài viết nên tác giả không trình bày kết quả của các kiểm định Durbin-Wu-Hausman của mô hình trong bài. Tác giả sẵn sàng cung cấp nếu độc giả có nhu cầu tham khảo.

thấy phần lớn nguồn vốn lưu chuyển trong nền kinh tế đều thông qua hệ thống NHTM, hay hệ thống NHTM là nơi cung cấp nguồn vốn lớn cho thị trường bất động sản. Chính vì vậy, khi NHNN tăng trọng số rủi ro đối với các khoản cho vay bất động sản sẽ làm tăng tổng tài sản có rủi ro tại các NHTM trong phần mẫu số để tính hệ số CAR, khiến cho hệ số CAR của ngân hàng có thể bị giảm xuống nếu tử số không thay đổi. Trong bối cảnh đó, để duy trì hệ số CAR như cũ, các NHTM phải tăng vốn tự có trong phần tử số, nhưng điều này lại làm tăng chi phí hoạt động cũng như tạo áp lực cho chính bản thân NHTM. Do đó, các NHTM sẽ có thể lựa chọn một phương án an toàn hơn - đó là điều chỉnh cơ cấu tín dụng theo hướng giảm tỷ trọng tín dụng vào các lĩnh vực có nguy cơ rủi ro cao như bất động sản và chứng khoán. Trong trường hợp đó, khi dòng tín dụng vào lĩnh vực bất động sản giảm sẽ góp phần làm giảm nguy cơ bong bóng trên thị trường này.

- *Thứ hai*, kết quả từ mô hình hồi quy đơn cho thấy quy định hạn chế đối tượng vay bằng ngoại tệ sẽ làm giảm giá bất động sản tại Việt Nam sau 1 quý với mức ý nghĩa 1%. Kết luận này đúng với kỳ vọng về lý thuyết cơ chế truyền dẫn của chính sách an toàn vĩ mô, theo đó, khi NHNN kích hoạt công cụ này sẽ khiến tín dụng ngoại tệ và dư nợ tín dụng nội địa giảm (Phạm Thị Hoàng Anh, 2019), và qua đó làm giảm giá bất động sản do dòng vốn chảy vào thị trường này bị hạn chế. Cơ sở của việc áp dụng công cụ này là do thực tế tại Việt Nam, lãi suất nội tệ và ngoại tệ luôn có sự chênh lệch khá lớn nên các doanh nghiệp thường có xu hướng vay bằng ngoại tệ. Đơn cử như năm 2010, trong khi lãi suất cho vay bằng VND khá cao (14–18%) thì lãi suất cho vay bằng USD lại ở mức thấp (6–7,5%), nên đã dẫn đến hiện tượng các doanh nghiệp thay vì vay bằng VND lại chuyển sang vay bằng USD với lãi suất thấp hơn và kỳ vọng tỷ giá ổn định (Phạm Thị Hoàng Anh, 2011). Với chênh lệch lãi suất khá lớn như vậy, trong quý I/2010, tín dụng nội tệ chỉ tăng trưởng 0,57% so với tháng 12/2009, trong khi tín dụng ngoại tệ lại tăng khá mạnh so với tháng 12/2009, lên mức 14,07%<sup>7</sup>. Diễn biến này khiến tổng dư nợ trong nền kinh tế tăng mạnh, tạo nguy cơ bong bóng trên các thị trường tài sản và tỷ lệ nợ quá hạn cao. Không những thế, tín dụng ngoại tệ sẽ tạo ra một lượng “cung ảo” trên thị trường ngoại tệ vào thời điểm khoản vay được giải ngân. Lượng “cung ảo” khiến cho VND tăng giá, USD giảm giá đã ảnh hưởng gián tiếp tới sức cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam. Tuy nhiên, sau đó, vào thời điểm hợp đồng vay ngoại tệ đáo hạn, các doanh nghiệp sẽ phải tìm cách mua ngoại tệ trên thị trường, tạo áp lực tăng cầu ngoại tệ, khiến cho VND chịu áp lực giảm giá. Diễn biến này đã tạo ra những biến động mạnh trên thị trường ngoại hối (Phạm Thị Hoàng Anh, 2019). Chính vì vậy, việc hạn chế đối tượng vay ngoại tệ sẽ góp phần giảm thiểu những hệ lụy trên, qua đó giúp hệ thống tài chính ổn định.

- *Thứ ba*, mô hình hồi quy đơn cho thấy công cụ áp trần tăng trưởng tín dụng cho từng nhóm ngân hàng và tỷ lệ dư nợ trên tiền gửi cũng được chứng minh có hiệu lực sau một quý, nhưng tới quý thứ hai thì tác động tới giá nhà đất tại Việt Nam đã bị bão hòa. Thực tế cho thấy, khi NHNN thực hiện phân nhóm ngân hàng và phân bổ chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng cho riêng từng nhóm vào thời điểm đầu năm trong giai đoạn 2012–2013 đã dẫn đến một số hiện tượng cụ thể như: Một số NHTM không sử dụng hết giới hạn tăng trưởng tín dụng cho phép trong khi lại có những NHTM muốn được tăng trưởng nhiều hơn, dẫn đến việc NHNN lại phải nới lỏng chỉ tiêu tăng trưởng. Vì vậy, NHNN đã phải thay đổi lại trần tăng trưởng tín dụng của một số NHTM vào thời điểm giữa năm áp dụng, gây ảnh hưởng đến hiệu lực của chính công cụ này.

<sup>7</sup> Thông tin từ báo cáo của Bộ Kế hoạch và Đầu tư, tại phiên họp Chính phủ diễn ra từ 30/3–1/4/2010.

Mặc dù một số công cụ riêng lẻ của chính sách an toàn vĩ mô chưa phát huy được hiệu lực nhưng mô hình kinh tế lượng cho thấy chỉ số chính sách an toàn vĩ mô đã có tác động làm giảm giá bất động sản tại Việt Nam. Kết quả này nhất quán với kết luận của các nghiên cứu trước đây như: Igan và Kang (2011), Wong và cộng sự (2011), Ahuja và Nabar (2011), Kuttner và Shim (2012), Se (2013), và đặc biệt là Akinci và Olmstead-Rumsey (2015).

*Về tác động của các biến số vĩ mô khác đến giá bất động sản tại Việt Nam:*

*Thứ nhất*, mô hình OLS cũng đưa đến một kết luận - đó là tăng trưởng tín dụng được chứng minh có tác động làm bùng nổ thị trường bất động sản tại Việt Nam trong giai đoạn 2000–2018. Nói cách khác, khi tín dụng tăng trưởng sẽ làm cho giá bất động sản tại Việt Nam tăng lên và ngược lại. Kết luận này là tương tự với những bằng chứng đưa ra trong các nghiên cứu trước đây như: Herring và Wachter (1999), Hilbers và cộng sự (2001), Chen (2001), Gerlach và Peng (2005), Goodhart và Hofmann (2008), Adelino và cộng sự (2015). Kết luận này có thể giải thích như sau: Tăng trưởng tín dụng sẽ tạo ra một dòng vốn lớn chảy vào các khu vực của nền kinh tế, trong đó có thị trường bất động sản, đẩy cầu bất động sản tăng cao; theo quy luật cung - cầu, khi cầu tăng sẽ đẩy mặt bằng giá bất động sản tăng lên.

*Thứ hai*, tương tự như tăng trưởng tín dụng, biến tăng trưởng kinh tế cũng cho thấy tác động thuận chiều tới giá bất động sản tại Việt Nam trong giai đoạn 2000–2018. Cụ thể, kinh tế tăng trưởng đồng nghĩa với mặt bằng thu nhập tăng lên, nhờ đó, tỷ lệ chi tiêu cho bất động sản dù dưới góc độ là tài sản tiêu dùng hay tài sản đầu tư đều tăng, đẩy giá bất động sản tăng lên. Thêm vào đó, kinh tế tăng trưởng tạo ra tâm lý và hành vi tích cực để người dân cũng như các chủ thể kinh tế khác đầu tư và kỳ vọng nhiều hơn vào thị trường bất động sản. Kết luận này hoàn toàn nhất quán với lý thuyết kinh tế học cũng như những kết luận được chứng minh trong các nghiên cứu trước đây của Hofmann (2005), Tsatsaronis và Zhu (2004), Xu và Tang (2014). Trên thực tế, cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008–2009 và các cuộc khủng hoảng xảy ra ở từng quốc gia riêng lẻ đều cho thấy tăng trưởng tín dụng nóng đều ảnh hưởng ngay lập tức tới thị trường bất động sản. Đến lượt nó, bong bóng thị trường bất động sản bị vỡ sẽ ảnh hưởng tiêu cực ngược trở lại hệ thống ngân hàng như: Làm tăng tỷ lệ nợ xấu, giảm lợi nhuận ngân hàng...

- *Thứ ba*, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng các quy định về thuế đối với các khoản thu thập từ mua bán, kinh doanh bất động sản đã làm giảm bong bóng trên thị trường bất động sản, góp phần ổn định thị trường tài chính tại Việt Nam trong giai đoạn 2000–2018. Nói cách khác, khi chính phủ áp thuế đối với thu nhập từ mua bán bất động sản đã hạn chế được tình trạng đầu cơ, mua đi bán lại bất động sản.

## 5. Kết luận và khuyến nghị chính sách

Nghiên cứu nhằm đánh giá tác động của các công cụ chính sách giám sát an toàn vĩ mô đến giá bất động sản tại Việt Nam trong giai đoạn 2000–2018, từ kết quả nghiên cứu, tác giả đưa ra một số kết luận và khuyến nghị chính sách như sau:

- *Thứ nhất*, dựa trên mô hình hồi quy tuyến tính, nghiên cứu đã tìm ra bằng chứng thực nghiệm cho thấy NHNN áp trọng số rủi ro cao đối với cho vay kinh doanh bất động sản và quy định hạn chế đối tượng cho vay ngoại tệ đã có tác động kiềm chế bùng nổ thị trường bất động sản tại Việt Nam trong giai đoạn 2000–2018. Kết luận này cho thấy NHNN có thể tiếp tục sử dụng công cụ này khi muốn tác động điều chỉnh dòng vốn tín dụng vào những lĩnh vực có mức độ rủi ro cao như bất động

sản và chứng khoán. Mặc dù một số công cụ riêng lẻ chưa thể hiện được vai trò trong chính sách an toàn vĩ mô nhưng sự kích hoạt đồng thời sẽ tạo hiệu lực cộng hưởng khá tốt tới giá bất động sản. Điều này cho thấy bên cạnh việc kích hoạt những công cụ đã phát huy được hiệu lực, NHNN Việt Nam có thể cân nhắc kích hoạt thêm đồng thời các công cụ khác để tăng cường vai trò của chính sách an toàn vĩ mô trong ổn định tài chính tại Việt Nam.

- *Thứ hai*, tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng kinh tế nóng cũng được chứng minh là nguyên nhân dẫn đến bong bóng trên thị trường bất động sản tại Việt Nam giai đoạn 2000–2018. Kết luận này hàm ý rằng kiềm chế tăng trưởng tín dụng nóng thông qua việc xác định ngưỡng tăng trưởng tín dụng hợp lý là một trong những điều kiện tiên quyết góp phần kiềm chế sự bùng nổ thị trường bất động sản tại Việt Nam.

- *Thứ ba*, nghiên cứu cũng đưa đến một kết luận khá thú vị - đó là áp thuế đối với thu nhập từ bất động sản có tác động làm giảm nhiệt thị trường thông qua giảm hành vi đầu cơ thị trường. Điều này cho thấy chính phủ có thể sử dụng công cụ thuế để điều chỉnh hành vi của các nhà đầu cơ bất động sản, qua đó giảm thiểu bong bóng trên thị trường này■

### Lời cảm ơn

Nghiên cứu này được tài trợ bởi Quỹ Phát triển khoa học và công nghệ Quốc gia (NAFOSTED) trong đề tài mã số 502.99-2016.01

---

### Tài liệu tham khảo

- Adalid, R., & Detken., C. (2007). Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles. *ECB Working paper, No 732*. Retrieved from [http://conference.iza.org/conference\\_files/pada2009/detken\\_c5129.pdf](http://conference.iza.org/conference_files/pada2009/detken_c5129.pdf)
- Adams, Z., & Füss, R. (2010). Macroeconomic determinants of international housing markets. *Journal of Housing Economics*, 19(1), 38–50.
- Adelino, M., Schoar, A., & Severino, F. (2014). Credit supply and house prices: Evidence from mortgage market segmentation. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1787252>. doi: 10.2139/ssrn.1787252
- Akinci, O., & Olmstead-Rumsey, J. (2015). How effective are macroprudential policies: An empirical investigation. *International Finance Discussions Papers 1136*. doi: 10.17016/IFDP.2015.1136
- Ahuja, A., & Nabar, M. (2011). Safeguarding banks and containing property booms: Cross-country evidence on macroprudential policies and lessons from Hong Kong SAR. *IMF Working Paper*, No. 11/284. doi: 10.5089/9781463927189.001
- Barot, B., & Yang, Z. (2002). House prices and housing investment in Sweden and the UK: Econometric analysis for the period 1970–1998. *Review of Urban & Regional Development Studies*, 14(2), 189–216.
- Borowwiecki, K. J. (2009). The determinants of house price and construction: An empirical investigation of the Swiss housing economy. *International Real Estate Review*, 12(3), 193–220.

- Bộ Tài chính. (2013). *Thông tư 111/2013/TT-BTC về Quy định thu thuế thu nhập cá nhân đối với thu nhập từ chuyển nhượng bất động sản*. Truy cập từ [http://vanban.chinhphu.vn/portal/page/portal/chinhphu/hethongvanban?class\\_id=1&\\_page=1&mode=detail&document\\_id=169566](http://vanban.chinhphu.vn/portal/page/portal/chinhphu/hethongvanban?class_id=1&_page=1&mode=detail&document_id=169566)
- Brooks, C., & Tsolacos, S. (1999). The impact of economic and financial factors on UK property performance. *Journal of Property Research*, 16(2), 139–152.
- Cerutti, E., Classens, S., & Laeven, L., (2017). The use and effectiveness of macroprudential policies: New evidence. *Journal of Financial Stability*, 28, 203–224.
- Chen, N.-K. (2001). Bank net worth, asset prices and economic activity. *Journal of Monetary Economics*, 48(2), 415–436.
- Crowe, C., Dell'Ariccia, G., Igan, D., & Rabanal, P. (2011). How to deal with real estate booms: Lessons from country experiences. *IMF Working Paper*, No. 11/91.
- Gerlach, S., & Peng, W. (2005). Bank lending and property prices in Hong Kong. *Journal of Banking and Finance*, 29(2), 461–481.
- Goodhart, C., & Hofmann, B. (2008). House prices, money, credit, and the macroeconomy. *Oxford Review of Economic Policy*, 24(1), 180–205.
- Glindro, E., T., Subhanij, T., Szeto, J., & Zhu, H. (2011). Determinants of house prices in nine Asia-Pacific economies. *International Journal of Central Banking*, 7(3), 163–204.
- Kuttner, K., & Shim, I., (2012). Taming the real estate beast: The effects of monetary and macroprudential policies on house prices and credit. In A. Heath & F. Packer & C. Windsor (Eds.), *Property Markets and Financial Stability, RBA Annual Conference Volume*. Reserve Bank of Australia.
- Herring, R., & Wachter, S. (1999). Real estate booms and banking busts: An international perspective. *Center for Financial Institutions Working Papers*, No 99–27. Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania.
- Hilbers, P., Lei, Q., & Zacho, L. (2001). Real estate market developments and financial sector soundness. *IMF Working Paper*, WP/01/129.
- Hilbers, P., Hoffmaister, A. W., Banerji, A., & Shi, H. (2008). House price development in Europe: A comparison. *IMF Working Paper*, WP/08/211.
- Hofman, D. (2005). Kingdom of the Netherlands-Netherlands: Selected Issues. *IMF Country Report*, No. 05/225.
- Igan, D., & Kang, H. (2011). Do loan-to-value and debt-to-income limits work? Evidence from Korea. *IMF Working Paper*, WP/11/297.
- IMF. (2011). Macroprudential policy: An organizing framework. *IMF Policy Paper, prepared by the Monetary and Capital Markets Department*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Macroprudential-Policy-An-Organizing-Framework-Background-Paper-PP4546>
- Ngân hàng Nhà nước. (2010). *Thông tư 13/2010/TT-NHNN quy định về các tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng, ban hành ngày 20/5/2010*. Truy cập từ

[http://vanban.chinhphu.vn/portal/page/portal/chinhphu/hethongvanban?class\\_id=1&mode=detail&document\\_id=98485](http://vanban.chinhphu.vn/portal/page/portal/chinhphu/hethongvanban?class_id=1&mode=detail&document_id=98485)

Ngân hàng Nhà nước. (2011). *Thông tư 07/2011/TT-NHNN quy định cho vay bằng ngoại tệ của tổ chức tín dụng đối với khách hàng là người cư trú*, ban hành ngày 24/3/2011. Truy cập từ <http://congbao.chinhphu.vn/noi-dung-van-ban-so-07-2011-tt-nhnn-8983>

Ngân hàng Nhà nước. (2014). *Thông tư 36/2014/TT-NHNN quy định các giới hạn, tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài*, ban hành ngày 20/11/2014. Truy cập từ [http://vanban.chinhphu.vn/portal/page/portal/chinhphu/hethongvanban?class\\_id=1&\\_page=1&mode=detail&document\\_id=178433](http://vanban.chinhphu.vn/portal/page/portal/chinhphu/hethongvanban?class_id=1&_page=1&mode=detail&document_id=178433)

Ngân hàng Nhà nước. (2016). *Thông tư 06/2016/TT-NHNN về sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư 36/2014/TT-NHNN ngày 20/4/2014 của Thống đốc NHNN quy định các giới hạn, tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài*, ban hành ngày 27/5/2016. Truy cập từ <https://thuvienphapluat.vn/van-ban/Tien-te-Ngan-hang/Thong-tu-06-2016-TT-NHNN-sua-doi-36-2014-TT-NHNN-ty-le-bao-dam-an-toan-hoat-dong-to-chuc-tin-dung-312625.aspx>

Panagiotidis, T., & Printzis, P. (2015). On the macroeconomic determinants of the housing market in Greece: A VECM approach. *GreeSE Paper*, No.88, Hellenic Observatory Papers on Greece and Southeast Europe Institute.

Pham, T. H. A. (2019). Is lending standard channel effective in transmission mechanism of macroprudential policy? The case of Vietnam. *Studies in Computational Intelligence*, 809, 678–693.

Se, O. H. (2013). Loan-to-value as macro-prudential policy tool: Experiences and lessons of asian emerging countries. *DSF policy paper series*, No. 33.

Tresel, T., & Zhang, Y. S. (2016). Effectiveness and Channels of Macroprudential Instruments: Lesson from the Euro Area. *IMF Working Paper*, WP/16/4.

Tsatsaronis, K., & Zhu, H. (2004). What drives housing price dynamics: Cross country evidence. *BIS Quarterly Review*, Bank for International Settlements.

Vandenbussche, J., Vogel, U., & Detragiache, E., (2015). Macro-prudential policies and housing prices: A new database and empirical evidence for Central, Eastern, and Southeastern Europe. *Journal of Money, Credit and Banking*, 47(S1), 343–377.

Xu, L., & Tang, B. (2014). On the determinants of UK house prices. *International Journal of Economics and Research*, 5(2), 57–64

Wong, E., Fong, T., Li, K., & Choi, H. (2011). Loan-to-value ratio as a macroprudential tool-Hong Kong's experience and cross-country evidence. *HKMA Working Paper 1101*. Hong Kong Monetary Authority.

Zhang, L., & Zoli, E. (2016). Leaning against the wind: Macroprudential policy in Asia. *Journal of Asian Economics*, 42(C), 33–52.