



**XEM XÉT LẠI HÌNH ẢNH THỨ HAI\*\*\*\***  
**NỀN KINH TẾ THỊ TRƯỜNG**  
**CHI PHỐI BỞI NHÀ NƯỚC CỦA TRUNG QUỐC**  
**VÀ NHỮNG GIỚI HẠN ĐỐI VỚI VIỆC**  
**QUỐC TẾ HÓA ĐỒNG NHÂN DÂN TỆ**

*Miguel Otero-Iglesias và Mattias Vermeiren*

**Xem xét lại hình ảnh thứ hai\*\*\*\***

**Nền kinh tế thị trường**

**chi phối bởi nhà nước của Trung Quốc**

**và những giới hạn đối với việc**

**quốc tế hóa đồng Nhân dân tệ<sup>1</sup>**

**Miguel Otero-Iglesias<sup>2</sup> và Mattias Vermeiren<sup>3</sup>**

Biên dịch: *Lê Nguyễn Thái Sơn*<sup>4</sup>      Hiệu đính: *Bùi Hải Ly*<sup>5</sup>

*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: China's state-permeated market economy and its constraints to the internationalization of the renminbi, Special issue, *International Politics* Vol. 52, 6, 684–703 truy cập tháng 11 năm 2015, <http://link.springer.com/article/10.1057%2Fip.2015.14>

<sup>2</sup> Chuyên gia Phân tích Cao cấp về Nền kinh tế Châu Âu và các Thị trường đang phát triển tại Học viện Hoàng gia Elcano (Tây Ban Nha) và Nghiên cứu sinh Kinh tế Chính trị Quốc tế tại Học viện Á-Âu thuộc Trường Quản lý ESSCA

<sup>3</sup> Giảng viên và Nghiên cứu viên ngành Kinh tế Chính trị Quốc tế tại Khoa Khoa học Chính trị tại Đại học Ghent, Bỉ

<sup>4</sup> Cộng tác viên Chương trình Nghiên cứu Kinh tế Trung Quốc thuộc VEPR (VCES)

<sup>5</sup> Cộng tác viên Chương trình Nghiên cứu Kinh tế Trung Quốc thuộc VEPR (VCES)

## Tóm tắt

Các thể chế nội địa của nền kinh tế thị trường chi phối bởi nhà nước đã và đang đóng góp tích cực cho việc kiến thiết nên mô hình phát triển dựa trên đầu tư và xuất khẩu của Trung Quốc, điều đã đưa nước này từ một nước thu nhập thấp thành một nước thu nhập trung bình. Kể từ cuộc khủng hoảng tài chính thế giới, nhà chức trách Trung Quốc đã ngày càng chú tâm tới việc quốc tế hóa đồng Nhân dân tệ (NDT) nhằm hạn chế những rủi ro tiền tệ từ bên ngoài xuất phát từ sự phụ thuộc quá mức của nền kinh tế nước này vào đồng USD. Chúng tôi [tác giả] sẽ dùng quan điểm chủ nghĩa tư bản so sánh để lập luận rằng tham vọng quốc tế hóa tiền tệ của Trung Quốc không tương thích với các thể chế tài chính và mô hình phát triển của nền kinh tế. Thành công của quá trình quốc tế hóa đồng NDT phụ thuộc vào công cuộc cải cách thể chế sâu rộng trong nước, nhằm rà soát và điều chỉnh các định chế tài chính trọng yếu của một nền kinh tế chi phối bởi nhà nước. Dựa trên nền tảng phân tích toàn diện về sự tương hỗ giữa những tổ chức này và vai trò của chúng trong nền kinh tế và mô hình tăng trưởng của Trung Quốc, chúng tôi [tác giả] cho rằng cần phải xem xét lại tiềm lực chính trị và quyết tâm của chính phủ Trung Quốc trong việc thực hiện những cải cách này.

*Tạp chí Chính trị quốc tế* (2012) **52**, 684 – 703. doi:10.1057/ip.2015.14

**Từ khóa:** Trung Quốc; Nhân dân tệ; khủng hoảng tài chính thế giới; nền kinh tế chi phối bởi nhà nước; chủ nghĩa tư bản so sánh; quốc tế hóa

## Mở đầu

Sự vươn lên của Trung Quốc trong hệ thống tiền tệ toàn cầu có thể gây ra những ảnh hưởng gì đối với cuộc cạnh tranh tiềm tàng giữa mô hình tư bản chủ nghĩa “tập quyền” của nước này và mô hình tư bản chủ nghĩa “tự do” Anh-Mỹ mà Hoa Kỳ áp dụng? Trong bài viết này chúng tôi [tác giả] muốn giải quyết câu hỏi đó bằng cách phân tích chiến lược của Trung Quốc nhằm quốc tế hóa đồng NDT như là một cách giảm thiểu rủi ro trong hệ thống tiền tệ toàn cầu với Hoa Kỳ là trung tâm. Điểm này liên quan trực tiếp đến câu hỏi liệu nền kinh tế chi phối bởi nhà nước của Trung Quốc có tương thích với chiến lược quốc tế hóa tiền tệ của nước này hay không. Theo McNally (2015), Trung Quốc sẽ có khả năng quốc tế hóa đồng tiền của nước mình thành công bằng việc theo đuổi một hướng đi khác biệt so với lịch sử, tuân tự, dựa trên thử nghiệm, không nhất thiết phải theo hướng tự do, nhằm giữ lại khả năng kiểm soát của nhà nước đối với hệ thống tài chính. Đối lập với cách nhìn tương đối lạc quan của McNally về triển vọng trở thành đồng tiền dự trữ quốc tế của NDT, chúng tôi [tác giả] áp dụng quan điểm kinh tế chính trị so sánh nhằm lập luận rằng quốc tế hóa đồng NDT không tương thích với logic về thể chế của mô hình tư bản chủ nghĩa Trung Quốc hiện nay. Nền kinh tế chi phối bởi nhà nước của Trung Quốc được đỡ đầu bởi rất nhiều định chế kinh tế chính trị trong nước, khiến nước này khó phù hợp để trở thành nguồn phát hành của một đồng tiền dự trữ quốc tế hấp dẫn đối với hầu hết những nhà đầu tư quốc tế có tư tưởng tự do, kể cả sau ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính thế giới. Chính phủ Trung Quốc tiếp tục kiểm soát mạnh mẽ sự phân bổ nguồn vốn trong nước thông qua việc gây sức ép lên hệ thống ngân hàng, phần lớn cũng được sở hữu bởi nhà nước. Mặc dù đạt hiệu quả cao trong việc thúc đẩy các tập đoàn Trung Quốc - chủ yếu do nhà nước sở hữu đầu tư sinh lời, hệ thống kiểm soát tài chính lại có ít tác động tích cực đối với sự phát triển nở rộ của các ngân hàng có khả năng cạnh tranh và thị trường tài chính có thanh khoản tốt, những yếu tố quan trọng để NDT có thể cạnh tranh với USD và thậm chí với Euro để trở thành một tiền tệ quốc tế.

Trong trường hợp này, luận điểm của chúng tôi [tác giả] là nếu nhà chức trách Trung Quốc muốn NDT trở thành một đồng tiền dự trữ quốc tế, họ sẽ phải thực hiện những cải cách thể chế rộng lớn nhằm củng cố niềm tin của quốc tế vào sự ổn định của

hệ thống ngân hàng nội địa và tăng cường khả năng thanh khoản của các thị trường tài chính Trung Quốc. Do những cải cách tài chính này mang lại rủi ro làm suy yếu các trụ cột thể chế của nền kinh tế chi phối bởi nhà nước và hạn chế đòn bẩy kiểm soát của Đảng Cộng sản Trung Quốc (ĐCSTQ) cầm quyền, sự thành công của một chiến lược như vậy phụ thuộc vào mức độ sẵn sàng và khả năng của nhà cầm quyền Trung Quốc trong việc dịch chuyển nền kinh tế chính trị theo mô hình tư bản chủ nghĩa định hướng tự do ở mức độ lớn hơn.

Khi xét đến điều này, việc nhà cầm quyền Trung Quốc sẵn sàng theo đuổi những cải cách tài chính, điều có thể khiến họ mất sự kiểm soát đối với quá trình trung gian tài chính trong nước, và thay đổi mô hình tư bản chủ nghĩa tập quyền của họ theo thiên hướng tự do hơn, vẫn còn rất mơ hồ. Theo hướng này, chiến lược thách thức vị trí thống trị tiền tệ của Hoa Kỳ bằng việc phát triển một đồng tiền cạnh tranh với đồng USD khó có thể thành công. Nhưng như thế nào là một chiến lược thành công? Đối với Trung Quốc, một hướng đi dễ nhận thấy nhằm giảm thiểu những rủi ro tiền tệ từ bên ngoài là thúc đẩy vai trò khiêm tốn của NDT ở phạm vi khu vực – vừa có thể giữ lại các thể chế chính yếu của nền kinh tế chi phối bởi nhà nước, được cho là thích hợp hơn với mô hình tư bản chủ nghĩa của những quốc gia lân cận. Vai trò khu vực như vậy của đồng NDT hiện đang được khuyến khích bằng việc tận dụng các thị trường tài chính mở, ở nước ngoài của Hồng Kông. Tuy nhiên, kịch bản ít tham vọng hơn này cũng có nhiều vấn đề. Với thực tế hầu hết các giao dịch NDT thực hiện ngoài Hồng Kông, với khả năng cao nhất, là nhằm thu lợi chênh lệch giá hơn là mong muốn thực sự sử dụng NDT để thay thế USD trong mua bán, do vậy thật khó tưởng tượng chính phủ Trung Quốc sẽ có thể duy trì thành công bức tường ngăn cách giữa thị trường NDT trong và ngoài nước mà không làm suy yếu khung thể chế hiện tại của họ.

Bài viết này có cấu trúc như sau: trong phần kế tiếp chúng tôi [tác giả] sẽ xây dựng bộ khung lý thuyết, dựa trên các nghiên cứu về tiền tệ dự trữ quốc tế và các biến thể của chủ nghĩa tư bản, và giải thích tại sao cấu trúc thể chế của mô hình tư bản Trung Quốc không hỗ trợ việc quốc tế hóa đồng NDT. Phần tiếp theo, chúng tôi [tác giả] chỉ ra vai trò quan trọng của nhà nước trong hệ thống tài chính Trung Quốc và cách thức cấu hình thể chế này hạn chế chiều sâu tài chính, ảnh hưởng đến việc giảm điều tiết lãi suất, và

quá trình tự do hóa tài khoản vãng lai và thả nổi đồng NDT. Cuối cùng, trong phần cuối chúng tôi [tác giả] đi tìm khả năng cho một vai trò khu vực của NDT dựa trên thực tế là mô hình tư bản Trung Quốc tương thích hơn với những nước lân cận. Chúng tôi [tác giả] đi tới kết luận rằng ngay cả trong kịch bản này Trung Quốc cũng sẽ cần phải gây dựng những chính sách sẽ làm suy yếu các tổ chức hỗ trợ cho mô hình kinh tế kiểm soát bởi nhà nước.

## Tiền tệ quốc tế và các biến thể của chủ nghĩa tư bản theo từng quốc gia

Mọi xem xét đánh giá NDT như là một tiền tệ quốc tế nên tập trung vào ba yếu tố quan trọng nhất hình thành nên vị thế của một đồng tiền quốc tế đã được chỉ ra trong các nghiên cứu về việc quốc tế hóa tiền tệ (để hiểu nội dung khái quát, tìm đọc Helleiner, 2008; hoặc Chey, 2012). Đầu tiên, khả năng một loại tiền tệ gia tăng vai trò quốc tế sẽ cao hơn khi người nước ngoài có niềm tin vào sự ổn định của đồng tiền đó và nền kinh tế cũng như hệ thống chính trị của quốc gia phát hành. Thứ hai, vị thế tiền tệ quốc tế yêu cầu sự tồn tại các thị trường tài chính mở, được phát triển tốt, có thể cung cấp cơ hội đầu tư đầy đủ dưới dạng chứng khoán với tính thanh khoản và thương mại cao. Thứ ba, mức độ rộng lớn về mạng lưới giao dịch trong nền kinh tế thế giới của quốc gia phát hành cũng quyết định vị thế quốc tế mà đồng tiền quốc gia đó đạt được: mạng lưới càng rộng lớn, khả năng người nước ngoài sẽ sử dụng đồng tiền của nước đó trong các hoạt động thương mại và đầu tư quốc tế, hoặc như một mỏ neo tiền tệ càng cao. Các nghiên cứu Kinh tế Chính trị Quốc tế đã phân tích một cách chính xác rằng những yếu tố này có thể bị ảnh hưởng bởi các chính sách của nhà nước, mở ra không gian cho chính phủ Trung Quốc thực hiện quốc tế hóa đồng NDT bằng việc theo đuổi các chính sách, ảnh hưởng tích cực đến sức hấp dẫn thị trường của đồng NDT đối với các tác nhân tổ công và tư ở nước ngoài (xem ví dụ trong các nghiên cứu của Helleiner, 2008; Helleiner và Malkin, 2012). Tuy nhiên, theo góc nhìn kinh tế chính trị so sánh, những tác nhân chính trị như vậy bị giới hạn bởi sự phụ thuộc đường lối vào các thể chế nội địa đang tồn tại, của một loạt mô hình tư bản chủ nghĩa, khác nhau cho từng quốc gia. Chúng tôi [tác giả] sẽ mô tả chiến lược quốc tế hóa tiền tệ của Trung Quốc với nhiều hoài nghi hơn so với phân tích mà McNally (2015) đưa ra thông qua góc nhìn tư bản chủ nghĩa so sánh, hướng sự quan tâm về phía cách thức mà các thể chế kinh tế chính trị chính yếu của một nền kinh tế chi phối bởi nhà nước đã bổ sung cho nhau, nhằm xây dựng một mô hình phát triển riêng biệt của Trung Quốc, nơi mà các lợi ích đặc quyền và các phe phái trong ĐCS TQ tìm thấy nguồn lợi to lớn.

Cách tiếp cận tư bản chủ nghĩa so sánh, như góc nhìn “hình ảnh thứ hai”<sup>1</sup>, sẽ hữu ích hơn là cách tiếp cận theo các nhóm lợi ích trong nước. Trong khi Helleiner và Malkin (2012), với cách tiếp cận theo nhóm lợi ích ngành trong nước, cung cấp nhiều hiểu biết sâu sắc về cách thức mà chính sách tiền tệ quốc tế của Trung Quốc có thể bị tác động bởi quá trình vận động hành lang của các ngành kinh tế, cách tiếp cận này chỉ đưa ra một cái nhìn tổng quát về việc mà các ngành khác nhau thu lợi hoặc thiệt hại từ quá trình quốc tế hóa đồng NDT. Kết quả là, cách tiếp cận theo ngành không thể giải thích vì sao chính phủ Trung Quốc sẵn sàng chấp nhận các thiệt hại có thể xảy ra cho một số nhóm ngành trong nền kinh tế chính trị, để tiếp tục tiến trình quốc tế hóa đồng NDT. Zimmermann (2010, tr.104) đã đúng khi chỉ ra rằng, “những lập luận tập trung vào các nhóm lợi ích sẽ khó có thể giải thích tại sao một số nhóm nên chi phối tiến trình ra quyết định trong khi các nhóm khác với tiếng nói tương đương lại chỉ có thực quyền hạn chế”. Cách tiếp cận tư bản chủ nghĩa so sánh giải quyết thiếu sót này bằng cách chỉ ra cách thức các thể chế trong nước vừa định hình mối quan tâm cũng như lợi ích của những ngành kinh tế khác nhau và kết hợp tất cả vào kết quả chính sách: các thể chế kinh tế chính trị trong nước khác nhau tạo nên những hệ thống sản xuất quốc gia khác nhau, trong đó lợi ích và tầm ảnh hưởng được xác định bởi vai trò cụ thể của từng ngành trong hệ thống (Hall và Soskice, 2001; Amable, 2003; Zimmermann, 2010). Từ góc nhìn này, vị thế độc tôn của Hoa Kỳ về tiền tệ là kết quả tích hợp một hệ thống tài chính có khả năng sáng tạo và mức độ thanh khoản cao vào chiến lược tăng trưởng cụ thể, đặt trọng tâm cải thiện khả năng tiếp cận nguồn tín dụng quốc tế giá rẻ của một người dân Mỹ trung bình. Vai trò quốc tế của đồng USD tạo thuận lợi cho sự kết hợp chiến lược tăng trưởng này vào nền kinh tế Hoa Kỳ, cùng lúc đó tạo ra những lợi ích to lớn cho ngành tài chính của nước này (Schwartz, 2009).

---

<sup>1</sup> Hình ảnh thứ hai: Lý thuyết được phát triển bởi Kenneth Waltz (1924-2013) thường được áp dụng khi nghiên cứu hành vi chính sách kinh tế đối ngoại của các quốc gia, phân chia thành ba cấp độ tương ứng với “ba hình ảnh”. Hình ảnh “đầu tiên” (the first image) của Waltz, *cấp độ cá nhân*, cho rằng các hoạch định chính sách phụ thuộc vào bản tính những người nắm quyền, như Napoleon hay Saddam Hussein, hay bởi bản tính con người nói chung. Hình ảnh “thứ hai” (the second image), *cấp độ phân tích đơn vị*, tập trung vào cơ sở chính trị và thể chế trong nước tác động lên các ưu tiên chính sách kinh tế ở nước ngoài. Hình ảnh “thứ ba” (the third image), *cấp độ hệ thống* tập trung vào các nước có chủ quyền vốn được coi là các chủ thể duy lý và đơn nhất, là đơn vị cơ bản của nghiên cứu, tập trung vào các hạn chế và động cơ thúc đẩy hành vi của chính phủ, vốn xuất phát từ cấu trúc rộng hơn trong mối quan hệ giữa các nước (Người Hiệu đính – H.đ).



Do vậy, vấn đề trọng tâm từ góc nhìn chủ nghĩa tư bản so sánh là liệu những điều kiện và hệ quả của một đồng tiền dự trữ quốc tế có tương thích với logic thể chế trong nước của mô hình tư bản chủ nghĩa, khi quốc gia này tham vọng thúc đẩy đồng tiền của mình. Chúng tôi [tác giả] cho rằng chính sách tiền tệ quốc tế của Trung Quốc bị nhiều kìm hãm bởi sự hiện diện của các thể chế tài chính nội địa đã từng thúc đẩy chiến lược phát triển dựa trên đầu tư và xuất khẩu của chính phủ, mang lại đặc quyền lớn cho các ngân hàng thương mại nhà nước (NHTMNN) và các tập đoàn nhà nước (TĐNN), nhưng không thích hợp cho quá trình quốc tế hóa đồng NDT. Như một điển hình cho nền kinh tế chi phối bởi nhà nước, khu vực công của Trung Quốc tiếp tục đóng vai trò chủ đạo trong nền kinh tế chính trị của nước này: một trong những đặc điểm chính của mô hình tư bản chủ nghĩa Trung Quốc là sự tồn tại song song của một khu vực công lớn mạnh bao gồm chủ yếu các TĐNN lớn và một khu vực tư nhân năng động hình thành bởi các doanh nghiệp vừa và nhỏ (Nolke, 2015). Trong những thập kỷ vừa qua, Trung Quốc đã chuyển đổi từ một nền kinh tế kế hoạch hóa tập trung thành một “hệ thống kinh tế tư bản chủ nghĩa nhà nước, với các TĐNN chi phối những ngành trọng yếu và một khu vực tư nhân đang lớn mạnh, nhưng vẫn giữ quan hệ thân cận với nhà nước” (Breslin, 2010, p.3). Cấu trúc thể chế nền kinh tế chính trị của Trung Quốc do vậy là “một thực thể song hành – kết hợp giữa sự phát triển dựa trên chỉ đạo của nhà nước từ trên xuống và quá trình tích lũy vốn tư nhân của các doanh nghiệp từ dưới lên” (McNally, 2012, p. 744; xem thêm trong McNally, 2015). Một thực tế đặc biệt thú vị là khu vực TĐNN của Trung Quốc có xu hướng chuyên môn hóa vào quá trình công nghiệp hóa theo hướng tăng cường thâm dụng vốn và thay thế nhập khẩu, trong khi đó khu vực tư nhân đi theo chiến lược định hướng xuất khẩu (Baek, 2005, tr. 494; Zhou, 2008).

Hệ thống tài chính và chế độ chính sách tiền tệ khác biệt của Trung Quốc là yếu tố then chốt trong mô hình tăng trưởng của nước này. Chính phủ Trung Quốc đã tạo sức ép lên hệ thống ngân hàng nhà nước, nhằm khuyến khích việc cung cấp vốn cho khu vực TĐNN: nhà nước cố định lãi suất tiền gửi tiết kiệm ở mức rất thấp nhằm trợ giá hoạt động cho vay của ngân hàng đối khu vực tập đoàn. Các ngân hàng sở hữu bởi nhà nước, đặc biệt là “Bộ Tứ” NHTMNN - thường ưu ái các khoản vay cho khu vực công (Firth và đồng nghiệp, 2009; Poncet và đồng nghiệp, 2010). Do vậy, chính sách kiểm soát tài chính nói

trên làm giảm đáng kể chi phí gọi vốn của các khoản đầu tư chi phí cố định của TĐNN. Như một tác dụng phụ tiêu cực, chính sách này làm giảm sút tiêu dùng nội địa, do người dân hầu như không có lựa chọn nào tốt hơn ngoài việc chuyển các khoản tiết kiệm của mình vào những tài khoản tiền gửi có lãi suất thấp tại các ngân hàng trong nước (Rajan, 2006; Pettis, 2009). Hơn nữa, chế độ chính sách tiền tệ của Trung Quốc làm gia tăng khả năng cạnh tranh của các ngành sản xuất định hướng xuất khẩu và các ngành cạnh tranh hàng nhập khẩu, thông qua tích lũy ngoại tệ: Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (NHNDTQ) can thiệp mạnh mẽ vào thị trường ngoại hối để ngăn cản sự lên giá của đồng NDT, điều thường xảy ra khi cán cân thương mại và thị trường vốn thặng dư (Lardy và Goldstein, 2008). Nhằm ngăn chặn lượng cung tiền nội địa gia tăng gây ra lạm phát, NHNDTQ cũng phải sử dụng nghiệp vụ “thanh trùng” (sterilize) hoạt động tích lũy ngoại hối, thông qua bán trái phiếu NHNDTQ hoặc nâng tỷ lệ dự trữ bắt buộc của các ngân hàng. Trong bối cảnh NHNDTQ muốn giữ quyền tự trị trong việc đặt các mức lãi suất trong nước khác biệt với các thị trường tài chính khác trên thế giới, sự dịch chuyển vốn xuyên quốc gia phải được điều tiết thông qua các chính sách kiểm soát thị trường vốn (Dierckx, 2015).

Hệ thống quản trị doanh nghiệp, hệ thống tài chính và chính sách tỷ giá của Trung Quốc có sự bổ sung chặt chẽ về mặt thể chế trong mô hình phát triển dựa vào đầu tư và xuất khẩu của nước này (Breslin, 2014). Đầu tiên, mức trần lãi suất tiền gửi thấp làm giảm sự cạnh tranh giữa các ngân hàng theo cách thức cho phép các ngân hàng thực hiện những khoản cho vay dài hạn hơn với lãi suất ưu đãi hơn cho các TĐNN, nhờ đó giảm bớt gánh nặng ngân sách cho các tập đoàn này trong mỗi quyết định đầu tư. Nếu các TĐNN không tiếp cận được nguồn tín dụng do nhà nước hỗ trợ, rất nhiều tập đoàn sẽ không thể có lợi nhuận hoặc thậm chí thua lỗ với mức độ lớn hơn (Ferri và Liu, 2010; Shih, 2011). Thứ hai, chính sách tích lũy ngoại hối của NHNDTQ hạn chế sự lên giá quá mức của đồng NDT, qua đó củng cố thêm sức cạnh tranh của các doanh nghiệp định hướng xuất khẩu và các doanh nghiệp cạnh tranh với hàng nhập khẩu, giúp cho chính phủ Trung Quốc giảm nhẹ vấn đề dư thừa năng lực sản xuất, điều liên tục tác động xấu tới kết quả mô hình phát triển dựa vào đầu tư của nước này. Do đầu tư của doanh nghiệp có xu hướng tăng trưởng nhanh hơn tiêu dùng của người dân, Trung Quốc chỉ có thể tận

dụng đầy đủ năng lực sản xuất và duy trì được tốc độ tăng trưởng cao bằng việc khuyến khích các doanh nghiệp xuất khẩu mở rộng thị trường ở nước ngoài và/hoặc chuyển nguồn cung ứng hàng hóa trung gian cho sản phẩm xuất khẩu từ nước ngoài sang các nguồn cung ứng rẻ hơn trong nước (McKay và Song, 2010; Knight và Wang, 2011; Akyuz, 2012). Kiểm soát tài chính là yếu tố cuối cùng, có vai trò làm giảm thiểu “chi phí cho hành động can thiệp tỷ giá” (sterialization cost) của NHNDTQ: vì chênh lệch lãi suất được bảo hộ để duy trì nhằm đảm bảo lợi nhuận cho các ngân hàng Trung Quốc, trong hành động can thiệp tỷ giá, các ngân hàng này có thể bắt buộc phải tiếp nhận những tài sản với mức sinh lời thấp từ NHNDTQ trong bảng cân đối kế toán của mình (Lardy và Douglass, 2011; Zhang, 2012).

Vai trò quan trọng trung tâm của những thể chế tài chính trong nước đối với mô hình phát triển của Trung Quốc sẽ khiến chính phủ nước này khó khăn khi theo đuổi các cải cách kinh tế và tài chính cần thiết, nhằm đưa NDT trở thành đồng tiền dự trữ quốc tế. Vấn đề lớn nhất là một tiền tệ như vậy cần những thị trường tài chính mở, cung cấp các loại chứng khoán có tính thanh khoản cao ở nước ngoài, trao đổi mua bán được thực hiện với chi phí giao dịch tối thiểu, trong khung pháp lý rõ ràng và minh bạch. Hơn nữa, như Walter (2006) lập luận, vị trí lãnh đạo về tiền tệ yêu cầu một cam kết mạnh mẽ trong chính sách tiền tệ nhằm kiểm soát lạm phát ở mức thấp, được gắn chắc chắn vào các thể chế trong nước, bao gồm việc “trao quyền thực hiện các chính sách tiền tệ cho một ngân hàng trung ương độc lập hoặc có sự ủng hộ áp đảo của cử tri đối với các chính sách tiền tệ bảo thủ (tr.57). Chúng tôi [tác giả] sẽ phân tích kỹ trong phần sau rằng để quốc tế hóa tiền tệ thành công, hai điều kiện ban đầu về mặt thể chế này tương phản với logic thể chế trong nước thuộc mô hình phát triển của Trung Quốc - đặc biệt với tầm quan trọng của việc kiểm soát tài chính – cũng như lợi ích của các nhóm đa số trong nội bộ Đảng Cộng sản. Bên cạnh việc thúc đẩy mô hình tăng trưởng của Trung Quốc, các thể chế tài chính trong nước còn phản ánh “trạng thái cân bằng kinh tế chính trị” (Amable, 2003), biểu hiện của quyền lực tương đối giữa các nhóm khác nhau. Do vậy, mức độ quốc tế hóa của đồng NDT sẽ phụ thuộc vào hai yếu tố: năng lực chính trị và quyết tâm của nhà cầm quyền Trung Quốc trong việc vượt qua lực cản đến từ các nhóm này, bằng những cuộc cải cách tài chính trong nước nhằm tăng tính hấp dẫn của NDT trên thế giới.

Được nhìn nhận rộng rãi, các bên thụ hưởng chính của mô hình tăng trưởng hiện tại bao gồm các TĐNN lớn và Ủy ban Quản lý và Giám sát Tài sản Nhà nước (SASAC) trực thuộc Hội đồng Nhà nước (viết tắt là UBGSQTLTSNN, có vai trò quản lý các TĐNN). Cả hai nhóm này đều có được tầm ảnh hưởng và các nguồn lực từ vị trí chi phối liên tục trong khu vực công của nền kinh tế chính trị Trung Quốc. Các cơ quan có quyền lực trong Hội đồng Nhà nước, có thể kể đến như Ủy ban Phát triển và Cải cách Quốc gia, Bộ Tài chính và các chính quyền địa phương cũng được hưởng lợi từ mô hình phát triển hiện nay và các thể chế tài chính của nó, “đạt được một loạt các mục tiêu, đặc biệt là khả năng giảm tối thiểu thâm hụt ngân sách trung ương, bơm những nguồn vốn lớn vào các dự án cơ sở hạ tầng và các TĐNN được ưu ái bởi thành viên trong Bộ Chính trị, và duy trì khả năng trả nợ ngắn hạn của hệ thống ngân hàng trong các pha đi xuống của chu kỳ kinh tế” (Shih, 2011, tr 438; Gruin, 2013). Vẫn gây nhiều tranh cãi, bên thua thiệt chính của mô hình hiện tại và những thể chế tài chính đi kèm là NHNDTQ, người gửi tiền và các doanh nghiệp vừa và nhỏ ở Trung Quốc. Đặc biệt NHNDTQ đã và đang phản đối công khai mô hình tăng trưởng hiện nay và tán thành nhiệt liệt các chính sách cải cách tài chính trong nước, như bãi bỏ kiểm soát lãi suất và tự do hóa thị trường vốn. Mặc dù theo luật, NHNDTQ là một ngân hàng trung ương độc lập, các chính sách tiền tệ của ngân hàng này bị hạn chế lớn do sự can thiệp thường xuyên của Hội đồng Nhà nước và các bộ ngành khác. Cải cách tài chính trong nước – và bước tiến hướng đến một tài khoản vốn cởi mở hơn cũng như cơ chế tỷ giá hối đoái linh động - sẽ giúp NHNDTQ đạt được mức độ tự chủ lớn hơn trong việc thực hiện chính sách tiền tệ mà không bị các ban ngành khác can thiệp.

Vì vậy, cần phải nhấn mạnh rằng Trung Quốc không phải là một thực thể nguyên khối với mục tiêu tiền tệ đơn nhất (Steinberg, 2014). Lập luận cho rằng cải cách thể chế cần có để quốc tế hóa đồng NDT sẽ làm suy yếu mô hình phát triển hiện tại, không có nghĩa là chính phủ Trung Quốc sẽ không bao giờ thực hiện những cải cách đó. Phương pháp tiếp cận tư bản chủ nghĩa so sánh có một nhược điểm tiềm ẩn là tập trung quá mức vào trạng thái tĩnh của một mô hình, mà không xét đến những thay đổi thể chế trong các mô hình tư bản chủ nghĩa cụ thể: “Các chủ thể thường xuyên đánh giá lại tính hữu ích của thể chế, kiểm tra các giới hạn hiện có và liên tục thử nghiệm, ngay cả trong các giai

đoạn tương đối ổn định về thể chế. Khi các thể chế hiện tại không còn thỏa mãn các lợi ích xác định của chủ thể, họ sẽ tìm cách thay đổi nó” (Deeg và Jackson, 2007, tr.159). Mặc dù những thay đổi từng bước về thể chế dựa trên thử nghiệm là hoàn toàn khả thi, như McNally đã phác thảo trong chuyên đề này, phải thừa nhận rằng sẽ cần một khoảng thời gian rất dài để một thay đổi lớn về cấu trúc có thể diễn ra trong bối cảnh của Trung Quốc<sup>1</sup>. Trong nền kinh tế chi phối bởi nhà nước của Trung Quốc, thay đổi thể chế sẽ là kết quả của cuộc đấu tranh giữa các nhóm theo hướng “bảo thủ” và “tự do” nhằm kiểm soát quá trình hoạch định chính sách trong nước. Chúng tôi [tác giả] tin rằng nhóm bảo thủ có thể sẽ duy trì vị thế áp đảo của mình về một số vấn đề trọng yếu trong các chính sách tài chính, tuy nhiên nhóm tự do có thể gia tăng sức ảnh hưởng nếu có một nhu cầu cấp bách cho những điều chỉnh thể chế sâu rộng đối với mô hình phát triển hiện tại, để giải quyết những hạn chế của nó. Vì thế, các thách thức của nền kinh tế do nhà nước chi phối và mô hình tăng trưởng không cân bằng của Trung Quốc sẽ phụ thuộc vào mức độ sẵn sàng và khả năng của chính phủ Trung Quốc trong việc theo đuổi các cải cách trong nước, cũng là điều thúc đẩy vai trò quốc tế của đồng NDT, sẽ giải quyết các thách thức của nền kinh tế do nhà nước chi phối và mô hình tăng trưởng không cân bằng của Trung Quốc.

## **Cải cách hệ thống tài chính và thách thức đối với mô hình tăng trưởng Trung Quốc**

Một trong những yếu tố quan trọng nhất của một đồng tiền dự trữ quốc tế là được hỗ trợ bởi các thị trường tài chính mở, có tính thanh khoản và phát triển ở mức độ cao. Xét trên khía cạnh này, sự kém phát triển của hệ thống tài chính trong nước được nhìn nhận rộng rãi là cản trở chính đối với tham vọng quốc tế hóa tiền tệ của Trung Quốc (Eichengreen, 2011; Prasad và Ye, 2012). Có thể nhận thấy mối liên hệ giữa sự kém phát triển và thiếu tính thanh khoản của các thị trường chứng khoán Trung Quốc và sự chi phối của các ngân hàng do nhà nước sở hữu hoặc kiểm soát trong hệ thống trung gian tài chính, giữa các hộ gia đình và tập đoàn Trung Quốc: theo truyền thống, ngân hàng chiếm hơn 75% trong tổng nguồn tài chính bên ngoài cho khu vực phi tài chính. Vì thế, tổng giá trị các loại chứng khoán ở Trung Quốc chỉ chiếm 22% trong tổng giá trị tài sản tài chính, so với 82%

tại Hoa Kỳ, 71% tại Anh, 62% tại Nhật và 75% tại Hàn Quốc (theo Ủy ban Quản lý Chứng khoán Trung Quốc, 2008). Việc tiếp cận thị trường chứng khoán Trung Quốc vẫn bị điều tiết và kiểm soát chặt chẽ bởi nhà nước; các thị trường này phần lớn đóng vai trò là nguồn tài chính bổ sung cho khu vực công (Allen và Shen, 2012; Walter và Howie, 2011). Khoảng 70 tới 80% các doanh nghiệp được niêm yết trên sàn chứng khoán Thượng Hải là TĐNN (Chen *et al*, 2009). Mặc dù tổng vốn hóa thị trường của Sàn Giao dịch Chứng khoán Thượng Hải và Thâm Quyển đạt 2.88 nghìn tỉ USD – khoảng 25% giá trị vốn hóa của Sàn Giao dịch Chứng khoán New York (NYSE) – tới tận cuối tháng 6/2010, khoảng 2/3 số lượng chứng khoán hạng A của Trung Quốc chưa được chào bán ra công chúng. Vì thị trường giao dịch ở Thượng Hải và Thâm Quyển khá mỏng với mức độ tập trung cao, hạn chế đáng kể những cơ hội đầu tư khác của các nhà đầu tư trong nước, vì vậy “hoàn toàn có cơ sở để cho rằng giá cả phản ánh trên các thị trường của đại lục không phải là một chỉ báo tốt cho giá trị cơ bản của cổ phiếu hoặc công ty được niêm yết trên sàn (Bell và Feng, 2009; Allen và Shen, 2011, tr.10).

Thị trường trái phiếu Trung Quốc cũng còn kém phát triển và bị chi phối bởi nhà nước. Quy mô và mức độ thanh khoản của thị trường chứng khoán nợ tụt hậu xa so với các nền kinh tế hiện có đồng tiền làm dự trữ quốc tế: giá trị của thị trường trái phiếu chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp lần lượt là 2.39 nghìn tỉ đô và 0.62 nghìn tỉ đô - so với 8.85 nghìn tỉ đô và 7.52 nghìn tỉ đô tại Mỹ (Prasad và Ye, 2012, tr. 19). Sự non trẻ của thị trường trái phiếu Trung Quốc còn được thể hiện thông qua tỷ lệ giá trị thị trường so với GDP: tại thời điểm cuối năm 2006, tỷ lệ này ở Trung Quốc chỉ đạt 35.3%, ở Nhật Bản là 201%, ở Mỹ là 188.5%; ở Anh là 140.5%, ở Hàn Quốc là 125.1% và ở Đức là 69% (CSRC, 2008, tr. 245). Khu vực công vẫn có vị trí chi phối áp đảo đối với thị trường trái phiếu Trung Quốc. Thời điểm cuối tháng 6/2011, các định chế nhà nước - trong đó nổi bật là Kho bạc và NHNDTQ - chiếm 77% thị trường trái phiếu trao đổi bằng tiền tệ trong nước của Trung Quốc. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp cũng bị chi phối bởi khu vực TĐNN: trong 30 doanh nghiệp niêm yết hiện đứng đầu thị trường, chiếm 60% tổng lượng trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường, có tới 23 doanh nghiệp thuộc sở hữu của nhà nước (Ngân hàng Phát triển Châu Á, 2013). Hơn nữa, phần lớn số trái phiếu này – như trái phiếu của NHNDTQ - không thể giao dịch tại các thị trường thứ cấp, nhưng vẫn

nằm trong bảng cân đối tài sản của các ngân hàng Trung Quốc. Kết quả là, giao dịch trái phiếu ở Trung Quốc có phần ảm đạm, thay vì là một hoạt động tài chính quan trọng nhất thúc đẩy vị thế quốc tế của đồng NDT (Fungacova và Korhonen, 2011, tr.22).

Quá trình cải cách tài chính trong nước bắt đầu từ năm 1978 đã tạo mọi nền tảng thể chế chính thức của một hệ thống tài chính hiện đại, mặc dù “có thể thấy rõ, hệ thống tài chính Trung Quốc còn cách rất xa mới có thể hoạt động đúng theo các nguyên tắc thị trường cạnh tranh, định hướng thương mại” (Gruin, 2013, tr.5; Nolke, 2015). Sự chi phối của khu vực công trong hệ thống trung gian tài chính trong nước, thông qua các ngân hàng và thị trường vốn, khiến cho việc phân bổ vốn và tín dụng trong nền kinh tế Trung Quốc nhìn chung bị cho là kém hiệu quả, xét theo tỉ suất sinh lời của các khoản đầu tư được cấp vốn (Dollar và Wei, 2007; Ding và Knight, 2008). Những khoản đầu tư kém hiệu quả và phung phí vốn của các TĐNN đặt gánh nặng lên hệ thống tín dụng – đặc biệt là “Bộ tứ” NHTMNN – với tỷ lệ nợ xấu khá cao trong bảng cân đối kế toán, vào năm 2003, tổng nợ xấu ước tính chính thức là 2.4 nghìn tỉ NDT (tương đương 290 tỉ USD), hay chiếm 23% tổng dư nợ, và không chính thức là 3.5 nghìn tỉ NDT (Lu *et al*, 2005).

Sự kém hiệu quả của hệ thống ngân hàng nội địa Trung Quốc làm hé lộ một mâu thuẫn mang tính cốt lõi về thể chế của mô hình tư bản nhà nước, hạn chế tiềm năng trở thành đồng tiền dự trữ quốc tế của NDT. Chính sách kiểm soát tài chính hệ thống ngân hàng phản ánh sự đánh đổi giữa hiệu quả “phân phối” và hiệu quả “năng suất” trong thể chế: chính phủ Trung Quốc coi trọng tăng trưởng tín dụng nhằm thúc đẩy đầu tư hiệu quả trong nền kinh tế thực, đánh đổi bằng việc tạo ra một hệ thống ngân hàng ít hiệu quả hơn trong phân phối khi xét đến việc tối đa hóa lợi nhuận thương mại (Lo *et all*, 2011; Ju và Lo, 2013). Sự ưu tiên của các nhà lãnh đạo Trung Quốc cho hiệu quả năng suất thay vì hiệu quả phân phối nhất quán với những chỉ trích của Trung Quốc đối với mô hình điều tiết tài chính ít can thiệp của Anh Mỹ, điều Trung Quốc cho là nguyên nhân dẫn tới sự tách rời quá mức giữa hệ thống tài chính với nền kinh tế thực, năng suất, và sự hình thành bong bóng đầu cơ tài sản có mức độ thao túng cao. Tuy nhiên, trong mắt các nhà đầu tư quốc tế có tư tưởng tự do, việc nước này ủng hộ mô hình điều tiết tài chính, buộc các ngân hàng phải phục vụ cho nền kinh tế sản xuất, sẽ làm giảm hiệu quả phân phối - điều kiện cho quá trình quốc tế hóa đồng NDT một cách thật sự.

Sự thiếu vắng các thị trường chứng khoán có độ thanh khoản cao phản ánh sự ưu tiên mang tính thể chế của các chính khách Trung Quốc đối với tín dụng ngân hàng như là cơ chế trung gian tài chính trọng yếu: xét về khía cạnh phân phối vốn cũng như sức kiểm soát các hệ quả của một vụ phá sản, các khoản vay ngân hàng dễ bị chi phối bởi giới quan chức chính phủ hơn là vay vốn thông qua thị trường trái phiếu và chứng khoán (Allen và Shen, 2011; Lo và đồng nghiệp, 2011). Khi vai trò phân phối vốn và tín dụng của thị trường chứng khoán và trái phiếu, và sở hữu nước ngoài, tăng lên, không những khả năng kiểm soát của chính phủ đối với nền kinh tế nội địa sẽ giảm sút, mà các TĐNN cũng bắt buộc phải tìm cách đáp ứng kì vọng lợi nhuận ngắn hạn của các nhà đầu tư trong và ngoài nước, khi ra các quyết định đầu tư dài hạn. Chính sách kiểm soát tài chính cũng có tác dụng ngăn chặn sự thiếu hiệu quả trong điều tiết vốn của hệ thống ngân hàng không bị tích tụ, dẫn đến tình trạng vỡ nợ của cả hệ thống. Có thể nhận thấy rõ, người dân Trung Quốc phải gánh chịu chính cho các chi phí do đầu tư quá mức, họ bị “đánh thuế” bằng hình thức buộc phải gửi tiết kiệm vào các tài khoản tiền gửi ngân hàng với lãi suất rất thấp (Petit, 2009; Lardy và Douglass, 2011). Ngoài việc hỗ trợ lợi nhuận và khả năng hấp thu nợ xấu của các ngân hàng, chính sách kiểm soát tài chính còn yêu cầu dòng vốn đầu tư ra nước ngoài phải được kiểm soát chặt chẽ, ngăn chặn việc người dân Trung Quốc chuyển các khoản tiền tiết kiệm sang những tổ chức tài chính có lợi tức cao hơn ở nước ngoài.

Phản ứng của chính phủ Trung Quốc trước cuộc khủng hoảng tài chính thế giới cho thấy họ sẽ không dễ dàng từ bỏ quyền kiểm soát phân bổ tín dụng trong nước như một công cụ ỏn kinh tế vĩ mô (Breslin, 2014). Chương trình kích cầu đầu tư được thúc đẩy bởi hệ thống ngân hàng nhà nước, làm gia tăng mạnh mẽ hoạt động cho vay trong giai đoạn 2009 – 2011, đã ngăn chặn các hệ lụy tàn phá lên nền kinh tế Trung Quốc khi cầu ngoài nước sụt mạnh. Tín dụng trong giai đoạn này nhảy vọt lên đến 29% GDP và ở mức 20% trong năm 2010 - tăng từ mức 13-14% trong năm trước đó - với các TĐNN là bên hưởng đặc quyền về dòng tiền và các phê duyệt dự án từ chính phủ (Naughton, 2011). Xét đến vai trò thiết yếu của một hệ thống ngân hàng bị chi phối trong việc phản ứng nhanh với các chu kỳ đi xuống của nền kinh tế, thông qua việc cung cấp vốn cho những ngành được ưu tiên, việc chính phủ Trung Quốc, chỉ vì sự thành công của quá trình quốc



tế hóa đồng NDT, mà sẵn sàng từ bỏ sự kiểm soát và thẩm quyền của nhà nước đối với đòn bẩy vốn đang còn là điều mơ hồ.

Cùng lúc đó, gói kích thích dựa trên vay nợ đã gây ra lo ngại ngày càng lớn cho các nhà hoạch định chính sách và các nhà kinh tế Trung Quốc về tính bền vững của mô hình tăng trưởng dựa trên đầu tư. Một mối lo ngại chính là liệu gói kích thích, khi tập trung chủ yếu vào đầu tư cơ sở hạ tầng, sẽ khiến sự mất cân bằng nội tại trở nên trầm trọng hơn: trong khi tỉ trọng tiêu dùng trong GDP của Trung Quốc đã giảm dần xuống 35% trong thập kỷ vừa qua, tỉ trọng đầu tư gần như đạt tới 50% đến hết năm 2013.<sup>2</sup> Một sự gia tăng bất thường của tình trạng mất cân bằng nội tại như thế không thể được duy trì, nó phản ánh thực trạng các khoản đầu tư ngày càng lãng phí: IMF ước tính tỷ lệ sử dụng năng lực sản xuất (capacity utilization rate) của Trung Quốc đã giảm từ mức gần 80%, trước khủng hoảng tài chính toàn cầu, tới mức gần 60%, kết quả của gói kích thích đầu tư lớn (IMF, 2012). Một mối lo ngại liên quan là mô hình tăng trưởng của Trung Quốc và chính sách kiểm soát tài chính đã kích thích sự mở rộng tín dụng tăng tốc một cách nguy hiểm. Tỷ lệ của tổng tín dụng so với GDP theo sau gói kích thích đầu tư tăng từ khoảng 147% năm 2008 tới hơn 250% năm 2014, phần nhiều là của các định chế tài chính phi ngân hàng. Sự gia hạn tín dụng trong “hệ thống ngân hàng ngầm” đã và đang tăng ở mức 34% một năm kể từ cuối năm 2010 (Li, 2013). Sự lên ngôi của tín dụng ngân hàng ngầm được thúc đẩy bởi việc phát hành các sản phẩm quản lý tài sản (WMP) của những ngân hàng thông thường, với lượng WMPs tồn đọng đã tăng từ 1 nghìn tỉ NDT vào năm 2008, đã đạt tới 7.1 nghìn tỉ NDT vào năm 2012 (Borst, 2013). Phần lớn số vốn huy động được từ các sản phẩm tài chính phi ngân hàng được chuyển vào các phương tiện tài chính của chính quyền địa phương (LGFV), có vai trò cung cấp vốn cho các dự án cơ sở hạ tầng và bất động sản. Vì các LGFV thường sử dụng đất đai làm tài sản thế chấp để gọi vốn cho những dự án đầu tư, khả năng trả nợ của nhiều chính quyền địa phương ngày càng trở nên phụ thuộc vào một thị trường bất động sản kém ổn định và được định giá quá mức (Goodstadt, 2012).

Chính phủ Trung Quốc đã thể hiện sự quan tâm hơn đối với các vấn đề gắn liền với mô hình tăng trưởng: đó là tình trạng mất cân bằng nội tại của nền kinh tế và sự dễ đổ vỡ của thị trường tài chính trong nước. Kế hoạch tổng thể 5 năm lần thứ 12 (2011-

2015) của Trung Quốc đã đặt mục tiêu chủ yếu là tái cân bằng tăng trưởng, chuyển hướng từ chú trọng đầu tư và xuất khẩu sang tiêu dùng tư nhân của các hộ gia đình. Trung tâm Nghiên cứu Phát triển của Hội đồng Nhà nước là đồng chủ biên báo cáo “Trung Quốc 2030” của Ngân hàng Thế giới xuất bản vào năm 2012, trong đó đề xuất một loạt các giải pháp chính sách từ việc giảm bớt sự kìm hãm của các TĐNN cho tới tăng cường tự do hóa lãi suất và tỷ giá hối đoái, nhằm ngăn chặn Trung Quốc rơi vào bẫy thu nhập trung bình với mức tăng trưởng chậm hơn nhiều (Ngân hàng Thế giới và TTNCPT, 2012). Tiềm năng trở thành đồng tiền dự trữ quốc tế của NDT phụ thuộc vào việc đưa ra “Kế hoạch 5 năm lần thứ 12 nhằm Phát triển và Cải cách Ngành Tài chính” vào tháng 9/2012, trong đó các mục tiêu chính nhằm tăng cường hiệu quả điều tiết và tính thanh khoản của thị trường tài chính Trung Quốc bao gồm “kiên trì thúc đẩy cải cách lãi suất theo hướng điều tiết bởi thị trường”, “cải thiện cơ chế xác lập tỷ giá NDT”, “từng bước nâng cao khả năng quy đổi vốn giữa trong và ngoài nước”, và “cải thiện hoạt động của các thị trường chứng khoán và trái phiếu” (NHNDTQ *et al*, 2012). Kết quả của Đại hội Đảng lần thứ 18 tháng 11/2012, trong đó hai chính khách có tư tưởng cải cách là Tập Cận Bình và Lý Khắc Cường được bầu làm Chủ tịch Quốc hội và Thủ tướng, đẩy mạnh quan điểm cho rằng các nhà lãnh đạo Trung Quốc đã trở nên ngày càng nghiêm túc hơn với các tham vọng cải cách. Phiên họp lần thứ ba giữa lãnh đạo của Đảng Cộng sản Trung Quốc vào tháng 11/2013 củng cố thêm cho quan điểm này, thông qua việc tuyên bố một cam kết chắc chắn rằng sẽ cho phép thị trường đóng vai trò quyết định trong việc điều tiết nguồn lực, được diễn giải là “một lời thừa nhận rằng mô hình tăng trưởng hiện tại đã đạt tới điểm cuối trong vòng đời của mình” (Li, 2013).

Bên cạnh việc “nói điều cần nói”, chính phủ Trung Quốc ngày càng thể hiện quyết tâm để “làm điều cần làm” bằng việc thực hiện một loạt cải cách gia tăng đối với khu vực tài chính trong vài năm gần đây, tùy thuộc vào hoàn cảnh (McNally, 2015). Quốc gia này theo đuổi chính sách tự do hóa lãi suất từng bước vào mùa hè năm 2012, bằng việc cho phép các ngân hàng đặt lãi suất tiền gửi cao hơn 10% so với mức trần so sánh và lãi suất cho vay thấp hơn 30% sàn so sánh – một năm sau đó mức sàn này cũng được loại bỏ. Vào tháng 12/ 2013, chính phủ Trung Quốc tuyên bố quyết định cho phép các ngân hàng giao dịch chứng chỉ tiền gửi - một quyết định có thể khiến lãi suất liên ngân hàng phụ

thuộc vào thị trường nhiều hơn. Họ cũng cam kết thúc đẩy các cải cách thử nghiệm theo hướng thị trường đối với lãi suất và tự do hóa thị trường vốn tại khu vực tự do thương mại thí điểm ở Thượng Hải, cơ sở thử nghiệm cho các cải cách ở những khu vực khác trên đại lục. Năm 2014, chính phủ thậm chí còn bật đèn xanh cho chương trình Liên kết Giao dịch Chứng khoán Hồng Kông – Thượng Hải, một mô hình cho phép các nhà đầu tư có trụ sở tại Hồng Kông tiếp cận dễ dàng hơn thị trường chứng khoán Thượng Hải và ngược lại.

Mặc dù không thể phủ nhận việc chính phủ Trung Quốc nhìn thấy các thách thức của mô hình tăng trưởng hiện tại và sự cần thiết phải cải cách, chúng tôi [tác giả] cho rằng sự phụ thuộc vào đường lối hiện tại sẽ ngăn cản những cải cách này đạt tới mức tạo ra bước chuyển dịch về mặt thể, từ hiện trạng bị chi phối và kiểm soát bởi nhà nước sang một nền kinh tế thị trường dựa trên luật lệ. Thứ nhất, sự yếu kém về tài chính ngày càng trầm trọng của hệ thống ngân hàng sẽ củng cố thêm vai trò của quản lý công và chính sách kiểm soát tài chính, theo cách thức gạt bỏ các nỗ lực cải cách tài chính sâu rộng trong ngắn và trung hạn. Tổng giá trị nợ xấu dự đoán nhìn chung sẽ tăng mạnh trong những năm tới, có thể đạt 20% GDP, do nhiều ngành và khu vực kinh tế lâm vào tình trạng dư thừa năng lực sản xuất sau nhiều năm tăng trưởng (Roberts, 2014). Có thể dự đoán được rằng các ngân hàng Trung Quốc (và TĐNN) sẽ đẩy mạnh vận động chính trị nhằm phản đối chính sách tự do hóa lãi suất trên quy mô lớn.<sup>3</sup> Chủ tịch Ngân hàng Công Thương Trung Quốc, ông Khương Kiến Thanh (Jiang Jianqing), đã cảnh báo việc giảm sự điều tiết của nhà nước một cách quá mức có thể khiến nhiều tổ chức cho vay yếu kém phá sản, khi phải đối mặt với nợ xấu tăng cao và lợi nhuận biên suy giảm (Rabinovitch và Davies, 2013). Quyết định duy trì trần lãi suất tiền gửi ở mức thấp được coi trọng hơn, thể hiện sự áp đảo của phe bảo thủ đối với phe tự do trong quá trình cải cách tài chính, là hệ quả, gây nhiều tranh cãi, của yêu cầu hạ thấp tỷ lệ chi trả nợ và lãi vay (debt servicing ratio) - chỉ số này đã tăng từ mức 21% năm 2008 lên mức 33% năm 2013 (Borst, 2013, tr16). Đồng thời, chính sách kiểm soát lãi suất tiền gửi trở nên cần thiết nhằm giúp các ngân hàng xử lý các khoản nợ xấu. Sự mong manh của hệ thống ngân hàng cũng không thể cung cấp một hoàn cảnh phù hợp để tiếp tục thúc đẩy tự do hóa sâu rộng thị trường vốn, điều này khiến các ngân hàng Trung Quốc phải đối mặt với: một là, áp lực cạnh

tranh không khoan nhượng từ các tổ chức tài chính nước ngoài; và hai là biến động tài chính lớn, gây ra bởi hoạt động kinh doanh chênh lệch lãi suất mang tính đầu cơ đến từ các nền kinh tế phát triển (Martinez Oliva, 2012; Yu, 2012).

Thứ hai, việc điều chỉnh sự mất cân bằng nội tại giữa đầu tư và tiêu dùng có thể gây xáo trộn cho nền kinh tế Trung Quốc, khiến chính phủ trở nên e ngại trong việc từ bỏ triệt để sự kiểm soát đối với các đòn bẩy phát triển chủ chốt. Khi mà thặng dư xuất khẩu vẫn tiếp tục đóng vai trò chính ngăn cản quá trình tái cân bằng nội tại khỏi những tăng trưởng gây mất ổn định, cam kết thực hiện căn bản tự do hóa tỷ giá đồng NDT của chính phủ Trung Quốc là một dấu chấm hỏi. Khi thặng dư tài khoản vãng lai của Trung Quốc giảm từ 10.1% năm 2007 xuống 2.3% năm 2012, ngay cả IMF cũng đánh giá đồng NDT được định giá thấp ở mức “vừa phải” nhờ vào chính sách kích cầu dựa vào đầu tư và sự tăng giá vừa phải trong những năm vừa qua (IMF, 2013). Do vậy, như Gruin (2013, tr.21) nhận xét: “cần có sự phân biệt rõ ràng về định nghĩa giữa những thay đổi của tỷ giá về mức cân bằng và việc cải cách chính cơ chế tỷ giá”. Ngay cả một chuyên gia nghiên cứu cao cấp về tài chính, có tư tưởng tự do, của Viện Hàn lâm Khoa học Xã hội Trung Quốc (CASS) cũng nhìn nhận: “Trung Quốc sẽ không chấp nhận một cơ chế tỷ giá thả nổi hoàn toàn. Điều này chắc chắn không xảy ra.”<sup>4</sup> Tổng quan hơn, những rủi ro chính trị của quá trình tự do hóa tài chính sâu rộng cao hơn những lợi ích kinh tế đạt được khi xét đến sự tái cân bằng mô hình tăng trưởng. Trong bối cảnh này, cải cách sẽ chỉ được thực hiện trong những phạm vi rất hạn chế nhằm tránh việc đẩy lên nghi ngờ về vai trò chính của công quyền và kiểm soát trong nền kinh tế chi phối bởi nhà nước. Vì thế, cải cách nên được xem là nỗ lực nhằm bắt các ngân hàng và TĐNN hoạt động hiệu quả hơn, thay vì một phần kế hoạch chuyển dịch nền kinh tế tư bản nhà nước của Trung Quốc sang một mô hình tự do để thúc đẩy vai trò quốc tế của NDT.

### **Độc lập tiền tệ thông qua khu vực hóa đồng NDT một cách chùng mực**

Trong khi các nền tảng thể chế của nền kinh tế do nhà nước chi phối không thích hợp để duy trì các thị trường vốn mở và thanh khoản, năng lực chính trị và quyết tâm của chính phủ thực hiện những cải cách tài chính sâu rộng vẫn còn là câu hỏi, có thể tranh luận rằng, tham vọng tiền tệ thực sự của Trung Quốc khiêm tốn hơn việc biến đồng NDT thành

đổi trọng của đồng USD trên trường quốc tế. Nhiều học giả cho rằng mục tiêu chính của Trung Quốc có tính phòng thủ và khu vực hơn nhiều, theo cách quốc gia này đơn thuần chỉ muốn tăng cường sự độc lập và tự chủ tiền tệ bằng cách giảm sự phụ thuộc vào đồng USD, thông qua quá trình quốc tế hóa, hay khu vực hóa đồng NDT (Chin và Wang, 2010; Bowles và Wang, 2013; Kirshner, 2014). Theo khía cạnh này, động cơ chính đằng sau các những bước đi gần đây nhằm quốc tế hóa đồng NDT là để giảm các rủi ro về tỷ giá: đồng NDT được quốc tế hóa đồng nghĩa với việc nhiều giao dịch của Trung Quốc được lập hóa đơn và thanh toán bằng NDT, qua đó giảm bớt hoặc loại bỏ rủi ro tỷ giá đối với các doanh nghiệp của nước này. Vai trò lớn hơn của đồng NDT như là một đồng tiền thanh toán trong giao dịch ở Đông Á còn giúp giảm nhu cầu giữ đồng USD làm phương tiện thanh toán và theo đó lưu trữ giá trị của NHNDTQ, nhờ vậy giảm bớt những rủi ro quá mức với đồng USD. Ở mức độ mà vai trò quốc tế khiêm tốn như của đồng NDT có thể được thúc đẩy thông qua việc sử dụng các trung tâm tài chính ở nước ngoài như ở Hồng Kông, mà không phải thực hiện các chính sách: tự do hóa hoàn toàn thị trường vốn và giảm bớt kiểm soát tài chính trong nước, một chiến lược “quốc tế hóa có tính phòng ngự” như vậy có thể hòa hợp với logic thể chế trong nước của mô hình tư bản chủ nghĩa được căn chỉnh thêm, từ đó bổ sung nhiều hơn về thể chế cho mô hình tư bản nhà nước trong khu vực.

Chiến lược quốc tế hóa đồng NDT của Trung Quốc bắt nguồn nhiều từ những nghi ngại đối với hệ thống tiền tệ xoay quanh Hoa Kỳ và đồng USD, hơn là quyết tâm đứng đầu trở thành tiền tệ đứng đầu thế giới.<sup>5</sup> Chính phủ Trung Quốc tin rằng nguyên nhân chính của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và sự gia tăng của tình trạng mất cân bằng trong hệ thống tài chính quốc tế là sự thống trị toàn cầu của đồng USD, điều đã giúp Hoa Kỳ trì hoãn thực hiện các chính sách điều chỉnh cần thiết để giải quyết mức thâm hụt tài khoản vãng lai ngày càng lớn. Điều này đã cổ vũ lối phóng đảng, tùy tiện ở tầm vĩ mô của nền kinh tế Hoa Kỳ (Zhou, 2009; Lin, 2013). Đồng thời, chính phủ Trung Quốc ngày càng chỉ trích xu hướng hoạch định chính sách hậu khủng hoảng của Hoa Kỳ và nguy cơ giảm giá đồng USD. Do vậy, như Bowles và Wang (2013, tr.1377) đã phân tích, “sự bắt đầu của quá trình quốc tế hóa NDT ít liên quan tới việc hình thành một tiền tệ đối trọng với đồng USD, mà liên quan nhiều hơn đến phản ứng của Trung Quốc đối với chính sách

tiền tệ của Hoa Kỳ, cụ thể là các gói kích cầu Obama stimulus và chương trình nói lỏng định lượng (Quantitative easing – QE). Trung Quốc tin tưởng vai trò đang tăng dần của đồng NDT trong các giao dịch thương mại và tài chính là bước đi đầu tiên trong cuộc chuyển dịch cần thiết hướng tới một hệ thống tiền tệ đa cực, điều sẽ giảm bớt các nguy cơ tiền tệ đến từ bên ngoài, theo cách giảm sự phụ thuộc vào đồng USD và gây ra áp lực mạnh mẽ hơn cho Hoa Kỳ trong việc thực hiện các chính sách vĩ mô có trách nhiệm (Otero-Iglesias và Zhang, 2014).

Cách tiếp cận “hai hướng” của Trung Quốc - trong đó nước này vừa đặt mục tiêu gia tăng việc sử dụng đồng NDT trong thanh toán các giao dịch xuyên biên giới, đồng thời, vừa xây dựng một thị trường NDT hải ngoại - có thể được xem là một nỗ lực cân bằng giữa tiến trình quốc tế hóa đồng NDT một cách chùng mực mà vẫn duy trì khả năng kiểm soát vốn và các định chế tài chính trong nước. Từ việc chính quyền Trung Quốc tạo dựng một cấu trúc thể chế hải ngoại ở Hồng Kông, dành cho các thanh toán thương mại trong khu vực, có thể thấy “khả năng hoán đổi ngoại tệ toàn diện của “tài khoản vốn” có thể cần thiết để trở thành đồng tiền dự trữ, nhưng để thiết lập một đồng tiền thanh toán của khu vực, chính sách tự do hóa hoàn toàn là không cần thiết (Rhee và Sumalong, 2013, tr.11; Vallee, 2012; Subacchi và Huang, 2013). Năm 2014, với hơn 15% hoạt động mua bán của Trung Quốc đã được thanh toán bằng đồng NDT, các khoản tiền gửi bằng NDT và trái phiếu định giá bằng Nhân dân tệ được phát hành tại Hồng Kông (“dim sum” bond) đạt mức tương ứng là 860 tỷ NDT và 365 tỷ NDT. Tương tự, các thỏa thuận hoán đổi tiền tệ song phương gia tăng nhanh chóng, phản ánh phương thức phát triển mạng lưới giao dịch và tăng cường vai trò của NDT làm đồng tiền thanh toán trong thương mại song phương và giao dịch đầu tư trực tiếp giữa Trung Quốc và các đối tác mà vẫn duy trì kiểm soát thị trường vốn (Liao và McDowell, 2014). Cách tiếp cận hai hướng và các thỏa thuận tiền tệ song phương của Trung Quốc, bằng cách làm giảm bớt tính cấp thiết của việc thực hiện cải cách thể chế tài chính trong nước, phản ánh sự thỏa hiệp giữa nhóm có tư tưởng tự do muốn cải cách và nhóm bảo thủ trong chính phủ Trung Quốc. Tuy nhiên, những thỏa thuận hoán đổi cho tới nay vẫn chưa được sử dụng này cũng có thể được xem là biện pháp ngoại giao tiền tệ, không vượt quá được hình thức chính trị đơn thuần (Jiang, 2014).

Từ những lập luận trên, khả năng NDT trở thành tiền tệ đứng sau đồng USD vẫn bị hoài nghi, vì hai lý do sau. Mặc dù Trung Quốc đã thành công trong việc thúc đẩy NDT trở thành đồng tiền thanh toán cho các hoạt động thương mại, Yu (2012) đã chỉ ra rằng gần 80% giá trị thanh toán giao dịch xuyên biên giới bằng đồng NDT là với Hồng Kông và những giao dịch này liên quan nhiều hơn đến việc khai thác cơ hội kiếm lời dựa trên chênh lệch giá, do có sự chênh lệch giữa tỷ giá ngoại hối và lãi suất giữa thị trường NDT ở đại lục (CNY) và thị trường HK (CNH); hơn là bắt nguồn từ sự hấp dẫn về bản chất của đồng NDT. Các doanh nghiệp nhập khẩu nhìn chung lựa chọn đổi NDT sang USD ở thị trường hải ngoại với tỷ giá cao hơn, trong khi các doanh nghiệp xuất khẩu lựa chọn đổi USD sang NDT tại đại lục với tỷ giá thấp hơn (Gagnon và Troutman, 2014). Vì vậy, khi nguồn cung USD cho NHNDTQ do xuất khẩu không đổi, nguồn cầu USD của doanh nghiệp nhập khẩu suy giảm kể từ chính sách tự do hóa tài khoản NDT ở thị trường Hồng Kông. Kết quả là, “nỗ lực quốc tế hóa đồng NDT của chính phủ Trung Quốc, nảy sinh từ mong muốn giảm các rủi ro của chính phủ với đồng USD, lại gây ra tác dụng ngược, làm tăng thêm dự trữ ngoại hối vốn đã quá lớn của ngân hàng trung ương Trung Quốc (Mallaby và Wethington, 2012).<sup>6</sup> Cũng cần phân biệt giữa tiền tệ thanh toán và tiền tệ lập hóa đơn. Hơn nữa, nếu đồng NDT chỉ được sử dụng làm đồng tiền thanh toán và USD vẫn được dùng làm đồng tiền lập hóa đơn, rủi ro tỷ giá đối với các doanh nghiệp xuất nhập khẩu Trung Quốc vẫn tồn tại, đặc biệt trong bối cảnh tỷ giá được thả nổi.

Lý do thứ hai, chính phủ Trung Quốc sẽ gặp khó khăn lớn hơn khi duy trì rào cản giữa thị trường đại lục và thị trường nước ngoài đang phát triển, điều này có thể làm suy giảm hiệu quả của các chính sách kiểm soát tín dụng và điều chỉnh lãi suất ở đại lục (Maziad và Kang, 2012; Mc Cauley, 2013). Theo báo cáo, trong những năm vừa qua ở Hồng Kông, các doanh nghiệp ở đại lục ngày càng gia tăng vay tín dụng từ nước ngoài bằng USD. Lãi suất thấp cho các khoản tín dụng bằng USD đi cùng kỳ vọng tăng giá của đồng NDT đã làm tăng sự hấp dẫn của những khoản vay này, với tổng giá trị đã tăng gấp ba từ 270 tỉ USD vào tháng 3/2009 lên đến 880 tỉ USD vào tháng 3/2013, và được tài trợ ngày càng nhiều bởi dòng vốn liên ngân hàng xuyên quốc gia (He và McCauley, 2013). Cũng như vậy, sự kiện đồng NDT bất ngờ vượt mặt đồng Euro trở thành đồng tiền được sử dụng nhiều thứ hai trong tài trợ thương mại vào tháng 12/2013 cũng phản ánh phần

nào thực trạng các doanh nghiệp Trung Quốc đã tìm cách vượt qua kiểm soát thị trường vốn của chính phủ để khai thác cơ hội sinh lời từ chênh lệch lãi suất: doanh nghiệp Trung Quốc dùng thư tín dụng bằng NDT làm thế chấp để vay bằng USD ở thị trường nước ngoài với lãi suất thấp hơn so với các khoản vay ở thị trường đại lục (Noble, 2013).

Xem xét những liên kết này giữa thị trường đại lục/thị trường hải ngoại với các cơ hội sinh lời từ chênh lệch giá, có thể lập luận rằng “tiền độ quốc tế hóa đồng NDT và sự phát triển của thị trường hải ngoại nên được thực hiện song hành với cải cách khu vực tài chính và việc tăng cường sức khỏe của nền kinh tế đại lục, để có thể hấp thụ các dòng vốn xuyên quốc gia đang gia tăng, điều nhất định sẽ đi kèm khi mức độ quốc tế hóa của đồng NDT gia tăng (Maziad và Kang, 2012, tr.18; McCauley, 2013; Vallee, 2012). Tuy nhiên, như đã giải thích ở phần trước, cải cách tài chính nội địa và tự do hóa thị trường vốn bị hạn chế bởi mô hình tăng trưởng hiện tại của Trung Quốc và sự phụ thuộc đường lối của nền kinh tế chi phối bởi nhà nước. Do vậy, việc tạo ra một tiền tệ quốc tế đứng thứ hai, kể cả khi nó chỉ được sử dụng rất hạn chế ở phạm vi khu vực, cuối cùng sẽ khiến chính phủ Trung Quốc phải đối mặt với sự đánh đổi khó khăn tương tự về thể chế, gắn liền với một chiến lược quốc tế hóa tiền tệ tham vọng hơn. Ở khía cạnh này, các chính sách ngăn hạn để quản lý rủi ro cho những bất ổn tài chính nội địa và điều tiết lãi suất trong nước được tin là sẽ có vai trò quan trọng hơn bất kỳ tham vọng dài hạn nào về tiền tệ của chính phủ Trung Quốc.

Cuối cùng, cần ghi nhận rằng, yếu tố địa chính trị cũng gây thêm nhiều hạn chế cho sự hiệu quả của quá trình khu vực hóa đồng NDT. Đến nay Hoa Kỳ đã và đang đóng vai trò đảm bảo an ninh cho phần lớn các nước Đông Á e ngại sự trỗi dậy của Trung Quốc, đặc biệt khi Trung Quốc đã trở nên cứng rắn hơn trong vấn đề tranh chấp lãnh thổ với Nhật Bản. Sử dụng đồng USD là một phần của thỏa thuận an ninh này ở thời điểm hiện tại, do vậy sẽ khó để thấy bất kỳ nước nào ở Đông Á chuyển từ sử dụng đồng USD sang hoàn toàn sử dụng NDT trong tương lai gần (Stokes, 2014).



## Kết luận

Mục đích chính của bài viết này là để chỉ ra các lý do tại sao mô hình CNTB của Trung Quốc không phù hợp để thực hiện thành công mục tiêu quốc tế hóa đồng NDT, dưới quan điểm của chủ nghĩa tư bản so sánh. Chiến lược tiền tệ của Trung Quốc được cho là bị hạn chế đáng kể bởi việc tồn tại các thể chế tài chính nội địa, đóng vai trò thúc đẩy chính phủ theo đuổi tương đối thành công mô hình phát triển dựa vào xuất khẩu và đầu tư, một mô hình đã và đang trao cho các NHTM và TĐNN những đặc quyền lớn. Các nghiên cứu của IPE cho thấy có ba yếu tố quyết định đến kết quả của quá trình quốc tế hóa một loại tiền tệ: niềm tin của nhà đầu tư, độ thanh khoản của thị trường và hệ thống giao dịch. Quốc gia phát hành cần có một quá trình giữ giá cả và thành tựu kinh tế vĩ mô ở mức ổn định. Trung Quốc đã có thời gian gặp khó khăn trong việc kiểm soát lạm phát và đây là một trong những lý do vì sao Trung Quốc lại neo giá đồng NDT theo đồng USD và duy trì kiểm soát thị trường vốn. Kinh tế vĩ mô Trung Quốc có hiệu quả cao trong các thập niên gần đây, chính bởi vì mô hình phát triển do nhà nước điều phối rất phù hợp về mặt thể chế với một đồng tiền định giá thấp, một hệ thống tài chính ngân hàng chiếm áp đảo và một thị trường vốn tương đối đóng cửa. Nếu những yếu tố này bị loại trừ để đồng NDT được chấp nhận rộng rãi hơn trong giao dịch quốc tế, mối quan hệ tự cường tương hỗ giữa các thể chế của mô hình kinh tế Trung Quốc sẽ bị suy yếu.

Trong 150 năm qua các đồng tiền quốc tế chính được phát hành bởi các nước (Anh và Hoa Kỳ) có nền kinh tế dựa trên hệ thống tư bản chủ nghĩa với các đặc điểm tự do. Cũng tương tự như vậy, Eurozone hiện nay đang phát hành đồng tiền được sử dụng thứ hai trong giao dịch quốc tế. Tuy nhiên, rõ ràng là Trung Quốc lại sở hữu một nền kinh tế chi phối bởi nhà nước và thiếu những quy định luật pháp và chế tài cần thiết để thu hút các nhà đầu tư quốc tế hầu hết cho đến nay có tư tưởng tự do. Điều này đặc biệt có thể thấy trong khu vực tài chính. Chính phủ Trung Quốc kiểm soát mạnh mẽ các trung gian tài chính bởi chính sách này cho phép họ nắm quyền điều khiển những động cơ cần thiết để điều chỉnh mô hình tăng trưởng. Thông qua chính sách điều tiết tài chính, chính phủ Trung Quốc có thể chuyển nguồn tín dụng từ người dân sang các TĐNN nắm giữ các ngành chiến lược sản xuất hàng hóa thay thế hàng nhập khẩu và đảm bảo hàng triệu việc làm cho tầng lớp trung lưu, điều này rồi sẽ củng cố quyền lực của ĐCS TQ.

Phản ứng của Trung Quốc đối với cuộc khủng hoảng tài chính thế giới đã cho thấy cả hiệu quả và những mâu thuẫn nội tại của mô hình kinh tế. Kiểm soát hệ thống tài chính giúp chính phủ Trung Quốc bù đắp sự sụt giảm nhu cầu nước ngoài đối với hàng hóa Trung Quốc bằng việc thực hiện một gói kích thích tài khóa và tín dụng cực lớn nhằm duy trì tốc độ phát triển và tình trạng việc làm. Tuy nhiên, một phần rất lớn trong khoản đầu tư này sẽ trở thành nợ xấu, đặt ra yêu cầu tái cơ cấu và giải quyết trong những năm sắp tới. Hậu quả dẫn đến một hệ thống ngân hàng Trung Quốc mong manh làm hạn chế việc thực hiện những cải cách theo hướng tự do hóa. Nếu chính phủ Trung Quốc thả nổi lãi suất, mở cửa thị trường vốn và tách giá trị của NDT khỏi đồng USD, hệ thống tài chính kém phát triển của Trung Quốc sẽ trở thành con mồi cho cuộc cạnh tranh không khoan nhượng và những dòng vốn đầu cơ gây rất nhiều bất ổn. Các nhà lãnh đạo Trung Quốc sẽ khó có thể chấp nhận những rủi ro như vậy. Điều có khả năng xảy ra hơn là chính phủ Trung Quốc sẽ tiếp tục chiến thuật “dò đá qua sông” (ND: “mozhe shitou guohe”). Như McNally đã nhận xét trong chuyên đề này, mô hình phát triển của Trung Quốc dựa vào quá trình thử nghiệm từng bước, kết hợp giữa mô hình kinh tế chỉ huy từ trên xuống và khả năng sáng tạo của các doanh nghiệp tư nhân từ dưới lên. Chúng tôi [tác giả] không muốn rơi vào bẫy quyết định luận để không xét đến khả năng những thay đổi thể chế có thể xảy ra. Trong khi McNally lạc quan hơn vào quá trình quốc tế hóa dần dần của đồng NDT, chúng tôi [tác giả] vẫn khẳng định rằng điều này chỉ xảy ra trong tương lai rất xa, nếu nó có xảy ra (bởi quá trình thử sai có thể thất bại). Nếu nó xảy ra, quá trình này sẽ phải dựa trên một cấu hình thể chế mang tính tự do nhiều hơn cấu hình hiện tại, và do vậy phản ánh một điểm cân bằng kinh tế - chính trị mới ở trong nước, và điều này thực sự sẽ củng cố thêm cho luận điểm của chúng tôi [tác giả].

## Về các tác giả

Miguel Otero-Iglesias là Chuyên gia Phân tích Cao cấp về Nền kinh tế Châu Âu và các Thị trường đang phát triển tại Học viện Hoàng gia Elcano, Madrid, Tây Ban Nha và Nghiên cứu sinh Kinh tế Chính trị Quốc tế tại Học viện Á-Âu thuộc Trường Quản lý ESSCA. Ông là tác giả của cuốn sách *The Euro, The Dollar and the Global Financial Crisis: Currency Challenges seen from Emerging Markets* [Tạm dịch: Đồng Euro, đồng Đô la và Khủng hoảng Tài chính Thế giới: Các Thách thức Tiền tệ từ những Thị trường mới nổi] (Routledge, 2014).

Email: miguel.otero@rielcano.org

Mattias Vermeiren\* là Giảng viên và Nghiên cứu viên ngành Kinh tế Chính trị Quốc tế tại Khoa Khoa học Chính trị tại Đại học Ghent, Bỉ. Ông là tác giả của cuốn sách *Power and Imbalances in the Global Monetary System: A Comparative Capitalism Perspective* [Tạm dịch: Quyền lực và Sự bất cân xứng của Hệ thống Tiền tệ toàn cầu: dưới góc nhìn chủ nghĩa tư bản so sánh] (Palgrave Macmillan, 2014). Nghiên cứu của ông cũng được xuất bản trong các tạp chí như *New Political Economy*, *Review of International Studies* và tập san hàng quý *Third World Quarterly*.

Email: Mattias.Vermeiren@UGent.be

## Chú thích

1. Ví dụ, tự do hóa lãi suất là một chủ đề đã được thảo luận trong nội bộ NHNDTQ từ những năm 1980, và cho tới nay vẫn chưa được thực hiện. Rất có thể, nó sẽ chỉ xảy ra một khi chính phủ Trung Quốc thiết lập một cơ chế bảo hiểm tiền gửi quốc gia để thiết lập một sân chơi bình đẳng cho các ngân hàng lớn và nhỏ, điều cho tới nay cũng chưa được thực hiện. Các cuộc phỏng vấn với các quan chức cấp cao của NHNN Trung Quốc và các ngân hàng thương mại nhỏ hơn được thực hiện ở Bắc Kinh vào tháng 5/2012 và tháng 7/ 2013.
2. Cần chú ý rằng tỷ lệ tiêu dùng trong GDP trong các chỉ số thống kê của Trung Quốc có thể bị ước lượng thấp hơn thực tế.
3. Các cuộc phỏng vấn với những nhà nghiên cứu cấp cao tại CASS được thực hiện vào tháng 7/2013 tại Bắc Kinh bổ sung thêm cho giả thuyết này.
4. Phỏng vấn với quan chức cấp cao tại CASS, tháng 5/2012
5. Đọc thêm Vermeiren (2013) để có một phân tích sâu sắc hơn về sự kiểm tỏa của quyền lực tiền tệ Hoa Kỳ đối với Trung Quốc
6. Cần lưu ý rằng việc giảm bớt chênh lệch trong vai trò là đồng tiền thanh toán cho nhập khẩu và xuất khẩu của NDT vào năm 2012 phản ánh kỳ vọng tăng giá đang phai mờ dần thay vì sự gia tăng mức độ hấp dẫn của đồng NDT như là đồng tiền thanh toán trong xuất khẩu của Trung Quốc.

## Tài liệu tham khảo

- Amable, B. (2003) *The Diversity of Modern Capitalism*. Oxford: Oxford University Press.
- Akyuz, Y. (2012) Export dependence and sustainability of growth in China. *China & World Economy* 19(1):1–23.
- Allen, W.T. and Shen, H. (2011) Assessing China's Top-Down Securities Markets. Cambridge, MA. NBER Working Paper No. 16713.
- Asian Development Bank (2013) Asian Bond Monitor, Manila, Phillipines.
- Baek, S.W. (2005) Does China follow 'the East Asian development model'? *Journal of Contemporary Asia* 35(4): 485–498.
- Bell, S. and Feng, H. (2009) Reforming China's stock market: Institutional change Chinese style. *Political Studies* 57(3): 117–140.
- Borst, N. (2013) China's Credit Boom: New Risks Require New Reforms. Washington DC: Peterson Institute for International Economics Policy Brief no. 13–24.
- Bowles, P. and Wang, B. (2013) Renminbi internationalization: A journey to where? *Development and Change* 44(6): 1362–1385.
- Breslin, S. (2010) Government-Industry Relations in China: A Review of the Art of the State. Warwick. CSGR Working Paper no. 272/10.
- Breslin, S. (2014) Financial transitions in the PRC: Banking on the state? *Third World Quarterly* 35(6): 996–1013.
- Chen, G., Firth, M. and Xu, L. (2009) Does the type of ownership control matter? Evidence from China's listed companies. *Journal of Banking and Finance* 33(1): 171–181.
- Chey, H. (2012) Theories of international currencies and the future of the world monetary order. *International Studies Review* 14(1): 51–77.
- Chin, G. and Wang, Y. (2010) Debating the international currency system: What's in a speech? *China Security* 6(1): 3–20. China Securities Regulatory Commission (CSRC) (2008) *China Capital Markets Development Report*. China Financial Publishing House.
- Deeg, R. and Jackson, G. (2007) Towards a more dynamic theory of capitalist variety. *Socio-Economic Review* 5(1): 149–179.
- Dierckx, S. (2015) China's capital controls: Between contender state and integration into the heartland. *International Politics* 52(6): 724–742.
- Ding, S. and Knight, J. (2008) Why has China Grown so Fast? The Role of Physical and Human Capital Formation. Department of Economics University of Oxford Discussion Paper no. 414.
- Dollar, D. and Wei, S. (2007) Das (Wasted) Kapital: Firm Ownership and Investment Efficiency in China. Washington DC. IMF Working Paper no. WP/07/9.
- Eichengreen, B. (2011) *Exorbitant Privilege*. Oxford: Oxford University Press.

- Ferri, G. and Liu, L.G. (2010) Honor thy creditors before thy shareholders: Are the profits of Chinese state-owned enterprises real? *Asian Economic Papers* 9(3): 50–71.
- Firth, M., Lin, C., Liu, P. and Wong, S.M.L. (2009) Inside the black box: Bank credit allocation in China's private sector. *Journal of Banking and Finance* 33(6): 1144–1155.
- Fungacova, Z. and Korhonen, I. (2011) Like China, the Chinese Banking Sector is in a Class of its Own. Helsinki: Bank of Finland. BOFIT Discussion Papers 32/2011.
- Gagnon, J.E. and Troutman, K. (2014) Internationalization of the Renminbi: The Role of Trade Settlement. Washington DC: Peterson Institute for International Economics, May. Policy Brief no. PB14-15.
- Goodstadt, L.F. (2012) China's LGFV Crisis 2011: The Conflict between Local Autonomy, National Interests and Financial Reforms. Hong Kong. HKIMR Working Paper no. 03/2012.
- Gruin, J. (2013) Asset or liability? The role of the financial system in the political economy of China's rebalancing. *Journal of Current Chinese Affairs* 42(4): 73–104.
- Hall, P. and Soskice, D. (eds.) (2001) *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press.
- He, D. and McCauley, R. (2013) Transmitting Global Liquidity to East Asia: Policy Rates, Bond Yields, Currencies and Dollar Credit. BIS Working Papers no. 431.
- Helleiner, E. (2008) Political determinants of international currencies: What future for the US dollar? *Review of International Political Economy* 15(3): 354–378.
- Helleiner, E. and Malkin, A. (2012) Sectoral interests and global money: Renminbi, dollars and the domestic foundations of international currency policy. *Open Economies Review* 23(1): 33–55.
- IMF (2012) People's Republic of China: Article IV Consultation. IMF Country Report no. 12/195.
- IMF (2013) People's Republic of China: Article IV Consultation. IMF Country Report no. 13/211.
- Jiang, Y. (2014) China's monetary diplomacy: Venturing beyond bilateralism? In: E. Helleiner and J. Kirshner (eds.) *The Great Wall of Money: Politics and Power in China's International Monetary Relations*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- Ju, X. and Lo, D. (2013) The cost and benefit of banking regulations and controls, Chinese style. *PSL Quarterly Review* 65(263): 385–402.
- Kirshner, J. (2014) China, regional hegemony, and an emerging RMB zone. In: E. Helleiner and J. Kirshner (eds.) *The Great Wall of Money: Politics and Power in China's International Monetary Relations*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- Knight, J. and Wang, W. (2011) China's macroeconomic imbalances: Causes and consequences. *The World Economy* 34(9): 1476–1506.

- Lardy, N. and Douglass, P. (2011) Capital Account Liberalization and the Role of the Renminbi, Peterson Institute for International Economics. Washington DC. Working Paper Series no. 11–6.
- Lardy, N. and Goldstein, M. (eds.) (2008) *Debating China's Currency Policy*. Washington DC: Peterson Institute for International Economics.
- Li, J. (2013) High and lows from China's third plenum. *Forbes* 24 November. Liao, S. and McDowell, D. (2014) Redback rising: China's bilateral swap agreements and renminbi internationalization. *International Studies Quarterly*, forthcoming.
- Lin, J.Y. (2013) *Against the Consensus: Reflections on the Great Recession*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Lo, D., Li, G. and Jiang, Y. (2011) Financial governance and economic development: Making sense of the Chinese experience. *PSL Quarterly Review* 64(258): 267–286.
- Lu, D., Thangavelu, S.M. and Hu, Q. (2005) Biased lending and non-performing loans in China's banking sector. *Journal of Development Studies* 41(6): 1071–1091.
- Mallaby, S. and Wethington, O. (2012) The future of the Yuan. *Foreign Affairs* 91(1): 135–146.
- Martinez Oliva, J.C. (2012) The Challenges of Renminbi Internationalization. Real time Economics Issues Watch. Peterson Institute for International Economics. 20 March.
- Maziad, K. and Kang, J.S. (2012) RMB Internationalization: Onshore/Offshore Links. Washington DC. IMF Working Paper no. WP/12/133.
- McCaully, R. (2013) Renminbi internationalisation and China's financial development. *Journal of Chinese Economic and Business Studies* 11(2): 139–151.
- McKay, H. and Song, L. (2010) China as a global manufacturing powerhouse: Strategic considerations and structural adjustment. *China & World Economy* 18(1).
- McNally, C. (2012) Sino-capitalism: China's reemergence and the international political economy. *World Politics* 64(4): 741–776.
- McNally, C. (2015) The political economic logic of RMB internationalization: A study in sino-capitalism. *International Politics* 52(6): 704–723.
- Naughton, B. (2011) China's economic policy today: The new state activism. *Eurasian Geography and Economics* 52(3): 313–329.
- Noble, J. (2013) Renminbi trade finance: Less than meets the eye. *Financial Times*, 3 December.
- Nölke, A. (2015) International financial regulation and domestic coalitions in state-permeated capitalism: China and global banking rules. *International Politics* 52(6): 743–759.
- Otero-Iglesias, M. and Zhang, M. (2014) EU-China collaboration in the reform of the international monetary system: Much ado about nothing? *The World Economy* 37(1): 151–168.

- People's Bank of China (PBOC), China Banking Regulatory Commission, China Securities Regulatory Commission, China Insurance Regulatory Commission, State Administration of Foreign Exchange (2012) *12th Five-Year-Plan for the Development and Reform of the Financial Industry*. Beijing, China.
- Pettis, M. (2009) *The Global Struggle over Savings*. Washington DC. Carnegie Endowment for Peace Policy Brief no. 84. Poncet, S.,
- Steingress, W. and Vandebussche, H. (2010) Financial constraints in China: Firm-level evidence. *China Economic Review* 21(3): 411–422.
- Prasad, E. and Ye, L.S. (2012) *The Renminbi's Role in the Global Monetary System*. Brookings, February.
- Rabinovitch, S. and Davies, P. (2013) ICBC chairman sees inevitable rise in China bad loans. *Financial Times* 20 November.
- Rajan, R. (2006) Global imbalances and financial reform with examples from China. *Cato Journal* 26(2): 267–273.
- Rhee, C. and Sumalong, L. (2013) *A Practical Approach to International Monetary System Reform: Building Settlement Infrastructure for Regional Currencies*. Manila, Philippines. Asian Development Bank Economics Working Paper Series no. 4.
- Roberts, D. (2014) China bad debt could spark global growth slump, Bloomberg News 9 May.
- Schwartz, H. (2009) *Subprime Nation: American Power, Global Capital and the Housing Bubble*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- Shih, V. (2011) 'Goldilocks' liberalization: The uneven path towards interest rate reform in China. *Journal of East Asian Studies* 11: 435–464.
- Steinberg, D. (2014) Why has China accumulated such large foreign reserves? in E. Helleiner and J. Kirshner (eds.) *The Politics of China's International Monetary Relations*. Ithaca: Cornell University Press.
- Stokes, D. (2014) Achilles' deal: Dollar decline and US grand strategy after the crisis. *Review of International Political Economy* 21(5): 1071–1094.
- Subacchi, P. and Huang, H. (2013) *The Connecting Dots of China's Renminbi Strategy: London and Hong Kong*. Chatham House Briefing Paper no. 2012/02.
- Vallée, S. (2012) *The Internationalisation Path of the Renminbi*. Bruegel Working Paper No. 2012/5.
- Walter, A. (2006) Domestic sources of international monetary leadership. In: D.M. Andrews (ed.) *International Monetary Power*. Ithaca, NY: Cornell University Press, pp. 51–71.
- Walter, D. and Howie, F. (2011) *Red Capitalism: The Fragile Financial Foundations of China's Extraordinary Rise*. Singapore: John Wiley & Sons.
- World Bank and DRC (2012) *China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative High-Income Society*. Washington DC.



- Yu, Y. (2012) Revisiting the Internationalization of the Yuan. ADBI Working Paper Series no. 366.
- Zhang, M. (2012) *Chinese stylized sterilisation: The cost-sharing mechanism and financial repression*. *China & World Economy* 20(2): 41–58.
- Zhou, Y. (2008) Synchronizing export orientation with import substitution: Creating competitive indigenous high-tech companies in China. *World Development* 36(11): 2353–2370.
- Zhou, X. (2009) Reform the international monetary system. *People's Bank of China* 23 March.
- Zimmermann, H. (2010) Varieties of global financial governance? British and German approaches to financial market regulation. In: E. Helleiner, S. Pagliari and H. Zimmermann (eds.) *Global Finance in Crisis: The Politics of International Regulatory Change*. Abingdon: Routledge.

# **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: [vcres@vepr.org.vn](mailto:vcres@vepr.org.vn)

Hotline: 0906 069 196



---

## NHỮNG TÁC PHẨM DỊCH KHÁC

**TLD-22 Xem xét lại hình ảnh thứ hai\* - Các nguồn lực trong nước của chính sách kinh tế đối ngoại Trung Quốc – Lời giới thiệu**

**TLD-23 Xem xét lại hình ảnh thứ hai\*\* - Doanh nghiệp Trung Quốc "vươn ra toàn cầu": Xu hướng đầu tư trực tiếp ra nước ngoài hiện nay, hỗ trợ về chính sách và các hệ quả quốc tế**

**TLD-24 Đánh giá sau 3 năm Chủ tịch Tập Cận Bình lên nắm quyền\*\*\* - Tham vọng lớn, hành động lớn: Tác động của Tập Cận Bình đối với sự phát triển quân sự Trung Quốc**

**TLD-25 Xem xét lại hình ảnh thứ hai\*\*\* - Logic kinh tế chính trị của việc quốc tế hóa đồng Nhân dân tệ: Nghiên cứu dưới góc độ “Chủ nghĩa tư bản mang màu sắc 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 2016