

# Cơ chế truyền dẫn của chính sách tiền tệ: Các nghiên cứu lí thuyết và thực nghiệm trên thế giới

ThS. NGUYỄN PHÚC CÀNH

Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

*Để chính sách tiền tệ (CSTT) thực sự hiệu quả trong điều hành kinh tế và đặc biệt là kiểm soát lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô, cần hiểu rõ các kênh truyền dẫn của CSTT. Bài báo sử dụng phương pháp lược khảo tài liệu và tổng hợp để tập trung tìm kiếm các bằng chứng thực nghiệm có liên quan về cơ chế truyền dẫn của CSTT trên thế giới nhằm làm cơ sở lý thuyết cho các nghiên cứu thực nghiệm về truyền dẫn của CSTT cho Việt Nam. Kết quả cho thấy, CSTT truyền dẫn chủ yếu qua các kênh: Kênh lãi suất, kênh tỷ giá, kênh giá tài sản, kênh tín dụng và kênh mong đợi. Tùy theo đặc điểm vĩ mô của từng quốc gia, tùy theo giai đoạn kinh tế mà mức độ hiệu quả của từng kênh truyền dẫn có khác nhau.*

## 1. Giới thiệu

**T**ruyền dẫn của CSTT là quá trình CSTT thay đổi ảnh hưởng đến các biến số của nền kinh tế như: Lãi suất, giá cả tài sản, chi tiêu, tiêu dùng, tỉ giá hối đoái, dòng tiền, khả năng cấp tín dụng của hệ thống NHTM (Mishkin, 2004). Hiểu rõ và nắm vững lí thuyết về cơ chế truyền dẫn, các kênh truyền dẫn của CSTT và các bằng chứng thực nghiệm đã được nghiên cứu không chỉ giúp các nhà hoạch định chính sách có những quyết định đúng đắn mà còn giúp cho các nhà nghiên cứu kinh tế có nền tảng lí thuyết vững chắc để xây dựng các nghiên cứu phù hợp. Nghiên cứu tìm hiểu cơ chế truyền dẫn của CSTT

trên cả hai phương diện lí thuyết và kết quả thực nghiệm từ các nghiên cứu trên thế giới. Bài báo này nhằm tổng hợp lý thuyết và các bằng chứng thực nghiệm về truyền dẫn của CSTT trên thế giới. Tiếp đến bài báo tìm hiểu các kênh truyền dẫn của CSTT ở các quốc gia nhỏ và mở cửa như Việt Nam để làm cơ sở cho các nghiên cứu thực nghiệm về truyền dẫn của CSTT tại Việt Nam.

## 2. Cơ sở lí thuyết và phương pháp nghiên cứu

### 2.1. Cơ sở lí thuyết

Cơ chế truyền dẫn của CSTT dựa trên mối quan hệ giữa lãi suất và các biến như giá cả, sản lượng được giáo sư John



Hicks (Hicks, 1937) nêu ra trong mô hình IS-LM (Investment/Saving- Liquidity preference/ Money supply). Mô hình IS- LM dựa trên phân tích của giáo sư John Maynard Keynes's năm 1936 (Keynes, 1936), đây là mô hình lý thuyết nền tảng giải thích cho cơ chế truyền dẫn của CSTT. Mô hình IS- LM giải thích trạng thái cân bằng giữa mức lãi suất và sản lượng đầu ra của nền kinh tế trong điều kiện giá cả cố định. Mô hình IS- LM là một trong những mô hình quan trọng bậc nhất trong kinh tế học vĩ mô bởi vì IS-LM không chỉ giúp ích trong dự báo kinh tế mà còn giúp hiểu được rõ ràng bằng cách nào chính sách của chính phủ có thể ảnh hưởng đến các hoạt động kinh tế (Mishkin, 2004). Giao điểm của IS và LM chính là điểm cân bằng của nền kinh tế, tại đó mức giá cả hàng hóa, sản lượng cân bằng với mức lãi suất xác định. Giả sử cung tiền tăng làm cho đường LM dịch chuyển sang phải, khi đó điểm cân bằng sẽ dịch chuyển theo. Điểm cân bằng mới sẽ có mức lãi suất thấp hơn và sản lượng cao hơn. Vì vậy, ngân hàng trung ương (NHTW) có thể thực thi CSTT bằng cách thay đổi cung tiền để làm dịch chuyển LM theo ý mình nhằm đạt được mức sản lượng mong đợi.

Trong mô hình IS- LM ở trên, Keynes giả định rằng mức giá cả giữ ổn định cho nên giá trị thực và giá trị danh nghĩa của các biến số là bằng nhau trong ngắn hạn. Khi giá cả thay đổi trong dài hạn

mà NHTW thực hiện chính sách mở rộng tiền tệ, cung tiền tăng, sẽ làm giá cả tăng theo, trong khi đó lãi suất và sản lượng không thay đổi (hiện tượng long-run monetary neutrality). Đây là bài toán (puzzle) trong thực thi CSTT mà nhiều nhà nghiên cứu sau này cố gắng tìm lời giải đáp thông qua các nghiên cứu trong suốt thế kỷ 20.

## 2.2. Phương pháp nghiên cứu

Tác giả sử dụng phương pháp tổng hợp lý thuyết (Literature Review) để tìm kiếm các bằng chứng thực nghiệm về kênh truyền dẫn của CSTT. Trong đó, tác giả tổng hợp theo kênh truyền dẫn và theo quốc gia để tránh trường hợp bỏ sót bằng chứng thực nghiệm.

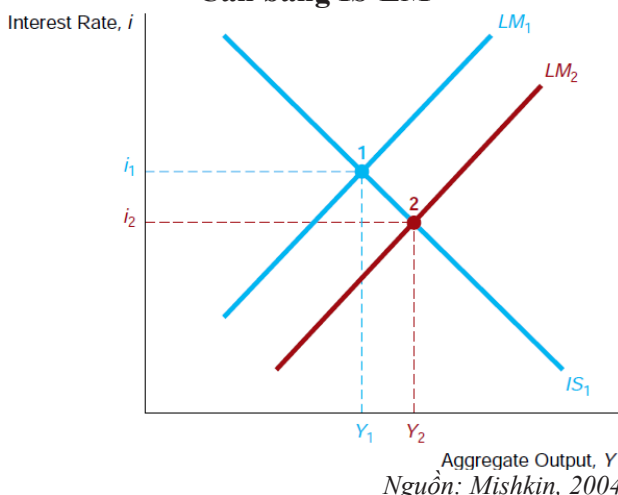
## 3. Kết quả nghiên cứu

Các nghiên cứu về sự truyền dẫn của CSTT đã được thực hiện tại nhiều quốc gia, khu vực khác nhau theo nghiên cứu của Prachi, Peter (2013) và tổng hợp của tác giả. Các nghiên cứu cho thấy, CSTT truyền dẫn thông qua nhiều kênh, trong đó các kênh truyền dẫn chính vẫn là kênh lãi suất (Interest Rate Channel- IRC), kênh tỉ giá hối đoái (Exchange Rate Channel- ERC), kênh giá tài sản (Asset Price Channel- APC), kênh tín dụng (Credit Channel- CC) và kênh mong đợi (Expectation Channel- EC) (Mukherjee, Bhattacharya, 2011). Mặc dù, tại một số quốc gia riêng lẻ đôi khi CSTT không truyền dẫn qua các kênh (như Ghana), nhưng hầu hết các nghiên cứu đều chỉ ra rằng CSTT truyền dẫn qua các kênh tồn tại ở tất cả các châu lục với mức độ truyền dẫn khác nhau. Trong đó kênh lãi suất và kênh giá tài sản là kênh chính tại các quốc gia phát triển, kênh tỷ giá rất quan trọng tại các nước mở cửa nền kinh tế. Trong khi kênh tín dụng có vai trò quan trọng tại các nước đang phát triển vì vai trò quan trọng của hệ thống ngân hàng thương mại (Bảng 1).

## 3.1. Kênh lãi suất (Interest Rate Channel- IRC)

Kênh lãi suất được xem là kênh truyền thống quan trọng nhất của CSTT theo những phân tích của Keynes. Các nghiên cứu cho thấy IRC tồn tại ở nhiều quốc gia như ở Anh, Đức, Úc, Thổ Nhĩ Kỳ... và đóng vai trò là kênh truyền dẫn quan trọng nhất của CSTT ở các quốc gia phát

**Hình 1. Chính sách tiền tệ và Cân bằng IS-LM**





**Bảng 1. Các nghiên cứu về sự truyền dẫn của chính sách tiền tệ**

Khu vực	Nghiên cứu	Quốc gia	Phát hiện
Châu Phi	Uanguta, Ikhide (2002)	Namibia, 1990M1-1999M12	CSTT truyền dẫn từ lãi suất điều hành đến lãi suất cho vay và đầu tư tư nhân
	Abradu-Otoo & cộng sự (2003)	Ghana, 1969Q1-2002Q4	Không phát hiện ảnh hưởng của lãi suất điều hành cũng như cung tiền M2 đến các biến khác
	Saxegaard (2006)	Nigeria, Uganda, 1990Q1-2004Q4	Cú sốc thay đổi M0 có truyền dẫn đến sản lượng và giá cả
	Cheng (2006)	Kenya, 1997M1-2005M6	Cú sốc trong lãi suất điều hành có tác động mạnh đến đầu tư tư nhân và tiết kiệm, nhưng không có tác động đến sản lượng
	Al-Mashat and Billmeier (2007)	Ai Cập, 1996 M1-2005 M6	CSTT có tác động đến sản lượng và giá cả như khung lí thuyết
	Moursi & cộng sự (2007)	Ai Cập, 1985-2005	CSTT có tác động đến giá cả và sản lượng
	Poddar & cộng sự (2007)	Jordan, 1996 Q1-2005 Q1	CSTT không có tác động đến thị trường chứng khoán, tín dụng NHTM, lãi suất cho vay, tiết kiệm tư nhân và sản lượng
	Lungu (2008)	Botswana, Malawi, Namibia, South Africa, Zambia, 1990M1-2006M12	Lãi suất huy động và cho vay trong hệ thống NHTM có phản ứng với lãi suất điều hành, trong khi đó giá cả, sản lượng có phản ứng khác nhau ở các quốc gia
	Boughrara (2008)	Tunisia, 1989 Q1-2005 Q4, Morocco, 1990 Q1-2005 Q4	CSTT có tác động qua kênh tín dụng của NHTM
	Neaime (2008)	Ai Cập, Jordan, Lebanon, Morocco, Tunisia, 1990 Q1-2006 Q4	CSTT có tác động đến giá cả và sản lượng
	Olawale Ogunkula, Tarawalie (2008)	Sierra Leone, 1990Q1-2006Q2	Lãi suất điều hành có tác động đến sản lượng, tiết kiệm, tín dụng của NHTM, tỉ giá hối đoái danh nghĩa
	Buigut (2009)	Kenya, Tanzania, Uganda, 1984 (1985 cho Uganda) đến 2005 (2006 cho Kenya)	Lãi suất điều hành tác động lên sản lượng và giá cả không đáng kể
	Ngalawa (2009)	Malawi, 1988 M1-2005 M12	Lãi suất điều hành có tác động đến tín dụng NHTM, sản lượng và mức giá
	Ramcharan (2010)	Botswana, Lesotho, Namibia, Malawi, 2001M1-2008M12	Ảnh hưởng của các cú sốc trong lãi suất điều hành lên giá cả không có ý nghĩa thống kê
	Mugume (2011)	Uganda, 1999 Q1-2009 Q1	Lãi suất điều hành có tác động đến sản lượng còn tác động lên mức giá thì không có ý nghĩa thống kê
	Montiel & cộng sự (2012)	Tanzania, 2001 M12-2010 M12	Lãi suất điều hành có tác động yếu lên mức giá, trong khi sản lượng không bị ảnh hưởng
Davoodi & cộng sự (2013)	Burundi, Kenya, Rwanda, Tanzania, Uganda, 2000 M1-2010 M12	Nhiều kết luận khác nhau, tuy nhiên lãi suất điều hành hay cung tiền không cho bằng chứng ổn định về tác động đến mức giá và sản lượng	



<b>Châu Âu</b>	Ganev & cộng sự (2002)	Bulgaria, Estonia, Latvia, Lithuania, Romania, Slovak Republic, 1995 M1-2000 M12	CSTT thắt chặt làm giảm sản lượng ở Slovak Republic, còn lại các quốc gia khác đều không có tác động mạnh. Tuy nhiên, bằng chứng lại không ổn định theo thời gian
	Lang, Krznar (2004)	Croatia, 1999 M6-2003 M12	CSTT thắt chặt làm giảm sản lượng trong ngắn hạn nhưng cải thiện tình hình tài khoản vãng lai
	Gambacorta, Mistrulli (2004)	Ý (1992-2001)	Có sự truyền dẫn của CSTT qua kênh tín dụng
	Oliver Hulsewig, Eric Mayer, Timo Wollmershauser (2006)	Đức	Có sự truyền dẫn của CSTT qua kênh lãi suất, kênh tín dụng của NHTM
	Ferre De Graeve, Olivier De Jonghe, Rudi Vander Vennet (2007)	Bỉ, 1990- 2000	Có kênh lãi suất, và kênh tín dụng, tuy nhiên kênh tín dụng truyền dẫn chủ yếu trong dài hạn
	Adam B. Ashcraft, Murillo Campello (2007)	châu Âu	Tồn tại kênh truyền dẫn qua giá cả tài sản
	Peter Tillmann (2008)	Anh	Tồn tại kênh truyền dẫn chi phí (Cost channel)
	Elbourne & de Haan (2009)	Slovak Republic, 1998 M10-2004 M7	CSTT có tác động đến sản lượng và giá cả
	Oliver Hülsewig, Eric Mayer, Timo Wollmershäuser (2009)	Các nước thuộc khối sử dụng đồng tiền chung châu Âu	Lãi suất điều hành của ECB có truyền dẫn qua kênh lãi suất và kênh tín dụng của NHTM khu vực châu Âu
	Sylvia Kaufmann, Johann Scharler (2009)	Mỹ, châu Âu	Kênh truyền dẫn chi phí yếu ở hai khu vực
<b>Châu Á</b>	Dabla-Norris & Floerkemeier (2006)	Armenia, 2000 M5-2005 M12	Cung tiền có ảnh hưởng đến sản lượng nhưng không tác động đến giá cả; lãi suất repo có tác động đến giá cả nhưng không tác động đến sản lượng
	Agha & cộng sự (2005)	Pakistan, 1996 M7 to 2004 M3	Lãi suất điều hành tăng làm giảm sản lượng nhưng tăng giá cả
	Alam & Waheed (2006)	Pakistan, 1973 Q1 to 2003 Q4	CSTT có tác động đến sản lượng nhưng mức ý nghĩa thấp
	Bakradze and Billmeier (2007)	Georgia, 1999 Q1-2006 Q4	CSTT có tác động lên sản lượng trong 2 quý đầu nhưng không có tác động lên giá cả
	Watanabe (2007)	Nhật	Có tồn tại kênh truyền tín dụng cùng với kênh lãi suất
	Samkharadze (2008)	Georgia, 2002 M6-2007 M5	CSTT có tác động lên sản lượng và giá cả nhưng không tác động lên cung tín dụng của NHTM
	Ahmad (2008)	Fiji, Papua New Guinea	CSTT không truyền dẫn qua kênh lãi suất mà tập trung vào kênh tín dụng NHTM



	Isakova (2008)	Kazakhstan, 1995 M1-2006 M12, Kyrgyz Republic, 1995 M9-2006 M12, Tajikistan, 2001 M1-2006 M12	CSTT truyền dẫn qua kênh lãi suất, trong khi đó kênh tín dụng NHTM không đóng vai trò quan trọng trong truyền dẫn CSTT
	Mallick (2009)	Ấn Độ, 1996:Q2 to 2009:Q1	Lãi suất điều hành tăng làm giảm sản lượng nhưng không có tác động nhiều đến giá cả
	Bordon & Weber (2010)	Armenia, 2000 M1-2010 M5	CSTT tác động đến sản lượng nhưng không tác động đến mức giá
Châu Mỹ	Robinson & Robinson (1997)	Jamaica	CSTT thắt chặt làm giảm sản lượng
	Kendall (2001)	Bahamas, Barbados, Belize, Guyana, Jamaica, Trinidad, 1991 Q1 đến 1998 Q4	Truyền dẫn của lãi suất điều hành đến lãi suất cho vay trên thị trường yếu
	Kishan, Opiela (2006)	Mỹ, 1980-1999	Tồn tại kênh tín dụng bên cạnh kênh lãi suất và tỉ giá trong truyền dẫn CSTT của Mỹ
	Van den Heuvel (2002, 2007b)	Mỹ	Tồn tại kênh tín dụng bên cạnh kênh lãi suất và tỉ giá trong truyền dẫn CSTT của Mỹ
	Ramlogan (2007)	Trinidad, Tobago, 1970 Q1- 2000 Q2	Thay đổi tỉ lệ dự trữ bắt buộc có tác động đến tín dụng, giá cả và sản lượng
	Karel Mertens (2008)	Mỹ, 1960- 1970	Có kênh truyền dẫn tín dụng và kênh truyền dẫn lãi suất trong giai đoạn này
	Duran-Viquez, & Esquivel-Monge (2008)	Costa Rica, 1996 M1-2007 M12	Lãi suất điều hành truyền dẫn hoàn toàn đến lãi suất huy động và cho vay trong dài hạn (từ 4- 5 tháng)
	Tobias Cwik, Gernot J. Muller & Maik H. Wolters (2011)	Mỹ, châu Âu	Có kênh truyền dẫn tỉ giá ở Mỹ và châu Âu

*Nguồn: Prachi, Peter (2013) và tổng hợp của tác giả*

triển (Bảng 2). IRC không chỉ tồn tại ở các nước có nền kinh tế phát triển như nhóm các nước thuộc G7 mà cả ở các nước đang phát triển như Malaysia, Thổ Nhĩ Kỳ (Bảng 2).

Tuy nhiên, Lula, Mark (2013) phát hiện có trường hợp ngoại lệ khi họ không tìm thấy bằng chứng IRC tồn tại ở Iritrea (một quốc gia với nền kinh tế nhỏ kém phát triển ở châu Phi). Điều này được giải thích vì hệ thống thị trường tài chính của Iritrea chưa phát triển, trong khi đó hệ thống NHTM gần như chi phối toàn bộ hoạt động của nền kinh tế nên kênh tín dụng NHTM mới là kênh quan trọng nhất. Một số trường hợp khác như Kenya, Uganda, Tanzania cũng cho thấy IRC thể hiện vai trò không quan trọng trong truyền dẫn CSTT (Buigut, 2009), điều này cũng bị ảnh hưởng bởi việc thị trường tài chính của

các quốc gia này chưa phát triển.

### 3.2. Kênh tỉ giá (Exchange rate channel-ERC)

Trong trường hợp quốc gia mở cửa CSTT sẽ truyền dẫn thông qua ảnh hưởng đến xuất khẩu ròng và sau đó tác động đến sản lượng đầu ra của nền kinh tế (Mishkin, 2004). ERC bao gồm cả tác động của lãi suất bởi vì khi lãi suất thực nội địa giảm làm cho các khoản tiền gửi bằng nội tệ kém hấp dẫn hơn các khoản tiền gửi bằng đồng tiền khác. Các bằng chứng thực nghiệm đều cho thấy ERC là một kênh truyền dẫn quan trọng cùng với IRC trong quá trình truyền dẫn tác động của CSTT tại các nước mở cửa (Bảng 3).

Vẫn có một số trường hợp như, Lula, Mark (2013) cũng đã không tìm thấy bằng chứng



**Bảng 2. Các nghiên cứu về kênh lãi suất trong truyền dẫn chính sách tiền tệ**

Nghiên cứu	Kênh lãi suất (IRC)
Friedman (1956)	IRC là kênh truyền thống của CSTT
Hannan & Liang (1993)	IRC tồn tại ở Mỹ
Cecchetti (1995)	IRC là kênh truyền dẫn chính của CSTT tác động đến cầu tín dụng
Taylor (1995)	IRC là kênh quan trọng nhất truyền dẫn CSTT
Bernanke, Gertler (1995)	Sử dụng kĩ thuật Black Box phân tích IRC ở Mỹ
Gambacorta (2005)	IRC tồn tại ở Ý
De Bondt (2000)	Cơ chế truyền dẫn của CSTT qua IRC còn phụ thuộc vào lãi suất điều hành tăng hay giảm
Scholnick (1996)	IRC tồn tại ở Singapore, Malaysia
(Heffernan, 1997, 2002)	IRC tồn tại ở Anh
Toolsema, Sturm, & De Haan (2001)	IRC tồn tại và không diễn ra tức thời mà có độ trễ
Kakes & Sturm (2002)	IRC tồn tại ở Đức
(Burgstaller, 2003)	IRC tồn tại ở Úc
(Sander & Kleimeier, 2004)	IRC tồn tại ở châu Âu
(Ireland, 2005)	IRC ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư và tiêu dùng
(Takashi Nagahata, 2005)	IRC tác động đến đầu tư của DN vừa và nhỏ ở Nhật
(Lago & Salas, 2005)	IRC tồn tại ở Tây Ban Nha
(Golinelli & Rovelli., 2005)	IRC quan trọng tại Séc, Hungary và Phần Lan
(Karasoy, Kunter, & Us, 2005)	IRC truyền dẫn CSTT nhanh và mạnh ở Thổ Nhĩ Kỳ
(Saxegaard, 2006)	IRC yếu ở Kenya, Nigeria, Uganda
Dabla-Norris, Floerkemeier (2006), Mukherjee - Bhattacharya (2011)	IRC là kênh truyền thống
(Mugume, 2011)	IRC tồn tại yếu ở Uganda
Lula G. Mengesha, Mark J. Holmes (2013)	IRC gần như không hoạt động tại Eritrea giai đoạn 1996- 2008

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

**Bảng 3. Các nghiên cứu về kênh tỉ giá hối đoái trong truyền dẫn chính sách tiền tệ**

Nghiên cứu	Kênh tỉ giá hối đoái (ERC)
Clements, Kontolemis, Levy (2001)	ERC yếu tại châu Âu
Roberto Golinelli, Riccardo Rovelli (2005)	ERC có tồn tại ở Séc, Hungary và Phần Lan
(Kierzenkowski, 2005)	ERC tồn tại và mạnh ở Phần Lan
Karasoy & cộng sự (2005)	ERC có tồn tại ở Thổ Nhĩ Kỳ
Dabla-Norris, Floerkemeier (2006)	ERC là một trong sáu kênh truyền dẫn của CSTT
(McPhillips-Tangum, Rehm, Carreon, Erceg, & Bocchino, 2006)	Độ mở của nền kinh tế tác động đến sự truyền dẫn của CSTT qua ERC
Mugume (2011)	ERC yếu ở Uganda
Mukherjee, Bhattacharya (2011)	ERC là một trong 4 kênh truyền dẫn của CSTT
Mishra, Montiel (2012)	ERC tồn tại ở hầu hết các quốc gia nhưng bị yếu đi nếu chính phủ can thiệp sâu vào thị trường ngoại hối
Lula G. Mengesha, Mark J. Holmes (2013)	ERC tồn tại trong thị trường ngoại hối bất hợp pháp ở Eritrea

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

ERC tồn tại ở Eritrea. Lula, Mark phát hiện ra rằng IRC và ERC gần như không hoạt động, tuy nhiên ERC lại tồn tại trong thị trường ngoại

hối bất hợp pháp của Eritrea. Mishra, Montiel (2012) phát hiện hầu hết chính phủ các quốc gia đang phát triển đều can thiệp sâu vào thị trường



**Bảng 4. Các nghiên cứu về kênh giá tài sản trong truyền dẫn chính sách tiền tệ**

Nghiên cứu	Kênh giá tài sản
Pigou (1943)	Kinh tế bị giảm phát làm gia tăng hiệu ứng của cải
Modigliani (1943, 1963) và Ando, Modigliani (1963)	Hiệu ứng của cải còn tác động đến thị trường lao động, tiền tệ
Maclennan & cộng sự (2000)	Hiệu ứng của cải là một kênh gián tiếp
Boivin, Kiley, & Mishkin (2010)	Hiệu ứng của cải tồn tại ở Mỹ
Dabla-Norris, Floerkemeier (2006)	APC là một trong 6 kênh truyền dẫn CSTT
(Elbourne, 2008)	APC tồn tại ở Anh
Mukherjee, Bhattacharya (2011)	APC là một trong 4 kênh truyền dẫn CSTT
Mishra, Montiel (2012)	APC bị hạn chế ở các nước đang phát triển khi NHTW can thiệp sâu thị trường

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

ngoại hối, đồng thời có mối liên kết kém với thị trường tài chính quốc tế, cũng như thiếu thị trường chứng khoán nợ và vốn nên ERC bị hạn chế trong truyền dẫn CSTT và có thể sẽ không tìm thấy dấu hiệu cho sự tồn tại của ERC ở các quốc gia như vậy. Một số quốc gia khác kênh ERC tỏ ra yếu thế trong truyền dẫn CSTT như Clements, Kontolemis, Levy (2001) cho thấy, kênh ERC yếu tại một số nước châu Âu; nghiên cứu của Mugume (2011) tại châu Phi cũng phát hiện ERC yếu và kém hiệu quả ở Uganda. Creel, Lévassieur (2005) chỉ ra không có kênh nào nổi trội so với các kênh khác trong truyền dẫn CSTT ở Cộng hoà Séc, Hungary, Ba Lan.

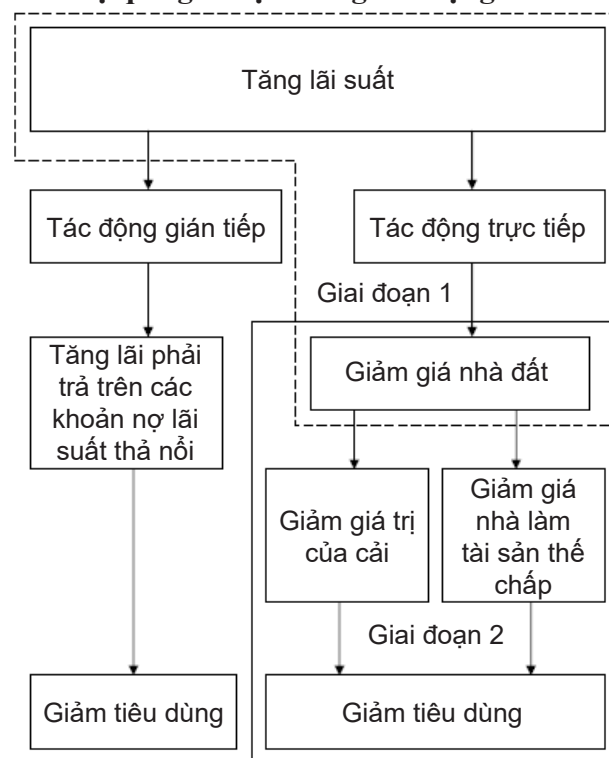
**3.3. Kênh giá tài sản (Asset Price Channel-APC)**

Kênh giá cả tài sản (APC) có hai cơ chế liên quan là Thuyết Tobin's q (Tobin's q Theory) và Hiệu ứng của cải (Wealth Effect), cả hai cơ chế liên quan này đều truyền dẫn CSTT thông qua giá cả các tài sản và quyết định đầu tư của doanh nghiệp và tiêu dùng của tư nhân (Bảng 4). Theo Mukherjee, Bhattacharya (2011) APC là một trong 4 kênh truyền dẫn CSTT. Dabla-Norris, Floerkemeier (2006) cho rằng APC là một trong 6 kênh truyền dẫn CSTT. Hầu hết các nước kinh tế phát triển đều tồn tại APC, nhưng chỉ một số quốc gia đang phát triển có tồn tại APC. Mishra, Montiel (2012) phát hiện ra rằng hầu hết các quốc gia đang phát triển đều thiếu thị trường chứng khoán nợ và vốn nên APC bị hạn chế trong truyền dẫn CSTT.

Các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy APC tồn

tại ở các quốc gia, đặc biệt ở các quốc gia phát triển. Pigou (1943) cho rằng, kinh tế bị giảm phát sẽ làm gia tăng hiệu ứng của cải và làm gia tăng tổng cầu. Modigliani (1943, 1963), Ando, Modigliani (1963) phát hiện hiệu ứng của cải còn tác động đến thị trường lao động, thị trường tiền tệ. Boivin, Kiley, Mishkin (2010) cũng khẳng định kênh hiệu ứng của cải cũng là một kênh khác trong cơ chế truyền dẫn của CSTT bên cạnh kênh lãi suất. Fair (2004) phát hiện

**Hình 1. Kênh truyền dẫn của chính sách tiền tệ qua giá thị trường bất động sản**



*Nguồn: Maclennan & cộng sự (2000)*



**Bảng 5. Các nghiên cứu về kênh tín dụng trong truyền dẫn chính sách tiền tệ**

Nghiên cứu	Kênh tín dụng (CC)
Friedman (1956)	CSTT còn truyền dẫn qua CC
(Altunbas, Gambacorta, & Marques-Ibanez, 2009)	BSC bị ảnh hưởng bởi hoạt động chứng khoán hóa
(Bernanke & Blinder, 1992)	BLC tồn tại ở Mỹ
(Buttiglione, 1998)	CC tồn tại ở Ý
Bernanke, Gertler (1995); Cecchetti (1995)	BLC, BSC là những kênh tăng cường trong truyền dẫn CSTT
(Dale & Haldane, 1995)	CC tồn tại ở Anh
Kakes, Sturm (2002)	BLC tồn tại ở Đức
Altunbas & cộng sự (2002), Mojon & cộng sự (2002), và Chrystal, Mizen (2002)	BLC tồn tại ở châu Âu
(Disyatat & Vongsinsirikul, 2003)	CC tồn tại ở Thái Lan dưới dạng BLC
Dabla-Norris, Floerkemeier (2006)	BSC là một trong 6 kênh truyền dẫn của CSTT
Ramlogan (2007)	IRC và CC là hai kênh quan trọng nhất
Mugume (2011)	CC tồn tại yếu ở Uganda
Mishra, Montiel (2012)	BLC là kênh quan trọng ở các nước phát triển
Wulandari (2012)	CC tồn tại ở Indonesia

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

hiệu ứng của cải khi giá cả tài sản tăng giai đoạn 1995- 2000 có tác động tốt đến sự phát triển cao của Mỹ giai đoạn này. APC không chỉ truyền dẫn thông qua giá cả chứng khoán mà còn truyền dẫn thông qua các kênh giá tài sản khác như giá bất động sản (BDS). Maclennan & cộng sự (2000) cho rằng, CSTT có thể truyền dẫn gián tiếp và trực tiếp qua giá cả nhà đất. Kênh trực tiếp là ảnh hưởng của thu nhập và dòng tiền; kênh gián tiếp là ảnh hưởng của hiệu ứng của cải và kênh tín dụng của NHTM.

### 3.4. Kênh tín dụng (Credit Channel- CC)

Theo Mishkin (2004), trái ngược với kênh truyền dẫn truyền thống của CSTT như IRC, ERC, APC, những kênh truyền dẫn khác của CSTT đứng trên quan điểm tín dụng khá đa dạng và tập trung vào tác động của CSTT đến tín dụng NHTM, bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp, hộ gia đình. Trong đó có các kênh truyền dẫn: Kênh tín dụng NHTM (Bank Lending Channel- BLC), kênh bảng cân đối kế toán (Balance Sheet Channel- BSC), kênh dòng tiền (Cash Flow Channel- CFC), kênh mức giá không lường trước (UPLC- Unexpected Price Level Channel), kênh hiệu ứng thanh khoản hộ gia đình (Household Liquidity Effects- HLE).

Có nhiều nghiên cứu thực nghiệm về cơ chế

truyền dẫn khác của CSTT ngoài kênh truyền thống IRC, nghiên cứu tiên phong về cơ chế dẫn truyền của CSTT là nghiên cứu của Friedman (1956). Sau đó các nghiên cứu khác mở rộng đến kênh truyền dẫn khác, trong đó có kênh tín dụng (CC). Hầu hết các nghiên cứu đều tập trung vào quốc gia lớn và đầy đủ dữ liệu như Mỹ, các nước châu Âu, cũng có những nghiên cứu khác tại các quốc gia châu Á (Thái Lan) và châu Mỹ (Brazil)... các nghiên cứu chủ yếu tập trung vào hai kênh nhỏ của CC là: BSC và BLC, trong đó BLC được rất nhiều nghiên cứu tiếp cận với nhiều mô hình khác nhau.

Các nghiên cứu thực nghiệm chứng minh có sự tồn tại cơ chế truyền dẫn của CSTT qua kênh tín dụng tại Mỹ như của Bernanke & Blinder (1992). Còn Altunbas, Fazylov, Kakes & Sturm (2002) tìm thấy bằng chứng chắc chắn về sự truyền dẫn của CSTT qua CC ở châu Âu. Nghiên cứu của Ramlogan (2007) phát hiện CSTT có thể ảnh hưởng tới các lĩnh vực trong nền kinh tế qua IRC và CC, tuy nhiên để truyền dẫn qua IRC hiệu quả đòi hỏi phải có thị trường tài chính phát triển. Ở những quốc gia có thị trường tài chính còn kém phát triển; CC có vai trò quan trọng hơn trong truyền dẫn của CSTT. Ries Wulandari (2012) nghiên cứu trường hợp của Indonesia (một quốc



gia đang phát triển có thị trường tài chính chưa phát triển) phát hiện CC là kênh truyền dẫn quan trọng của CSTT.

**3.5. Kênh mong đợi (Expectation Channel-EC)**

Theo Mukherjee & Bhattacharya (2011), CSTT có 4 kênh truyền dẫn chính: IRC truyền thông, BLC, ERC và APC. Tuy nhiên, nếu xét theo sự truyền dẫn của CSTT lên toàn bộ nền kinh tế thì sự truyền dẫn của CSTT còn qua kênh mong đợi. Nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng, EC khó đứng riêng biệt mà EC có tác dụng cường điệu hóa tác động của các kênh khác trong quá trình truyền dẫn CSTT. Sự tin cậy của người dân vào chính sách của NHTW và các chính sách khác sẽ hình thành nên mong đợi của người dân và doanh nghiệp giúp cho CSTT thực hiện hiệu quả.

Cơ chế truyền dẫn thông qua EC có thể được hiểu: Sự minh bạch và độ tin cậy của NHTW trong thực thi CSTT cộng với các ảnh hưởng khác sẽ tác động đến mong đợi của người dân và doanh nghiệp về lãi suất trong tương lai, mong đợi đó ảnh hưởng đến quyết định đầu tư và tiêu dùng của doanh nghiệp và người dân, làm thay đổi tổng cầu và sản lượng. Các bằng chứng thực nghiệm mà tác giả tìm thấy ở hai nghiên cứu của Mukherjee & Bhattacharya (2011), và Dabla-Norris & Floerkemeier (2006) đều cho thấy sự tồn tại của EC trong truyền dẫn CSTT, tuy nhiên

vấn đề này cần nhiều nghiên cứu khác để có thêm bằng chứng thực nghiệm.

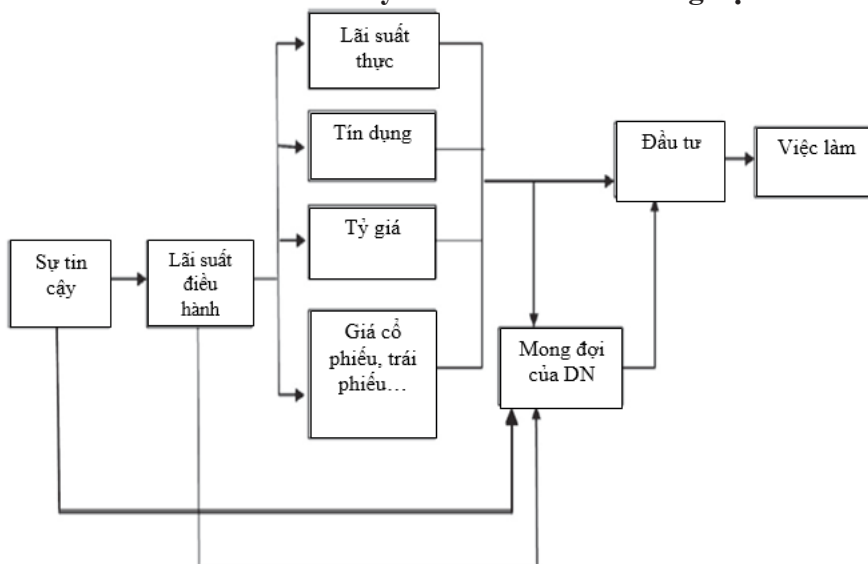
Về khía cạnh mô hình dùng để kiểm định các kênh truyền dẫn của CSTT trên thế giới có một số mô hình chính như VAR, SVAR, VECM và GMM. Nghiên cứu của Bernanke, Blinder (1992) và hàng loạt các nghiên cứu khác sử dụng mô hình VAR để kiểm định các kênh truyền dẫn của CSTT. Prachi Mishra, Peter Montiel (2013) kết luận các mô hình thường được sử dụng để đo lường hiệu quả của CSTT ở các nước công nghiệp phát triển thường là hàm phản ứng xung (IRF- Impulse Response Functions) từ mô hình VAR.

Ngoài VAR, mô hình VAR cấu trúc (Structured VAR- SVAR) được sử dụng rất nhiều trong nghiên cứu cơ chế truyền dẫn của CSTT nói chung và cơ chế truyền dẫn của CSTT qua BLC trong thời gian gần đây. Bernanke & Blinder (1992) là những nhà nghiên cứu tiên phong đề xuất sử dụng SVAR trong đo lường sự truyền dẫn của CSTT. Trước đó, Blanchard (1989), Blanchard & Quah (1989) đã đề xuất sử dụng mô hình SVAR tập trung vào ảnh hưởng của cung và cầu lên nền kinh tế trong dài hạn, trong đó đưa các điều kiện kiểm soát vào mô hình VAR để đo lường chính xác phản ứng của biến nghiên cứu với các cú sốc ngoại sinh.

Thời gian gần đây, các nhà nghiên cứu còn đề xuất sử dụng mô hình tự hồi quy tăng cường yếu tố (FAVAR- Factor Augmented VAR) đo lường sự truyền dẫn của CSTT trong nền kinh tế. Sử dụng mô hình VAR có yếu điểm dễ bỏ sót biến và không phân biệt các loại cú sốc phi cấu trúc và cấu trúc nên các nghiên cứu gần đây sử dụng mô hình FAVAR để xử lý vấn đề trên như trong các nghiên cứu của Bernanke, Boivin, & Elias (2005).

Mô hình vectơ hiệu chỉnh sai số (Vektor ECM) được

**Hình 2. Cơ chế truyền dẫn của kênh mong đợi**



Nguồn: Mukherjee, Bhattacharya (2011)



dùng nhiều ở các nghiên cứu về sự truyền dẫn của CSTT (Kakes, 2000). Trong đó King, Plosser, Stock, & Watson (1991) có thể xem là những người tiên phong sử dụng mô hình VECM để đo lường phản ứng trong dài hạn của nền kinh tế với CSTT. Ưu điểm của VECM là VECM cho phép đo lường hiện tượng đồng liên kết giữa nhiều biến trong mô hình.

Takeda, Rocha, & Nakane (2005) khuyến dùng GMM để đo lường sự truyền dẫn của CSTT. Auel & de Mendonça (2011) sử dụng mô hình GMM với các biến bao gồm: GDP, lãi suất thực, tín dụng, lạm phát, tỉ giá, nợ công và mức độ tin tưởng của đầu tư cá nhân.

#### 4. Kết luận

Như vậy, có thể thấy cả mặt lí thuyết lẫn nghiên cứu thực nghiệm đều cho kết quả: Có những kênh truyền dẫn chính của CSTT là kênh lãi suất, kênh tỉ giá, kênh tín dụng, kênh giá tài sản và có thêm kênh mong đợi. Các kênh truyền dẫn đóng vai trò quan trọng trong hiệu quả thực thi CSTT. Tuy nhiên, mỗi một kênh truyền dẫn có những điều kiện tồn tại nhất định tại các quốc gia khác nhau do đó việc kiểm định sự hiện diện và mức độ quan trọng tại các quốc gia cần có nghiên cứu thực nghiệm.

Tuỳ theo mỗi quốc gia mà tầm quan trọng của từng kênh truyền dẫn sẽ khác nhau. Tình trạng phát triển của nền kinh tế bao gồm điều kiện vĩ mô như hệ thống tài chính, sự mở cửa của nền kinh tế sẽ ảnh hưởng đến độ mạnh yếu trong truyền dẫn của CSTT qua các kênh và tầm quan trọng của các kênh truyền dẫn. Điều kiện vĩ mô của từng ngành doanh nghiệp, của từng ngân hàng và các trung gian tài chính mà mức độ truyền dẫn của CSTT cũng khác nhau.

Dựa trên cơ sở đó, tác giả đề xuất một số bài học và hướng nghiên cứu tiếp theo cho Việt Nam:

*Thứ nhất*, có thể tiến hành kiểm định sự hiện diện của các kênh truyền dẫn CSTT tại Việt Nam trong thời gian qua, đặc biệt các kênh truyền dẫn quan trọng như kênh lãi suất, kênh tỉ giá, kênh giá tài sản và kênh tín dụng. Trong đó, kênh tín dụng và kênh lãi suất rất có thể là kênh quan trọng tại Việt Nam bởi vì hệ thống tài chính của

Việt Nam chủ yếu là hệ thống ngân hàng thương mại. Trong khi đó, vì nền kinh tế mới mở cửa và chưa thực sự hội nhập sâu và kinh tế thế giới, thêm vào đó thị trường chứng khoán cũng mới phát triển từ những năm 2000, nên kênh tỉ giá và kênh giá tài sản tài chính có thể không hiệu quả tại Việt Nam. Thêm vào đó, khi thực thi CSTT, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam phải xem xét và cân nhắc ảnh hưởng của CSTT đến hệ thống ngân hàng thương mại đầu tiên vì vai trò quan trọng trong truyền dẫn CSTT.

*Thứ hai*, có thể kiểm định sự thay đổi trong truyền dẫn qua các kênh khi nền kinh tế Việt Nam chuyển đổi và gặp các cú sốc lớn như khủng hoảng tài chính năm 2008 hoặc khủng hoảng kinh tế châu Á 1997. Tuy nhiên, vì khó khăn trong tìm kiếm dữ liệu giai đoạn trước 2000, nên tác giả đề xuất nên tập trung vào nghiên cứu giai đoạn 2000 trở về sau. Bên cạnh đó, đối với Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cũng cần có sự linh hoạt trong thực thi CSTT trong các giai đoạn khác nhau. Bởi đặc điểm và cơ chế truyền dẫn của CSTT có thể thay đổi theo thời gian do sự thay đổi trong cấu trúc nền kinh tế và các điều kiện khác. ■

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Altunbas, Y., Gambacorta, L., & Marques-Ibanez, D. (2009), "Securitisation and the Bank Lending Channel", *European Economic Review*, 53, 996-1009.
2. Bernanke, B.S., Gertler, M. (1995), "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *Journal of Economic Perspectives* 9 (4), 27-48.
3. Bernanke, B. S., & Blinder, A. S. (1992), "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission", *American Economic Review*, 82, 901-921.
4. Bernanke, B. S., Boivin, J., & Elias, P. (2005), "Measuring the Effects of Monetary Policy: A Factor-Augmented Vector Autoregressive (FAVAR) Approach", *Quarterly Journal*, 120(1).
5. Blanchard, O., & Quah, D. (1989), "The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Aggregate Supply Shocks", *American Economic Review*, 79(4), 655.
6. Buigut, S. (2009), *Monetary Policy Transmission Mechanism: Implications for the Proposed East African Community (EAC) Monetary Union*, Retrieved 1, 2014,



- from <http://www.csa.e.ox.ac.uk/conferences/2009-EDiA/papers/300-Buigut.pdf>
7. Burgstaller, J. (2003), *Interest Rate Transmission to Commercial Credit Rates in Austria*, Austria: Johann Kepler University of Linz: Working Paper No. 0306.
  8. Cecchetti, S. (1995), *Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism*, Review, Federal Reserve Bank of St. Louis 77, 83-97.
  9. Dabla-Norris, E., Floerkemeier, H. (2006), *Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Armenia: Evidence from VAR Analysis*, IMF Working Paper 06/248, Washington, DC.
  10. De Bondt, G. (2000), *Financial Structure and Monetary Transmission in Europe*, Edward Elgar, Cheltenham, UK.
  11. Disyatat, P., & Vongsinsirikul, P. (2003), "Monetary Policy and the Transmission Mechanism in Thailand", *Journal of Asian Economics*, 14(3), 389-418. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S1049-0078\(03\)00034-4](http://dx.doi.org/10.1016/S1049-0078(03)00034-4)
  12. Friedman, M. (1956), "The Quantity Theory of Money: A Restatement", In: M. Friedman, *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago University Press, Chicago.
  13. Elbourne, A. (2008), "The UK Housing Market and the Monetary Policy Transmission Mechanism: An SVAR approach", *Journal of Housing Economics*, 17(1), 65-87. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jhe.2007.09.002>
  14. Gambacorta, L. (2005), "Inside the Bank Lending Channel", *European Economic Review*, 49(7), 1737-1759. Doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.euroecorev.2004.05.004>
  15. Heffernan, S. (2002), "How do UK Financial Institutions Really Price Their Banking Products?", *Journal of Banking and Finance*, 26.
  16. Hicks, J. (1937), "Mr. Keynes and the Classics: A Suggested Interpretation", *Econometrica*, 147-159.
  17. Ireland, P. (2005), *The Monetary Transmission Mechanism*, Boston College and NBER.
  18. Kakes, J., & Sturm, J. (2002), "Monetary Policy and Bank Lending: Evidence from German Banking Groups", *Journal of Banking and Finance*, 26.
  19. Karasoy, A., Kunter, K., & Us, V. (2005), "Monetary Transmission Mechanism in Turkey under Free Float Using a Small-Scale Macroeconomic Model", *Economic Modelling*, 22, 1064- 1073.
  20. Kierzenkowski, R. (2005), "The Multi-Regime Bank Lending Channel and The Effectiveness of the Polish Monetary Policy Transmission during Transition", *Journal of Comparative Economics*, 33(1), 1-24. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jce.2004.09.001>
  21. Kim, S., & Yang, D. Y. (2012), "International Monetary Transmission in East Asia: Floaters, Non-Floaters, and Capital Controls", *Japan and the World Economy*, 24.
  22. King, R. C., Plosser, C. I., Stock, J. H., & Watson, M. W. (1991), "Stochastic Trends and Economic Fluctuations", *American Economic Review*, 81, 819-840., 81.
  23. Lula G. Mengesha Mark J. Holmes (2013), "Monetary Policy and its Transmission Mechanisms in Eritrea", *Journal of Policy Modeling*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jpolmod.2013.06.001>.
  24. Lago, R., & Salas, V. (2005), *Market Power and Bank Interest Rate Adjustments*, Banco de Espana Working Paper, No. 0539.
  25. Mugume, A. (2011), *Monetary Transmission Mechanisms in Uganda*, Bank of Uganda Working Paper.
  26. Maclennan, D., Muellbauer, J., Stephens, M. (2000), *Asymmetries in Housing and Financial Market Institutions and EMU*, Update of: Maclennan, D., Muellbauer, J., Stephens, M., 1998. *Asymmetries in Housing and Financial Market Institutions and EMU*, *Oxford Rev. Econ. Pol.* 30 (3), 54-80.
  27. Mishkin, F.S. (2004), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 7th edition, Columbia University.
  28. Mishra, P. and P. Montiel (2012), *How Effective Is Monetary Transmission in Low- Income Countries? A Survey of the Empirical Evidence*, IMF Working Paper: WP/12/143, Washington, D.C.
  29. Modigliani, Franco & Richard Sutch (1967), *Debt Management and the Structure of Interest Rates: An Empirical Examination of Recent Experiences*, *Journal of Political Economy* 75, 569-589.
  30. Mukherjee, S., Bhattacharya, R. (2011), *Inflation Targeting and Monetary Policy Transmission Mechanisms in Emerging Market Economies*, IMF Working Paper (WP/11/229), October.
  31. Prachi Mishra, Peter Montiel (2013), "How Effective is Monetary Transmission in Low-Income Countries? A Survey of the Empirical Evidence", *Economic Systems* 37, 187-216.
  32. Roberto Golinelli, Riccardo Rovelli (2005), "Monetary Policy Transmission, Interest Rate Rules and Inflation Targeting in Three Transition Countries", *Journal of Banking & Finance* 29, 183-201.



33. Taylor, J.B. (1995), "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework", *Journal of Economic Perspectives* 9 (4), 11-26.

34. Takeda, T., Rocha, F., & Nakane, M. I. (2005), "The Reaction of Bank Lending to Monetary Policy in Brazil", *Revista Brasileira de Economia*, 59.

35. Toolema, L., Sturm, J. E., & De Haan, J. (2001), *Convergence of Monetary Transmission in EMU: New Evidence*, Working Paper 465, Center for Economic Studies & Ifo Institute for Economic Research., 465.

36. Wulandari, R. (2012), "Do Credit Channel and Interest Rate Channel Play Important Role in Monetary Transmission Mechanism in Indonesia?: A Structural Vector Autoregression Model", *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65(0), 557-563. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.11.165>

## tiếp theo trang 21

hàng trong phát triển sản xuất nông nghiệp, vừa đảm bảo sự an toàn cho đồng vốn, vừa đem lại hiệu quả kinh tế cao cho đất nước nói chung, nông nghiệp, nông thôn nói riêng. ■

### TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Nguyễn Cao Hoàng (2014), Để tăng cường tín dụng nông nghiệp, nông thôn của Agribank, *Tạp chí kinh tế và dự báo* số 10, Tháng 5/2014

2. Vương Đình Huệ (2013), Nâng cao hiệu quả đầu tư công cho nông nghiệp, nông dân và nông thôn, *Tạp chí Cộng sản điện tử*.

### SUMMARY

#### Monetary policy transmission: Academic and empirical research in the world

Monetary policy plays an important role in economic management in most countries. To make the monetary policy really effective, especially in inflation control and macroeconomic stabilization, requires effective monetary policy transmission. Empirical researches show that transmission mechanism and channels differ over countries due to their characteristics, implementation mechanism and instruments of the monetary policy. By reviewing materials, analyzing and synthesizing them, this research tries to find empirical evidence relevant to monetary policy transmission.

### THÔNG TIN TÁC GIẢ

Nguyễn Phúc Cảnh, Thạc sĩ

Đơn vị công tác: Trường Đại học Kinh tế Tp. Hồ Chí Minh.

Lĩnh vực nghiên cứu chính: Tài chính- ngân hàng- chứng khoán và chính sách tiền tệ.

Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải: Tạp chí Phát triển Kinh tế, Tạp chí Ngân hàng, Tạp chí Công nghệ Ngân hàng.

Email: [phuccanhnguyen.ueh@gmail.com](mailto:phuccanhnguyen.ueh@gmail.com)

3. NHNN, Báo cáo chuyên đề: Đánh giá thực trạng tình hình thực hiện Nghị định số 41/2010/NĐ-CP ngày 12/4/2010 của Chính phủ về chính sách tín dụng phục vụ phát triển nông nghiệp, nông thôn.

4. Đường Thu Trang (2013), Nâng cao hiệu quả hoạt động của tín dụng ngân hàng đối với sự phát triển nông nghiệp, nông thôn Việt Nam, Luận văn thạc sĩ, Học viện Ngân hàng.



### Vui cười

#### Cái tôi hỏi nhiều

Một người vào nhà hàng, hỏi bồi bàn: "Ở đây có món gà nướng không?"

- Thưa ông, có.
- Nướng trong lò à? - Vâng.
- Thế có gà nướng than không? - Cũng có.
- Có ngon không? - Rất ngon.
- Gà to chứ? - Vâng, rất to!
- Bảo đảm không vướng H5N1 chứ?
- Vâng bảo đảm ạ!
- Vậy cho tôi một cánh gà.
- Cánh phải hay cánh trái thưa ngài?

#### Ước lượng bằng tivi

Một người đàn ông định mua cho vợ một chiếc váy. Ông đến cửa hàng thời trang:

- Tôi muốn mua tặng vợ một chiếc váy.
- Xin lỗi, chị nhà mặc cỡ bao nhiêu ạ?
- Tôi cũng không rõ nhưng mỗi lần bà ấy đi qua cái ti vi 40 inch thì ti chẳng thấy cái màn hình đâu cả.
- !!!!!