

# Mối quan hệ giữa tiết kiệm, vị thế tài sản nước ngoài ròng và sự biến động của tài khoản vãng lai

NGUYỄN THỊ LIÊN HOA

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - hoatcdn@ueh.edu.vn

LÊ NGỌC TOÀN

lengoctoan211kg@gmail.com

*Ngày nhận:*

13/07/2016

*Ngày nhận lại:*

19/11/2016

*Ngày duyệt đăng:*

30/11/2016

*Mã số:*

0719-F32-V04

## *Tóm tắt*

Bài nghiên cứu phân tích mối quan hệ giữa tiết kiệm, vị thế tài sản nước ngoài ròng và sự biến động của tài khoản vãng lai thông qua kiểm định các quy tắc truyền thống, quy tắc mới và sự kết hợp của hai quy tắc này. Mẫu nghiên cứu gồm 44 quốc gia phát triển và đang phát triển giai đoạn 1980–2013. Quy tắc truyền thống cho rằng phản ứng tài khoản vãng lai sẽ bằng với lượng tiết kiệm được tạo ra bởi các cú sốc thu nhập tạm thời. Trong khi quy tắc mới hàm ý tác động của cú sốc thu nhập tạm thời đối với cán cân tài khoản vãng lai bằng với lượng tiết kiệm nhân với vị thế tài sản nước ngoài ròng. Khi vị thế tài sản nước ngoài ròng là trung bình, sự kết hợp hai quy tắc nhận được sự hỗ trợ mạnh mẽ: Các quy tắc mới chiếm ưu thế và quy tắc truyền thống đóng vai trò thứ yếu. Khi so sánh giữa 2 nhóm nước, tác giả nhận thấy: (1) Đối với nhóm nước phát triển, quy tắc mới chiếm ưu thế, và (2) Đối với các nước đang phát triển, quy tắc truyền thống chiếm ưu thế đồng thời tài sản ròng tương quan âm với tài khoản vãng lai.

## *Abstract*

By examining traditional and modern views both in isolation and in combination, this study performs an analysis of the relationships among savings, net foreign assets position, and fluctuations of current accounts using a sample of 44 developing and industrial countries during 1980–2013. While the traditional rules maintain that the effect of the current account is equal to the amount of savings created by transitory income shocks, the impact of transitory income shocks on current accounts, under the modern views, equal the amount of savings multiplied by net foreign assets position. In the event of moderate net foreign asset position, a combination of the two views is highly advocated. By comparing the two groups of countries, it can be observed that: (i) for industrial countries, the new rules dominate; and (ii) for developing countries, it is the traditional rules that matter, and there is a negative correlation between net assets and current accounts.

*Từ khóa:*

Tiết kiệm; Vị thế tài sản nước ngoài ròng; Tài khoản vãng lai; Quy tắc truyền thống; Quy tắc mới.

*Keywords:*

Savings; Net foreign assets position; Current accounts; Traditional rules; New rules.

## 1. Giới thiệu

Trong những năm gần đây, mất cân bằng tài khoản vãng lai đã diễn ra cùng với các sự kiện kinh tế và tài chính bất lợi, do đó các yếu tố quyết định số dư tài khoản vãng lai được quan tâm đáng kể trong nền kinh tế mở. Các nghiên cứu gần đây chú trọng xem xét vị thế tài sản nước ngoài ròng của nền kinh tế. Tuy nhiên, vẫn tồn tại nhiều tranh luận về mối quan hệ giữa vị thế tài sản nước ngoài ròng và tài khoản vãng lai, đặc biệt là ở các nước đang phát triển. Trong khi đó, các nghiên cứu tại VN về chủ đề này hầu như chưa có. Mục tiêu của nghiên cứu này hướng đến phân tích mối quan hệ giữa tiết kiệm, vị thế tài sản nước ngoài ròng (NFA) và sự biến động của tài khoản vãng lai ở các quốc gia “chủ nợ” và “con nợ”, ở các quốc gia phát triển và đang phát triển, đặc biệt là trong mẫu nghiên cứu, tác giả sẽ quan tâm nhiều đến các quốc gia đang phát triển châu Á, trong đó có VN.

Dữ liệu nghiên cứu bao gồm 44 quốc gia phát triển và đang phát triển giai đoạn 1980-2013 và được cung cấp bởi chỉ số phát triển thế giới của Ngân hàng Thế giới (WBWDI), thống kê tài chính quốc tế của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMFIFS) và được bổ sung bởi Lane và Milesi-Ferretti (2001, 2007). Tác giả dựa trên mô hình ước tính giả định thế giới chỉ gồm hai quốc gia, được xây dựng trong nghiên cứu của Erauskin (2015b). Các kết quả chính đưa ra từ mô hình được kiểm định bằng phương pháp hồi quy OLS. Đồng thời, tác giả còn sử dụng phương pháp hồi quy GMM sai phân (Difference Generalized Method of Moments - DGMM) để loại bỏ vấn đề nội sinh được gây ra bởi sự tương quan của các tác động cụ thể từ các quốc gia và các biến hồi quy.

## 2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu trước đây

### 2.1. Cơ sở lý thuyết

#### 2.1.1. Tiết kiệm, đầu tư và tài khoản vãng lai

Tổng tiết kiệm trong nước bằng tổng sản phẩm quốc nội (GDP) trừ đi chi tiêu của chính phủ. Tổng đầu tư trong nước bao gồm các khoản chi về bổ sung tài sản cố định của nền kinh tế cộng với những thay đổi ròng trong mức độ hàng tồn kho. Tài khoản vãng lai là tổng lượng xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ ròng, thu nhập chính yếu ròng, và thu nhập thứ yếu ròng.

### 2.1.2. Vị thế tài sản nước ngoài ròng

Tài sản nước ngoài do đại diện trong nước nắm giữ bao gồm cổ phiếu (trực tiếp) cộng với danh mục đầu tư vốn của đại diện trong nước ra nước ngoài, tài sản trong danh mục đầu tư nợ, tài sản đầu tư khác, tài sản dự trữ (trừ vàng), tài sản tài chính phái sinh. Tài sản trong nước do đại diện nước ngoài nắm giữ bao gồm cổ phiếu (trực tiếp) cộng với danh mục đầu tư vốn của đại diện nước ngoài trong nền kinh tế trong nước, nợ trong đầu tư danh mục đầu tư nợ, nợ trong các tài sản đầu tư khác, và các khoản nợ tài chính phái sinh.

Tài sản nước ngoài gộp là tổng của giá trị tài sản nước ngoài do đại diện trong nước nắm giữ và giá trị tài sản trong nước do đại diện nước ngoài nắm giữ. Vị thế tài sản nước ngoài gộp bằng tài sản nước ngoài do đại diện trong nước nắm giữ trên tài sản trong nước, cộng với tài sản trong nước do đại diện nước ngoài nắm giữ trên tài sản trong nước.

Tài sản nước ngoài ròng là giá trị tài sản nước ngoài do đại diện trong nước nắm giữ trừ đi giá trị tài sản trong nước do đại diện nước ngoài nắm giữ. Vị thế tài sản nước ngoài ròng bằng tài sản nước ngoài ròng trên tài sản trong nước. Nếu quốc gia có vị thế tài sản nước ngoài ròng dương, tức là giá trị tài sản nước ngoài do đại diện trong nước nắm giữ lớn hơn giá trị tài sản trong nước do đại diện nước ngoài nắm giữ, thì được xem là nước chủ nợ. Nếu quốc gia có vị thế tài sản nước ngoài ròng âm, tức là giá trị tài sản nước ngoài do đại diện trong nước nắm giữ nhỏ hơn giá trị tài sản trong nước do đại diện nước ngoài nắm giữ thì được xem là nước con nợ.

### 2.1.3. Các quy tắc về mối quan hệ giữa vị thế tài sản nước ngoài ròng, tiết kiệm và tài khoản vãng lai

Cú sốc thu nhập tạm thời là những biến động tạm thời trong sản lượng, sự thay đổi tạm thời trong các điều khoản của thương mại... Tác động đến tài khoản vãng lai. Kraay và Ventura (2000) đã đề xuất các quy tắc về mối quan hệ giữa vị thế tài sản nước ngoài ròng, tiết kiệm và tài khoản vãng lai. Quy tắc truyền thống cho rằng khi một cú sốc thu nhập tạm thời xảy ra, phản ứng của tài khoản vãng lai sẽ bằng với lượng tiết kiệm được tạo ra bởi các cú sốc này, bởi vì nó được đầu tư hoàn toàn vào trái phiếu nước ngoài. Quy tắc truyền thống cho rằng độ dốc hệ số hồi quy của cán cân tài khoản vãng lai đối với tiết kiệm nên bằng 1. Điều này xảy ra khi rủi ro liên quan đến đầu tư là thấp so với các tác động của sự giảm lợi nhuận đến nguồn vốn.

Quy tắc mới cho rằng các tác động của một cú sốc thu nhập tạm thời đối với cán cân tài khoản vãng lai bằng với lượng tiết kiệm nhân với vị thế tài sản nước ngoài ròng trên tài sản trong nước, trong một nền kinh tế nhỏ và mở. Đối với quy tắc mới, độ dốc của hệ số hồi quy của cán cân tài khoản vãng lai đối với tiết kiệm nhân với tỉ lệ của vị thế tài sản nước ngoài ròng trên tài sản trong nước được cho rằng nên bằng 1. Điều này xảy ra khi rủi ro liên quan đến đầu tư là cao so với các tác động của suy giảm lợi nhuận đến nguồn vốn: Khi có một cú sốc thu nhập tạm thời thì các đơn vị biên của vốn được đầu tư như các đơn vị trung bình của vốn. Bên cạnh đó, nếu các quy tắc mới là đúng thì đầu tư sẽ bằng tiết kiệm trừ cho tiết kiệm nhân với vị thế tài sản nước ngoài ròng. Quan điểm mới cũng tương tự với quy tắc mới nhưng được xem xét ở góc độ vị thế tài sản nước ngoài gộp. Quan điểm truyền thống cũng tương tự như quy tắc truyền thống khi xem xét ở góc độ vị thế tài sản nước ngoài gộp.

## 2.2. Tổng quan các nghiên cứu trước đây

Phương pháp tiếp cận liên thời kì chuẩn cho tài khoản vãng lai được đề xuất bởi Obstfeld và Rogoff (1996), Razin (1995). Phương pháp tiếp cận này - quy tắc truyền thống là mô hình chuẩn để phân tích tác động của các cú sốc thu nhập tạm thời (như biến động tạm thời trong sản lượng, sự thay đổi tạm thời trong các điều khoản của thương mại...) đến tài khoản vãng lai. Theo các quy tắc truyền thống, khi một cú sốc thu nhập tạm thời xảy ra, phản ứng tài khoản vãng lai sẽ bằng với lượng tiết kiệm được tạo ra bởi các cú sốc này, bởi vì nó được đầu tư hoàn toàn vào trái phiếu nước ngoài. Điều này xảy ra khi rủi ro liên quan đến đầu tư là thấp so với các tác động của sự giảm lợi nhuận đến nguồn vốn.

Những quan điểm gần đây đã cung cấp một cách tiếp cận khác phân tích các biến động của tài khoản vãng lai khi những cú sốc thu nhập tạm thời xảy ra. Theo quy tắc mới (Kraay & Ventura, 2000, 2003 và 2009), các tác động của một cú sốc thu nhập tạm thời đối với cán cân tài khoản vãng lai bằng với lượng tiết kiệm nhân với vị thế tài sản nước ngoài ròng trên tài sản trong nước trong một nền kinh tế nhỏ và mở. Điều này xảy ra khi rủi ro liên quan đến đầu tư là cao so với các tác động của suy giảm lợi nhuận đến nguồn vốn: Khi có một cú sốc thu nhập tạm thời thì các đơn vị biên của vốn được đầu tư như các đơn vị trung bình của vốn.

Quy tắc truyền thống cho rằng độ dốc hệ số hồi quy của cán cân tài khoản vãng lai đối với tiết kiệm nên bằng 1. Còn đối với quy tắc mới, độ dốc của hệ số hồi quy của cán cân tài khoản vãng lai đối với tiết kiệm nhân với tỉ lệ của vị thế tài sản nước ngoài ròng

trên tài sản trong nước được cho rằng nên bằng 1. Theo các bằng chứng thực nghiệm của Erauskin (2015b) rõ ràng là có sự mâu thuẫn với quy tắc truyền thống và quy tắc mới. Tuy nhiên, tiết kiệm và vị thế tài sản nước ngoài rỗng vẫn là một biến quan trọng để giải thích một số hành vi của tài khoản vãng lai. Ngoài ra, Erauskin (2015b) cũng quan sát và nhận thấy khi tiết kiệm nhân với tỉ lệ của vị thế tài sản nước ngoài rỗng trên tài sản trong nước là trung bình, xấp xỉ giữa -10% và +5%, thì quy tắc mới có vẻ sẽ giải thích tốt hơn sự biến động tài khoản vãng lai.

Erauskin (2015a) xem xét các khả năng liên kết giữa đầu tư trong nước và tiết kiệm trong nước thay đổi theo mức độ mở của nền kinh tế đã được đề xuất bởi Feldstein và Horioka (2009). Các tác giả này cho rằng các nền kinh tế nhỏ tham gia đáng kể vào thương mại quốc tế sẽ có một liên kết yếu hơn nhiều giữa tiết kiệm trong nước và đầu tư trong nước so với các nền kinh tế lớn và có chủ quyền gần như tuyệt đối.

Để giải thích sự biến động tài khoản vãng lai một cách toàn diện hơn, Erauskin (2015a) đã đề xuất kết hợp cả hai quy tắc, bởi vì quy tắc truyền thống và quy tắc mới độc lập đều không thể giải thích độc lập sự biến động của tài khoản vãng lai hoàn toàn.

Các nghiên cứu gần đây đã chỉ ra không chỉ có độ lớn rỗng là quan trọng mà tổng tài sản và các khoản nợ nước ngoài cũng cần được xem xét. Obstfeld (2012) đã chỉ ra các yếu tố tương tự cần được chú ý cẩn thận đối với sự mất cân bằng toàn cầu và hàm ý rằng số liệu về tổng các dòng vốn tài chính quốc tế và vị thế của các dòng vốn này là trung tâm của bất kì đánh giá rủi ro ổn định tài chính. Tuy nhiên, quy tắc truyền thống và quy tắc mới đều không chấp nhận độ lớn gộp.

Nghiên cứu gần đây của Guo và Jin (2009), Tille và vanWincoop (2010) đặt nghi vấn về tính hợp lệ của các quy tắc mới để phân tích hành vi của các tài khoản vãng lai cả về mặt lí thuyết và thực nghiệm. Tille và van Wincoop (2010) cho rằng các quy tắc mới không vững trong một mô hình cân bằng tổng thể động hai quốc gia. Hơn nữa, quy tắc mới sẽ chỉ vững trong một mô hình với các dòng vốn một chiều, tức là, nó không phân biệt giữa các vị thế tài sản nước ngoài gộp và vị thế tài sản nước ngoài rỗng. Ngoài ra, các nhà phê bình đưa ra nhiều bằng chứng thực nghiệm ủng hộ quy tắc mới nhưng trong thực tế không có ý nghĩa với quy tắc mới. Do đó, Guo và Jin (2009) cho rằng các bằng chứng thực nghiệm được tìm thấy bởi Kraay và Ventura (2000, 2003) không hỗ trợ các quy tắc mới, bởi vì bằng chứng "chủ yếu là do một xấp xỉ kế toán".

Tuy nhiên, Erauskin (2015a) chứng minh rằng hai bài phê bình chính chống lại quy tắc mới có thiếu sót. Đầu tiên, các quy tắc mới được chuyển đổi để phân biệt giữa các vị

thể tài sản nước ngoài gộp và ròng. Vì vậy, khi các quốc gia theo quan điểm mới, các tác động của một cú sốc thu nhập tạm thời phụ thuộc vào sự khác biệt giữa tốc độ tăng trưởng ở cả hai nước. Các bằng chứng thực nghiệm được tìm thấy là phù hợp với cả quan điểm mới và quy tắc mới trong trường hợp của các nước chủ nợ, nhưng ít như vậy đối với các nước con nợ.

Chinn và Prasad (2003) thực hiện nghiên cứu tại 18 nước phát triển và 71 nước đang phát triển đã tìm thấy mối quan hệ tích cực của vị thế tài sản nước ngoài ròng tới cán cân vãng lai. Kết quả này phản ánh một thực tế rằng các nước có vị thế tài sản nước ngoài ròng lớn, như Nhật và Thụy Sĩ, sẽ có xu hướng xuất hiện thặng dư tài khoản vãng lai. Trong khi, đối với các nước như Mỹ, dường như đã có một mối quan hệ tiêu cực giữa các tài sản nước ngoài ròng và tài khoản vãng lai. Nghiên cứu của Yang (2011) nhận thấy tác động của tài sản nước ngoài ròng đến sự thay đổi của tài khoản vãng lai là quan trọng hơn trong dài hạn khi nghiên cứu ở các nền kinh tế châu Á mới nổi. Tuy nhiên, theo kết quả nghiên cứu thì có sự khác biệt giữa các nước, một số nước có mối quan hệ cùng chiều như Hồng Kông, Hàn Quốc, Ấn Độ trong khi các nước còn lại Trung Quốc, Thái Lan, Singapore, Malaysia hay Phillipines thì lại có mối quan hệ ngược chiều. Nghiên cứu của Alfaro và cộng sự (2011), Gourinchas và Jeanne (2013) đã chỉ ra rằng số liệu thống kê tài khoản vãng lai được sử dụng để đo dòng vốn có thể không cung cấp một kết quả thoả đáng cho các nước đang phát triển, bởi vì dòng vốn viện trợ chính thức là quan trọng.

Tóm lại, tác động của một cú sốc thu nhập tạm thời đến tài khoản vãng lai bằng một sự kết hợp của các quy tắc truyền thống và quan điểm mới hoặc sự kết hợp của quy tắc truyền thống và quy tắc mới. Bên cạnh đó sự hỗ trợ cho các quy tắc truyền thống, quan điểm mới hoặc các quy tắc mới phụ thuộc chủ yếu vào quy mô của vị thế tài sản nước ngoài ròng trên tài sản. Đồng thời, có sự khác biệt trong kết quả này đối với các phát triển và đang phát triển, đặc biệt là các nước đang phát triển.

### **3. Phương pháp nghiên cứu**

#### *3.1. Mô hình nghiên cứu*

Để nhận biết tác động của một cú sốc thu nhập tạm thời đến tài khoản vãng lai, tác giả dựa trên mô hình ước tính giả định thế giới gồm hai nước (nước thứ nhất là quốc gia nghiên cứu và nước thứ hai là các nước còn lại trên thế giới) được xây dựng trong nghiên cứu của Erauskin (2015b). Nền kinh tế thế giới gồm hai nước, mỗi quốc gia chỉ sản xuất

một hàng hóa đồng nhất. Trong mỗi quốc gia có tồn tại một đại diện với thời gian đầu tư vô hạn. Sản lượng đồng nhất được sản xuất bởi cả hai nước có thể được tiêu thụ hoặc đầu tư như vốn mà không phải chịu bất kì loại chi phí điều chỉnh nào. Có hai loại tài sản: Vốn trong nước và vốn nước ngoài. Biến không có dấu \* đề cập đến nền kinh tế trong nước và biến có dấu \* đề cập đến nền kinh tế nước ngoài. Cả hai nguồn vốn trong nước ( $K$ ) và vốn nước ngoài ( $K^*$ ) có thể được sở hữu bởi các đại diện trong nước hoặc các đại diện nước ngoài. Kí hiệu  $d$  biểu thị nắm giữ tài sản của các đại diện trong nước và kí hiệu  $f$  biểu thị nắm giữ tài sản của các đại diện nước ngoài. Vì vậy, nó phải thoả mãn:

$$K = K_d + K_f \text{ và } K^* = K^*_d + K^*_f$$

Sản lượng trong nước thu được chi sử dụng nguồn vốn trong nước ( $K$ ), tùy thuộc vào sự giảm lợi nhuận đến nguồn vốn, thông qua hàm sản lượng:  $dY = \alpha K \cdot dt$

Sản lượng nước ngoài được thực hiện bằng cách sử dụng vốn cư trú ở nước ngoài ( $K^*$ ) và được thể hiện thông qua một phương trình:  $dY^* = \alpha^* K^* dt + K^* dy^*$ . Tài sản của các đại diện trong nước ( $W$ ) và tài sản của các đại diện nước ngoài ( $W^*$ ) sẽ là:

$$W = K_d + K^*_d \text{ và } W^* = K_f + K^*_f$$

Vị thế tài sản nước ngoài ròng cho nền kinh tế trong nước ( $P$ ), được định nghĩa là:

$$P = K^*_d - K_f \tag{1}$$

Trong đó những thay đổi trong bất kì biến nào đều dẫn đến những thay đổi trong vị thế tài sản nước ngoài ròng.

Tài khoản vãng lai của nền kinh tế trong nước ( $CA$ ) được định nghĩa là sự thay đổi trong vị thế tài sản ròng nước ngoài, từ đó chúng ta có:

$$CA = dP = dK^*_d - dK_f \tag{2}$$

Phương trình dẫn đến quy tắc mới: Tác động của một cú sốc thu nhập tạm thời vào tài khoản vãng lai được cho bởi lượng tiết kiệm được tạo ra bởi cú sốc nhân với tỉ lệ của vị thế tài sản nước ngoài ròng trên tài sản trong nước.

$$CA = \left(\frac{P}{W}\right) dW \tag{3}$$

Điều này có nghĩa là tiết kiệm sẽ có mối liên hệ với thặng dư tài khoản vãng lai ở các nước chủ nợ, nhưng trái lại, sẽ có mối liên hệ với thâm hụt tài khoản vãng lai ở các nước mắc nợ. Tác động của một cú sốc thu nhập tạm thời đối với tài khoản vãng lai được cho bởi:

$$CA = (1 - \lambda)dW + \lambda \frac{K^*_d}{W} dW - \mu \frac{K_f}{W^*} dW^* \tag{4}$$

Trong đó, các giá trị khác nhau cho các tham số  $\lambda$  và  $\mu$  dẫn đến kết quả khác nhau. Phương trình (4) là kết quả chủ yếu của nghiên cứu này, là sự kết hợp các quy tắc truyền thống và quan điểm mới, ví dụ, khi  $\lambda = \mu = 0$  các quy tắc truyền thống được áp dụng. Khi  $\lambda = \mu = 1$  điểm mới áp dụng cho các nền kinh tế thế giới.

Phương trình:  $CA = (1 - \lambda)dW + \lambda \frac{P}{W} dW - K_f \left( \mu \frac{dW^*}{W^*} - \lambda \frac{dW}{W} \right)$  (5), phản ánh ba khoản. Khoản đầu tiên có liên quan đến các quy tắc truyền thống, khoản thứ hai liên quan đến các quy tắc mới, và khoản thứ ba liên quan đến tác động của nền kinh tế nước ngoài. Nếu quan điểm mới vững trong cả nước, tức là,  $\lambda = \mu = 1$ , sau một vài biến đổi đại số, phương trình (5) hàm ý:

$$CA = \frac{P}{W} dW \quad (6)$$

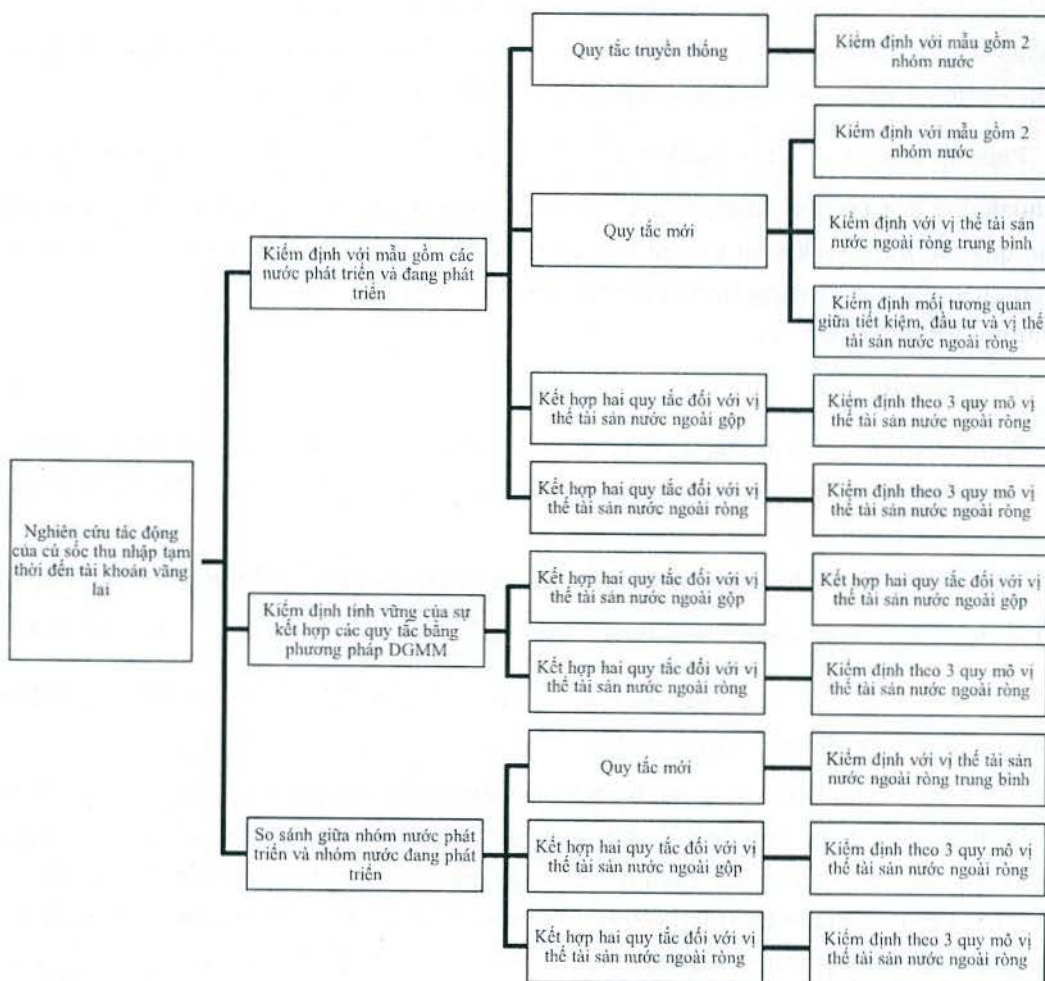
Phương trình (6) là những quy tắc mới: Tác động của một cú sốc thu nhập tạm thời vào tài khoản vãng lai là bằng với lượng tiết kiệm nhân với tỉ lệ của vị thế tài sản nước ngoài ròng trên tài sản.

Tuy nhiên, nếu cả hai nước phát triển với cùng tốc độ và điều chỉnh danh mục đầu tư cùng đều bằng nhau nhưng nhỏ hơn 1, tức là,  $\frac{dW^*}{W^*} = \frac{dW}{W}$  và  $\lambda = \mu \neq 1$ , khi đó:  $CA = (1 - \lambda)dW + \frac{P}{W} dW$  (7). Phương trình (7) là một sự kết hợp của các quy tắc truyền thống và các quy tắc mới, và nó sẽ được kiểm định tại mục 4 dưới đây.

Các kết quả chính đưa ra từ mô hình được kiểm định bằng phương pháp hồi quy OLS. Đồng thời, để loại bỏ vấn đề nội sinh được gây ra bởi sự tương quan của các tác động cụ thể từ các quốc gia và các biến hồi quy, tác giả sử dụng phương pháp DGMM được phát triển bởi Arellano và Bond (1991). Phương pháp nghiên cứu này được đề xuất bởi Erauskin (2015). Phương pháp này lấy sai phân mô hình để loại bỏ những tác động cụ thể của quốc gia. Điều này cũng loại bỏ bất kỳ nội sinh có thể được gây ra bởi sự tương quan giữa các tác động cụ thể của quốc gia và các biến hồi quy. Sai phân cũng giúp đảm bảo rằng tất cả các biến hồi quy có tính dừng. Mô hình bao gồm hai giá trị trễ của biến phụ thuộc để xác định biến động. Sai phân bậc nhất của các biến giải thích được sử dụng như biến công cụ.

Quy trình thực hiện các bước nghiên cứu được trình bày trong Hình 1.





**Hình 1.** Quy trình nghiên cứu

### 3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu được sử dụng để kiểm tra kết quả chủ yếu của mô hình bao gồm 44 quốc gia phát triển và đang phát triển trong giai đoạn 1980–2013, gồm 22 nước phát triển bao gồm: Áo, Úc, Bỉ, Canada, Đan Mạch, Phần Lan, Pháp, Đức, Hy Lạp, Iceland, Ireland, Ý, Nhật, Hà Lan, Na Uy, New Zealand, Tây Ban Nha, Bồ Đào Nha, Thụy Điển, Thụy Sĩ, Anh, và Mỹ; 22 nước đang phát triển ở khu vực châu Á: Bahrain, Bangladesh, Trung Quốc, Cyprus, Ấn Độ, Indonesia, Iran, Israel, Jordan, Hàn Quốc, Kuwait, Malaysia,

Nepal, Oman, Pakistan, Philippines, Ả Rập Saudi, Singapore, Sri Lanka, Thái Lan, Thổ Nhĩ Kỳ, và VN.

Các số liệu về GDP và tổng tiết kiệm trong nước cho những quốc gia được cung cấp trực tiếp bởi chỉ số phát triển thế giới của Ngân hàng Thế giới (WBWDI). Các dữ liệu về tài khoản vãng lai, tổng đầu tư trong nước và vị thế đầu tư quốc tế có được từ thống kê tài chính quốc tế của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMFIFS). Dữ liệu về vị thế đầu tư quốc tế chưa đầy đủ (trước giai đoạn 1980–1986) được cung cấp bởi Lane và Milesi-Ferretti (2001, 2007).

#### 4. Kết quả nghiên cứu

##### 4.1. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

**Bảng 1**

Bảng thống kê mô tả các biến

	Trung bình	Trung vị	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn	Số quan sát
CA	0,002925	-0,00733	0,549844	-2,38148	0,099862	1.472
S	0,251015	0,240628	0,612873	-0,66953	0,110117	1.486
P/W	-0,07062	-0,05792	0,998018	-8,24266	0,399975	1.466
(P/W)S	-0,00198	-0,01244	0,538058	-1,32121	0,103551	1.462
(K*/W)S	0,170016	0,053899	5,318516	-0,36583	0,428615	1.461
(K <sub>t</sub> /W*)S*	0,17146	0,070245	5,601378	-0,13793	0,40893	1.466
N	89.854.045	18.373412	1,36E+09	228.000	2,30E+08	1.493
CN	1,395825	1,122299	11,18066	-2,5443	1,324445	1.491
YN	15.551,12	15.282,65	66.825,02	178,8503	12.582,79	1.477
CYN	2,167525	2,252493	22,72102	-24,5674	3,775956	1.484
T	16,5	16,5	33	0	9,813989	1.496

## 4.2. Kiểm định tác động của cú sốc thu nhập tạm thời đến tài khoản vãng lai đối với mẫu gồm các nước phát triển và đang phát triển

4.2.1. Kiểm định quy tắc truyền thống, quy tắc mới khi vị thế tài sản nước ngoài rông ở mức trung bình

Kết quả hồi quy từ Bảng 1 cho thấy các quy tắc truyền thống và quy tắc mới bị bác bỏ. Tuy nhiên, khi giá trị của vị thế tài sản nước ngoài rông trên tài sản trong nước ở mức trung bình từ -10% đến 10%, quy tắc mới sẽ là một mẫu hình thoả đáng để giải thích cho sự biến động của tài khoản vãng lai.

### Bảng 2

Kiểm định các quy tắc

		Pooled regression		Between regression		Within regression	
		Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát
Kiểm định quy tắc truyền thống	a1	0,538039*** (0,019135)	0,384341*** (0,014825)	0,35876*** (0,061816)	0,295388*** (0,07456)	0,927724*** (0,027985)	0,544476*** (0,022077)
Kiểm định quy tắc mới	a1	0,456842*** (0,022216)	0,332881*** (0,016719)	0,348766*** (0,058477)	0,238808*** (0,071511)	0,541958*** (0,035909)	0,250848*** (0,021843)
Kiểm định quy tắc mới (NFA trung bình)	a1	0,617092*** (0,129799)	0,744213*** (0,123323)	0,767999* (0,433942)	0,756166* (0,467204)	0,85637*** (0,143852)	1,010952*** (0,13603)

Ghi chú: Độ lệch chuẩn trong ngoặc đơn.

\* Có ý nghĩa thống kê ở mức 10%; \*\* Có ý nghĩa thống kê ở mức 5%; \*\*\* Có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

#### 4.2.2. Kiểm định mối quan hệ giữa tiết kiệm và đầu tư, theo quy mô vị thế tài sản nước ngoài ròng

Phản ứng của đầu tư đối với tiết kiệm được kiểm định thông qua phương trình:

$$I_{ct} = a_0 + a_1 S_{ct} + a_2 \left( \frac{P_{ct}}{W_{ct}} \right) S_{ct} + u_{ct} \quad (8)$$

Nếu quy tắc mới đúng thì các hệ số  $a_1$  và  $a_2$  lần lượt bằng 1 và -1. Bảng 2 thể hiện các kết quả cho hồi quy OLS. Khi vị thế tài sản nước ngoài ròng trên tài sản trong nước ở mức trung bình và đối với các nước chủ nợ lớn, kết quả về hệ số  $a_1$ ,  $a_2$  đúng về dấu, nhưng giá trị tương đối nhỏ. Điều này phù hợp với nghiên cứu của Feldstein và Horioka (2009). Nghiên cứu này cho rằng các nền kinh tế nhỏ tham gia vào đáng kể thương mại quốc tế sẽ có một liên kết yếu hơn nhiều giữa tiết kiệm trong nước và đầu tư trong nước so với các nền kinh tế lớn và có chủ quyền gần như tuyệt đối. Đặc biệt, khi vị thế tài sản nước ngoài ròng trên tài sản trong nước là thấp hơn -10%, đầu tư có liên quan chặt chẽ để tiết kiệm nhưng nó hầu như không bị ảnh hưởng bởi vị thế tài sản nước ngoài ròng. Điều này có lẽ là do hạn chế về tài chính như là một hệ quả của vị thế mắc nợ lớn.

#### Bảng 3

Kiểm định mối quan hệ giữa tiết kiệm và đầu tư, theo quy mô của vị thế tài sản nước ngoài ròng

	Trung bình		Nước chủ nợ "lớn"		Nước con nợ "lớn"	
	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát
$a_1$	0,484588*** (0,043076)	0,335194*** (0,044831)	0,084589* (0,049269)	0,153804*** (0,058197)	0,310504*** (0,041953)	0,323377*** (0,040294)
$a_2$	-0,239464* (0,154077)	-0,142222 (0,146748)	-0,200562** (0,07888)	-0,133461* (0,086016)	0,084848*** (0,023541)	0,073155*** (0,021562)

Ghi chú: Độ lệch chuẩn trong ngoặc đơn.

\* Có ý nghĩa thống kê ở mức 10%; \*\* Có ý nghĩa thống kê ở mức 5%; \*\*\* Có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

#### 4.2.3. Kiểm định sự kết hợp của các quy tắc

Sự kết hợp của quy tắc truyền thống và quan điểm mới đối với vị thế tài sản nước ngoài gộp được kiểm định thông qua phương trình:

$$CA_{ct} = \sum_{i=0}^2 D_i x \left\{ a_{i,0} + a_{i,1} x S_{ct} + a_{i,2} x \left( \frac{K_{d,ct}^*}{W_{ct}} \right) x S_{ct} + a_{i,3} x \left( \frac{K_{f,ct}}{W_{ct}^*} \right) x S_{ct}^* \right\} + u_{ct} \quad (9)$$

Sự kết hợp của quy tắc truyền thống và quy tắc mới đối với tài sản nước ngoài ròng được kiểm định thông qua phương trình:

$$CA_{ct} = \sum_{i=0}^2 D_i x \left\{ a_{i,0} + a_{i,1} x S_{ct} + a_{i,2} x \left( \frac{P_{ct}}{W_{ct}} \right) x S_{ct} \right\} + u_{ct} \quad (10)$$

Bảng 4

Kiểm định sự kết hợp quy tắc truyền thống và quy tắc mới bằng phương pháp OLS và DGMM

	Pooled regression		Between regression		Within regression		DGMM	
	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát
Kiểm định sự kết hợp quy tắc truyền thống và quan điểm mới đối với tài sản nước ngoài gộp								
a <sub>0,1</sub>	0,36837*** (0,023557)	0,303945*** (0,016566)	0,22184*** (0,056689)	0,22905*** (0,066048)	0,718355*** (0,037183)	0,486885*** (0,025504)	1,34965*** (0,071454)	0,77716*** (0,043837)
a <sub>1,1</sub>	0,47146*** (0,028526)	0,34828*** (0,020545)	0,31761*** (0,080761)	0,26619* (0,094145)	0,778955*** (0,049295)	0,525577*** (0,032424)	1,74193*** (0,080544)	0,94335*** (0,051164)
a <sub>2,1</sub>	0,31956*** (0,028621)	0,22821*** (0,01977)	0,19756*** (0,07281)	0,20563*** (0,077416)	0,617848*** (0,042999)	0,38456*** (0,029148)	1,16660*** (0,088418)	0,68132*** (0,05143)
a <sub>0,2</sub>	0,47759** (0,203381)	0,55049*** (0,135888)	0,643328* (0,34959)	0,59679* (0,371239)	0,676605*** (0,228826)	0,70159*** (0,143805)	1,55127*** (0,384344)	0,68081*** (0,209796)
a <sub>1,2</sub>	0,50786*** (0,048998)	0,38429*** (0,033785)	0,56269*** (0,14339)	0,55466*** (0,149827)	0,556019*** (0,092196)	0,201935*** (0,06306)	0,47872*** (0,14845)	0,0326 (0,083744)
a <sub>2,2</sub>	0,07517** (0,037775)	0,09278*** (0,025266)	0,09650 (0,113977)	0,051838 (0,124697)	0,01457 (0,039133)	0,04235* (0,024304)	0,107229 (0,114393)	0,02005 (0,061581)
a <sub>0,3</sub>	-0,41496** (0,203606)	-0,52507*** (0,135913)	-0,576144* (0,360454)	-0,53985 (0,387999)	-0,639601*** (0,227562)	-0,68585*** (0,142199)	-1,50503*** (0,379075)	-0,6684*** (0,206854)

THƯ VIỆN TP. CẦN THƠ

	Pooled regression		Between regression		Within regression		DGMM	
	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát
$a_{1,3}$	-0,63169*** (0,053951)	-0,46201*** (0,037348)	-0,72176*** (0,168922)	-0,6992*** (0,175858)	-0,583735*** (0,090294)	-0,21521*** (0,06177)	-0,63867*** (0,152074)	-0,10074 (0,086779)
$a_{2,3}$	-0,07800** (0,035953)	-0,09775*** (0,023987)	-0,10515 (0,113225)	-0,06418 (0,124196)	-0,012242 (0,036908)	-0,04126* (0,022879)	-0,01313 (0,112414)	0,00406 (0,060355)
P-value $a_{0,1} + a_{0,2} = 1$								
	0,4545	0,2902	0,6955	0,6363	0,0853	0,1905	0,00000	0,0266
P-value $a_{1,1} + a_{1,2} = 1$								
	0,5687	0,00000	0,317	0,1873	0,00000	0,00000	0,00000	0,7541
P-value $a_{2,1} + a_{2,2} = 1$								
	0,00000	0,00000	0,00000	0,0001	0,00000	0,00000	0,0695	0,0004
J-statistic							5,79E-21	4,19E-21
P-value của J-statistic							0,001171351	0,013718339
AR(1)							-7,027655	0,056124
P-value của AR(1)							0,00000	0,9552
AR(2)							-2,004424	-0,077709
P-value của AR(2)							0,045	0,9381

	Pooled regression		Between regression		Within regression		DGMM	
	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát
Kiểm định sự kết hợp quy tắc truyền thống và quy tắc mới đối với tài sản nước ngoài ròng								
a <sub>0,1</sub>	0,40292*** (0,023302)	0,31796*** (0,016466)	0,21658*** (0,064065)	0,24418*** (0,073187)	0,737369*** (0,03542)	0,495172*** (0,023928)	1,55793*** (0,422987)	0,78235*** (0,133741)
a <sub>1,1</sub>	0,44682*** (0,029812)	0,32793*** (0,02121)	0,29013*** (0,097392)	0,19371** (0,106173)	0,754208*** (0,047414)	0,512706*** (0,031472)	1,734095*** (0,505889)	0,86827*** (0,149634)
a <sub>2,1</sub>	0,33124*** (0,029484)	0,23305*** (0,020137)	0,15462* (0,08156)	0,18526** (0,083799)	0,624212*** (0,041442)	0,38782*** (0,027592)	1,486063*** (0,415477)	0,71361*** (0,12524)
a <sub>0,2</sub>	0,44245** (0,213339)	0,53994*** (0,141154)	0,72583* (0,429569)	0,60616 (0,428555)	0,639513*** (0,227239)	0,688947*** (0,141275)	0,78752* (0,553866)	0,47260* (0,305208)
a <sub>1,2</sub>	0,28170*** (0,047334)	0,23634*** (0,032022)	0,13874 (0,130779)	0,24048* (0,139971)	0,591424*** (0,089884)	0,217404*** (0,060926)	0,100294 (0,214726)	-0,10199 (0,073471)
a <sub>2,2</sub>	0,07961** (0,036955)	0,10274*** (0,024412)	0,11216 (0,137688)	0,00772 (0,142196)	0,006726 (0,035771)	0,039847* (0,022295)	-0,000873 (0,065365)	-0,007731 (0,058907)
P-value a <sub>0,1</sub> + a <sub>0,2</sub> = 1								
	0,4716	0,3209	0,8913	0,7231	0,1001	0,1972	0,0003	0,1909
P-value a <sub>1,1</sub> + a <sub>1,2</sub> = 1								
	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,0000	0,0003



Pooled regression		Between regression		Within regression		DGMM	
Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát
P-value $a_{2,1} + a_{2,2} = 1$							
0,00000	0,00000	0,0003	0,0001	0,00000	0,00000	0,0018	0,0006
J-statistic						6,68E-24	1,15E-24
P-value của J-statistic						7,12E-06	0,000612897
AR(1)						-1,385513	-0,545896
P-value của AR(1)						0,1659	0,5851
AR(2)						-1,472028	-0,277968
P-value của AR(2)						0,141	0,781

*Ghi chú:* Độ lệch chuẩn trong ngoặc đơn.

\* Có ý nghĩa thống kê ở mức 10%; \*\* Có ý nghĩa thống kê ở mức 5%; \*\*\* Có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

Kết quả hồi quy ở Bảng 3 cho thấy khi vị thế tài sản nước ngoài ròng ở mức trung bình từ -10% đến 10%, sự kết hợp của 2 quy tắc nhận được sự hỗ trợ từ kiểm định Wald cho  $a_{0,1} + a_{0,2} = 1$  vì giá trị p-value rất cao. Trong sự kết hợp đó thì quan điểm mới và quy tắc mới chiếm ưu thế hơn vì hầu hết các trường hợp hồi quy đều có được  $a_{0,2} > a_{0,1}$ .

Đối với các nước chủ nợ "lớn", tức là vị thế tài sản nước ngoài ròng là cao hơn 10%, sự kết hợp của quy tắc truyền thống và quy tắc mới bị bác bỏ từ kiểm định Wald cho  $a_{1,1} + a_{1,2} = 1$  vì giá trị p-value rất nhỏ (gần bằng 0). Bên cạnh đó, hệ số  $a_{1,1}$  cao hơn hệ số  $a_{1,2}$ , điều này cho thấy quy tắc truyền thống chiếm ưu thế hơn quy tắc mới. Điều này cũng có thể phản ánh việc ít lo ngại rủi ro khi quốc gia đó là nước chủ nợ "lớn".

Đối với nước con nợ "lớn", tức là vị thế tài sản nước ngoài ròng thấp hơn -10%, sự kết hợp của 2 quy tắc cũng bị bác bỏ từ kiểm định Wald cho  $a_{2,1} + a_{2,2} = 1$  vì giá trị p-value rất nhỏ (gần bằng 0). Bên cạnh đó hệ số  $a_{2,2}$  và  $a_{2,3}$  gần như bằng 0 và hệ số  $a_{2,1}$  cao hơn, điều này cho thấy quy tắc truyền thống chiếm ưu thế và tài khoản vãng lai không bị ảnh hưởng bởi vị thế tài sản nước ngoài. Điều này có lẽ là do hạn chế về tài chính như là một hệ quả của vị thế con nợ "lớn".

#### 4.3. Kiểm định tính vững của sự kết hợp các quy tắc bằng phương pháp DGMM

Để loại bỏ vấn đề nội sinh được gây ra bởi sự tương quan của các tác động cụ thể từ các quốc gia và các biến hồi quy, tác giả sử dụng phương pháp DGMM được phát triển bởi Arellano và Bond (1991).

Kết quả hồi quy ở Bảng 3 cho thấy đối với các giá trị trung bình của quy mô của vị thế tài sản nước ngoài ròng, quy tắc truyền thống chiếm ưu thế hơn quy tắc mới, trong khi đó sự kết hợp của các quy tắc truyền thống và quan điểm mới,  $a_{0,1} + a_{0,2} = 1$ , dường như được hỗ trợ trong trường hợp không có biến kiểm soát (sự hỗ trợ yếu hơn nhiều khi có biến kiểm soát). Đối với các nước chủ nợ "lớn", quy tắc truyền thống chiếm ưu thế hoàn toàn, trong khi các quy tắc mới gần như biến mất,  $a_{1,1} > a_{1,2}$  và  $a_{1,2}$  nhận giá trị âm nhưng tương đối nhỏ (gần bằng 0). Đồng thời, sự kết hợp của quy tắc truyền thống và quy tắc mới,  $a_{1,1} + a_{1,2} = 1$ , rõ ràng bị bác bỏ. Đối với các nước con nợ "lớn", kết quả cũng tương tự các nước chủ nợ "lớn". Quy tắc truyền thống chiếm ưu thế và quy tắc mới thực biến mất. Đồng thời, sự kết hợp của quan tắc truyền thống và quy tắc mới,  $a_{2,1} + a_{2,2} = 1$ , rõ ràng bị bác bỏ.

Giá trị p-value của thống kê J về giới hạn xác định quá cao của mô hình là tương đối nhỏ, điều này cho thấy biến công cụ là tương quan với sai số của mô hình. Kết quả kiểm

định Arellano-Bond bậc 1 được bỏ qua do chuỗi sai phân khảo sát mặc nhiên có tương quan bậc 1. Tương quan bậc 2, AR(2) có giá trị p-value rất lớn cho thấy không có hiện tượng tự tương quan của sai số bậc 1. Tóm lại, các kết quả thực nghiệm thu được vẫn vững khi các vấn đề nội sinh được xử lý thông qua phương pháp DGMM.

#### 4.4. So sánh tác động của cú sốc thu nhập tạm thời đến tài khoản vãng lai giữa các nước phát triển và các nước đang phát triển

##### 4.4.1. Kiểm định quy tắc mới đối với vị thế tài sản nước ngoài ròng trung bình

Quy tắc mới được kiểm định với vị thế tài sản nước ngoài ròng trung bình thông qua phương trình (10). Kết quả kiểm định cho từng nhóm nước từ Bảng 5 cho thấy quy tắc mới hoàn toàn đúng với các nước phát triển. Tuy nhiên, đối với các nước đang phát triển, tài sản nước ngoài ròng hầu như không giải thích được cho sự biến động của tài khoản vãng lai (vì hệ số  $a_1$  rất nhỏ và không có ý nghĩa thống kê). Kết quả phù hợp với nghiên cứu của Alfaro và cộng sự (2011), Gourinchas và Jeanne (2013): số liệu thống kê tài khoản vãng lai được dùng để đo dòng vốn có thể không cung cấp một kết quả thỏa đáng cho các nước đang phát triển, bởi vì dòng vốn viện trợ chính thức là quan trọng.

#### Bảng 5

Kiểm định quy tắc mới đối với vị thế tài sản nước ngoài ròng trung bình

	Các nước phát triển		Các nước đang phát triển	
	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát
$a_1$	1,137452*** (0,139605)	0,966084*** (0,132665)	0,06356 (0,242888)	-0,162321 (0,223107)

Ghi chú: Độ lệch chuẩn trong ngoặc đơn.

\* Có ý nghĩa thống kê ở mức 10%; \*\* Có ý nghĩa thống kê ở mức 5%; \*\*\* Có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

##### 4.4.2. Kiểm định sự kết hợp của các quy tắc

Sự kết hợp quy tắc truyền thống và quy tắc mới được kiểm định thông qua phương trình (9) và (10). Kiểm định được thực hiện riêng ở 2 nhóm nước: phát triển và đang phát triển. Kết quả kiểm định thể hiện ở Bảng 6. Khi vị thế tài sản nước ngoài ròng là trung bình, đối với các nước phát triển, quan điểm mới hoàn toàn chiếm ưu thế so với quy tắc truyền thống,  $a_{0,2} > |a_{0,3}| > a_{0,1}$ , quy tắc mới hoàn toàn chiếm ưu thế so với quy tắc truyền thống,  $a_{0,2} > a_{0,1}$ . Đồng thời sự kết hợp giữa các quy tắc không nhận được sự hỗ

trợ mạnh mẽ từ kiểm định Wald. Điều này có thể là do rủi ro đối với đầu tư cao so với tác động của sự suy giảm lợi nhuận từ nguồn vốn.

Đối với các nước đang phát triển, quy tắc truyền thống chiếm ưu thế và vị thế tài sản nước ngoài nhân tiết kiệm có tương quan âm với tài khoản vãng lai và ảnh hưởng là tương đối nhỏ. Đồng thời, sự kết hợp giữa quy tắc truyền thống và quan điểm mới không nhận được sự hỗ trợ mạnh mẽ từ kiểm định Wald. Điều này có thể là do rủi ro đối với đầu tư thấp so với tác động của sự suy giảm lợi nhuận từ nguồn vốn.

**Bảng 6**

Kiểm định sự kết hợp quy tắc truyền thống và quan điểm mới

	Tài sản nước ngoài gộp				Tài sản nước ngoài ròng			
	Các nước phát triển		Các nước đang phát triển		Các nước phát triển		Các nước đang phát triển	
	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát
$a_{0,1}$	0,46724*** (0,02827)	0,56382*** (0,030366)	0,34492*** (0,039216)	0,26889*** (0,023756)	0,48946*** (0,026308)	0,56196*** (0,028414)	0,37869*** (0,035559)	0,28031*** (0,022669)
$a_{1,1}$	0,74384*** (0,039438)	0,75141*** (0,039968)	0,42480*** (0,04408)	0,22607*** (0,02904)	0,70534*** (0,03622)	0,70845*** (0,036833)	0,41872*** (0,046582)	0,2131*** (0,030632)
$a_{2,1}$	0,39136*** (0,031059)	0,53916*** (0,033414)	0,33795*** (0,046909)	0,2331*** (0,02873)	0,38949*** (0,030872)	0,52906*** (0,032974)	0,36094*** (0,048456)	0,24240*** (0,029743)
$a_{0,2}$	0,92851*** (0,131952)	0,63168*** (0,120836)	-0,05818 (0,394137)	-0,15482 (0,231963)	0,90930*** (0,134328)	0,64180*** (0,121545)	-0,09889 (0,415571)	-0,14949 (0,246166)
$a_{1,2}$	-0,46845*** (0,096581)	-0,27034*** (0,087204)	0,60569*** (0,07315)	0,51481*** (0,04487)	-0,51240*** (0,096828)	-0,29039*** (0,086879)	0,34256*** (0,071026)	0,33671*** (0,043323)
$a_{2,2}$	0,13545*** (0,05263)	0,18336*** (0,048509)	0,09306 (0,097001)	0,04745 (0,05855)	0,14074*** (0,044988)	0,24872*** (0,041382)	0,06939 (0,053779)	0,07902*** (0,031461)
$a_{0,3}$	-0,88122*** (0,131852)	-0,60682*** (0,121122)	0,14677 (0,398465)	0,184623 (0,234277)				
$a_{1,3}$	0,41172*** (0,053951)	0,23093*** (0,092445)	-0,73702*** (0,07996)	-0,59844*** (0,049203)				
$a_{2,3}$	-0,1369*** (0,102741)	-0,19073*** (0,046886)	-0,07429 (0,052426)	-0,07612*** (0,030613)				

p-value $a_{0,1} + a_{0,2} = 1$	0,003	0,1111	0,0739	0,0002	0,0034	0,0991	0,0877	0,0005
p-value $a_{1,1} + a_{1,2} = 1$	0,00000	0,00000	0,5514	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000
p-value $a_{2,1} + a_{2,2} = 1$	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,0004	0,00000	0,00000

*Ghi chú:* Độ lệch chuẩn trong ngoặc đơn.

\* Có ý nghĩa thống kê ở mức 10%; \*\* Có ý nghĩa thống kê ở mức 5%; \*\*\* Có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

## 5. Kết luận

Kết quả kiểm định cho thấy khi vị thế tài sản nước ngoài ròng trung bình từ -10% đến 10%, sự kết hợp nhận được sự hỗ trợ mạnh mẽ: Các quan điểm mới hoặc các quy tắc mới chiếm ưu thế và quy tắc truyền thống đóng vai trò thứ yếu. Mặt khác, đối với các nước chủ nợ “lớn”, tức là vị thế tài sản nước ngoài ròng là cao hơn 10%, các quy tắc truyền thống chiếm ưu thế. Đối với nước mắc nợ “lớn”, tức là vị thế tài sản nước ngoài ròng thấp hơn -10%, quy tắc truyền thống chiếm ưu thế và tài khoản vãng lai không bị ảnh hưởng bởi vị thế tài sản nước ngoài. Điều này có lẽ là do hạn chế về tài chính như là một hệ quả của vị thế con nợ “lớn”. Các kết quả thực nghiệm thu được vẫn vững khi các vấn đề nội sinh được xử lý thông qua phương pháp DGMM.

Kết quả kiểm định khi so sánh giữa 2 nhóm nước cho thấy quy tắc mới hoàn toàn đúng với các nước phát triển và gần như biến mất đối với các nước đang phát triển. Khi xem xét sự kết hợp của 2 quy tắc, quy tắc mới chiếm ưu thế đối với các nước phát triển, điều này cho thấy vị thế tài sản nước ngoài ròng là một biến quan trọng giải thích cho sự biến động của tài khoản vãng lai. Tuy nhiên, đối với các nước đang phát triển, quy tắc truyền thống chiếm ưu thế và tài sản ròng có tương quan âm với tài khoản vãng lai nhưng ảnh hưởng đến thâm hụt cán cân vãng lai là tương đối nhỏ. Điều này có thể là kết quả của các khoản thu nhập đầu tư ròng lớn từ nước ngoài khi mức độ tài sản ròng ban đầu tương đối cao.

Đối với trường hợp các nước đang phát triển châu Á, trong đó có VN cho thấy quy tắc truyền thống chiếm ưu thế và vị thế tài sản ròng có tương quan âm với tài khoản vãng lai nhưng ảnh hưởng đến thâm hụt cán cân vãng lai là tương đối nhỏ. Các quốc gia này phần lớn là các quốc gia ở vị thế “mắc nợ” do các tài sản nước ngoài nắm giữ khá cao

so với việc nắm giữ tài sản nước ngoài. Do đó, theo kết quả nghiên cứu của tác giả, khi NFA càng gia tăng sẽ tạo nên mức độ thâm hụt lớn hơn trong tài khoản vãng lai mặc dù không lớn. Tuy vậy, để góp phần giảm mức độ thâm hụt trong tài khoản vãng lai không có nghĩa là phải cắt giảm trong vị thế NFA vì các dòng vốn do bên ngoài đầu tư cũng sẽ là một lực đẩy cho tăng trưởng kinh tế VN.

Nhằm cải thiện tài khoản vãng lai của VN, tác giả khuyến nghị một số hàm ý chính sách sau:

Tăng tổng tiết kiệm trong nước bằng cách giảm chi tiêu ngân sách, song song với việc tăng sản lượng nền kinh tế. Một khi tổng tiết kiệm xã hội tăng lên sẽ góp phần làm giảm thâm hụt trong cán cân tài khoản vãng lai.

Cải thiện vị thế NFA bằng cách gia tăng tài sản quốc gia, Chính phủ cần có các giải pháp khuyến khích các nhà đầu tư trong nước nắm giữ nhiều danh mục đầu tư nước ngoài hơn thay vì chỉ ghim giữ ngoại tệ.

Trong tương lai, khi vị thế NFA của VN được cải thiện, vượt qua ngưỡng con nợ lớn thì tác động của NFA đến tài khoản vãng lai sẽ thay đổi theo chiều hướng tích cực hơn ■

---

### Tài liệu tham khảo

- Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S., & Volosovych, V. (2011). Sovereigns, upstream capital flows and global imbalances. *NBER Working Paper No. 17396*.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- Chinn, M. D. & Prasad, E. S. (2003). Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: An empirical exploration. *Journal of International Economics*, 59(1), 47-76.
- Erauskin, I. (2015a). A note on the new rule for the current account. *Review of International Economics*, 23(3), 509-524.
- Erauskin, I. (2015b). Savings, the size of the net foreign asset position, and the dynamics of current accounts. *International Review of Economics and Finance*, 39(C), 353-370.
- Feldstein, M., & Horioka, C. (2009). Domestic savings and international capital flows. *Economic Journal*, 90(358), 314-329.
- Gourinchas, P. -O., & Jeanne, O. (2013). Capital flows to developing countries: The allocation puzzle. *Review of Economic Studies*, 80(4), 1484-1515.

- Guo, K., & Jin, K. (2009). Composition and growth effects of the current account: A synthesized portfolio view. *Journal of International Economics*, 79(1), 31-41.
- Kraay, A., & Ventura, J. (2000). Current accounts in debtor and creditor countries. *Quarterly Journal of Economics*, 115(4), 1137-1166.
- Kraay, A., & Ventura, J. (2003). Current accounts in the long and the short run. *NBER Macroeconomics Annual*, 17(1), 65-94.
- Kraay, A., & Ventura, J. (2009). Response to "composition and growth effects of the current account: A synthesized portfolio view". Unpublished working paper. Retrieved from: [http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/Kraay\\_VenturaResponseToGuoJin.pdf](http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/Kraay_VenturaResponseToGuoJin.pdf)
- Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. (2001, 2007). The external wealth of nations Mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities. *Journal of International Economics*, 73, 223-250.
- Obstfeld, M. (2012). Does the current account still matter? *American Economic Review*, 102(3), 1-23.
- Obstfeld, M., & Rogoff, K. (1996). *Foundations of international macroeconomics*. Cambridge, United States: MIT Press.
- Razin, A. (1995). *The dynamic-optimizing approach to the current account: Theory and evidence*. In Peter B. Kenen (Ed.), *Understanding interdependence. The macroeconomics of the open economy*. Princeton University Press.
- Tille, C., & van Wincoop, E. (2010). A new perspective on "the new rule" of the current account. *Journal of International Economics*, 80(1), 89-99.
- Yang, L. (2011). *An empirical analysis of current account determinants in emerging Asian economies*. Cardiff Economics Working Papers E2011/10, Cardiff University, Cardiff Business School.