

Ảnh hưởng trễ của sản lượng và lãi suất đến đầu tư của Việt Nam

LÊ THANH TÙNG

Trải qua hơn hai thập kỷ đẩy mạnh thực hiện công cuộc đổi mới, Việt Nam đã đạt được những thành tựu kinh tế xã hội to lớn trên các phương diện tăng trưởng kinh tế, tăng thu nhập bình quân đầu người, xóa đói giảm nghèo... Những thành tựu trên đây có đóng góp quan trọng từ sự thành công trong thay đổi phương thức huy động, thu hút các nguồn vốn trong nước và quốc tế phục vụ phát triển kinh tế - xã hội của nước ta. Tuy nhiên, vốn đầu tư thường biến động theo thời gian, do đó việc xác định sự liên hệ giữa vốn đầu tư với những nhân tố vĩ mô chủ yếu là một việc làm cần thiết. Bài viết này có mục tiêu là nghiên cứu sự ảnh hưởng của sản lượng và lãi suất đến đầu tư của Việt Nam bằng phương pháp hồi quy với mô hình phân phối độ trễ tự hồi quy (Autoregressive Distributed Lag: ARDL) trong giai đoạn từ quý I/2000 đến quý III/2012, trên cơ sở đó đưa ra một số khuyến nghị chính sách trong thời gian tới.

1. Giới thiệu

Theo lý thuyết kinh tế vĩ mô hiện đại thì đầu tư (I-Investment) được đề cập là đầu tư vật chất hay còn gọi là đầu tư phát triển, không đề cập đến đầu tư tài chính (mua cổ phiếu, trái phiếu...). Đầu tư là một biến số quan trọng trong sơ đồ chu chuyển kinh tế vĩ mô của nền kinh tế. Về phía tổng cầu thì đầu tư là một biến số cấu thành tổng cầu của nền kinh tế, do đó sự thay đổi đầu tư sẽ tác động đến tổng cầu của nền kinh tế. Về phía tổng cung thì đầu tư cũng là một trong những nhân tố tác động đến tổng cung ngắn hạn và dài hạn. Như vậy, sự biến động của đầu tư sẽ tác động đến cả tổng cung và tổng cầu của nền kinh tế.

Sự biến động của đầu tư thường gắn liền với sự biến động của sản lượng trên thị trường hàng hóa và biến động của lãi suất trên thị trường tiền tệ. Tuy nhiên, thời gian qua số lượng nghiên cứu tổng quan về tác động của sản lượng và lãi suất đến đầu tư của Việt Nam còn ít. Bên cạnh đó, các nghiên cứu có hạn chế chung là số liệu sử dụng thường được lấy theo năm, nên số quan sát khá ít đã ảnh hưởng nhất định đến chất

lượng nghiên cứu. Từ đó, bài viết này dùng số liệu theo quý với số quan sát là 51, mở rộng từ quý I/2000 đến hết quý III/2012 sử dụng mô hình ARDL sẽ cho kết quả tin cậy hơn, bên cạnh đó còn đảm bảo tính thời sự của kết quả nghiên cứu.

2. Cơ sở lý thuyết cho nghiên cứu

Cùng với sự phát triển của nhân loại, đã có nhiều lý thuyết kinh tế được đưa ra để lý giải cho mối quan hệ giữa sản lượng, lãi suất với đầu tư của quốc gia. Trong tác phẩm "Lý thuyết tổng quát về lãi suất, việc làm và tiền tệ" thì J.M.Keynes (1936) đã đưa ra mô hình số nhân của nền kinh tế, trong đó vai trò của tổng cầu là quan trọng khi Chính phủ điều tiết nền kinh tế bằng chính sách kích cầu. Mô hình số nhân ghi nhận sự có mặt của đầu tư như một trong những nhân tố ảnh hưởng đến tổng cầu và tỷ lệ thất nghiệp. Keynes cũng đưa ra khái niệm hiệu suất sử dụng vốn (Marginal efficiency of capital) và nhấn mạnh lãi suất là nhân tố quyết định hiệu suất này, cũng qua đó lãi suất ảnh hưởng mạnh đến đầu tư.

Lê Thanh Tùng, TS., Trường đại học Tôn Đức Thắng.

Trong “Lý thuyết đầu tư” xuất bản năm 1930, Irving Fisher đã đề cập đến sự tác động của lãi suất đến đầu tư, trong đó xem lãi suất như là giá phải trả cho việc sử dụng vốn để đầu tư. Tiếp theo, John Hicks (1937) đã phát triển mô hình số nhân tổng quát thành mô hình IS&LM để mô hình hóa tác động của các chính sách kinh tế vĩ mô đến sản lượng quốc gia. Trong đó J. Hick đã đề cập đến hàm số đầu tư với sự đồng biến của đầu tư với sản lượng quốc gia và nghịch biến với lãi suất. Năm 1963, nhà kinh tế học Jorgenson cũng cho rằng đối với đầu tư thì lãi suất cũng tương tự như giá thuê vốn hoặc chi phí cho việc sử dụng vốn đầu tư. Lý thuyết về hàm đầu tư tiếp tục được James Tobin (1969) củng cố, đầu tư phụ thuộc vào mức độ thay đổi của GDP (ΔY), lãi suất và hệ số q (Tobin's q) như sau: $I = f(r, \Delta Y, q)$. Trong mô hình hàm đầu tư, Tobin cũng cho rằng lãi suất nghịch biến với đầu tư (phản ánh chi phí cơ hội), sản lượng quốc gia có ảnh hưởng theo chiều hướng tỷ lệ thuận với đầu tư.

Đã có nhiều nghiên cứu kiểm chứng quan hệ giữa sản lượng, lãi suất với đầu tư và các kết quả thu được đều khẳng định sự đúng đắn của khung lý thuyết trước đó. Điển hình là các nghiên cứu của Patric H Hendershott (1981), Epstein và Denny (1983); Fazzari và Mott (1987); Acemoglu (1993); Hein và Ochsén (2003)... Tại Việt Nam thời gian qua cũng có một số nghiên cứu liên quan đến chủ đề bài viết như của Nguyễn Phú Tụ và Huỳnh Công Minh (2010) nghiên cứu ảnh hưởng của GDP bình quân đầu người đến vốn FDI, tuy nhiên nghiên cứu chưa mở rộng đến tác động trễ theo thời gian; Phùng Xuân Nhạ (2008) đã cho thấy sự tác động qua lại giữa tăng trưởng kinh tế với vốn đầu tư nước ngoài FDI của Việt Nam. Nghiên cứu của Nguyễn Thị Kim Thanh (2008) đã cho thấy tác động tỷ lệ nghịch của lãi suất đến đầu tư nhà nước và đầu tư tư nhân của Việt Nam, độ trễ của đầu tư tư nhân dài hơn độ trễ của đầu tư nhà nước. Nghiên cứu của Ngân hàng Phát triển Châu Á – ADB (2010) cũng cho thấy mối

quan hệ tỷ lệ thuận giữa tăng trưởng kinh tế và tăng trưởng vốn đầu tư của Việt Nam. Hoặc nghiên cứu của Nguyễn Thị Kim Thanh (2010) với số liệu theo năm từ 1990-2006 cũng đã cho thấy ảnh hưởng của lãi suất đến tổng cầu (trong đó có đầu tư). Bên cạnh đó nghiên cứu của Vũ Tuấn Anh (2010) lại cho xu hướng tăng lên của đầu tư công khi sản lượng tăng....

3. Khảo sát tác động của sản lượng và lãi suất đến đầu tư ở Việt Nam

Có thể khẳng định những thành tựu kinh tế mà Việt Nam đạt được từ năm 1986 đến nay có đóng góp rất lớn của việc đổi mới trong cách thức huy động vốn đầu tư. Với việc phát triển nền kinh tế nhiều thành phần thì ngoài vốn đầu tư của Nhà nước, Việt Nam còn đẩy mạnh huy động vốn đầu tư của khu vực ngoài nhà nước (khu vực tư nhân) và thu hút vốn đầu tư nước ngoài. Kết quả là vốn đầu tư của Việt Nam liên tục tăng qua các năm, thậm chí ngay cả trong giai đoạn khủng hoảng tài chính tiền tệ Châu Á 1997-1998 hay khủng hoảng kinh tế thế giới 2008-2009.

Nếu năm 1995 vốn đầu tư huy động được 72,447 nghìn tỷ đồng thì đến năm 2000 đã là 151,183 nghìn tỷ đồng, tăng 108% so với năm 1995. Tuy chịu ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ Châu Á 1997-1998, nhưng trong giai đoạn này vốn đầu tư của Việt Nam vẫn tăng trung bình 16,66%/năm, tỷ lệ đầu tư/GDP tăng lên mức 32,85% và tăng trưởng kinh tế trung bình đạt khoảng 8,33%/năm. Lãi suất cơ bản trong giai đoạn này liên tục giảm xuống, từ mức 12%/năm vào thời điểm năm 1995 đã giảm còn 6,25%/năm vào năm 2000. Sản lượng tăng lên và mặt bằng lãi suất hạ thấp là những điều kiện tốt để gia tăng đầu tư cho nền kinh tế.

Giai đoạn 2001-2006 là thời kỳ kinh tế Việt Nam tăng trưởng khá ổn định trong bối cảnh các nước Đông Á đã dần phục hồi sau khủng hoảng. Tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong thời kỳ này đạt bình quân 7,88%/năm,

lãi suất cơ bản ổn định khoảng 7,5%/năm, lạm phát ở mức vừa phải, cán cân thương mại tuy có thâm hụt nhưng vẫn ở mức thấp. Tăng trưởng kinh tế cao và mặt bằng lãi suất ổn định tiếp tục là điều kiện để đầu tư tăng lên từ mức 170,496 nghìn tỷ đồng năm 2001 lên 404,712 nghìn tỷ đồng năm 2006 (tăng gấp 2,37 lần). Trong giai đoạn này vốn đầu tư tăng trung bình đạt khoảng 17,8%/năm. Trong đó, tỷ lệ vốn đầu tư trên GDP cũng tăng lên, từ mức 35,42% năm 2001 lên mức 41,563% năm 2006. Tính trong toàn bộ giai đoạn này thì tỷ lệ đầu tư trên GDP đạt mức 39,14%.

Năm 2007 là thời điểm đánh dấu việc Việt Nam chính thức là thành viên của Tổ chức Thương mại thế giới, đã mở ra những triển vọng mới cho việc thu hút vốn đầu tư và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Trong năm 2007, lượng vốn đầu tư tăng đột biến lên 532,093 nghìn tỷ đồng (tăng 31,47% so với năm 2006). Tuy nhiên, do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới năm 2008, nên vốn đầu tư tăng chậm lại trong giai đoạn 2008-2011 trên cả ba khu vực: Nhà nước, ngoài nhà nước và nước ngoài. Tính chung trong giai đoạn 2007-2011, thì tổng vốn đầu tư huy động được là 3.565,832 nghìn tỷ đồng (tăng 116,28% so với giai đoạn 2001-2006). Tỷ lệ vốn đầu tư trên GDP trung bình đạt 41,46%, đặc biệt năm 2007 là 46,53% và có xu hướng giảm dần, trong đó thấp nhất là năm 2011 đạt 34,63% do ảnh hưởng của việc điều hành chính sách kinh tế vĩ mô theo chiều hướng thu hẹp để kiềm chế lạm phát. Trong giai đoạn này tăng trưởng kinh tế chỉ đạt 6,55%/năm, từ mức 8,5% năm 2007 đã giảm mạnh xuống 6,31% năm 2008 và tiếp tục chậm lại ở các năm tiếp theo. Bên cạnh đó, lãi suất cũng tăng mạnh, thậm chí có giai đoạn Ngân hàng Nhà nước phải ban hành trần lãi suất huy động là 14% để tránh việc các ngân hàng thương mại đẩy lãi suất huy động và cho vay lên cao.

Diễn biến kinh tế vĩ mô như trên đã phần nào cho thấy ảnh hưởng nhất định của sản

lượng và lãi suất đến đầu tư của Việt Nam trong thời gian qua. Tuy nhiên, để khẳng định chắc chắn sự ảnh hưởng cũng như độ trễ, thì phải tiếp tục tiến hành thực nghiệm mô hình kiểm định bằng phương pháp định lượng ở phần sau.

4. Phương pháp nghiên cứu, mô hình và số liệu nghiên cứu

4.1. Phương pháp và mô hình nghiên cứu

Bài viết sử dụng phương pháp hồi quy với mô hình trễ phân phối tự hồi quy (Autoregressive Distributed Lag: ARDL) để mô tả tác động của sản lượng và lãi suất đến đầu tư của Việt Nam trong thời kỳ nghiên cứu, nhằm tìm hiểu ảnh hưởng trễ về mặt thời gian. Mô hình này được đề xuất bởi Perasan và Shin (1995); tiếp tục được phát triển bởi Perasan (1996, 1997), Perasan và Smith (1998). Theo mô hình này thì quan hệ đồng liên kết của hai biến y và x có dạng:

$$y^* = f_0 + f_1 x_i^* \quad (1.1)$$

Có thể viết quan hệ đồng liên kết trên dưới dạng mô hình ARDL như sau, giả sử với độ trễ (1,1):

$$y_t = \alpha_0 + \beta_0 x_t + \alpha_1 y_{t-1} + \beta_1 x_{t-1} \quad (1.2)$$

Áp dụng mô hình ARDL để nghiên cứu tác động trễ của cả sản lượng và lãi suất đến đầu tư của Việt Nam, mở rộng thêm cả các biến trễ của đầu tư nhằm lượng hóa ảnh hưởng của vốn đầu tư giai đoạn trước đến vốn đầu tư giai đoạn sau. Mô hình ARDL tổng quát phục vụ nghiên cứu có dạng như sau:

$$INV = \alpha + \sum_{i=1}^n \beta_i INV_{t-i} + \sum_{j=1}^m \beta_j GDP_{t-j} + \sum_{k=1}^h \beta_k r_{t-k} \quad (1.3)$$

Trong đó, INV là vốn đầu tư, GDP là tổng sản lượng trong nước và r là lãi suất.

4.2. Số liệu sử dụng cho nghiên cứu

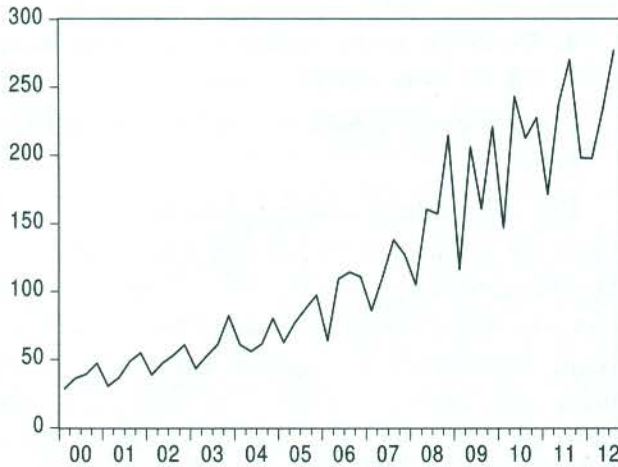
Nghiên cứu sử dụng số liệu theo quý trong giai đoạn từ quý I/2000 đến quý III/2012, như vậy $n = 51$ quan sát. Trong đó GDP quý

theo giá hiện hành (đơn vị tính: nghìn tỷ đồng) và vốn đầu tư quý theo giá hiện hành (đơn vị tính: nghìn tỷ đồng) có nguồn Tổng

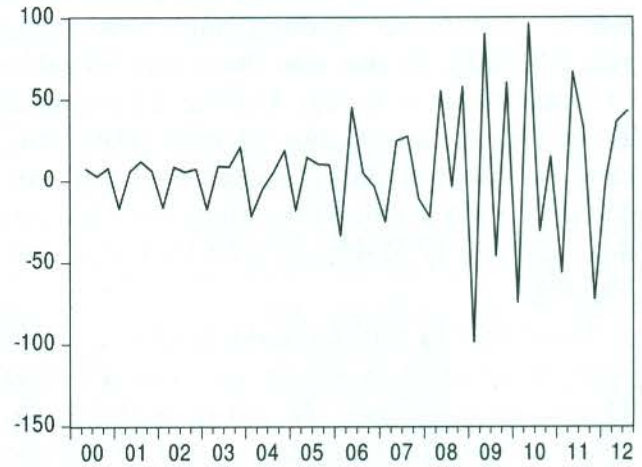
cục Thống kê, lãi suất theo quý sử dụng số liệu lãi suất cơ bản (đơn vị tính: %) có nguồn Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.

HÌNH 1: Xu hướng của các chuỗi số liệu sử dụng trong nghiên cứu

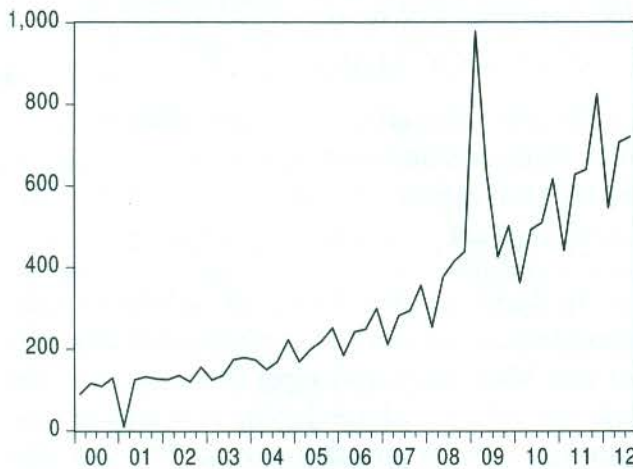
• INV



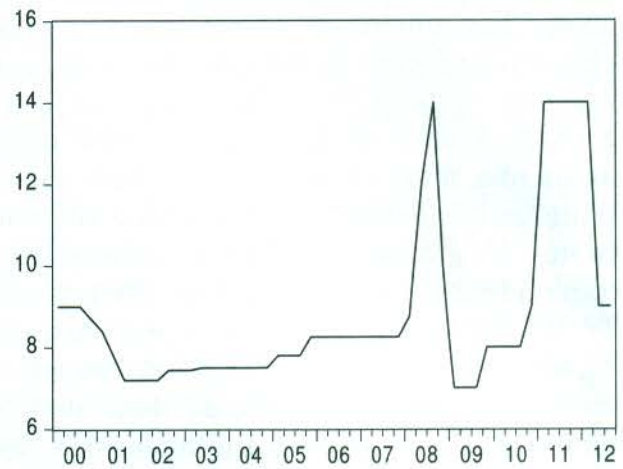
DINV



GDP



R



Nguồn: Tổng cục Thống kê, Ngân hàng Nhà nước.

BẢNG 1: Mô tả thống kê các biến sử dụng trong nghiên cứu

Chỉ tiêu	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std.Dev	Observation
INV	116,9190	97,30000	276,9000	28,67800	73,07625	51
GDP	317,1104	242,1860	978,6500	9,715700	219,3098	51
r	8,782745	8,250000	14,00000	7,000000	2,102088	51

5. Kết quả nghiên cứu

Sử dụng phương pháp hồi quy dựa trên cách tiếp cận của Perasan và Shin thì mô

hình (1.3) được ước lượng với nhiều độ trễ khác nhau với kết quả trình bày ở bảng sau:

BẢNG 2: Ước lượng mô hình với các độ trễ khác nhau

TT	N ₀ 1	N ₀ 2	N ₀ 3	N ₀ 4	N ₀ 5	N ₀ 6	N ₀ 7	N ₀ 8	N ₀ 9	N ₀ 10	N ₀ 11	N ₀ 12
C	49,5*	48,2*	39,5	20,157	-7,89	35,7	55,9**	53,3**	32,1	61,1**	69,2***	59,6***
INV(-1)	-0,19											
INV(-2)		0,18	0,26	0,4***	0,37**	0,39***	0,29**	0,3**	0,44***	0,35**	0,35**	0,37**
INV(-3)						0,17		0,105	0,22	0,17		0,21
GDP	0,10**	0,1***	0,06*	0,09*	0,06	0,15***	0,07*	0,106**	0,17***	0,11**	0,12**	0,11**
GDP(-1)	0,07	0,06	0,01	0,03	0,01	0,04	0,12**	0,05	0,04	0,06	0,09*	0,06
GDP(-2)	0,04	0,007	0,01	0,04	0,006	-0,06	0,07*	0,003	-0,07	0,02	0,04*	
GDP(-3)	0,08*	0,06	0,11*		0,1***	-0,04		0,08**				
GDP(-4)	0,04	0,03	0,06									
GDP(-5)	0,09**	0,05										
r(-1)					2,99							
r(-2)				-1,16			9,95**					
r(-3)		-5,61				-14,3**	-16,2***	-6,33*	-17,9***	-7,53**	-8,48***	-7,32**
r(-4)	-4,9		0,51			9,99			13,8**			
r(-5)			-4,28									
R ²	0,86	0,87	0,85	0,83	0,86	0,87	0,87	0,87	0,87	0,85	0,85	
$\overline{R}^2$	0,83	0,84	0,82	0,81	0,84	0,84	0,85	0,84	0,84	0,83	0,83	

Ký hiệu*, **, *** cho biết hệ số có ý nghĩa thống kê với ý nghĩa tương ứng 10%, 5%, 1%.

Qua kết quả ước lượng với các trễ khác nhau trong bảng 1 thì ước lượng số 11 được xác định là mô hình hồi quy tốt nhất với số liệu sản lượng, lãi suất, đầu tư của Việt Nam giai đoạn quý I/2000 đến quý III/2012 được trình bày như sau:

$$INV = 69,26309 + 0,356889INV_{(-2)} + 0,127863GDP + 0,092649GDP_{(-1)} + 0,046883GDP_{(-2)} - 8,483428r_{(-3)} \quad (1.4)$$

Kết quả nghiên cứu cho thấy một số điểm đáng lưu ý như sau:

Thứ nhất, mô hình (1.4) đã bảo đảm được tính thích hợp khá cao, qua đó khẳng định có sự ảnh hưởng rõ rệt của sản lượng và lãi suất đến đầu tư của Việt Nam. Hàm (1.4) có hệ số xác định $R^2 = 0,8533$ cho thấy các biến trễ của GDP, lãi suất, đầu tư đã giải thích được 85,33% biến động của vốn đầu tư trong giai đoạn quý I/2000 đến quý III/2012, các biến

giải thích khác nếu ảnh hưởng đến vốn đầu tư nhưng không có mặt trong mô hình (1.4) được đưa vào nhiều và chỉ giải thích được 14,67%.

Thứ hai, sản lượng có ảnh hưởng đến vốn đầu tư ngay trong kỳ nghiên cứu, tuy nhiên ảnh hưởng này tiếp tục trễ đến các thời kỳ tiếp theo. Sản lượng ảnh hưởng mạnh nhất đến vốn đầu tư trong cùng một quý và tác động trễ của sản lượng đến đầu tư sẽ giảm dần trong các quý tiếp theo. Nếu GDP trong quý tăng 1 tỷ đồng thì sẽ tác động làm tăng đầu tư 0,12 tỷ đồng ngay trong quý đó, tuy nhiên chỉ còn làm tăng 0,09 tỷ đồng trong quý kế tiếp và 0,04 tỷ đồng quý tiếp theo. Ngoài việc khẳng định lại tác động tỷ lệ thuận giữa GDP với vốn đầu tư như Nguyễn Phú Tụ và Huỳnh Công Minh (2010), bài viết đã mở rộng chuỗi số liệu nghiên cứu theo quý phát hiện thêm được ảnh hưởng trễ của GDP

đến vốn đầu tư còn mở rộng đến 2 quý liên tiếp.

Thứ ba, kết quả nghiên cứu cũng tiếp tục khẳng định lãi suất có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với vốn đầu tư. Kết quả này bổ sung nghiên cứu của Nguyễn Thị Kim Thanh (2010) cho rằng lãi suất có ảnh hưởng trễ đến vốn đầu tư của Việt Nam. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cho thấy tác động trễ của lãi suất đến đầu tư là sau 2 quý. Nếu lãi suất tăng 1% thì bắt đầu từ quý ba sẽ làm đầu tư giảm 8,4 nghìn tỷ đồng. Kết quả nghiên cứu đưa ra độ trễ chỉ là 2 quý với ý nghĩa thống kê 1% đã cho thấy độ trễ này phù hợp hơn với thực tế của Việt Nam so với kết quả nghiên cứu độ trễ theo năm trước đó của Nguyễn Thị Kim Thanh khi cho rằng độ trễ của lãi suất đến đầu tư là 1-3 năm.

Thứ tư, vốn đầu tư cũng chịu tác động từ xu hướng vận động của chính nhân tố này, sự ảnh hưởng trễ của bản thân vốn đầu tư tại Việt Nam là sau 1 quý. Kết quả cho thấy nếu quý này vốn đầu tư tăng 1 tỷ đồng thì từ quý hai sẽ tác động làm bản thân vốn đầu tư tăng thêm 0,35 tỷ đồng.

6. Một số khuyến nghị chính sách

Kết quả nghiên cứu đã cho thấy sự ảnh hưởng khá rõ nét của sản lượng và lãi suất đến vốn đầu tư của Việt Nam. Trong thời gian tới để thu hút vốn đầu tư tốt hơn thì các cơ quan chức năng trong điều hành một số chính sách vĩ mô nên quan tâm tới một số lưu ý như sau:

Một là, vốn đầu tư từ ngân sách cho cơ sở hạ tầng là rất quan trọng vì đóng vai trò định hướng, tạo môi trường thuận lợi để thu hút các nguồn vốn đầu tư trong nước và ngoài nước khác. Việc cắt giảm chi tiêu công cho đầu tư hạ tầng kinh tế thì đồng nghĩa với việc giảm khả năng cạnh tranh, giảm sức thu hút đối với đầu tư nước ngoài vì hiện tại cơ sở hạ tầng của Việt Nam hiện vẫn chưa đáp ứng được đòi hỏi của phát triển kinh tế, chưa có sự đồng bộ, đang có biểu hiện quá tải cần phải tiếp tục đẩy mạnh đầu tư trong thời

gian tới. Trong giai đoạn 2010-2011, kinh tế Việt Nam có tỷ lệ lạm phát tăng cao thì Chính phủ thực hiện chính sách tài khóa thu hẹp để kiềm chế lạm phát là đúng, tuy nhiên nếu thực hiện việc cắt giảm chi tiêu ngân sách một cách đồng loạt và trên diện rộng thì cũng tác động làm sụt giảm GDP và kéo theo vốn đầu tư cũng sụt giảm.

Thứ hai, gần việc sử dụng vốn đầu tư từ ngân sách với tái cấu trúc chi tiêu công, trong đó đẩy mạnh giám sát hiệu quả đầu tư công, triệt để cắt giảm các dự án có hiệu quả sử dụng vốn thấp hoặc chưa phù hợp trong điều kiện hiện nay. Kiểm soát, giảm thiểu việc các tập đoàn nhà nước, tổng công ty nhà nước đầu tư ra ngoài ngành nghề chính, sử dụng vốn đầu tư dàn trải trên nhiều lĩnh vực không phải thế mạnh như thời gian qua. Từ giữa năm 2012 đến nay, nhìn chung lạm phát của nền kinh tế về cơ bản đã được khống chế, có xu hướng giảm thấp, bắt đầu đi dần vào ổn định thì cần tiếp tục nghiên cứu thực hiện các biện pháp kích cầu bằng việc tăng chi tiêu ngân sách nhắm đến một số dự án đảm bảo hiệu quả kinh tế cao, cấp bách trong giải quyết an sinh xã hội.

Ba là, ảnh hưởng của lãi suất đến đầu tư có độ trễ, do đó cần lưu ý để điều hành chính sách tiền tệ phù hợp. Thời gian qua do lạm phát cao nên Chính phủ phải thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt, giảm cung tiền, tăng lãi suất; tuy nhiên việc lãi suất tăng lên đã làm sụt giảm đầu tư. Hiện tại lạm phát đã giảm thấp và bắt đầu ổn định thì cần thực hiện tăng cung tiền, giảm mặt bằng lãi suất để kích thích đầu tư, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên việc điều hành chính sách tiền tệ cần phải kiên trì, nhất quán trong điều hành, đồng bộ với các chính sách vĩ mô khác trong thời gian từ 6 tháng đến 1 năm thì chính sách tiền tệ mới phát huy được hiệu quả mong muốn.

Bốn là, Chính phủ tiếp tục đẩy mạnh các biện pháp thu hút vốn đầu tư nước ngoài, khuyến khích, khơi thông nguồn vốn đầu tư trong nước. Nghiên cứu thực hiện một số

chính sách khuyến khích đầu tư như giảm thuế thu nhập doanh nghiệp, đẩy mạnh cải cách hành chính, tiếp tục đầu tư nâng cấp cơ sở hạ tầng... Bên cạnh đó, trong cơ cấu vốn đầu tư thì cần tạo cơ chế bình đẳng hơn nữa cho các nguồn vốn đầu tư từ khu vực ngoài nhà nước (khu vực tư nhân), từ đó giảm dần sự phụ thuộc vào vốn đầu tư từ ngân sách và vốn đầu tư nước ngoài. Nhìn chung, bản thân vốn đầu tư tăng lên cũng có tác dụng kích thích làm tăng đầu tư giai đoạn sau như kết quả nghiên cứu đã cho thấy./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Colin Richardson, Peter Romilly (2007), *Investment Functions and Profitability gap*, University of New South Wales, Australia.
2. Guy V.G. Stevens (1993), Internal fund and the investment function, *International Finance Discussion Paper*, No 450.
3. James Tobin (1969), The general equilibrium approach to monetary Theory, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol 1, No1, pp 19-29.
4. John Frain, Derval Howlett, Maurice McGuire (1992), *Estimating Investment functions for a Small - Scale econometric model*, Centre Bank of Ireland, Ireland.
5. John J Heim (2008), *The investment function: determinants of demand for investment goods*, Rensselaer Polytechnic Institute, USA.
6. Jutathip Jongwanich, Archanun Kohpaiboon (2006), *Private Investment: Trends and determinants in Thailand*, Thammasat University, Thailand.

7. Nguyễn Phú Tụ, Huỳnh Công Minh (2010), *Mối quan hệ giữa đầu tư trực tiếp nước ngoài với tăng trưởng kinh tế của Việt Nam*, Kỷ yếu Hội thảo Khoa học và công nghệ lần 1, Đại học Kỹ thuật công nghệ TpHCM, TpHCM.

8. óscar Dejuán, Ana Rosa González (2010), *Private Productive Investment in Spain and United States 1964-2007*, Working Paper, Universidad de Castilla — La Mantra, France.

9. Pablo Acosta, Andrés Loza (2005), Short and Long run determinants of Private Investment in Argentina, *Journal of Applied Economics*, Vol 8, No 2, PP 389-486.

10. Paolo Guarda (1995), *An Investment function for Luxembourg: estimating for an error – correction model*, Centre Universitaire Luxembourg, Luxembourg.

11. Patric H. Hendershott (1980), *Estimates of Investment function and some implications for Productions growth*, Purdue University, USA.

12. Peter Skott (2009), *Theoretical and empirical shortcomings of the Kaleckian investment function*, University of Massachusetts, USA.

13. Phùng Xuân Nhạ (2008), *Nhìn lại vai trò của đầu tư trực tiếp nước ngoài trong bối cảnh phát triển mới của Việt Nam*, Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội.

14. Robert M Solow (1956), A contribution to the Theory of Economic growth, *The quarterly Journal of Economic*, Vol 70, No 1, PP 65-94.

15. Vito D. Gala, Joao Gomes (2011), *Investment function without assets prices*, University of Pennsylvania, USA.

16. Vũ Tuấn Anh (2010), *Tóm tắt về tình hình đầu tư công của Việt Nam trong mười năm qua*, Viện kinh tế Việt Nam, Viện Khoa học xã hội Việt Nam.