

ỔN ĐỊNH TÀI CHÍNH VÀ TÀI CHÍNH TOÀN DIỆN: BẰNG CHỨNG VỀ TRẠNG THÁI ĐÁNH ĐỔI CÓ ĐIỀU KIỆN TỪ VIỆT NAM

PHẠM CẢNH TOÀN¹ - TRẦN QUỐC NHẬT MINH²

¹ Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội

University of Economics and Business, Vietnam National University, Hanoi

² Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Bộ Tài chính

State Securities Commission of Vietnam, Ministry of Finance

Ngày nhận bài: 2/6/2026

Ngày sửa bài: 18/6/2026

Ngày duyệt đăng bài: 6/7/2026

Tóm tắt:

Bài viết phân tích mối quan hệ giữa chính sách an toàn vĩ mô, tài chính toàn diện và ổn định tài chính tại Việt Nam giai đoạn 2010-2023. Nghiên cứu xây dựng chỉ số tài chính toàn diện bằng PCA, kết hợp tương quan Pearson và hồi quy OLS mang tính khám phá. Kết quả cho thấy, chính sách an toàn vĩ mô có mối liên hệ dương với tài chính toàn diện, trong khi chưa có bằng chứng rõ ràng tài chính toàn diện làm gia tăng rủi ro tín dụng. Việc tỷ lệ nợ xấu giảm trong giai đoạn tín dụng mở rộng có thể phản ánh hiệu ứng mẫu số hơn là sự cải thiện thực chất của chất lượng tín dụng. Nhìn chung, quan hệ giữa ổn định tài chính và tài chính toàn diện tại Việt Nam mang tính đánh đổi có điều kiện.

Từ khóa: chính sách an toàn vĩ mô, tài chính toàn diện, ổn định tài chính, rủi ro tín dụng, tài chính số, Việt Nam

Financial stability and financial inclusion: Evidence of a conditional trade-off in Vietnam

Abstract:

This study analyzes the relationship among macroprudential policy, financial inclusion, and financial stability in Vietnam during 2010 - 2023. A financial inclusion index was constructed using principal component analysis, followed by Pearson correlation analysis and exploratory ordinary least squares regression. The findings indicate a positive association between tighter macroprudential policy and financial inclusion. However, there is no clear evidence that expanding financial inclusion increases credit risk. The decline in the non-performing loan ratio during periods of rapid credit growth may partly reflect a denominator effect rather than a substantive improvement in credit quality. Overall, the relationship between financial stability and financial inclusion in Vietnam is characterized by a conditional rather than absolute trade-off. The results highlight the importance of policy timing, supervisory capacity, institutional quality, and coordination between financial inclusion and risk-control objectives.

Keywords: macroprudential policy, financial inclusion, financial stability, credit risk, digital finance, Vietnam.

1. Đặt vấn đề

Trong hơn một thập niên qua, ổn định tài chính ngày càng trở thành mục tiêu trọng tâm của chính sách kinh tế vĩ mô. Sau đại dịch COVID-19 và các biến động địa chính trị gần đây, vai trò của chính sách an toàn vĩ mô trong kiểm soát rủi ro hệ thống và hạn chế tính thuận chu kỳ của tín dụng càng được nhấn mạnh (Borio, 2003; Galati & Moessner, 2013; IMF, FSB, & BIS, 2016; IMF, 2024).

Đối với Việt Nam, yêu cầu này đặc biệt quan trọng do hệ thống tài chính vẫn phụ thuộc lớn vào khu vực ngân hàng. Tỷ lệ tín dụng khu vực tư nhân trên GDP tăng từ khoảng 75,5% năm 2012 lên gần 125% năm 2022, cho thấy mức độ thâm dụng tín dụng ngày càng cao (GSO, 2024). Tín dụng vừa hỗ trợ tăng trưởng và mở rộng tài chính toàn diện, vừa có thể làm gia tăng rủi ro nếu tăng nhanh hơn năng lực quản trị và giám sát của hệ thống. Cùng với đó, tài chính toàn diện tại Việt Nam phát triển nhanh nhờ thanh toán số, ngân hàng số và công nghệ tài chính. Tuy nhiên, mở rộng tiếp cận dịch vụ tài chính có thể kéo theo rủi ro tín dụng nếu chủ yếu dựa vào tăng trưởng tín dụng ngân hàng. Ngược lại, việc siết chặt các công cụ an toàn vĩ mô có thể làm tăng chi phí vốn và hạn chế khả năng tiếp cận tín dụng của các nhóm dễ bị tổn thương. Vì vậy, vấn đề đặt ra là liệu ổn định tài chính và tài chính toàn diện có tồn tại sự đánh đổi tất yếu hay có thể được thúc đẩy đồng thời trong một khuôn khổ chính sách phù hợp.

Mặc dù nhiều nghiên cứu đã xem xét riêng tác động của chính sách an toàn vĩ mô và tài chính toàn diện, các nghiên cứu đặt đồng thời chính sách an toàn vĩ mô, tài chính toàn diện và rủi ro tín dụng trong cùng một khung phân tích còn hạn chế, đặc biệt đối với Việt Nam. Trên cơ sở đó, bài viết phân tích điều hành chính sách an toàn vĩ mô giai đoạn 2010-2023, kiểm định mối quan hệ giữa các biến nghiên cứu và đánh giá liệu quan hệ giữa ổn định tài chính và tài chính toàn diện tại Việt Nam là đánh đổi tuyệt đối hay đánh đổi có điều kiện.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Chính sách an toàn vĩ mô và ổn định tài chính

Khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 cho thấy, giới hạn của giám sát vi mô khi chỉ tập trung vào từng tổ chức tài chính mà chưa phản ánh đầy đủ rủi ro hệ thống. Từ đó, chính sách an toàn vĩ mô (MPP) trở thành một cấu phần quan trọng của khuôn khổ điều hành tài chính hiện đại.

MPP bao gồm các công cụ nhằm hạn chế tính thuận chu kỳ, rủi ro lan truyền và nguy cơ đổ vỡ dây chuyền trong hệ thống tài chính (Borio, 2011). Theo IMF (2013), chính sách này hướng tới giảm khuếch đại chu kỳ tài chính, tăng khả năng chống chịu của hệ thống ngân hàng và hạn chế lây lan rủi ro thông qua các công cụ về vốn, thanh khoản và giới hạn tín dụng.

Tuy nhiên, hiệu quả của MPP phụ thuộc không chỉ vào mức độ mà còn vào thời điểm can thiệp. Siết chặt quá muộn có thể làm rủi ro tích tụ, trong khi can thiệp quá sớm hoặc quá mạnh có thể hạn chế khả năng tiếp cận vốn. Vì vậy, MPP có thể tạo ra trạng thái đánh đổi giữa ổn định tài chính và tài chính toàn diện. Mức độ đánh đổi này còn phụ thuộc vào chất lượng thể chế, năng lực giám sát, mức độ phát triển tài chính và khả năng phối hợp chính sách, đặc biệt tại các nền kinh tế mới nổi phụ thuộc lớn vào tín dụng ngân hàng như Việt Nam (Akinci & Olmstead-Rumsey, 2018).

2.2. Tài chính toàn diện và động lực phát triển

Tài chính toàn diện (financial inclusion - FI) được hiểu là khả năng cá nhân và doanh nghiệp, đặc biệt là các nhóm dễ bị tổn thương, tiếp cận và sử dụng các dịch vụ tài chính chính thức một cách thuận tiện, an toàn và với chi phí hợp lý (Demirgüç-Kunt et al., 2018). Khác với cách tiếp cận truyền thống chủ yếu nhấn mạnh vào độ sâu tài chính, tài chính toàn diện tập trung vào mức độ bao phủ của hệ thống và khả

năng mở rộng cơ hội tiếp cận vốn, thanh toán, tiết kiệm và các dịch vụ tài chính cơ bản cho nhiều nhóm đối tượng hơn.

Về mặt lý thuyết, tài chính toàn diện thường được xem xét qua ba chiều gồm khả năng tiếp cận, mức độ sử dụng và chất lượng dịch vụ. Tuy nhiên, việc lượng hóa đồng thời cả 3 chiều thường gặp hạn chế về dữ liệu, đặc biệt tại các nền kinh tế mới nổi. Vì vậy, nghiên cứu này tập trung vào chiều tiếp cận thông qua 2 chỉ báo là tỷ lệ người trưởng thành có tài khoản tài chính chính thức và số lượng máy ATM trên 100.000 người trưởng thành. Cách đo lường này phù hợp với dữ liệu hiện có và phản ánh tương đối rõ mức độ bao phủ nền tảng của hệ thống tài chính tại Việt Nam.

Tài chính toàn diện có thể hỗ trợ tăng trưởng kinh tế thông qua việc giảm chi phí giao dịch, cải thiện phân bổ nguồn lực và mở rộng khả năng tiếp cận tín dụng, đặc biệt đối với doanh nghiệp nhỏ và vừa (Beck et al., 2007). Đồng thời, khả năng tiếp cận các dịch vụ tài chính chính thức cũng giúp hộ gia đình nâng cao năng lực ứng phó với các cú sốc thu nhập. Tuy nhiên, nếu quá trình mở rộng diễn ra nhanh hơn năng lực giám sát và quản trị rủi ro, áp lực đối với chất lượng tín dụng và ổn định hệ thống có thể gia tăng. Rủi ro này đặc biệt đáng chú ý tại các nền kinh tế phụ thuộc lớn vào tín dụng ngân hàng như Việt Nam.

2.3. Quan hệ giữa chính sách an toàn vĩ mô và tài chính toàn diện

Mối quan hệ giữa chính sách an toàn vĩ mô và tài chính toàn diện thường được lý giải theo hai hướng. Theo giả thuyết hỗ trợ, chính sách an toàn vĩ mô giúp củng cố ổn định hệ thống, giảm chi phí vốn, tăng niềm tin thị trường và tạo điều kiện mở rộng tiếp cận dịch vụ tài chính trong dài hạn. Một số nghiên cứu cho thấy khuôn khổ an toàn vĩ mô hiệu quả, khi đi kèm với cải cách thể chế và số hóa tài chính, có thể hỗ trợ tài chính toàn diện (Han & Melecky, 2013; Sahay et al., 2015).

Ngược lại, giả thuyết đánh đổi cho rằng, việc siết chặt các yêu cầu về vốn, thanh khoản hoặc tín dụng có thể làm tăng chi phí vay và thu hẹp khả năng tiếp cận vốn, đặc biệt đối với doanh nghiệp nhỏ và vừa, hộ kinh doanh và nhóm thu nhập thấp. Vì vậy, mối quan hệ giữa ổn định tài chính và tài chính toàn diện không cố định mà phụ thuộc vào bối cảnh thể chế, năng lực giám sát và cấu trúc của hệ thống tài chính.

2.4. Khoảng trống nghiên cứu và khung phân tích

Mặc dù nhiều nghiên cứu đã xem xét riêng vai trò của chính sách an toàn vĩ mô đối với ổn định tài chính và tác động của tài chính toàn diện đối với tăng trưởng, số nghiên cứu đồng thời phân tích chính sách an toàn vĩ mô, tài chính toàn diện và rủi ro tín dụng trong cùng một khung thực nghiệm còn hạn chế, đặc biệt ở cấp độ quốc gia.

Để bổ sung khoảng trống này, nghiên cứu tập trung vào hai tuyến quan hệ:

(1) Chính sách an toàn vĩ mô làm thay đổi điều kiện tín dụng dẫn tới ảnh hưởng phát triển tài chính toàn diện

(2) Phát triển tài chính toàn diện thường gắn với mở rộng tín dụng, từ đó gia tăng rủi ro nợ xấu

Khung phân tích này là cơ sở cho các kiểm định thực nghiệm trong các phần tiếp theo.

3. Bối cảnh thực tiễn Việt Nam

3.1. Cấu trúc tín dụng và tích tụ rủi ro

Hệ thống tài chính Việt Nam mang đặc trưng của mô hình dựa vào ngân hàng, trong đó các ngân hàng thương mại giữ vai trò chủ đạo trong cung ứng vốn cho nền kinh tế. Vì vậy, tín dụng vừa là kênh dẫn vốn quan trọng, vừa là nơi tập trung phần lớn rủi ro hệ thống (Demirgüç-Kunt & Levine, 2001; Levine, 2005).

Trong giai đoạn 2010-2023, tỷ lệ tín dụng trên GDP tăng từ khoảng 85% lên gần 130%, cho thấy mức độ phụ thuộc ngày càng lớn của nền kinh tế vào khu vực ngân hàng. Sự mở rộng tín dụng góp phần hỗ trợ

tăng trưởng và cải thiện khả năng tiếp cận vốn, nhưng đồng thời có thể làm gia tăng mức độ dễ tổn thương nếu tiêu chuẩn cho vay bị nới lỏng và rủi ro tích tụ trong bảng cân đối ngân hàng.

Đáng chú ý, rủi ro tín dụng thường không bộc lộ ngay trong giai đoạn tín dụng tăng nhanh mà xuất hiện với độ trễ. Sự lệch pha giữa tăng trưởng tín dụng và nợ xấu là một đặc trưng của chu kỳ tài chính thuận chu kỳ, khi rủi ro tích tụ trong pha mở rộng và chỉ hiện thực hóa rõ hơn khi chu kỳ đảo chiều (Borio, 2012; Drehmann et al., 2011; Jiménez et al., 2014).

3.2. Đặc điểm điều hành chính sách an toàn vĩ mô tại Việt Nam

Trong bối cảnh mức độ thâm dụng tín dụng cao, chính sách an toàn vĩ mô ngày càng giữ vai trò quan trọng trong điều hành tài chính tại Việt Nam. Khuôn khổ này mang tính kết hợp giữa các chuẩn mực an toàn và biện pháp điều tiết hành chính trực tiếp.

Công cụ nổi bật nhất là hạn mức tăng trưởng tín dụng, cho phép Ngân hàng Nhà nước kiểm soát tốc độ mở rộng tín dụng toàn hệ thống và phân bổ hạn mức cho từng ngân hàng theo năng lực tài chính và mức độ rủi ro. Bên cạnh đó, dự trữ bắt buộc, yêu cầu an toàn vốn và hệ số rủi ro đối với bất động sản, chứng khoán và trái phiếu doanh nghiệp cũng được sử dụng nhằm hạn chế tập trung tín dụng vào các lĩnh vực rủi ro cao.

Tuy nhiên, khuôn khổ điều hành vẫn có xu hướng phản ứng sau khi mất cân đối xuất hiện hơn là phòng ngừa dựa trên cảnh báo sớm. Điều này khiến hiệu quả của chính sách phụ thuộc lớn vào thời điểm can thiệp và khả năng nhận diện sớm rủi ro tín dụng, đồng thời có thể làm gia tăng chi phí điều chỉnh khi chu kỳ tài chính đảo chiều (Akinci & Olmstead-Rumsey, 2018).

4. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

4.1. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp từ Ngân hàng Thế giới, Quỹ Tiền tệ Quốc tế và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, tập trung vào ba nhóm biến: chính sách an toàn vĩ mô, tài chính toàn diện và rủi ro tín dụng. Giai đoạn 2010-2023 được lựa chọn do gắn với quá trình tái cơ cấu hệ thống ngân hàng, hoàn thiện khuôn khổ an toàn vĩ mô và mở rộng tài chính toàn diện tại Việt Nam. Mẫu gồm 14 quan sát thường niên; vì vậy, kết quả được diễn giải theo hướng khám phá, chủ yếu nhằm nhận diện xu hướng và các mối liên hệ thực nghiệm.

4.2. Các biến nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng 3 nhóm biến: tài chính toàn diện (FI), chính sách an toàn vĩ mô (MPP), và rủi ro tín dụng cùng các biến kiểm soát.

(i) Chỉ số tài chính toàn diện (FI)

FI được xây dựng bằng phương pháp phân tích thành phần chính (PCA) từ hai biến phản ánh khả năng tiếp cận tài chính: Account (tỷ lệ người trưởng thành có tài khoản tài chính chính thức) và ATM (số lượng máy ATM trên 100.000 người trưởng thành). Một số quan sát thiếu của biến Account được xử lý bằng nội suy tuyến tính. Biến Branch được thử nghiệm ở bước đầu nhưng bị loại khỏi chỉ số cuối cùng do không bảo đảm tính hội tụ.

(ii) Biến chính sách an toàn vĩ mô (MPP)

MPP được đo bằng thang điểm thứ bậc từ 0 đến 3, phản ánh mức độ siết chặt chính sách qua các năm. Thang điểm này được xây dựng theo phương pháp mã hóa định tính dựa trên cường độ sử dụng các công cụ điều tiết chủ đạo theo từng năm, kế thừa cách tiếp cận của Ozge Akinci và Jane Olmstead-Rumsey (2018). Các công cụ được xem xét gồm hạn mức tăng trưởng tín dụng, yêu cầu an toàn vốn, điều tiết thanh khoản và dự trữ bắt buộc. Giá trị càng cao cho thấy mức độ can thiệp an toàn vĩ mô càng lớn.

(iii) *Biến rủi ro tín dụng và biến kiểm soát*

Rủi ro tín dụng được đại diện bởi tỷ lệ nợ xấu (NPL). Các biến kiểm soát gồm: lạm phát (Inflation) và GDP bình quân đầu người (GDPPC). Biến tín dụng khu vực tư nhân (Credit) được sử dụng như kênh truyền dẫn trong mô hình rủi ro tín dụng. Biến độ mở thương mại (Trade) chỉ được sử dụng trong phân tích tương quan.

4.3. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu triển khai ba bước phân tích định lượng.

Thứ nhất, PCA được sử dụng để xây dựng chỉ số tài chính toàn diện tổng hợp (Jolliffe, 2002).

Thứ hai, hệ số tương quan Pearson và kiểm định nghiệm đơn vị Augmented Dickey-Fuller (ADF) được sử dụng để khảo sát liên hệ giữa các biến và kiểm tra tính dừng của chuỗi.

Thứ ba, nghiên cứu sử dụng hồi quy OLS với sai số chuẩn bền vững để kiểm định các mối liên hệ thực nghiệm cốt lõi. Với quy mô mẫu nhỏ, các hệ số ước lượng được diễn giải theo hướng liên kết thực nghiệm hơn là quan hệ nhân quả (Wooldridge, 2013).

Mô hình (1): Tác động của chính sách an toàn vĩ mô đến tài chính toàn diện

$$FI_t = \alpha + \beta_1 MPP_t + \beta_2 Inflation_t + \beta_3 GDPPC_t + \varepsilon_t$$

Mô hình này kiểm định mối liên hệ giữa mức độ siết chặt chính sách an toàn vĩ mô và mức độ phát triển tài chính toàn diện, có kiểm soát các điều kiện kinh tế vĩ mô cơ bản.

Mô hình (2): Tác động của tài chính toàn diện đến rủi ro hệ thống

$$NPL_t = \alpha + \beta_1 FI_t + \beta_2 Inflation_t + \beta_3 L.Credit_{(t-1)} + \varepsilon_t$$

Biến Credit được đưa vào dạng trễ một kỳ nhằm phản ánh độ trễ trong hiện thực hóa rủi ro tín dụng. Do đặc điểm chuỗi thời gian ngắn và quy mô mẫu nhỏ, kết quả hồi quy được diễn giải theo hướng khám phá. Tự tương quan phần dư được kiểm tra bằng thống kê Durbin-Watson và kiểm định Breusch-Godfrey; sai số chuẩn bền vững được sử dụng để tăng độ tin cậy của suy luận thống kê.

5. Kết quả nghiên cứu và thảo luận**5.1. Kết quả xây dựng chỉ số tài chính toàn diện và đặc điểm dữ liệu nghiên cứu**

Nghiên cứu sử dụng PCA để xây dựng chỉ số tài chính toàn diện (FI). Ban đầu, mô hình gồm 3 biến Account, ATM và Branch; tuy nhiên, Branch có hệ số tải âm nên được loại khỏi chỉ số cuối cùng. Do đó, FI được xây dựng từ Account và ATM, phù hợp với xu hướng giảm vai trò tương đối của các kênh giao dịch vật lý trong bối cảnh số hóa tài chính.

Kết quả tại Bảng 1 cho thấy, thành phần chính thứ nhất có giá trị riêng 1,893, giải thích 94,64% tổng phương sai. Hệ số tải bằng nhau của Account và ATM (0,7071) cho thấy hai biến đóng góp tương đối cân bằng, qua đó cho phép FI đại diện khá tốt cho chiều tiếp cận tài chính.

Bảng 1. Kết quả xây dựng chỉ số tài chính toàn diện và thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Phân A. Kết quả phân tích thành phần chính (PCA)					
Thành phần	Eigenvalue	Tỷ trọng phương sai (%)	Tích lũy (%)		
Comp1	1.8928	94.64	94.64		
Comp2	0.1072	5.36	100.00		

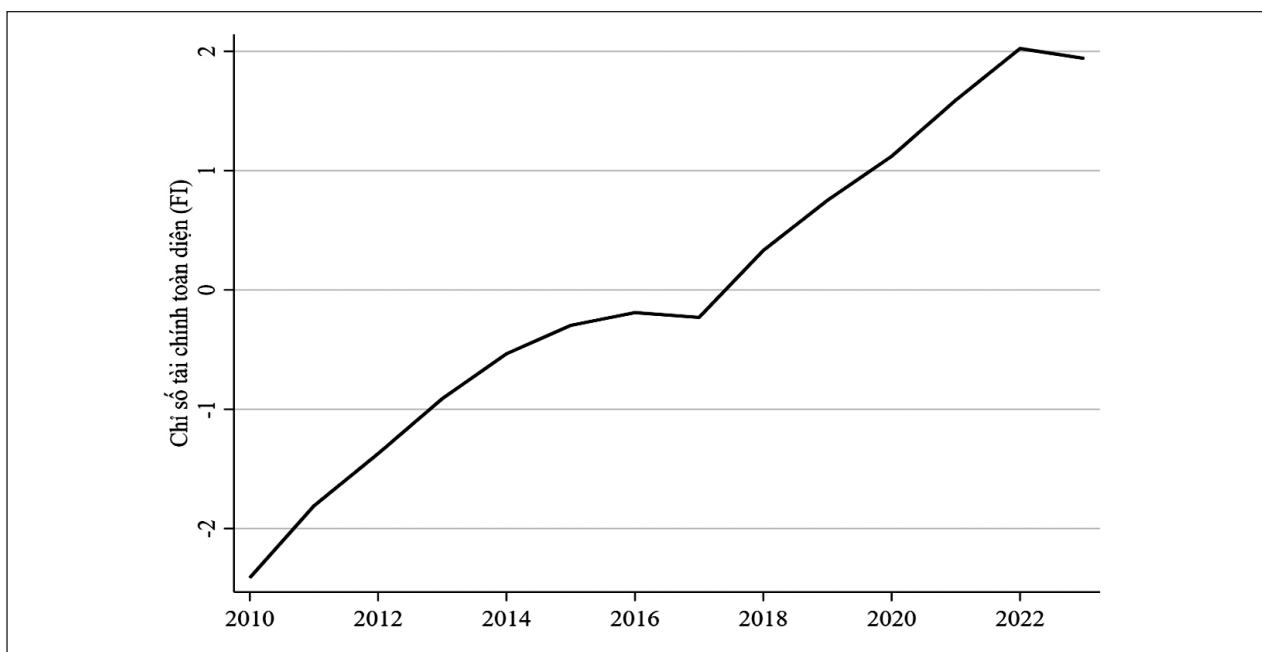
Phần B. Hệ số tài nhân tố					
Biến	Comp1				
Account	0.7071				
ATM	0.7071				
Phần C. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu					
Biến	N	Mean	SD	Min	Max
FI	14	0.000	1.376	-2.414	2.024
MPP	14	1.500	1.019	0.000	3.000
Credit	13	98.055	17.328	75.549	124.962
NPL	13	2.471	0.621	1.599	3.497
Inflation	14	5.163	4.623	0.631	18.678
GDPPC	14	2954.738	805.266	1683.162	4323.350
Trade	14	150.520	22.601	113.978	186.676

Nguồn: Tính toán của tác giả từ dữ liệu World Bank, IMF và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.

Thống kê mô tả cho thấy tín dụng khu vực tư nhân chiếm trung bình 98,055% GDP, phản ánh mức độ phụ thuộc cao vào tín dụng ngân hàng. Trong khi đó, tỷ lệ nợ xấu dao động từ 1,599% đến 3,497%, cho thấy rủi ro tín dụng có biến động nhưng chưa xuất hiện biến động đột biến trong giai đoạn nghiên cứu.

Hình 1 cho thấy, FI tăng mạnh từ khoảng -2,4 năm 2010 lên gần 2,0 năm 2022 trước khi điều chỉnh nhẹ vào năm 2023, phản ánh xu hướng mở rộng tiếp cận tài chính, đặc biệt sau khi tài chính số tăng tốc từ năm 2018.

Hình 1. Diễn biến chỉ số tài chính toàn diện tại Việt Nam giai đoạn 2010-2023



Nguồn: Tính toán của tác giả từ dữ liệu World Bank, IMF và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.

5.2. Kiểm tra dữ liệu và phân tích tương quan

Bảng 2 trình bày kết quả kiểm định tính dừng (ADF) và ma trận tương quan Pearson giữa các biến nghiên cứu.

Bảng 2. Ma trận tương quan và kiểm định tính dừng của các biến nghiên cứu

Phần A. Ma trận tương quan Pearson							
Biến	FI	MPP	Credit	NPL	Inflation	GDPPC	Trade
FI	1.000						
MPP	0.356	1.000					
Credit	0.871***	0.416	1.000				
NPL	-0.529*	-0.245	-0.831***	1.000			
Inflation	-0.674***	-0.230	-0.566**	0.334	1.000		
GDPPC	0.988***	0.258	0.896***	-0.577**	-0.622**	1.000	
Trade	0.937***	0.410	0.920***	-0.660**	-0.649**	0.920***	1.000
Phần B. Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị ADF							
Biến	Thống kê ADF	p-value	Kết luận				
FI	-2.062	0.5672	Không dừng				
MPP	-3.009	0.0341	Dừng (I(0))				
Inflation	-7.319	0.0000	Dừng (I(0))				
GDPPC	0.707	0.9900	Không dừng				
Credit	-1.125	0.7050	Không dừng				
NPL	-1.011	0.7491	Không dừng				

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

Nguồn: Tính toán của tác giả từ dữ liệu World Bank, IMF và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.

FI có tương quan dương mạnh với Credit ($r = 0,871$; $p < 0,01$), cho thấy mở rộng tài chính toàn diện gắn chặt với chiều sâu tín dụng. Đồng thời, FI có tương quan âm với NPL ($r = -0,529$; $p < 0,10$), hàm ý quá trình mở rộng tài chính trong giai đoạn nghiên cứu chưa đi kèm sự gia tăng tức thời của rủi ro tín dụng.

Credit có tương quan âm mạnh với NPL ($r = -0,831$; $p < 0,01$), phù hợp với giả thuyết về độ trễ trong hiện thực hóa rủi ro tín dụng. FI cũng có tương quan rất cao với GDPPC ($r = 0,988$; $p < 0,01$), phản ánh mối liên hệ chặt giữa mở rộng tài chính và tăng trưởng thu nhập.

Kết quả ADF cho thấy mẫu nghiên cứu bao gồm cả chuỗi dừng và không dừng ở dạng mức. Với đặc điểm này, các kết quả hồi quy được diễn giải theo hướng liên kết thực nghiệm thay vì quan hệ nhân quả.

5.3. Kết quả hồi quy khám phá

Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy OLS với sai số chuẩn bền vững.

Bảng 3. Kết quả hồi quy OLS khám phá

Biến	Model (1): FI	Model (2): NPL
MPP	0.138**	-
Inflation	-0.025***	0.070*
GDPPC	0.0016***	-
FI	-	0.494
L.Credit	-	-0.060***
Constant	-4.660***	7.887***
R ²	0.991	0.805
Obs	14	12

*Ghi chú: Sai số chuẩn bền vững (robust standard errors); *, **, *** lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

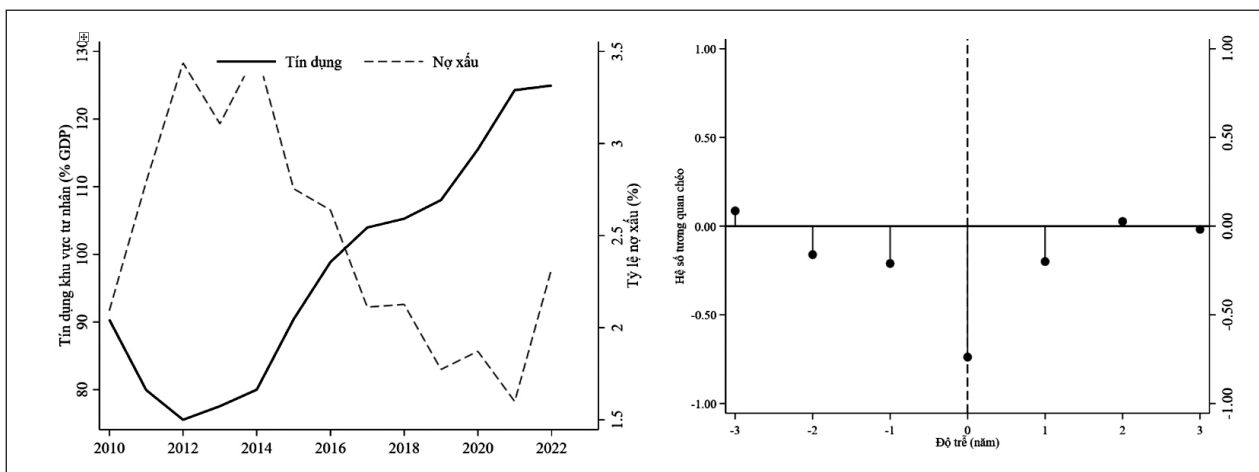
Nguồn: Tính toán của tác giả.

Trong mô hình (1), MPP có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê đối với FI ($\beta = 0,138$; $p < 0,05$), cho thấy việc siết chặt chính sách an toàn vĩ mô không nhất thiết làm suy giảm khả năng tiếp cận tài chính. Inflation có hệ số âm, trong khi GDPPC có quan hệ tích cực với tài chính toàn diện.

Trong mô hình (2), FI có hệ số dương nhưng không có ý nghĩa thống kê, nên chưa có bằng chứng đủ mạnh rằng tài chính toàn diện làm gia tăng rủi ro tín dụng. Inflation có hệ số dương ở mức ý nghĩa 10%, cho thấy bất ổn vĩ mô có thể làm tăng áp lực nợ xấu.

L.Credit có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê mạnh. Kết quả này có thể phản ánh hiệu ứng pha loãng mẫu số và độ trễ trong hiện thực hóa rủi ro hơn là sự cải thiện thực chất của chất lượng tín dụng. Hình 2 cho thấy tín dụng tăng trong khi tỷ lệ nợ xấu giảm tương đối, còn tương quan âm suy yếu dần theo độ trễ, phù hợp với khả năng rủi ro tích tụ trong pha mở rộng và chỉ bộc lộ rõ khi chu kỳ tài chính đảo chiều.

Hình 2. Quan hệ giữa mở rộng tín dụng và rủi ro tín dụng tại Việt Nam



(a) Diễn biến tín dụng khu vực tư nhân và tỷ lệ nợ xấu giai đoạn 2010-2022

(b) Tương quan chéo giữa biến động tín dụng và biến động tỷ lệ nợ xấu giai đoạn 2011-2022

Nguồn: Tính toán của tác giả từ dữ liệu World Bank và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.

Các kết quả này tạo nền tảng cho phần thảo luận tiếp theo về bản chất của trạng thái đánh đổi giữa ổn định tài chính và tài chính toàn diện tại Việt Nam.

5.4. Thảo luận

Kết quả thực nghiệm cho thấy quan hệ giữa ổn định tài chính và tài chính toàn diện tại Việt Nam không phải là một sự đánh đổi tuyệt đối, mà mang tính điều kiện, phụ thuộc vào cấu trúc tín dụng, cách thức điều hành và trạng thái của chu kỳ tài chính. Phát hiện này phù hợp với các nghiên cứu cho rằng chính sách an toàn vĩ mô không nhất thiết cản trở tài chính toàn diện nếu được thiết kế phù hợp (Han & Melecky, 2013; Sahay et al., 2015).

Trong bối cảnh Việt Nam phụ thuộc lớn vào tín dụng ngân hàng, tác động của chính sách an toàn vĩ mô gắn chặt với điều kiện phân bổ tín dụng. Đáng chú ý, rủi ro có thể tích tụ trong giai đoạn tín dụng mở rộng nhưng chỉ bộc lộ rõ khi chu kỳ đảo chiều. Vì vậy, tỷ lệ nợ xấu giảm trong ngắn hạn có thể phản ánh hiệu ứng pha loãng mẫu số hơn là sự cải thiện thực chất của chất lượng tín dụng (Borio, 2012; Drehmann et al., 2011).

Do đó, quan hệ giữa ổn định tài chính và tài chính toàn diện nên được xem là một quan hệ động, có độ trễ và phụ thuộc vào chu kỳ tín dụng, thay vì một đánh đổi tĩnh.

6. Kết luận và hàm ý chính sách

Nghiên cứu phân tích mối quan hệ giữa chính sách an toàn vĩ mô, tài chính toàn diện và ổn định tài chính tại Việt Nam giai đoạn 2010-2023 bằng chỉ số FI xây dựng từ PCA và mô hình OLS. Kết quả cho thấy, chính sách an toàn vĩ mô có mối liên hệ tích cực với tài chính toàn diện, trong khi chưa có bằng chứng rõ ràng tài chính toàn diện làm gia tăng rủi ro tín dụng. Việc tỷ lệ nợ xấu giảm trong giai đoạn tín dụng mở rộng có thể phản ánh độ trễ của rủi ro và hiệu ứng mẫu số hơn là sự cải thiện thực chất của chất lượng tài sản. Nhìn chung, quan hệ giữa ổn định tài chính và tài chính toàn diện tại Việt Nam mang tính đánh đổi có điều kiện, phụ thuộc vào chất lượng điều hành và năng lực giám sát.

Từ đó, nghiên cứu đề xuất chuyển trọng tâm từ kiểm soát quy mô sang nâng cao chất lượng phân bổ tín dụng và giám sát rủi ro theo lĩnh vực; lồng ghép mục tiêu tài chính toàn diện vào khuôn khổ an toàn vĩ mô; áp dụng các công cụ điều tiết có mục tiêu thay vì siết chặt đồng loạt; đồng thời phát triển tài chính số và hệ thống cảnh báo sớm nhằm nâng cao khả năng phòng ngừa rủi ro.

Do mẫu nhỏ và dữ liệu tần suất năm, kết quả chỉ nên được xem là bằng chứng tương quan, không phải quan hệ nhân quả. Các nghiên cứu tiếp theo có thể sử dụng dữ liệu tần suất cao hơn, dữ liệu mảng và các phương pháp phi tuyến hoặc nhận dạng nhân quả để kiểm định sâu hơn các cơ chế tác động ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Akinci, O., & Olmstead-Rumsey, J. (2018). How effective are macroprudential policies? An empirical investigation. *Journal of Financial Intermediation*, 33, 33–57. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2017.04.001>
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2007). Finance, inequality and the poor. *Journal of Economic Growth*, 12(1), 27–49. <https://doi.org/10.1007/s10887-007-9010-6>
- Borio, C. (2003). Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation? BIS Working Papers No. 128. Bank for International Settlements.
- Borio, C. (2011). Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism. *Capitalism and Society*, 6(1), Article 1. <https://doi.org/10.2202/1932-0213.1060>

- Borio, C. (2012). The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? BIS Working Papers No. 395. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/work395.pdf>
- Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2001). Financial structure and economic growth: A cross-country comparison of banks, markets, and development. MIT Press.
- Demirgüç-Kunt, A., Klapper, L., Singer, D., Ansar, S., & Hess, J. (2018). The Global Findex Database 2017: Measuring financial inclusion and the fintech revolution. World Bank. <https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1259-0>
- Drehmann, M., Borio, C., & Tsatsaronis, K. (2011). Anchoring countercyclical capital buffers: The role of credit aggregates. *International Journal of Central Banking*, 7(4), 189–240. <https://www.ijcb.org/journal/ijcb11q4a8.pdf>
- Galati, G., & Moessner, R. (2013). Macroprudential policy: A literature review. *Journal of Economic Surveys*, 27(5), 846–878. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6419.2012.00729.x>
- Han, R., & Melecky, M. (2013). Financial inclusion for financial stability: Access to bank deposits and the growth of deposits in the global financial crisis (Policy Research Working Paper No. 6577). World Bank. <https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/529001468330876653>
- International Monetary Fund. (2013). Key aspects of macroprudential policy. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/061013b.pdf>
- International Monetary Fund. (2024). International Financial Statistics (IFS). <https://data.imf.org/IFS>
- International Monetary Fund, Financial Stability Board, & Bank for International Settlements. (2016). Elements of effective macroprudential policies: Lessons from international experience. International Monetary Fund.
- Jiménez, G., Ongena, S., Peydró, J. L., & Saurina, J. (2014). Hazardous times for monetary policy: What do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk-taking? *Econometrica*, 82(2), 463–505. <https://doi.org/10.3982/ECTA10104>
- Jolliffe, I. T. (2002). Principal component analysis (2nd ed.). Springer.
- Levine, R. (2005). Finance and growth: Theory and evidence. In P. Aghion & S. N. Durlauf (Eds.), *Handbook of Economic Growth* (Vol. 1A, pp. 865–934). Elsevier.
- Sahay, R., Čihák, M., N'Diaye, P., Barajas, A., Mitra, S., Kyobe, A., Mooi, Y. N., & Yousefi, S. R. (2015). Financial inclusion: Can it meet multiple macroeconomic goals? IMF Staff Discussion Note SDN/15/17. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1517.pdf>
- State Bank of Vietnam. (2024). Annual reports and statistical bulletins. <https://www.sbv.gov.vn>
- Wooldridge, J. M. (2013). Introductory econometrics: A modern approach (5th ed.). Cengage Learning.
- World Bank. (2024). World Development Indicators. World Bank DataBank. <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>