



TÀI LIỆU DỊCH TLD-03

# THAY ĐỔI TRONG ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH VĨ MÔ

## Khởi động chương trình nói lỏng định lượng kiểu Trung Quốc

*Lưu Dực Huy*

Một ấn phẩm của VEPR

# Thay đổi trong điều hành chính sách vĩ mô

## Khởi động chương trình nói lỏng định lượng kiểu Trung Quốc<sup>1</sup>

Lưu Dực Huy<sup>2</sup>

Biên dịch: *Dương Ngô Vân Anh*<sup>3</sup>      Hiệu đính: *Nguyễn Thị Thanh Tú*<sup>4</sup>

*Nguyễn Thị Hào*

*Nguyễn Thị Lam*

*Nguyễn Thị Nhưòng*

*Nguyễn Thu Thủy*

*Quan điểm được trình bày trong bài viết này là của (các) tác giả và không nhất thiết phản ánh quan điểm của dịch giả hoặc VEPR và VCES.*

---

1 Nguồn: Đại học Bắc Kinh, Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế Vĩ mô Trung Quốc (2014), Quan sát Kinh tế Trung Quốc (báo cáo quý), số 38, Tháng 7/2014, tr. 33-39.

2 Nhà kinh tế trưởng của Công ty chứng khoán Quảng Phát.

3 Nhóm biên dịch trường Đại học Khoa học Xã hội và Nhân văn - ĐHQGHN

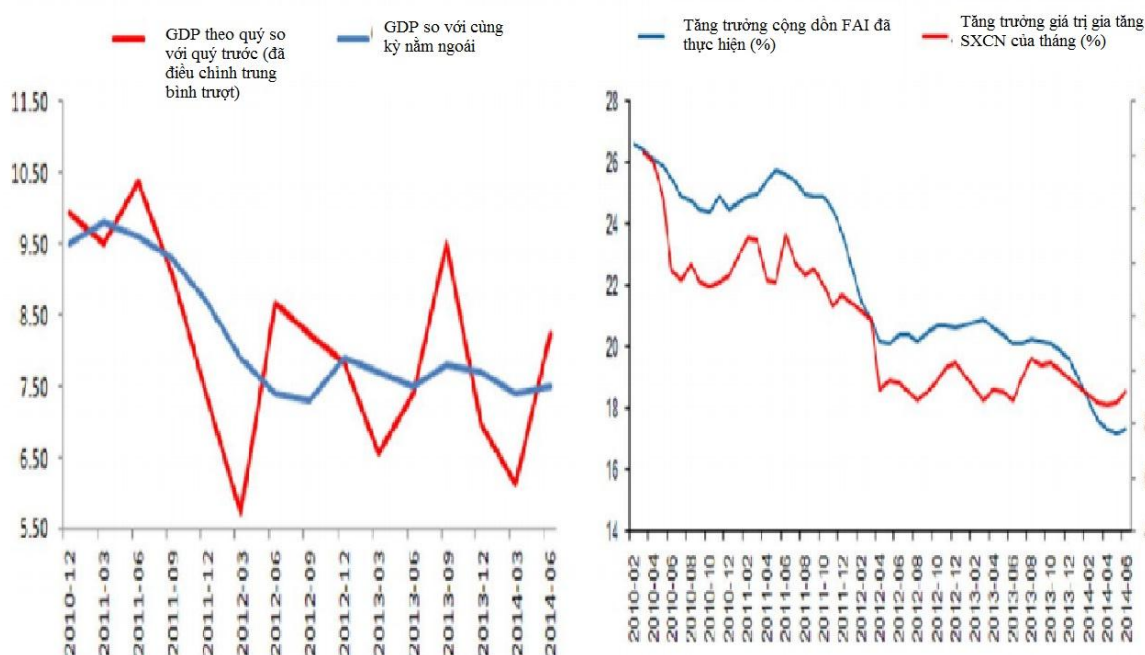
4 Nghiên cứu viên Chương trình Nghiên cứu Kinh tế Trung Quốc (VCES) thuộc Viện Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách (VEPR). Email: [nguyen.thanhtu@vepr.org.vn](mailto:nguyen.thanhtu@vepr.org.vn)

Bài viết bắt đầu từ việc xem xét nền kinh tế trong ngắn hạn và trên phương diện chính sách, nhấn mạnh về tính khả thi và chiều hướng thay đổi trong điều hành chính sách vĩ mô của Trung Quốc, đồng thời tiến hành phân tích tổng thể các vấn đề trong ngắn hạn và dài hạn của nền kinh tế này.

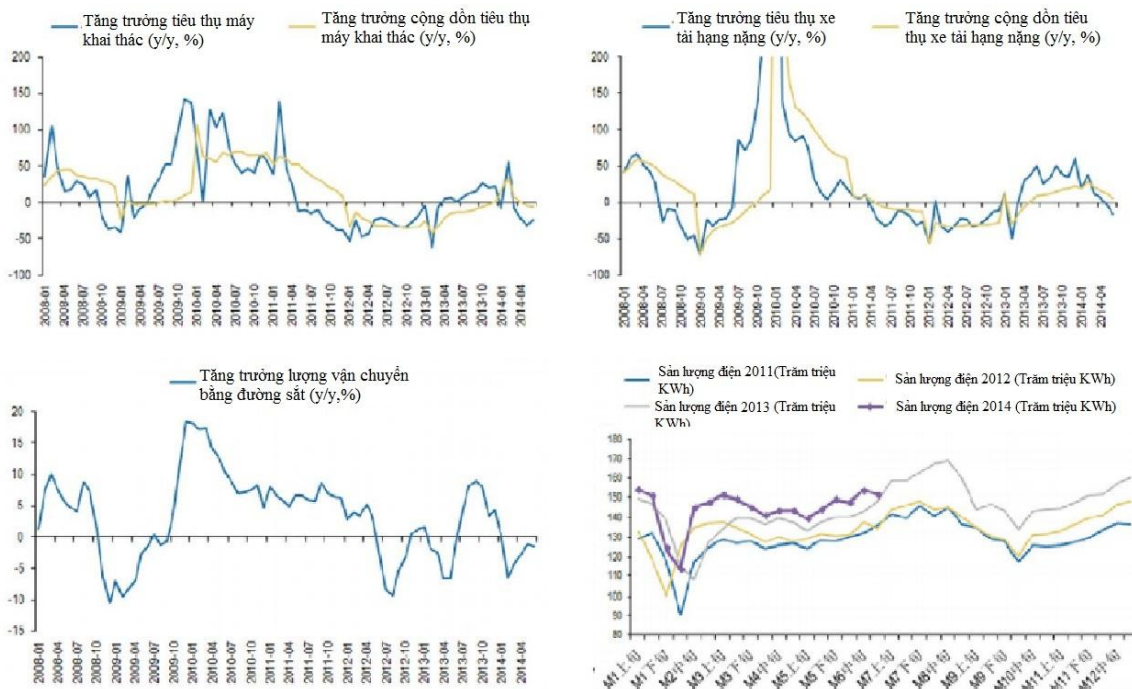
### Chính sách nới lỏng rất có thể sẽ kéo dài tới 6 tháng cuối năm 2014

Xét từ số liệu kinh tế của nửa năm vừa qua, ấn tượng chung là “số liệu mềm” vĩ mô (GDP, công nghiệp, đầu tư tài sản cố định) có sự hồi phục mạnh mẽ (hình 1), còn “số liệu cứng” vĩ mô (máy khai thác, xe tải hạng nặng, vận tải đường sắt, lượng phát điện) lại tiếp tục suy giảm (hình 2). Kết quả này cho thấy sự hồi phục ngắn ngủi dựa vào động lực là tăng đầu tư cơ sở hạ tầng và sự phục hồi nhẹ của xuất khẩu không đủ để trung hòa các ảnh hưởng mà sự sụt giảm đầu tư vào bất động sản gây nên, trong tương lai vẫn tồn tại nhiều yếu tố bất trắc. Trên thực tế, nguyên nhân chủ yếu là do doanh số bán nhà chưa ổn định, số lượng nhà bán được trong nửa đầu năm giảm 6.7%. Chúng tôi dự báo doanh số bất động sản nửa cuối năm 2014 có thể giữ ở mức ổn định, ước tính mức doanh thu bán nhà ở thương mại cả năm 2014 sẽ giảm 6%. Mặc dù suy giảm, doanh số tiêu thụ này vẫn cao hơn 18.7% so với mức doanh thu đứng thứ hai trong lịch sử (năm 2012) (hình 3).

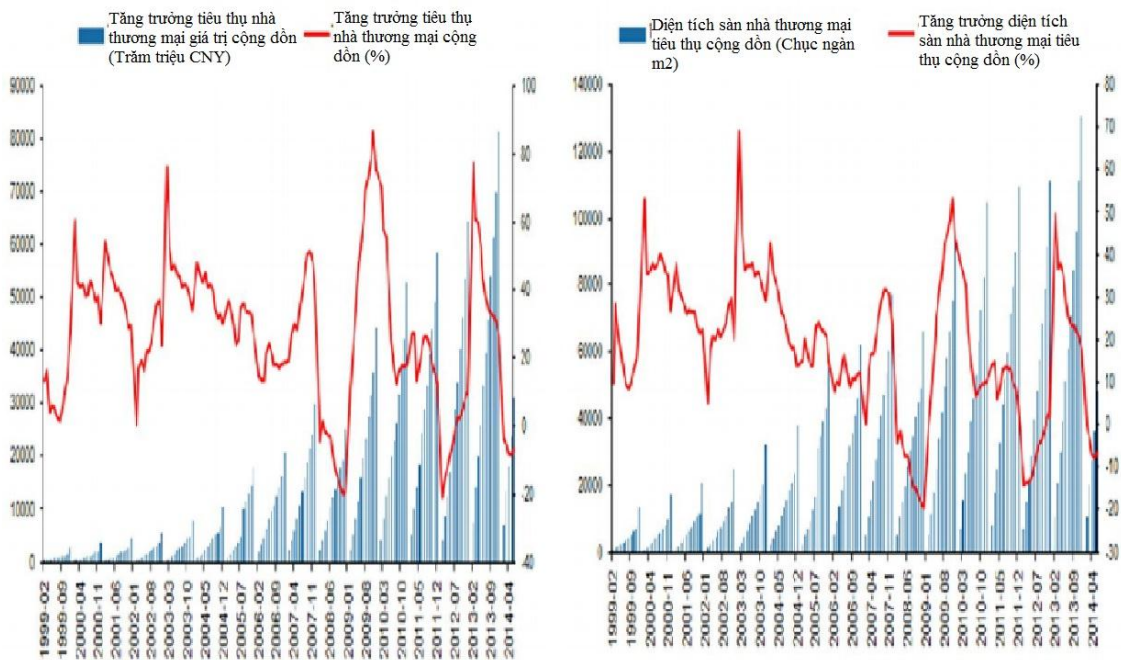
**Hình 1: Sự phục hồi của một số chỉ số mềm**



**Hình 2: Sự suy giảm của các chỉ số cứng**



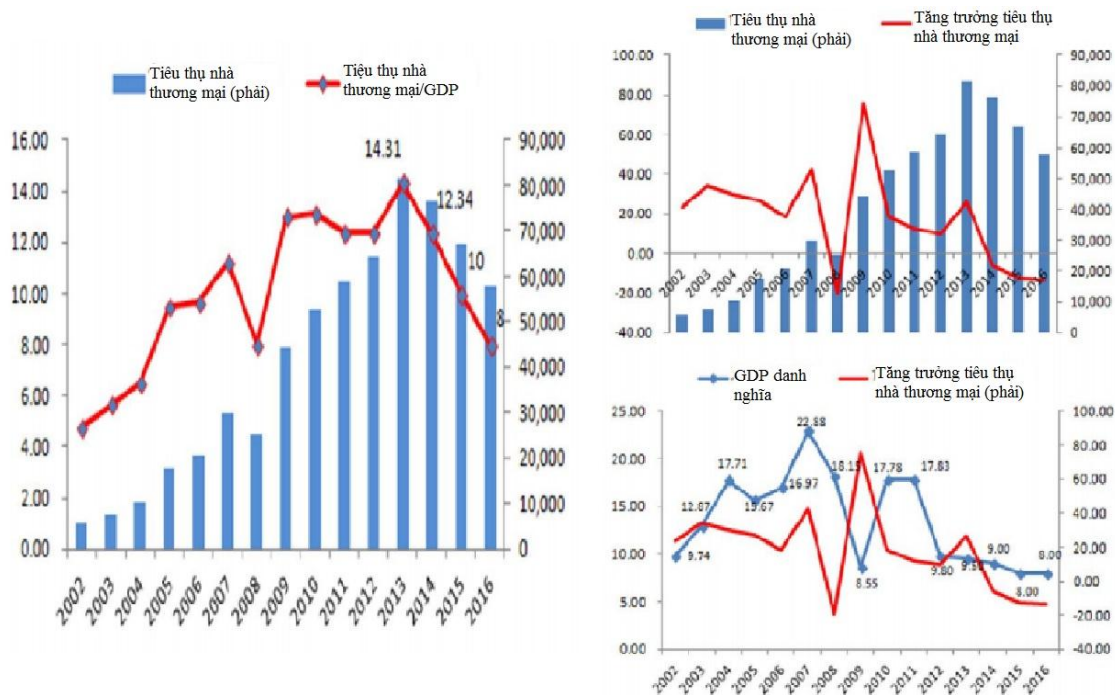
**Hình 3: Doanh thu bất động sản và diện tích tiêu thụ**



Sự điều chỉnh của thị trường bất động sản đã bắt đầu, chu kỳ suy giảm của bất động sản khó có thể thay đổi, chúng tôi cho rằng sự điều chỉnh này có thể sẽ diễn ra trong hai đến ba năm. Nguyên nhân là do (chính phủ muốn) đảm bảo rằng ảnh hưởng của tiến trình điều chỉnh trên thị trường bất động sản đến suy giảm kinh tế trong ngắn hạn vẫn nằm trong phạm vi (mà họ) có thể chấp nhận được. Nhóm lãnh đạo cải cách toàn diện đã ban hành nhiều chương trình

cải cách, dự kiến cải cách thuế sẽ từng bước hoàn thành trong vòng hai đến ba năm tới, điều này cũng có nghĩa là nền kinh tế sẽ giảm bớt sự phụ thuộc vào bất động sản và các khoản tài chính huy động từ đất đai. Các nghiên cứu của chúng tôi dự báo, tỉ lệ doanh thu từ bất động sản/GDP năm 2016 sẽ trở lại mức 8% như thời kì trước khủng hoảng tài chính tiền tệ năm 2008, năm 2013 tỉ lệ này là 14.31 %, điều này cũng có nghĩa là dự tính doanh thu từ kinh doanh bất động sản năm 2016 sẽ giảm 29% so với năm 2013. Nếu được giải quyết một cách hợp lý thì ảnh hưởng của tiến trình điều chỉnh này đến nền kinh tế là có thể chấp nhận được.

**Hình 4: Dự đoán chỉ tiêu kinh doanh nhà ở**



Lạm phát kiểu Trung Quốc là lạm phát do bất động sản điển hình: bong bóng nhà đất dẫn đến khuếch trương tổng cầu, đồng thời kéo theo giá đất đai, giá nhân công và giá thành vận chuyển tăng lên. Chỉ cần lượng tiêu thụ bất động sản không tăng mạnh trở lại thì cơn sốt lạm phát trong thời gian ngắn sẽ khó mà biến thành “con hổ thật” (áp lực tăng giá liên tục). Nhìn từ khía cạnh này thì không cần phải quá thận trọng về chính sách tiền tệ 6 tháng tiếp theo. Hơn nữa, chính sách mở rộng tín dụng vừa mới được khởi động, nên chúng ta không lo thiếu hụt về tiền vốn, từ đây Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBoC) vẫn có thể tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ mở rộng trong tương lai, đề phòng việc lãi suất đột ngột tăng mạnh trở lại, (tất cả các biện pháp này) nhằm kiềm chế tăng trưởng tín dụng và đầu tư. Căn cứ vào những quan sát nêu trên, chúng tôi cho rằng trong vòng sáu tháng tới chính sách nới lỏng rất có thể vẫn tiếp diễn.

## Khởi động chương trình nói lỏng định lượng kiểu Trung Quốc

Tình hình chính sách vĩ mô năm 2014 tiếp tục ở vào trạng thái điều hành “giật cục”. Dù là như vậy, chúng tôi cho rằng trên thực tế chính sách vĩ mô của Trung Quốc đang ở vào giai đoạn chờ đợi để điều chỉnh. Điều này được thể hiện chủ yếu qua 2 điểm sau:

Thứ nhất, sau khi trải qua tình trạng thiếu hụt tiền tệ vào năm ngoái, “neo” chính sách tiền tệ dường như đã âm thầm chuyển động. Nhìn từ góc độ đa mục tiêu của chính sách tiền tệ, vai trò sử dụng chính sách này nhằm ổn định hệ thống tài chính đang được nâng lên rõ rệt. Ngoài ra, PBoC đã bắt tay vào xây dựng khung chính sách tiền tệ thời kỳ mới bao gồm “hành lang lãi suất linh hoạt (SLO + SLF) và lãi suất chính sách trung hạn (PSL)”<sup>1</sup> thông qua SLO + SLF thiết lập hành lang lãi suất ngắn hạn, đồng thời gần đây PBoC thử đưa ra lãi suất PSL để dẫn dắt lãi suất chính sách trung và dài hạn. Có thể nói, hàng loạt những sáng kiến về công cụ tiền tệ này cho thấy cách làm này thể hiện phán đoán của PBoC về tình hình vĩ mô nhiều hơn là việc cơ quan này tăng tính chủ động trong điều hành vĩ mô nhằm kiểm soát được quyền chủ đạo về điều chỉnh kết cấu trong quá trình chuyển đổi kinh tế trong tương lai. PBoC phán đoán rằng trong tương lai nền kinh tế Trung Quốc có thể bước vào giai đoạn bất thường của quá trình giải đòn bẩy tài chính. PBoC cần từng bước xây dựng cơ chế điều hành tiền tệ bất thường, chẳng hạn như chính sách nói lỏng định lượng.

Thứ hai, hiện tượng thâm hụt tài chính dần chuyển sang thâm hụt tiền tệ ngày càng trở nên rõ nét. Trong thể chế của Trung Quốc, khả năng kinh tế của chính phủ cũng chính là khả năng tài chính, tiền tệ và tài chính vốn là hai công cụ chính của một chính phủ. Do Bộ tài chính (Trung Quốc) phải gánh trách nhiệm cải cách thuế trong 2 năm tới, đặc biệt là những điều chỉnh quan trọng về phân định lại quan hệ giữa quyền hành chính và quyền tài chính của trung ương

<sup>1</sup> SLO là viết tắt của Short-term Liquidity Operations, tức công cụ điều tiết tính lưu động ngắn hạn của thị trường công khai. SLF là viết tắt của Standing Lending Facility, tức chương trình cho vay thường trực (cố định) với điều kiện thuận lợi. PSL là viết tắt của Pledged Supplementary Lending, tức khoản vay thế chấp bổ sung. SLO và SLF là công cụ điều chỉnh lãi suất ngắn hạn của Ngân hàng Trung ương Trung Quốc, tương tự như cơ chế hành lang lãi suất mà những ngân hàng trung ương lớn trên toàn cầu sử dụng, thông qua hoạt động mở cửa thị trường để khiến cho lãi suất ngắn hạn luôn nằm trong khoảng phạm vi mục tiêu.... Tuy nhiên, tình hình thực tế của Ngân hàng Trung ương Trung Quốc sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, cùng hiện trạng chi phí tài chính xã hội tăng cao của Trung Quốc chứng tỏ: lãi suất ngắn hạn và lãi suất trung, dài hạn có thể tách rời, Ngân hàng Trung ương Trung Quốc cần tăng thêm một loại lãi suất chính sách trung hạn để hoàn thiện hành lang lãi suất. PSL vẫn đảm đương vai trò chỉ dẫn trong lãi suất trung hạn. Tương tự với các khoản cho vay lại, Ngân hàng Trung ương Trung Quốc có thể thông qua PSL cung cấp một phần tiền vốn giá rẻ cho các ngân hàng thương mại, hướng hoạt động phân phối tín dụng của các ngân hàng thương mại vào các lĩnh vực như xây dựng cơ sở hạ tầng, các chi phí dân sinh...vv. Từ đó giải quyết vấn đề các ngân hàng thương mại dựa vào mức lãi suất thị trường, định giá độc lập và định giá thương mại hoàn toàn gây ra hiện tượng hoạt động tín dụng giá cao, từ đó làm giảm vai trò chi phí tài chính xã hội của chúng. “Khung hành lang lãi suất linh hoạt + lãi suất chính sách trung hạn” là khung chính sách tiền tệ của Ngân hàng Trung ương Trung Quốc trong thời kỳ mới.

với địa phương, công cụ tài khóa khó lòng cùng lúc đáp ứng nhiều nhu cầu, vì thế ở một mức độ nào đó Ngân hàng Phát triển Trung Quốc (đã được đôn lên) trở thành Bộ tài chính thứ hai, nguồn vốn của ngân hàng này do PBoC cấp vốn thông qua PSL. Điều đáng chú ý là, chương trình nói lỏng định lượng và hiện tượng thâm hụt tài chính trở thành thâm hụt tiền tệ là hai mặt của một vấn đề, hai mặt này thực ra không có sự khác biệt, chúng đều phản ánh tình trạng bùng nổ về tín dụng ở cấp trung ương. Tuy nhiên, để thực sự phát huy tác dụng của cơ chế này, chúng tôi đề nghị trong tương lai cần giảm bớt sự gia tăng đầu tư vào cơ sở hạ tầng, mà thay vào đó sẽ sử dụng cơ chế cấp vốn này nhiều hơn nữa trong việc hỗ trợ các ngành khác điều chỉnh đòn bẩy tài chính. Có như vậy, cơ chế này mới có khả năng phát huy tác dụng lớn hơn.

Trong sự vận hành của cơ chế, về cơ bản sẽ có trần cho tăng lãi suất. Ví dụ, nếu lãi suất cho vay trong 10 năm của Ngân hàng Phát triển Trung Quốc vượt quá 5,5%, thì nguồn vốn của Ngân hàng Phát triển Trung Quốc sẽ được huy động nhiều hơn từ nguồn các khoản vay thế chấp bổ sung (PSL) do PBoC cấp, hoặc là từ nguồn tái cấp vốn số lượng trái phiếu tín dụng sẽ giảm xuống. Nhưng cần phải chú ý rằng, trước khi các nguồn lực cân bằng thị trường phát huy tác dụng, ít có khả năng lãi suất sẽ giảm xuống. Khi tỷ suất lợi nhuận trên vốn càng ngày càng giảm, tốc độ quay vòng vốn và tốc độ lưu thông tiền tệ cũng sẽ ngày càng chậm lại, cùng với sự thay đổi của thời gian, toàn bộ các đòn bẩy của nền kinh tế, bao gồm cả mức lãi suất sẽ ngày càng phụ thuộc nhiều hơn vào sự điều hành của PBoC. Trong bối cảnh điều hành chính sách mang tính “giật cục” như hiện nay, cần có những dự báo như thế nào về xu thế biến động của lãi suất trên thị trường? Trong nghiên cứu thương mại thường lấy sự đan xen giữa “tiền tệ + tín dụng” để nghiên cứu và đánh giá về cơ hội giao dịch của thị trường trái phiếu. Trên thực tế, phương pháp này cũng rất hiệu quả, bởi trong mỗi quá trình mà nói, tiền tệ luôn đại diện cho cung, tín dụng đại diện cho cầu, hai trạng thái này kết hợp lại sẽ quyết định lãi suất. Coi tỷ trọng tài sản của PBoC/GDP là biểu hiện của trạng thái tiền tệ, còn tỷ trọng tài sản của các ngân hàng thương mại/GDP là biểu hiện của trạng thái tín dụng, có thể nhận thấy trong khoảng thời gian từ tháng 1 đến tháng 5 năm nay, thị trường về cơ bản ở trong giai đoạn “mở rộng tiền tệ + thắt chặt tín dụng”. Tuy nhiên cùng với sự suy giảm của nền kinh tế, bắt đầu từ tháng 5/2014, trạng thái tín dụng dần dần chuyển từ thắt chặt sang mở rộng, thị trường cũng theo đó mà từ từ chuyển sang giai đoạn “mở rộng tiền tệ + mở rộng tín dụng”. Do đó, phân tích dưới góc độ quyền chủ nợ, trạng thái cận biên của trái phiếu giảm dần, đặc biệt là sản phẩm lãi suất. Từ giữa tháng 5 trở đi, kể cả khi tiến hành giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc lần thứ hai thì sản phẩm lãi suất trung và dài hạn cũng ít có khả năng tăng thêm, thậm chí sẽ xuất hiện một vài rủi ro ở mức độ nhất định. Tất nhiên, chúng tôi cho rằng, trong sáu tháng tới, thị trường cũng khó có

khả năng chuyển hướng sang giai đoạn “thắt chặt tiền tệ + mở rộng tín dụng”. Bởi thị trường bất động sản vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi, PBoC sẽ vẫn duy trì chính sách tiền tệ mở rộng.

## **Thoát khỏi tình trạng điều hành chặt chẽ bằng bộ ba giải pháp**

Chính sách vĩ mô của Trung Quốc đang trong giai đoạn chờ đợi chuyển đổi, nhưng làm thế nào mới có thể thoát khỏi tình trạng điều hành chính sách mang tính chặt chẽ như hiện nay, chúng tôi đề xuất (bộ ba) phương án “sử dụng hiệu quả tài sản hiện có”, “thâm hụt ngân sách mở rộng” và “chính sách tiền tệ mở rộng”. Sử dụng hiệu quả các tài sản hiện có là chỉ trọng tâm chính sách nên điều chỉnh dần từ “bảo đảm gia tăng thêm các khoản đầu tư mới” sang “tăng hiệu quả của các khoản đầu tư đã có”, để giảm bớt những rủi ro cho nền kinh tế, tức là phải giảm thiểu các khoản đầu tư không hiệu quả và đầu tư không hoàn lại. “Thâm hụt ngân sách mở rộng” là chính sách mới nhằm phân biệt với chính sách tài chính tích cực trước đây<sup>2</sup>, trọng tâm của chính sách mới không nằm ở việc nới rộng chi tiêu chính phủ, mà chuyển sang kiểm soát thu nhập của chính phủ. Thay vì chi tiêu lãng phí trong tương lai, chẳng thà cắt giảm nguồn thu ngân sách, do vậy giảm thuế ở quy mô lớn hơn có thể là một lựa chọn đáng để cân nhắc, nhưng để việc giảm thuế thực sự phát huy tác dụng, cần phải giảm thuế ở mức độ tương đối lớn. Do đó, Chính phủ có thể thông qua duy trì tính đàn hồi của thâm hụt tài khóa để giúp đỡ các khu vực khác điều chỉnh đòn bẩy tài chính. “Chính sách tiền tệ mở rộng” là thông qua hoạt động nới lỏng định lượng bất thường - PBoC sẽ cung cấp thanh khoản thiết yếu cho việc giảm chi phí huy động vốn khi xảy ra thâm hụt tài khóa. Trọng tâm của chính sách tiền tệ mở rộng này là nhằm hỗ trợ nền kinh tế thực hiện điều chỉnh đòn bẩy (thanh lý các tài sản xấu, hoặc giảm thuế tạo điều kiện cho sự tăng trưởng thu nhập). Điều này cũng đã được một số nhà kinh tế học (như Olivier Blanchard, Nhà kinh tế trưởng của IMF) chứng minh là hết sức khả quan. Chúng tôi tin rằng khó có thể đánh giá bản thân chính sách nới lỏng định lượng là đúng hay sai, mà điểm cốt lõi (để đưa ra các đánh giá này) nằm ở chỗ xem xét trọng tâm của chính sách nới lỏng này là gì. Sự quan tâm của Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED) khi thực hiện chính sách nới lỏng định lượng là mua lại các tài sản hiện có trong nền kinh tế, bao gồm cả các tài sản xấu, qua đó nắm giữ đòn bẩy của các khu vực kinh tế khác. Tuy nhiên, chính sách nới lỏng mà Trung Quốc thực thi hiện nay chủ yếu vẫn hướng đến mục tiêu “ổn định tăng trưởng”, tức là tạo ra những tài sản mới, thậm chí còn tạo nên những khoản đầu tư không hiệu quả, đây là điều không hề được mong đợi. Ví dụ, chúng ta vẫn không khỏi rùng mình và hoài nghi về khoản đầu tư vào đường sắt lên tới 800 tỷ NDT mỗi năm của chính phủ. Trên thực tế kiểu đầu tư này

<sup>2</sup> “Chính sách tài chính tích cực” là chính sách tài chính dành nhiều ngân sách cho các dự án dân sinh - ND



là một lỗi mòn trong điều hành chính sách của Trung Quốc, nó phản ánh một quá trình mà hoạt động tài chính thiên về tung ra các lượng tiền khổng lồ và sự vận hành của các hoạt động chuẩn tài chính. Do vậy, cách làm này cũng không có gì khác biệt so với trước đây.

Một khi sử dụng khung điều chỉnh chính sách gồm “sử dụng hiệu quả các khoản đầu tư cũ”, “thâm hụt ngân sách mở rộng” và “chính sách tiền tệ mở rộng”, có thể thấy kết cấu của lĩnh vực tài chính tiền tệ tại Trung Quốc trong tương lai sẽ phát sinh những thay đổi vô cùng to lớn, chủ yếu thể hiện ở 2 điểm sau:

Đầu tiên là cách thức điều chỉnh đòn bẩy trong tương lai sẽ có những điểm khác với hiện nay. Từ năm 2010 đến nay, trên thực tế tỉ trọng tài sản/GDP của PBoC ở trong trạng thái thu hẹp. Nói cách khác, từ năm 2010 trở đi, về phương diện hoạt động tiền tệ, PBoC thiên về thắt chặt tiền tệ. Song về phương diện tín dụng có thể thấy rằng tài sản của các ngân hàng thương mại Trung Quốc trong 5 năm qua đã tăng thêm đến 60%. Vì thế chính sách đưa ra là sự kết hợp giữa "tiền tệ thắt chặt" với "tín dụng mở rộng". Chính sách như vậy tất nhiên sẽ khiến cho lãi suất tại mỗi cấp tổ chức tín dụng không ngừng tăng lên. Do đó để tiến hành điều chỉnh cơ cấu kinh tế, thì khó có thể ngăn lãi suất ngừng tăng. Để giải quyết vấn đề này cần phải làm cho tài sản của PBoC tăng trở lại, còn tài sản của ngân hàng thương mại thì phải giảm xuống, lúc đó lãi suất mới thoát khỏi cảnh dẹt ngang, PBoC không cần phải mất quá nhiều công sức vẫn có thể hạ được lãi suất, đồng thời tạo nên xu hướng lãi suất giảm.

Song song với đó, trong khung điều chỉnh mới, chúng ta có thể thấy được cơ cấu tài sản của PBoC có thể sẽ phát sinh những thay đổi rõ rệt, tức là phương thức cung tiền tệ cơ bản sẽ có sự thay đổi. Trong tương lai khi nền kinh tế Trung Quốc bị suy giảm, để tiến hành điều chỉnh đòn bẩy, PBoC sẽ phải giảm đáng kể các tài sản nước ngoài của mình, và tăng tỷ lệ các tài sản trong nước.

Dự kiến về thời gian thay đổi trong điều hành chính sách vĩ mô của Trung Quốc, chúng tôi cho rằng có khả năng điều này sẽ xảy ra vào năm 2015. Nhận định này chủ yếu dựa trên một vài dấu hiệu. Đầu tiên, quá trình đi xuống của chu kỳ bất động sản có thể sẽ mất nhiều thời gian, quá trình này sẽ tiếp diễn từ 2 - 3 năm. Thứ hai, "neo" chính sách tiền tệ của PBoC âm thầm biến đổi, điểm này phù hợp với điều chỉnh chu kỳ bất động sản, có thể coi là thời điểm bất thường; điểm cuối cùng cũng là điểm quan trọng nhất chính là cân nhắc về yếu tố chính trị. Chính trị 6 tháng tới có dấu hiệu của việc sẽ ngã ngũ, điều này sẽ làm tăng khả năng phá vỡ cục diện hiện nay của nền kinh tế, nhiều lĩnh vực cải cách có thể từ đó sẽ bước vào giai đoạn tiến hành mang tính thực chất và với tốc độ nhanh hơn, trong đó kể cả những lĩnh vực cải cách

đang tiến vào “vùng nước sâu”<sup>3</sup> như cải cách thể chế thuế, cải cách doanh nghiệp nhà nước, tiền tệ... đều có hi vọng “phá băng”.

## **Kinh tế Trung Quốc: Ngắn hạn tạm ổn, trung hạn khó khăn**

Vấn đề trong ngắn hạn của kinh tế Trung Quốc thực ra rất đơn giản, đó là thoát khỏi viễn cảnh “hạ cánh cứng” (hard-landing). Logic của chính sách vĩ mô trong ngắn hạn là làm thế nào để tránh khỏi sự suy giảm đột ngột với quy mô lớn của nền kinh tế khi (chính phủ) cắt giảm sản lượng dư thừa của một loạt ngành công nghiệp cũng như khi các khoản nợ địa phương đến hồi đáo hạn - nói như cách nói chính thống thì đó là, làm thế nào để không bùng phát các rủi ro mang tính hệ thống. Nhìn từ góc độ kinh nghiệm lịch sử và logic thể chế, điểm cốt lõi nằm ở khu vực tài chính, chỉ cần giải quyết kịp thời các vấn đề về tài chính tiền tệ, tỷ lệ nền kinh tế xảy ra hạ cánh cứng là rất thấp. Thông thường, khi tốc độ suy giảm kinh tế gia tăng, nếu khu vực tài chính có đủ năng lực tái đòn bẩy, có thể chuyển luồng tín dụng sang hướng các chính sách thu lợi mang tính kết cấu, thì sẽ tạo được nguồn cung tín dụng có hiệu quả, cũng có thể trung hòa các cú shock đến từ sự suy giảm đột ngột của các ngành dư thừa (sản lượng) và các khu vực có tỷ lệ nợ cao. Nhưng khu vực tài chính tiền tệ phải làm thế nào để có đủ năng lực tiến hành tái đòn bẩy? Chúng tôi cho rằng (cách duy nhất) là chỉ có thể dựa vào việc tăng thêm tín dụng chính phủ để chuyển dịch và hấp thu đòn bẩy từ khu vực doanh nghiệp cũng như chính quyền địa phương. Cách làm này giống với cách thực hiện xảy ra sau cuộc khủng hoảng năm 2008, đòn bẩy của chính phủ Mỹ tăng cao, trong khi đòn bẩy của khu vực hộ gia đình thì giảm xuống. Nó cũng giống với tình hình Nhật Bản từ những năm 1990s đến nay khi tỉ lệ đòn bẩy của chính phủ tăng, còn tỉ lệ đòn bẩy của các doanh nghiệp phi tài chính giảm. Vì lẽ này, trong tương lai, áp lực thâm hụt tài khóa đối với chính phủ là tương đối lớn, công cụ tài chính mang tính kết cấu được đưa ra sẽ làm giảm thu nhập tài chính cấp Trung ương giảm (do giảm thuế), trong khi đó sẽ làm tăng chi tiêu chính phủ (do đầu tư vào chiết khấu tài chính và đảm bảo an sinh xã hội). Để phòng ngừa hiệu ứng lấn át tài chính (tức lãi suất tăng) xảy ra khi xuất hiện thâm hụt ngân sách, các chính sách tiền tệ bất thường như nới lỏng định lượng (QE) nảy sinh như một yêu cầu tất yếu. Điều này chính là vấn đề trong ngắn hạn của nền kinh tế Trung Quốc và logic của các giải pháp.

Thách thức thật sự của kinh tế Trung Quốc trong trung hạn là làm thế nào để tránh được bẫy thu nhập trung bình. Từ góc độ cơ cấu ngành mà nói, nếu muốn giải quyết vấn đề này bất

<sup>3</sup> “Vùng nước sâu” chỉ các lĩnh vực cải cách khó đụng tới, khó tiến hành - ND

buộc phải tìm đến một ngành nghề khác thay thế cho ngành bất động sản. Trước mắt có thể nhận thấy hai đường hướng có khả năng phát triển, một là ngành công nghiệp ô tô chạy bằng nguồn năng lượng mới, hai là mạng Internet làm thay đổi các ngành nghề truyền thống. Sản xuất ô tô chính là ngành sản xuất linh hồn của các cường quốc kinh tế đi lên từ công nghiệp chế tạo như Đức, Nhật Bản và sau này là Hàn Quốc. Ô tô là ngành công nghiệp có kỹ thuật cao, các dây chuyền công nghiệp hoàn thiện và liên quan đến nhiều ngành khác, trong hệ thống các ngành công nghiệp hiện nay vẫn chưa có ngành công nghiệp nào có thể thay thế được. Gần đây, việc giới lãnh đạo Trung Quốc rất quan tâm đến vấn đề xe ô tô chạy bằng nguồn năng lượng mới, cũng như việc Trung Quốc hợp tác với Đức trong vấn đề chế tạo xe điện đã phản ánh đầy đủ tư duy và hoạch định chiến lược trên. Nếu phát triển theo hướng này thì ngành công nghiệp ô tô thậm chí có thể hoàn toàn thay thế toàn bộ các ngành công nghiệp truyền thống dựa vào năng lượng hóa thạch (Trung Quốc và Đức đều là những nền kinh tế thiếu hụt năng lượng hóa thạch). Đây có thể là một cơ hội lịch sử (đối với Trung Quốc) để chiếm được vị trí đứng đầu của chuỗi giá trị toàn cầu.

Ngoài ra, dưới sự thâm nhập ngày càng sâu của mạng Internet, hình thức sản xuất trên thế giới đang có sự biến đổi từ B2C sang C2B, trong quá trình biến đổi này cả nội hàm và ngoại diên của ngành dịch vụ đều đạt được bước phát triển lớn. Chính Internet đã khiến cho nhu cầu thể nghiệm của con người được kích thích và bộc phát, khiến cho giá trị gia tăng của các hàng hóa và dịch vụ truyền thống có bước thay đổi đột phá, các yếu tố như vốn, nhân tài, kỹ thuật, thị trường... cũng nhờ đó mà có cơ hội để tái cơ cấu, mô hình sản xuất và kinh doanh mới cũng lần lượt ra đời (đó là quá trình ứng dụng công nghệ kỹ thuật để thay đổi lĩnh vực truyền thống). Ví dụ như bất động sản có thể trở thành ngành của các doanh nghiệp chuyên cung cấp các nền tảng tích hợp nguồn lực, xu hướng này ngày càng rõ ràng trong 5 năm qua.

Nếu như Trung Quốc có thể xây dựng thành công theo hai hướng này thì nền kinh tế Trung Quốc sẽ tránh được bẫy thu nhập trung bình. Đương nhiên là để thực hiện được mục tiêu này thì cần phải cải cách thể chế, điều này cần phải xem xét đến yếu tố “thời cơ lịch sử”. Thực tế cho thấy, mục tiêu hành động đúng đắn nhất hiện nay là giảm thiểu chi phí của doanh nghiệp Trung Quốc và chi phí đất, giảm thiểu chi phí sáp nhập của các doanh nghiệp Trung Quốc và khuyến khích nguồn vốn tư nhân đầu tư vào ngành công nghiệp dịch vụ dựa trên tri thức sáng tạo. Sự đảm bảo quan trọng nhất để có thể thực hiện được mục tiêu này chính là cải cách, mà cụ thể là thiết lập khung khổ phân bổ nguồn lực toàn thị trường (hệ thống pháp luật hiệu quả cao, khung khổ pháp lý có hiệu quả, có khả năng xóa bỏ được sự độc quyền do chính phủ nắm giữ, hệ thống lưu thông hàng hóa cùng mạng lưới phân phối chắc chắn và tổ chức đội ngũ cán

bộ trong sạch); xóa bỏ tình trạng đầu tư lãng phí, không mang lại hiệu quả của chính phủ; buộc các công ty đáng bị phá sản phải phá sản, ngoài ra cần tái cơ cấu tài sản đối với các khu vực có nợ cao, sử dụng hiệu quả và làm sống dậy các tài sản đầu tư đã có; ngân hàng cũng nên tăng cường đồng bộ dự phòng nợ xấu và vốn hóa, tính tới việc bắt đầu bán cổ phần của các doanh nghiệp nhà nước theo trình tự, hoàn thiện an sinh xã hội, giảm nợ và tỉ lệ đòn bẩy của quốc gia. Nếu như chúng ta có thể tìm chìa khóa để giải quyết ổn thỏa các vấn đề này, Trung Quốc có thể tránh được bẫy thu nhập trung bình.

# **GIỚI THIỆU DỰ ÁN BIÊN DỊCH TÀI LIỆU HỌC THUẬT VỀ KINH TẾ VÀ CHIẾN LƯỢC TRUNG QUỐC**

## **Mục đích**

*Dự án Biên dịch tài liệu học thuật về Kinh tế và Chiến lược Trung Quốc* là một dự án phi chính trị, phi thương mại và phi lợi nhuận do Chương trình Nghiên cứu Kinh tế Trung Quốc thuộc VEPR (VCES) tổ chức thực hiện nhằm mục đích cung cấp, phát triển nguồn học liệu có giá trị, cập nhật những thông tin kịp thời và có hệ thống, đồng thời cung cấp những nhận định sâu sắc về chuyên ngành nghiên cứu kinh tế và chiến lược Trung Quốc bằng tiếng Việt, góp phần thúc đẩy việc học tập, nghiên cứu các vấn đề về Trung Quốc tại Việt Nam.

## **Hoạt động chính**

Hoạt động chính của *Dự án Biên dịch tài liệu học thuật về Kinh tế và Chiến lược của Trung Quốc* là biên dịch sang tiếng Việt và xuất bản trên website của mình các tài liệu mang tính học thuật bằng tiếng Trung, tiếng Anh về các vấn đề của Trung Quốc, trong đó chủ yếu là về lĩnh vực kinh tế, chiến lược.

Nguồn tài liệu này chủ yếu là các bài báo trên các tạp san quốc tế, các chương sách, tài liệu hội thảo khoa học hoặc các tài liệu tương ứng, đã được xuất bản bởi các nhà xuất bản, các trường đại học và viện nghiên cứu có uy tín trên thế giới.

Dự án ưu tiên biên dịch và xuất bản:

- Các bài viết mang tính nền tảng đối với lĩnh vực Kinh tế và Chiến lược của Trung Quốc;
- Các bài viết có nhiều ảnh hưởng trong lĩnh vực này;
- Các bài viết liên quan trực tiếp hoặc có ảnh hưởng, hàm ý gián tiếp đến Việt Nam;
- Các bài viết được đông đảo độc giả quan tâm.

Trang chủ VEPR: [www.vepr.org.vn](http://www.vepr.org.vn)

Thông tin thêm về dự án: Đang cập nhật

Danh mục các bài đã xuất bản: Đang cập nhật

Theo dõi Dự án trên Facebook:

<https://www.facebook.com/DuAnBienDichKinhTeChienLuocTQ>

Mọi ý kiến đóng góp và trao đổi xin vui lòng gửi tới:

Ms. Nguyễn Thị Thanh Tú

Email: [vc.es@vepr.org.vn](mailto:vc.es@vepr.org.vn)

Hotline: 0906 069 196



---

## NHỮNG TÁC PHẨM DỊCH KHÁC

**TLD\_01 Quyền lực bị kìm hãm: Nguồn gốc những nghi ngờ chiến lược chung trong quan hệ Hoa Kỳ-Trung Quốc.**

**TLD\_02 Sự ảo tưởng về sức mạnh của Trung Quốc.**

---

### LIÊN HỆ

**Chương trình Nghiên cứu Kinh tế Trung Quốc thuộc VEPR (VCES)**

Viện Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách (VEPR)

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội

Địa chỉ: Phòng 707, Nhà E4  
144 Xuân Thủy, Cầu Giấy  
Hà Nội, Việt Nam

Tel: (84-4) 3 754 7506 -704/714

Fax: (84-4) 3 754 9921

Email: [nguyen.thanhtu@vepr.org.vn](mailto:nguyen.thanhtu@vepr.org.vn)

Website: [www.vepr.org.vn](http://www.vepr.org.vn)

Bản quyền © VCES 2014