

BỘ TÀI CHÍNH
TRƯỜNG ĐẠI HỌC TÀI CHÍNH – MARKETING

NGUYỄN THÀNH ĐƯỢC

**TRUYỀN DẪN CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ QUA
KÊNH GIÁ TÀI SẢN ĐẾN TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ:
NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM**

Chuyên ngành: Tài chính - Ngân hàng

Mã số: 9 34 02 01

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ

TP. Hồ Chí Minh - Năm 2026

Công trình được hoàn thành tại: Trường Đại học Tài chính - Marketing

Người hướng dẫn khoa học 1: PGS. TS. PHẠM QUỐC VIỆT

Người hướng dẫn khoa học 2: TS. BÙI NGỌC TOÀN

Phản biện độc lập 1:

Phản biện độc lập 2:

Phản biện 1:.....

Phản biện 2:.....

Phản biện 3:.....

Luận án sẽ được bảo vệ trước Hội đồng chấm luận án cấp trường họp tại

Vào hồi..... giờ.....ngày.....tháng.....năm

Có thể tìm hiểu luận án tại thư viện:

.....

**DANH MỤC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU ĐÃ CÔNG BỐ
LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN**

| STT | Công trình nghiên cứu | Năm công bố | Ghi chú |
|--------------------------------|---|----------------|---------|
| Sau khi trúng tuyển NCS | | | |
| 1 | Nguyễn Thành Đước, Phạm Quốc Việt (2025). Truyền dẫn bất cân xứng của giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam. <i>Tạp chí Kinh tế và Dự báo</i> , Kỳ 13 - Tháng 7/2025 (908), tr.18-21. | 2025 | |
| 2 | Nguyễn Thành Đước, Phạm Quốc Việt (2025). Tác động của truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam. <i>Tạp chí Tài chính</i> , Kỳ 1 - Tháng 4/2025 (846), Tr.63-66. | 2025 | |
| 3 | Nguyễn Thành Đước (2024). Truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản và một số khuyến nghị đối với Việt Nam. <i>Tạp chí Quản lý nhà nước</i> , e-ISSN: 2815-5831, Tháng 01/2024. URL: https://www.quanlynhanuoc.vn/2024/01/23/truyen-dan-chinh-sach-tien-te-qua-kenh-gia-tai-san-va-mot-so-khuyen-nghi-doi-voi-viet-nam/ . | 2024 | |

TÓM TẮT LUẬN ÁN

Trong nền kinh tế hiện đại, chính sách tiền tệ không chỉ truyền dẫn qua lãi suất hay tín dụng truyền thống mà ngày càng phụ thuộc vào biến động của thị trường chứng khoán và bất động sản. Các lý thuyết kinh điển như Tobin's q và hiệu ứng của cái đã khẳng định giá tài sản là mắt xích quan trọng kết nối khu vực tài chính với nền kinh tế thực đối với các nền kinh tế mới nổi, trong đó có Việt Nam, mức độ ảnh hưởng cũng như cơ chế vận hành của kênh giá tài sản vẫn chưa được làm sáng tỏ một cách đầy đủ. Các kết quả thực nghiệm hiện có còn mờ nhạt, thiếu tính nhất quán, qua đó cho thấy chưa hình thành được sự đồng thuận rõ ràng trong giới nghiên cứu về vai trò và cường độ truyền dẫn của kênh này. Phần lớn các nghiên cứu hiện nay thường tách biệt việc phân tích giá cổ phiếu và giá bất động sản, chưa có cái nhìn tích hợp đồng thời cả hai loại tài sản này. Trong bối cảnh nghiên cứu kinh tế tại Việt Nam, có thể nhận diện một hạn chế đáng kể về mặt học thuật khi các phân tích chuyên sâu liên quan đến cơ chế tác động bất cân xứng của giá tài sản đối với tăng trưởng kinh tế hầu như chưa được triển khai một cách hệ thống. Nói cách khác, mối quan hệ phi tuyến hoặc sự khác biệt trong phản ứng của tăng trưởng kinh tế trước các biến động tăng và giảm của giá tài sản vẫn chưa được nghiên cứu đầy đủ, tạo ra một khoảng trống nghiên cứu đáng chú ý cả về phương diện lý thuyết lẫn thực nghiệm. Việc làm rõ liệu nền kinh tế phản ứng mạnh hơn trước cú sốc giảm giá tài sản so với cú sốc tăng giá hay không là cực kỳ quan trọng để dự báo chu kỳ kinh tế chính xác hơn. Trong giai đoạn 2013-2024, với sự bùng nổ của các thị trường tài sản và đặc biệt cú sốc từ đại dịch COVID-19, Ngân hàng Nhà nước cần thêm cơ sở khoa học nhằm điều hành chính sách tiền tệ linh hoạt hơn. Nghiên cứu này giúp nhận diện rõ mức độ lan tỏa của chính sách, từ đó đưa ra các khuyến nghị giúp hài hòa mục tiêu tăng trưởng kinh tế và ổn định hệ thống tài chính.

Dựa trên mẫu nghiên cứu sử dụng dữ liệu quý từ quý I/2013 đến quý II/2024 với 46 quan sát được thu thập từ SBV, GSO và HOSE, luận án sử dụng phương pháp ước lượng ARDL và NARDL để đo lường mức độ truyền dẫn của giá tài sản đến sản lượng; kiểm định sự tồn tại của tác động bất cân xứng từ biến động giá chứng khoán đến tăng trưởng kinh tế; và kiểm định tính bất cân xứng của truyền dẫn qua kênh giá bất động sản đến tăng trưởng kinh tế. Với sự hỗ trợ từ phần mềm Eviews 11, phát hiện chính của luận án cho thấy:

(1) *Thứ nhất*, tồn tại mối tương quan thuận biến giữa chỉ số giá chứng khoán và tăng trưởng kinh tế trong ngắn hạn, tuy nhiên tác động này triệt tiêu và không có ý nghĩa thống kê khi xét trong dài hạn.

(2) *Thứ hai*, kênh giá bất động sản duy trì tác động tích cực ổn định đến tăng trưởng kinh tế xuyên suốt cả hai khung thời gian ngắn hạn và dài hạn.

(3) *Thứ ba*, nghiên cứu xác nhận sự tồn tại của tính bất cân xứng trong truyền dẫn từ kênh giá chứng khoán đến tăng trưởng kinh tế trong dài hạn; trái lại, hiện tượng này không được ghi nhận đối với thị trường bất động sản tại Việt Nam.

Với kết quả trên, luận án không những đóng góp về mặt khoa học liên quan đến việc tích hợp đồng thời cả thị trường chứng khoán và bất động sản trong mô hình đến tăng trưởng kinh tế, cho phép đánh giá toàn diện sự tương tác phức tạp giữa các thị trường này đối với tăng trưởng kinh tế; làm rõ nền tảng lý thuyết về tính bất cân xứng trong truyền dẫn; những phát hiện này không chỉ kiểm định sự phù hợp của các lý thuyết quốc tế (Tobin's q hay hiệu ứng của cải) mà còn cung cấp một khung phân tích mới phù hợp với Việt Nam. Từ đó, thông qua việc đúc kết các hàm ý chính sách nhằm xác lập vị thế then chốt của kênh giá tài sản trong cơ chế truyền dẫn, luận án đã cung cấp một hệ thống các giải pháp thực tiễn hỗ trợ cơ quan quản lý tối ưu hóa hiệu lực điều hành chính sách tiền tệ. Những đề xuất này đóng vai trò là cơ sở khoa học quan trọng để các nhà hoạch định chính sách sử dụng công cụ điều hành, từ đó hài hòa mục tiêu ổn định nền tảng vĩ mô và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bền vững.

Từ khóa: truyền dẫn chính sách tiền tệ, kênh giá tài sản, tăng trưởng kinh tế, truyền dẫn bất cân xứng.

CHƯƠNG 1

GIỚI THIỆU NGHIÊN CỨU

1.1. LÝ DO CHỌN ĐỀ TÀI

1.1.1. Bối cảnh lý thuyết

Trong quản lý kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ được xem là một trong những công cụ điều hành quan trọng nhất của nhà nước nhằm ổn định lạm phát và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, khác với các biện pháp can thiệp trực tiếp, chính sách tiền tệ tác động đến nền kinh tế thông qua một cơ chế truyền dẫn gián tiếp và phức tạp, phản ánh sự tương tác chặt chẽ giữa khu vực tài chính và khu vực thực (Mishkin, 1996). Trong khuôn khổ đó, đầu tư, tiêu dùng, và sản lượng chịu sự lan tỏa của các cú sốc chính sách tiền tệ thông qua nhiều kênh khác nhau như lãi suất, tín dụng, tỷ giá, kỳ vọng và giá tài sản (Bernanke & Gertler, 1995; Taylor, 1995).

Nếu như trong giai đoạn đầu, tín dụng ngân hàng và kênh lãi suất được các nghiên cứu tập trung phân tích chủ yếu, thì từ cuối thập niên 1990, cùng với sự phát triển nhanh của thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản, kênh giá tài sản ngày càng được thừa nhận là một cấu phần trọng yếu trong cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ (Bernanke & Gertler, 2001). Về mặt lý thuyết, lập luận của (Tobin, 1969) cho rằng chính sách tiền tệ nới lỏng làm giảm lãi suất, qua đó đẩy giá cổ phiếu tăng, nâng cao giá trị thị trường của doanh nghiệp so với chi phí thay thế vốn ($q > 1$), từ đó kích thích đầu tư và tổng cầu. Cơ chế này, được biết đến với tên gọi hiệu ứng Tobin's q , đã đặt nền móng cho việc xem xét thị trường chứng khoán như một kênh truyền dẫn gián tiếp nhưng có sức lan tỏa lớn của chính sách tiền tệ.

Song song với đó, lý thuyết hiệu ứng của cải do (Modigliani, 1971) phát triển nhấn mạnh vai trò của giá tài sản, đặc biệt là cổ phiếu và bất động sản, trong việc hình thành quyết định tiêu dùng của hộ gia đình, khi giá tài sản tăng, tài sản ròng của hộ gia đình được cải thiện, từ đó thúc đẩy chi tiêu tiêu dùng và tăng trưởng sản lượng. Bổ sung cơ chế trên, lý thuyết “financial accelerator” của (Bernanke và cộng sự, 1999) cho rằng giá tài sản còn đóng vai trò như một kênh khuếch đại tài chính là sự gia tăng (hoặc suy giảm) giá tài sản làm thay đổi giá trị tài sản thế chấp, qua đó ảnh hưởng đến chi phí tài trợ bên ngoài và khuếch đại chu kỳ kinh tế. Nhìn chung, các khung lý thuyết này đều thống nhất ở điểm cốt lõi rằng giá tài sản không chỉ tác động trực

tiếp đến tổng cầu, mà còn là cầu nối trung gian giữa khu vực tài chính và nền kinh tế thực.

Trên phương diện thực nghiệm, vai trò của kênh giá tài sản đã nhận được sự đồng thuận từ nhiều công trình nghiên cứu quốc tế. Điển hình, Rigobon & Sack (2004) đã chỉ ra mối liên hệ mật thiết giữa chính sách tiền tệ và thị trường chứng khoán thông qua dẫn chứng là mỗi mức tăng 25 điểm cơ bản trong lãi suất của FED tương ứng với sự sụt giảm trung bình 1,7% của chỉ số S&P500. Tương tự, tầm ảnh hưởng của chính sách tiền tệ đối với thị trường bất động sản cũng được (Goodhart & Hofmann, 2008) và (Case và cộng sự, 2005) xác nhận, trong đó sự biến động giá nhà ở được xem là nhân tố cốt lõi chi phối hành vi tiêu dùng của hộ gia đình. Tuy nhiên, hiệu lực của kênh giá tài sản chịu sự ràng buộc chặt chẽ bởi trình độ phát triển và chiều sâu hệ thống tài chính của mỗi quốc gia.

Theo hướng đó, (Aoki và cộng sự, 2004) cho rằng tại các nền kinh tế mới nổi, sự phát triển chưa hoàn thiện của thị trường tài chính, khả năng tiếp cận tín dụng hạn chế và khuynh hướng đầu tư ngắn hạn mang tính đầu cơ đã làm suy giảm đáng kể hiệu quả truyền dẫn của kênh giá tài sản. Điều này cho thấy, mặc dù lý thuyết khẳng định vai trò trung tâm của giá tài sản, song trong thực tiễn, kênh này có thể bị lấn át bởi các kênh truyền dẫn truyền thống như tín dụng hoặc tỷ giá.

Ở chiều ngược lại, tồn tại những tranh luận đáng chú ý về việc NHTW nên phản ứng như thế nào trước biến động giá tài sản. (Bernanke & Gertler, 2001) cho rằng NHTW không nên nhắm mục tiêu trực tiếp vào giá tài sản, do nguy cơ gây méo mó tín hiệu thị trường và rủi ro đạo đức, mà chỉ nên xem giá tài sản như một chỉ báo phản ánh kỳ vọng kinh tế vĩ mô. Trái lại, (Alessi & Kersebaumer, 2019) cung cấp bằng chứng cho thấy các cú sốc chính sách tiền tệ thường tạo ra phản ứng nhanh và mạnh của giá tài sản, qua đó củng cố lập luận rằng kênh giá tài sản là một cơ chế truyền dẫn quan trọng trong bối cảnh toàn cầu hóa tài chính. Sự khác biệt này phản ánh một tranh luận lý thuyết về vai trò của giá tài sản trong khuôn khổ điều hành chính sách tiền tệ.

Tại các nền kinh tế đang phát triển, các bằng chứng thực nghiệm thậm chí còn cho thấy sự không đồng nhất rõ rệt. (Mishra và cộng sự, 2016) chỉ ra rằng trong điều kiện thị trường tài chính chưa hoàn thiện, kênh giá tài sản phản ứng yếu và có độ trễ, dễ bị lấn át bởi kênh tín dụng hoặc tỷ giá. Các nghiên cứu tại khu vực châu Á và ASEAN cũng cho thấy phản ứng của giá cổ phiếu và giá bất động sản trước cú sốc tiền tệ thường không ổn định, chịu ảnh hưởng mạnh từ kiểm soát vốn, can thiệp vĩ mô và cơ chế lãi suất chưa

hoàn toàn thị trường (Checo và cộng sự, 2024; Feldkircher và cộng sự, 2017; Filardo & Siklos, 2016).

Trong bối cảnh Việt Nam, các kết quả nghiên cứu hiện có cũng phản ánh những đặc điểm tương tự. Theo nghiên cứu của (Sửu & Hào, 2017) cho rằng kênh giá tài sản tồn tại nhưng còn mờ nhạt và thiếu ổn định; trong khi các nghiên cứu khác lại ghi nhận vai trò ngày càng rõ nét của thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản trong việc truyền dẫn chính sách tiền tệ thông qua cung tiền, tín dụng và kỳ vọng (Cảnh, 2014; Toàn & Trang, 2018). Sự khác biệt này cho thấy chưa có sự đồng thuận rõ ràng về mức độ và cơ chế tác động của kênh giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế. Đáng chú ý, phần lớn các nghiên cứu mới chỉ dừng lại ở việc phân tích phản ứng của giá tài sản trước các cú sốc chính sách tiền tệ, mà chưa làm rõ đầy đủ mức độ lan tỏa của các biến động này đến đầu tư, tiêu dùng và tăng trưởng kinh tế.

Hơn nữa, các tiếp cận lý thuyết và thực nghiệm gần đây bắt đầu nhấn mạnh rằng tác động của chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản có thể mang tính bất cân xứng, tức là phản ứng của nền kinh tế trước các cú sốc nói lỏng và thắt chặt tiền tệ, hoặc trước các pha tăng và giảm của giá tài sản, không hoàn toàn đối xứng. (Aastveit & Anundsen, 2022) lập luận rằng sự khác biệt về độ co giãn cung cầu tài sản, cùng với sự hình thành kỳ vọng, có thể dẫn đến các cú sốc chính sách tiền tệ tạo ra tác động không cân xứng lên giá cổ phiếu, giá bất động sản và tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, hướng nghiên cứu này vẫn còn tương đối hạn chế, đặc biệt trong bối cảnh các nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam.

Từ các tổng hợp trên có thể thấy, mặc dù lý thuyết Tobin's q , hiệu ứng tài sản và financial accelerator đều thống nhất khẳng định vai trò trung gian của giá tài sản trong cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ, song các bằng chứng thực nghiệm lại cho thấy mức độ hiệu lực của kênh này phụ thuộc mạnh vào bối cảnh thể chế và mức độ phát triển thị trường tài chính. Đặc biệt, khoảng trống nghiên cứu vẫn tồn tại trong việc làm rõ tác động cuối cùng của kênh giá tài sản cũng như tính bất cân xứng của nó đến tăng trưởng kinh tế. Chính vì vậy, việc tiếp tục nghiên cứu truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản, với trọng tâm là giá chứng khoán và giá bất động sản, đồng thời xem xét khía cạnh bất cân xứng của cơ chế này, là cần thiết cả về mặt lý thuyết lẫn thực tiễn, nhất là đối với nền kinh tế Việt Nam đang trong giai đoạn phát triển và hội nhập sâu rộng hiện nay.

1.1.2. Bối cảnh thực tiễn

Trong giai đoạn 2013-2024, nền kinh tế Việt Nam chứng kiến những chuyển biến mạnh mẽ, đặc biệt trong bối cảnh đại dịch Covid-19. Trong bối cảnh đó, chính sách tiền tệ tiếp tục giữ vai trò trung tâm trong việc duy trì ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Khác với giai đoạn trước khủng hoảng tín dụng 2011-2012, chính sách tiền tệ tại Việt Nam đã dần dịch chuyển từ cách tiếp cận mang tính hành chính sang định hướng thị trường, với việc sử dụng linh hoạt các công cụ lãi suất, tỷ giá, dự trữ bắt buộc và nghiệp vụ thị trường mở. Sự thay đổi này đặt nền tảng cho một cơ chế truyền dẫn đa kênh, trong đó kênh giá tài sản ngày càng trở nên đáng chú ý.

Thực tiễn cho thấy, tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong giai đoạn này được duy trì ở mức tương đối cao, bất chấp các cú sốc lớn như đại dịch Covid-19. Sự phục hồi mạnh mẽ sau năm 2021 hàm ý rằng chính sách tiền tệ nói lỏng đã phát huy hiệu quả kích thích cầu nội địa. Tuy nhiên, nếu chỉ nhìn nhận chính sách tiền tệ thông qua kênh lãi suất hay tín dụng truyền thống thì chưa đủ để giải thích đầy đủ những biến động của nền kinh tế. Theo (Mishkin, 1996), chính sách tiền tệ truyền dẫn qua nhiều kênh khác nhau, trong đó kênh giá tài sản giữ vai trò ngày càng quan trọng khi thị trường tài chính phát triển và mức độ tham gia của khu vực hộ gia đình tăng lên.

Diễn biến của thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2013-2024 phản ánh rõ nét vai trò trung gian của giá chứng khoán trong cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ. Giai đoạn chính sách tiền tệ nói lỏng, đặc biệt sau đại dịch, gắn liền với sự gia tăng mạnh của VN-Index và vốn hóa thị trường, cho thấy mối liên hệ tương đối đồng thuận với các nghiên cứu quốc tế như (Rigobon & Sack, 2004) hay (Bernanke & Gertler, 2001), khi lãi suất thấp làm giảm tỷ lệ chiết khấu và thúc đẩy giá cổ phiếu tăng. Kết quả này cũng phù hợp với phát hiện của (Huong & Trung, 2020) trong bối cảnh Việt Nam, khi lãi suất và VN-Index có mối liên hệ dài hạn.

Tuy nhiên, khi chính sách tiền tệ chuyển sang trạng thái thắt chặt từ năm 2022, thị trường chứng khoán lại phản ứng theo chiều ngược lại với mức sụt giảm mạnh của chỉ số và vốn hóa. Diễn biến này củng cố luận điểm của (Bjørnland & Leitemo, 2009) về sự phụ thuộc lẫn nhau chặt chẽ giữa chính sách tiền tệ và thị trường chứng khoán, đồng thời cho thấy tác động của chính sách tiền tệ không chỉ dừng lại ở thị trường tài chính mà còn lan tỏa đến kỳ vọng tiêu dùng và đầu tư. Mặc dù vậy, các nghiên cứu trong nước lại chưa thống nhất về vai trò của lãi suất so với cung tiền, khi (Cảnh, 2014) hay (Sửu & Hào, 2017) cho rằng kênh chứng khoán truyền dẫn mạnh hơn thông qua M2, trong khi tác động của lãi suất tương đối yếu. Sự khác biệt này phản ánh

đặc thù của một thị trường tài chính đang phát triển, nơi giá tài sản còn chịu ảnh hưởng lớn từ dòng tiền hơn là tín hiệu giá vốn.

Song song với thị trường chứng khoán, thị trường bất động sản cũng cho thấy mức độ nhạy cảm cao trước các thay đổi của chính sách tiền tệ. Giai đoạn nổi lóe tiền tệ gắn liền với sự gia tăng nhanh của giá nhà và tín dụng bất động sản, tạo ra hiệu ứng của cải thúc đẩy tiêu dùng và đầu tư, phù hợp với lập luận của (Goodhart & Hofmann, 2008) về mối liên kết đa chiều giữa tiền tệ, tín dụng và giá nhà. Ngược lại, khi chính sách tiền tệ bị siết chặt, thị trường bất động sản nhanh chóng hạ nhiệt, kéo theo những tác động tiêu cực đến đầu tư, việc làm và tăng trưởng, cho thấy kênh giá tài sản thực có thể khuếch đại chu kỳ kinh tế.

Đáng chú ý, nhiều nghiên cứu gần đây nhấn mạnh rằng tác động của chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản không mang tính đối xứng. (Aastveit & Anundsen, 2022) chứng minh tại Mỹ, chính sách tiền tệ nổi lóe và thắt chặt tạo ra phản ứng khác nhau của giá nhà, phụ thuộc vào trạng thái chu kỳ và độ co giãn cung. Tương tự, (Peersman & Smets, 2001) hay (Goodhart & Hofmann, 2008) đều chỉ ra rằng tác động của chính sách tiền tệ đến sản lượng và giá tài sản mạnh hơn trong các giai đoạn suy thoái hoặc bùng nổ so với giai đoạn ổn định. Trong bối cảnh Việt Nam, mặc dù một số nghiên cứu đã đề cập đến tính bất cân xứng (Loi & Dang, 2023), nhưng bằng chứng thực nghiệm về việc giá chứng khoán và giá bất động sản tăng, giảm có tác động khác biệt như thế nào đến tăng trưởng kinh tế vẫn còn hạn chế và chưa có sự thống nhất (Tiên và cộng sự, 2019).

Bên cạnh đó, phần lớn các nghiên cứu hiện hành mới chỉ xem xét riêng lẻ từng loại tài sản, trong khi các bằng chứng quốc tế lại cho thấy sự tương tác và lan tỏa chéo giữa thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản có thể làm thay đổi cường độ truyền dẫn của chính sách tiền tệ (Igan và cộng sự, 2011). Thực tiễn Việt Nam giai đoạn gần đây, với tỷ lệ vốn hóa thị trường chứng khoán/GDP tăng nhanh hơn so với tín dụng/GDP và sự gia tăng mạnh của đầu tư tài sản trong danh mục hộ gia đình, càng cho thấy tầm quan trọng của cách tiếp cận tích hợp hai thị trường này.

Từ những phân tích trên có thể thấy, mặc dù lý thuyết và thực nghiệm quốc tế đã đạt được sự đồng thuận tương đối về vai trò của kênh giá tài sản trong truyền dẫn chính sách tiền tệ, song các kết quả lại chưa hoàn toàn thống nhất về cường độ, cơ chế và đặc biệt là tính bất cân xứng của tác động này. Trong bối cảnh Việt Nam, một nền kinh tế mới nổi với thị trường tài sản phát triển nhanh, độ mở tài chính ngày càng lớn và chính sách tiền tệ ngày càng linh hoạt thì việc nghiên cứu một cách hệ thống cơ chế truyền dẫn chính sách

tiền tệ qua kênh giá chứng khoán và giá bất động sản đến tăng trưởng kinh tế, cũng như xem xét tính bất cân xứng của cơ chế này, là cần thiết cả về mặt học thuật lẫn thực tiễn. Kết quả nghiên cứu không chỉ góp phần lấp đầy khoảng trống, mà còn cung cấp cơ sở quan trọng để Ngân hàng Nhà nước điều hành chính sách tiền tệ hiệu quả hơn, hài hòa giữa mục tiêu tăng trưởng kinh tế và ổn định tài chính.

Nhìn từ góc độ đó, việc nghiên cứu chủ đề ***“truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế: Nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam”*** không chỉ giúp kiểm định sự phù hợp của các lý thuyết quốc tế trong điều kiện một nền kinh tế mới nổi, mà còn góp phần bổ sung vào khoảng trống học thuật hiện nay. Những bằng chứng thực nghiệm thu được từ nghiên cứu sẽ hỗ trợ Ngân hàng Nhà nước có cái nhìn đa chiều về hiệu quả của chính sách tiền tệ. Điều này đặc biệt có ý nghĩa khi Việt Nam đang nỗ lực hoàn thiện khuôn khổ điều hành theo mục tiêu lạm phát, song song với việc thúc đẩy sự phát triển của thị trường bất động sản và thị trường vốn.

1.2. MỤC TIÊU NGHIÊN CỨU VÀ CÂU HỎI NGHIÊN CỨU

1.2.1. Mục tiêu nghiên cứu

Mục tiêu chung của luận án là nghiên cứu sự truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản (qua kênh giá cổ phiếu và kênh giá bất động sản) đến tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam. Từ đó, đề xuất các hàm ý chính sách để góp phần cải thiện việc truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản nói riêng, quá trình thực thi chính sách tiền tệ nói chung.

Luận án nhằm đạt được các mục tiêu cụ thể như sau:

(1) Nghiên cứu tác động của truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản thông qua kênh giá cổ phiếu và kênh giá bất động sản đến tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam.

(2) Nghiên cứu sự truyền dẫn bất cân xứng của giá cổ phiếu đến tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam.

(3) Nghiên cứu sự truyền dẫn bất cân xứng của giá bất động sản đến tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam.

1.2.2. Câu hỏi nghiên cứu

Để đạt được mục tiêu nghiên cứu cụ thể nêu trên, luận án hướng đến trả lời những câu hỏi sau đây:

(1) Mức độ truyền dẫn của chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế thông qua kênh giá cổ phiếu và kênh giá bất động sản như thế nào?

(2) Có hay không tác động bất cân xứng của giá cổ phiếu đến tăng trưởng kinh tế? Nếu có, mức độ tác động của giá cổ phiếu đến tăng trưởng kinh tế như thế nào?

(3) Có hay không tác động bất cân xứng của giá bất động sản đến tăng trưởng kinh tế? Nếu có, mức độ tác động của giá bất động sản đến tăng trưởng kinh tế như thế nào?

1.3. ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU

1.3.1. Đối tượng nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu là xem xét truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam thông qua kênh giá cổ phiếu và kênh giá bất động sản.

1.3.2. Phạm vi nghiên cứu

- Phạm vi về thời gian: Khoảng thời gian nghiên cứu được xác định từ quý I/2013 đến quý II/2024, đây là giai đoạn đặc biệt phù hợp và có ý nghĩa quan trọng cả về mặt lý thuyết lẫn thực tiễn chính sách tại Việt Nam.

- Phạm vi về không gian: Luận án tập trung làm rõ cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản (tập trung giá chứng khoán và giá bất động sản) đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam, cũng như xem xét tính bất cân xứng của cơ chế này.

1.4. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Nghiên cứu này sử dụng phương pháp phân tích định lượng bằng mô hình ARDL và mô hình NARDL.

1.5. ĐÓNG GÓP MỚI CỦA LUẬN ÁN

Nghiên cứu về truyền dẫn chính sách tiền tệ thông qua kênh giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam đã mang lại nhiều đóng góp mới về mặt khoa học và thực tiễn. Dưới đây là một số đóng góp quan trọng:

Đóng góp về mặt khoa học:

- *Thứ nhất*, luận án góp phần mở rộng khung phân tích lý thuyết về cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản theo hướng tiếp cận nhiều loại tài sản. Phần lớn các nghiên cứu trước đây chỉ tập trung phân tích riêng lẻ từng loại tài sản, chủ yếu là thị trường chứng khoán (Nyakerario & Morekwa, 2012; Nguyen và cộng sự, 2016; Omodero và cộng sự, 2021;

Singh và cộng sự, 2011) hoặc thị trường bất động sản (Yan, 2019; Zhang & Pan, 2021; Zhenyu & Taltavull, 2020). Trong khi đó, (Goodhart & Hofmann, 2008) nhấn mạnh mối liên kết đa chiều giữa giá nhà, tín dụng và nền kinh tế vĩ mô, đồng thời cho rằng cấu trúc tài sản của hộ gia đình có sự khác biệt đáng kể giữa các quốc gia. Trên cơ sở đó, luận án phát triển một khung phân tích cho phép đánh giá đồng thời vai trò truyền dẫn của cả kênh giá chứng khoán và kênh giá bất động sản đến tăng trưởng kinh tế, qua đó bổ sung góc nhìn toàn diện hơn về cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ trong điều kiện tương tác phức tạp giữa các thị trường tài sản tại Việt Nam.

- *Thứ hai*, luận án làm rõ thêm nền tảng lý thuyết về tính bất cân xứng trong cơ chế truyền dẫn qua kênh giá cổ phiếu. Dựa trên các lý thuyết kinh tế nền tảng như hiệu ứng tài sản và lý thuyết q của Tobin, các nghiên cứu cho rằng biến động giá cổ phiếu tác động đến tăng trưởng kinh tế thông qua sự thay đổi giá trị tài sản ròng của hộ gia đình và chi phí vốn của doanh nghiệp (Doan & Bui, 2021; Nyakerario & Morekwa, 2012; Tchereni và cộng sự, 2022). Tuy nhiên, bằng chứng thực nghiệm cho thấy mối quan hệ này không mang tính tuyến tính, khi các cú sốc từ thị trường chứng khoán thường gây ra phản ứng mạnh mẽ và kéo dài hơn trong các giai đoạn suy thoái so với các giai đoạn tăng trưởng (Omodero và cộng sự, 2021; Peersman & Smets, 2001; Tang và cộng sự, 2013). Các mô hình tuyến tính truyền thống vì vậy có thể bỏ qua những ngưỡng quan trọng nơi mà bản chất tác động của giá cổ phiếu đến tăng trưởng kinh tế thay đổi đáng kể (Rostami và cộng sự, 2018; Zhang và cộng sự, 2018). Luận án kế thừa các lập luận này để xây dựng một khung phân tích bất cân xứng phù hợp hơn, qua đó góp phần làm rõ cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá cổ phiếu trong bối cảnh các thị trường mới nổi, nơi các kết quả nghiên cứu còn thiếu thống nhất (Duy, 2023; Vo & Nguyen, 2017).

- *Thứ ba*, luận án củng cố và làm rõ thêm khả năng giải thích của lý thuyết về cơ chế truyền dẫn bất cân xứng qua kênh giá bất động sản. Các nghiên cứu trước đây khẳng định rằng bất động sản giữ vai trò là tài sản thế chấp quan trọng nhất trong hệ thống tài chính (Mishkin, 2007), đồng thời chỉ ra rằng tác động tiêu cực của sự sụt giảm giá bất động sản đến tăng trưởng kinh tế thường mạnh mẽ và dai dẳng hơn so với tác động tích cực của các giai đoạn tăng giá (Goodhart & Hofmann, 2008; Igan và cộng sự, 2011). Bên cạnh đó, cường độ tác động của các cú sốc tiền tệ và tín dụng có xu hướng gia tăng trong các giai đoạn bùng nổ giá nhà, trong khi trong các giai đoạn suy thoái hoặc bối cảnh bất lợi, mức độ nhạy cảm của tín dụng và tiêu dùng đối với chính sách thay đổi đáng kể (Goodhart & Hofmann, 2008; Lim &

McNelis, 2008; Loi & Dang, 2023). Trên cơ sở kế thừa các bằng chứng lý thuyết và thực nghiệm này, luận án góp phần làm rõ bản chất bất cân xứng của giá bất động sản đến tăng trưởng kinh tế, qua đó củng cố thêm cơ sở lý luận cho việc phân tích vai trò của kênh bất động sản trong cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ.

Đóng góp về mặt thực tiễn:

Nghiên cứu cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản tại Việt Nam mang lại giá trị thực tiễn quan trọng. *Thứ nhất*, giúp Ngân hàng Nhà nước hiểu rõ cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ qua giá cổ phiếu, giá bất động sản tác động đến tăng trưởng kinh tế, từ đó hoạch định chính sách tiền tệ hiệu quả và kịp thời hơn. *Thứ hai*, việc làm sáng tỏ các tác động bất cân xứng và rủi ro tiềm ẩn từ thị trường tài sản cung cấp cơ sở để phòng ngừa các biến động mạnh, duy trì ổn định kinh tế vĩ mô. *Thứ ba*, các kết quả định lượng từ nghiên cứu cung cấp cơ sở khoa học vững chắc cho dự báo, hoạch định chiến lược phát triển kinh tế bền vững và cân bằng giữa ổn định vĩ mô với tăng trưởng dài hạn. *Cuối cùng*, nghiên cứu này giúp làm rõ cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ qua giá tài sản trong bối cảnh đặc thù của Việt Nam, cung cấp thông tin cụ thể và có hệ thống cho việc hoạch định chính sách tiền tệ và các nghiên cứu tiếp theo.

1.6. Bố cục của luận án

Nội dung chính của luận án được chia thành 5 chương: Chương 1. Giới thiệu tổng quan về nghiên cứu; Chương 2. Cơ sở lý thuyết; Chương 3. Phương pháp nghiên cứu; Chương 4. Kết quả nghiên cứu; Chương 5. Kết luận và khuyến nghị chính sách.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

CHƯƠNG 2 CƠ SỞ LÝ THUYẾT

2.1. TỔNG QUAN LÝ THUYẾT VỀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

2.1.1. Khái niệm chính sách tiền tệ

Theo Mishkin (1996), chính sách tiền tệ được hiểu là một tiến trình mà thông qua đó, NHTW thực hiện kiểm soát lãi suất ngắn hạn, mức cung tiền cũng như định hướng tâm lý kỳ vọng của xã hội về tương lai kinh tế. Mục đích cốt lõi của quá trình này là hiện thực hóa các chỉ tiêu vĩ mô, đặc biệt là duy trì sự bình ổn giá cả, đảm bảo việc làm cho người lao động và

thúc đẩy sự phát triển bền vững. Mishkin cho rằng bản chất của chính sách tiền tệ không chỉ là hành động “bơm - hút tiền” mà là sự điều tiết tổng hợp của NHTW đối với điều kiện tài chính và kỳ vọng thị trường. Quan điểm này mở rộng phạm vi điều hành từ các công cụ kỹ thuật sang các yếu tố hành vi, phản ánh tư duy hiện đại về vai trò “định hướng kỳ vọng” của chính sách tiền tệ.

Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam năm 2010 định nghĩa: Chính sách tiền tệ quốc gia là các quyết định về tiền tệ ở tầm quốc gia của cơ quan nhà nước có thẩm quyền, bao gồm quyết định mục tiêu ổn định giá trị đồng tiền biểu hiện bằng chỉ tiêu lạm phát, quyết định sử dụng các công cụ và biện pháp để thực hiện mục tiêu đề ra.

2.1.2. Một số lý thuyết về chính sách tiền tệ

- Lý thuyết cổ điển.
- Lý thuyết Keynes và hậu Keynes.
- Lý thuyết trọng tiền.
- Lý thuyết truyền dẫn chính sách hiện đại.

2.1.3. Mục tiêu và công cụ của chính sách tiền tệ

Mục tiêu của chính sách tiền tệ

Lý thuyết và thực tiễn hiện đại cho thấy mục tiêu của chính sách tiền tệ đã phát triển từ cách tiếp cận đơn mục tiêu, tập trung vào kiểm soát cung tiền, sang một hệ thống đa mục tiêu bao gồm ổn định giá cả, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và việc làm, bảo đảm ổn định tài chính, ổn định tỷ giá và kỳ vọng của công chúng.

Công cụ của chính sách tiền tệ

Để nâng cao hiệu quả quản lý tiền tệ trước những diễn biến phức tạp của nền kinh tế, việc kết hợp giữa các công cụ truyền thống và hiện đại là vô cùng cần thiết. Từ các công cụ trực tiếp trước đây, hệ thống hiện nay đã chú trọng hơn vào vai trò của truyền thông và kỳ vọng nhằm tác động tới các mục tiêu vĩ mô. Các kênh truyền dẫn như lãi suất, kỳ vọng, bảng cân đối kế toán, tín dụng và giá tài sản chính là những con đường mà các công cụ này hướng tới để đạt được mục tiêu chung.

2.2. CƠ CHẾ TRUYỀN DẪN CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ QUA KÊNH GIÁ TÀI SẢN

Hiệu quả truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản phụ thuộc đáng kể vào đặc điểm thị trường tài chính và cấu trúc thể chế của từng quốc gia (Cecchetti, 2000). Đối với Việt Nam, các nghiên cứu cho thấy thị trường

chứng khoán phản ứng tương đối mạnh với cú sốc cung tiền nhưng phản ứng yếu hơn trước sự thay đổi của lãi suất trong ngắn hạn (Sửu & Hào, 2017). Trong khi đó, kênh bất động sản thường có độ trễ lớn hơn nhưng tác động lại mang tính bền bỉ và sâu rộng hơn đối với ổn định kinh tế vĩ mô, do đặc tính kém thanh khoản và chu kỳ “đóng băng, sốt đất” của thị trường (Hoa, 2014).

2.3. CÁC LÝ THUYẾT CÓ LIÊN QUAN

2.3.1. Thuyết Tobin Q (Tobin's q theory)

2.3.2. Hiệu ứng của cải

2.3.3. Các nghiên cứu liên quan lý thuyết Sticky Price

2.4. LÝ THUYẾT VỀ TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ

2.4.1. Quá trình phát triển các lý thuyết về tăng trưởng kinh tế

- Mô hình tăng trưởng ngoại sinh (Solow-Swan).
- Mô hình tăng trưởng tối ưu (Ramsey-Cass-Koopmans).
- Lý thuyết tăng trưởng nội sinh (Mô hình AK).
- Tăng trưởng dựa trên đổi mới công nghệ (Romer và Schumpeter).
- Vai trò của vốn nhân lực và thể chế.

2.4.2. Các yếu tố của tăng trưởng kinh tế

- Các nguồn lực đầu vào trực tiếp.
- Các nguyên nhân cốt lõi.

2.5. CÁC NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM CÓ LIÊN QUAN

2.5.1. Truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá cổ phiếu

2.5.2. Truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá bất động sản

2.5.3. Truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá cổ phiếu và giá bất động sản

2.5.4. Truyền dẫn bất cân xứng của giá cổ phiếu và giá bất động sản

2.6. KHOẢNG TRỐNG NGHIÊN CỨU

Trong bối cảnh xu thế toàn cầu hóa và những rủi ro tài chính, việc hiểu rõ cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản trở thành nhiệm vụ trọng tâm của các NHTW, nhất là ở các nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam. Kênh giá tài sản từ lâu đã được công nhận là một trong bốn trụ cột truyền tải truyền thống của chính sách tiền tệ (Mohanty, 2012); bên cạnh đó, tầm quan trọng của các biến động giá tài sản trong việc chuyển tải

các tác động chính sách cũng đã được khẳng định (Modigliani, 1971). Thế nhưng, đây là chủ đề cần được tiếp tục phát triển; qua lược khảo tổng quan tài liệu, luận án đúc kết được các vấn đề:

Thứ nhất, phần lớn các nghiên cứu quốc tế và trong nước phân tích cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản chỉ tập trung nghiên cứu riêng lẻ từng loại tài sản. Cụ thể, các nghiên cứu chỉ tập trung vào thị trường chứng khoán (Nyakerario & Morekwa, 2012; Nguyen và cộng sự, 2016; Omodero và cộng sự, 2021; Singh và cộng sự, 2011). Bên cạnh đó, các nghiên cứu chỉ tập trung vào thị trường bất động sản (Yan, 2019; Zhang & Pan, 2021; Zhenyu & Taltavull, 2020). Trong khi đó, (Goodhart & Hofmann, 2008) nhấn mạnh vào mối liên kết đa chiều giữa giá nhà, tín dụng và nền kinh tế vĩ mô ở các nước phát triển. Do đó, có thể thực hiện một nghiên cứu so sánh định lượng xem tại các nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam, kênh giá chứng khoán hay giá bất động sản có vai trò truyền dẫn mạnh mẽ hơn đến tăng trưởng kinh tế. Điều này rất quan trọng vì cấu trúc tài sản của hộ gia đình ở mỗi quốc gia là khác nhau (Goodhart & Hofmann, 2008; Igan và cộng sự, 2011). Tại Việt Nam, một nghiên cứu tích hợp cả hai loại tài sản này để so sánh xem kênh nào truyền dẫn mạnh mẽ hơn đến tăng trưởng kinh tế là một hướng đi cần thiết, đặc biệt khi sự tương tác giữa hai thị trường này tại Việt Nam thường rất phức tạp (Doan & Bui, 2021). Vì vậy, luận án phân tích đồng thời cả hai kênh giá cổ phiếu và bất động sản trong cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ, qua đó cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm và góc nhìn toàn diện hơn.

Thứ hai, việc nghiên cứu tác động bất cân xứng của giá cổ phiếu đến tăng trưởng kinh tế là một yêu cầu cấp thiết trong bối cảnh thị trường chứng khoán ngày càng biến động và có mối liên kết chặt chẽ với nền kinh tế thực. Theo các lý thuyết nền tảng như hiệu ứng tài sản và lý thuyết q của Tobin, sự thay đổi giá cổ phiếu tác động đến tăng trưởng kinh tế thông qua việc thay đổi giá trị tài sản ròng của hộ gia đình và chi phí vốn của doanh nghiệp (Doan & Bui, 2021; Nyakerario & Morekwa, 2012; Tchereni và cộng sự, 2022). Tuy nhiên, các nghiên cứu thực nghiệm đã chỉ ra rằng mối quan hệ này không hề tuyến tính; thay vào đó, các cú sốc từ thị trường chứng khoán thường tạo ra phản ứng mạnh mẽ và kéo dài hơn trong thời kỳ kinh tế suy thoái so với thời kỳ tăng trưởng (Omodero và cộng sự, 2021; Peersman & Smets, 2001; Tang và cộng sự, 2013). Nếu chỉ sử dụng các mô hình tuyến tính truyền thống, các nhà nghiên cứu có thể bỏ lỡ những ngưỡng quan trọng nơi mà tác động của giá cổ phiếu đến tăng trưởng thay đổi hoàn toàn về bản chất (Rostami và cộng sự, 2018; Zhang và cộng sự, 2018). Đặc biệt, tại các nền

kinh tế đang phát triển như Việt Nam, nơi các kết quả nghiên cứu về kênh truyền dẫn giá tài sản còn nhiều mâu thuẫn hoặc chưa rõ ràng, việc làm rõ tính bất cân xứng sẽ cung cấp một cái nhìn thấu đáo hơn cho các nhà điều hành chính sách (Duy, 2023; Vo & Nguyen, 2017). Điều này giúp họ không chỉ dự báo chính xác các chu kỳ kinh tế mà còn thiết kế được các kịch bản chính sách tiền tệ linh hoạt, tránh những cú sốc tiêu cực từ thị trường tài chính lan tỏa sang khu vực sản xuất thực (Sova & Lukianenko, 2022). Tại Việt Nam, sự thiếu vắng các nghiên cứu chuyên sâu theo hướng này dẫn đến việc đánh giá tác động của chính sách tiền tệ thông qua biến động giá cổ phiếu chưa đầy đủ. Luận án hướng tới lấp đầy khoảng trống đó, góp phần nhận diện rõ cơ chế truyền dẫn bất cân xứng của chính sách tiền tệ qua giá chứng khoán.

Thứ ba, việc nghiên cứu tác động bất cân xứng của giá bất động sản đến tăng trưởng kinh tế là một yêu cầu cấp thiết nhằm khắc phục những hạn chế của các mô hình tuyến tính vốn thường bỏ qua những khía cạnh quan trọng của thực tiễn kinh tế (Lim & McNelis, 2008). Bất động sản đóng vai trò là tài sản thế chấp quan trọng nhất trong hệ thống tài chính (Mishkin, 2007). Các nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra rằng tác động tiêu cực từ việc giá bất động sản giảm đến tăng trưởng kinh tế thường mạnh mẽ và dai dẳng hơn so với tác động thúc đẩy của việc tăng giá, do rào cản về chi phí tài chính và tâm lý thất vọng chi tiêu (Goodhart & Hofmann, 2008; Igan và cộng sự, 2011). Tác động của các cú sốc tiền tệ và tín dụng đến nền kinh tế thường trở nên mạnh mẽ hơn trong các giai đoạn bùng nổ giá nhà so với các giai đoạn bình thường (Goodhart & Hofmann, 2008); ngược lại, trong bối cảnh thị trường suy thoái hoặc bối cảnh kinh tế không thuận lợi như đại dịch hay khủng hoảng, tính nhạy cảm của cung tín dụng và tiêu dùng đối với các thay đổi chính sách sẽ thay đổi đáng kể, đòi hỏi một khung phân tích bất cân xứng để nhận diện chính xác cường độ tác động (Loi & Dang, 2023). Tóm lại, việc làm sáng tỏ tính bất cân xứng trong biến động giá bất động sản, liệu tác động tiêu cực từ việc giảm giá có trầm trọng hơn những giá trị tích cực khi giá tăng hay không, đóng vai trò nền tảng giúp các nhà hoạch định thiết lập những công cụ thận trọng vĩ mô một cách tối ưu (Goodhart & Hofmann, 2008). Do đó, thực hiện các phân tích chuyên sâu về cơ chế này tại bối cảnh Việt Nam là hết sức cấp thiết. Kết quả nghiên cứu sẽ cung cấp cơ sở thực tiễn quan trọng, hỗ trợ Ngân hàng Nhà nước trong việc triển khai chính sách tiền tệ một cách linh hoạt và có trọng tâm, đồng thời bảo đảm sự hài hòa giữa mục tiêu ổn định và thúc đẩy kinh tế tăng trưởng dài hạn.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

CHƯƠNG 3 PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. QUY TRÌNH VÀ GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU

3.1.1. Quy trình nghiên cứu

Luận án áp dụng cách tiếp cận dựa trên lý thuyết và những kết quả từ các nghiên cứu trước đã liên quan đến lĩnh vực này. Tất cả các bước trong quy trình nghiên cứu sẽ được thực hiện như sau: xác định khung phân tích và khoảng trống nghiên cứu; xác định ở bước 1, luận án đề xuất các giả thuyết, mô hình nghiên cứu, các biến đại diện, nguồn cơ sở dữ liệu và phương pháp ước lượng phù hợp; kiểm định các giả thuyết để trả lời cho các câu hỏi nghiên cứu; thảo luận kết quả nghiên cứu; đưa ra kết luận và đề xuất các khuyến nghị chính sách.

3.1.2. Giả thuyết nghiên cứu

Giả thuyết H₁: giá chứng khoán có tác động cùng chiều đến tăng trưởng kinh tế.

Giả thuyết H₂: Giá bất động sản có tác động cùng chiều đến tăng trưởng kinh tế.

Giả thuyết H₃: Tồn tại truyền dẫn bất cân xứng của giá cổ phiếu đến tăng trưởng kinh tế.

Giả thuyết H₄: Tồn tại truyền dẫn bất cân xứng của giá bất động sản đến tăng trưởng kinh tế.

3.2. MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU ĐỀ XUẤT

- Mô hình nghiên cứu tác động của truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài (giá bất động sản và giá chứng khoán) sản đến tăng trưởng kinh tế:

$$GDP = f(REM, VNI, LS, COVID)$$

Trong đó: GDP là tăng trưởng kinh tế, REM là tăng trưởng thị trường bất động sản, LVNI là chỉ số giá chứng khoán được biểu diễn dưới dạng logarit, LS là lãi suất tái cấp vốn, COVID là biến giả đại diện cho COVID-19.

- Mô hình nghiên cứu truyền dẫn bất cân xứng của giá chứng khoán đến tăng trưởng kinh tế:

$$GDP = f(REM, VNI^+, VNI^-, LS, COVID)$$

- Mô hình nghiên cứu truyền dẫn bất cân xứng của giá bất động sản đến tăng trưởng kinh tế:

$$GDP = f(REM^+, REM^-, VNI, LS, COVID)$$

3.3. CÁC BIẾN TRONG MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

3.3.1. Biến tăng trưởng kinh tế (GDP)

3.3.2. Biến tăng trưởng thị trường bất động sản (REM)

3.3.3. Biến giá chứng khoán (VNI)

3.3.4. Lãi suất tái cấp vốn (LS)

3.3.5. Biến giả - biến đại diện cho đại dịch Covid-19 (COVID)

3.4. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.4.1. Phương pháp VAR

3.4.2. Phương pháp VECM

3.4.3. Phương pháp ARDL

3.4.4. Phương pháp NARDL

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

CHƯƠNG 4

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

4.1. DIỄN BIẾN ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ THỰC TRẠNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN, THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN VIỆT NAM

4.1.1. Diễn biến điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Trong giai đoạn từ năm 2013 đến 2024, công tác điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước đã trải qua những bước ngoặt quan trọng. Từ mục tiêu trọng tâm ban đầu là ổn định kinh tế vĩ mô và duy trì lạm phát ở mức thấp, Ngân hàng Nhà nước đã chuyển sang trạng thái điều hành linh hoạt hơn nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, đặc biệt là để ứng phó với các tác động tiêu cực từ đại dịch Covid-19 và những bất ổn địa chính trị trên quy mô toàn cầu. Những đặc điểm theo từng thời điểm cũng như mối tương quan giữa thị trường tài sản và các biến số vĩ mô được tổng hợp cụ thể như sau:

- Giai đoạn 2013-2015: ổn định vĩ mô và hạ mặt bằng lãi suất.
- Giai đoạn 2016-2019: điều hành linh hoạt và sự bùng nổ của thị trường tài chính.
- Giai đoạn 2020-2021: ứng phó đại dịch Covid-19 và chính sách nới lỏng mạnh.
- Giai đoạn 2022-2024: biến động quốc tế và nỗ lực hỗ trợ phục hồi.

Tóm lại, xuyên suốt giai đoạn 2013-2024, công cụ lãi suất, chỉ tiêu tín dụng và các biện pháp điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước đóng vai trò định hướng quan trọng đối với dòng tiền trên thị trường cổ phiếu và bất động sản, đồng thời phản ánh tác động trực tiếp tới tăng trưởng kinh tế, lạm phát và tỷ lệ thất nghiệp thành thị. Khi lãi suất ở mức thấp và tín dụng được mở rộng (như các năm 2015, 2017, 2020-2021), cả hai thị trường tài sản thường có xu hướng tăng trưởng mạnh; ngược lại, khi áp lực tỷ giá buộc cơ quan điều hành phải hút tiền hoặc tăng lãi suất (như cuối năm 2022 và quý III/2023), giá các tài sản này chịu áp lực điều chỉnh. Đồng thời, kết quả các chỉ tiêu vĩ mô cho thấy nền kinh tế Việt Nam vẫn mang tính chu kỳ rõ rệt, phụ thuộc đáng kể vào biến động bên ngoài, từ đó đặt ra yêu cầu nâng cao hiệu quả truyền dẫn chính sách tiền tệ nhằm giảm tính dễ tổn thương của chu kỳ kinh tế.

4.1.2. Quá trình phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam

Từ mốc ban đầu chỉ có 02 doanh nghiệp niêm yết (REE và SAM vào tháng 7/2000) với vốn hóa thị trường chỉ đạt 986 tỷ đồng chiếm 0,28% GDP. Qua 24 năm hoạt động (giai đoạn 2000-2024), quy mô thị trường chứng khoán Việt Nam đã tăng trưởng nhanh chóng. Đến cuối năm 2024, giá trị vốn hóa thị trường đạt 7.200 ngàn tỷ đồng, chiếm 70% GDP.

4.1.3. Thực trạng về thị trường bất động sản Việt Nam

Sự ra đời và mở rộng của thị trường bất động sản Việt Nam có mối liên hệ mật thiết với những cải cách sâu rộng (đổi mới) được Đảng và Nhà nước khởi xướng từ sau Đại hội Đảng Cộng sản Việt Nam lần thứ VI vào năm 1986. Những cải cách này đã thiết lập nên mô hình kinh tế vận hành theo cơ chế thị trường, tuy nhiên vẫn chịu sự điều hành và quản lý vĩ mô chặt chẽ của Nhà nước, đảm bảo phù hợp với định hướng xã hội chủ nghĩa.

Sự phát triển của thị trường bất động sản tại Việt Nam có thể được phân tích thông qua ba giai đoạn then chốt, được đánh dấu bằng các mốc pháp lý quan trọng về đất đai:

- Giai đoạn ban đầu (trước năm 1993): Đây là thời kỳ trước khi Luật Đất đai năm 1993 được ban hành.

- Giai đoạn chuyển tiếp (1993 - 2003): Khoảng thời gian này bắt đầu từ khi Luật Đất đai năm 1993 có hiệu lực và kết thúc trước thời điểm Luật Đất đai năm 2003 ra đời.

- Giai đoạn hiện đại (từ năm 2003 đến nay): Được tính từ khi Luật Đất đai năm 2003 có hiệu lực cho đến thời điểm hiện tại.

4.2. KẾT QUẢ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

4.2.1. Thống kê mô tả

Thống kê mô tả của các biến (xem chi tiết bảng 4.3 của luận án) phản ánh đặc điểm động của nền kinh tế Việt Nam và sự biến động của các thị trường tài sản trong giai đoạn 2013-2024. Tăng trưởng kinh tế duy trì mức trung bình khá nhưng có sự dao động đáng kể qua các thời kỳ. Hai thị trường tài sản là thị trường bất động sản và thị trường chứng khoán thể hiện mức biến động mạnh hơn, phù hợp với đặc điểm nhạy cảm của các kênh tài chính trước thay đổi của chu kỳ kinh tế và chính sách vĩ mô. Biến lãi suất tái cấp vốn cho thấy tính ổn định trong điều hành chính sách tiền tệ, trong khi biến COVID-19 phản ánh rõ ràng tác động đột ngột của cú sốc đại dịch đối với nền kinh tế và thị trường tài sản. Những đặc điểm này tạo điều kiện thuận lợi cho việc áp dụng các mô hình ARDL và NARDL trong nghiên cứu mối quan hệ tuyến tính và phi tuyến giữa giá tài sản và tăng trưởng kinh tế ở các phần tiếp theo.

4.2.2. Kiểm định tính dừng

Kết quả kiểm định tính dừng (xem chi tiết bảng 4.4 của luận án) cho thấy các biến tăng trưởng thị trường bất động sản, chỉ số giá chứng khoán, lãi suất tái cấp vốn, tức là có bậc tích hợp $I(1)$. Ngược lại, biến tăng trưởng kinh tế dừng ngay ở chuỗi dữ liệu gốc và được xác định là $I(0)$. Điều này cho thấy sử dụng mô hình ARDL và NARDL là phù hợp, vốn cho phép sử dụng các biến có bậc dừng hỗn hợp $I(0)$ và $I(1)$ nhưng không chấp nhận biến dừng ở bậc cao hơn.

4.2.3. Kiểm định đồng liên kết

Tác giả sử dụng phương pháp kiểm định đường bao (bound test) được đề xuất bởi Pesaran và cộng sự (2001) để kiểm định đồng liên kết giữa các chuỗi dữ liệu (xem chi tiết bảng 4.5 của luận án).

4.2.4. Kết quả mô hình nghiên cứu

Tác giả sử dụng phương pháp ARDL để phân tích tác động của truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế.

Kết quả mô hình nghiên cứu về tác động của truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế theo phương pháp ARDL (xem chi tiết bảng 4.6, 4.7 của luận án).

Kết quả nghiên cứu cho thấy:

Thị trường bất động sản có tác động tích cực có hệ số điều chỉnh về cân bằng dài hạn là -0.51, tức xấp xỉ 2 quý đến tăng trưởng kinh tế cả trong ngắn hạn và dài hạn, phù hợp với kết quả nghiên cứu của (Schmalz và cộng sự, 2017). Tại Việt Nam, nghiên cứu của (Nguyen & Bui, 2019) cũng có kết quả tương tự khi tìm thấy mối quan hệ tích cực của thị trường bất động sản đến tăng trưởng kinh tế cả trong ngắn hạn và dài hạn. Điều này cũng phù hợp với thực tiễn của Việt Nam, vì khi thị trường bất động sản phát triển, tài sản hộ gia đình và khả năng cho vay tăng lên, kích thích chi tiêu và đầu tư vào nền kinh tế, đóng vai trò thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Phần lớn các nghiên cứu trước đây đã chỉ ra rằng thị trường bất động sản ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, một số nghiên cứu cũng có kết quả ngược lại cho rằng sự gia tăng quá mức của thị trường bất động sản sẽ tạo ra hiện tượng bong bóng, từ đó gây ra khủng hoảng tài chính và cuối cùng là suy thoái kinh tế trong tương lai (Crowe và cộng sự, 2013).

Chỉ số giá chứng khoán có tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế trong ngắn hạn, chưa tìm thấy tác động của chỉ số giá chứng khoán đến tăng trưởng kinh tế có ý nghĩa thống kê trong dài hạn. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với nghiên cứu của (Tiên và cộng sự, 2019), điều này có nghĩa là thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn còn là thị trường cận biên và chưa có thể đánh giá tăng trưởng kinh tế một cách hiệu quả nhất. Đồng thời, thị trường chứng khoán đóng vai trò là kênh huy động vốn trong dài hạn, thực tế cho thấy thị trường chứng khoán Việt Nam chưa phát huy tốt vai trò này, thời gian qua chỉ đáp ứng nhu cầu đầu cơ trong ngắn hạn, hiện tượng thao túng thị trường vẫn xảy ra. Chính điều này làm cho chỉ số giá chứng khoán biến động thất thường, không ổn định, gây thiệt hại cho nhà đầu tư và bất ổn cho nền kinh tế.

Đại dịch Covid-19 có tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế trong dài hạn. Trong giai đoạn 2020-2021, tình hình dịch bệnh Covid-19 bùng phát mạnh mẽ ảnh hưởng đến toàn bộ nền kinh tế, việc sản xuất, kinh doanh của người dân và doanh nghiệp bị ảnh hưởng nghiêm trọng, đời sống của người dân gặp nhiều khó khăn. Thực tế cho thấy, giai đoạn đầu của Covid-19 nguồn

cung bị hạn chế, cầu giảm và các công ty bị trì hoãn đầu tư, khiến tăng trưởng toàn cầu âm 4.5%. Bên cạnh đó, Việt Nam cũng chịu ảnh hưởng nặng nề của đại dịch khi các chuỗi sản xuất quan trọng bị gián đoạn, suy giảm tiêu dùng tác động lớn đến dịch vụ và du lịch. Tuy nhiên điều đáng mừng là trong thách thức đại dịch, Việt Nam là một trong những nền kinh tế hiếm hoi trên thế giới có mức tăng trưởng GDP dương (tăng 2.1% năm 2020 và 2.58% năm 2021).

4.3. KẾT QUẢ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU TRUYỀN DẪN BẤT CÂN XỨNG CỦA GIÁ CỔ PHIẾU ĐẾN TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ

4.3.1. Ước lượng các hệ số dài hạn của mô hình NARDL

Kết quả mô hình nghiên cứu về truyền dẫn bất cân xứng của giá cổ phiếu đến tăng trưởng kinh tế theo phương pháp NARDL (xem chi tiết bảng 4.8 của luận án).

Kết quả ước lượng dài hạn cho thấy COVID và lãi suất tái cấp vốn đều có tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế, phản ánh những gián đoạn kéo dài của đại dịch cũng như hiệu ứng thắt chặt tiền tệ đối với hoạt động sản xuất, kinh doanh. Ngược lại, mô hình không tìm thấy bằng chứng thống kê về ảnh hưởng dài hạn của tăng trưởng thị trường bất động sản lên GDP, hàm ý rằng biến động bất động sản mang tính chu kỳ mạnh và khó tạo tác động bền vững đến tăng trưởng.

Đáng chú ý, kết quả nghiên cứu xác nhận rõ ràng tính bất cân xứng trong tác động của chỉ số giá chứng khoán đến tăng trưởng kinh tế. Cụ thể, phần dương của biến LVNI_SA_POS đại diện cho tác động của sự gia tăng giá tài sản tài chính, có hệ số khoảng 5.8, cho thấy khi thị trường chứng khoán tăng, tăng trưởng kinh tế có xu hướng cải thiện tương ứng, phù hợp với cơ chế hiệu ứng của cải tích cực. Ngược lại, phần âm LVNI_SA_NEG có hệ số 14.7, lớn hơn nhiều so với chiều tăng, phản ánh rằng khi giá tài sản giảm, tác động tiêu cực đến nền kinh tế mạnh hơn đáng kể. Điều này cho thấy nền kinh tế nhạy cảm hơn với các cú sốc tiêu cực từ thị trường tài chính, và củng cố giả thuyết về tác động bất cân xứng của kênh giá tài sản lên tăng trưởng kinh tế trong mô hình NARDL.

4.3.2. Ước lượng các hệ số ngắn hạn của mô hình NARDL

Kết quả ước lượng các hệ số ngắn hạn từ mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM) dựa trên cách tiếp cận NARDL (xem chi tiết bảng 4.9 của luận án).

Kết quả mô hình ECM cho thấy tác động bất cân xứng của chỉ số giá chứng khoán đối với tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam, đồng thời hệ số điều chỉnh sai số đạt 0.504 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này cho thấy

nền kinh tế có tốc độ tự điều chỉnh về trạng thái cân bằng khoảng 50.4% mỗi kỳ, tương ứng với việc hệ thống quay lại quỹ đạo dài hạn sau xấp xỉ hai chu kỳ điều chỉnh. Đây là bằng chứng cho thấy mối quan hệ dài hạn giữa các biến là ổn định và cơ chế điều chỉnh diễn ra tương đối nhanh.

Trong ngắn hạn, các biến tăng trưởng thị trường bất động sản, COVID và lãi suất đều cho thấy tác động đáng kể đến tăng trưởng kinh tế. Điều này phản ánh sự nhạy cảm của nền kinh tế Việt Nam trước các cú sốc chu kỳ (bất động sản), cú sốc bên ngoài (COVID) và các điều chỉnh chính sách tiền tệ (thay đổi lãi suất).

Đối với lãi suất tái cấp vốn, cần lưu ý rằng đây là công cụ Ngân hàng Nhà nước sử dụng chủ yếu trong giai đoạn thắt chặt tiền tệ nhằm kiểm soát lạm phát. Do đó, việc lãi suất tái cấp vốn tăng thường là tín hiệu cho thấy áp lực lạm phát đã gia tăng. Trong bối cảnh đó, tác động tiêu cực của lãi suất lên tăng trưởng kinh tế trong ngắn hạn là hoàn toàn phù hợp về mặt kinh tế học: lãi suất tăng làm chi phí vốn cao hơn, giảm đầu tư, giảm tiêu dùng và tạo ra áp lực lên hoạt động sản xuất kinh doanh. Đồng thời, lạm phát tăng kéo theo chi phí sinh hoạt và chi phí đầu vào tăng, khiến người dân, doanh nghiệp và toàn bộ nền kinh tế chịu tác động bất lợi.

4.4. KẾT QUẢ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU TRUYỀN DẪN BẤT CÂN XỨNG CỦA GIÁ BẤT ĐỘNG SẢN ĐẾN TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ

Với kết quả nghiên cứu cho thấy không tồn tại truyền dẫn bất cân xứng của giá bất động sản đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam.

4.5. THẢO LUẬN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.5.1. Tác động của truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế

- Biến tăng trưởng thị trường bất động sản.
- Biến chỉ số giá chứng khoán.
- Biến Covid.
- Biến lãi suất tái cấp vốn.

4.5.2. Truyền dẫn bất cân xứng của giá cổ phiếu đến tăng trưởng kinh tế

Kết quả ước lượng dài hạn cho thấy cả biến đại diện cho cú sốc COVID-19 và lãi suất tái cấp vốn đều tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế. Điều này phản ánh: (i) các gián đoạn kéo dài do đại dịch làm suy yếu hoạt động sản xuất, dịch vụ và tiêu dùng, từ đó kìm hãm tăng trưởng kinh tế; (ii)

xu hướng thắt chặt tiền tệ nhằm kiểm soát lạm phát làm gia tăng chi phí vốn, khiến đầu tư và tiêu dùng giảm sút. Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu quốc tế chỉ ra mối liên hệ tiêu cực giữa cú sốc dịch bệnh và tăng trưởng kinh tế (Barro và cộng sự, 2020), cũng như tác động kìm hãm tăng trưởng của việc thắt chặt chính sách tiền tệ. Tại Việt Nam, các nghiên cứu của (Thuần, 2020) cũng ghi nhận ảnh hưởng tiêu cực của đại dịch đối với tăng trưởng GDP và hoạt động kinh tế vĩ mô.

4.5.3. Truyền dẫn bất cân xứng của giá bất động sản đến tăng trưởng kinh tế

Kết quả nghiên cứu cho thấy không tồn tại truyền dẫn bất cân xứng của giá bất động sản đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam. Kết quả này có sự tương đồng với nhiều nghiên cứu trước đây trong và ngoài nước, qua đó củng cố thêm độ tin cậy của phát hiện thực nghiệm.

4.5.4. Ứng dụng lý thuyết Sticky Price trong phân tích chính sách tiền tệ tại Việt Nam

Lý thuyết Sticky Price có ý nghĩa đặc biệt trong bối cảnh các nền kinh tế mới nổi như Việt Nam, nơi mà giá cả và tiền lương danh nghĩa thường xuyên chịu ảnh hưởng của yếu tố thể chế, hợp đồng và tâm lý thị trường.

- Cứng nhắc giá cả và tiền lương tại Việt Nam.
- Tác động của chính sách tiền tệ.
- Tính dai dẳng của lạm phát và chu kỳ kinh tế.
- Ý nghĩa chính sách.

4.5.5. Liên hệ lý thuyết và thực tiễn Việt Nam giai đoạn COVID-19

KẾT LUẬN CHƯƠNG 4

CHƯƠNG 5

KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

5.1. KẾT LUẬN

Với đề tài luận án này, tác giả đã hệ thống hóa cơ sở lý thuyết về truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế, tác động bất cân xứng của giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế; đồng thời lược khảo các nghiên cứu trước có liên quan. Trên cơ sở đó, tác giả đã xác định phương pháp nghiên cứu, xây dựng mô hình nghiên cứu về truyền dẫn chính

sách tiền tệ qua kênh giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế, tác động bất cân xứng của giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam. Sau khi nghiên cứu, tác giả rút ra một số kết luận như sau:

- Về mục tiêu nghiên cứu:

(1) Tác giả đã nghiên cứu được mức độ truyền dẫn của chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản thông qua kênh giá chứng khoán và kênh giá bất động sản đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam. Qua đó, tác giả đưa ra nhận định rằng tồn tại mối quan hệ này trong cả ngắn hạn và dài hạn.

(2) Tác giả đã nghiên cứu được sự truyền dẫn bất cân xứng của giá chứng khoán đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại truyền dẫn bất cân xứng của giá chứng khoán đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong dài hạn.

(3) Tác giả đã nghiên cứu được sự truyền dẫn bất cân xứng của giá bất động sản đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam. Dựa trên kết quả nghiên cứu, tác giả đưa ra nhận định rằng không tồn tại truyền dẫn bất cân xứng của giá bất động sản đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam.

- Về kết quả nghiên cứu:

Tác giả tập trung nghiên cứu truyền dẫn của chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản thông qua kênh giá cổ phiếu và kênh giá bất động sản đến tăng trưởng kinh tế, tác động bất cân xứng của giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam, trong giai đoạn từ quý 1 năm 2013 đến quý 2 năm 2024. Với việc sử dụng phương pháp ARDL trong nghiên cứu truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế, phương pháp NARDL trong nghiên cứu tác động bất cân xứng của giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế, đề tài luận án đã đạt được kết quả như sau:

(1) *Thứ nhất*, tồn tại mối tương quan thuận biến giữa chỉ số giá chứng khoán và tăng trưởng kinh tế trong ngắn hạn, tuy nhiên tác động này triệt tiêu và không có ý nghĩa thống kê khi xét trong dài hạn.

(2) *Thứ hai*, kênh giá bất động sản duy trì tác động tích cực ổn định đến tăng trưởng kinh tế xuyên suốt cả hai khung thời gian ngắn hạn và dài hạn.

(3) *Thứ ba*, nghiên cứu xác nhận sự tồn tại của tính bất cân xứng trong truyền dẫn từ kênh giá chứng khoán đến tăng trưởng kinh tế trong dài hạn; trái lại, hiện tượng này không được ghi nhận đối với thị trường bất động sản tại Việt Nam.

5.2. HÀM Ý CHÍNH SÁCH

5.2.1. Đối với tăng trưởng thị trường bất động sản

- Định hướng phát triển thị trường bất động sản như một động lực tăng trưởng kinh tế.
- Điều hành tín dụng bất động sản theo hướng hỗ trợ có kiểm soát.
- Phát triển thị trường tài chính nhà ở nhằm nâng cao hiệu quả kênh tài sản.
- Kiểm soát rủi ro bong bóng giá nhà để hạn chế tác động tiêu cực dài hạn.
- Chuyển hướng phát triển bất động sản sang nhu cầu thực.
- Hoàn thiện thể chế và tăng cường minh bạch hóa thị trường bất động sản.

5.2.2. Đối với phát triển thị trường chứng khoán

Việt Nam cần tập trung nâng cao hiệu quả phân bổ vốn trên thị trường chứng khoán, giảm sự phụ thuộc vào hoạt động đầu cơ ngắn hạn và phát triển các công cụ huy động vốn dài hạn cho doanh nghiệp, qua đó củng cố vai trò thị trường chứng khoán như một động lực tăng trưởng bền vững.

Chính sách phát triển thị trường chứng khoán cần được định hướng quản lý rủi ro và bất cân xứng, cần tăng cường minh bạch thông tin, nâng cao chuẩn quản trị công ty, kiểm soát giao dịch ký quỹ, phát triển cơ chế giám sát, cảnh báo và xử lý bong bóng tài sản. Qua đó, nền kinh tế sẽ tăng khả năng chống chịu trước các cú sốc tài chính và cải thiện hiệu quả truyền dẫn của thị trường vốn.

Các chính sách phát triển thị trường chứng khoán cần liên kết chặt chẽ với chính sách tiền tệ và tín dụng ngân hàng, nhằm đảm bảo đồng bộ trong cung ứng vốn, giảm chi phí vốn và tạo điều kiện thuận lợi cho đầu tư sản xuất kinh doanh.

thị trường chứng khoán Việt Nam hoàn toàn có thể trở thành động lực tăng trưởng dài hạn nếu được nâng cao chiều sâu, phát triển tính thanh khoản, hoàn thiện cơ chế quản trị doanh nghiệp, và giảm tác động của đầu cơ và “tiền nóng” ngắn hạn. Qua đó, các chính sách phát triển thị trường chứng khoán cần gắn kết giữa nâng cao hiệu quả phân bổ vốn, quản lý rủi ro và bất cân xứng, tăng khả năng huy động vốn dài hạn, và đồng bộ với chính sách tiền tệ và tín dụng ngân hàng, nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bền vững và ổn định.

5.2.3. Ứng phó với các cú sốc vĩ mô (như đại dịch Covid-19)

- Hoàn thiện khuôn khổ chính sách vĩ mô theo hướng xử lý đồng thời cú sốc cung và cú sốc cầu.

- Tăng cường vai trò của chính sách tài khóa nhằm ổn định tiêu dùng và đầu tư.

- Tăng cường ổn định thị trường tài chính do tồn tại tác động bất cân xứng của cú sốc giá tài sản.

- Nâng cao năng lực chống chịu dài hạn của nền kinh tế trước cú sốc vĩ mô.

5.2.4. Đối với lãi suất tái cấp vốn

Ngân hàng Nhà nước cần xây dựng lộ trình giảm dần sự can thiệp trực tiếp bằng các mệnh lệnh hành chính vào hoạt động phân bổ tín dụng. Thay vào đó, cần nâng cao vai trò định hướng của lãi suất tái cấp vốn để công cụ này thực sự trở thành tín hiệu giá định hướng trên thị trường. Việc để lãi suất vận hành theo nguyên tắc thị trường sẽ giúp thu hẹp khoảng cách giữa lãi suất chính sách và lãi suất thực tế, từ đó cải thiện sự truyền dẫn đến tổng cầu như kỳ vọng của các mô hình lý thuyết truyền thống.

Ngân hàng Nhà nước cần tiến tới một khuôn khổ điều hành chính sách tiền tệ minh bạch hơn.

Chính phủ cần chú trọng hơn vào Chính sách tài khóa (đặc biệt là đầu tư công) để kích cầu trực tiếp, chính sách tiền tệ thông qua lãi suất tái cấp vốn nên đóng vai trò hỗ trợ, giữ môi trường thanh khoản ổn định và chi phí vay vốn ở mức hợp lý, tạo điều kiện cho các chính sách khác phát huy tác dụng tốt nhất đến tăng trưởng kinh tế (Duy, 2023).

5.2.5. Khuyến nghị đối với các bên liên quan

- Đối với Chính phủ: cần chỉ đạo bộ ngành liên quan xây dựng Chỉ số giá bất động sản để theo dõi biến động thị trường, hỗ trợ cơ quan quản lý hoạch định chính sách, nhà đầu tư đưa ra quyết định chính xác, đồng thời nâng cao tính minh bạch, ổn định và phát triển bền vững cho thị trường bất động sản trong dài hạn. Đồng thời, Cần tăng cường vai trò điều phối tổng thể giữa các chính sách tài khóa, tiền tệ và thị trường tài chính nhằm giảm thiểu rủi ro lan truyền từ biến động giá tài sản đến nền kinh tế vĩ mô.

- Đối với Ngân hàng Nhà nước: cần đặc biệt chú trọng đến cơ chế truyền dẫn qua kênh giá tài sản, bao gồm giá chứng khoán và bất động sản. Cần tiếp tục theo đuổi chính sách tiền tệ linh hoạt, có tính thích ứng cao với bối cảnh kinh tế trong và ngoài nước.

- Đối với Bộ Tài chính: cần cải tiến hệ thống thuế liên quan, bao gồm thuế tài sản, thuế thu nhập từ chuyển nhượng và thuế sở hữu nhiều bất động sản.

- Đối với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước: Cần tăng cường giám sát hoạt động của thị trường chứng khoán nhằm nâng cao hiệu quả kênh truyền dẫn chính sách tiền tệ thông qua biến động giá cổ phiếu. Cần tăng cường năng lực giám sát và quản lý rủi ro hệ thống, đặc biệt là các hành vi thao túng thị trường gây mất ổn định giá tài sản.

5.3. HẠNH CHẾ VÀ HƯỚNG NGHIÊN CỨU TIẾP THEO

- Dữ liệu nghiên cứu chỉ bao gồm 46 quan sát theo quý trong giai đoạn từ năm 2013 đến giữa năm 2024, nên độ dài chuỗi thời gian còn tương đối ngắn. Do đó, để có kết quả tốt hơn các nghiên cứu sau nên sử dụng dữ liệu cập nhật hơn và mở rộng phạm vi thời gian để kiểm định sự ổn định của mối quan hệ giữa giá tài sản và tăng trưởng kinh tế qua các giai đoạn kinh tế khác nhau.

- Nghiên cứu chủ yếu tập trung vào kênh giá tài sản mà chưa kết hợp phân tích các kênh truyền dẫn khác như tín dụng, lãi suất, tỷ giá hay kênh kỳ vọng. Các nghiên cứu trong tương lai nên xem xét đồng thời nhiều kênh truyền dẫn của chính sách tiền tệ để hiểu rõ hơn cơ chế tác động đến tăng trưởng kinh tế, từ đó đưa ra các khuyến nghị chính sách đầy đủ hơn.

- Nghiên cứu chủ yếu tập trung vào hai loại tài sản là chứng khoán và bất động sản. Do đó, các nghiên cứu trong tương lai nên bổ sung thêm các kênh giá tài sản khác để hiểu rõ hơn cơ chế tác động đến nền kinh tế, từ đó đưa ra các khuyến nghị chính sách đầy đủ hơn.

- Nghiên cứu chưa phân tích sâu khía cạnh cấu trúc của thị trường tài sản, chẳng hạn như mức độ thanh khoản, tính minh bạch thông tin hay hành vi của nhà đầu tư... Do đó, các nghiên cứu sau nên xem xét bổ sung các yếu tố như tỷ lệ thất nghiệp, năng suất lao động, chính sách tài khóa... để có cái nhìn toàn diện hơn về cơ chế tác động bất đối xứng của giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế trong bối cảnh nền kinh tế đang chuyển đổi và hội nhập ngày càng sâu rộng.

- Nghiên cứu thực hiện ở cấp độ quốc gia, chưa xem xét sự khác biệt trong tác động của giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế giữa các khu vực địa lý (ví dụ: thành thị và nông thôn) hoặc giữa các lĩnh vực kinh tế khác nhau (như công nghiệp, dịch vụ, nông nghiệp). Do đó, phân tích tác động của giá tài sản đến tăng trưởng tại cấp tỉnh, thành phố hoặc theo các phân khúc dân

cư khác nhau sẽ giúp hiểu rõ hơn về tính không đồng đều trong ảnh hưởng và hỗ trợ hoạch định chính sách vi mô hiệu quả hơn.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 5