

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

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Thành phố Hồ Chí Minh - Năm 2026

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

Ngành: Tài chính - Ngân hàng

Mã số: 9340201

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC:

- 1. PGS. TS. PHẠM QUỐC VIỆT**
- 2. TS. BÙI NGỌC TOẢN**

Thành phố Hồ Chí Minh - Năm 2026

LỜI CAM ĐOAN

Tôi cam kết rằng, đề tài “*Truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế: nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam*” là nghiên cứu dưới sự hướng dẫn của Người hướng dẫn khoa học là PGS.TS. Phạm Quốc Việt và TS. Bùi Ngọc Toàn do chính tôi thực hiện.

Tính xác thực của bộ dữ liệu cũng như các kết quả phân tích được sử dụng trong nghiên cứu này được bảo đảm trên cơ sở kiểm chứng và xử lý độc lập của tác giả. Đồng thời, toàn bộ nội dung trình bày chưa từng xuất hiện trong bất kỳ công trình hay ấn phẩm khoa học nào trước đây. Chỉ một số phát hiện đã được công bố trong các nghiên cứu trước đó của chính tác giả; tuy nhiên, các kết quả này được kế thừa và tích hợp trong một khuôn khổ nghiên cứu mới, bảo đảm tính độc lập và giá trị gia tăng về mặt học thuật của luận án hiện tại.

Tất cả nội dung được sử dụng hoặc trích dẫn từ các nguồn tài liệu bên ngoài đã được tôi thực hiện trích dẫn một cách đầy đủ và chính xác.

Nghiên cứu sinh

Nguyễn Thành Được

LỜI CẢM ƠN

Trước tiên, tôi muốn bày tỏ lòng tri ân đến Ban Giám hiệu, Viện Đào tạo Sau Đại học và Viện Công nghệ Tài chính Ngân hàng của Trường Đại học Tài chính - Marketing đã tạo điều kiện thuận lợi để tôi có thể hoàn thành tốt nghiên cứu này.

Tiếp theo, tôi xin bày tỏ lòng biết ơn chân thành tới Thầy PGS. TS. Phạm Quốc Việt và Thầy TS. Bùi Ngọc Toàn, từ lúc gặp các Thầy và được các Thầy tận tình hướng dẫn, tôi đã học được rất nhiều từ các Thầy, không chỉ là kiến thức mà còn là những kỹ năng cần thiết trong nghiên cứu khoa học cũng như trong cuộc sống. Trong suốt quá trình triển khai đề tài, các Thầy luôn theo dõi, nhắc nhở tôi nhằm hoàn thành đúng tiến độ từng giai đoạn nghiên cứu, hỗ trợ và giúp tôi vượt qua nhiều khó khăn, thử thách để hoàn thành tốt luận án này. Hơn thế nữa, các Thầy còn là người rất tỉ mỉ, cẩn trọng trong từng câu, từng chữ; từ đó, tôi đã học được từ các Thầy kỹ năng viết luận án mạch lạc và hệ thống. Chính những điều đó đã giúp tôi hoàn thành một cách chất lượng và đúng thời gian luận án do nhà trường quy định.

Bên cạnh đó, tôi cũng muốn gửi lời cảm ơn tới gia đình và các đồng nghiệp tại NHNN chi nhánh Khu vực 14 đã luôn ủng hộ và động viên, giúp tôi có thể tập trung thực hiện nghiên cứu này.

Sau cùng, tôi trân trọng cảm ơn tất cả các bạn lớp Nghiên cứu sinh Tài chính - Ngân hàng năm 2023 (NCSTCNH2023) đã đồng hành cùng tôi trong suốt thời gian học tập./.

Nghiên cứu sinh

Nguyễn Thành Được

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN	i
LỜI CẢM ƠN	ii
MỤC LỤC	iii
DANH MỤC CÁC KÝ HIỆU, CÁC TỪ VIẾT TẮT	vii
DANH MỤC CÁC BẢNG.....	ix
DANH MỤC CÁC HÌNH VẼ, ĐỒ THỊ	x
TÓM TẮT LUẬN ÁN	xi
ABSTRACT	xiii
CHƯƠNG 1.....	1
GIỚI THIỆU NGHIÊN CỨU.....	1
1.1. LÝ DO CHỌN ĐỀ TÀI.....	1
1.1.1. Bối cảnh lý thuyết.....	1
1.1.2. Bối cảnh thực tiễn.....	4
1.2. MỤC TIÊU NGHIÊN CỨU.....	6
1.2.1. Mục tiêu tổng quát.....	6
1.2.2. Mục tiêu cụ thể	6
1.3. CÂU HỎI NGHIÊN CỨU.....	7
1.4. ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU	7
1.4.1. Đối tượng nghiên cứu	7
1.4.2. Phạm vi nghiên cứu	7
1.5. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	9
1.6. Ý NGHĨA CỦA NGHIÊN CỨU	10
1.6.1. Ý nghĩa về mặt lý thuyết.....	10
1.6.2. Ý nghĩa về mặt thực tiễn.....	11
1.7. CẤU TRÚC CỦA LUẬN ÁN	12
TÓM TẮT CHƯƠNG 1	13
CHƯƠNG 2 CƠ SỞ LÝ THUYẾT	15
2.1. TỔNG QUAN LÝ THUYẾT VỀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ.....	15
2.1.1. Khái niệm chính sách tiền tệ (monetary policy).....	15
2.1.2. Một số lý thuyết về chính sách tiền tệ	18
2.1.3. Mục tiêu và công cụ của chính sách tiền tệ	22
2.2. CƠ CHẾ TRUYỀN DẪN CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ QUA KÊNH GIÁ TÀI SẢN....	28
2.3. CÁC LÝ THUYẾT CÓ LIÊN QUAN	32

2.3.1. Thuyết Tobin Q (Tobin's q theory)	32
2.3.2. Hiệu ứng của cải	34
2.3.3. Các nghiên cứu liên quan lý thuyết Sticky Price	35
2.4. LÝ THUYẾT VỀ TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ.....	40
2.4.1. Quá trình phát triển các lý thuyết về tăng trưởng kinh tế	41
2.4.2. Các yếu tố của tăng trưởng kinh tế	43
2.5. CÁC NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM CÓ LIÊN QUAN.....	44
2.5.1. Truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá cổ phiếu	45
2.5.2. Truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá bất động sản	49
2.5.3. Truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá cổ phiếu và giá bất động sản	52
2.5.4. Truyền dẫn bất cân xứng của giá cổ phiếu và giá bất động sản	54
2.6. KHOẢNG TRỐNG NGHIÊN CỨU	57
KẾT LUẬN CHƯƠNG 2	60
CHƯƠNG 3 PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU.....	61
3.1. QUY TRÌNH VÀ GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU.....	61
3.1.1. Quy trình nghiên cứu	61
3.1.2. Giả thuyết nghiên cứu.....	62
3.2. MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU ĐỀ XUẤT.....	68
3.3. CÁC BIẾN TRONG MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU	73
3.3.1. Biến tăng trưởng kinh tế (GDP)	74
3.3.2. Biến tăng trưởng thị trường bất động sản (REM).....	74
3.3.3. Biến giá chứng khoán (VNI)	77
3.3.4. Lãi suất tái cấp vốn (LS).....	80
3.3.5. Biến giả - biến đại diện cho đại dịch Covid-19 (COVID).....	81
3.4. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	83
3.4.1. Phương pháp VAR	83
3.4.2. Phương pháp VECM	87
3.4.3. Phương pháp ARDL	89
3.4.4. Phương pháp NARDL	93
KẾT LUẬN CHƯƠNG 3	96
CHƯƠNG 4 KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN	97
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.....	97
4.1.1. Diễn biến điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.....	97
4.1.2. Quá trình phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam	101

4.1.3. Thực trạng về thị trường bất động sản Việt Nam	105
4.2. KẾT QUẢ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU	111
4.2.1. Thống kê mô tả	111
4.2.2. Kiểm định tính dừng	113
4.2.3. Kiểm định đồng liên kết	115
4.2.4. Kết quả mô hình nghiên cứu	115
4.3. KẾT QUẢ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU TRUYỀN DẪN BẤT CÂN XÚNG CỦA GIÁ CỔ PHIẾU ĐẾN TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ	118
4.3.1. Ước lượng các hệ số dài hạn của mô hình NARDL	118
4.3.2. Ước lượng các hệ số ngắn hạn của mô hình NARDL	119
4.3.3. Các kiểm định chuẩn đoán mô hình	120
4.4. KẾT QUẢ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU TRUYỀN DẪN BẤT CÂN XÚNG CỦA GIÁ BẤT ĐỘNG SẢN ĐẾN TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ	121
4.5. THẢO LUẬN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU	124
4.5.1. Tác động của truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế	124
4.5.2. Truyền dẫn bất cân xứng của giá cổ phiếu đến tăng trưởng kinh tế	134
4.5.3. Truyền dẫn bất cân xứng của giá bất động sản đến tăng trưởng kinh tế	136
4.5.4. Ứng dụng lý thuyết Sticky Price trong phân tích chính sách tiền tệ tại Việt Nam ...	139
4.5.5. Liên hệ lý thuyết và thực tiễn Việt Nam giai đoạn COVID-19	140
KẾT LUẬN CHƯƠNG 4	141
CHƯƠNG 5 KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH	142
5.1. KẾT LUẬN	142
5.2. HÀM Ý CHÍNH SÁCH	143
5.2.1. Đối với tăng trưởng thị trường bất động sản	143
5.2.2. Đối với phát triển thị trường chứng khoán	145
5.2.3. Ứng phó với các cú sốc vĩ mô (như đại dịch Covid-19)	147
5.2.4. Đối với lãi suất tái cấp vốn	149
5.2.5. Khuyến nghị đối với các bên liên quan	150
5.3. HẠN CHẾ VÀ HƯỚNG NGHIÊN CỨU TIẾP THEO	153
KẾT LUẬN CHƯƠNG 5	156
DANH MỤC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ	157
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO	i
PHỤ LỤC 1. KẾT QUẢ THỐNG KÊ MÔ TẢ CÁC BIẾN	xv
PHỤ LỤC 2. KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH TÍNH DỪNG	xvi
PHỤ LỤC 3. KẾT QUẢ MÔ HÌNH ARDL	xix

PHỤ LỤC 4: KẾT QUẢ MÔ HÌNH NARDL TÁC ĐỘNG bất cân xứng CỦA GCK ĐẾN TTKT	xxiii
PHỤ LỤC 5: KẾT QUẢ MÔ HÌNH NARDL TÁC ĐỘNG bất cân xứng CỦA GIÁ BDS ĐẾN TTKT	xxvi
PHỤ LỤC 6A: TỔNG HỢP CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU TRƯỚC....	xxix
PHỤ LỤC 6B: TỔNG HỢP CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU TRƯỚC...	xxxii
PHỤ LỤC 7: KỸ THUẬT TRONG CÁC MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU	xxxvii
PHỤ LỤC 8: DỮ LIỆU ĐƯỢC SỬ DỤNG TRONG NGHIÊN CỨU.....	xlvi

DANH MỤC CÁC KÝ HIỆU, CÁC TỪ VIẾT TẮT

STT	Viết tắt	Tiếng Việt	Tiếng Anh
1	ARDL	Mô hình phân phối trễ tự hồi quy	Autoregressive Distributed Lag
2	ASEAN	Hiệp hội các quốc gia Đông Nam Á	Association of Southeast Asian Nations
3	BDS	Bất động sản	
4	CCTD	Cơ chế truyền dẫn	
5	CPI	Chỉ số giá tiêu dùng	Consumer Price Index
6	CSTT	Chính sách tiền tệ	
7	DSGE	Mô hình cân bằng động ngẫu nhiên tổng quát	Dynamic stochastic general equilibrium
8	FED	Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ	Federal Reserve System
9	GCK	Giá chứng khoán	
10	GDP	Tổng sản phẩm quốc nội	Gross Domestic Product
11	GSO	Tổng cục thống kê Việt Nam	General Statistics Office of Viet Nam
12	HOSE	Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh	Ho Chi Minh Stock Exchange
14	HNX	Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hà Nội	Ha Noi Stock Exchange
15	IMF	Quỹ Tiền tệ Quốc tế	International Monetary Fund
16	NHNN	Ngân hàng Nhà nước	
17	NARDL	Mô hình phân phối trễ tự hồi quy phi tuyến	Nonlinear Autoregressive Distributed Lag
18	NHTW	Ngân hàng trung ương	
19	OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development	Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế
20	SBV	Ngân hàng Nhà nước Việt Nam	State Bank of Vietnam
21	SVAR	Mô hình cấu trúc vector tự động hồi quy	Structural Vector Autoregressions
22	TDCSTT	Truyền dẫn chính sách tiền tệ	

STT	Viết tắt	Tiếng Việt	Tiếng Anh
23	TSTC	Tài sản thế chấp	
24	TTBDS	Thị trường bất động sản	
25	TTCK	Thị trường chứng khoán	
26	TTKT	Tăng trưởng kinh tế	
27	TTTS	Thị trường tài sản	
28	UBCKNN	Ủy ban Chứng khoán Nhà nước	
29	VAR	Mô hình tự hồi quy vector	Vector Autoregression
30	VECM	Mô hình hiệu chỉnh sai số vector	Vector Error Correction Model

DANH MỤC CÁC BẢNG

Bảng 2.1. Tổng hợp cơ sở lý thuyết	35
Bảng 2.2. So sánh tư tưởng Sticky Price qua các tác giả	40
Bảng 2.3: Tóm tắt khung lý thuyết.....	42
Bảng 3.1. Đo lường các yếu tố tác động đến tăng trưởng kinh tế	70
Bảng 3.2. Quy mô giao dịch của sàn HOSE, sàn HNX và sàn UPCOM	79
Bảng 4.1: Mục tiêu của chính sách tiền tệ Việt Nam giai đoạn 2013-2024	101
Bảng 4.2. Tăng trưởng hàng hóa trên thị trường chứng khoán Việt Nam.....	104
Bảng 4.3. Thống kê mô tả các biến	112
Bảng 4.4. Kết quả kiểm định tính dừng.....	114
Bảng 4.5. Kết quả kiểm định đồng liên kết	115
Bảng 4.6. Ước lượng các hệ số dài hạn của mô hình ARDL	116
Bảng 4.7. Kết quả tính toán tác động ngắn hạn bằng mô hình ECM	116
Bảng 4.8: Ước lượng các hệ số dài hạn của mô hình NARDL	118
Bảng 4.9. Kết quả tính toán tác động ngắn hạn bằng mô hình ECM	119
Bảng 4.10. Ước lượng các hệ số dài hạn của mô hình NARDL	122
Bảng 4.11: Kết quả tính toán tác động ngắn hạn bằng mô hình ECM	122

DANH MỤC CÁC HÌNH VẼ, ĐỒ THỊ

Hình 2.1. Truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản	31
Hình 2.2. Mối quan hệ giữa lãi suất, giá chứng khoán và thu nhập	35
Hình 3.1. Quy trình thực hiện nghiên cứu	62
Hình 4.1. Giá trị vốn hóa thị trường và quy mô vốn hóa thị trường	103
Hình 4.2. Diễn biến thị trường bất động sản Việt Nam	108
Hình 4.3. Xu hướng của dữ liệu nghiên cứu	113

TÓM TẮT LUẬN ÁN

Trong nền kinh tế hiện đại, CSTT không chỉ truyền dẫn qua lãi suất hay tín dụng truyền thống mà ngày càng phụ thuộc vào biến động của thị TTCK và BĐS. Các lý thuyết kinh điển như Tobin's q và hiệu ứng của cải 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 BĐS, 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 TTKT 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 TTKT 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 TTTS và đặc biệt cú sốc từ đại dịch COVID-19, NHNN cần thêm cơ sở khoa học nhằm điều hành CSTT 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 TTKT 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 GCK đến TTKT; và kiểm định tính bất cân xứng của truyền dẫn qua kênh giá BĐS đến TTKT. 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 GCK và TTKT 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 BĐS duy trì tác động tích cực ổn định đến TTKT 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 GCK đến TTKT trong dài hạn; trái lại, hiện tượng này không được ghi nhận đối với thị trường BĐS 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 TTCK và BĐS trong mô hình đến TTKT, cho phép đánh giá toàn diện sự tương tác phức tạp giữa các thị trường này đối với TTKT; 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 CCTD, 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 CSTT. 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 TTKT bền vững.

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

ABSTRACT

In a modern economy, monetary policy is no longer transmitted solely through traditional interest rate or credit channels; it increasingly depends on fluctuations in the stock market and the real estate market. Classical theories such as Tobin's q theory and the wealth effect affirm that asset prices constitute a crucial link connecting the financial sector with the real economy. In emerging economies such as Vietnam, empirical evidence regarding the magnitude and transmission mechanism of the asset price channel remains limited and lacks consensus. Most existing studies tend to examine stock prices and real estate prices separately, without providing an integrated analysis that simultaneously incorporates both asset classes. A significant academic gap in Vietnam lies in the absence of research on the asymmetric effects of asset prices on economic growth. Clarifying whether the economy reacts more strongly to negative asset price shocks than to positive shocks is critically important for improving the accuracy of business cycle forecasting. During the period 2013–2024, marked by the boom in asset markets and particularly the shock from the COVID-19 pandemic, the State Bank of Vietnam requires a stronger scientific foundation to conduct monetary policy in a more flexible manner. This study helps identify the extent of policy spillovers, thereby offering recommendations to harmonize the objectives of economic growth and financial system stability.

Based on a research sample using quarterly data from Q1/2013 to Q2/2024, comprising 46 observations collected from the State Bank of Vietnam (SBV), the General Statistics Office (GSO), and the Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE), the dissertation employs the ARDL and NARDL estimation approaches to measure the degree of transmission from asset prices to output; to test the existence of asymmetric effects of stock price fluctuations on economic growth; and to examine the asymmetric transmission through the real estate price channel to economic growth. With the support of EViews 11 software, the main findings are as follows:

(1) First, there exists a positive correlation between the stock price index and economic growth in the short run; however, this effect dissipates and becomes statistically insignificant in the long run.

(2) Second, the real estate price channel maintains a stable and positive impact on economic growth across both short-term and long-term horizons.

(3) Third, the study confirms the presence of asymmetry in the transmission from the stock price channel to economic growth in the long run; by contrast, such asymmetry is not observed in the real estate market in Vietnam.

Based on the above findings, the dissertation not only makes academic contributions by simultaneously integrating both the stock market and the real estate market into the growth model, thereby enabling a comprehensive evaluation of the complex interactions between these markets and economic growth and clarifying the theoretical foundation of asymmetric transmission, but also demonstrates that these findings not only test the applicability of international theories (such as Tobin's q and the wealth effect) but further provide a new analytical framework tailored to Vietnam. Accordingly, by distilling policy implications aimed at establishing the pivotal role of the asset price channel within the transmission mechanism, the dissertation provides a system of practical solutions to support regulatory authorities in optimizing the effectiveness of monetary policy implementation, and these recommendations serve as an important scientific foundation for policymakers in the use of policy instruments, thereby harmonizing the objectives of maintaining macroeconomic stability and promoting sustainable economic growth.

Keywords: Monetary policy transmission, asset price channel, economic growth, asymmetric transmission.

CHƯƠNG 1

GIỚI THIỆU NGHIÊN CỨU

GIỚI THIỆU CHƯƠNG 1

Chương 1 giới thiệu tổng quan về nghiên cứu với các nội dung sau: (1) Lý do chọn đề tài; (2) Mục tiêu nghiên cứu; (3) Câu hỏi nghiên cứu; (4) Đối tượng và phạm vi nghiên cứu; (5) Phương pháp nghiên cứu; (6) Ý nghĩa của nghiên cứu; (7) Cấu trúc của luận án.

1.1. LÝ DO CHỌN ĐỀ TÀI

1.1.1. Bối cảnh lý thuyết

Trong quản lý kinh tế vĩ mô, CSTT được xem là một trong những công cụ điều hành quan trọng nhất của nhà nước nhằm ổn định lạm phát và hỗ trợ TTKT. Tuy nhiên, khác với các biện pháp can thiệp trực tiếp, CSTT tác động đến nền kinh tế thông qua một CCTD 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 CSTT 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 TTCK và TTBDS, kênh giá tài sản ngày càng được thừa nhận là một cấu phần trọng yếu trong cơ chế TDCSTT (Bernanke & Gertler, 2001). Về mặt lý thuyết, lập luận của (Tobin, 1969) cho rằng CSTT nói 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 TTCK như một kênh truyền dẫn gián tiếp nhưng có sức lan tỏa lớn của CSTT.

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 BĐS, 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

ché 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 TSTC, 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 CSTT và TTCK 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 CSTT đối với TT BĐS 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 & Kerssenfischer, 2019) cung cấp bằng chứng cho thấy các cú sốc CSTT 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 CCTD 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 CSTT.

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 BĐS 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 (Sử & 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 TTCK và TTBĐS trong việc TDCSTT 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 TTKT. 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 CSTT, mà chưa làm rõ đầy đủ mức độ lan tỏa của các biến động này đến đầu tư, tiêu dùng và TTKT.

Hơn nữa, các tiếp cận lý thuyết và thực nghiệm gần đây bắt đầu nhấn mạnh rằng tác động của CSTT qua kênh giá tài sản có thể mang tính bất cân xứng, tức là phản ứng của nền kinh tế trước các cú sốc rơi 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 CSTT tạo ra tác động không cân xứng lên giá cổ phiếu, giá BĐS và TTKT. 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 TDCSTT, 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 TTKT. Chính vì vậy, việc tiếp

tục nghiên cứu TDCSTT qua kênh giá tài sản, với trọng tâm là GCK và giá BĐS, 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, CSTT tiếp tục giữ vai trò trung tâm trong việc duy trì ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát và hỗ trợ TTKT. Khác với giai đoạn trước khủng hoảng tín dụng 2011-2012, CSTT 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 CCTD đa kênh, trong đó kênh giá tài sản ngày càng trở nên đáng chú ý.

Thực tiễn cho thấy, TTKT 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 CSTT nói lỏng đã phát huy hiệu quả kích thích cầu nội địa. Tuy nhiên, nếu chỉ nhìn nhận CSTT 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), CSTT 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 TTCK Việt Nam trong giai đoạn 2013-2024 phản ánh rõ nét vai trò trung gian của GCK trong cơ chế TDCSTT. Giai đoạn CSTT 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 CSTT chuyển sang trạng thái thắt chặt từ năm 2022, TTCK 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 CSTT và TTCK, đồng thời cho thấy tác động của CSTT 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 TTCK, TTBDS cũng cho thấy mức độ nhạy cảm cao trước các thay đổi của CSTT. Giai đoạn nới lỏng tiền tệ gắn liền với sự gia tăng nhanh của giá nhà và tín dụng BDS, 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 CSTT bị siết chặt, TTBDS 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 CSTT qua kênh giá tài sản không mang tính đối xứng. (Aastveit & Anundsen, 2022) chứng minh tại Mỹ, CSTT nới lỏng 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 CSTT 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 GCK và giá BDS tăng, giảm có tác động khác biệt như thế nào đến TTKT 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 TTCK và TTBDS có thể làm thay đổi cường độ truyền dẫn của CSTT (Igan và cộng sự, 2011). Thực tiễn Việt Nam giai đoạn gần đây, với tỷ lệ vốn hóa TTCK/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 TDCSTT, 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 TTTS phát triển nhanh, độ mở tài chính ngày càng lớn và CSTT ngày càng linh hoạt thì việc nghiên cứu một cách hệ thống cơ chế TDCSTT qua kênh GCK và giá BĐS đến TTKT, 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 NHNN điều hành CSTT hiệu quả hơn, hài hòa giữa mục tiêu TTKT 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 NHNN có cái nhìn đa chiều về hiệu quả của CSTT. 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 TTBDs và thị trường vốn.

1.2. MỤC TIÊU NGHIÊN CỨU

1.2.1. Mục tiêu tổng quát

Mục tiêu chung của luận án là nghiên cứu sự TDCSTT qua kênh giá tài sản (qua kênh giá cổ phiếu và kênh giá BĐS) đến TTKT tại Việt Nam. Từ đó, đề xuất các hàm ý chính sách để góp phần cải thiện việc TDCSTT qua kênh giá tài sản nói riêng, quá trình thực thi CSTT nói chung.

1.2.2. Mục tiêu cụ thể

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

Mục tiêu 1: Nghiên cứu tác động của TDCSTT qua kênh giá tài sản thông qua kênh giá cổ phiếu và kênh giá BĐS đến TTKT tại Việt Nam.

Mục tiêu 2: Nghiên cứu sự truyền dẫn bất cân xứng của giá cổ phiếu đến TTKT tại Việt Nam.

Mục tiêu 3: Nghiên cứu sự truyền dẫn bất cân xứng của giá BĐS đến TTKT tại Việt Nam.

1.3. 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:

Câu hỏi 1: Mức độ truyền dẫn của CSTT qua kênh giá tài sản đến TTKT thông qua kênh giá cổ phiếu và kênh giá BĐS như thế nào?

Câu hỏi 2: Có hay không tác động bất cân xứng của giá cổ phiếu đến TTKT? Nếu có, mức độ tác động của giá cổ phiếu đến TTKT như thế nào?

Câu hỏi 3: Có hay không tác động bất cân xứng của giá BĐS đến TTKT? Nếu có, mức độ tác động của giá BĐS đến TTKT như thế nào?

1.4. ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU

1.4.1. Đối tượng nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu là xem xét TDCSTT qua kênh giá tài sản đến TTKT tại Việt Nam thông qua kênh giá cổ phiếu và kênh giá BĐS. Trong đó, chỉ số VN-Index (VNI) đóng vai trò là biến đại diện cho GCK; đối với tăng trưởng TT BĐS (REM), dữ liệu được thu thập từ các báo cáo định kỳ hàng quý mà do GSO công bố.

1.4.2. Phạm vi nghiên cứu

Luận án tập trung làm rõ cơ chế TDCSTT qua kênh giá tài sản. Cụ thể, xem xét TDCSTT qua kênh giá tài sản: (i) mức độ truyền dẫn thông qua hai khía cạnh là kênh giá cổ phiếu và kênh giá BĐS; (ii) tác động bất cân xứng của giá cổ phiếu đến TTKT; (iii) tác động bất cân xứng của giá BĐS đến TTKT.

- 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.

(1) *Thứ nhất*, năm 2013 đánh dấu bước ngoặt quan trọng trong điều hành kinh tế vĩ mô, khi nền kinh tế Việt Nam bắt đầu ổn định trở lại sau giai đoạn lạm phát cao và bất ổn tài chính giai đoạn 2011-2012 (Loi & Dang, 2023). Cùng thời điểm này, Chính phủ ban hành Nghị quyết số 02/NQ-CP nhằm tháo gỡ khó khăn cho TT BĐS sau giai đoạn đóng băng kéo dài từ năm 2009 đến 2013 (Thái & Lam, 2016). Đây được xem là

mốc khởi đầu của một chu kỳ phát triển mới, trong đó TT BĐS và TTCK dần phục hồi và mở rộng, tạo điều kiện thuận lợi để phân tích vai trò của kênh giá tài sản (tập trung nghiên cứu GCK và giá BĐS) trong cơ chế TDCSTT.

(2) *Thứ hai*, kể từ sau năm 2013, TTCK và TT BĐS Việt Nam có những bước phát triển mạnh mẽ cả về quy mô và mức độ tham gia của khu vực tư nhân, qua đó làm rõ hơn vai trò của “hiệu ứng của cải” và “thuyết Tobin’s q ” trong tác động của CSTT đến TTKT (Cảnh, 2014). Điều này đặc biệt quan trọng trong bối cảnh các nghiên cứu trước đó, như (Vo & Nguyen, 2017), sử dụng dữ liệu đến hết năm 2012 và cho rằng kênh giá tài sản tại Việt Nam chưa thể hiện rõ ràng. Việc lựa chọn mốc thời gian bắt đầu từ năm 2013 cho phép đánh giá liệu sau hơn một thập kỷ phát triển và hoàn thiện thể chế, kênh truyền dẫn này đã trở nên hiệu quả hơn hay chưa.

(3) *Thứ ba*, giai đoạn nghiên cứu có những cải cách thể chế quan trọng, tiêu biểu là việc Luật Đất đai năm 2013 chính thức có hiệu lực, góp phần hoàn thiện khung pháp lý cho TT BĐS, đồng thời tạo nền tảng cho sự bùng nổ của TTCK trong giai đoạn tiếp theo (Doan & Bui, 2021). Những thay đổi này không chỉ ảnh hưởng đến hành vi đầu tư và kỳ vọng giá tài sản, mà còn tác động đến mức độ và hình thức TDCSTT qua kênh giá tài sản.

(4) *Thứ tư*, khoảng thời gian từ quý I/2013 đến quý II/2024 bao gồm cú sốc đại dịch COVID-19 (2020-2021) và giai đoạn phục hồi sau đó, cho phép kiểm chứng khả năng chống chịu và phản ứng của nền kinh tế trước các cú sốc lớn chưa từng có tiền lệ (Barro và cộng sự, 2020; Thuấn, 2020). Các nghiên cứu gần đây cho thấy, trong những giai đoạn bất ổn vĩ mô, TDCSTT qua kênh ngân hàng và kênh giá tài sản thường trở nên mạnh mẽ và nhạy cảm hơn (Loi & Dang, 2023). Do đó, giai đoạn này cung cấp cơ sở thực tiễn quan trọng để nghiên cứu tính bất cân xứng của TDCSTT, cụ thể là liệu tác động của chính sách trong giai đoạn suy giảm có khác biệt đáng kể so với giai đoạn phục hồi và tăng trưởng hay không, tương tự như các phát hiện của (Peersman & Smets, 2001) tại khu vực Euro.

(5) *Thứ năm*, thời gian nghiên cứu đến quý II/2024 giúp luận án có tính thời sự cao, phản ánh đầy đủ giai đoạn phục hồi sau đại dịch, cũng như những biến động mới nhất của lãi suất, TTCK và TT BĐS. Đặc biệt, mốc thời gian kết thúc cho phép xem xét diễn biến của TT BĐS trước thời điểm Luật Đất đai (sửa đổi) có hiệu lực từ ngày

01/8/2024, một mốc chính sách quan trọng được kỳ vọng sẽ tạo ra những điều chỉnh đáng kể về hành vi thị trường, kỳ vọng giá và cơ chế vận hành của TT BĐS trong giai đoạn tiếp theo.

(6) *Cuối cùng*, việc lựa chọn dữ liệu theo tần suất quý trong giai đoạn quý I/2013 - quý II/2024 còn bảo đảm tính thống nhất và độ tin cậy của chuỗi số liệu vĩ mô. Từ quý I/2013, chỉ tiêu GDP của Việt Nam bắt đầu được Tổng cục Thống kê công bố theo hệ thống giá so sánh năm 2010, giúp hạn chế sai lệch do thay đổi năm gốc và nâng cao độ ổn định của dữ liệu TTKT.

- Phạm vi về không gian:

Luận án tập trung làm rõ cơ chế TDCSTT qua kênh giá tài sản (tập trung GCK và giá BĐS) đến TTKT Việt Nam, cũng như xem xét tính bất cân xứng của cơ chế này. Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu là dữ liệu thứ cấp được thu thập từ GSO, HOSE, NHNN.

1.5. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Nghiên cứu này áp dụng phương pháp phân tích định lượng nhằm làm rõ cơ chế TDCSTT qua kênh giá tài sản đến TTKT, đồng thời xem xét tính bất cân xứng trong tác động của GCK và giá BĐS đối với TTKT. Cụ thể, các ảnh hưởng ngắn hạn và dài hạn từ kênh giá tài sản đến TTKT được phân tích thông qua mô hình ARDL. Thêm vào đó, mô hình NARDL được tác giả vận dụng nhằm đo lường tính bất cân xứng, phản ánh sự khác biệt trong ảnh hưởng của các cú sốc tăng và giảm của GCK cũng như giá BĐS đến TTKT.

Trước hết, nghiên cứu tiến hành kiểm định tính dừng của các chuỗi dữ liệu bằng kiểm định ADF nhằm xác định bậc tích hợp của các biến và bảo đảm rằng không có biến nào dừng ở bậc $I(2)$, qua đó đáp ứng điều kiện áp dụng các mô hình ARDL và NARDL thay vì sử dụng mô hình VAR hay VECM. Tiếp theo, mối quan hệ đồng liên kết dài hạn giữa các biến được kiểm định thông qua phương pháp Bounds Testing (kiểm định đường bao).

Sau khi xác nhận sự tồn tại của quan hệ đồng liên kết, nghiên cứu thực hiện ước lượng các hệ số hồi quy trong ngắn hạn và dài hạn, kết hợp với mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM) để đánh giá tốc độ điều chỉnh về trạng thái cân bằng dài hạn khi xuất hiện các cú sốc. Cuối cùng, các kiểm định chẩn đoán về tự tương quan, phương sai sai số thay

đổi, phân phối chuẩn, cũng như kiểm định độ ổn định của mô hình thông qua CUSUM và CUSUMSQ được tiến hành nhằm bảo đảm tính vững và độ tin cậy của các kết quả ước lượng.

1.6. Ý NGHĨA CỦA NGHIÊN CỨU

1.6.1. Ý nghĩa về mặt lý thuyết

Luận án được thực hiện dựa trên lý thuyết TDCSTT của các nhà kinh tế học nổi tiếng, thông qua việc kế thừa các thành tựu từ những công trình đi trước ở cả phạm vi quốc tế lẫn trong nước. Trong nghiên cứu này, tác giả đặt mục tiêu gia tăng các giá trị về mặt học thuật bằng việc phân tích sâu hơn khung lý thuyết liên quan đến kênh giá tài sản trong TDCSTT. Ngoài ra, dựa trên những mục tiêu đã đặt ra trước đó, luận án được kỳ vọng sẽ mang lại các phát hiện mới như:

- *Thứ nhất*, luận án góp phần mở rộng khung phân tích lý thuyết về cơ chế TDCSTT 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 TTCK (Nyakerario & Morekwa, 2012; Nguyen và cộng sự, 2016; Omodero và cộng sự, 2021; Singh và cộng sự, 2011) hoặc TTBDS (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 GCK và kênh giá BĐS đến TTKT, qua đó bổ sung góc nhìn toàn diện hơn về cơ chế TDCSTT trong điều kiện tương tác phức tạp giữa các TTTS tại Việt Nam.

- *Thứ hai*, luận án làm rõ thêm nền tảng lý thuyết về tính bất cân xứng trong CCTD 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 TTKT 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 TTCK 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 TTKT 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 TDCSTT 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 CCTD bất cân xứng qua kênh giá BĐS. Các nghiên cứu trước đây khẳng định rằng BĐS giữ vai trò là TSTC quan trọng nhất trong hệ thống tài chính (Mishkin, 2007), đồng thời chỉ ra rằng tác động tiêu cực của sự sụt giảm giá BĐS đến TTKT 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 BĐS đến TTKT, qua đó củng cố thêm cơ sở lý luận cho việc phân tích vai trò của kênh BĐS trong cơ chế TDCSTT.

1.6.2. Ý nghĩa về mặt thực tiễn

Nghiên cứu cơ chế TDCSTT qua kênh giá tài sản tại Việt Nam mang lại giá trị thực tiễn quan trọng. *Thứ nhất*, giúp NHNN hiểu rõ cơ chế TDCSTT qua giá cổ phiếu, giá BĐS tác động đến TTKT, từ đó hoạch định CSTT hiệu quả và kịp thời hơn. *Thứ hai*, việc làm sáng tỏ các tác động bất cân xứng và rủi ro tiềm ẩn từ TTTS 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 TDCSTT 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 CSTT và các nghiên cứu tiếp theo.

1.7. CẤU TRÚC CỦA LUẬN ÁN

Ngoài phần phụ lục và tài liệu tham khảo, luận án gồm 5 chương:

Chương 1. Giới thiệu tổng quan về nghiên cứu.

Nội dung của chương này tập trung khái quát các vấn đề liên quan đến nghiên cứu, bao gồm: lý do của việc chọn đề tài, các câu hỏi và mục tiêu cần giải quyết, xác định giới hạn về phạm vi cũng như đối tượng phân tích. Bên cạnh đó, các phương pháp được sử dụng, ý nghĩa của nghiên cứu và bố cục của luận án cũng sẽ được trình bày.

Chương 2. Cơ sở lý thuyết.

Chương này thực hiện hệ thống lại các lý thuyết nền tảng có liên quan đến cơ chế TDCSTT qua kênh giá tài sản đến TTKT ở Việt Nam. Dựa trên việc xem xét và đánh giá các công trình liên quan, tác giả sẽ nhận diện những khoảng trống nghiên cứu còn tồn tại. Đây chính là tiền đề quan trọng để thực hiện các nội dung phân tích trong những phần kế tiếp.

Chương 3. Phương pháp nghiên cứu.

Chương này tập trung làm rõ quy trình thực hiện nghiên cứu thông qua việc mô tả phương pháp tiếp cận, xây dựng mô hình và giả thuyết, cũng như các kỹ thuật thu thập và xử lý số liệu.

Chương 4. Kết quả nghiên cứu.

Chương này hướng đến việc phân tích tác động của TDCSTT tới TTKT qua kênh giá tài sản. Cấu trúc chương được chia thành ba phần chính: đầu tiên là đánh giá thực trạng CSTT và các TTTS (TTCK, TTBDŞ); kế đến là trình bày các phát hiện nghiên cứu và cuối cùng là phần thảo luận về các kết quả này.

Chương 5. Kết luận và khuyến nghị chính sách.

Những kết luận rút ra từ các phát hiện thực nghiệm quan trọng sẽ được tổng hợp trong phần này. Ngoài ra, các đề xuất chính sách cho những đơn vị hữu quan cũng được đưa ra nhằm tối ưu hóa hiệu quả CSTT, đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô và tạo động lực TTKT. Cuối cùng, chương 5 sẽ trình bày các hạn chế còn tồn tại cũng như gợi mở hướng nghiên cứu trong thời gian tới.

TÓM TẮT CHƯƠNG 1

Chương 1 của luận án tập trung khái quát các nội dung nghiên cứu cơ bản. Lý do thực hiện đề tài này được làm rõ dựa trên sự kết hợp giữa nền tảng lý thuyết và bối cảnh thực tiễn.

Về phương diện lý thuyết, mặc dù các công trình trước đây đã đề cập đến cơ chế TDCSTT thông qua kênh giá tài sản, song vẫn còn tồn tại một số khoảng trống như chưa quan tâm đến kết hợp cả hai kênh giá cổ phiếu và giá BĐS trong TDCSTT; đồng thời, các tác động bất cân xứng của hai loại giá tài sản này đối với nền kinh tế thực tại Việt Nam vẫn là một khía cạnh chưa được khai thác sâu.

Về phương diện thực tiễn: Kết quả nghiên cứu được kỳ vọng sẽ hỗ trợ Ngân hàng Nhà nước (NHNN) có cái nhìn thấu đáo hơn về lộ trình tác động của các công cụ chính sách tiền tệ đến giá tài sản, từ đó ảnh hưởng đến nền kinh tế. Đây sẽ là nền tảng khoa học tin cậy giúp cơ quan quản lý đưa ra các dự báo chính xác và xây dựng chiến lược phát triển kinh tế bền vững, đảm bảo sự hài hòa giữa mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô và tăng trưởng trong dài hạn.

Dựa trên những lập luận đó, mục tiêu cốt lõi mà luận án hướng tới là phân tích thực nghiệm sự TDCSTT qua kênh giá tài sản (bao gồm giá cổ phiếu và bất động sản) đến nền kinh tế thực. Các thành phần quan trọng khác như câu hỏi, đối tượng, phạm vi và phương pháp nghiên cứu cũng được trình bày một cách hệ thống. Những phát hiện của luận án không chỉ đóng góp vào hệ thống lý thuyết về cơ chế truyền dẫn qua kênh giá tài sản mà còn đưa ra những đề xuất chính sách giá trị nhằm tối ưu hóa hiệu quả điều hành chính sách tiền tệ thông qua kênh này.

Chương 1 của luận án giới thiệu tổng quan về nghiên cứu. Lý do chọn đề tài được lý giải trên cả khía cạnh lý thuyết lẫn thực tiễn. Về mặt lý thuyết, các nghiên cứu trước đây liên quan đến TDCSTT qua kênh giá tài sản còn một số khoảng trống như chưa quan tâm đến kết hợp cả hai kênh giá cổ phiếu và giá BĐS trong TDCSTT, chưa xem xét tác động bất cân xứng của giá cổ phiếu, giá BĐS đến TTKT tại Việt Nam. Về mặt thực tiễn, giúp NHNN hiểu rõ cách các công cụ CSTT ảnh hưởng đến giá cổ phiếu, giá BĐS và tác động đến TTKT; từ đó 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. Trên cơ sở đó, luận án xác định mục tiêu chính là nghiên cứu sự TDCSTT qua kênh giá tài sản (qua kênh giá cổ phiếu và giá BĐS) đến TTKT. Câu hỏi nghiên cứu, đối tượng, phạm vi và phương pháp nghiên cứu được làm rõ. Kết quả nghiên cứu đóng góp về mặt lý thuyết trong việc mở rộng hiểu biết về cơ chế TDCSTT qua kênh giá tài sản; đồng thời cung cấp những gợi ý quan trọng để nhằm nâng cao hiệu quả của TDCSTT qua kênh giá tài sản.

CHƯƠNG 2

CƠ SỞ LÝ THUYẾT

GIỚI THIỆU CHƯƠNG 2

Chương 2 tập trung vào tổng quan về lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm liên quan. Bên cạnh việc tìm hiểu về TDCSTT, luận án tổng hợp và xác định các khoảng trống của các công trình nghiên cứu trước.

2.1. TỔNG QUAN LÝ THUYẾT VỀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

2.1.1. Khái niệm chính sách tiền tệ (monetary policy)

Trong khoa học kinh tế, CSTT được xem là một trong những công cụ trọng yếu của Nhà nước nhằm điều tiết nền kinh tế vĩ mô, bên cạnh chính sách tài khóa và các chính sách kinh tế vĩ mô khác. Từ góc độ khái niệm, CSTT được hình thành và phát triển qua nhiều giai đoạn gắn với sự phát triển của tư duy kinh tế học và cơ cấu thể chế NHTW. Theo cách hiểu khái quát nhất, CSTT là tổng thể các biện pháp của NHTW tác động đến cung tiền, lãi suất và các điều kiện tín dụng trong nền kinh tế, qua đó hướng tới mục tiêu ổn định giá trị đồng tiền, kiểm soát lạm phát, thúc đẩy TTKT và bảo đảm an toàn hệ thống tài chính. Tuy nhiên, khái niệm này không dừng lại ở phạm vi mô tả hành vi điều hành, mà bao hàm cả CCTD, kỳ vọng của thị trường và phản ứng của khu vực thực trước các cú sốc chính sách.

Từ nền tảng lý thuyết Keynesian cổ điển, CSTT được đặt trong mô hình IS-LM, trong đó đường LM biểu thị mối quan hệ giữa lãi suất và thu nhập cân bằng trên thị trường tiền tệ. (Keynes, 1937) cho rằng CSTT có thể điều tiết tổng cầu thông qua việc thay đổi lãi suất, qua đó ảnh hưởng đến đầu tư và sản lượng. Cách tiếp cận này nhấn mạnh vai trò của lãi suất như kênh truyền dẫn chủ đạo. Sau này, (Bernanke & Blinder, 1988) mở rộng mô hình IS-LM để phản ánh cơ chế tín dụng, qua đó khẳng định rằng ngoài kênh lãi suất, còn tồn tại kênh tín dụng ngân hàng, nơi CSTT tác động đến khả năng cung tín dụng của hệ thống ngân hàng, đặc biệt trong điều kiện thông tin bất cân xứng. Đây là tiền đề cho sự hình thành khái niệm CSTT mang tính “đa kênh”.

Trong các nghiên cứu hiện đại, khái niệm “CSTT” được phát triển mạnh mẽ trong các công trình của (Mishkin, 1996). Theo đó, CSTT 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 CSTT 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 CSTT.

Một đóng góp nổi bật khác của (Mishkin, 1996) là việc khái quát hóa các kênh truyền dẫn của CSTT, bao gồm: kênh lãi suất, kênh tín dụng ngân hàng, kênh tỷ giá, kênh giá tài sản và kênh kỳ vọng. Đặc biệt, trong “kênh giá tài sản”, ông dựa trên lý thuyết Tobin’s q để chứng minh rằng CSTT có thể tác động đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp và tiêu dùng của hộ gia đình thông qua biến động giá cổ phiếu, BĐS và tài sản tài chính khác. Chính vì vậy, Mishkin cho rằng trong điều kiện thị trường tài chính phát triển, CSTT hiệu quả phải bao quát cả tác động gián tiếp thông qua giá trị tài sản và niềm tin thị trường chứ không chỉ giới hạn trong phạm vi lãi suất và tín dụng.

Từ góc nhìn thể chế Việt Nam, Luật NHNN năm 2010 đã đưa ra định nghĩa cụ thể về CSTT quốc gia. Đây là tập hợp các quyết định chiến lược về tiền tệ của cơ quan nhà nước có thẩm quyền, từ việc ấn định mục tiêu kiểm soát lạm phát đến việc lựa chọn các công cụ can thiệp để đạt được mục đích đề ra. Bên cạnh đó, NHNN được xác định là đơn vị thuộc Chính phủ, nắm giữ trọng trách quản lý nhà nước về tiền tệ và ngân hàng, đồng thời là tổ chức độc quyền phát hành tiền tệ và đóng vai trò ngân hàng của các tổ chức tín dụng. Như vậy, về mặt pháp lý, CSTT chính là công cụ điều phối vĩ mô mà Nhà nước giao cho NHNN chủ trì xây dựng và điều hành. So với khái niệm trong học thuật quốc tế, điểm đặc trưng của cách hiểu pháp lý Việt Nam là sự gắn kết giữa mục tiêu ổn định giá trị đồng tiền và mục tiêu phát triển kinh tế xã hội, phản ánh vai trò định hướng của nhà nước trong nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa.

Trên cơ sở này, có thể thấy sự hội tụ và bổ sung giữa hai cách tiếp cận: học thuật và pháp lý. Cách hiểu của Mishkin và các học giả quốc tế nhấn mạnh đến cơ chế điều

tiết vi mô và vai trò độc lập của NHTW trong điều hành kỳ vọng thị trường, trong khi Luật NHNN Việt Nam khẳng định vai trò Nhà nước trong hoạch định và phối hợp chính sách vĩ mô, đồng thời duy trì quyền chủ động cho NHNN trong công tác điều hành cụ thể. Hai cách tiếp cận này, khi đặt cạnh nhau, cho phép hình dung một khái niệm “CSTT” mang tính linh hoạt và thực tiễn hơn trong bối cảnh Việt Nam nơi các mục tiêu vĩ mô cần được cân bằng giữa ổn định, tăng trưởng và an toàn hệ thống tài chính.

Trong các nghiên cứu thực nghiệm, (Borys và cộng sự, 2009) cho thấy trong nền kinh tế chuyển đổi như Cộng hòa Séc, CSTT tác động đáng kể đến sản lượng với độ trễ khoảng 2-4 quý, khẳng định tính hiệu lực của CCTD qua lãi suất và tín dụng. (Mohanty, 2012) cũng ghi nhận kết quả tương tự ở các nền kinh tế mới nổi, khi lãi suất chính sách tăng thường kéo theo sự sụt giảm của GDP và tín dụng trong ngắn hạn, phản ánh vai trò kiểm soát lạm phát của CSTT thật chặt. Ở chiều ngược lại, (Aleem, 2010) khi nghiên cứu CCTD ở Pakistan nhận thấy, ngoài kênh lãi suất, kênh tín dụng ngân hàng đóng vai trò đặc biệt quan trọng do mức độ phụ thuộc cao của doanh nghiệp vào vốn vay ngân hàng. (Isakova, 2008) khi nghiên cứu các nền kinh tế Trung Á lại chỉ ra rằng kênh tỷ giá giữ vai trò chủ đạo, đặc biệt trong bối cảnh tài chính đô la hóa cao. Những kết quả này cho thấy rằng, khái niệm CSTT không thể tách rời đặc trưng cấu trúc của nền kinh tế, trình độ phát triển của hệ thống tài chính và khuôn khổ thể chế của NHTW.

Từ góc độ định chế, CSTT được hiểu là tập hợp các công cụ, quy tắc và định hướng hành động mà NHTW sử dụng để đạt được các mục tiêu vĩ mô. Các công cụ này bao gồm nghiệp vụ thị trường mở, tái cấp vốn, dự trữ bắt buộc, điều hành tỷ giá, cùng các biện pháp định hướng tín dụng. Tuy nhiên, khái niệm hiện đại về CSTT nhấn mạnh yếu tố “*định hướng kỳ vọng*”. Các nhà nghiên cứu thuộc trường phái tân Keynesian như (Clarida và cộng sự, 1999) cho rằng CSTT hiệu quả không chỉ dựa trên công cụ trực tiếp mà còn phụ thuộc vào khả năng của NHTW trong việc định hình kỳ vọng lạm phát và niềm tin thị trường thông qua truyền thông chính sách, minh bạch và cam kết. Do đó, CSTT được coi là quá trình ra quyết định chiến lược của NHTW trong việc tác động đến hành vi của các tác nhân kinh tế thông qua cả kênh giá cả và kênh kỳ vọng.

Kế thừa các tiếp cận lý thuyết, thực nghiệm và pháp lý nói trên, có thể hiểu rằng CSTT mang tính đa chiều và động. Nó không đơn thuần là hành động thay đổi lượng tiền cung ứng, mà là toàn bộ quá trình hoạch định, triển khai và điều phối các công cụ

nhằm đạt được mục tiêu vĩ mô trong một bối cảnh kinh tế cụ thể. (Mishkin, 1996) và (Mohanty, 2012) đều nhấn mạnh tính “phản hồi” của CSTT, nghĩa là các quyết định của NHTW phải dựa trên phân tích hành vi của thị trường tài chính và phản ứng của khu vực thực, chứ không thể mang tính cơ học. Chính vì vậy, trong bối cảnh hội nhập tài chính toàn cầu, CSTT được hiểu như một chính sách quản lý kỳ vọng vĩ mô, nơi mà sự tin cậy và uy tín của NHTW đóng vai trò trung tâm.

Từ những cơ sở kế thừa đó, một khái niệm tổng hợp về CSTT có thể được đề xuất. Cụ thể, cung tiền, lãi suất cùng các yếu tố tín dụng và tỷ giá sẽ chịu sự điều phối bởi các định hướng và công cụ do NHTW thực hiện dưới sự giám sát từ Nhà nước. Tập hợp các tác động này được gọi là CSTT, với sứ mệnh đảm bảo an ninh hệ thống tài chính, thúc đẩy sự phát triển kinh tế ổn định bên cạnh việc kiểm soát lạm phát và giá trị đồng tiền. Hiệu lực thực tế mà CSTT mang lại sẽ được quyết định bởi mức độ minh bạch, uy tín và vị thế độc lập của cơ quan quản lý tiền tệ, cũng như cách thức mà chính sách này lan tỏa hiệu ứng qua các kênh truyền dẫn khác nhau (từ lãi suất, tài sản cho đến kỳ vọng thị trường).

Khái niệm này vừa phản ánh bản chất kỹ thuật, điều hành của CSTT, vừa bao hàm yếu tố thể chế và tâm lý thị trường, phù hợp với xu hướng phát triển lý thuyết và thực tiễn điều hành hiện đại. Nó kế thừa quan điểm Keynesian về vai trò của lãi suất và đầu tư, mở rộng theo (Mishkin, 1996) về tác động qua giá tài sản, đồng thời tiếp thu góc nhìn thực nghiệm từ (Aleem, 2010; Borys và cộng sự, 2009; Isakova, 2008) về sự khác biệt trong CCTD giữa các nền kinh tế và được cụ thể hóa trong khuôn khổ pháp lý Việt Nam theo Luật NHNN năm 2010. Như vậy, thay vì chỉ được xem là công cụ điều tiết dòng tiền trong ngắn hạn, CSTT cần được nhìn nhận như một hệ thống điều phối tổng thể các tín hiệu kinh tế vĩ mô và kỳ vọng trong dài hạn, một thành tố cốt lõi để duy trì sự ổn định kinh tế quốc gia.

2.1.2. Một số lý thuyết về chính sách tiền tệ

2.1.2.1. Lý thuyết cổ điển

Tư tưởng kinh tế học cổ điển, được đặt nền móng bởi (Mill, 1848; Ricardo, 1817; Smith, 1776), cho rằng nền kinh tế thị trường có khả năng tự điều tiết thông qua cơ chế giá cả để đạt trạng thái cân bằng dài hạn. Trong đó, tiền tệ chỉ đóng vai trò phương tiện

trao đổi, đơn vị đo lường giá trị và công cụ dự trữ giá trị, mà không có tác động thực đến sản lượng hay việc làm.

Cốt lõi của lý thuyết cổ điển về tiền tệ được hình thành trong phương trình trao đổi của (Irving, 1911):

$$M.V=P.T$$

Trong đó, M là lượng cung tiền, V là tốc độ lưu thông tiền, P là mức giá và T là khối lượng giao dịch hàng hóa dịch vụ. Khi giả định V và T ổn định trong ngắn hạn, sự thay đổi của M chỉ làm biến động mức giá P, trong khi sản lượng thực tế không đổi. Từ đó, hình thành giả thuyết trung lập của tiền cho rằng CSTT không có tác động đến các biến số kinh tế thực trong dài hạn (Friedman, 1968).

Theo quan điểm này, vai trò của nhà nước trong lĩnh vực tiền tệ nên được giới hạn tối đa, tập trung vào duy trì ổn định giá trị đồng tiền và ngăn ngừa lạm phát. Bất kỳ nỗ lực mở rộng cung tiền nhằm kích thích sản lượng đều chỉ mang lại hiệu ứng danh nghĩa tạm thời, có thể dẫn tới bất ổn giá cả và biến dạng thị trường vốn (Mill, 1848; Ricardo, 1817).

2.1.2.2. Lý thuyết Keynes và hậu Keynes

Khủng hoảng kinh tế 1929-1933 đã làm lung lay sâu sắc học thuyết cổ điển, mở đường cho sự xuất hiện của (Keynes, 1937) với tác phẩm “*The General Theory of Employment, Interest and Money*”. Keynes cho rằng thị trường không tự điều tiết hoàn hảo, do giá cả và tiền lương có độ cứng nhắc, cùng với sự thiếu hụt tổng cầu có thể dẫn đến thất nghiệp kéo dài.

Trong mô hình Keynes, tổng cầu được điều tiết một cách chủ động thông qua vai trò của tiền tệ với trọng tâm là kênh lãi suất. Khi lượng cung tiền tăng lên, lãi suất danh nghĩa sẽ bị kéo thấp xuống, tạo điều kiện cho các hoạt động đầu tư và tiêu dùng phát triển. Trong ngắn hạn, cơ chế này giúp thúc đẩy quy mô sản lượng và gia tăng cơ hội việc làm, đồng thời phủ nhận hoàn toàn giả thuyết trung lập của trường phái cổ điển.

Đường cong LM trong mô hình IS-LM (Hicks, 1937) minh họa mối quan hệ giữa thị trường tiền tệ và thị trường hàng hóa, khẳng định rằng CSTT mở rộng có thể dịch chuyển LM sang phải, kéo theo gia tăng sản lượng thực tế. Tuy nhiên, hiệu quả của CSTT phụ thuộc vào độ co giãn của cầu tiền và sự nhạy cảm của đầu tư với lãi suất.

Keynes cho rằng Chính phủ cần chủ động can thiệp thông qua CSTT và chính sách tài khóa để ổn định chu kỳ kinh tế. Tiền tệ, theo đó không còn trung lập mà là công cụ hữu hiệu của chính sách vĩ mô (Keynes, 1937).

2.1.2.3. Lý thuyết trọng tiền

Từ cuối thập niên 1960, (Friedman, 1968) đại diện tiêu biểu của trường phái trọng tiền, phản biện Keynes rằng, mặc dù CSTT có thể ảnh hưởng đến sản lượng trong ngắn hạn, song trong dài hạn, nền kinh tế tự điều chỉnh trở về mức sản lượng tự nhiên. Friedman kế thừa phương trình trao đổi của Fisher, đồng thời phát triển giả thuyết kỳ vọng thích ứng, cho rằng các tác nhân điều chỉnh hành vi dựa trên kinh nghiệm quá khứ.

Khi NHTW bơm tiền ra nền kinh tế quá nhiều, sản lượng có thể tăng lên trong một thời gian ngắn. Nguyên nhân là doanh nghiệp và người lao động chưa kịp điều chỉnh kỳ vọng về giá cả, nên họ hiểu nhầm rằng giá hàng hóa tăng là do nhu cầu thực tăng, chứ không phải do lạm phát. Do đó, doanh nghiệp mở rộng sản xuất, còn người lao động chấp nhận mức lương hiện tại. Tuy nhiên, khi mọi người nhận ra rằng giá cả tăng là do cung tiền tăng quá mức, họ sẽ điều chỉnh kỳ vọng lạm phát, đòi tăng lương và đặt lại mức giá mới. Lúc này, các tác động ngắn hạn biến mất, và sản lượng quay về mức tự nhiên, trong khi lạm phát lại tăng cao hơn. Vì vậy, Friedman cho rằng cung tiền nên tăng với tốc độ ổn định, phù hợp với tốc độ tăng của sản lượng tiềm năng, để tránh gây ra lạm phát mà không tạo ra tăng trưởng thực chất.

Tiếp nối Friedman, (Lucas, 1972; Lucas 1976) phát triển lý thuyết kỳ vọng hợp lý, cho rằng các tác nhân kinh tế sử dụng toàn bộ thông tin sẵn có, không lặp lại sai lầm có hệ thống. Theo đó, CSTT có tính trung lập ngay cả trong ngắn hạn, vì các tác nhân điều chỉnh hành vi tức thời theo kỳ vọng chính xác về chính sách. Đây là cơ sở của giả thuyết trung lập mạnh trong lý thuyết hiện đại.

2.1.2.4. Lý thuyết truyền dẫn chính sách hiện đại

Trong khuôn khổ lý thuyết hiện đại, trọng tâm của nghiên cứu CSTT không còn chỉ dừng lại ở mối quan hệ giữa cung tiền và lạm phát, mà mở rộng sang việc phân tích CCTD của CSTT, tức là quá trình qua đó quyết định của NHTW (thông qua các công cụ chính sách) tác động đến các biến số kinh tế thực như sản lượng, đầu tư, việc làm và lạm phát (Mishkin, 1996).

Lý thuyết TDCSTT hiện đại cho rằng tác động của CSTT đến nền kinh tế không chỉ vận hành thông qua kênh lãi suất truyền thống, mà còn thông qua một hệ thống các kênh khác, trong đó nổi bật là kênh giá tài sản, kênh tín dụng, kênh tỷ giá và kênh kỳ vọng. Các kênh này phản ánh sự tương tác phức tạp giữa thị trường tài chính, khu vực ngân hàng và hành vi kỳ vọng của các chủ thể kinh tế (Mishkin, 2007, 2022).

Trước hết, *kênh lãi suất truyền thống* vẫn được xem là nền tảng của cơ chế TDCSTT. Theo (Mishkin, 2007), sự gia tăng cung tiền ($M \uparrow$) làm lãi suất danh nghĩa và thực giảm ($ir \downarrow$), từ đó kích thích đầu tư ($I \uparrow$) và thúc đẩy tổng sản lượng ($Y \uparrow$). Tuy nhiên, trong bối cảnh thị trường tài chính ngày càng phát triển và hội nhập sâu rộng, kênh này không còn là con đường truyền dẫn duy nhất, thậm chí trong nhiều trường hợp không phải là kênh chủ đạo.

Trên cơ sở đó, *kênh giá tài sản* được xem là một mở rộng quan trọng của lý thuyết TDCSTT hiện đại. CSTT tác động đến GCK và BDS, từ đó ảnh hưởng đến nền kinh tế thông qua hai cơ chế cốt lõi. *Thứ nhất*, theo Thuyết Tobin's q , khi CSTT nới lỏng làm lãi suất giảm, giá cổ phiếu có xu hướng tăng, kéo theo sự gia tăng của tỷ số q (tỷ lệ giữa giá trị thị trường của doanh nghiệp và chi phí thay thế vốn). Khi $q > 1$, doanh nghiệp có động cơ phát hành thêm cổ phiếu để đầu tư cho sản xuất, qua đó thúc đẩy hoạt động đầu tư và TTKT (Tobin, 1969). *Thứ hai*, hiệu ứng của cải cho rằng sự gia tăng giá tài sản, đặc biệt là giá nhà ở và chứng khoán, làm tăng giá trị tài sản ròng của hộ gia đình, từ đó kích thích tiêu dùng, nhất là tiêu dùng bền vững (Case và cộng sự, 2005). Theo (Nyakerario & Morekwa, 2012) nhấn mạnh rằng kênh giá tài sản, thông qua hiệu ứng q của Tobin và hiệu ứng của cải theo quan điểm của Modigliani, là một trong những cơ chế then chốt liên kết thị trường tài chính với khu vực thực của nền kinh tế.

Song song với kênh giá tài sản, *kênh tín dụng* phản ánh vai trò trung tâm của hệ thống ngân hàng và các bất cân xứng thông tin trong quá trình TDCSTT. Theo kênh cho vay ngân hàng, khi CSTT thắt chặt, dự trữ và tiền gửi của ngân hàng suy giảm, buộc các ngân hàng phải thu hẹp tín dụng, qua đó tác động tiêu cực đến các doanh nghiệp và hộ gia đình phụ thuộc nhiều vào vốn vay ngân hàng (Bernanke & Gertler, 1995; Mishkin, 2007). Ở mức độ sâu hơn, kênh bảng cân đối kế toán nhấn mạnh rằng CSTT ảnh hưởng đến giá trị TSTC và dòng tiền của người đi vay. Sự biến động này, qua đó khuếch đại

tác động của các cú sốc CSTT đối với nền kinh tế thực (Bernanke & Gertler, 2001; Nyakerario & Morekwa, 2012).

Trong bối cảnh nền kinh tế mở, *kênh tỷ giá* trở thành một kênh truyền dẫn đặc biệt quan trọng. Theo (Mishkin, 2007, 2022), sự thay đổi lãi suất do CSTT gây ra sẽ dẫn đến dịch chuyển dòng vốn quốc tế, làm biến động tỷ giá hối đoái. Đồng nội tệ mất giá có thể cải thiện năng lực cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu và làm tăng xuất khẩu ròng, trong khi đồng nội tệ lên giá có thể gây tác động ngược lại. (Anwar & Nguyen, 2018) cũng chỉ ra rằng thông qua kênh tỷ giá, CSTT không chỉ ảnh hưởng đến sản lượng mà còn tác động đến lạm phát thông qua giá hàng nhập khẩu. (Nyakerario & Morekwa, 2012) nhấn mạnh vai trò nổi trội của kênh này tại các nền kinh tế mở, nơi dòng vốn và tỷ giá phản ứng mạnh với các thay đổi trong chính sách lãi suất.

Cuối cùng, *kênh kỳ vọng* được xem là một kênh mới của lý thuyết TDCSTT hiện đại. Các nghiên cứu gần đây cho rằng CSTT không chỉ tác động thông qua các công cụ hiện hành, mà còn thông qua việc định hướng kỳ vọng của thị trường về lộ trình chính sách trong tương lai. Việc NHTW tăng cường minh bạch, truyền thông và đưa ra các cam kết chính sách đáng tin cậy có thể ảnh hưởng trực tiếp đến lãi suất dài hạn, kỳ vọng lạm phát và hành vi đầu tư, tiêu dùng của khu vực tư nhân (Blinder và cộng sự, 2008; Mishkin, 2007). Trong nhiều trường hợp, kênh kỳ vọng có thể làm gia tăng hoặc làm suy yếu hiệu lực của các kênh truyền dẫn truyền thống và phi truyền thống khác.

Như vậy, cơ chế TDCSTT trong lý thuyết hiện đại phản ánh sự chuyển đổi từ điều tiết trực tiếp từ quản lý lượng tiền cung ứng sang định hướng kỳ vọng và tín hiệu thị trường. Điều này cho thấy CSTT không chỉ tác động qua các biến số tài chính trung gian mà còn là công cụ điều tiết hành vi kinh tế và quản trị rủi ro vĩ mô, một bước phát triển quan trọng trong tư duy điều hành CSTT hiện nay.

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

2.1.3.1. Mục tiêu của chính sách tiền tệ

Mục tiêu của CSTT là một trong những nội dung trọng tâm của kinh tế học vĩ mô, giữ vai trò định hướng việc lựa chọn và vận hành các công cụ điều hành nhằm đạt được trạng thái cân bằng mong muốn cho nền kinh tế. Trong khung khổ lý thuyết, CSTT được hiểu là hệ thống các biện pháp tiền tệ do NHTW thực hiện nhằm tác động đến các hoạt động kinh tế, ổn định mức giá, tối đa hóa việc làm và ổn định lãi suất dài hạn

(Nguyen và cộng sự, 2016). Các nghiên cứu kinh điển, tiêu biểu là (Friedman, 1968), đã chỉ ra sự đồng thuận rộng rãi về ba mục tiêu cốt lõi của CSTT, bao gồm ổn định giá cả, TTKT và duy trì tỷ lệ việc làm cao.

Tuy nhiên, cùng với sự phát triển của các khung khổ điều hành hiện đại và những biến động ngày càng phức tạp của nền kinh tế toàn cầu, hệ thống mục tiêu của CSTT không còn bó hẹp trong cách tiếp cận truyền thống mà đã được mở rộng theo hướng đa mục tiêu, phân biệt giữa mục tiêu cuối cùng và các mục tiêu hỗ trợ nhằm bảo đảm tính ổn định và bền vững của hệ thống tài chính (Anwar & Nguyen, 2018; Blinder và cộng sự, 2008; Mishkin, 2007). Kế thừa từ các nghiên cứu trước, mục tiêu của CSTT bao gồm các mục tiêu sau:

- Ổn định giá cả và kiểm soát lạm phát

Trong hầu hết các nghiên cứu lý thuyết cũng như thực tiễn, ổn định giá cả được khẳng định là mục tiêu ưu tiên hàng đầu của CSTT (Beljo, 2022). Ổn định giá cả thường được định nghĩa là việc duy trì tỷ lệ lạm phát ở mức thấp và ổn định trong trung và dài hạn (Igbinosa & Obayagbona, 2012). Lạm phát cao và biến động làm gia tăng sự bất định, gây khó khăn cho các quyết định đầu tư, tiêu dùng và có thể cản trở TTKT bền vững (Mishkin, 2007, 2022).

Nhiều nghiên cứu nhấn mạnh rằng lạm phát thấp và ổn định là điều kiện tiên quyết để duy trì sức mua của đồng nội tệ và giảm thiểu các rủi ro bất ổn kinh tế vĩ mô (Anwar & Nguyen, 2018). Trong bối cảnh đó, khung khổ mục tiêu lạm phát với việc công bố công khai một chỉ tiêu lạm phát số học và cam kết thể chế về ổn định giá cả được xem là bước tiến quan trọng trong điều hành CSTT hiện đại. Cách tiếp cận này không chỉ góp phần tăng cường tính minh bạch mà còn giúp định hướng kỳ vọng của công chúng, qua đó nâng cao hiệu quả TDCSTT và giải quyết vấn đề “nhất quán theo thời gian” trong hoạch định chính sách (Bernanke & Gertler, 2001; Blinder và cộng sự, 2008). Thực tiễn tại các nước phát triển cho thấy, việc duy trì lạm phát ở mức vừa phải, thường dao động trong khoảng 2-3%, được coi là phù hợp để vừa bảo đảm ổn định vĩ mô vừa tạo động lực cho đầu tư và tiêu dùng (Blinder và cộng sự, 2008).

- Thúc đẩy TTKT, ổn định sản lượng và việc làm

Bên cạnh mục tiêu ổn định giá cả, CSTT còn hướng tới việc điều chỉnh sản lượng thực tế tiệm cận mức sản lượng tiềm năng, qua đó hỗ trợ TTKT bền vững và giảm thiểu

thất nghiệp (Anwar & Nguyen, 2018; Mishkin, 2007, 2022). Theo lý thuyết, NHTW sử dụng CSTT như một công cụ ổn định hóa, nhằm tránh các trạng thái quá nhiệt hoặc suy thoái của nền kinh tế, đồng thời hạn chế sự lãng phí nguồn lực và các hệ lụy xã hội do thất nghiệp kéo dài gây ra.

Mục tiêu TTKT có mối quan hệ chặt chẽ với mục tiêu việc làm, bởi khi tỷ lệ thất nghiệp ở mức thấp và ổn định, đầu tư vào máy móc, thiết bị và công nghệ thường gia tăng, tạo nền tảng cho tăng trưởng dài hạn (Mishkin, 2007). Trong thực tiễn, nhiều NHTW, đặc biệt là tại các nước phát triển, theo đuổi “mục tiêu kép”, điển hình như FED với hai mục tiêu song song là ổn định giá cả và tối đa hóa việc làm (Blinder và cộng sự, 2008).

Ngược lại, tại các nền kinh tế đang phát triển và mới nổi, như Việt Nam hay Ấn Độ, mục tiêu TTKT thường được ưu tiên ở mức cao hơn trong bối cảnh nhu cầu xóa đói giảm nghèo và đẩy mạnh công nghiệp hóa (Aleem, 2010; Anwar & Nguyen, 2018). Tại Việt Nam, CSTT đã và đang đóng vai trò tích cực trong việc hỗ trợ TTKT thông qua điều tiết cung tiền và tín dụng, song đồng thời cũng đặt ra thách thức về sự đánh đổi giữa kiểm soát lạm phát và duy trì tăng trưởng hợp lý (Duy, 2023; Phong & Dũng, 2016; Tiên và cộng sự, 2019).

- Ổn định tài chính và vai trò của giá tài sản

Sau các cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, mục tiêu ổn định tài chính đã trở thành một cấu phần không thể tách rời trong hệ thống mục tiêu của CSTT hiện đại (Alessi & Kerssenfischer, 2019; Mishkin, 2007). Các nghiên cứu chỉ ra rằng khủng hoảng tài chính có thể gây ra sự sụt giảm nghiêm trọng trong hoạt động kinh tế thông qua việc làm gián đoạn quá trình dẫn vốn, do đó việc ngăn ngừa và giảm thiểu rủi ro hệ thống được xem là nhiệm vụ trọng yếu của NHTW.

Liên quan đến vai trò của giá tài sản, đặc biệt là GCK và BĐS, tồn tại nhiều luồng quan điểm khác nhau. Theo nghiên cứu của (Nyakerario & Morekwa, 2012) đưa ra 03 quan điểm khác nhau: *thứ nhất*, sự ổn định tiền tệ (giá cả ổn định) sẽ tự điều chỉnh đảm bảo cho sự ổn định tài chính, do đó NHTW không cần quá bận tâm đến giá tài sản trong hoạt động hàng ngày; *thứ hai*, chính sự ổn định tiền tệ và tăng trưởng bền vững đôi khi lại nuôi dưỡng các kỳ vọng thái quá trên thị trường tài chính, làm hình thành bong bóng tài sản và tiềm ẩn nguy cơ bất ổn hệ thống; *một quan điểm khác* nhấn mạnh vai trò chủ

động của NHTW trong việc can thiệp trực tiếp vào các khu vực tài chính yếu kém nhằm bảo vệ sự ổn định tổng thể của nền kinh tế.

Dù tiếp cận theo hướng nào, các nghiên cứu đều thống nhất rằng việc theo dõi và duy trì sự ổn định của thị trường tài chính, cũng như hạn chế những biến động quá mức của giá tài sản, là điều kiện quan trọng để bảo đảm quá trình luân chuyển vốn diễn ra thông suốt và tránh các cú sốc lan truyền mang tính hệ thống (Beljo, 2022).

- Ổn định tỷ giá hối đoái và kỳ vọng

Đối với các nền kinh tế nhỏ và mở, mục tiêu ổn định tỷ giá hối đoái giữ vai trò đặc biệt quan trọng trong việc kiểm soát lạm phát nhập khẩu, hỗ trợ xuất khẩu và duy trì niềm tin vào đồng nội tệ (Beljo, 2022; Trinh, 2016). CSTT được sử dụng để điều chỉnh tỷ giá theo hướng bảo đảm khả năng cạnh tranh quốc tế và duy trì trạng thái tích cực của cán cân thanh toán, đồng thời việc quản lý dự trữ ngoại hối được xem là một mục tiêu trung gian quan trọng nhằm tăng cường mức độ an toàn tài chính quốc gia và củng cố niềm tin của nhà đầu tư (Tiên và cộng sự, 2019).

Kế thừa các nghiên cứu hiện đại, đặc biệt là của (Woodford, 2003), mục tiêu của CSTT còn được mở rộng sang lĩnh vực quản lý kỳ vọng của công chúng. Theo cách tiếp cận này, hiệu quả của CSTT không chỉ phụ thuộc vào việc điều chỉnh các biến số ngắn hạn như lãi suất chính sách, mà còn gắn liền với khả năng của NHTW trong việc định hình kỳ vọng về lạm phát, lãi suất và thu nhập trong tương lai. Việc áp dụng các quy tắc chính sách minh bạch và nhất quán, chẳng hạn như quy tắc Taylor, được cho là giúp nâng cao phúc lợi xã hội (Taylor, 1993).

Tóm lại, lý thuyết và thực tiễn hiện đại cho thấy mục tiêu của CSTT 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 TTKT và việc làm, bảo đảm ổn định tài chính, ổn định tỷ giá và kỳ vọng của công chúng. Việc xác định thứ tự ưu tiên và mức độ can thiệp giữa các mục tiêu này phụ thuộc chặt chẽ vào đặc thù cấu trúc, độ mở và giai đoạn phát triển của từng nền kinh tế (Aleem, 2010; Lân & Giang, 2016). Trong bối cảnh đó, sự phối hợp hài hòa giữa tính độc lập của NHTW và các mục tiêu kinh tế chiến lược của Chính phủ được xem là điều kiện then chốt để CSTT phát huy hiệu quả trong việc ổn định và phát triển kinh tế vĩ mô (Anwar & Nguyen, 2018; Blinder và cộng sự, 2008).

2.1.3.2. Công cụ của chính sách tiền tệ

CSTT là tập hợp các quy tắc và hành động do NHTW thực hiện nhằm đạt được các mục tiêu kinh tế vĩ mô, trong đó mục tiêu trọng tâm là ổn định giá cả. Để hiện thực hóa các mục tiêu này, NHTW không tác động trực tiếp đến nền kinh tế thực, mà thông qua việc sử dụng một hệ thống các công cụ nhằm kiểm soát các mục tiêu hoạt động trung gian, từ đó ảnh hưởng lan tỏa đến các biến số kinh tế vĩ mô thông qua các kênh truyền dẫn khác nhau (Nyakerario & Morekwa, 2012).

Để thực hiện các mục tiêu đã đề ra, NHTW sử dụng các công cụ CSTT nhằm tác động đến lượng cung tiền, lãi suất, tín dụng và kỳ vọng của thị trường, qua đó ảnh hưởng đến tổng cầu và mức giá trong nền kinh tế. Việc lựa chọn và vận hành các công cụ CSTT phụ thuộc vào mức độ phát triển của thị trường tài chính, cấu trúc hệ thống ngân hàng, cũng như mục tiêu điều hành cụ thể của từng giai đoạn kinh tế (Mishkin, 2007; Woodford, 2003).

Theo cách tiếp cận của kinh tế học hiện đại, CSTT không còn được nhìn nhận đơn thuần là việc kiểm soát khối lượng cung tiền, mà là một quá trình điều hành phức tạp, trong đó NHTW vận dụng các công cụ chính sách để tác động đến các biến mục tiêu như sản lượng và lạm phát (Anwar & Nguyen, 2018). Do đó, hệ thống công cụ CSTT không chỉ mang tính kỹ thuật, mà còn đóng vai trò như các tác nhân kích hoạt chuỗi phản ứng kinh tế thông qua các kênh truyền dẫn, phản ánh mối liên kết chặt chẽ giữa khu vực tiền tệ và khu vực thực của nền kinh tế (Ma & Lin, 2016).

- Các công cụ truyền thống

Trong nhóm công cụ truyền thống, nghiệp vụ thị trường mở được xem là công cụ quan trọng nhất trong điều hành CSTT. Thông qua việc mua hoặc bán chứng khoán Chính phủ, thường dưới hình thức các hợp đồng mua lại (repo), NHTW trực tiếp điều tiết lượng dự trữ của hệ thống ngân hàng và cơ sở tiền tệ (Mishkin, 2007; Nyakerario & Morekwa, 2012). Sự điều chỉnh này tác động trực tiếp đến lãi suất liên ngân hàng và lãi suất danh nghĩa ngắn hạn, từ đó lan tỏa sang toàn bộ cấu trúc kỳ hạn của lãi suất thị trường, ảnh hưởng đến lãi suất thực cũng như các quyết định đầu tư và tiêu dùng của khu vực tư nhân (Mishkin, 2007; Ramlogan, 2007).

Công cụ dự trữ bắt buộc yêu cầu các ngân hàng thương mại duy trì một tỷ lệ nhất định tiền gửi tại NHTW (Tang và cộng sự, 2013). Việc điều chỉnh tỷ lệ dự trữ bắt buộc tác động mạnh đến hệ số nhân tiền tệ và nhu cầu dự trữ của hệ thống ngân hàng, qua đó

ảnh hưởng trực tiếp đến kênh tín dụng. Khi tỷ lệ dự trữ bắt buộc tăng, khả năng cung ứng tín dụng của ngân hàng bị thu hẹp, làm giảm tổng cầu và đầu tư trong nền kinh tế (Tang và cộng sự, 2013). Tuy nhiên, do mức độ tác động lớn và tính linh hoạt thấp, công cụ này ít được sử dụng thường xuyên để điều tiết ngắn hạn (Mishkin, 2007).

Bên cạnh đó, lãi suất tái chiết khấu và các khoản cho vay trực tiếp từ NHTW đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp thanh khoản cho các ngân hàng thương mại khi đối mặt với tình trạng thiếu hụt tạm thời (Nyakerario & Morekwa, 2012). Các công cụ này không chỉ góp phần ổn định hệ thống tài chính, mà còn tác động đến khả năng cung ứng tín dụng của các ngân hàng, đặc biệt đối với các đối tượng vay vốn phụ thuộc nhiều vào tín dụng ngân hàng (Mohanty, 2012). Ngoài ra, sự thay đổi lãi suất còn ảnh hưởng đến dòng tiền thuần và giá trị TSTC của người đi vay, làm gia tăng “phần bù tài chính bên ngoài”, qua đó khuếch đại tác động của CSTT thông qua kênh bảng cân đối kế toán (Bernanke & Gertler, 1995).

- Các công cụ hiện đại

Cùng với sự phát triển của lý thuyết và thực tiễn điều hành, các công cụ hiện đại của CSTT ngày càng được sử dụng rộng rãi. Thay cho các mục tiêu tiền tệ cứng nhắc, nhiều nghiên cứu đề xuất NHTW điều hành chính sách thông qua quy tắc lãi suất, trong đó lãi suất được điều chỉnh dựa trên mức độ sai lệch của lạm phát và sản lượng so với mục tiêu (Taylor, 1993). Theo nguyên lý Taylor, khi lãi suất danh nghĩa tăng mạnh hơn mức tăng của lạm phát, lãi suất thực sẽ gia tăng, qua đó kiềm chế chi tiêu và đồng thời tác động đến dòng vốn quốc tế cũng như tỷ giá hối đoái (Nyakerario & Morekwa, 2012).

Một công cụ quan trọng khác là định hướng dự báo, trong đó NHTW chủ động truyền thông về lộ trình chính sách trong tương lai nhằm định hình kỳ vọng của thị trường (Woodford, 2003). Thông qua kênh kỳ vọng, công cụ này ảnh hưởng đến nhận thức của các tác nhân kinh tế về lạm phát và hoạt động kinh tế trong tương lai, từ đó tác động đến giá tài sản và hành vi chi tiêu ở hiện tại (Woodford, 2003). Cách tiếp cận này thường gắn liền với khuôn khổ mục tiêu lạm phát, trong đó NHTW công bố công khai mục tiêu lạm phát định lượng và chịu trách nhiệm giải trình về các quyết định chính sách, qua đó neo giữ kỳ vọng lạm phát và nâng cao hiệu quả truyền dẫn của CSTT (Blinder và cộng sự, 2008; Woodford, 2003).

Trong bối cảnh lãi suất ngắn hạn tiệm cận mức 0, các biện pháp phi truyền thống như nói lỏng định lượng được triển khai nhằm tác động đến lợi suất trái phiếu dài hạn. Việc mua tài sản quy mô lớn làm giảm lợi suất trái phiếu, khuyến khích nhà đầu tư chuyển sang các tài sản rủi ro hơn như cổ phiếu hoặc BĐS, qua đó làm gia tăng giá tài sản và tạo ra hiệu ứng của cải, kích thích tiêu dùng (Mishkin, 1996, 2007). Các công cụ này còn vận hành thông qua kênh kỳ vọng bằng cách duy trì lãi suất dài hạn ở mức thấp và thông qua kênh rủi ro, khuyến khích các ngân hàng gia tăng cho vay hoặc đầu tư vào các tài sản có lợi suất cao hơn để duy trì lợi nhuận (Feldkircher và cộng sự, 2017; Mishkin, 2022). Đồng thời, tác động lên giá trị TSTC và vị thế tài chính của người vay giúp giảm các vấn đề thông tin bất đối xứng, qua đó kiểm soát sự bùng nổ tín dụng và bong bóng tài sản (Checo và cộng sự, 2024).

Tóm lại, 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

Kênh giá tài sản đóng vai trò là một trong những phương thức truyền dẫn quan trọng của CSTT tới các hoạt động kinh tế thực trong hệ thống lý thuyết tiền tệ hiện nay. Bằng cách tác động lên giá trị tài sản (cả tài chính và phi tài chính), cơ chế này tạo ra những thay đổi trong các quyết định chi tiêu của hộ gia đình cùng với chiến lược đầu tư của doanh nghiệp.

Theo (Tobin, 1969), hệ số q được xác định là tỷ lệ giữa giá trị thị trường của doanh nghiệp và chi phí thay thế vốn. Khi NHTW thực hiện CSTT mở rộng, cung tiền gia tăng làm giá cổ phiếu tăng, kéo theo sự gia tăng của hệ số q (Phương và cộng sự, 2015). Trong bối cảnh đó, giá trị thị trường của doanh nghiệp vượt cao hơn chi phí lắp đặt máy móc, thiết bị mới, tạo động lực để doanh nghiệp phát hành thêm cổ phiếu nhằm huy động vốn cho các dự án đầu tư mở rộng (Beljo, 2022). Ngược lại, khi CSTT được điều hành theo hướng thắt chặt, giá cổ phiếu suy giảm dẫn đến hệ số q giảm xuống, làm

doanh nghiệp thu hẹp đầu tư, từ đó kéo giảm tổng cầu và sản lượng của nền kinh tế (Cảnh, 2014).

Bên cạnh kênh đầu tư của doanh nghiệp, CSTT còn truyền dẫn đến TTKT thông qua kênh tiêu dùng của hộ gia đình. Theo mô hình chu kỳ sống của (Ando & Modigliani, 1963), quyết định tiêu dùng hiện tại của hộ gia đình phụ thuộc vào thu nhập kỳ vọng trong suốt vòng đời, trong đó tài sản tài chính đặc biệt là chứng khoán đóng vai trò then chốt. Khi giá cổ phiếu tăng, giá trị tài sản ròng của hộ gia đình được cải thiện, từ đó thúc đẩy chi tiêu tiêu dùng và làm gia tăng tổng cầu của nền kinh tế (Sửu & Hào, 2017).

Đối với BĐS, nhiều nghiên cứu cho thấy đây là loại tài sản chiếm tỷ trọng lớn trong tổng của cải xã hội, đồng thời đóng vai trò là TSTC chủ yếu trong hệ thống tài chính (Hoa, 2014). Tương tự như cổ phiếu, sự gia tăng của giá nhà đất làm cải thiện giá trị tài sản ròng của hộ gia đình, qua đó kích thích tiêu dùng thông qua hiệu ứng của cải (Beljo, 2022). Đồng thời, giá BĐS tăng còn làm gia tăng giá trị TSTC, góp phần giảm thiểu các vấn đề thông tin bất cân xứng như rủi ro đạo đức và lựa chọn đối nghịch (Bernanke & Gertler, 1995). Nhờ đó, cả doanh nghiệp và hộ gia đình có khả năng tiếp cận tín dụng dễ dàng hơn để phục vụ đầu tư và tiêu dùng (Bernanke và cộng sự, 1999).

Trong trường hợp CSTT mở rộng, ở ngắn hạn, khi NHTW gia tăng cung tiền hoặc cắt giảm lãi suất chính sách, giá các tài sản tài chính đặc biệt là cổ phiếu thường phản ứng nhanh và mạnh do sự điều chỉnh kỳ vọng của các tác nhân kinh tế và sự sụt giảm của tỷ lệ chiết khấu trong các mô hình định giá tài sản (Alessi & Kerssenfischer, 2019). Tại Việt Nam, chỉ số VN-Index được chứng minh là phản ứng dương và tương đối nhanh trước các cú sốc cung tiền (Phương và cộng sự, 2015). Tuy nhiên, một số nghiên cứu cũng chỉ ra rằng tác động của CSTT đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn có thể chưa thực sự rõ nét, phản ánh đặc thù của thị trường tài chính Việt Nam (Nguyen và cộng sự, 2016). Song song đó, lãi suất giảm làm lợi suất trái phiếu trở nên kém hấp dẫn so với cổ phiếu, dẫn đến sự dịch chuyển dòng vốn sang TTCK và BĐS, qua đó đẩy giá các loại tài sản này tăng lên với độ trễ ngắn (Tchereni và cộng sự, 2022).

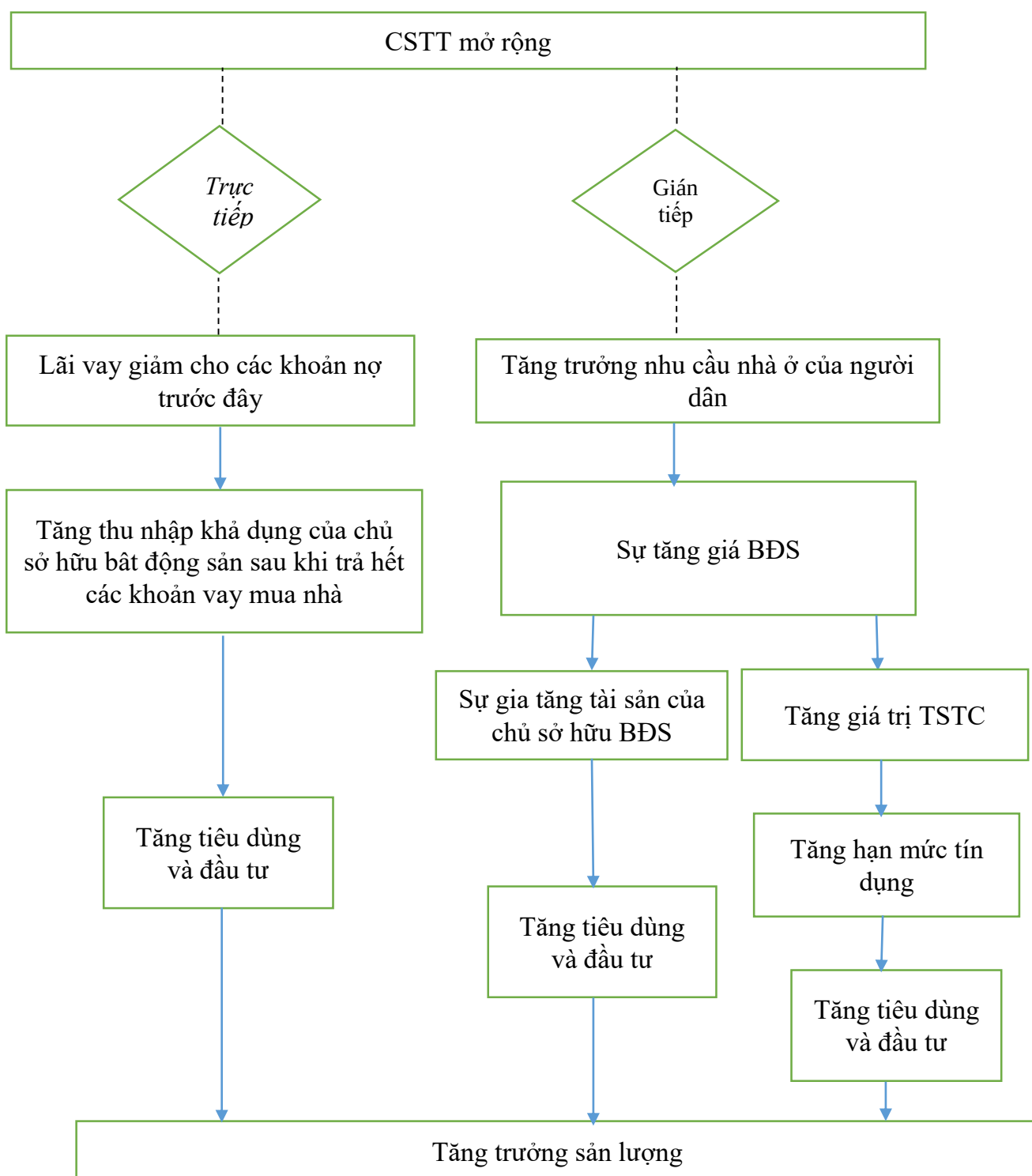
Về dài hạn, sự gia tăng giá tài sản dần lan tỏa sang khu vực kinh tế thực thông qua việc thúc đẩy đầu tư và tiêu dùng (Tiên và cộng sự, 2019). Tuy nhiên, nếu CSTT mở rộng được duy trì trong thời gian dài, giá tài sản có thể tách rời khỏi các yếu tố cơ bản, làm gia tăng nguy cơ hình thành bong bóng tài sản (Phong & Dũng, 2016). Đồng

thời, sự gia tăng cung tiền trong dài hạn cũng dẫn đến mặt bằng giá chung tăng lên, phản ánh tính trung lập của tiền tệ (Irving, 1911). Trong bối cảnh giá tài sản tăng bền vững, hệ số q của Tobin được duy trì ở mức cao, qua đó khuyến khích doanh nghiệp triển khai các dự án đầu tư dài hạn (Tchereni và cộng sự, 2022).

Ngược lại, trong trường hợp CSTT thắt chặt, ở ngắn hạn, lãi suất gia tăng làm giảm giá trị hiện tại của các dòng tiền tương lai, dẫn đến sự sụt giảm nhanh chóng của giá cổ phiếu và BĐS (Lan và cộng sự, 2022). Sự điều chỉnh này thường diễn ra nhanh hơn so với sự điều chỉnh của giá cả hàng hóa tiêu dùng (Calvo, 1983; Cecchetti, 2000). Đồng thời, chi phí cơ hội của việc nắm giữ tài sản rủi ro tăng lên, gây ra làn sóng bán tháo và làm gia tăng biến động trên TTTS (Nyakerario & Morekwa, 2012). Các nghiên cứu cũng cho thấy tác động của thông tin tiêu cực từ CSTT thắt chặt thường mạnh và nhanh hơn so với tác động của CSTT mở rộng (Tang và cộng sự, 2013).

Trong dài hạn, sự suy giảm giá tài sản làm suy yếu bảng cân đối kế toán của cả người vay và hệ thống ngân hàng, tạo ra một vòng xoáy tiêu cực giữa giá tài sản, tín dụng và hoạt động kinh tế (Bernanke & Gertler, 1995; Thái & Lam, 2016). Thực nghiệm tại Việt Nam cho thấy các cú sốc thắt chặt CSTT làm giảm sản lượng và lạm phát với độ trễ từ 3 đến 5 quý (Tiên và cộng sự, 2019). Khi hệ số q giảm xuống dưới 1, doanh nghiệp cắt giảm đầu tư, trong khi hộ gia đình giảm tiêu dùng do hiệu ứng “cảm giác nghèo đi”, dẫn đến sự suy giảm kéo dài của tổng cầu và TTKT (Ramlogan, 2007; Zhang & Pan, 2021).

Tóm lại, hiệu quả TDCSTT 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 TTCK 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 BĐS 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).



Hình 2.1. Truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản

Nguồn: Zhang và Pan (2021)

2.3. CÁC LÝ THUYẾT CÓ LIÊN QUAN

Kênh giá tài sản cũng là một kênh quan trọng trong TDCSTT tác động đến các hoạt động của nền kinh tế. Sự giàu có của doanh nghiệp cũng như hộ gia đình thường được biểu hiện qua giá tài sản cụ thể biểu hiện qua giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp, giá trị của BĐS khi sở hữu. Do đó, việc tăng hay giảm giá của tài sản thông qua giá cả hay biểu hiện của giá cả chịu sự tác động của CSTT. Những thay đổi về lãi suất của NHTW có thể gây ra những biến động về giá tài sản để tạo ra hiệu ứng của cải về mặt giá thị trường của tài sản tài chính và nợ (Mohanty, 2012).

Kênh giá tài sản trong TDCSTT có hai cơ chế liên quan là Thuyết Tobin's q (Tobin's q theory) và Hiệu ứng của cải (Wealth effect), cả hai cơ chế liên quan này đều TDCSTT thông qua giá cả các tài sản và quyết định đầu tư của doanh nghiệp và tiêu dùng của tư nhân (Cảnh, 2014).

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

Lý thuyết Tobin's q được phát triển bởi Giáo sư James Tobin vào năm 1969, đóng vai trò quan trọng trong việc giải thích tác động của CSTT đến giá cả tài sản tài chính (chủ yếu là cổ phiếu) và sự truyền dẫn đến các biến số kinh tế vĩ mô.

$$q = \frac{\text{Giá trị thị trường của công ty}}{\text{Chi phí thay thế vốn}}$$

Khi q cao ($q > 1$), giá trị thị trường của doanh nghiệp cao hơn chi phí thay thế vốn. Trong bối cảnh đó, vốn đầu tư mới (như nhà xưởng, máy móc, thiết bị) trở nên rẻ hơn tương đối so với giá trị thị trường của doanh nghiệp. Do đó, các công ty có thể phát hành thêm cổ phiếu với mức giá cao nhằm huy động vốn để mua sắm thiết bị mới với chi phí tương đối thấp, qua đó thúc đẩy gia tăng chi tiêu đầu tư. Ngược lại, khi q thấp ($q < 1$), giá trị thị trường của doanh nghiệp thấp hơn chi phí thay thế vốn. Khi đó, thay vì đầu tư vào tài sản mới, các công ty có xu hướng ưu tiên mua lại các doanh nghiệp khác đã sở hữu sẵn tài sản với mức giá thấp. Hệ quả là, đầu tư vào tài sản mới bị thu hẹp và duy trì ở mức rất thấp.

Lý thuyết Tobin's q giải thích mối liên kết giữa cung tiền và sản lượng thực thông qua TTCK khoán theo chuỗi tác động:

Cung tiền (M) tăng $\rightarrow$ GCK tăng $\rightarrow$ q tăng $\rightarrow$ Đầu tư (I) tăng $\rightarrow$ Sản lượng (Y) tăng

Theo quan điểm của trường phái Keynes, CSTT mở rộng của NHTW làm lãi suất giảm, khiến trái phiếu trở nên kém hấp dẫn hơn so với cổ phiếu, từ đó làm gia tăng nhu cầu đối với cổ phiếu và đẩy giá cổ phiếu tăng lên, qua đó làm gia tăng tỷ số Tobin's q . Cụ thể, khi NHTW giảm lãi suất, lợi suất của trái phiếu giảm tương đối so với cổ phiếu, làm tăng cầu đối với cổ phiếu và đẩy giá cổ phiếu lên cao (Tchereni và cộng sự, 2022). Sự gia tăng của giá cổ phiếu trực tiếp làm gia tăng giá trị Tobin's q , từ đó kích thích hoạt động đầu tư, thúc đẩy tổng cầu và cuối cùng là làm tăng thu nhập quốc dân. Bên cạnh đó, giá cổ phiếu tăng cũng đồng nghĩa với việc làm giảm chi phí sử dụng vốn của các doanh nghiệp, qua đó tạo điều kiện thuận lợi cho mở rộng đầu tư (Nyakerario & Morekwa, 2012). Ngược lại, khi NHTW thực hiện CSTT thắt chặt, lãi suất tăng làm trái phiếu trở nên hấp dẫn hơn so với cổ phiếu, dẫn đến sự sụt giảm của giá cổ phiếu. Sự suy giảm này kéo theo sự giảm sút của tỷ số Tobin's q , khiến các doanh nghiệp cắt giảm hoạt động đầu tư, qua đó làm tổng cầu và sản lượng thực tế của nền kinh tế sụt giảm (Ramlogan, 2007).

Lý thuyết này cũng được vận dụng để giải thích các hoạt động trên thị trường nhà ở. Trong lĩnh vực này, tỷ số Tobin's q đối với đầu tư nhà ở được xác định là tỷ lệ giữa giá nhà đất và chi phí xây dựng. Theo đó, hoạt động xây dựng nhà ở mới chỉ mang lại lợi nhuận và được thúc đẩy khi giá nhà đất tăng cao hơn chi phí xây dựng. Khi giá BĐS tăng, tỷ số Tobin's q tăng lên, qua đó kích thích các hoạt động xây dựng thông qua hiệu ứng Tobin's q .

Kết quả nghiên cứu cho thấy sự gia tăng của chỉ số GCK có tác động thúc đẩy sản lượng công nghiệp tăng lên, phù hợp với giả thuyết Tobin's q (Phương và cộng sự, 2015). Tuy nhiên, một số nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, mặc dù TTCK có vai trò dự báo TTKT, nhưng tại Việt Nam thị trường này vẫn còn biến động bất thường và chưa phát huy tối ưu vai trò là kênh huy động vốn dài hạn cho đầu tư, chủ yếu do ảnh hưởng của các yếu tố đầu cơ ngắn hạn (Tiên và cộng sự, 2019). Xét trong bối cảnh quốc tế, các bằng chứng thực nghiệm cho thấy kênh giá cổ phiếu thường hoạt động hiệu quả và rõ nét hơn tại các quốc gia phát triển, nơi thị trường tài chính có mức độ phát triển cao (Ramlogan, 2007). Ngược lại, tại các nước đang phát triển, bằng chứng về sự tồn tại và hiệu quả của kênh truyền dẫn này đôi khi còn chưa đồng nhất hoặc tương đối yếu, phản ánh những hạn chế của TTCK còn non trẻ (Nyakerario & Morekwa, 2012).

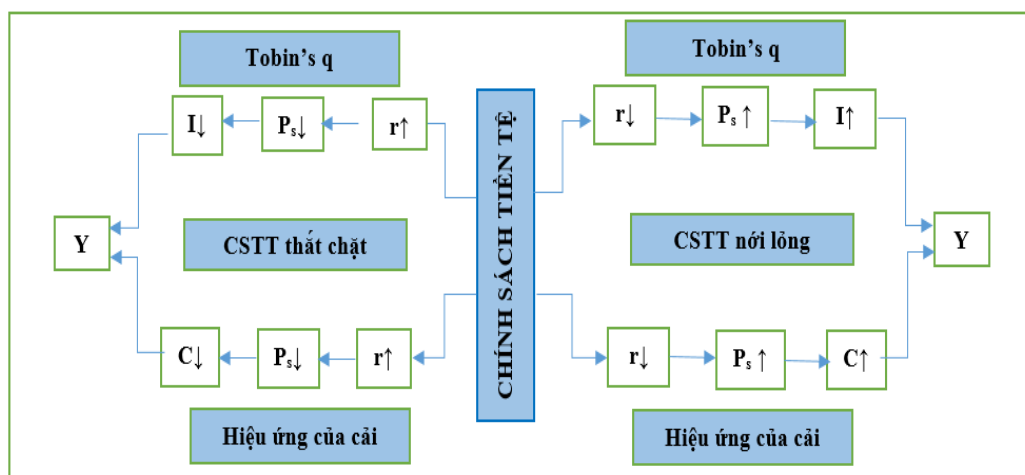
2.3.2. Hiệu ứng của cải

Ngoài lý thuyết q của Tobin, Hiệu ứng của cải giải thích lý thuyết về kênh giá tài sản của TDCSTT. Hiệu ứng của cải dựa trên Giả thuyết Vòng đời (Ando & Modigliani, 1963) nói rằng chi tiêu tiêu dùng là nguồn lực trọn đời mà cá nhân sở hữu chứ không chỉ là thu nhập hiện tại của họ. Do đó, người tiêu dùng có nhiều khả năng tăng mức tiêu dùng của họ nếu mức tài sản của họ tăng lên và giảm chi tiêu tiêu dùng của họ nếu mức tài sản của họ giảm xuống. Hiệu ứng của cải là một thành phần quan trọng trong kênh truyền dẫn giá tài sản của CSTT. Lý thuyết này cho rằng hành vi tiêu dùng của hộ gia đình và cá nhân bị quyết định bởi mức độ giàu có hay giá trị tài sản mà họ nắm giữ.

Giá cổ phiếu tăng làm gia tăng giá trị danh mục đầu tư tài chính của các chủ thể trong nền kinh tế, qua đó thúc đẩy chi tiêu thông qua hiệu ứng của cải (Beljo, 2022). Bên cạnh đó, hiệu ứng của cải thường được ghi nhận là có tác động mạnh mẽ hơn thông qua kênh BDS, do BDS chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản của khu vực tư nhân. Sự gia tăng của giá nhà không chỉ làm tăng nhận thức về của cải mà còn nâng cao khả năng sử dụng BDS làm TSTC để vay vốn tiêu dùng (Thái & Lam, 2016). Các bằng chứng thực nghiệm của (Case và cộng sự, 2005) cũng cho thấy hiệu ứng của cải từ BDS có mức độ quan trọng lớn hơn đáng kể so với hiệu ứng của cải từ TTCK tại nhiều quốc gia.

CSTT mở rộng ($M\uparrow$) thường dẫn đến sự gia tăng của giá cổ phiếu ($Ps\uparrow$). Khi giá trị danh mục chứng khoán tăng lên, của cải của hộ gia đình tăng, dẫn đến chi tiêu tiêu dùng ($C\uparrow$) và cuối cùng làm tăng sản lượng ($Y\uparrow$). Bên cạnh đó, giá nhà đất là một thành phần cực kỳ quan trọng trong của cải hộ gia đình; sự gia tăng giá nhà làm tăng giá trị tài sản ròng, kích thích tiêu dùng thông qua hiệu ứng của cải tương tự như TTCK (Goodhart & Hofmann, 2008).

Tại Việt Nam, các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy CSTT có truyền dẫn thông qua TTCK và TTBDS, qua đó tác động đến tiêu dùng và sản lượng. Tuy nhiên, mức độ phản ứng của các chỉ số thị trường, như VN-Index, trước các cú sốc lãi suất đôi khi còn yếu hoặc thiếu ổn định (Tiên và cộng sự, 2019).



Hình 2.2. Môi quan hệ giữa lãi suất, giá chứng khoán và thu nhập

Nguồn: Tchereni và cộng sự (2022)

Nhìn chung, Kết quả nghiên cứu của (Nyakerario & Morekwa, 2012) phù hợp với cả kênh Tobin's q và hiệu ứng của cải của CCTD tiền tệ, trong trường hợp này, khi CSTT mở rộng gây ra lãi suất giảm sẽ khiến cổ phiếu hấp dẫn nhà đầu tư hơn do đó giá cổ phiếu tăng tác động đến đầu tư và tiêu dùng tăng.

Bảng 2.1. Tổng hợp cơ sở lý thuyết

Lý thuyết	Tác giả	Kết luận/ Phát hiện
- Lý thuyết Keynes về CSTT - Mô hình IS-LM	(Keynes, 1937); (Hicks, 1937)	- Tổng cầu chịu tác động bởi các quyết định của khu vực kinh tế tư nhân. - Lãi suất chính sách thay đổi sẽ làm ảnh hưởng đến tổng cầu, GDP, lạm phát.
- Học thuyết Tobin's q - Hiệu ứng của cải	(Mishkin, 2007)	- Giải thích tác động của CSTT đến nền kinh tế thông qua tác động của nó đối với định giá cổ phiếu. - Giải thích hiệu ứng của cải trong chi tiêu của người tiêu dùng => khi cung tiền tăng tác động đến giá tài sản tăng lên, trên quan điểm của người tiêu dùng thì tài sản của họ sẽ tăng giá trị, họ giàu có hơn => họ sẽ tăng chi tiêu hơn => sản lượng tăng.

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

2.3.3. Các nghiên cứu liên quan lý thuyết Sticky Price

2.3.3.1. Nghiên cứu của (Keynes, 1937)

Tư tưởng về tính cứng nhắc của giá cả và tiền lương được đề cập lần đầu tiên một cách có hệ thống trong tác phẩm kinh điển *The General Theory of Employment, Interest and Money* của (Keynes, 1937). Trong công trình này, Keynes đã phá vỡ giả định trung tâm của kinh tế học cổ điển cho rằng thị trường lao động và thị trường hàng hóa luôn có khả năng tự điều chỉnh để đạt tới trạng thái cân bằng toàn dụng lao động. Theo quan điểm của ông, giá cả, đặc biệt là tiền lương danh nghĩa, có xu hướng không linh hoạt trong ngắn hạn, tức là không dễ dàng điều chỉnh theo hướng giảm xuống ngay cả khi nền kinh tế rơi vào suy thoái.

Nguyên nhân của hiện tượng cứng nhắc này bắt nguồn từ nhiều yếu tố khác nhau. *Thứ nhất*, xét về yếu tố xã hội, các công đoàn và tổ chức đại diện người lao động thường phản đối mạnh mẽ việc cắt giảm tiền lương, nhằm bảo vệ lợi ích kinh tế cũng như duy trì mức sống của các thành viên. *Thứ hai*, về yếu tố thể chế, các hợp đồng lao động và thỏa ước tập thể mang tính ràng buộc pháp lý, khiến doanh nghiệp khó có thể điều chỉnh mức lương một cách linh hoạt và kịp thời trước những biến động của điều kiện kinh tế vĩ mô. *Thứ ba*, về yếu tố tâm lý, người lao động có xu hướng phản kháng mạnh mẽ đối với việc giảm lương danh nghĩa, trong khi lại ít phản ứng hơn trong trường hợp lương thực tế giảm do giá cả tăng. Hiện tượng này về sau được khái quát hóa và gọi là “tính cứng nhắc đi xuống của tiền lương danh nghĩa”.

Hệ quả trực tiếp của các ràng buộc nêu trên là khi tổng cầu suy giảm, nền kinh tế không thể tự động điều chỉnh thông qua cơ chế giảm giá và giảm lương để nhanh chóng tái lập trạng thái cân bằng như kinh tế học cổ điển giả định. Trái lại, sự điều chỉnh chủ yếu diễn ra thông qua việc sản lượng thực tế suy giảm, thất nghiệp gia tăng và tình trạng này có thể kéo dài trong một thời gian đáng kể. Chính những lập luận nền tảng này của Keynes đã trở thành cơ sở tư tưởng quan trọng cho sự hình thành và phát triển của các mô hình Sticky Price sau này, khi các nhà kinh tế học Tân Keynes tiếp tục hình thức hóa và phân tích sâu hơn cơ chế cứng nhắc của giá cả và tiền lương trong nền kinh tế.

2.3.3.2. Nghiên cứu của (Fischer, 1977)

Fischer là một trong những nhà kinh tế học Tân Keynes đầu tiên nỗ lực hình thức hóa một cách chặt chẽ tư tưởng của Keynes về sự cứng nhắc của giá cả và tiền lương. Trong công trình *Long-Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule*, ông đã đề xuất một cách tiếp cận mới, qua đó dung hòa giữa giả định kỳ

vọng hợp lý là nền tảng lý thuyết của trường phái Tân Cổ điển với hiện tượng giá cả và tiền lương cứng nhắc, vốn là tư tưởng trung tâm trong kinh tế học Keynes.

Điểm then chốt trong mô hình của Fischer nằm ở giả định rằng tiền lương và giá cả được cố định thông qua các hợp đồng dài hạn. Cụ thể, khi doanh nghiệp và người lao động ký kết hợp đồng, họ xác lập mức lương danh nghĩa cho nhiều kỳ, và mức lương này không được điều chỉnh ngay cả khi xảy ra những biến động về cung cầu hoặc thay đổi trong chính sách kinh tế vĩ mô. Do đó, trong ngắn hạn, nền kinh tế rơi vào trạng thái cứng nhắc danh nghĩa, dẫn đến cơ chế thị trường không thể điều chỉnh tức thì như trong các mô hình Cổ điển.

Trên cơ sở cấu trúc này, Fischer đã chứng minh rằng: *thứ nhất*, ngay cả khi các tác nhân kinh tế hình thành kỳ vọng hợp lý về chính sách và diễn biến tương lai, nền kinh tế vẫn phản ứng theo hướng “Keynesian” trong ngắn hạn; *thứ hai*, CSTT, cụ thể là sự gia tăng cung tiền, vẫn có tác động thực sự đến sản lượng và việc làm trong ngắn hạn, chứ không chỉ làm thay đổi mức giá chung như lập luận của trường phái tiền tệ; *thứ ba*, trong dài hạn, khi các hợp đồng hết hiệu lực và được ký kết lại, giá cả và tiền lương sẽ được điều chỉnh phù hợp với kỳ vọng, qua đó làm cho tác động của CSTT trở nên trung lập.

Có thể khẳng định rằng, mô hình của Fischer đã thực hiện đồng thời hai bước tiến quan trọng. *Thứ nhất*, mô hình kế thừa trực tiếp luận điểm cốt lõi của Keynes cho rằng sự cứng nhắc danh nghĩa khiến nền kinh tế có thể lệch khỏi trạng thái toàn dụng lao động. *Thứ hai*, thông qua cơ chế hợp đồng dài hạn, Fischer đã cung cấp một cơ sở vi mô chính thức để giải thích vì sao ngay cả trong bối cảnh các tác nhân có kỳ vọng hợp lý, CSTT vẫn phát huy hiệu quả trong ngắn hạn.

Chính vì những đóng góp này, Fischer được xem là người đặt nền móng cho các mô hình Tân Keynes hiện đại, qua đó mở đường cho những phát triển tiếp theo, tiêu biểu là mô hình hợp đồng so le của (Taylor, 1980) và mô hình định giá xác suất của (Calvo, 1983).

2.3.3.3. Nghiên cứu của (Taylor, 1980)

Trong công trình *Aggregate Dynamics and Staggered Contracts*, Taylor đã trực tiếp mở rộng mô hình hợp đồng dài hạn của (Fischer, 1977) bằng việc đưa ra giả định

rằng các hợp đồng tiền lương và giá cả không hết hạn đồng loạt, mà được điều chỉnh theo chu kỳ so le.

Điểm khác biệt cơ bản so với mô hình của Fischer nằm ở cơ chế điều chỉnh hợp đồng. Cụ thể, trong mô hình của Fischer, toàn bộ các hợp đồng được ký kết và hết hạn cùng thời điểm, qua đó tạo ra một cơ chế điều chỉnh mang tính “đồng bộ”. Ngược lại, trong khuôn khổ của Taylor, tại mỗi thời kỳ chỉ có một bộ phận doanh nghiệp hoặc người lao động tiến hành điều chỉnh hợp đồng, trong khi phần còn lại vẫn tiếp tục chịu sự ràng buộc của các hợp đồng đã được ký kết từ trước. Cách tiếp cận này phản ánh sát thực tiễn vận hành của nền kinh tế hơn, bởi trên thực tế, hầu như không tồn tại hiện tượng tất cả doanh nghiệp đồng loạt điều chỉnh giá cả hoặc ký lại hợp đồng lao động tại cùng một thời điểm.

Về cơ chế tác động, chính giả định điều chỉnh “so le” này khiến cho ảnh hưởng của một cú sốc kinh tế hoặc của CSTT không chỉ dừng lại trong một giai đoạn duy nhất, mà được lan tỏa dần qua nhiều kỳ, qua đó tạo ra tính dai dẳng trong biến động của sản lượng, lạm phát và việc làm.

Xét về tính kế thừa và phát triển, mô hình của Taylor thể hiện rõ ba khía cạnh. *Thứ nhất*, mô hình kế thừa trực tiếp tư tưởng của (Keynes, 1937) khi khẳng định rằng sự cứng nhắc của giá cả và tiền lương là nguyên nhân quan trọng khiến nền kinh tế không thể tự điều chỉnh nhanh chóng trở về trạng thái toàn dụng lao động. *Thứ hai*, mô hình tiếp tục kế thừa cách tiếp cận của (Fischer, 1977) khi sử dụng hợp đồng dài hạn như một cơ sở vi mô để giải thích sự cứng nhắc của giá và tiền lương. *Thứ ba*, điểm phát triển riêng biệt của Taylor nằm ở việc bổ sung yếu tố so le hợp đồng, qua đó lý giải vì sao tác động của CSTT có thể kéo dài qua nhiều kỳ, thay vì chỉ mang tính nhất thời.

Về mặt ý nghĩa, mô hình hợp đồng so le của Taylor được xem là một bước phát triển trung gian quan trọng, đóng vai trò như một cầu nối lý thuyết giữa tư tưởng ban đầu của Keynes, mô hình hợp đồng đồng bộ của Fischer và cách tiếp cận tinh gọn, hiện đại hơn trong mô hình định giá xác suất của (Calvo, 1983).

2.3.3.4. Nghiên cứu của (Calvo, 1983)

Trong nghiên cứu *Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework*, Calvo đã kế thừa và đồng thời tinh giản ý tưởng hợp đồng so le của (Taylor, 1980), qua đó đề

xuất một cơ chế mô hình hóa có tính chuẩn mực và được sử dụng rộng rãi trong phân tích vĩ mô hiện đại.

Về cốt lõi của mô hình, Calvo đưa ra một số giả định then chốt. *Thứ nhất*, trong mỗi giai đoạn, chỉ có một tỷ lệ ngẫu nhiên $(1 - \theta)$ doanh nghiệp được phép điều chỉnh giá, trong khi tỷ lệ còn lại θ doanh nghiệp buộc phải duy trì mức giá cũ. *Thứ hai*, cơ chế này phản ánh đặc điểm “so le” trong điều chỉnh giá tương tự như mô hình của Taylor, tuy nhiên, thay vì mô phỏng các hợp đồng hết hạn theo những chu kỳ xác định, Calvo sử dụng cách tiếp cận xác suất để biểu diễn quá trình điều chỉnh. *Thứ ba*, đây được xem là một bước tiến quan trọng, bởi cách tiếp cận này vừa bảo toàn tính thực tế của cơ chế hợp đồng so le, vừa tạo ra sự đơn giản về mặt toán học, qua đó giúp mô hình trở nên dễ triển khai và thuận lợi trong việc tích hợp vào các khung phân tích vĩ mô hiện đại.

Xét về tính kế thừa, mô hình Calvo thể hiện sự tiếp nối rõ nét từ các nền tảng lý thuyết trước đó. Cụ thể, từ (Keynes, 1937), mô hình giữ nguyên luận điểm cho rằng giá cả cứng nhắc trong ngắn hạn có thể khiến nền kinh tế rơi vào trạng thái thất nghiệp hoặc suy giảm kéo dài. (Fischer, 1977), Calvo tiếp tục khai thác ý tưởng cho rằng các hợp đồng cố định là nguyên nhân trực tiếp dẫn đến sự chậm trễ trong quá trình điều chỉnh giá cả. Từ (Taylor, 1980), mô hình thừa nhận tính “so le” trong điều chỉnh giá, đồng thời chuyển từ khuôn khổ hợp đồng mang tính định kỳ sang cách tiếp cận xác suất, đơn giản hơn nhưng vẫn bảo toàn bản chất kinh tế của hiện tượng.

Về những đóng góp mới, trước hết, Calvo đã đưa ra cơ chế Calvo Pricing với cấu trúc rõ ràng và khả năng xử lý thuận lợi về mặt toán học. Tiếp theo, cơ chế này tạo tiền đề quan trọng cho việc xây dựng các mô hình DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium), vốn đã trở thành công cụ chuẩn trong phân tích CSTT và chu kỳ kinh tế hiện nay. Đồng thời, mô hình Calvo giúp giải thích thuyết phục hơn tính dai dẳng của lạm phát và sản lượng sau các cú sốc kinh tế, qua đó làm sáng tỏ vai trò của CSTT trong ngắn hạn.

Về ý nghĩa tổng quát, với mức độ chặt chẽ về lý thuyết và sự thuận tiện trong ứng dụng, Calvo Pricing đã trở thành khuôn khổ mặc định trong việc mô hình hóa hiện tượng Sticky Price của kinh tế học Tân Keynes, và cho đến nay vẫn được xem là công cụ chủ đạo trong phân tích vĩ mô hiện đại.

Bảng 2.2. So sánh tư tưởng Sticky Price qua các tác giả

Tác giả	Năm công bố	Đóng góp chính	Cơ chế giải thích Sticky Price	Ý nghĩa
Keynes	1936 - <i>The General Theory</i>	Đề xuất tư tưởng cứng nhắc giá và lương danh nghĩa	Yếu tố xã hội, thể chế, tâm lý (công đoàn, phản đối giảm lương)	Nền tảng tư tưởng, giải thích thất nghiệp kéo dài
Fischer	1977 - <i>Long-Term Contracts, Rational Expectations...</i>	Mô hình hóa bằng hợp đồng dài hạn	Giá và lương cố định trong hợp đồng, dù có kỳ vọng hợp lý	Chứng minh CSTT vẫn có hiệu quả ngắn hạn
Taylor	1980 - <i>Aggregate Dynamics and Staggered Contracts</i>	Hợp đồng so le (staggered contracts)	Hợp đồng hết hạn theo chu kỳ khác nhau	Giải thích tính dai dẳng (persistence) của tác động chính sách
Calvo	1983 - <i>Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework</i>	Đơn giản hóa thành cơ chế xác suất	Xác suất 1- θ được điều chỉnh giá, θ giữ nguyên	Trở thành khuôn khổ chuẩn mực (Calvo Pricing), nền tảng DSGE

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Như vậy, quá trình phát triển từ Keynes đến Fischer, Taylor và Calvo cho thấy sự chuyển dịch từ trực giác định tính sang mô hình hóa ngày càng chặt chẽ. Lý thuyết Sticky Price không chỉ giải thích được thực tiễn cứng nhắc giá cả và lương bổng trong ngắn hạn, mà còn cung cấp cơ sở lý luận vững chắc để khẳng định vai trò điều tiết của CSTT. Đến nay, với khuôn khổ Calvo Pricing, Sticky Price Theory đã trở thành nền tảng cốt lõi trong kinh tế học Tân Keynes và trong các mô hình vĩ mô hiện đại.

2.4. LÝ THUYẾT VỀ TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ

Trong tác phẩm kinh điển *Introduction to Modern Economic Growth*, (Acemoglu, 2009) đã nhấn mạnh rằng việc thấu hiểu các động lực đằng sau sự giàu có và nghèo đói của các quốc gia là một trong những thách thức lớn nhất, nhưng cũng đầy hấp dẫn nhất của kinh tế học hiện đại. Tác giả không chỉ nhìn nhận TTKT như một quá trình tích lũy vốn vật chất và lao động đơn thuần, mà còn đặt nó trong một khung phân tích rộng lớn hơn, nơi công nghệ, nguồn nhân lực và đặc biệt là thể chế đóng vai trò quyết định mang tính gốc rễ.

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 Solow-Swan là nền tảng của lý thuyết tăng trưởng hiện đại, tập trung vào sự tương tác giữa tích lũy vốn, tăng trưởng dân số và tiến bộ công nghệ. Mô hình này sử dụng hàm sản xuất tân cổ điển với các yếu tố đầu vào là vốn và lao động. Một đặc điểm quan trọng của mô hình là giả định hiệu suất giảm dần đối với vốn, nghĩa là khi tích lũy càng nhiều vốn trên một đơn vị lao động, lượng đầu ra bổ sung sẽ ngày càng ít đi. Do đó, việc tích lũy vốn đơn thuần chỉ có thể thúc đẩy tăng trưởng trong ngắn hạn thông qua quá trình chuyển đổi động. Trong dài hạn, nền kinh tế sẽ tiến tới một trạng thái dừng, nơi thu nhập bình quân đầu người không còn tăng trưởng trừ khi có sự tác động của tiến bộ công nghệ ngoại sinh.

* *Mô hình tăng trưởng tối ưu (Ramsey-Cass-Koopmans)*

Mô hình Ramsey-Cass-Koopmans mở rộng lý thuyết của Solow bằng cách đưa vào cơ sở vi mô về hành vi của hộ gia đình. Thay vì giả định một tỷ lệ tiết kiệm cố định, mô hình này cho phép các hộ gia đình tối ưu hóa hữu dụng theo thời gian dựa trên sở thích và tỷ suất sinh lợi thị trường. Quyết định tiết kiệm và tiêu dùng được xác định bởi phương trình Euler, phản ánh sự đánh đổi giữa tiêu dùng hiện tại và tương lai thông qua hệ số chiết khấu và độ co giãn thay thế liên thời gian. Kết quả của mô hình này củng cố quan điểm rằng tiến bộ công nghệ là động lực duy nhất duy trì tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người trong dài hạn, đồng thời khẳng định tính tối ưu Pareto của cân bằng thị trường cạnh tranh.

* *Lý thuyết tăng trưởng nội sinh (Mô hình AK)*

Lý thuyết tăng trưởng nội sinh thế hệ thứ nhất, tiêu biểu là mô hình AK, được phát triển để khắc phục hạn chế của mô hình ngoại sinh bằng cách loại bỏ giả định hiệu suất vốn giảm dần. Bằng cách mở rộng khái niệm vốn bao gồm cả vốn vật chất và vốn nhân lực, hàm sản xuất trở thành một hàm tuyến tính, cho phép tăng trưởng diễn ra liên tục mà không cần các cú hích công nghệ từ bên ngoài. Điểm khác biệt cốt lõi là trong mô hình này, các biến số chính sách như tỷ lệ đầu tư hoặc các rào cản kinh tế có thể gây ra hiệu ứng tăng trưởng vĩnh viễn thay vì chỉ là hiệu ứng mức độ như trong mô hình Solow.

* *Tăng trưởng dựa trên đổi mới công nghệ (Romer và Schumpeter)*

Các mô hình tăng trưởng nội sinh hiện đại tập trung vào việc giải thích nguồn gốc của công nghệ như một kết quả của các hoạt động đầu tư có mục đích cho nghiên cứu và phát triển.

- Mô hình mở rộng danh mục hàng hóa (Romer): Coi tiến bộ công nghệ là việc phát minh ra các loại hàng hóa trung gian mới. Điểm cốt lõi là tính phi cạnh tranh của ý tưởng, cho phép một ý tưởng có thể được sử dụng bởi nhiều đơn vị sản xuất mà không tốn thêm chi phí, từ đó tạo ra lợi nhuận tăng dần theo quy mô.

- Mô hình chất lượng (Schumpeterian): Nhấn mạnh vào việc nâng cao chất lượng của các sản phẩm hiện có. Trong quá trình này, các công nghệ mới, tốt hơn sẽ thay thế và loại bỏ các công nghệ cũ lỗi thời, tạo ra sự luân chuyển giữa các doanh nghiệp dẫn đầu và doanh nghiệp mới gia nhập thị trường.

** Vai trò của vốn nhân lực và thể chế*

Nghiên cứu hiện đại phân biệt rõ giữa các nguyên nhân trực tiếp và nguyên nhân gốc rễ của tăng trưởng. Vốn vật chất, vốn nhân lực và công nghệ chỉ là những nguyên nhân trực tiếp phản ánh kết quả của quá trình tích lũy. Để hiểu tại sao một số quốc gia giàu hơn những quốc gia khác, lý thuyết cần xem xét các yếu tố gốc rễ như thể chế, địa lý, văn hóa và may mắn. Trong đó, thể chế (luật pháp, quyền tài sản và cơ chế khuyến khích) được coi là yếu tố then chốt xác định khả năng một xã hội có thể đầu tư hiệu quả vào các nguyên nhân trực tiếp để đạt được sự thịnh vượng bền vững.

Bảng 2.3: Tóm tắt khung lý thuyết

Giai đoạn	Mô hình tiêu biểu	Động lực tăng trưởng chính	Tính chất công nghệ
Tân cổ điển	Solow-Swan	Tích lũy vốn	Ngoại sinh
Nội sinh sơ khai	AK Model	Vốn tổng hợp (vật chất và nhân lực)	Nội sinh (không giảm dần)
Nội sinh hiện đại	Romer, Aghion-Howitt	Ý tưởng, nghiên cứu và phát triển, đổi mới	Nội sinh (phi cạnh tranh)
Mở rộng	Thể chế	Quy tắc trò chơi, quyền tài sản	Nền tảng cho tích lũy

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

2.4.2. Các yếu tố của tăng trưởng kinh tế

TTKT được thúc đẩy bởi sự kết hợp của nhiều yếu tố khác nhau, thường được chia thành hai nhóm chính: nguyên nhân trực tiếp gồm các yếu tố đầu vào vật chất và kỹ thuật, và nguyên nhân gốc rễ gồm các yếu tố nền tảng giải thích tại sao một số quốc gia tích lũy các nguồn lực này hiệu quả hơn các quốc gia khác.

** Các nguồn lực đầu vào trực tiếp*

Trong khung phân tích TTKT, các yếu tố đầu vào cơ bản của quá trình sản xuất bao gồm vốn vật chất, lao động, vốn nhân lực và công nghệ (tổng năng suất nhân tố). Vốn vật chất (Physical Capital - K) được hiểu là toàn bộ máy móc, thiết bị, cơ sở hạ tầng và nhà xưởng được sử dụng trong hoạt động sản xuất; yếu tố này được tích lũy thông qua quá trình tiết kiệm và đầu tư, khi một phần sản lượng hiện tại được chuyển hóa thành tư bản thay vì tiêu dùng. Lao động (Labor - L) phản ánh quy mô nguồn nhân lực của nền kinh tế, được đo lường thông qua số lượng người lao động hoặc tổng số giờ làm việc; mặc dù tăng trưởng dân số có thể mở rộng lực lượng lao động, song đồng thời cũng tạo ra áp lực trong việc duy trì và nâng cao mức vốn trên mỗi công nhân. Bên cạnh đó, vốn nhân lực (Human Capital - H) đại diện cho các kỹ năng, trình độ giáo dục, năng lực và những đặc điểm làm gia tăng năng suất của người lao động; thông qua quá trình tích lũy vốn nhân lực, lao động giản đơn được chuyển hóa thành lao động có kỹ năng, từ đó nâng cao đáng kể hiệu quả sản xuất. Cuối cùng, công nghệ và tổng năng suất nhân tố (Technology/TFP - A) giữ vai trò then chốt trong việc quyết định cách thức các yếu tố vốn và lao động được kết hợp để tạo ra sản lượng; trong các mô hình tăng trưởng, tiến bộ công nghệ, dưới dạng các ý tưởng mới hoặc cải tiến quy trình sản xuất, được xem là động lực duy nhất có khả năng duy trì TTKT trong dài hạn.

** Các nguyên nhân cốt lõi*

Các nghiên cứu hiện đại về TTKT cho thấy rằng sự khác biệt quan sát được về mức tích lũy vốn và trình độ công nghệ giữa các quốc gia chỉ phản ánh những biểu hiện bề mặt; trên thực tế, khả năng tăng trưởng dài hạn của một nền kinh tế được quyết định bởi các yếu tố nền tảng sâu xa hơn. Trước hết, thể chế được hiểu là các “luật chơi” chi phối hành vi kinh tế, bao gồm quyền sở hữu tài sản, hiệu lực của hệ thống pháp luật và các chính sách khuyến khích đầu tư cũng như đổi mới sáng tạo giữ vai trò trung tâm trong việc định hình động cơ và phân bổ nguồn lực. Bên cạnh đó, địa lý với các điều

kiện tự nhiên như mức độ sẵn có của tài nguyên, đặc điểm khí hậu và vị trí địa lý, có thể tác động trực tiếp đến năng suất, đặc biệt trong nông nghiệp, cũng như gián tiếp thông qua gánh nặng bệnh tật và chi phí giao thương của một vùng lãnh thổ. Ngoài ra, văn hóa, thể hiện qua hệ giá trị, niềm tin và các ưu tiên xã hội, ảnh hưởng đáng kể đến thái độ đối với lao động, mức độ tiết kiệm và sự kiên nhẫn trong đầu tư, qua đó tác động đến quỹ đạo TTKT. Cuối cùng, yếu tố may mắn cũng được thừa nhận trong một số tiếp cận lý thuyết, khi sự khác biệt giữa phát triển và trì trệ đôi khi xuất phát từ việc các nền kinh tế lựa chọn hoặc bị đẩy vào những trạng thái cân bằng khác nhau trong bối cảnh các tương tác kinh tế phức tạp.

** Khung hạch toán tăng trưởng*

Để đo lường đóng góp của từng thành phần, các nhà kinh tế sử dụng phương pháp hạch toán tăng trưởng nhằm tách biệt phần tăng trưởng do tích lũy yếu tố đầu vào và phần do tiến bộ kỹ thuật.

Bảng 2.4: Bảng đo lường đóng góp của các yếu tố đến tăng trưởng kinh tế

Thành phần	Cách đo lường đóng góp	Ý nghĩa
Vốn (K)	Tỷ trọng vốn x Tốc độ tăng trưởng vốn	Đo lường mức độ thâm dụng vốn
Lao động (L)	Tỷ trọng lao động x Tốc độ tăng trưởng lao động	Đo lường mức độ đóng góp của số lượng lao động
TFP (A)	Phần dư sau khi trừ đi đóng góp của K và L	Phản ánh hiệu quả công nghệ và quản lý

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

2.5. CÁC NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM CÓ LIÊN QUAN

Mặc dù đã có nhiều nghiên cứu về TDCSTT qua kênh giá tài sản, nhưng nghiên cứu về TDCSTT qua kênh giá tài sản qua hai khía cạnh kênh giá cổ phiếu và kênh giá BĐS còn hạn chế. Có thể tổng hợp các nghiên cứu theo bốn khía cạnh chính: (i) TDCSTT qua kênh giá cổ phiếu; (ii) TDCSTT qua kênh giá BĐS; (iii) TDCSTT qua kênh giá cổ phiếu và giá BĐS; (iv) Truyền dẫn bất cân xứng của giá cổ phiếu và giá BĐS.

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

Tại Việt Nam, nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng cung tiền có tác động mạnh và cùng chiều đến chỉ số giá chứng khoán, bao gồm VN-Index và HNX-Index (Cảnh, 2014; Phương và cộng sự, 2015; Sữ & Hào, 2017). Theo đó, khi cung tiền gia tăng, dòng vốn có xu hướng dịch chuyển vào các tài sản tài chính, qua đó thúc đẩy giá cổ phiếu tăng lên (Cảnh, 2014). Kết quả này cho thấy vai trò quan trọng của kênh thanh khoản trong việc tác động đến TTCK. Đồng thời, các phát hiện này cũng tương đồng với quan điểm cho rằng CSTT mở rộng có thể góp phần hỗ trợ sự gia tăng của giá tài sản tài chính.

Đối với công cụ lãi suất, kết quả nghiên cứu tại Việt Nam vẫn chưa hoàn toàn thống nhất. (Sữ & Hào, 2017) cho rằng chỉ số giá chứng khoán phản ứng khá yếu trước những thay đổi của lãi suất điều hành. Tương tự, (Nguyễn và cộng sự, 2016) cũng nhận thấy trong ngắn hạn các công cụ CSTT dường như chưa có ý nghĩa đáng kể trong việc làm thay đổi giá cổ phiếu. Tuy nhiên, trái ngược với các kết quả trên, (Phương và cộng sự, 2015) khẳng định rằng các cú sốc thắt chặt CSTT, thể hiện qua việc tăng lãi suất, có thể làm suy giảm TTCK do chi phí vốn của doanh nghiệp tăng lên và nhà đầu tư có xu hướng chuyển dịch danh mục sang các kênh đầu tư an toàn hơn. Bên cạnh đó, (Nguyễn và cộng sự, 2016) còn chỉ ra rằng trong dài hạn, các công cụ CSTT như lãi suất, tỷ giá và tỷ lệ dự trữ bắt buộc đều có tác động ngược chiều đến giá cổ phiếu. Như vậy, mặc dù các nghiên cứu đều thừa nhận mối liên hệ giữa CSTT và TTCK, nhưng mức độ và thời điểm tác động vẫn có sự khác biệt giữa ngắn hạn và dài hạn.

Liên quan đến mối quan hệ giữa TTCK và tăng trưởng kinh tế, phần lớn các nghiên cứu đều tìm thấy bằng chứng ủng hộ tác động tích cực của sự phát triển TTCK đối với tăng trưởng kinh tế. Cụ thể, (Nguyễn & Bui, 2019; Tiên và cộng sự, 2019) đều khẳng định sự tồn tại của mối quan hệ cùng chiều giữa sự phát triển của TTCK và tăng trưởng GDP. Kết quả này được củng cố bởi phát hiện của (Phương và cộng sự, 2015), khi nghiên cứu cho thấy sản lượng công nghiệp gia tăng sau các cú sốc tăng điểm của TTCK. Điều này hàm ý rằng sự cải thiện của TTCK có thể tạo ra những tác động tích cực đến hoạt động kinh tế thực.

Tuy nhiên, các nghiên cứu cũng chỉ ra rằng tác động của TTCK đến tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam không phải lúc nào cũng diễn ra theo kỳ vọng lý thuyết. Mặc dù (Tiên và cộng sự, 2019) ghi nhận mối quan hệ cùng chiều giữa sự phát triển của TTCK

và tăng trưởng kinh tế, nghiên cứu này đồng thời cho thấy phản ứng của tăng trưởng kinh tế trước sự thay đổi của chỉ số chứng khoán có thể biến động trong thời gian dài và đôi khi trái ngược với dự báo của lý thuyết Tobin. Kết quả này được lý giải bởi những đặc điểm riêng của TTCK Việt Nam, bao gồm quy mô còn hạn chế và tính đầu cơ ngắn hạn tương đối cao.

Kết quả nghiên cứu tại các thị trường mới nổi và các quốc gia ASEAN-5 cũng cho thấy mối liên hệ chặt chẽ giữa CSTT và giá tài sản. (Juhro và cộng sự, 2021) chỉ ra rằng tồn tại sự phụ thuộc lẫn nhau mạnh mẽ giữa CSTT và chỉ số giá chứng khoán. Theo đó, các cú sốc thắt chặt CSTT làm giảm giá cổ phiếu thực tế, trong khi lãi suất thường được điều chỉnh tăng để phản ứng trước sự gia tăng quá mức của giá cổ phiếu nhằm hạn chế nguy cơ nền kinh tế tăng trưởng nóng. Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu tại Việt Nam của (Nguyen và cộng sự, 2016; Phương và cộng sự, 2015) về tác động ngược chiều của các công cụ CSTT đối với giá cổ phiếu, đặc biệt trong dài hạn.

Ở góc độ mối quan hệ giữa TTCK và tăng trưởng kinh tế, các nghiên cứu quốc tế nhìn chung cũng ghi nhận vai trò tích cực của thị trường vốn đối với hoạt động kinh tế. (Chikwira & Mohammed, 2023) tìm thấy mối quan hệ cùng chiều có ý nghĩa thống kê giữa quy mô vốn hóa thị trường và tăng trưởng kinh tế tại Zimbabwe. Tương tự, (Qamruzzaman & Wei, 2018) xác nhận sự tồn tại của mối quan hệ hai chiều giữa phát triển TTCK và tăng trưởng kinh tế tại Bangladesh trong cả ngắn hạn và dài hạn. Ngoài ra, (Tchereni và cộng sự, 2022) tại Malawi đã cung cấp bằng chứng rõ rệt về sự tồn tại của kênh giá tài sản, khi biến động lãi suất tác động đến giá cổ phiếu và tiếp tục ảnh hưởng đến GDP. Những kết quả này nhìn chung phù hợp với các nghiên cứu tại Việt Nam về mối quan hệ tích cực giữa TTCK và tăng trưởng kinh tế.

Mặc dù vậy, bằng chứng thực nghiệm về hiệu quả của kênh giá cổ phiếu không hoàn toàn thống nhất giữa các quốc gia. (Sova & Lukianenko, 2022) cho rằng hiệu quả truyền dẫn thông qua kênh giá cổ phiếu thường mạnh hơn tại các nền kinh tế phát triển, nơi thị trường vốn có tính thanh khoản cao và cơ sở hạ tầng tài chính hoàn thiện. Ngược lại, tại các nước đang phát triển, kết quả nghiên cứu thường không đồng nhất hoặc cho thấy mức độ tác động yếu hơn. Điều này được phản ánh qua nghiên cứu của (Nyakerario & Morekwa, 2012) tại Kenya, khi bằng chứng về sự tồn tại của kênh giá tài sản chưa thực sự thuyết phục và phụ thuộc đáng kể vào việc lựa chọn chỉ số lãi suất ngắn hạn.

Tương tự, (Nathaniel và cộng sự, 2020) tại Nigeria cho thấy vốn hóa thị trường có tác động tích cực đến GDP trong ngắn hạn nhưng không có ý nghĩa thống kê trong dài hạn.

Đối với Việt Nam, các bằng chứng thực nghiệm về sự tồn tại của kênh truyền dẫn CSTT qua giá cổ phiếu vẫn còn nhiều khác biệt. (Vo & Nguyen, 2017) với dữ liệu giai đoạn 2003-2012, không tìm thấy bằng chứng về sự tồn tại của kênh giá tài sản. Ngược lại, (Huong & Trung, 2020) sử dụng dữ liệu giai đoạn 2009-2018, lại chỉ ra rằng lãi suất có mối quan hệ nhân quả một chiều đến chỉ số giá cổ phiếu (VNI). Sự khác biệt này cho thấy kết quả đánh giá hiệu quả của kênh giá cổ phiếu tại Việt Nam có thể thay đổi theo giai đoạn nghiên cứu, đồng thời phản ánh những biến động trong quá trình phát triển và hoàn thiện của TTCK Việt Nam.

Nhận định kết quả nghiên cứu

Khi đối chiếu giữa các kết quả nghiên cứu, có thể nhận thấy sự khác biệt rõ nét:

Thứ nhất, các nghiên cứu trước đây vẫn chưa phân tích đầy đủ toàn bộ cơ chế truyền dẫn CSTT qua kênh giá cổ phiếu đến tăng trưởng kinh tế. Tại Việt Nam, phần lớn các nghiên cứu mới dừng lại ở việc xem xét tổng quát các kênh truyền dẫn hoặc phân tích quan hệ nhân quả Granger giữa các biến kinh tế vĩ mô mà chưa đi sâu đo lường thực nghiệm chi tiết cơ chế truyền dẫn thông qua các loại tài sản tài chính cụ thể (Cảnh, 2014; Sữ & Hào, 2017). Tương tự, (Nguyen và cộng sự, 2016) mặc dù đã nghiên cứu tác động của CSTT đến TTCK Việt Nam nhưng vẫn chưa đánh giá đầy đủ quá trình truyền dẫn từ biến động giá cổ phiếu đến các thành phần của tăng trưởng kinh tế như tiêu dùng và đầu tư trong cả ngắn hạn và dài hạn. Theo cùng hướng tiếp cận, (Yan, 2019) cho rằng nhiều nghiên cứu chỉ tập trung vào từng mắt xích riêng lẻ của cơ chế truyền dẫn, chẳng hạn từ CSTT đến giá cổ phiếu hoặc từ giá cổ phiếu đến tăng trưởng kinh tế, mà chưa xây dựng được một khung phân tích toàn diện từ công cụ chính sách đến mục tiêu cuối cùng là tăng trưởng kinh tế.

Thứ hai, các nghiên cứu hiện có vẫn tồn tại những hạn chế về mô hình nghiên cứu và dữ liệu. (Nguyen & Bui, 2019) chỉ ra rằng một số mô hình nghiên cứu về mối quan hệ giữa TTCK và tăng trưởng kinh tế chưa đưa vào các biến số quan trọng như tín dụng ngân hàng, vốn con người và vốn vật chất, có thể dẫn đến hiện tượng bỏ sót biến và làm sai lệch kết quả ước lượng. Bên cạnh đó, (Toàn & Trang, 2018) cho rằng các nghiên cứu tại Việt Nam chủ yếu sử dụng chuỗi dữ liệu có thời gian quan sát ngắn, gây

khó khăn trong việc đánh giá chính xác các tác động dài hạn của CSTT cũng như thị trường tài sản đối với tăng trưởng kinh tế.

Thứ ba, vẫn tồn tại những khác biệt và chưa thống nhất trong kết quả nghiên cứu về vai trò của các công cụ CSTT. (Cảnh, 2014; Tiên và cộng sự, 2019) cho thấy chưa có sự đồng thuận về việc lãi suất hay cung tiền mới là công cụ điều hành chủ yếu tác động đến TTCK và qua đó ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế. Sự khác biệt này cho thấy cơ chế truyền dẫn CSTT thông qua kênh giá cổ phiếu tại Việt Nam vẫn chưa được nhận diện đầy đủ và cần được tiếp tục kiểm chứng bằng các phương pháp thực nghiệm phù hợp hơn.

Thứ tư, đặc điểm cấu trúc của nền kinh tế và thị trường tài chính tại Việt Nam đặt ra những câu hỏi nghiên cứu chưa được giải quyết. Trong khi (Ma & Lin, 2016) cho rằng hiệu quả của CSTT phụ thuộc đáng kể vào việc nền kinh tế dựa chủ yếu vào hệ thống ngân hàng hay thị trường vốn, thì (Loi & Dang, 2023) nhận định Việt Nam vẫn là nền kinh tế mà hệ thống ngân hàng đóng vai trò trung tâm trong cung ứng vốn. Điều này hàm ý rằng tác động của kênh giá cổ phiếu có thể bị suy giảm hoặc lấn át bởi kênh tín dụng ngân hàng. Đồng thời, (Tiên và cộng sự, 2019) cũng cho rằng TTCK Việt Nam chưa thực sự phát huy vai trò là kênh huy động vốn dài hạn mà chủ yếu phục vụ các hoạt động đầu cơ, dẫn đến việc nghiên cứu các điều kiện giúp nâng cao hiệu quả truyền dẫn của kênh này đến tăng trưởng kinh tế vẫn là vấn đề còn bỏ ngỏ.

Thứ năm, các nghiên cứu về thị trường mới nổi và các nền kinh tế chuyển đổi vẫn còn tương đối hạn chế. Trong khi phần lớn bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa CSTT và giá tài sản được xây dựng dựa trên dữ liệu từ Mỹ và các quốc gia phát triển (Juhro và cộng sự, 2021; Mohanty, 2012), thì các nghiên cứu về các nền kinh tế mới nổi còn khá hạn chế (Nyakerario & Morekwa, 2012; Ramlogan, 2007; Sova & Lukianenko, 2022). Đáng chú ý, (Checo và cộng sự, 2024; Isakova, 2008) cho rằng các đặc điểm như mức độ đô-là hóa cao, hệ thống ngân hàng chiếm ưu thế và thị trường vốn chưa hoàn thiện có thể làm thay đổi đáng kể cơ chế truyền dẫn CSTT so với dự báo của các lý thuyết truyền thống. Đồng thời, (Checo và cộng sự, 2024) cũng chỉ ra rằng việc xác định các cú sốc CSTT ngoại sinh tại các thị trường mới nổi gặp nhiều khó khăn do hạn chế về dữ liệu tần suất cao, mức độ phát triển của thị trường tài chính và thể chế.

Thứ sáu, các yếu tố hành vi và các cú sốc bên ngoài vẫn chưa được xem xét đầy đủ trong các nghiên cứu hiện hành. (Modigliani, 1971; Nguyen và cộng sự, 2016) cho rằng tác động của các cú sốc thông tin và tâm lý nhà đầu tư đối với hiệu quả truyền dẫn qua kênh giá cổ phiếu vẫn chưa được nghiên cứu một cách toàn diện tại các thị trường mới nổi. Tương tự, (Doan & Bui, 2021; Sova & Lukianenko, 2022) cho thấy các nghiên cứu hiện tại chưa phân tích sâu tác động của các cú sốc toàn cầu như đại dịch COVID-19 hoặc khủng hoảng tài chính toàn cầu đối với sự thay đổi của cơ chế truyền dẫn CSTT thông qua giá tài sản.

Cuối cùng, các bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam còn thiếu các nghiên cứu so sánh theo không gian kinh tế. (Toàn & Trang, 2018) cho rằng chưa có nhiều nghiên cứu đánh giá sự khác biệt trong tác động của kênh giá tài sản giữa các địa phương hoặc vùng kinh tế khác nhau. Do đó, những khác biệt mang tính đặc thù về cấu trúc kinh tế, mức độ phát triển tài chính và khả năng hấp thụ chính sách giữa các khu vực vẫn chưa được làm rõ trong các nghiên cứu hiện nay.

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

Nhiều nghiên cứu đã khẳng định vai trò của giá BĐS như một kênh truyền dẫn quan trọng của CSTT đến tăng trưởng kinh tế. Theo (Mishkin, 1996; Mishkin, 2022) khi giá nhà tăng, giá trị tài sản ròng của hộ gia đình được cải thiện, từ đó thúc đẩy chi tiêu tiêu dùng thông qua hiệu ứng tài sản. Bên cạnh đó, (Goodhart & Hofmann, 2008; Iacoviello & Neri, 2010) cho rằng giá trị tài sản thế chấp gia tăng giúp các hộ gia đình và doanh nghiệp tiếp cận tín dụng thuận lợi hơn, qua đó khuyến khích đầu tư và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Như vậy, các nghiên cứu này đều thống nhất rằng sự gia tăng giá BĐS có thể tác động tích cực đến hoạt động kinh tế thông qua cả kênh tiêu dùng và kênh tín dụng.

Liên quan đến mối quan hệ giữa CSTT và thị trường BĐS, (Iacoviello & Neri, 2010) chỉ ra rằng giá BĐS rất nhạy cảm với các cú sốc CSTT. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của (Igbinsosa & Obayagbona, 2012) khi các tác giả nhận thấy lãi suất thấp thường xuất hiện trước các giai đoạn giá nhà đạt đỉnh. Ngược lại, việc thắt chặt tiền tệ làm suy giảm giá nhà, đầu tư và tiêu dùng, từ đó có thể tạo ra những tác động bất ổn đối với nền kinh tế. Các phát hiện này cho thấy giá BĐS không chỉ là kết quả của CSTT mà còn là cơ chế quan trọng truyền tải tác động của chính sách đến nền kinh tế thực.

Tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng của kênh giá BĐS không hoàn toàn đồng nhất giữa các quốc gia. (Mishkin, 1996) cho rằng tại các nền kinh tế có thị trường thế chấp phát triển như Anh, Mỹ và Hà Lan, hiệu ứng tài sản và hiệu ứng thế chấp thường mạnh mẽ hơn nhờ khả năng tiếp cận tín dụng linh hoạt. Trái lại, tại một số nền kinh tế mới nổi, bằng chứng thực nghiệm chưa hoàn toàn nhất quán. Cụ thể, (Muda và cộng sự, 2020) cho thấy các hoạt động BĐS tại Indonesia trong một số giai đoạn nhất định không tạo ra tác động tích cực đáng kể đến sự hình thành tổng sản phẩm quốc nội. Kết quả này cho thấy hiệu quả của kênh giá BĐS có thể phụ thuộc đáng kể vào mức độ phát triển của hệ thống tài chính và đặc điểm của từng nền kinh tế.

Ở góc độ thực nghiệm theo từng quốc gia, nhiều nghiên cứu tiếp tục ghi nhận vai trò tích cực của thị trường BĐS đối với tăng trưởng kinh tế. Tại Nigeria, (Okwu và cộng sự, 2017) phát hiện các dịch vụ BĐS và hoạt động đầu tư xây dựng có mối quan hệ dài hạn với tăng trưởng kinh tế, đồng thời xác định BĐS là một trong những yếu tố quyết định quan trọng đối với quá trình phát triển kinh tế. Tương tự, tại Trung Quốc, (Zhang & Pan, 2021) khẳng định thị trường BĐS giữ vai trò thiết yếu trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, đồng thời chỉ ra mối quan hệ nhân quả hai chiều giữa chỉ số môi trường BĐS và tốc độ tăng trưởng sản lượng. Bổ sung cho kết quả này, (Zhang và cộng sự, 2018) cho thấy sự mở rộng của thị trường BĐS còn góp phần hỗ trợ hoạt động ngân hàng thông qua việc giảm tỷ lệ nợ xấu, từ đó tăng cường ổn định tài chính và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Trong khi đó, nghiên cứu của (Zhenyu & Taltavull, 2020) tại Tây Ban Nha cho thấy dòng vốn quốc tế vào lĩnh vực BĐS có sự nhạy cảm đối với tăng trưởng kinh tế thực tế của quốc gia này, qua đó phản ánh mối liên hệ chặt chẽ giữa thị trường BĐS và hoạt động kinh tế vĩ mô.

Mặc dù phần lớn các nghiên cứu nêu trên ghi nhận vai trò tích cực của BĐS đối với tăng trưởng kinh tế, một số bằng chứng thực nghiệm lại cho thấy kết quả chưa thực sự thống nhất. Chẳng hạn, (Nyakerario & Morekwa, 2012) cho rằng mặc dù kênh giá tài sản, bao gồm BĐS, được xem là một kênh truyền dẫn quan trọng tại các nước phát triển, nhưng bằng chứng thực nghiệm tại Kenya lại chưa đủ sức thuyết phục. Tương tự, tại Việt Nam, (Vo & Nguyen, 2017) không tìm thấy bằng chứng về sự tồn tại của kênh truyền dẫn giá tài sản của CSTT đến lạm phát và sản lượng trong giai đoạn 2003-2012. Những kết quả này cho thấy hiệu quả của kênh giá BĐS có thể khác biệt đáng kể giữa

các quốc gia và từng giai đoạn nghiên cứu, phản ánh sự phụ thuộc vào điều kiện phát triển của thị trường tài chính, cấu trúc tín dụng và đặc điểm của nền kinh tế.

Nhận định kết quả nghiên cứu

(i) Các nghiên cứu quốc tế thường tiếp cận trong điều kiện thị trường tài chính phát triển, nơi giá BĐS phản ứng gần như tức thì với các cú sốc chính sách và chịu ảnh hưởng lớn từ các yếu tố kỹ thuật như hệ thống vay thế chấp linh hoạt hay tiên bộ công nghệ xây dựng (Bjørnland & Jacobsen, 2010; Iacoviello & Neri, 2010). Ngược lại, tại Việt Nam, CCTD mang tính đặc thù khi phụ thuộc nặng nề vào hệ thống ngân hàng và dòng vốn tín dụng trực tiếp (Thái & Lam, 2016). Sự khác biệt còn nằm ở sự ổn định, trong khi các nước OECD cho thấy một CCTD có tính quy luật dù chi phí đánh đổi lớn (Assenmacher-Wesche & Gerlach, 2008), thì tại Việt Nam, hiệu quả này lại thay đổi thất thường theo chu kỳ kinh tế và các giai đoạn bất lợi như đại dịch (Loi & Dang, 2023; Toàn & Trang, 2018), cho thấy một thị trường còn nhiều biến số chưa được kiểm soát chặt chẽ.

(ii) Dù tồn tại những khác biệt về bối cảnh, các nghiên cứu cũng có sự đồng thuận cao ở vai trò khuếch đại của giá tài sản trong nền kinh tế vĩ mô hiện đại. Từ các lý thuyết kinh điển của (Mishkin, 2007) cho đến các bằng chứng thực nghiệm tại ASEAN-5 (Juhro và cộng sự, 2021), tất cả đều khẳng định BĐS là mắt xích trung tâm kết nối giữa CSTT và các hoạt động kinh tế thực thông qua kênh bảng cân đối kế toán. Cụ thể, các tác giả trong nước (Cảnh, 2014; Tiên và cộng sự, 2019) và quốc tế (Bernanke và cộng sự, 1999; Case và cộng sự, 2005) đều có điểm chung là sự gia tăng giá tài sản làm tăng giá trị tài sản đảm bảo và của cải ròng, từ đó thúc đẩy tiêu dùng, đầu tư và cuối cùng là TTKT. Mối liên kết đa chiều này được xem là một quy luật khách quan trong CCTD tài sản tại mọi nền kinh tế.

(iii) Mặc dù vai trò của kênh giá tài sản đã được thừa nhận, nhưng sự tồn tại của các kết quả không thống nhất đã mở ra những khoảng trống nghiên cứu quan trọng. tại Việt Nam, các nghiên cứu mới chỉ dừng lại ở việc xem xét mối quan hệ giữa các biến số tiền tệ với giá nhà ở mà chưa làm rõ định lượng mức độ đóng góp cụ thể của kênh giá tài sản vào mục tiêu cuối cùng là TTKT. Do đó, nghiên cứu làm sáng tỏ CCTD qua kênh giá tài sản đến TTKT sẽ cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm giúp nhà điều hành chính sách tối ưu hóa công cụ tiền tệ.

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

Kênh TDCSTT qua giá tài sản bao gồm giá cổ phiếu và giá BĐS là hướng nghiên cứu phát triển trong những năm gần đây, phản ánh sự tương tác chặt chẽ giữa các loại tài sản tài chính và phi tài chính trong nền kinh tế. Trong thực tế, hai kênh này không tồn tại tách biệt mà thường vận hành song song, bổ sung hoặc khuếch đại lẫn nhau. Các thay đổi trong CSTT không chỉ tác động đến giá cổ phiếu thông qua chi phí vốn kỳ vọng mà còn ảnh hưởng đến giá BĐS qua kênh tín dụng và kỳ vọng lợi suất, từ đó tác động đồng thời đến tài sản ròng, hành vi đầu tư và TTKT (Bernanke và cộng sự, 1999).

Các nghiên cứu quốc tế nhìn chung đồng thuận trong việc cho rằng cơ chế TDCSTT cần được phân tích trong khuôn khổ đa tài sản, đặc biệt là thông qua kênh giá cổ phiếu và giá BĐS, nhằm phản ánh đầy đủ hơn tác động của chính sách đến nền kinh tế. (Cecchetti, 2000) là một trong những công trình tiên phong khẳng định CSTT tác động đồng thời đến cả hai loại tài sản này; theo đó, các cú sốc lãi suất làm thay đổi kỳ vọng lợi suất của toàn bộ danh mục tài sản, buộc nhà đầu tư điều chỉnh phân bổ giữa cổ phiếu, trái phiếu và BĐS, từ đó ảnh hưởng đến tổng cầu. Lập luận này đặt nền móng cho quan điểm cho rằng việc bỏ qua một trong hai kênh có thể dẫn đến đánh giá sai lệch về hiệu lực CSTT.

Trên cơ sở đó, (Iacoviello & Neri, 2010) tiếp tục củng cố cách tiếp cận đa tài sản bằng mô hình DSGE tích hợp thị trường tài chính và BĐS tại Hoa Kỳ. Kết quả nghiên cứu cho thấy các cú sốc CSTT mở rộng làm gia tăng đồng thời giá cổ phiếu và giá nhà, qua đó thúc đẩy tiêu dùng và đầu tư trong ngắn hạn. Tuy nhiên, khác với lập luận thiên về hiệu ứng tích cực của (Cecchetti, 2000), nghiên cứu này nhấn mạnh mặt trái của quá trình truyền dẫn, khi CSTT nới lỏng kéo dài có thể dẫn đến rủi ro tích tụ bong bóng tài sản nếu NHTW không kịp thời điều chỉnh chính sách.

Ở góc độ thực nghiệm đa quốc gia, (Goodhart & Hofmann, 2008) khi nghiên cứu 17 nền kinh tế phát triển cũng tìm thấy mối quan hệ đồng biến giữa giá cổ phiếu và giá BĐS, qua đó ủng hộ quan điểm của (Cecchetti, 2000; Iacoviello & Neri, 2010) về vai trò trung tâm của kênh giá tài sản trong TDCSTT. Tuy nhiên, điểm khác biệt đáng chú ý là hai tác giả chỉ ra trình tự tác động của CSTT là các cú sốc CSTT thường ảnh hưởng mạnh đến TTCK trước, sau đó mới lan tỏa sang TT BĐS thông qua kênh kỳ vọng và tín

dụng. Sự khác biệt này cho thấy CCTD không chỉ phụ thuộc vào loại tài sản mà còn vào độ trễ và cấu trúc thị trường.

Tại khu vực châu Á, (Peng và cộng sự, 2008) mở rộng phân tích trong bối cảnh Hồng Kông và phát hiện mối quan hệ giữa giá cổ phiếu và giá BĐS mang tính khuếch đại lẫn nhau, còn gọi là “hiệu ứng cộng hưởng tài sản”. Khi lãi suất giảm, giá cổ phiếu tăng làm gia tăng tâm lý lạc quan của nhà đầu tư, từ đó kích thích đầu tư BĐS và tạo ra vòng phản hồi tích cực giữa hai thị trường. So với các nghiên cứu tại Hoa Kỳ và châu Âu, kết quả này cho thấy cường độ tương tác giữa hai kênh tài sản tại các nền kinh tế châu Á có thể mạnh hơn, đặc biệt trong các giai đoạn nổi lộng CSTT kéo dài.

Gần đây hơn, nghiên cứu của (Apergis, 2019) tại 12 quốc gia châu Âu tiếp tục khẳng định tính cần thiết của cách tiếp cận đa tài sản, song đồng thời chỉ ra sự khác biệt về đặc tính truyền dẫn giữa hai kênh. Cụ thể, kênh giá BĐS có tác động bền hơn đối với TTKT, trong khi kênh giá cổ phiếu phản ứng nhanh hơn nhưng dễ đảo chiều. Kết quả này vừa phù hợp với phát hiện của (Goodhart & Hofmann, 2008) về vai trò dẫn dắt của TTCK, vừa bổ sung góc nhìn động học về độ bền của các kênh truyền dẫn.

Tại Việt Nam, các nghiên cứu hiện có chủ yếu mới xem xét riêng lẻ tác động của CSTT thông qua kênh giá cổ phiếu hoặc kênh giá BĐS. Việc phân tích đồng thời sự kết hợp của hai kênh này trong CCTD qua kênh giá tài sản vẫn là một khoảng trống mà tác giả chưa tìm thấy trong các tài liệu trước đây.

Nhận định kết quả nghiên cứu

(i) Phần lớn các nghiên cứu trước đây chủ yếu tập trung phân tích riêng lẻ từng loại tài sản hoặc từng yếu tố tài chính đối với tăng trưởng kinh tế. Tại Việt Nam, (Nguyen & Bui, 2019; Toàn & Trang, 2018) chủ yếu xem xét tác động của từng loại tài sản riêng biệt mà chưa tiến hành kiểm định tác động đồng thời của cả GCK và giá BĐS trong cùng một mô hình thực nghiệm đối với tăng trưởng kinh tế. Tương tự, trên thế giới (Goodhart & Hofmann, 2008; Igan và cộng sự, 2011) thường tập trung vào mối quan hệ giữa thị trường tín dụng và BĐS hoặc giữa TTCK và tăng trưởng kinh tế. Do đó, các nghiên cứu này chưa cho phép đánh giá và so sánh một cách trực tiếp mức độ tác động tương đối giữa giá BĐS và GCK trong cùng một khuôn khổ phân tích.

(ii) Xét về phương pháp nghiên cứu, nhiều công trình tại Việt Nam vẫn chủ yếu dừng lại ở các phân tích định tính hoặc các kiểm định quan hệ nhân quả Granger đơn

giản. Cụ thể, (Sửu & Hào, 2017; Tiên và cộng sự, 2019) đã cung cấp những bằng chứng ban đầu về mối liên hệ giữa các biến kinh tế vĩ mô và thị trường tài sản, tuy nhiên vẫn thiếu các đo lường thực nghiệm chuyên sâu nhằm lượng hóa mức độ tác động cũng như thời gian truyền dẫn của CSTT thông qua kênh giá tài sản trong cùng một hệ thống phân tích. Vì vậy, cơ chế truyền dẫn thông qua giá tài sản vẫn chưa được làm rõ một cách đầy đủ.

(iii) Các nghiên cứu hiện có thường tập trung vào mối quan hệ giữa giá tài sản và tăng trưởng kinh tế trong điều kiện bình thường của nền kinh tế, trong khi ảnh hưởng của các cú sốc bên ngoài lại chưa được xem xét đầy đủ. (Chikwira & Mohammed, 2023; Loi & Dang, 2023; Nguyen và cộng sự, 2016) cho thấy sự tồn tại của các yếu tố như cú sốc thông tin, tâm lý thị trường hoặc các sự kiện bất thường có thể ảnh hưởng đáng kể đến diễn biến giá tài sản và hoạt động kinh tế. Tuy nhiên, các yếu tố này thường chưa được tích hợp đầy đủ trong các mô hình nghiên cứu về mối quan hệ giữa giá tài sản và tăng trưởng kinh tế, dẫn đến việc đánh giá cơ chế tác động có thể chưa phản ánh hết bối cảnh thực tế.

(iv) Các bằng chứng thực nghiệm về kênh truyền dẫn giá tài sản giữa các nhóm quốc gia vẫn chưa thống nhất. Trong khi hiểu biết về phản ứng của CSTT trước các cú sốc giá tài sản tại các nền kinh tế mới nổi còn tương đối hạn chế so với các nền kinh tế phát triển (Juhro và cộng sự, 2021), thì kết quả nghiên cứu tại các quốc gia đang phát triển và mới nổi cũng cho thấy nhiều khác biệt. Cụ thể, (Peersman & Smets, 2001; Vo & Nguyen, 2017) cho rằng tác động của kênh giá tài sản thường không đồng nhất hoặc chưa rõ nét tại các thị trường còn non trẻ và thiếu tính thanh khoản. Ngược lại, (Tchereni và cộng sự, 2022) cho rằng tại các quốc gia có thu nhập thấp, kênh giá tài sản thường yếu hoặc thậm chí không tồn tại do thể chế và mức độ phát triển của thị trường tài chính còn hạn chế. Những kết quả khác biệt này cho thấy cần có thêm các nghiên cứu thực nghiệm trong bối cảnh các nền kinh tế mới nổi như Việt Nam nhằm làm rõ vai trò và hiệu quả của kênh truyền dẫn giá tài sản đối với tăng trưởng kinh tế.

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

Dựa trên các nghiên cứu trong và ngoài nước, có thể nhận thấy một mức độ đồng thuận khá cao về vai trò trung tâm của giá tài sản trong cơ chế TDCSTT, song vẫn tồn

tại những khác biệt đáng kể về hướng tác động, cường độ và tính bất cân xứng, tùy thuộc vào bối cảnh thể chế, cấu trúc thị trường và trạng thái chu kỳ kinh tế.

Trước hết, các nghiên cứu quốc tế như (Aastveit & Anundsen, 2022) cho thấy tại Mỹ, tác động của các cú sốc CSTT lên giá nhà mang tính bất cân xứng rõ rệt, phụ thuộc vào việc CSTT là nói lỏng hay thắt chặt cũng như độ co giãn cung nhà ở tại địa phương. Kết quả này nhấn mạnh vai trò của các đặc điểm cấu trúc phía cung và tính bền vững của tài sản nhà ở trong việc khuếch đại hoặc làm suy giảm hiệu lực CSTT. Tương tự, (Goodhart & Hofmann, 2008) cũng khẳng định rằng cú sốc tiền tệ và tín dụng phát huy tác động mạnh hơn trong các giai đoạn TTBDs bùng nổ, hàm ý rằng yếu tố then chốt quyết định mức độ truyền dẫn là do trạng thái chu kỳ của TTTS.

Trong khi đó, các nhà khoa học tại Việt Nam lại có xu hướng tiếp cận vấn đề này một cách thận trọng hơn. (Thái & Lam, 2016) chỉ ra mối tương quan đa chiều cùng sự cộng hưởng giữa giá BĐS và hoạt động tín dụng, theo đó những biến động từ một thị trường có khả năng lan tỏa mạnh mẽ sang thị trường còn lại. Tuy nhiên, khác với các bằng chứng rõ rệt thường thấy tại các nền kinh tế phát triển, (Anwar & Nguyen, 2018) cho rằng tác động của cung tiền đến TTCT thực tại Việt Nam tương đối yếu, một phần do dòng vốn có xu hướng chảy vào TTCK và BĐS thay vì khu vực sản xuất. Sự khác biệt này cho thấy kênh giá tài sản tại Việt Nam có thể đóng vai trò lệch hướng TDCSTT, thay vì khuếch đại tác động lên tăng trưởng như trong lý thuyết.

Xét sâu hơn về tính bất cân xứng, nhiều nghiên cứu quốc tế đồng thuận rằng phản ứng của nền kinh tế trước các cú sốc tiền tệ và tài sản không đồng đều giữa các trạng thái. (Peersman & Smets, 2001) phát hiện rằng CSTT tác động mạnh hơn đến tăng trưởng trong giai đoạn suy thoái so với giai đoạn bùng nổ tại Eurozone. Phù hợp với lập luận này, (Zhang & Pan, 2021) sử dụng STVAR tại Trung Quốc, cho thấy TTBDs có tác động tích cực nhưng bất cân xứng lên sản lượng, và trong chế độ tăng trưởng thấp, CSTT lại phát huy hiệu quả kích thích mạnh nhất. Như vậy, bối cảnh chu kỳ vĩ mô được xem là yếu tố quyết định chiều và độ lớn của tác động.

Ngược lại, các nghiên cứu tại Việt Nam về bất cân xứng vẫn còn phân tán và chưa thống nhất. Mặc dù (Nguyen và cộng sự, 2016) tìm thấy bằng chứng rõ ràng về phản ứng bất cân xứng của TTCK trước các cú sốc thông tin tốt và xấu, nhưng các nghiên cứu như (Thái & Lam, 2016) hay (Tiên và cộng sự, 2019) chưa đưa ra kết luận

nhất quán về việc liệu biến động tăng hay giảm của GCK và giá nhà đất có tác động khác biệt như thế nào đến GDP. Điều này cho thấy khoảng trống đáng kể trong việc lượng hóa vai trò bất cân xứng của giá tài sản đối với tăng trưởng tại các nền kinh tế đang phát triển.

Ngoài ra, một số nghiên cứu còn cho thấy chiều tác động giữa giá tài sản và tín dụng không đồng nhất giữa các quốc gia. (Gerlach & Peng, 2005) tại Hồng Kông chỉ ra rằng giá BĐS dẫn dắt tín dụng ngân hàng, trái ngược với giả định tín dụng là nguyên nhân chính của bong bóng tài sản. Ngược lại, (Forlati & Lambertini, 2011) nhấn mạnh rằng trong các nền kinh tế có mức đòn bẩy cao, cú sốc tài sản có khả năng lan tỏa mạnh hơn sang khu vực tài chính và kinh tế thực. Điều này cho thấy vai trò của điều kiện tài chính ban đầu trong việc định hình CCTD.

Cuối cùng, dù (Juhro và cộng sự, 2021) hay (Chikwira & Mohammed, 2023) đều đồng thuận rằng TTCK phản ứng nhanh và đóng vai trò chỉ báo sớm cho chu kỳ kinh doanh, phần lớn các nghiên cứu hiện nay vẫn tách biệt GCK và giá BĐS, hoặc chỉ xem xét từng thị trường riêng lẻ. Theo (Goodhart & Hofmann, 2008; Igan và cộng sự, 2011) đã chỉ ra, thiếu vắng các mô hình tích hợp xem xét sự truyền dẫn đồng thời và tương tác lẫn nhau giữa hai loại tài sản này đến tăng trưởng, đặc biệt tại các nước đang phát triển. Đây chính là khoảng trống nghiên cứu quan trọng cần được tiếp tục khai thác trong các nghiên cứu tiếp theo.

Nhận định kết quả nghiên cứu

(i) Mặc dù một số nghiên cứu đã đề cập đến tính bất cân xứng của CSTT đối với giá tài sản (Omodero và cộng sự, 2021), các nghiên cứu phân tích trực tiếp tác động bất cân xứng của sự thay đổi giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế vẫn còn tương đối hạn chế. Bên cạnh đó, phần lớn các nghiên cứu hiện nay chủ yếu tập trung vào tác động tuyến tính hoặc chỉ xem xét riêng lẻ từng loại tài sản như giá cổ phiếu hoặc giá BĐS (Nathaniel và cộng sự, 2020; Zhang & Pan, 2021). Do đó, tác động bất cân xứng của cả giá cổ phiếu và giá BĐS trong cùng một khung phân tích đối với tăng trưởng kinh tế vẫn chưa được làm rõ đầy đủ.

(ii) Xét về phương pháp nghiên cứu, nhiều nghiên cứu truyền thống vẫn sử dụng các mô hình tuyến tính thông thường để đánh giá mối quan hệ giữa các biến kinh tế vĩ mô (Ramlogan, 2007; Zhang & Pan, 2021). Tương tự, (Azimi, 2022) cho rằng phần lớn

các nghiên cứu thực nghiệm được xây dựng trên giả định mối quan hệ giữa các biến là tuyến tính và cân xứng. Tuy nhiên, thực tế cho thấy các cú sốc dương và cú sốc âm từ giá tài sản thường tạo ra những tác động khác nhau về mức độ và chiều hướng đối với tăng trưởng kinh tế, trong khi các mô hình tuyến tính khó có khả năng phản ánh đầy đủ sự khác biệt này (Delatte & López-Villavicencio, 2010). Mặc dù phương pháp NARDL được đề xuất nhằm khắc phục hạn chế trên (Shin và cộng sự, 2014), việc ứng dụng phương pháp này trong nghiên cứu về giá tài sản và tăng trưởng kinh tế vẫn còn tương đối mới, đặc biệt tại các nền kinh tế mới nổi (Zhang & Pan, 2021).

(iii) Xét theo bối cảnh nghiên cứu, các nghiên cứu về tác động bất cân xứng của thị trường tài chính đối với tăng trưởng kinh tế chủ yếu được thực hiện tại các nền kinh tế phát triển như Mỹ hoặc các nước G7, trong khi các bằng chứng thực nghiệm tại các nền kinh tế đang phát triển và mới nổi còn khá hạn chế (Azimi, 2022). Khoảng trống này càng trở nên đáng chú ý đối với Việt Nam, nơi TTCK và thị trường BĐS còn non trẻ, đồng thời chịu ảnh hưởng đáng kể từ yếu tố tâm lý đám đông (Doan & Bui, 2021). Vì vậy, các kết quả nghiên cứu từ các nền kinh tế phát triển có thể chưa phản ánh đầy đủ đặc điểm và cơ chế tác động của giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế trong bối cảnh Việt Nam.

(iv) Mặc dù một số nghiên cứu đã xem xét tác động của giá tài sản trong ngắn hạn hoặc dài hạn, phần lớn các nghiên cứu này vẫn tiếp cận hai khía cạnh trên một cách tách biệt (Delatte & López-Villavicencio, 2010). Điều này cho thấy vẫn còn thiếu các nghiên cứu đánh giá đồng thời tác động ngắn hạn và dài hạn của các cú sốc giá tài sản trong cùng một khung phân tích phi tuyến, qua đó hạn chế khả năng nhận diện đầy đủ cơ chế tác động của giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế theo thời gian.

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 TDCSTT 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 CSTT (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 TDCSTT 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 TTCK (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 TT BĐS (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 GCK hay giá BĐS có vai trò truyền dẫn mạnh mẽ hơn đến TTKT. 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 TTKT 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 BĐS trong cơ chế TDCSTT, 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 TTKT là một yêu cầu cấp thiết trong bối cảnh TTCK 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 TTKT 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 TTCK 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 CSTT 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 CSTT thông qua biến động giá cổ phiếu chưa đầy đủ. Luận án hướng tới lấp đầy khoảng trống đó, góp phần nhận diện rõ CCTD bất cân xứng của CSTT qua GCK.

Thứ ba, việc nghiên cứu tác động bất cân xứng của giá BĐS đến TTKT 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). BĐS đóng vai trò là TSTC 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 BĐS giảm đến TTKT 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 thắt chặt 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 BĐS, 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 NHNN trong việc triển khai CSTT 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 2 đã hệ thống hóa cơ sở lý thuyết về tác động của TDCSTT qua kênh giá tài sản đến TTKT. Bên cạnh đó, các công trình nghiên cứu liên quan trước đây cũng được tổng hợp trong chương này. Qua đó, tác giả nhận thấy tồn tại những quan điểm trái chiều về tác động của TDCSTT qua giá BĐS và GCK đến TTKT, tuy nhiên có thể tóm lược thành ba ý kiến chính: (1) TDCSTT qua kênh giá cổ phiếu có tác động đến TTKT; (2) TDCSTT qua kênh giá BĐS có tác động đến TTKT; (3) Có tác động bất cân xứng của giá tài sản đến TTKT.

Từ những tiền đề trên, các "khoảng trống nghiên cứu" đã được xác định. Phần lớn các tác giả trước đây chỉ đánh giá riêng lẻ từng kênh tác động (hoặc giá cổ phiếu, hoặc giá BĐS). Do đó, việc kết hợp đồng thời cả hai yếu tố này vào mô hình nghiên cứu là một hướng đi mới mẻ và chưa phổ biến trong các thực nghiệm trước đây. Thêm vào đó, vì mốc thời gian nghiên cứu (2013-2024) bao hàm cả giai đoạn đại dịch Covid-19 (2020-2021), nên tác giả có bổ sung thêm yếu tố Covid để xem xét tác động trong nghiên cứu. Theo hiểu biết của tác giả, tại Việt Nam hiện vẫn chưa có công trình nào phân tích TDCSTT qua kênh giá tài sản kết hợp giữa giá cổ phiếu và giá BĐS đến TTKT. Chính vì vậy, đây là một đề tài cấp thiết và có giá trị nghiên cứu cao.

Dựa trên nền tảng lý thuyết cùng việc đối chiếu thực tiễn, tác giả sẽ triển khai các nội dung tiếp theo của bài nghiên cứu.

CHƯƠNG 3

PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

GIỚI THIỆU CHƯƠNG 3

Nội dung trọng tâm của chương này là mô hình nghiên cứu dựa trên kết quả tổng quan các tài liệu liên quan là mục tiêu cốt lõi được trình bày trong chương này. Trước hết, hệ thống các giả thuyết khoa học được tác giả đề xuất nhằm giải quyết cụ thể những câu hỏi nghiên cứu đã đặt ra. Tiếp đó, thông qua việc kế thừa các nền tảng lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm đi trước, các biến số đại diện, nguồn dữ liệu cùng phương pháp ước lượng tương ứng đã được luận án cân nhắc lựa chọn một cách phù hợp.

3.1. QUY TRÌNH VÀ GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU

3.1.1. Quy trình nghiên cứu

Nghiên cứu áp dụng cách tiếp cận được xây dựng dựa trên nền tảng lý thuyết kết hợp với việc kế thừa các phát hiện từ những công trình thực nghiệm đi trước trong cùng lĩnh vực. Các giai đoạn cụ thể nhằm triển khai quy trình nghiên cứu này sẽ được tác giả trình bày chi tiết dưới đây:

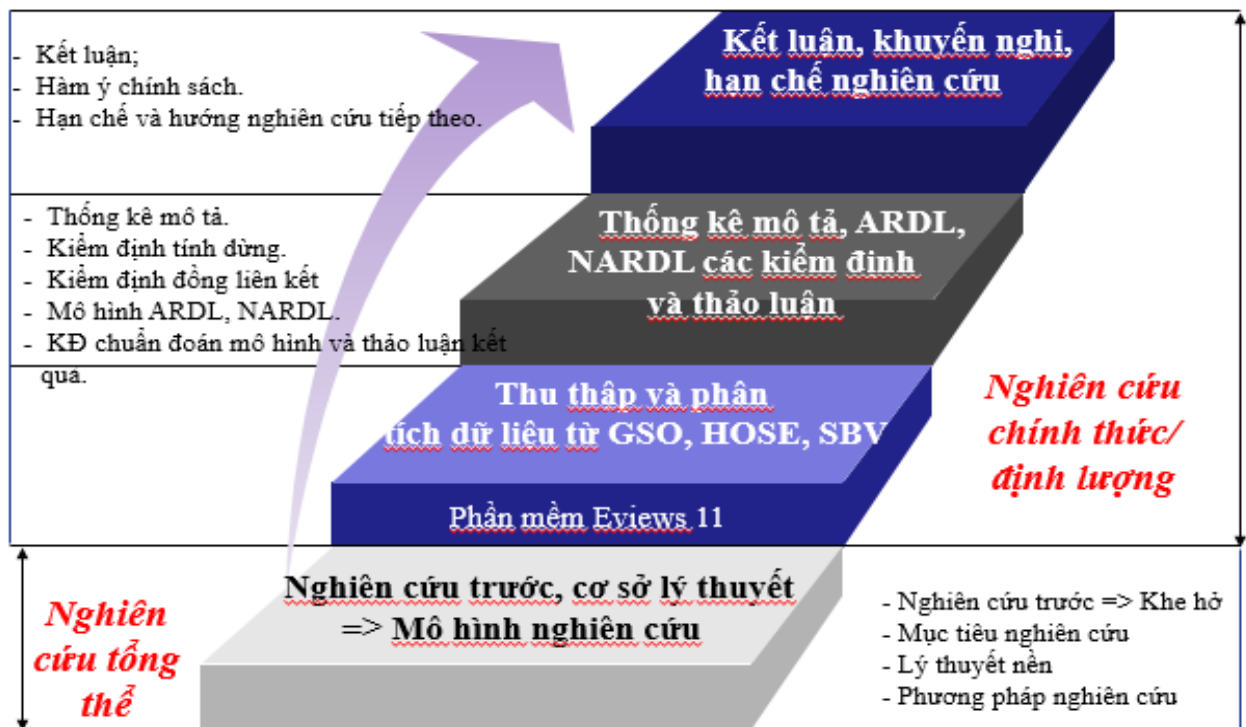
Bước 1: Trên cơ sở lược khảo các lý thuyết và những nghiên cứu thực nghiệm có liên quan, luận án thực hiện tổng hợp cơ sở lý thuyết, từ đó xác định khung phân tích và khoảng trống nghiên cứu.

Bước 2: Từ việc xác định các khoảng trống nghiên cứu và khung lý thuyết tại bước 1, các giả thuyết cùng mô hình nghiên cứu đã được luận án đề xuất. Đồng thời, các yếu tố về biến đại diện, nguồn dữ liệu và phương pháp ước lượng tương ứng cũng được tác giả lựa chọn để đảm bảo tính khoa học.

Bước 3: Nhằm giải quyết những vấn đề đã đặt ra trong câu hỏi nghiên cứu, các giả thuyết khoa học sẽ được luận án tiến hành kiểm định cụ thể.

Bước 4: Thảo luận kết quả nghiên cứu.

Bước 5: Đưa ra kết luận và đề xuất các khuyến nghị chính sách.



Hình 3.1. Quy trình thực hiện nghiên cứu

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

3.1.2. Giả thuyết nghiên cứu

Khi NHTW thực hiện CSTT nói lỏng (giảm lãi suất), làm cho giá cổ phiếu tăng, trên quan điểm của hộ gia đình và cá nhân thì tài sản của họ tăng giá trị, sự giàu có tăng lên thúc đẩy chi tiêu trong cá nhân, hộ gia đình dẫn đến sản lượng đầu ra tăng. Ngược lại, khi CSTT thắt chặt, lãi suất tăng làm cho giá cổ phiếu giảm, trên quan điểm của hộ gia đình và cá nhân thì tài sản của họ bị giảm giá trị, sự giàu có giảm đi. Nhằm duy trì sự ổn định tài chính trong dài hạn và bảo đảm cán cân thu chi, các đối tượng này thường có xu hướng tiết giảm các khoản chi tiêu ở hiện tại. Hệ quả là tổng cầu của nền kinh tế bị sụt giảm, kéo theo sự đi xuống của sản lượng đầu ra. Cơ chế này hoàn toàn phù hợp với lý thuyết về hiệu ứng tài sản và đã được chứng minh thông qua nhiều công trình thực nghiệm trước đây như (Corallo, 2006; Nguyen và cộng sự, 2016; Omodero và cộng sự, 2021; Phương và cộng sự, 2015; Rigobon & Sack, 2004; Sova & Lukianenko, 2022; Sừu & Hào, 2017; Tchereni và cộng sự, 2022). Tuy nhiên, không phải lúc nào CSTT cũng có hiệu quả và tác động tích cực đến giá cổ phiếu thậm chí không tìm thấy bằng chứng tồn tại TDCSTT qua kênh giá tài sản. Kết quả này cũng được tìm thấy trong

nghiên cứu của: (Corallo, 2006; Igbinsosa & Obayagbona, 2012; Nyakerario & Morekwa, 2012; Vinh và cộng sự, 2018; Vo & Nguyen, 2017).

Cũng giống như TDCSTT qua kênh giá tài sản thông qua giá cổ phiếu thì TDCSTT qua kênh giá tài sản thông qua giá BĐS cũng tác động tương tự khi NHTW thực hiện chính sách nới lỏng/thắt chặt tiền tệ. Bên cạnh đó, khi TT BĐS tăng, những người sở hữu nhà đất có khả năng dễ dàng vay vốn từ ngân hàng bằng cách thế chấp tài sản của họ, điều này hỗ trợ họ trong việc gia tăng đầu tư. Đồng thời, các nhà đầu tư tiếp cận được nguồn vốn vay cũng có thể mở rộng đầu tư sang TTCK, điều này thúc đẩy TTCK phát triển. Do đó, (Yan, 2019) đã cho rằng CSTT có tác động rất quan trọng đến sự phát triển của ngành BĐS. Vì vậy, cần tận dụng các phương tiện chính sách để điều tiết ngành BĐS nhằm phát triển lành mạnh. Nhận định này đã được chứng minh thông qua nhiều công trình thực nghiệm trước đây như nghiên cứu của (Beljo, 2022; Milcheva & Sebastian, 2016; Toàn & Trang, 2018; Thái & Lam, 2016). Bên cạnh đó, nghiên cứu của (Igbinsosa & Obayagbona, 2012) khi nghiên cứu mối quan hệ giữa CSTT và giá BĐS tại Nigeria cho rằng CSTT phản ứng yếu với biến động của giá BĐS.

Trong nghiên cứu của (Zhang & Pan, 2021) thảo luận tác động bất đối xứng của CSTT lên TT BĐS của Trung Quốc cho rằng CSTT có tác động bất đối xứng đáng kể lên TT BĐS. CSTT có tác động mạnh hơn đến TT BĐS ở mức độ tăng trưởng thấp và cao so với mức độ tăng trưởng vừa phải.

Tóm lại, có thể tồn tại sự tương quan thuận giữa CSTT với sự phát triển của TTCK cũng như TT BĐS. Thêm vào đó, quá trình truyền dẫn từ tác động của CSTT đến TTKT thông qua kênh giá tài sản có thể xảy ra theo cả hai hướng đối xứng hoặc bất cân xứng. Dựa trên những lập luận nêu trên, các giả thuyết nghiên cứu được tác giả xây dựng như sau:

- *Mối quan hệ giữa GCK và TTKT*

Sự gia tăng của GCK được kỳ vọng sẽ thúc đẩy TTKT thông qua các CCTD. Theo lý thuyết vòng đời, chi tiêu tiêu dùng là một hàm số của nguồn lực trọn đời mà cá nhân sở hữu chứ không chỉ dựa vào thu nhập hiện tại (Tchereni và cộng sự, 2022). Khi giá cổ phiếu tăng, giá trị tài sản ròng của các hộ gia đình tăng lên, giúp họ cảm thấy giàu có hơn và có xu hướng gia tăng chi tiêu, từ đó thúc đẩy cầu tổng thể và dẫn đến tăng trưởng sản lượng (Doan & Bui, 2021; Nyakerario & Morekwa, 2012). Khi giá cổ phiếu

trên thị trường cao hơn chi phí thay thế vốn (chỉ số q lớn hơn 1), các doanh nghiệp có thể huy động vốn mới bằng cách phát hành thêm cổ phiếu để mua sắm thiết bị và nhà xưởng với giá tương đối rẻ (Nyakerario & Morekwa, 2012; Tchereni và cộng sự, 2022). Điều này kích thích chi tiêu đầu tư cố định, làm gia tăng tổng cầu và thu nhập quốc dân (Doan & Bui, 2021; Tchereni và cộng sự, 2022).

Sự sụt giảm GCK thường phản ánh tình trạng trì trệ kinh tế, trong khi sự tăng trưởng của chỉ số này là bằng chứng cho thấy các mục tiêu TTKT dự kiến đã đạt được (Omodero và cộng sự, 2021). Các nghiên cứu thực nghiệm tại Thổ Nhĩ Kỳ và Malawi đã xác nhận GCK là một công cụ dự báo quan trọng cho chu kỳ kinh doanh và có mối liên hệ trực tiếp với hoạt động kinh tế thực (Tursoy & Faisal, 2016).

Nhiều nghiên cứu tại các thị trường khác nhau đã tìm thấy mối quan hệ tương quan thuận giữa hai biến số này. Tại Thổ Nhĩ Kỳ, kết quả kiểm định ARDL cho thấy sự gia tăng GCK đóng góp tích cực vào TTKT trong dài hạn (Tursoy & Faisal, 2016). Tại Malawi, các cú sốc tích cực từ TTCK được chứng minh là gây ra sự gia tăng đáng kể trong thu nhập bình quân đầu người (Tchereni và cộng sự, 2022). Tại Iran, các chỉ số phát triển TTCK được xác nhận có mối quan hệ đồng biến và ổn định với TTKT trong dài hạn (Rostami và cộng sự, 2018).

Tổng hợp các nghiên cứu đã được đề cập cho thấy, tăng trưởng của GCK được ghi nhận là có khả năng thúc đẩy TTKT thông qua cơ chế mở rộng quy mô đầu tư của doanh nghiệp theo lý thuyết Tobin's q , đồng thời làm gia tăng giá trị tài sản ròng cũng như năng lực chi tiêu của các hộ gia đình theo kênh hiệu ứng tài sản. Trên cơ sở những lập luận đó, giả thuyết nghiên cứu được tác giả đề xuất như sau:

Giả thuyết H_1 : GCK có tác động cùng chiều đến TTKT.

- Mối quan hệ giữa giá BĐS và TTKT

Sự gia tăng của giá BĐS được kỳ vọng sẽ tạo ra những xung lực tích cực thúc đẩy TTKT thông qua các CCTD và tác động lan tỏa. BĐS thường là khoản đầu tư lớn nhất của hầu hết các hộ gia đình (Okwu và cộng sự, 2017). Khi giá BĐS tăng, giá trị tài sản ròng của các cá nhân và tổ chức sở hữu nhà đất gia tăng, giúp họ cảm thấy giàu có hơn (Zhang và cộng sự, 2018). Theo thuyết vòng đời, sự gia tăng tài sản này thúc đẩy chi tiêu tiêu dùng và nhu cầu tổng thể, từ đó tạo động lực cho sản xuất và TTKT (Doan & Bui, 2021).

Bên cạnh đó, BĐS đóng vai trò là TSTC quan trọng trong hệ thống ngân hàng (Zhang và cộng sự, 2018). Khi giá trị BĐS tăng, giá trị TSTC gia tăng giúp các doanh nghiệp và cá nhân dễ dàng tiếp cận nguồn vốn vay hơn (Doan & Bui, 2021; Zhang và cộng sự, 2018). Ngoài ra, ngành BĐS có chuỗi cung ứng dài và độ liên kết ngành rất cao (Yan, 2019). Sự khởi sắc của giá cả và hoạt động TT BĐS đóng vai trò như một đầu tàu kéo theo sự phát triển của nhiều ngành công nghiệp phụ trợ như xây dựng, vật liệu xây dựng, dịch vụ tài chính, và đồ gia dụng (Okwu và cộng sự, 2017). Các nghiên cứu chỉ ra rằng BĐS là một trong những thước đo quan trọng nhất về tình trạng của nền kinh tế; sự tăng giá nhà thường là tín hiệu cho thấy mức đầu ra và sản lượng cao trong tương lai (Okwu và cộng sự, 2017; Yan, 2019).

Nhiều nghiên cứu tại các thị trường khác nhau đã tìm thấy mối quan hệ tương quan thuận giữa hai biến số này. Tại Nigeria, các kết quả nghiên cứu cho thấy hoạt động cung ứng dịch vụ nhà ở và đầu tư xây dựng có mối quan hệ dài hạn bền vững và thúc đẩy đáng kể sự tăng trưởng của nền kinh tế (Okwu và cộng sự, 2017). Tại Tây Ban Nha, các mô hình cho thấy sự TTKT và tính thanh khoản tiền tệ có tác động tích cực và mạnh mẽ đến dòng vốn đầu tư vào lĩnh vực BĐS, tạo nên một chu kỳ tăng trưởng đồng thuận (Zhenyu & Taltavull, 2020). Tại Trung Quốc, sự phát triển của TT BĐS được xác nhận là nhân tố thiết yếu để thúc đẩy TTKT bền vững thông qua CCTD của CSTT (Zhang & Pan, 2021).

Dựa trên các kết quả nghiên cứu đã được công bố, tác động thúc đẩy TTKT của sự gia tăng giá BĐS được ghi nhận thông qua việc hạn mức vay vốn của các tác nhân trong nền kinh tế được mở rộng khi giá trị TSTC cao hơn; đồng thời, tiêu dùng của hộ gia đình được kích thích nhờ giá trị tài sản ròng tăng lên, qua đó quy mô đầu tư của khu vực xây dựng cũng được thúc đẩy. Trên cơ sở những lập luận đó, giả thuyết nghiên cứu được tác giả đề xuất như sau:

Giả thuyết H₂: Giá BĐS có tác động cùng chiều đến TTKT.

- Mối quan hệ truyền dẫn bất cân xứng của giá cổ phiếu đến TTKT

CCTD từ giá tài sản đến nền kinh tế bị chi phối mạnh mẽ bởi các đặc tính tâm lý không đối xứng của nhà đầu tư (Ngọc, 2014). Theo thuyết tài chính hành vi, các hiện tượng như “neo tư duy” và “tâm lý sợ thua lỗ” khiến nhà đầu tư phản ứng không đồng nhất trước các tin tức tích cực và tiêu cực (Lan và cộng sự, 2022).

Lý thuyết về kênh tín dụng và bảng cân đối kế toán ủng hộ quan điểm rằng tác động của giá tài sản là bất cân xứng và không tuyến tính (Lân & Giang, 2016). Sự gia tăng giá cổ phiếu trong thời kỳ hưng phấn giúp cải thiện bảng cân đối kế toán, cho phép doanh nghiệp tiếp cận vốn vay dễ dàng hơn để mở rộng sản xuất (Bernanke và cộng sự, 1999). Tuy nhiên, trong điều kiện tình hình tài chính suy yếu hoặc khi thị trường suy thoái, một sự sụt giảm nhỏ của giá cổ phiếu cũng có thể gây ra tác động tiêu cực rất mạnh do làm tăng vọt chi phí vay vốn và buộc các doanh nghiệp phải cắt giảm đầu tư ngay lập tức để đảm bảo thanh khoản (Lân & Giang, 2016).

Các nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra rằng phản ứng của giá tài sản đối với các cú sốc chính sách phụ thuộc vào bản chất của cú sốc đó là mở rộng hay thắt chặt. Hiệu ứng đã tăng trưởng thường rõ rệt và mạnh mẽ hơn khi giá tài sản đang trong xu hướng tăng so với khi đang giảm (Aastveit & Anundsen, 2022). Điều này hàm ý rằng tác động tích cực của giá cổ phiếu đối với TTKT có khả năng được khuếch đại mạnh hơn trong các giai đoạn thị trường “nóng” do kỳ vọng về giá tương lai tiếp tục tăng (Bernanke và cộng sự, 1999). Trong khi đó, ở các giai đoạn thị trường đóng băng hoặc thanh khoản thấp, hiệu quả truyền dẫn có thể bị “nghẽn” hoặc phản ứng chậm hơn do các rào cản về niềm tin và sự bất định của nền kinh tế (Tiên và cộng sự, 2019).

Tại các nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam, thị trường có xu hướng phản ứng không đồng nhất với các loại cú sốc thông tin khác nhau. Các nghiên cứu cho thấy nhà đầu tư trên thị trường thường đánh giá và phản ứng với các luồng tin tức tốt mạnh mẽ hơn tin xấu về mặt biên độ biến động trong ngắn hạn, nhưng các cú sụp đổ sau bong bóng thường mang tính hủy hoại TTKT ở quy mô rộng lớn và khó phục hồi hơn (Nguyen và cộng sự, 2016). Khi giá cổ phiếu giảm, sự thắt chặt tín dụng và tâm lý lo ngại rủi ro tăng cao sẽ nhanh chóng chuyển hóa thành sự sụt giảm trong đầu tư và tiêu dùng, trực tiếp kéo lùi TTKT mạnh hơn mức mà một đợt tăng giá cổ phiếu tương đương có thể thúc đẩy (Lim & McNelis, 2008).

Từ kết quả của các nghiên cứu trên, truyền dẫn từ giá cổ phiếu đến TTKT mang tính bất cân xứng, theo đó tác động tích cực của việc tăng giá cổ phiếu đến sản lượng và tổng cầu trong giai đoạn tăng trưởng sẽ mạnh mẽ và có tốc độ nhanh hơn so với tác động tiêu cực của việc giảm giá cổ phiếu trong giai đoạn suy thoái (Aastveit & Anundsen, 2022; Lân & Giang, 2016). Do đó, việc nhận diện các kênh truyền dẫn và đặc điểm bất

cân xứng này có ý nghĩa quan trọng đối với các nhà hoạch định chính sách trong việc xây dựng các công cụ điều hành CSTT phù hợp, nhằm thúc đẩy TTKT bền vững và ổn định tài chính vĩ mô. Dựa trên cơ sở này, tác giả đề xuất giả thuyết nghiên cứu như sau:

Giả thuyết H₃: Tồn tại truyền dẫn bất cân xứng của giá cổ phiếu đến TTKT.

- Mối quan hệ truyền dẫn bất cân xứng của giá BĐS đến TTKT

Giả thuyết về sự truyền dẫn bất cân xứng của giá BĐS đến TTKT kế thừa quan điểm cho rằng các biến số kinh tế không vận hành theo một quy luật tuyến tính cố định, mà thay đổi tùy thuộc vào trạng thái của chu kỳ kinh tế hoặc cường độ của các cú sốc (Zhang & Pan, 2021). Trong thời kỳ kinh tế suy thoái, giá trị BĐS sụt giảm làm xói mòn giá trị tài sản ròng và TSTC của doanh nghiệp cũng như hộ gia đình, dẫn đến chi phí tài chính ngoài tăng cao và hạn chế khả năng tiếp cận tín dụng (Peersman & Smets, 2001). Điều này dẫn đến TTKT nhạy cảm hơn với các biến động tiêu cực từ giá BĐS trong giai đoạn suy thoái so với giai đoạn bùng nổ, khi các bằng cân đối kế toán đã đủ mạnh (Zhang và cộng sự, 2018).

Bên cạnh đó, các nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra rằng tác động của TT BĐS lên các biến số vĩ mô và ổn định tài chính phụ thuộc vào các ngưỡng tăng trưởng cụ thể. Theo đó, tại Trung Quốc, tác động của đầu tư BĐS lên nợ xấu và sự ổn định của hệ thống ngân hàng thay đổi rõ rệt khi tốc độ tăng trưởng đầu tư vượt qua hoặc nằm dưới ngưỡng 21,88% (Zhang và cộng sự, 2018).

Hơn nữa, các xung lực từ BĐS lan tỏa đến nền kinh tế thực không diễn ra đồng nhất mà thay đổi cường độ tùy theo "sức khỏe" của nền kinh tế tại thời điểm đó (Zhang và cộng sự, 2018). Ngoài ra, các cú sốc tiêu cực từ TT BĐS thường gây ra những biến động lớn và khốc liệt hơn so với tác động tích cực của những cú sốc có cùng quy mô (Tang và cộng sự, 2013). Khi giá BĐS sụt giảm hoặc thị trường bước vào giai đoạn hạ nhiệt, hệ thống ngân hàng và TTKT chịu tổn thương nặng nề hơn nhiều so với những lợi ích nhận được trong thời kỳ giá tăng (Zhang và cộng sự, 2018).

Kế thừa quan điểm từ các nghiên cứu thực nghiệm, việc giá BĐS sụt giảm không chỉ làm giảm giá trị tài sản ròng mà còn kích hoạt các rào cản tài chính nghiêm trọng. Sự tương tác giữa nợ xấu, việc thắt chặt tín dụng và tâm lý lo ngại rủi ro trong giai đoạn giá giảm tạo ra một lực cản lớn hơn nhiều so với động lực thúc đẩy kinh tế từ việc tăng giá tương đương (Forlati & Lambertini, 2011). Nhìn chung, các công trình nghiên cứu

trên góp phần làm sáng tỏ mối quan hệ phức tạp và bất cân xứng giữa TTBDŞ và TTKT. Dựa trên cơ sở này, tác giả đề xuất giả thuyết nghiên cứu như sau:

Giả thuyết H₄: Tồn tại truyền dẫn bất cân xứng của giá BDS đến TTKT.

3.2. MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU ĐỀ XUẤT

CCTD của CSTT thông qua kênh giá tài sản cùng với mức độ bất cân xứng trong tác động của giá tài sản đến TTKT tại Việt Nam là nội dung được luận án tập trung phân tích và đánh giá. Dữ liệu phục vụ nghiên cứu được thu thập dưới dạng chuỗi thời gian, phản ánh diễn biến của các biến kinh tế vĩ mô trong giai đoạn nghiên cứu. Căn cứ vào đặc điểm dữ liệu và mục tiêu đặt ra, các mô hình kinh tế lượng thích hợp đã được lựa chọn, trong đó VAR/VECM/ARDL được sử dụng để phân tích cơ chế TDCSTT qua kênh giá tài sản đến TTKT; đồng thời, việc xác định và đo lường mức độ bất cân xứng trong quá trình truyền dẫn của giá tài sản đến TTKT được thực hiện thông qua mô hình NARDL.

Tùy thuộc vào đặc tính của dữ liệu chuỗi thời gian cùng mục tiêu cụ thể của luận án, nghiên cứu này đã quyết định ưu tiên sử dụng các mô hình kinh tế lượng như VAR, VECM, ARDL và NARDL.

Thứ nhất, để quan sát sự tương tác động giữa các chỉ tiêu vĩ mô mà không bị ràng buộc bởi các giả định nhân quả định trước, phương pháp VAR đã được lựa chọn. Thông qua việc sử dụng hàm phản ứng xung và kỹ thuật phân rã phương sai, mô hình này không chỉ làm rõ sự tác động lẫn nhau giữa cung tiền, lãi suất, giá tài sản và TTKT mà còn đo lường được mức độ nhạy cảm của các biến này trước những biến động bất ngờ từ CSTT.

Thứ hai, nếu tồn tại mối liên kết đồng nhất giữa các biến, tác giả sẽ áp dụng mô hình VECM. Điểm mạnh của mô hình này là kết hợp các mối quan hệ trong dài hạn và những biến động ngắn hạn thông qua cơ chế hiệu chỉnh sai số (ECM). Nhờ đó, chúng ta có thể làm rõ quy trình tự điều chỉnh của nền kinh tế nhằm tái thiết lập trạng thái cân bằng khi xảy ra các sai lệch vĩ mô.

Thứ ba, mô hình ARDL phù hợp trong trường hợp các chuỗi dữ liệu có bậc tích hợp khác nhau ($I(0)$ hoặc $I(1)$) nhưng không được tích hợp bậc hai. Phương pháp này đặc biệt hiệu quả với các bộ dữ liệu có quy mô mẫu hạn chế một đặc điểm thường thấy tại thị trường Việt Nam cho phép đánh giá song song cả hai khía cạnh ngắn hạn và dài hạn. Ngoài ra, phương pháp kiểm định ràng buộc biên (Bounds Testing) của (Pesaran

và cộng sự, 2001) được sử dụng trong khuôn khổ ARDL giúp kiểm định sự tồn tại của mối quan hệ đồng liên kết giữa các biến.

Cuối cùng, nhằm phát hiện và đo lường tính bất cân xứng trong tác động của giá tài sản đến TTKT, luận án sử dụng mô hình NARDL được đề xuất bởi (Shin và cộng sự, 2014). Mô hình này cho phép tách biệt tác động của sự gia tăng và suy giảm giá tài sản đối với TTKT, từ đó làm rõ liệu tác động của biến động giá tài sản có mang tính không đối xứng trong cả ngắn hạn và dài hạn hay không. Cách tiếp cận này giúp luận án không chỉ xác định mối quan hệ tuyến tính giữa các biến mà còn nắm bắt được những phi tuyến đặc trưng của cơ chế TDCSTT trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam.

Với bối cảnh đặc thù của Việt Nam, các chuỗi dữ liệu thời gian liên quan đến cơ chế TDCSTT qua kênh giá tài sản đến TTKT cũng như truyền dẫn bất cân xứng của giá tài sản đến TTKT còn tương đối ngắn. Bên cạnh đó, việc các biến số vĩ mô trong mô hình nghiên cứu không đồng nhất về bậc tích hợp $I(0)$ hoặc $I(1)$ khiến các phương pháp truyền thống như VAR hay VECM khó có thể áp dụng một cách linh hoạt.

Do đó, đối với những mô hình tồn tại mối liên kết đồng thời giữa các biến, phương pháp ARDL và NARDL đã được lựa chọn để phân tích là tối ưu. Ưu thế của hướng tiếp cận này ở khả năng kết hợp linh hoạt các chuỗi dữ liệu có bậc tích hợp khác nhau (cả $I(0)$ và $I(1)$) mà vẫn duy trì được độ tin cậy của các ước lượng ngay cả với cỡ mẫu nhỏ. Tính ưu việt và sự phù hợp của phương pháp này cũng đã được minh chứng qua các công trình thực nghiệm của (Pesaran và cộng sự, 2001) cũng như (Tursoy & Faisal, 2016).

Ngược lại, trong trường hợp không tồn tại quan hệ đồng liên kết giữa các biến, luận án sẽ sử dụng mô hình VAR để đánh giá tác động giữa CSTT, giá tài sản và TTKT. Sự linh động trong việc lựa chọn mô hình dựa trên đặc tính dữ liệu như trên không chỉ nâng cao tính xác thực của các kết quả định lượng mà còn giúp các giải thích bám sát thực tiễn nền kinh tế Việt Nam.

Mô hình nghiên cứu tác động của TDCSTT qua kênh giá tài (giá BĐS và GCK) sản đến TTKT:

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

Trong đó: GDP là TTKT, REM là tăng trưởng TTBĐS, LVNI là chỉ số GCK được biểu diễn dưới dạng logarit, LS là lãi suất tái cấp vốn, COVID là biến giả đại diện cho COVID-19.

Sự tác động từ lãi suất hay cung tiền đến giá tài sản và từ giá tài sản đến GDP thông qua các hiệu ứng tài sản hay chi phí sử dụng vốn không diễn ra tức thì mà có độ trễ đáng kể (Mishkin, 1996); do đó, ARDL với cấu trúc phân phối trễ tự hồi quy được xem là công cụ phù hợp để đo lường chính xác các độ trễ này (Nguyen và cộng sự, 2016). Bên cạnh đó, giá tài sản thường phản ứng nhanh với các thông tin chính sách trong ngắn hạn, trong khi tăng trưởng kinh tế là biến số có độ trễ và ổn định hơn (Mishkin, 1996), vì vậy khả năng ước lượng đồng thời các tác động ngắn hạn và dài hạn của ARDL giúp làm rõ liệu kênh truyền dẫn này mang tính bền vững hay chỉ là hiện tượng nhất thời (Chikwira & Mohammed, 2023). Hơn nữa, khác với phương pháp đồng liên kết Johansen đòi hỏi kích thước mẫu lớn để bảo đảm độ tin cậy, ARDL được chứng minh có thể mang lại kết quả ổn định và có ý nghĩa thống kê ngay cả với mẫu nhỏ hoặc hữu hạn (khoảng từ 30 đến 80 quan sát) (Tursoy & Faisal, 2016), phù hợp với đặc thù dữ liệu tại Việt Nam khi các thị trường tài sản là thị trường cận biên và chuỗi thời gian có độ dài hạn chế (Doan & Bui, 2021). Đồng thời, ARDL cho phép ước lượng cả mối quan hệ cân bằng dài hạn thông qua kiểm định đường bao và các biến động ngắn hạn thông qua mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM) (Qamruzzaman & Wei, 2018), qua đó làm rõ quá trình điều chỉnh của giá tài sản và tăng trưởng kinh tế sau các cú sốc CSTT (Huong & Trung, 2020; Tursoy & Faisal, 2016). Với khả năng xử lý linh hoạt dữ liệu hỗn hợp, hiệu quả đối với mẫu nhỏ và phân tích tác động ngắn hạn - dài hạn, ARDL được xem là phương pháp tối ưu để thực hiện mục tiêu nghiên cứu của luận án, bảo đảm cả tính khoa học và tính thực tiễn trong việc đo lường hiệu quả truyền dẫn CSTT tại Việt Nam.

Bảng 3.1. Đo lường các yếu tố tác động đến tăng trưởng kinh tế

Biến	Ký hiệu	Đo lường	Nguồn dữ liệu	Nghiên cứu trước	Kỳ vọng dấu
Tổng sản phẩm quốc nội	GDP	Sự thay đổi GDP thực so cùng kỳ năm trước (%)	GSO	(Zhang & Pan, 2021); (Tchereni và cộng sự, 2022); (Nyakerario & Morekwa, 2012)	
Tăng trưởng TTBĐS	REM	Sự thay đổi giá trị từ hoạt động kinh	GSO	(Zhang & Pan, 2021); (Yan, 2019); (Igbinsosa &	+

Biến	Ký hiệu	Đo lường	Nguồn dữ liệu	Nghiên cứu trước	Kỳ vọng dấu
		doanh BĐS so cùng kỳ năm trước (%)		Obayagbona, 2012); (Milcheva & Sebastian, 2016); (Toàn & Trang, 2018)	
Giá chứng khoán	VNI	Giá cổ phiếu cuối kỳ ($\ln(\text{VNIndex})$)	HOSE	(Corallo, 2006); (Omodero và cộng sự, 2021); (Vo & Nguyen, 2017); (Tchereni và cộng sự, 2022); (Nyakerario & Morekwa, 2012)	+
Lãi suất tái cấp vốn	LS	Lãi suất tái cấp vốn (%/năm)	NHNN	(Nguyen và cộng sự, 2016); (Omodero và cộng sự, 2021); (Vo & Nguyen, 2017); (Tchereni và cộng sự, 2022); (Nyakerario & Morekwa, 2012)	-
COVID-19	COVID	Biến giả nhận giá trị là 1 (năm 2020, 2021) và nhận giá trị là 0 cho các năm còn lại		(Loi & Dang, 2023)	-

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian với các biến được thu thập từ những nguồn chính thức và có độ tin cậy cao tại Việt Nam. Biến tăng trưởng kinh tế (GDP) được đo lường bằng tốc độ tăng trưởng GDP thực so với cùng kỳ năm trước (%), thu thập từ GSO. Biến tăng trưởng thị trường bất động sản (REM) được đo lường bằng tốc độ tăng trưởng ngành kinh doanh bất động sản so với cùng kỳ năm trước (%), cũng được thu thập từ GSO. Biến giá chứng khoán (VNI) được đại diện bởi giá đóng cửa cuối kỳ của chỉ số VN-Index và được chuyển đổi sang dạng logarit tự nhiên để giảm độ lệch của dữ liệu, được thu thập từ HOSE. Biến lãi suất tái cấp vốn (LS) được sử dụng làm đại diện cho công cụ điều hành chính sách tiền tệ của NHNN, được đo lường bằng mức lãi suất tái cấp vốn (%/năm) công bố chính thức bởi NHNN. Ngoài ra, nghiên cứu đưa vào mô hình biến giả COVID nhằm kiểm soát tác động của đại dịch Covid-19 đến hoạt động kinh tế; biến này nhận giá trị bằng 1 đối với các năm chịu ảnh hưởng mạnh của dịch bệnh (2020 và 2021) và bằng 0 đối với các năm còn lại.

Nghiên cứu của (Tiên và cộng sự, 2019) khẳng định lãi suất tái cấp vốn, được sử dụng làm đại diện cho lãi suất chính sách tại Việt Nam, là biến có tác động rõ ràng nhất đến tăng trưởng kinh tế trong kênh lãi suất. Lãi suất tái cấp vốn được xem là lãi suất

chính sách then chốt mà NHNN sử dụng để điều tiết thị trường tiền tệ, phản ánh trực tiếp định hướng điều hành CSTT theo hướng thắt chặt hay nới lỏng (Lân & Hồng, 2025; Tiên và cộng sự, 2019). Đồng thời, đây cũng là một trong những lãi suất chính thức mà các NHTW sử dụng để phát đi tín hiệu về lập trường CSTT, thể hiện ý chí của cơ quan quản lý trong việc thắt chặt hay nới lỏng tiền tệ (Isakova, 2008). Thông qua việc quyết định chi phí vốn mà các ngân hàng thương mại vay từ NHTW, lãi suất tái cấp vốn tác động đến lãi suất cho vay trên thị trường, từ đó ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp và tiêu dùng của hộ gia đình (Yan, 2019). Vì vậy, lãi suất tái cấp vốn không chỉ là một công cụ kỹ thuật mà còn là tín hiệu chính sách quan trọng để đo lường mức độ tác động của CSTT đến nền kinh tế thực và các thị trường tài sản tại Việt Nam (Lân & Hồng, 2025; Tiên và cộng sự, 2019).

Trong bối cảnh Việt Nam, việc sử dụng biến TT BĐS không chỉ giúp khắc phục các hạn chế về dữ liệu và thống kê, đặc biệt là tình trạng thiếu hụt dữ liệu giá BĐS đầy đủ và đáng tin cậy, mà còn góp phần nâng cao khả năng giải thích của mô hình nghiên cứu. Đồng thời, biến này phản ánh sát thực hơn tác động thực chất của lĩnh vực BĐS đến tăng trưởng GDP thông qua các kênh đầu tư và thu nhập, qua đó làm rõ hơn cơ chế truyền dẫn từ CSTT đến tăng trưởng kinh tế cũng như mối liên kết giữa CSTT, thị trường tài sản và tăng trưởng GDP trong điều kiện cụ thể của Việt Nam.

Việc lựa chọn các biến trong luận án là hoàn toàn phù hợp để tập trung phân tích sâu cơ chế truyền dẫn qua kênh giá tài sản mà không nhất thiết phải bổ sung các biến kiểm soát khác:

Thứ nhất, lãi suất tái cấp vốn đóng vai trò là biến số cốt lõi phản ánh định hướng CSTT, có tác động trực tiếp đến chi phí vốn và lợi nhuận kỳ vọng, từ đó điều tiết dòng tiền chảy vào các loại tài sản (Nguyen và cộng sự, 2016). Theo quan điểm của một số nghiên cứu, việc sử dụng biến lãi suất đã có thể bao hàm hoặc chiếm ưu thế so với tác động của các biến tiền tệ khác như cung tiền hay tín dụng, giúp mô hình tránh được hiện tượng đa cộng tuyến hoặc tính toán trùng lặp (Ghatak & Siddiki, 2001).

Thứ hai, giá chứng khoán và giá bất động sản là hai thành phần quan trọng nhất cấu thành nên hiệu ứng tài sản và hiệu ứng danh mục đầu tư, tác động trực tiếp đến tiêu dùng và đầu tư, từ đó thúc đẩy tăng trưởng kinh tế (Nguyen & Bui, 2019). Việc chỉ tập trung vào hai loại tài sản này giúp mô hình làm nổi bật được tương tác giữa thị trường

tài chính và thị trường thực mà không bị làm loãng bởi các biến số vĩ mô khác như tỷ giá hay lạm phát, vốn thường thuộc về các kênh truyền dẫn khác như kênh tỷ giá hay kênh chi phí (Delatte & López-Villavicencio, 2010; Sova & Lukianenko, 2022).

Thứ ba, mô hình ARDL có ưu điểm vượt trội trong việc xử lý các chuỗi thời gian có bậc tích hợp khác nhau và hiệu quả với cỡ mẫu nhỏ, giúp tránh tình trạng quá tham số khi đưa quá nhiều biến vào một phương trình duy nhất (Pesaran và cộng sự, 2001). Tính phù hợp của mô hình này có thể được khẳng định thông qua các kiểm định chẩn đoán như Ramsey RESET, nhằm chứng minh mô hình không bỏ sót các biến số quan trọng và kết quả thu được là đáng tin cậy (Doan & Bui, 2021; Nguyen và cộng sự, 2016).

Cuối cùng, việc đưa biến giả COVID-19 vào mô hình là cần thiết để kiểm soát các cú sốc phi kinh tế đặc thù, giúp đảm bảo tính ổn định của các hệ số ước lượng trong bối cảnh dữ liệu có biến động bất thường (Pan & Mishra, 2018).

Mô hình nghiên cứu truyền dẫn bất cân xứng của GCK đến TTKT:

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

Mô hình bất cân xứng để xác định mối liên kết bất cân xứng có thể có của GCK đối với TTKT. Các phản ứng của biến số khi thị trường đi lên được biểu thị bằng ký hiệu (“+”) và còn những tác động xảy ra trong xu hướng khi thị trường đi xuống sẽ đi kèm với ký hiệu (“-”). Nghiên cứu dự kiến các biến nghiên cứu gồm GDP, REM, VNI⁺, VNI⁻, LS, COVID (khi đưa vào phân tích thực nghiệm, các ký hiệu “+” và “-” sẽ lần lượt được chuyển đổi tương ứng thành “POS” và “NEG”).

Mô hình nghiên cứu truyền dẫn bất cân xứng của giá BDS đến TTKT:

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

Mô hình bất cân xứng để xác định mối liên kết bất cân xứng có thể có của GCK đối với TTKT. Tác động trong xu thế tăng (tên biến được gắn với ký hiệu (“+”)) và tác động trong xu thế giảm (tên biến được gắn với ký hiệu (“-”)). Nghiên cứu dự kiến các biến nghiên cứu gồm GDP, REM⁺, REM⁻, VNI, LS, COVID (khi đưa vào phân tích thực nghiệm, các ký hiệu “+” và “-” sẽ lần lượt được chuyển đổi tương ứng thành “POS” và “NEG”).

3.3. CÁC BIẾN TRONG MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Kế thừa các bằng chứng thực nghiệm từ những công trình đi trước cùng các giả thuyết đã xây dựng, tác giả tiến hành thiết lập mô hình nhằm phân tích cơ chế TDCSTT

qua kênh giá tài sản tại thị trường Việt Nam. Các yếu tố của mô hình nghiên cứu này bao gồm:

3.3.1. Biến tăng trưởng kinh tế (GDP)

TTKT được xem là thước đo phản ánh sức khỏe của toàn bộ nền kinh tế (Bouchouicha & Ftiti, 2012). Cụ thể, mức độ biến động của tổng sản phẩm quốc dân theo quý (so với cùng kỳ năm trước) chính là căn cứ để xác định chỉ số này. Khi tình hình TTKT có dấu hiệu khởi sắc, nhu cầu tiêu dùng và các hoạt động đầu tư thường có xu hướng gia tăng; từ đó tạo động lực thúc đẩy sự phát triển của hệ thống tài chính cũng như thị TT BĐS (Igan và cộng sự, 2011). Toàn bộ dữ liệu về TTKT trong nghiên cứu này được thu thập từ nguồn số liệu chính thống của GSO.

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

Hệ thống lý thuyết kinh tế vĩ mô hiện đại cho thấy TT BĐS có mối liên hệ chặt chẽ với TTKT thông qua nhiều kênh truyền dẫn quan trọng. Trước hết, theo hiệu ứng của cải, lý thuyết chu kỳ sống của (Ando & Modigliani, 1963) khẳng định chi tiêu tiêu dùng phụ thuộc vào thu nhập kỳ vọng suốt đời và giá tài sản mà cá nhân nắm giữ. Khi TT BĐS tăng trưởng, giá tài sản ròng của hộ gia đình tăng lên, từ đó thúc đẩy tiêu dùng, kích thích tổng cầu và hỗ trợ TTKT (Beljo, 2022).

Bên cạnh đó, theo lý thuyết Tobin's q , sự gia tăng giá trị thị trường của tài sản so với chi phí thay thế sẽ khuyến khích doanh nghiệp và cá nhân mở rộng đầu tư vào xây dựng và các hoạt động kinh tế liên quan, qua đó trực tiếp đóng góp vào sản lượng quốc gia. Đồng thời, dưới góc độ hiệu ứng TSTC, BĐS là tài sản bảo đảm chủ yếu trong hoạt động tín dụng; vì vậy, khi thị trường tăng trưởng, giá tài sản thế chấp được nâng cao, năng lực vay vốn của khu vực tư nhân được cải thiện, góp phần mở rộng tín dụng và thúc đẩy đầu tư sản xuất (Thái & Lam, 2016). Các nghiên cứu cũng cho thấy sự gia tăng của TT BĐS tương đương với việc gia tăng tài sản ròng của hộ gia đình (Pahlavani và cộng sự, 2005); khi giá trị thế chấp tăng, các ràng buộc tín dụng được nới lỏng, tiêu dùng mở rộng và cuối cùng thúc đẩy TTKT (Zhang & Pan, 2021).

Nhiều nghiên cứu quốc tế chỉ ra rằng tác động của TT BĐS đến TTKT không chỉ thể hiện qua biến động giá mà còn thông qua hoạt động thực của thị trường. (Mishkin, 1996) cho rằng sự thay đổi trong đầu tư và xây dựng có thể tác động trực tiếp và mạnh mẽ hơn đến tăng trưởng so với biến động giá đơn thuần. Hoạt động BĐS vốn có tính lan

tỏa cao, thúc đẩy các ngành công nghiệp phụ trợ như vật liệu xây dựng, dịch vụ tư vấn và các ngành khác, từ đó trực tiếp tạo giá trị cho TTKT (Muda và cộng sự, 2020). Theo (Milcheva & Sebastian, 2016) cũng lập luận rằng hiệu ứng của cải và hiệu ứng thế chấp thường gắn với các thị trường giá cả phát triển. Tuy nhiên, trong khi tại nhiều quốc gia, đầu tư nhà ở mới lại là yếu tố chính ảnh hưởng đến tiêu dùng thông qua kênh thu nhập và việc làm (Mishkin, 1996).

Các bằng chứng thực nghiệm quốc tế tiếp tục củng cố nhận định này. (Igbinosa & Obayagbona, 2012) cho thấy đầu tư nhà ở có xu hướng dẫn dắt chỉ số giá BĐS tại 67% quốc gia trong mẫu nghiên cứu, hàm ý rằng các yếu tố phản ánh tăng trưởng hoạt động thị trường có thể giúp nắm bắt tín hiệu TD CSTT sớm hơn so với chỉ số giá. Trong điều kiện CSTT mở rộng, dòng vốn thường gia tăng vào TT BĐS, qua đó thúc đẩy đầu tư và hoạt động xây dựng (Bjørnland & Jacobsen, 2010; Tchereni và cộng sự, 2022); tốc độ tăng trưởng thị trường phản ánh sự gia tăng giá trị thị trường của doanh nghiệp so với chi phí thay thế tài sản, từ đó kích thích đầu tư thực (Bjørnland & Jacobsen, 2010). Nghiên cứu tại Nigeria cũng cho thấy các dịch vụ kinh doanh BĐS giải thích đáng kể biến động GDP và tồn tại quan hệ dài hạn với TTKT (Okwu và cộng sự, 2017). Ngoài ra, tăng trưởng TT BĐS theo quý còn phản ánh niềm tin nhà đầu tư và sự luân chuyển dòng vốn, trở thành chỉ báo quan trọng của chu kỳ kinh tế (Zhang & Pan, 2021).

Từ góc độ đo lường, nhiều nghiên cứu nhấn mạnh rằng tại các quốc gia đang phát triển, dữ liệu về chỉ số giá BĐS chính thức thường thiếu hoặc không được công bố đầy đủ; do đó, việc sử dụng các biến thay thế phản ánh sự vận động của thị trường là phương pháp phổ biến (Nyakerario & Morekwa, 2012). Thực tiễn tại Trung Quốc cho thấy các nghiên cứu thường sử dụng tốc độ tăng trưởng đầu tư BĐS để đại diện cho sự phát triển của thị trường trong các mô hình kinh tế lượng (Zhang và cộng sự, 2018).

Trong bối cảnh Việt Nam, hạn chế dữ liệu càng thể hiện rõ khi hệ thống thông tin TT BĐS còn thiếu minh bạch và chưa có cơ sở dữ liệu giá đầy đủ từ cơ quan nhà nước (Hoa, 2014). Do đó, một số nghiên cứu trong nước đã lựa chọn cách tiếp cận thay thế; điển hình, (Doan & Bui, 2021) đo lường TT BĐS thông qua chỉ số tăng trưởng hàng quý của ngành kinh doanh BĐS thay vì sử dụng chỉ số giá. Cách tiếp cận này cho phép phản ánh đồng thời cả sự gia tăng về giá trị và quy mô hoạt động kinh tế của lĩnh vực, hạn chế sai lệch do bong bóng giá hoặc thiếu dữ liệu (Doan & Bui, 2021). Ngoài ra, việc

sử dụng chỉ số giá BĐS như một biến đại diện cho kênh giá tài sản trong mô hình TDCSTT gặp nhiều hạn chế về dữ liệu. Khác với nhiều quốc gia phát triển đã xây dựng hệ thống thống kê chỉ số giá BĐS quốc gia theo chuẩn mực thống kê hiện đại, Việt Nam chưa hình thành một cơ sở dữ liệu chuẩn hóa, liên tục và minh bạch về chỉ số giá BĐS. Mặc dù, Tổng cục Thống kê Việt Nam đã ban hành hướng dẫn phương pháp tính chỉ số giá BĐS từ năm 2023, nhưng đây mới chỉ là bước hoàn thiện khuôn khổ kỹ thuật và định hướng phương pháp luận. Việc chưa kịp thời trong công bố chỉ số giá chính thức phản ánh những thách thức của hệ thống thống kê giá BĐS tại Việt Nam. Khác với các chỉ số giá truyền thống như CPI hay PPI vốn dựa trên hệ thống thu thập dữ liệu ổn định và có lịch sử dài hạn, việc xây dựng chỉ số giá BĐS đòi hỏi cơ sở dữ liệu giao dịch thực đầy đủ, liên tục và có kiểm chứng, điều mà thị trường Việt Nam hiện chưa đáp ứng được.

Hạn chế của dữ liệu quốc gia càng trở nên rõ rệt khi so sánh với dữ liệu do các tập đoàn tư vấn BĐS lớn như Savills, CBRE, DKRA... công bố. Mặc dù các tổ chức này thường xuyên phát hành báo cáo thị trường và được xem là nguồn tham khảo cho người dân, doanh nghiệp, song những dữ liệu này chưa đáp ứng đầy đủ tiêu chuẩn khoa học dành cho nghiên cứu học thuật. Khác với chỉ số giá quốc gia được xây dựng dựa trên phương pháp thống kê chính thức, các báo cáo của doanh nghiệp tư vấn chủ yếu dựa trên dữ liệu mẫu, tập trung vào phân khúc trung, cao cấp tại các đô thị lớn, do đó không có tính đại diện cho toàn bộ thị trường. Phương pháp thu thập và xử lý số liệu không được công khai đầy đủ và đặc biệt chỉ dựa trên giá chào bán chứ không phải giá giao dịch thực, sẽ không phản ánh đầy đủ về giá BĐS trong điều kiện thị trường Việt Nam. Bên cạnh đó, các dữ liệu này ngắn, chưa liên tục và phụ thuộc vào chiến lược công bố của doanh nghiệp. Vì vậy, khi so sánh với yêu cầu nghiên cứu học thuật, dữ liệu do các công ty BĐS công bố, rõ ràng chưa thể thay thế cho chỉ số giá BĐS chuẩn hóa do cơ quan quản lý nhà nước công bố.

Tóm lại, tổng hợp các cơ sở lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm nêu trên, việc sử dụng biến tăng trưởng TT BĐS là phù hợp cả về phương diện lý luận lẫn thực tiễn. Biến này không chỉ phản ánh sự thay đổi giá tài sản và hoạt động đầu tư của thị trường mà còn giúp khắc phục hạn chế về dữ liệu, đồng thời bám sát cơ chế TDCSTT tới khu vực kinh tế thực thông qua kênh giá tài sản (Yan, 2019). Trong nghiên cứu này, biến số

REM được đo lường bằng tốc độ tăng trưởng hàng quý (so sánh với cùng kỳ năm trước) từ nguồn dữ liệu chính thống của GSO; phản ánh sát thực sự biến động về giá trị của TT BĐS thông qua các hoạt động đầu tư và kinh doanh cho thuê. So với những chỉ số thường dùng trong các công trình trước đây như giá tính trên mét vuông, chỉ số giá BĐS hay bong bóng TT BĐS, thì thước đo này mang tính bao quát hơn vì tổng hợp được mọi giao dịch trên thị trường. Ngoài ra, việc sử dụng dữ liệu tăng trưởng từ GSO là lựa chọn tối ưu nhất hiện nay tại Việt Nam, trong bối cảnh các nguồn dữ liệu về chỉ số giá bất động sản vẫn còn nhiều hạn chế và chưa thực sự phù hợp.

3.3.3. Biến giá chứng khoán (VNI)

Về cơ sở lý thuyết, theo học thuyết chu kỳ sống của (Ando & Modigliani, 1963), chi tiêu tiêu dùng của hộ gia đình phụ thuộc vào nguồn lực tài sản của họ. Khi CSTT nói lỏng dẫn đến GCK tăng, giá trị tài sản ròng của cá nhân và hộ gia đình gia tăng, qua đó thúc đẩy chi tiêu tiêu dùng, làm tăng tổng cầu và sản lượng của nền kinh tế. Tương tự, (Mishkin, 2007) khẳng định rằng GCK là một thành phần quan trọng trong tài sản của hộ gia đình; khi GCK tăng, giá trị tài sản tài chính tăng lên, thúc đẩy chi tiêu và góp phần mở rộng tổng cầu. Ở góc độ kênh băng cân đối tài sản, (Bernanke và cộng sự, 1999) cho rằng GCK tăng giúp cải thiện giá trị tài sản ròng và khả năng tài chính của người đi vay; (Bernanke & Gertler, 2001) nhấn mạnh rằng điều này làm giảm chi phí vay vốn bên ngoài, tạo điều kiện cho doanh nghiệp tiếp cận tín dụng và mở rộng sản xuất kinh doanh, từ đó trực tiếp thúc đẩy TTKT.

Ở chiều ngược lại, các nghiên cứu thực nghiệm cũng chỉ ra rằng CSTT thắt chặt (tăng lãi suất) thường dẫn đến sự sụt giảm GCK do chi phí vay vốn tăng và giá trị hiện tại của dòng tiền kỳ vọng giảm (Juhro và cộng sự, 2021). Đồng thời, chỉ số chứng khoán mang tính chất kỳ vọng tương lai, phản ánh sớm các thay đổi của nền kinh tế thực và phản ứng nhanh chóng với các cú sốc CSTT trước khi các biến vĩ mô khác như GDP kịp điều chỉnh (Assenmacher-Wesche & Gerlach, 2008). Theo giả thuyết thị trường hiệu quả, GCK tại một thời điểm cụ thể (như ngày cuối quý) đã phản ánh đầy đủ mọi thông tin hiện có (Mishkin, 2007, 2022); do đó, việc sử dụng giá đóng cửa ngày cuối quý được coi là đại diện hợp lý cho kỳ vọng và trạng thái tài chính của nền kinh tế tại thời điểm đó (Chikwira & Mohammed, 2023).

Về bằng chứng thực nghiệm quốc tế, nhiều nghiên cứu đã sử dụng dữ liệu chỉ số chứng khoán theo tần suất quý trong phân tích TDCSTT và mối quan hệ giữa TTCK với TTKT. (Aleem, 2010) nghiên cứu TDCSTT tại Ấn Độ sử dụng dữ liệu theo quý cho chỉ số SENSEX-30 của Sở giao dịch chứng khoán Bombay. (Nyakerario & Morekwa, 2012) phân tích kênh giá tài sản tại Kenya với dữ liệu quý giai đoạn 1996-2009. (Tursoy & Faisal, 2016) nghiên cứu mối quan hệ giữa GCK và GDP tại Thổ Nhĩ Kỳ bằng dữ liệu theo quý từ quý 2/1989 đến quý 2/2014. (Bjørnland & Jacobsen, 2010) phân tích vai trò của giá tài sản trong TDCSTT tại Na Uy, Thụy Điển và Anh dựa trên dữ liệu quý. Beljo (2022) phân tích kênh giá tài sản tại Croatia sử dụng dữ liệu theo quý của chỉ số chứng khoán Sở giao dịch Zagreb. (Chikwira & Mohammed, 2023) sử dụng dữ liệu theo tần suất quý giai đoạn 2013-2022 để phân tích mối quan hệ giữa TTCK và TTKT thông qua mô hình VAR. Đáng chú ý, (Case và cộng sự, 2005), trong nghiên cứu so sánh hiệu ứng của cải giữa TTCK và BĐS, xác nhận rằng dữ liệu được đo lường tại thời điểm cuối mỗi kỳ, thay vì lấy giá trị trung bình trong kỳ, qua đó củng cố cơ sở phương pháp luận cho việc sử dụng giá tại thời điểm cuối kỳ.

Tại Việt Nam, các nghiên cứu thực nghiệm cũng kế thừa cách tiếp cận này. (Cảnh, 2014) trong nghiên cứu về TDCSTT đã sử dụng dữ liệu chỉ số VN-Index và HNX-Index tại thời điểm ngày giao dịch cuối cùng trong tháng để xây dựng chuỗi dữ liệu cho mô hình SVAR; do đó, việc lấy ngày cuối cùng của quý có thể xem là sự mở rộng hợp lý của phương pháp này đối với dữ liệu tần suất quý. (Tiên và cộng sự, 2019) sử dụng dữ liệu theo quý từ Quý 1/2000 đến Quý 4/2016 cho chỉ số GCK nhằm đánh giá TDCSTT đến TTKT Việt Nam. (Toàn & Trang, 2018) nghiên cứu tác động của các yếu tố tài chính đến thị trường nhà ở tại TP.HCM cũng sử dụng dữ liệu quý cho biến chỉ số chứng khoán trong giai đoạn 2009-2017.

Bảng 3.2. Quy mô giao dịch của sàn HOSE, sàn HNX và sàn UPCOM

Năm	Sàn HOSE		Sàn HNX		Sàn UPCOM	
	Tổng khối lượng giao dịch (triệu chứng khoán)	Tổng giá trị giao dịch (tỷ đồng)	Tổng khối lượng giao dịch (triệu chứng khoán)	Tổng giá trị giao dịch (tỷ đồng)	Tổng khối lượng giao dịch (triệu chứng khoán)	Tổng giá trị giao dịch (tỷ đồng)
2013	16.326	267.876	5.867	39.467	73	335
2014	33.375	546.061	7.505	95.733	257	2.973
2015	35.807	588.667	7.957	105.776	517	6.471
2016	41.520	715.350	7.550	95.772	1.055	13.921
2017	51.688	1.050.217	10.435	152.051	3.100	60.456
2018	53.649	1.257.654	8.356	114.770	3.890	81.391
2019	50.093	907.567	5.097	65.578	3.180	52.880
2020	88.352	1.619.100	8.441	114.770	5.680	82.597
2021	187.730	5.378.100	15.698	322.091	25.600	583.562
2022	189.658	3.993.440	13.593	257.653	22.050	334.305
2023	187.276	3.904.380	24.303	411.563	13.850	181.714
2024	197.643	4.721.085	18.224	359.500	14.750	216.516

Nguồn: Báo cáo thường niên của HOSE, HNX

Dựa trên bảng số liệu, có thể thấy sàn HOSE có quy mô vượt trội so với HNX và UPCOM cả về khối lượng lẫn giá trị giao dịch trong suốt giai đoạn 2013-2024. Sự chênh lệch này thể hiện rõ nhất ở các số liệu năm 2024, khi HOSE đạt 4.721.085 tỷ đồng, cao gấp hơn 13 lần HNX (359.500 tỷ đồng) và gần 22 lần UPCOM (216.516 tỷ đồng). Về khối lượng, HOSE ghi nhận 197.643 triệu chứng khoán, trong khi HNX đạt 18.224 triệu và UPCOM đạt 14.750 triệu chứng khoán. Ngay cả trong năm thị trường bùng nổ như 2021, giá trị giao dịch của HOSE đã đạt kỷ lục hơn 5,3 triệu tỷ đồng, tạo khoảng cách rất lớn so với mức vài trăm nghìn tỷ của hai sàn còn lại. Những số liệu này khẳng định vị thế trung tâm và sức hút dòng tiền vượt trội của HOSE đối với các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Luận án sử dụng dữ liệu chỉ số VN-Index tại thời điểm kết thúc ngày giao dịch của tháng cuối cùng trong mỗi quý để phản ánh biến động giá cổ phiếu trên TTCK Việt Nam. Dữ liệu chỉ số VN-Index được lấy tại thời điểm kết thúc ngày giao dịch của tháng cuối mỗi quý nhằm đảm bảo sự thống nhất với tần suất dữ liệu của các biến kinh tế vĩ mô. Cách lựa chọn này phản ánh xu hướng biến động giá cổ phiếu trong kỳ, hạn chế nhiều ngắn hạn và phù hợp với cách sử dụng dữ liệu cuối kỳ trong các nghiên cứu thực nghiệm về TDCSTT. Dữ liệu về chỉ số GCK được thu thập từ Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh.

3.3.4. Lãi suất tái cấp vốn (LS)

LS được xem là một trong những công cụ điều hành chủ đạo, phản ánh rõ nét định hướng CSTT theo hướng thắt chặt hay nới lỏng. Khác với các mức lãi suất cho vay mang tính phản ứng từ thị trường, LS là công cụ mang tính chủ động, thể hiện ý chí điều hành của cơ quan quản lý nhằm điều tiết mặt bằng lãi suất trong nền kinh tế. Do đó, việc sử dụng biến số này trong mô hình giúp nhận diện các cú sốc chính sách mang tính ngoại sinh chính xác hơn so với các loại lãi suất thị trường vốn chịu ảnh hưởng nội sinh từ cung cầu vốn (Tiên và cộng sự, 2019).

Trên thế giới, theo (Mishkin, 2007, 2022), sự thay đổi của lãi suất điều hành sẽ tác động đến lãi suất thị trường được sử dụng để chiết khấu dòng tiền, qua đó làm thay đổi giá trị hiện tại của các tài sản tài chính và BĐS. Trong khuôn khổ lý thuyết tiền tệ hiện đại, (Woodford, 2003) nhấn mạnh vai trò của lãi suất chính sách như một tín hiệu công bố chính thức, định hướng kỳ vọng của các tác nhân kinh tế về lạm phát và tăng trưởng; từ đó, các quyết định đầu tư vào chứng khoán và BĐS có thể điều chỉnh gần như ngay lập tức. Bằng chứng thực nghiệm của (Bjørnland & Jacobsen, 2010) cho thấy cú sốc lãi suất có tác động đáng kể đến giá tài sản. Tương tự, (Yan, 2019) chỉ ra rằng lãi suất thấp làm giảm chi phí vay thế chấp và chi phí vốn của các nhà phát triển BĐS, qua đó kích thích cầu nhà ở và đẩy giá BĐS tăng lên; ngược lại, việc tăng lãi suất là công cụ hữu hiệu để kiểm soát bong bóng giá tài sản (Yan, 2019; Zhang và cộng sự, 2018). Ngoài ra, theo (Woodford, 2003), việc sử dụng lãi suất điều hành thay vì các biến cung tiền còn giúp hạn chế sai số đo lường trong bối cảnh tốc độ lưu thông tiền tệ không ổn định hoặc công nghệ thanh toán thay đổi.

Đối với Việt Nam, các nghiên cứu thực nghiệm đều nhấn mạnh vai trò nổi bật của LS trong cơ chế TDCSTT. Theo (Phương và cộng sự, 2015), thay đổi lãi suất điều hành tác động đến lãi suất thị trường dùng để chiết khấu dòng tiền, từ đó ảnh hưởng đến giá trị tài sản. Nghiên cứu của (Tiên và cộng sự, 2019) xác định kênh lãi suất là kênh truyền dẫn chủ đạo và có tác động mạnh nhất đến TTKT Việt Nam; trong đó, lãi suất tái cấp vốn là biến có tác động trực tiếp và rõ ràng nhất đến sản lượng. Bằng chứng thực nghiệm cho thấy GDP phản ứng nhanh và mạnh trước các thay đổi của lãi suất tái cấp vốn trong giai đoạn 2000-2016, khẳng định vai trò điều tiết mặt bằng lãi suất chung của biến số này.

Tương tự, (Cảnh, 2014) liệt kê lãi suất tái cấp vốn là một trong những biến số quan trọng khi đo lường sự truyền dẫn của CSTT qua giá các tài sản tài chính. Theo (Lân & Giang, 2016), cũng như (Lan và cộng sự, 2022), so với lãi suất thị trường liên ngân hàng, lãi suất tái cấp vốn ít biến động cực đoan trong ngắn hạn và phản ánh rõ hơn ý chí chủ quan của nhà điều hành thay vì các vấn đề thanh khoản tạm thời của hệ thống ngân hàng. Trong bối cảnh NHNN giữ vai trò là người cho vay cuối cùng đối với hệ thống ngân hàng, lãi suất tái cấp vốn chính là mức phí áp dụng cho các khoản vay ngắn hạn đối với ngân hàng thương mại, qua đó trực tiếp điều tiết thanh khoản và chi phí vốn toàn hệ thống. Nghiên cứu của (Loi & Dang, 2023) cũng chứng minh rằng lãi suất tái cấp vốn là một chỉ báo quan trọng, có ý nghĩa thống kê trong việc đo lường vị thế CSTT tại Việt Nam.

Tóm lại, việc lựa chọn LS làm biến đại diện giúp mô hình phản ánh sát thực tiễn điều hành CSTT tại Việt Nam, đồng thời nắm bắt được các phản ứng nhạy cảm của TTTS. Sự lựa chọn này cũng phù hợp với xu hướng chuyển dịch từ điều hành theo khối lượng sang điều hành theo giá của các NHTW hiện đại (Woodford, 2003). Việc sử dụng lãi suất tái cấp vốn không chỉ bảo đảm cơ sở khoa học về mặt lý thuyết với vai trò là công cụ điều hành trực tiếp mà còn được củng cố bởi bằng chứng thực nghiệm về khả năng giải thích biến động của TTKT và giá tài sản trong bối cảnh đặc thù của nền kinh tế Việt Nam. Thực nghiệm tại Việt Nam cho thấy biến số này có ý nghĩa thống kê và phản ánh rõ vị thế CSTT (Loi & Dang, 2023). Do đó, việc sử dụng LS là phù hợp, bởi biến số này vừa thể hiện đúng định hướng chính sách của NHNN, vừa có mối liên hệ trực tiếp với các cơ chế định giá tài sản thông qua kênh chiết khấu dòng tiền, đồng thời đã được kiểm chứng về hiệu quả thực nghiệm trong các nghiên cứu liên quan đến hệ thống ngân hàng Việt Nam. Dữ liệu về lãi suất tái cấp vốn được thu thập từ NHNN Việt Nam.

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

Đại dịch COVID-19 được xác định là một cú sốc y tế khốc liệt, chưa từng có tiền lệ, gây ra những tác động tiêu cực mạnh mẽ đến mọi mặt của nền kinh tế toàn cầu và Việt Nam (Thuấn, 2020). Sự bùng phát của đại dịch đã đẩy nhiều nền kinh tế, bao gồm cả các cường quốc và các nước đang phát triển, rơi vào tình trạng tăng trưởng thấp hoặc suy thoái đột ngột (Zhang & Pan, 2021). Nghiên cứu chỉ ra rằng trong giai đoạn tăng

trường chậm do COVID-19, phản ứng của TT BĐS đối với các cú sốc đầu ra trở nên yếu hơn so với các giai đoạn khác (Zhang & Pan, 2021). Nghiên cứu của (Beljo, 2022) cho thấy các cuộc khủng hoảng lớn như khủng hoảng tài chính 2008 hay đại dịch COVID-19 tạo ra các "vết rạn cấu trúc" trong chuỗi dữ liệu thời gian. Đại dịch COVID-19 không chỉ là một cuộc khủng hoảng y tế mà còn là một cú sốc kinh tế chưa từng có, làm sụt giảm sản xuất và khiến chi tiêu của hộ gia đình cũng như doanh nghiệp bị đình trệ nghiêm trọng (Mishkin, 2022). Các nghiên cứu hiện đại khi phân tích tác động vĩ mô đều đưa biến COVID-19 vào như một biến kiểm soát quan trọng để tách biệt chính xác tác động của chính sách nội địa khỏi các tác động nhiễu từ cú sốc bên ngoài này (Checo và cộng sự, 2024).

Bên cạnh đó, sự bùng phát của đại dịch vào đầu năm 2020 đã dẫn đến sự sụt giảm mạnh của giá cổ phiếu và gia tăng đột biến độ biến động trên toàn cầu. Các nghiên cứu chỉ ra rằng đại dịch COVID-19 dẫn đến sự co hẹp thực tế của các hoạt động kinh tế, phản ánh qua sự sụt giảm nghiêm trọng của GDP thực tế. Tác động của COVID-19 đối với GDP và tiêu dùng tại nhiều quốc gia được ước tính tương đương với những giai đoạn suy thoái lớn nhất trong lịch sử, như cuộc Đại suy thoái 2008-2009 (Barro và cộng sự, 2020). Hơn nữa, COVID-19 đã kích hoạt một trong những đợt sụp đổ TTCK độc nhất lịch sử do nhà đầu tư kỳ vọng tăng trưởng cổ tức thấp hơn và yêu cầu tỷ suất sinh lời cao hơn (Mishkin, 2022). Đại dịch làm gia tăng sự biến động và các cú sốc giá cực đoan, ảnh hưởng đến tính thanh khoản và tâm lý nhà đầu tư (Chikwira & Mohammed, 2023). Các biện pháp phong tỏa và sự bất ổn về kinh tế đã làm gián đoạn các hoạt động đầu tư BĐS, gây áp lực giảm giá nhà và giá trị TSTC (Mishkin, 2022; Muda và cộng sự, 2020).

Trong khi đó, nghiên cứu tại Việt Nam chỉ ra rằng tác động của CSTT đến việc cung ứng tín dụng của ngân hàng trở nên mạnh mẽ và rõ rệt hơn trong giai đoạn COVID-19. Do đó, nếu không có biến Covid, mô hình có thể ước lượng sai lệch cường độ tác động của lãi suất đến nền kinh tế (Loi & Dang, 2023). Đồng thời, việc kế thừa các khung phân tích từ các nghiên cứu đi trước cho thấy biến Covid đóng vai trò như một biến số cấu trúc, giúp mô hình nhận diện chính xác các thay đổi trong hành vi của nhà đầu tư, tổ chức tín dụng và hiệu quả thực tế của các công cụ CSTT trong bối cảnh khủng hoảng (Checo và cộng sự, 2024; Loi & Dang, 2023).

Biến giả về đại dịch Covid-19 (COVID) được thiết lập dưới dạng biến nhị phân, nhận giá trị bằng 1 trong các quý mà Việt Nam chịu ảnh hưởng bởi đại dịch (từ quý I/2020 đến quý IV/2021) và bằng 0 ở các giai đoạn còn lại. Đại dịch Covid-19 đã gây ra những tác động nghiêm trọng đến kinh tế xã hội Việt Nam, làm gián đoạn hoạt động sản xuất, kinh doanh và ảnh hưởng tiêu cực đến TTKT. Trong giai đoạn này, NHNN đã kịp thời triển khai nhiều biện pháp điều hành CSTT nhằm hỗ trợ nền kinh tế, bao gồm giảm các mức lãi suất điều hành và tỷ lệ dự trữ bắt buộc, thực hiện cơ cấu lại thời hạn trả nợ, miễn giảm lãi vay, giữ nguyên nhóm nợ và tháo gỡ khó khăn về vốn cho khách hàng. Việc đưa biến giả COVID vào mô hình nhằm kiểm soát ảnh hưởng của cú sốc vĩ mô đặc biệt này đối với TTKT Việt Nam. Biến này cũng được sử dụng trong các nghiên cứu của (Beljo, 2022; Loi & Dang, 2023).

3.4. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Trong nghiên cứu này, phương pháp định lượng dự kiến được sử dụng nhằm kiểm định và phân tích cơ chế TDCSTT thông qua kênh giá tài sản đến TTKT. Cụ thể, các mô hình VAR, VECM và ARDL được vận dụng để xác định mối quan hệ động và mức độ tác động của các biến CSTT đến giá tài sản và TTKT trong ngắn hạn và dài hạn. Bên cạnh đó, mô hình NARDL được áp dụng để phân tích tính bất cân xứng trong phản ứng của TTKT trước các biến động tăng và giảm của giá tài sản, qua đó làm rõ đặc điểm phi tuyến trong cơ chế TDCSTT.

3.4.1. Phương pháp VAR

3.4.1.1. Các bằng chứng thực nghiệm

Nhiều nghiên cứu đã áp dụng mô hình VAR nhằm khám phá mối liên hệ đa chiều giữa CSTT, giá tài sản và các biến kinh tế vĩ mô. Trong kinh tế học vĩ mô hiện đại, mô hình VAR, được khởi xướng bởi (Sims, 1980), đã trở thành một công cụ phân tích hiệu quả, cho phép xem xét đồng thời mối quan hệ tương tác động giữa các biến nội sinh mà không cần áp đặt quá nhiều ràng buộc lý thuyết.

Trên thế giới, nhiều học giả đã vận dụng VAR và các biến thể của nó để xem xét tác động của CSTT đến giá tài sản và TTKT. (Goodhart & Hofmann, 2008) sử dụng Panel VAR với hiệu ứng cố định trên dữ liệu của 17 quốc gia công nghiệp hóa nhằm xác định mối quan hệ qua lại giữa giá nhà, cung tiền, tín dụng và hoạt động kinh tế thực; phương pháp Panel VAR giúp gia tăng hiệu quả và sức mạnh phân tích so với ước lượng

VAR riêng lẻ cho từng quốc gia vốn thường bị hạn chế về số bậc tự do. Tương tự, (Assenmacher-Wesche & Gerlach, 2008) vận dụng Panel VAR trên dữ liệu của 17 quốc gia OECD để nghiên cứu mối liên hệ giữa CSTT, giá tài sản (nhà đất và cổ phiếu) và các điều kiện kinh tế vĩ mô.

Ở cấp độ quốc gia, (Aleem, 2010) sử dụng VAR để phân tích các kênh truyền dẫn tại Ấn Độ, qua đó xác định phản ứng của sản lượng và giá cả trước các cú sốc lãi suất. (Mohanty, 2012) hay (Mishra và cộng sự, 2016) tiếp tục sử dụng Structural VAR (SVAR) nhằm tách biệt các cú sốc chính sách từ NHTW và đo lường mức độ lan tỏa đến lãi suất thị trường cũng như sản lượng thực. Trong khi đó, (Juhro và cộng sự, 2021), khi nghiên cứu các quốc gia ASEAN-5, đã khẳng định sự phụ thuộc lẫn nhau mạnh mẽ giữa CSTT và giá tài sản (đặc biệt là chứng khoán) thông qua mô hình SVAR, cho thấy GCK sụt giảm đáng kể trước một cú sốc thắt chặt tiền tệ.

Tại các nền kinh tế mới nổi hoặc đang phát triển, kết quả thực nghiệm cũng cung cấp nhiều bằng chứng đáng chú ý. (Isakova, 2008) sử dụng mô hình VAR 5 biến (thu nhập thực, chỉ số giá, lãi suất chính sách, cung tiền và tỷ giá) tại các quốc gia Trung Á có đặc điểm tương đồng với Việt Nam, cho thấy mặc dù kênh tỷ giá phát huy vai trò mạnh mẽ, kênh lãi suất vẫn còn hạn chế do thị trường tài chính chưa phát triển đầy đủ. (Nyakerario & Morekwa, 2012) áp dụng VAR để đánh giá hiệu quả của kênh giá tài sản tại Kenya, tập trung vào biến động TTCK và các biến số vĩ mô. (Ramlogan, 2007) sử dụng mô hình VAR cấu trúc cho Trinidad và Tobago nhằm thiết lập mối liên hệ giữa dự trữ bắt buộc, tín dụng và đầu ra thực tế. Bên cạnh đó, (Vargas-Silva, 2008) vận dụng VAR với các ràng buộc về dấu để nghiên cứu tác động của CSTT đến thị trường nhà đất Hoa Kỳ, qua đó cho thấy tính linh hoạt của phương pháp này trong việc tích hợp các giả định lý thuyết vào khung phân tích thực nghiệm. Ngoài ra, (Corallo, 2006) nghiên cứu trường hợp ở Đức và Anh, nhấn mạnh rằng các kỹ thuật VAR truyền thống cho phép diễn giải các đổi mới của biến số như những cú sốc ngoài dự kiến, góp phần làm rõ CCTD động của chính sách.

Tại Việt Nam, việc ứng dụng mô hình VAR và SVAR để nghiên cứu TDCSTT ngày càng trở nên phổ biến nhờ khả năng xử lý mối quan hệ tương tác phức tạp giữa các biến nội sinh (Anwar & Nguyen, 2018). (Cảnh, 2014; Phương và cộng sự, 2015) vận dụng SVAR để kiểm định sự TDCSTT qua kênh giá tài sản tài chính, đồng thời nhấn

mạnh vai trò của cung tiền đối với sự biến động của chỉ số chứng khoán. (Sửu & Hào, 2017) sử dụng mô hình SVAR để đo lường tác động của CSTT qua kênh giá tài sản, cụ thể là VN-Index, đến tăng trưởng công nghiệp và lạm phát.

Ở phạm vi TT BĐS và tín dụng, (Toàn & Trang, 2018) sử dụng mô hình VAR để phân tích tác động đồng thời của các yếu tố tài chính (GDP, M2, lãi suất, chứng khoán) đến thị trường nhà ở tại TP. Hồ Chí Minh. (Thái & Lam, 2016) mở rộng phạm vi nghiên cứu bằng mô hình Panel VAR nhằm xem xét mối quan hệ đa chiều giữa chính sách tín dụng và giá BĐS. (Vo & Nguyen, 2017) sử dụng VAR để kiểm tra sự tồn tại của kênh lãi suất, tỷ giá và giá tài sản, kết luận rằng kênh giá tài sản còn tương đối yếu trong giai đoạn 2003-2012. Gần đây, (Duy, 2023) tiếp tục sử dụng VAR để xác định mối liên hệ ngắn hạn giữa lãi suất và TTKT tại Việt Nam giai đoạn 2000-2021, qua đó tìm thấy mối quan hệ nghịch biến trong ngắn hạn nhưng không tồn tại liên kết trong dài hạn.

3.4.1.2. Ưu điểm

Khác với các mô hình hồi quy đơn truyền thống, VAR xem xét tất cả các biến số kinh tế vĩ mô đều là nội sinh, qua đó phản ánh sát thực tế rằng CSTT không chỉ tác động đến giá tài sản mà ngược lại, sự biến động của giá tài sản cũng ảnh hưởng đến các quyết định điều hành của NHTW (Anwar & Nguyen, 2018). Cách tiếp cận này cho phép nắm bắt đầy đủ mối quan hệ tương tác hai chiều giữa khu vực tiền tệ và thị trường tài chính, thay vì giả định một chiều nhân quả như trong các mô hình truyền thống.

Trong mô hình VAR, tất cả các biến số đều được coi là nội sinh và có thể tương tác lẫn nhau theo thời gian (Yan, 2019). Điều này đặc biệt quan trọng bởi trong khi CSTT tác động đến giá tài sản, các NHTW cũng thường phản ứng trở lại trước biến động của thị trường tài chính nhằm bảo đảm ổn định kinh tế vĩ mô và ổn định tài chính (Rigobon & Sack, 2004). Thực tiễn cho thấy lãi suất ảnh hưởng đến giá tài sản, nhưng đồng thời NHTW cũng điều chỉnh chính sách khi thị trường tài chính biến động mạnh (Mohanty, 2012); VAR cho phép tất cả các biến số trong hệ thống đều là nội sinh, qua đó phản ánh đúng mối quan hệ hai chiều này (Chikwira & Mohammed, 2023; Igbinsosa & Obayagbona, 2012).

Thông qua hàm phản ứng xung (IRF), mô hình cho phép quan sát sự phản ứng của TTKT và lạm phát trước một cú sốc bất ngờ từ giá tài sản hoặc lãi suất theo thời gian (Bernanke & Gertler, 1995). Đồng thời, thông qua hàm phản ứng xung và phân rã

phương sai sai số dự báo, nghiên cứu có thể theo dõi quỹ đạo tác động của một cú sốc tiền tệ lên giá tài sản và TTKT theo từng giai đoạn, từ đó làm rõ độ lớn và độ trễ của chính sách, yếu tố có ý nghĩa then chốt trong điều hành vĩ mô (Mohanty, 2012). Bên cạnh đó, công cụ phân rã phương sai giúp xác định tầm quan trọng của kênh giá tài sản so với các kênh khác (như kênh lãi suất, tỷ giá) trong việc giải thích sự biến động của TTKT (Beljo, 2022), qua đó củng cố cơ sở thực nghiệm cho việc đánh giá hiệu quả truyền dẫn chính sách.

Đối với mô hình SVAR, việc cho phép áp đặt các ràng buộc cấu trúc (chẳng hạn ràng buộc ngắn hạn về thứ tự tác động của các biến) dựa trên các học thuyết kinh tế như Tobin's q hay hiệu ứng của cải giúp quá trình nhận diện các cú sốc CSTT trở nên chính xác hơn và có ý nghĩa kinh tế rõ ràng hơn (Phương và cộng sự, 2015).

3.4.1.3. Hạn chế

Các nghiên cứu quốc tế đã chỉ ra nhiều hạn chế mang tính phương pháp luận của mô hình VAR. Trước hết, các mô hình VAR quy mô nhỏ (chỉ gồm vài biến số) thường gặp rủi ro thiếu hụt thông tin. Nếu các tác nhân kinh tế kỳ vọng dựa trên một tập thông tin rộng lớn hơn những gì mô hình VAR bao hàm, kết quả ước lượng có thể bị chệch (Alessi & Kerssenfischer, 2019). Đồng thời, khi số lượng biến số tăng lên, số lượng tham số cần ước lượng sẽ tăng lên nhanh chóng, dẫn đến hiện tượng mất bậc tự do và làm giảm độ chính xác của các ước lượng, đặc biệt khi chuỗi dữ liệu ngắn (Alessi & Kerssenfischer, 2019). Tương tự, khi số lượng biến số tăng lên hoặc độ trễ kéo dài, số lượng tham số cần ước lượng sẽ tăng lên theo cấp số nhân, làm giảm số bậc tự do, đặc biệt là với các mẫu dữ liệu ngắn tại các nước đang phát triển (Lim & McNelis, 2008). Nhận định này cũng được củng cố bởi (Peersman & Smets, 2001), khi cho rằng số lượng biến số và độ trễ gia tăng sẽ làm số tham số ước lượng tăng rất nhanh, từ đó làm giảm bậc tự do và độ chính xác của các ước lượng, nhất là trong bối cảnh dữ liệu hạn chế thường thấy ở các nền kinh tế đang phát triển.

Bên cạnh vấn đề về quy mô mô hình, các nghiên cứu còn chỉ ra những hạn chế liên quan đến phương pháp nhận dạng và suy luận. Cụ thể, kết quả của hàm phản ứng xung trong các mô hình VAR rất nhạy cảm với việc sắp xếp thứ tự các biến (Bjørnland & Leitimo, 2009). Trong phương pháp phân rã Cholesky truyền thống, kết quả IRF phụ thuộc mạnh mẽ vào thứ tự của các biến trong hệ thống (Vargas-Silva, 2008). Việc sắp

xếp biến nào trước (có tác động tức thời đến các biến sau nhưng không ngược lại) đòi hỏi nền tảng lý thuyết vững chắc và sự am hiểu về độ trễ của các biến số kinh tế (Peersman & Smets, 2001). Ngoài ra, việc lựa chọn độ trễ không tối ưu cũng có thể dẫn đến hiện tượng tự tương quan phần dư hoặc làm mô hình mất tính ổn định (Beljo, 2022). Hơn nữa, các kiểm định tiêu chuẩn trong VAR có thể bị méo mó nếu cỡ mẫu quá nhỏ, dẫn đến những kết luận thiếu chính xác về mặt thống kê (Christopoulos & Tsionas, 2004).

Một hạn chế quan trọng khác liên quan đến đặc tính chuỗi thời gian của dữ liệu vĩ mô. Các biến số vĩ mô thường không dừng (Tursoy & Faisal, 2016), và việc ước lượng VAR trên dữ liệu không dừng có thể dẫn đến hiện tượng hồi quy ảo (Chikwira & Mohammed, 2023). Trong trường hợp các biến số không dừng và có mối quan hệ đồng liên kết, việc sử dụng VAR trên sai phân bậc 1 có thể làm mất đi các thông tin về mối quan hệ cân bằng trong dài hạn (Aleem, 2010). Tương tự, nếu các biến có mối quan hệ đồng liên kết nhưng chỉ sử dụng VAR trên sai phân sẽ làm mất đi thông tin về mối quan hệ dài hạn quan trọng (Tchereni và cộng sự, 2022).

3.4.2. Phương pháp VECM

3.4.2.1. Các bằng chứng thực nghiệm

Trong các nghiên cứu về kinh tế vĩ mô và tài chính, phương pháp VECM được áp dụng rộng rãi nhằm kiểm định các mối quan hệ giữa các biến số tiền tệ và các biến số kinh tế thực. Đặc trưng nổi bật của phương pháp này là khả năng xử lý các chuỗi thời gian không dừng nhưng tồn tại mối quan hệ đồng liên kết trong dài hạn (Beljo, 2022).

Nghiên cứu của (Beljo, 2022) nhấn mạnh việc sử dụng thủ tục kiểm định Johansen để xác định quan hệ cân bằng dài hạn giữa các biến số thực và tiền tệ trước khi tiến hành ước lượng mô hình hiệu chỉnh sai số, qua đó bảo đảm tính nhất quán về mặt phương pháp luận. Tương tự, (Zhenyu & Taltavull, 2020) ứng dụng mô hình VECM cho dữ liệu mảng nhằm phân tích dòng vốn đầu tư quốc tế vào lĩnh vực BĐS Tây Ban Nha, đồng thời nhấn mạnh vai trò của cung tiền M3 và lãi suất thực trong việc giải thích động thái của dòng vốn. Bên cạnh đó, (Tchereni và cộng sự, 2022) cung cấp bằng chứng thực nghiệm tại Malawi, cho thấy biến động lãi suất gây ra những thay đổi có ý nghĩa thống kê trong giá cổ phiếu, từ đó tác động đến GDP; kết quả này minh chứng cho sự vận hành của kênh giá tài sản thông qua thuyết Q của Tobin và hiệu ứng của cải.

3.4.2.2. Ưu điểm

Trên phương diện phương pháp luận, VECM xem tất cả các biến số trong mô hình như những biến nội sinh, không xác định trước biến phụ thuộc và biến độc lập (Beljo, 2022). Cách tiếp cận này phản ánh sát thực tiễn kinh tế, khi giá tài sản và CSTT thường tồn tại mối quan hệ tương tác hai chiều và diễn ra đồng thời (Bjørnland & Leitemo, 2009).

Thông qua việc sử dụng các hàm phản ứng xung và phân rã phương sai, nhà nghiên cứu có thể định lượng mức độ đóng góp của từng cú sốc từ giá tài sản đến sự biến động của GDP qua các khoảng thời gian khác nhau (Beljo, 2022). Đây là công cụ quan trọng nhằm làm rõ CCTD động của các cú sốc chính sách và cú sốc thị trường trong ngắn hạn và trung hạn.

Một trong những thách thức lớn khi phân tích mối quan hệ giữa giá tài sản và lãi suất là hiện tượng tác động qua lại đồng thời giữa các biến số (Corallo, 2006). Trong bối cảnh đó, VECM xử lý toàn bộ các biến trong hệ thống như các biến nội sinh, cho phép mỗi biến phản ứng không chỉ với các giá trị trễ của chính nó mà còn với các giá trị trễ của các biến khác (Chikwira & Mohammed, 2023; Igbinosa & Obayagbona, 2012). Nhờ vậy, mô hình góp phần hạn chế thiên lệch do bỏ sót biến hoặc do xác định sai chiều hướng tác động nhân quả (Ghatak & Siddiki, 2001).

Hơn nữa, thông qua việc kiểm định nghiệm đơn vị và đồng liên kết trước khi ước lượng, phương pháp này giúp tránh nguy cơ rút ra các kết luận sai lệch khi đối với các chuỗi không dừng như GDP hay giá tài sản (Tchereni và cộng sự, 2022).

3.4.2.3. Hạn chế

Bên cạnh những ưu điểm về mặt phương pháp luận, mô hình VECM cũng tồn tại một số hạn chế đáng lưu ý. Trước hết, khi đưa vào mô hình quá nhiều biến số và lựa chọn độ trễ lớn, số lượng tham số cần ước lượng sẽ gia tăng nhanh chóng (Alessi & Kerssenfischer, 2019). Hệ quả là bậc tự do bị thu hẹp, từ đó có thể dẫn đến các ước lượng kém chính xác nếu số quan sát không đủ lớn (Beljo, 2022).

Về phương diện dữ liệu và bối cảnh kinh tế, trong một nền kinh tế nhỏ và mở như Việt Nam, các biến số trong nước thường chịu ảnh hưởng mạnh từ các yếu tố ngoại sinh, chẳng hạn như lãi suất của FED hoặc giá dầu thế giới (Anwar & Nguyen, 2018). Nếu các biến ngoại sinh này không được kiểm soát phù hợp, kết quả thực nghiệm có thể

xuất hiện hiện tượng “price puzzle” (Aleem, 2010). Đồng thời, trong điều kiện dữ liệu vĩ mô có tần suất thấp hoặc chuỗi thời gian chưa đủ dài, các ước lượng có thể bị chệch (Christopoulos & Tsionas, 2004). Hơn nữa, nếu cấu trúc nền kinh tế thay đổi đáng kể trong giai đoạn nghiên cứu, các tham số ước lượng có thể không còn ổn định (Lucas 1976).

Xét về kỹ thuật ước lượng, kiểm định đồng liên kết Johansen thường đòi hỏi số lượng quan sát đủ lớn để bảo đảm độ tin cậy thống kê; trong các mẫu nhỏ, kết quả ước lượng có thể kém chính xác (Pahlavani và cộng sự, 2005; Pesaran và cộng sự, 2001). Ngoài ra, phương pháp này giả định các mối quan hệ giữa các biến là tuyến tính và đối xứng, trong khi thực tế cho thấy tác động của CSTT có thể mang tính bất cân xứng; do đó, mô hình khó nắm bắt đầy đủ các đặc điểm này nếu không được mở rộng theo hướng phi tuyến (Shin và cộng sự, 2014).

Cuối cùng, việc áp dụng các ràng buộc lý thuyết nhằm nhận diện các cú sốc cấu trúc trong mô hình thường hàm chứa yếu tố chủ quan nhất định (Nyakerario & Morekwa, 2012), điều này có thể ảnh hưởng đến tính vững chắc của kết quả thực nghiệm.

3.4.3. Phương pháp ARDL

Mô hình ARDL là công cụ kinh tế lượng hữu hiệu trong phân tích cơ chế TDCSTT, đặc biệt trong bối cảnh các chuỗi dữ liệu có tính dừng khác nhau ($I(0)$ hoặc $I(1)$). Được phát triển bởi (Pesaran và cộng sự, 2001), mô hình ARDL cho phép ước lượng đồng thời mối quan hệ dài hạn giữa các biến thông qua phương pháp kiểm định Bounds Test, đồng thời xem xét động thái điều chỉnh trong ngắn hạn thông qua mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM). Trong lĩnh vực nghiên cứu CSTT, ARDL được sử dụng để đánh giá mức độ và hướng tác động của các công cụ chính sách như lãi suất, cung tiền hoặc tín dụng lên các biến kinh tế vĩ mô như lạm phát, TTKT và tỷ giá hối đoái. Với ưu điểm không yêu cầu các biến phải có cùng bậc dừng, khả năng xử lý mẫu nhỏ và phản ánh linh hoạt mối quan hệ động giữa các biến, mô hình ARDL ngày càng được ứng dụng rộng rãi trong các nghiên cứu thực nghiệm về TDCSTT tại các nền kinh tế đang phát triển, trong đó có Việt Nam.

3.4.3.1. Các bằng chứng thực nghiệm

Trong các nghiên cứu về cơ chế TDCSTT, việc xác định đồng thời mối quan hệ dài hạn và ngắn hạn giữa các biến số như lãi suất, cung tiền, giá tài sản (GCK, BĐS) và

TTKT có ý nghĩa đặc biệt quan trọng (Yan, 2019; Zhang & Pan, 2021). So với các phương pháp đồng liên kết truyền thống vốn đòi hỏi các biến phải có cùng bậc tích hợp thì mô hình ARDL do (Pesaran và cộng sự, 2001) đề xuất, cung cấp một khuôn khổ tiếp cận linh hoạt và hiệu quả hơn khi cho phép xử lý các chuỗi dữ liệu có bậc tích hợp khác nhau.

Trong bối cảnh quốc tế, phương pháp ARDL được áp dụng rộng rãi để xem xét mối liên hệ giữa thị trường tài chính và các biến số thực. (Isakova, 2008) sử dụng cấu trúc ARDL để ước lượng mức độ truyền dẫn từ lãi suất điều hành của NHTW sang các loại lãi suất thị trường tại khu vực Trung Á, qua đó đánh giá hiệu quả của CSTT. (Bjørnland & Leitemo, 2009) vận dụng ARDL nhằm phân định rõ giữa tác động tức thời và tác động tích lũy của CSTT lên giá BĐS và cổ phiếu. (Pahlavani và cộng sự, 2005) phân tích mối quan hệ giữa thương mại và TTKT tại Iran, nhấn mạnh khả năng xử lý của mô hình trong bối cảnh tồn tại các điểm gãy cấu trúc. (Pan & Mishra, 2018), trong nghiên cứu tại Trung Quốc, đã kết hợp ARDL với kiểm định nghiệm đơn vị để phân tích tác động của TTCK đối với TTKT, phát hiện mối quan hệ tiêu cực dài hạn giữa khu vực thực và thị trường vốn do hiện tượng bong bóng kinh tế. (M. Qamruzzaman & J. Wei, 2018), nghiên cứu tại Bangladesh, xác nhận sự tồn tại của mối quan hệ dài hạn và ổn định giữa đổi mới tài chính, phát triển TTCK và phúc lợi kinh tế. Trong lĩnh vực thị trường vốn, (Tursoy & Faisal, 2016) sử dụng ARDL để kiểm định mối liên hệ giữa giá cổ phiếu và TTKT tại Thổ Nhĩ Kỳ, qua đó khẳng định sự tồn tại của đồng liên kết dài hạn và tính ưu việt của phương pháp này so với các kiểm định truyền thống. Bên cạnh đó, nhiều nghiên cứu cũng cho thấy việc ứng dụng ARDL giúp làm sáng tỏ cách thức giá tài sản phản ứng trước các cú sốc cung tiền và lãi suất, từ đó tác động đến tổng cầu thông qua tiêu dùng và đầu tư của doanh nghiệp (Phương và cộng sự, 2015).

Tại Việt Nam, các nghiên cứu thực nghiệm cũng ghi nhận tính phù hợp của phương pháp này. (Phong & Vân, 2015) đã áp dụng mô hình ARDL để kiểm chứng tác động của các nhân tố vĩ mô đến chỉ số chứng khoán Việt Nam, qua đó cho thấy khả năng của ARDL trong việc xác định các mối quan hệ đồng liên kết giữa biến CSTT và giá tài sản trong cả ngắn hạn và dài hạn, ngay cả khi các chuỗi dữ liệu có bậc tích hợp khác nhau. (Nguyen và cộng sự, 2016) sử dụng ARDL để đánh giá tác động của CSTT (lãi suất, tỷ giá, dự trữ bắt buộc) lên giá cổ phiếu (VN-Index), đồng thời xem xét các cú sốc

thị trường trong cả ngắn hạn và dài hạn. (Huong & Trung, 2020) sử dụng ARDL nhằm làm rõ vai trò của giá vàng và lãi suất đối với chỉ số VN-Index. (Doan & Bui, 2021) tiếp tục ứng dụng phương pháp này để mô hình hóa mối quan hệ giữa TTCK và TTBD, cho thấy sự tương tác phức tạp giữa hai loại tài sản trong cả ngắn hạn và dài hạn.

3.4.3.2. Ưu điểm

Khác với các phương pháp yêu cầu tất cả các biến phải cùng dừng tại sai phân bậc 1, mô hình ARDL cho phép các biến số có thể dừng ở các bậc tích hợp khác nhau, bao gồm cả $I(0)$ và $I(1)$ (Phương và cộng sự, 2015). Đây là một đặc điểm đặc biệt quan trọng trong nghiên cứu CSTT, khi các biến như lãi suất thường có tính dừng ngay tại chuỗi gốc $I(0)$, trong khi các biến như sản lượng hoặc cung tiền thường dừng tại sai phân bậc một $I(1)$ (Anwar & Nguyen, 2018).

Về phương diện phương pháp luận, khác với phương pháp đồng liên kết Johansen vốn yêu cầu các biến phải cùng dừng ở bậc một $I(1)$ và đòi hỏi cỡ mẫu đủ lớn để đảm bảo tính hợp lệ của kiểm định thì phương pháp kiểm định biên (Bounds Test) trong khuôn khổ ARDL cho phép các biến có bậc tích hợp khác nhau, có thể là $I(0)$, $I(1)$ hoặc hỗn hợp cả hai (Ghatak & Siddiki, 2001; Pesaran và cộng sự, 2001). Đây được xem là một trong những ưu điểm nổi bật nhất của ARDL. Đồng thời, trong khi nhiều phương pháp đồng liên kết khác yêu cầu mẫu dữ liệu lớn để đảm bảo độ tin cậy, ARDL được chứng minh là mang lại kết quả ổn định và có ý nghĩa thống kê cao ngay cả khi cỡ mẫu tương đối hạn chế (Ghatak & Siddiki, 2001; Pahlavani và cộng sự, 2005; Shin và cộng sự, 2014).

Bên cạnh đó, mô hình ARDL cho phép ước lượng đồng thời mối quan hệ dài hạn và các biến động ngắn hạn thông qua mô hình ECM. Dạng thức này có thể dễ dàng được thiết lập từ mô hình ARDL, qua đó giúp đo lường tốc độ điều chỉnh của mô hình về trạng thái cân bằng dài hạn sau khi chịu các cú sốc ngắn hạn từ chính sách hoặc TTTS từ đó cung cấp cái nhìn chi tiết về CCTD (Isakova, 2008; Pahlavani và cộng sự, 2005).

Trong bối cảnh Việt Nam, nơi chuỗi dữ liệu của thị trường tài chính và BĐS thường khá ngắn do lịch sử hình thành thị trường còn non trẻ (Toàn & Trang, 2018), ưu điểm về yêu cầu cỡ mẫu của ARDL càng trở nên có ý nghĩa thực tiễn. Thực nghiệm cho thấy ARDL mang lại kết quả ước lượng đáng tin cậy và có hiệu suất cao hơn so với các mô hình hệ phương trình phức tạp khi đối mặt với hạn chế về số lượng quan sát.

3.4.3.3. Hạn chế

Mặc dù sở hữu nhiều ưu điểm về mặt phương pháp luận, mô hình ARDL vẫn tồn tại những hạn chế nhất định. Trước hết, phương pháp này hoàn toàn không áp dụng được nếu dữ liệu tồn tại biến số dừng ở sai phân bậc hai $I(2)$ (Ghatak & Siddiki, 2001). (Assenmacher-Wesche & Gerlach, 2008) cũng chỉ ra rằng ARDL sẽ trở nên vô giá trị trong trường hợp bao gồm các biến $I(2)$. Trong các nghiên cứu về giá tài sản và tín dụng, một số chuỗi dữ liệu thực tế chẳng hạn như giá nhà đất hoặc cung tiền ở một số quốc gia có thể thể hiện tính chất $I(2)$, khi đó các giá trị tới hạn của kiểm định biên sẽ không còn hiệu lực (Igan và cộng sự, 2011).

Bên cạnh ràng buộc về bậc tích hợp, mô hình ARDL còn dựa trên giả định về mối quan hệ tuyến tính giữa các biến. Điều này hàm ý rằng tác động của CSTT, giá tài sản và TTKT được giả định là đối xứng. Tuy nhiên, trong thực tế, cơ chế TDCSTT có thể mang tính bất cân xứng, khi tác động của việc thắt chặt khác biệt so với nới lỏng (Aastveit & Anundsen, 2022). Để khắc phục hạn chế này, (Shin và cộng sự, 2014) đề xuất mở rộng sang dạng ARDL phi tuyến (NARDL), trong đó các biến được phân tách thành các tổng riêng phần tích cực và tiêu cực nhằm nắm bắt các tác động bất cân xứng trong ngắn hạn và dài hạn.

Tóm lại, việc lựa chọn mô hình ARDL cho nghiên cứu về “TDCSTT qua kênh giá tài sản đến TTKT” là phù hợp về mặt học thuật. Phương pháp này không chỉ cho phép làm rõ tác động lan tỏa của các công cụ tiền tệ như lãi suất và cung tiền đến các loại giá tài sản (chứng khoán, BĐS) trong ngắn hạn, mà còn giúp xác định sự tồn tại của các mối liên kết dài hạn hướng tới mục tiêu TTKT (Chikwira & Mohammed, 2023; Nguyen và cộng sự, 2016). Để bảo đảm tính chặt chẽ về phương pháp, sau khi ước lượng mô hình cần thực hiện đầy đủ các kiểm định chẩn đoán, bao gồm kiểm định CUSUM và CUSUMSQ nhằm đánh giá tính ổn định của các hệ số theo thời gian (Ghatak & Siddiki, 2001). Đây là bước cần thiết để củng cố độ tin cậy của các kết quả thực nghiệm. Đối với chủ đề nghiên cứu về kênh TDCSTT qua giá tài sản thì trong bối cảnh dữ liệu thường có tần suất theo quý, dẫn đến số quan sát không lớn, đồng thời các biến trong mô hình có thể có đặc tính dừng khác nhau thì mô hình ARDL được xem là lựa chọn phù hợp, nhờ khả năng xử lý linh hoạt các bậc tích hợp khác nhau và yêu cầu tương đối thấp về quy mô mẫu.

3.4.4. Phương pháp NARDL

3.4.4.1. Các bằng chứng thực nghiệm

Mô hình NARDL, được phát triển bởi (Shin và cộng sự, 2014), là một bước tiến quan trọng từ mô hình ARDL nhằm xử lý các hiện tượng phi tuyến và bất cân xứng trong kinh tế học vĩ mô. Trên nền tảng mô hình ARDL của (Pesaran và cộng sự, 2001), NARDL được thiết kế để phân tích các mối quan hệ kinh tế không đối xứng trong khuôn khổ đồng liên kết đơn phương trình.

Nguyên tắc cốt lõi của phương pháp này là việc sử dụng kỹ thuật phân tách tổng một phần để chia các biến độc lập thành các thành phần thay đổi tích cực (x^+) và tiêu cực (x^-) (Shin và cộng sự, 2014). Thông qua đó, mô hình cho phép mô hình hóa các tác động bất cân xứng trong cả ngắn hạn và dài hạn bằng cách phân tách biến độc lập thành các tổng phần tích lũy của các thay đổi dương và âm (Ghatak & Siddiki, 2001). Trong bối cảnh TDCSTT qua kênh giá tài sản, cách tiếp cận này tạo điều kiện kiểm định liệu một cú sốc mở rộng tiền tệ (làm tăng giá tài sản) có tác động đến TTKT với cường độ và tốc độ khác biệt so với một cú sốc CSTT thắt chặt (làm giảm giá tài sản) hay không (Shin và cộng sự, 2014). Nói cách khác, NARDL cung cấp một khung khổ định lượng phù hợp để bóc tách tác động của các cú sốc chính sách theo các chiều hướng khác nhau, qua đó làm rõ tính chất bất cân xứng trong CCTD.

Về mặt cấu trúc, NARDL kế thừa những ưu điểm cốt lõi của mô hình ARDL truyền thống, đặc biệt là khả năng xử lý các biến có bậc tích hợp khác nhau, với điều kiện không có biến nào tích hợp bậc hai (Gerlach & Peng, 2005). Điều này làm tăng tính linh hoạt của mô hình khi áp dụng cho dữ liệu kinh tế vĩ mô, vốn thường bao gồm các chuỗi thời gian có đặc tính tích hợp khác nhau.

Các bằng chứng thực nghiệm quốc tế đã minh họa rõ nét tính hiệu quả của phương pháp này. (Shin và cộng sự, 2014) ứng dụng NARDL để phân tích mối quan hệ giữa thất nghiệp và sản lượng theo Định luật Okun, qua đó chỉ ra rằng thất nghiệp nhạy cảm hơn trong các giai đoạn suy thoái so với các giai đoạn bùng nổ. (Van Treeck, 2008) sử dụng NARDL để nghiên cứu hiệu ứng tài sản bất cân xứng đối với tiêu dùng tại Mỹ và phát hiện rằng các ràng buộc thanh khoản cùng với tâm lý sợ thua lỗ dẫn đến phản ứng khác nhau giữa các giai đoạn tăng và giảm tài sản. Tương tự, (A. L. Delatte & A. López-Villavicencio, 2010) áp dụng kỹ thuật này để phân tích sự truyền dẫn tỷ giá không đối

xúng vào giá tiêu dùng tại các nền kinh tế phát triển, cho thấy mức độ và tốc độ truyền dẫn phụ thuộc vào chiều hướng biến động của tỷ giá.

3.4.4.2. Ưu điểm

Khác với các mô hình tuyến tính vốn giả định phản ứng của biến phụ thuộc là tuyến tính trước mọi cú sốc, NARDL cho phép kiểm định sự khác biệt về hệ số co giãn của giá tài sản và tăng trưởng đối với các cú sốc tăng và giảm của CSTT. Cách tiếp cận này đặc biệt phù hợp trong phân tích CCTD tài chính, nơi các tác nhân kinh tế thường phản ứng mạnh mẽ hơn trước các thông tin tiêu cực hoặc sự sụt giảm giá tài sản so với các thông tin tích cực (Nguyen và cộng sự, 2016). Về mặt kinh tế lượng, NARDL thể hiện tính linh hoạt cao khi có thể áp dụng cho các chuỗi dữ liệu có bậc tích hợp hỗn hợp $I(0)$ và $I(1)$ (Gerlach & Peng, 2005), thậm chí cho phép các biến trong mô hình có bậc tích hợp khác nhau, có thể là $I(0)$, $I(1)$ hoặc kết hợp cả hai (Shin và cộng sự, 2014). Đồng thời, mô hình cung cấp các ước lượng riêng biệt cho hệ số dài hạn và các điều chỉnh ngắn hạn thông qua cơ chế hiệu chỉnh sai số. Trong đó, hệ số hiệu chỉnh sai số có ý nghĩa thống kê và mang dấu âm phản ánh tốc độ điều chỉnh của hệ thống về trạng thái cân bằng dài hạn sau khi xuất hiện các cú sốc (Ghatak & Siddiki, 2001).

So với các phương pháp đồng liên kết đa biến khác, ARDL và biến thể NARDL được chứng minh là mang lại các ước lượng hiệu quả và không chệch ngay cả khi quy mô mẫu tương đối hạn chế (Ghatak & Siddiki, 2001). Bên cạnh đó, NARDL cho phép ước lượng đồng thời các mối quan hệ bất cân xứng trong ngắn hạn và dài hạn trong một khung khổ mô hình hiệu chỉnh sai số phi tuyến. Các nghiên cứu cũng chỉ ra rằng phương pháp này có đặc tính mẫu nhỏ tốt, góp phần giảm thiểu sai số ước lượng và nâng cao năng lực kiểm định so với một số mô hình khác trong điều kiện dữ liệu hạn chế (Shin và cộng sự, 2014).

3.4.4.3. Hạn chế

Bên cạnh những ưu điểm nêu trên, mô hình cũng tồn tại một số hạn chế nhất định. Cụ thể, NARDL không thể áp dụng trong trường hợp tồn tại biến giải thích tích hợp bậc hai $I(2)$. Do đó, việc kiểm định bậc tích hợp của các chuỗi dữ liệu trước khi ước lượng là yêu cầu mang tính bắt buộc. Ngoài ra, khi số lượng biến độc lập gia tăng hoặc độ trễ được lựa chọn ở mức cao, số lượng tham số cần ước lượng trong NARDL sẽ tăng nhanh đáng kể do việc phân tách mỗi biến thành các thành phần thay đổi dương và âm. Hệ quả

là mô hình có thể đối mặt với hiện tượng mất bậc tự do, qua đó làm suy giảm hiệu lực của các kiểm định thống kê, đặc biệt trong bối cảnh quy mô mẫu nhỏ (Ghatak & Siddiki, 2001).

Tóm lại, việc sử dụng NARDL để nghiên cứu sự TDCSTT qua kênh giá tài sản đến TTKT là có cơ sở. Phương pháp này không chỉ cho phép xác định sự tồn tại của mối quan hệ dài hạn (Nguyen và cộng sự, 2016), mà còn tạo điều kiện đi sâu phân tích cơ chế “bất cân xứng” một khía cạnh có ý nghĩa thực tiễn quan trọng trong điều hành CSTT tại các nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam. Thông qua việc bóc tách các tác động tích cực và tiêu cực, nghiên cứu có thể đưa ra các khuyến nghị chính sách phù hợp hơn về cách thức NHTW nên ứng phó với biến động giá tài sản nhằm ổn định tăng trưởng (Chikwira & Mohammed, 2023; Nguyen và cộng sự, 2016). Do đó, lựa chọn mô hình NARDL để phân tích sự truyền dẫn bất cân xứng qua kênh giá tài sản là phù hợp cả về phương diện lý thuyết lẫn thực nghiệm. Đây là công cụ thích hợp để làm rõ liệu một cú giảm giá tài sản có gây tác động tiêu cực đến TTKT nghiêm trọng hơn so với tác động tích cực từ một cú tăng giá hay không, qua đó đóng góp vào việc hoàn thiện cơ sở khoa học cho điều hành CSTT.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Chương 3 tập trung trình bày phương pháp nghiên cứu của luận án, bao gồm: (1) Phương pháp tiếp cận; (2) Giả thuyết nghiên cứu và mô hình nghiên cứu; (3) Phương pháp thu thập dữ liệu; (4) Phương pháp phân tích.

Trong đó, mô hình nghiên cứu đề xuất gồm các biến:

- Biến TTKT (GDP).
- Biến tăng trưởng TTBDŚ (REM).
- Biến chỉ số GCK được biểu diễn dưới dạng logarit (LVNI).
- Biến lãi suất tái cấp vốn (LS).

- Biến giả đại diện cho đại dịch Covid-19 nhận giá trị là 1 trong khoảng thời gian từ quý I/2020 đến quý IV/2021 và bằng 0 các thời gian còn lại (Covid).

Ngoài việc xây dựng mô hình hồi quy, đo lường các biến trong mô hình, phương pháp thu thập, xử lý dữ liệu, kiểm định tính vững của mô hình cũng được trình bày cụ thể nhằm thu được kết quả đáng tin cậy cho nghiên cứu.

CHƯƠNG 4

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

GIỚI THIỆU CHƯƠNG 4

Chương 4 tập trung đi sâu phân tích tác động từ việc điều hành CSTT thông qua kênh giá tài sản đến TTKT tại bối cảnh Việt Nam. Cấu trúc nội dung của chương được phân chia thành các phần trọng tâm như sau: (i) Phân tích thực trạng phát triển của thị trường bất động sản (TTBDS), thị trường chứng khoán (TTCK) và diễn biến điều hành CSTT thực tế; (ii) Trình bày và phân tích các kết quả thu được từ mô hình nghiên cứu; (iii) Đưa ra các thảo luận và nhận định dựa trên kết quả nghiên cứu đã tìm ra.

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 CSTT của NHNN 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, NHNN đã chuyển sang trạng thái điều hành linh hoạt hơn nhằm thúc đẩy TTKT, 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 TTTS 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

Sau giai đoạn lạm phát cao trước đó, NHNN kiên định mục tiêu kiểm soát lạm phát và ổn định giá trị đồng tiền (Nghĩa & Lân, 2014). Về lãi suất, NHNN liên tục điều chỉnh giảm các mức lãi suất điều hành; năm 2013, lãi suất tái chiết khấu giảm về 5%/năm và lãi suất tái cấp vốn về 7%/năm, và đến năm 2014 mặt bằng lãi suất tiếp tục được đưa về quanh 10%, thấp hơn cả giai đoạn 2005-2006 (Mai, 2015; Nghĩa & Lân, 2014).

Về tín dụng, định hướng điều hành dần chuyển từ quản lý khối lượng sang hướng tới mục tiêu lãi suất thị trường; NHNN giao chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng dựa trên năng

lực từng tổ chức tín dụng và ưu tiên các lĩnh vực sản xuất (Hồng, 2017; Nghĩa & Lân, 2014). Đối với TTBDŜ, giai đoạn này tập trung tháo gỡ khó khăn thông qua các gói tín dụng (như gói 30.000 tỷ đồng) và hỗ trợ tái cấp vốn cho khu vực nông nghiệp, nông thôn; việc hạ lãi suất giúp giảm chi phí vốn, hỗ trợ TTBDŜ dần phục hồi sau thời gian đóng băng (Nghĩa & Lân, 2014). Đồng thời, trên thị trường cổ phiếu, niềm tin nhà đầu tư dần trở lại khi lạm phát được kiểm soát ở mức thấp nhất trong 10 năm (6,04% năm 2013), còn lãi suất giảm làm tăng tính hấp dẫn tương đối của kênh chứng khoán so với tiền gửi (Mai, 2015).

Phân tích các chỉ tiêu vĩ mô trong giai đoạn này cũng phản ánh rõ bức tranh ổn định: tăng trưởng GDP thực của Việt Nam nhìn chung vượt mục tiêu đề ra (như 2015 đạt 6,68% so với mục tiêu 6,2%), lạm phát duy trì dưới 3%, và tỷ lệ thất nghiệp thành thị thấp, khoảng 2,2-3%. Điều này cho thấy hiệu quả của CSTT theo hướng thận trọng, kiểm soát tăng trưởng tín dụng đi kèm với hỗ trợ thanh khoản hợp lý.

- Giai đoạn 2016-2019: điều hành linh hoạt và sự bùng nổ của thị trường tài chính.

Từ đầu năm 2016, NHNN chuyển sang điều hành tỷ giá theo cơ chế tỷ giá trung tâm nhằm thích ứng tốt hơn với biến động quốc tế. Trong giai đoạn này, nghiệp vụ thị trường mở được sử dụng linh hoạt để điều tiết thanh khoản; NHNN vừa mua ngoại tệ nhằm tăng dự trữ ngoại hối, vừa phát hành tín phiếu để hút tiền khi cần ổn định tỷ giá mà không gây áp lực lên lãi suất (Hưng, 2017). Song song với đó, lãi suất điều hành tiếp tục được điều chỉnh giảm nhẹ vào các năm 2017 và đặc biệt là năm 2019, trong đó lãi suất tái cấp vốn giảm từ 6,25% xuống 6% (Giang, 2020; Hưng, 2018).

Tác động tới TTTS thể hiện khá rõ: năm 2017, TTCK đạt mức tăng cao nhất khu vực, đặc biệt nhóm cổ phiếu ngân hàng tăng mạnh nhờ kết quả kinh doanh tích cực và tiến trình xử lý nợ xấu theo Nghị quyết 42 (Hưng, 2018). Trong khi đó, TTBDŜ tiếp tục được kiểm soát chặt nhằm tránh hình thành bong bóng; việc kiểm soát nợ xấu và nâng cao hiệu quả tín dụng giúp dòng tiền vào BĐS trở nên lành mạnh hơn, hạn chế tăng trưởng nóng dựa trên đòn bẩy quá mức (Hưng, 2018; Thanh, 2019).

Về các chỉ tiêu vĩ mô, TTKT trong giai đoạn 2016-2019 duy trì cao và ổn định, vượt mục tiêu đề ra trong nhiều năm (2017 đạt 6,81%; 2018-2019 đều trên 7%). Lạm phát vẫn duy trì dưới mức mục tiêu 4%, phản ánh kỳ vọng lạm phát neo vững chắc và

tác động kiểm soát của CSTT. Tỷ lệ thất nghiệp thành thị tiếp tục duy trì ở mức thấp, khoảng 2,2-3%, chứng tỏ thị trường lao động ổn định và các chính sách hỗ trợ duy trì việc làm hiệu quả.

- Giai đoạn 2020-2021: ứng phó đại dịch Covid-19 và chính sách nới lỏng mạnh.

Tác động của đại dịch Covid-19 khiến NHNN phải nhanh chóng chuyển sang điều hành CSTT theo hướng nới lỏng để hỗ trợ nền kinh tế (Cường, 2021). NHNN thực hiện ba lần cắt giảm lãi suất điều hành với quy mô lớn, tổng mức giảm khoảng 1,5-2,0%/năm, tạo điều kiện cho các tổ chức tín dụng tiếp cận nguồn vốn chi phí thấp (Cường, 2021; Ngân, 2022). Đồng thời, cơ quan điều hành cho phép cơ cấu lại thời hạn trả nợ, giữ nguyên nhóm nợ và thực hiện tái cấp vốn cho Ngân hàng Chính sách xã hội nhằm hỗ trợ doanh nghiệp trả lương cho người lao động (Ngân, 2022).

Trong bối cảnh lãi suất xuống mức thấp kỷ lục, dòng tiền dịch chuyển mạnh vào các kênh tài sản; nhiều cảnh báo đã được đưa ra về dấu hiệu tăng trưởng nóng của TTCK cũng như rủi ro bong bóng BĐS khi dòng vốn rẻ tìm kiếm lợi nhuận cao hơn khu vực sản xuất (Cường, 2021). TTCK đặc biệt sôi động nhờ làn sóng nhà đầu tư cá nhân mới gia nhập khi nhiều hoạt động kinh tế khác bị đình trệ.

Các chỉ tiêu vĩ mô trong giai đoạn này phản ánh tác động mạnh của cú sốc bất thường: tăng trưởng GDP giảm còn 2,91% và 2,58% (2020-2021), thấp nhất trong nhiều thập kỷ. Lạm phát vẫn duy trì thấp do cầu kéo suy giảm, trong khi tỷ lệ thất nghiệp thành thị tăng lên 3,72% (năm 2021) nhưng nhanh chóng giảm khi nền kinh tế mở cửa trở lại. Mặc dù NHNN triển khai nhiều biện pháp nới lỏng, khả năng phục hồi tăng trưởng bị hạn chế bởi cả cú sốc cầu và cung.

- Giai đoạn 2022-2024: biến động quốc tế và nỗ lực hỗ trợ phục hồi

Năm 2022, áp lực từ việc Cục Dự trữ Liên bang Mỹ tăng lãi suất cùng với xung đột Nga-Ukraine buộc NHNN phải điều chỉnh tăng lãi suất điều hành nhằm bảo vệ tỷ giá (Lệnh, 2022). Tuy nhiên, sang năm 2023, chính sách nhanh chóng đảo chiều theo hướng nới lỏng; NHNN đã bốn lần liên tiếp giảm lãi suất điều hành với mức giảm 0,5-2%/năm trong bối cảnh lãi suất thế giới vẫn duy trì ở mức cao (Anh và cộng sự, 2024). Về tín dụng, năm 2024 NHNN giao toàn bộ chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng 15% ngay từ đầu năm cho các tổ chức tín dụng, đồng thời các khoản vay nhà ở xã hội không bị tính

vào hạn mức tín dụng nhằm khuyến khích phân khúc này (Anh và cộng sự, 2024; Hồng, 2025).

Tác động tới TTTS thể hiện rõ: việc NHNN hút tiền qua kênh tín phiếu trong quý III/2023 nhằm giảm áp lực tỷ giá đã tạo áp lực tâm lý và làm giảm thanh khoản chứng khoán trong ngắn hạn (Anh và cộng sự, 2024). TT BĐS gặp khó khăn do sức cầu yếu và vướng mắc pháp lý; mặc dù CSTT nói lỏng trong giai đoạn 2023-2024 với lãi suất huy động xuống mức thấp kỷ lục giúp giảm áp lực trả nợ cho doanh nghiệp BĐS, việc dịch chuyển dòng vốn vào lĩnh vực này vẫn thận trọng do nợ xấu có xu hướng gia tăng (Anh và cộng sự, 2024).

Về các chỉ tiêu vĩ mô, năm 2022, TTKT đạt 8,02%, phản ánh sự phục hồi mạnh khi nền kinh tế mở cửa trở lại; năm 2023 giảm còn 5,05% do suy giảm cầu từ thị trường thế giới và áp lực kinh tế toàn cầu; năm 2024 đạt 7,09%, vượt mục tiêu 6-6,5% và cao hơn đáng kể so với mức 5,05% của năm 2023, cho thấy hiệu quả của CSTT nói lỏng có kiểm soát, đặc biệt là việc giảm lãi suất, duy trì thanh khoản dồi dào và thúc đẩy tín dụng vào các lĩnh vực ưu tiên. Lạm phát giai đoạn này tăng nhẹ nhưng vẫn trong biên độ kiểm soát (3,15% năm 2022, 3,25% năm 2023 và 3,63% năm 2024), trong khi tỷ lệ thất nghiệp thành thị tiếp tục giảm về 2,53% năm 2024, phản ánh quá trình phục hồi của thị trường lao động, đặc biệt ở khu vực dịch vụ và du lịch.

Tóm lại, xuyên suốt giai đoạn 2013-2024, công cụ lãi suất, chỉ tiêu tín dụng và các biện pháp điều hành CSTT của NHNN đóng vai trò định hướng quan trọng đối với dòng tiền trên thị trường cổ phiếu và BĐS, đồng thời phản ánh tác động trực tiếp tới TTKT, 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 TTTS 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 TDCSTT nhằm giảm tính dễ tổn thương của chu kỳ kinh tế.

Bảng 4.1: Mục tiêu của chính sách tiền tệ Việt Nam giai đoạn 2013-2024

Năm	Tăng trưởng tổng sản phẩm trong nước (%)		Tỷ lệ lạm phát (%)		Tỷ lệ thất nghiệp ở khu vực thành thị (%)	
	Mục tiêu	Thực hiện	Mục tiêu	Thực hiện	Mục tiêu	Thực hiện
2013	5,5	5,42	8	6,6	<4	3,58
2014	5,8	5,98	7	4,09	<4	3,43
2015	6,2	6,68	5	0,63	<4	3,29
2016	6,7	6,21	<5	2,66	<4	3,18
2017	6,7	6,81	4	3,53	<4	3,18
2018	6,5-6,7	7,08	4	3,54	<4	2,95
2019	6,6-6,8	7,02	4	2,79	<4	2,93
2020	6,8	2,91	<4	3,23	<4	2,93
2021	6	2,58	4	1,84	-	4,42
2022	6-6,5	8,02	4	3,15	<4	2,79
2023	6,5	5,05	4,5	3,25	<4	3,33
2024	6-6,5	7,09	4-4,5	3,63	<4	2,53

Ghi chú: *Chỉ tiêu thay đổi trong năm

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Nghị quyết Quốc hội về kế hoạch phát triển kinh tế xã hội và Báo cáo tình hình kinh tế xã hội của GSO giai đoạn 2013-2024.

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

4.1.2.1. Quy mô thị trường

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 TTCK 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.

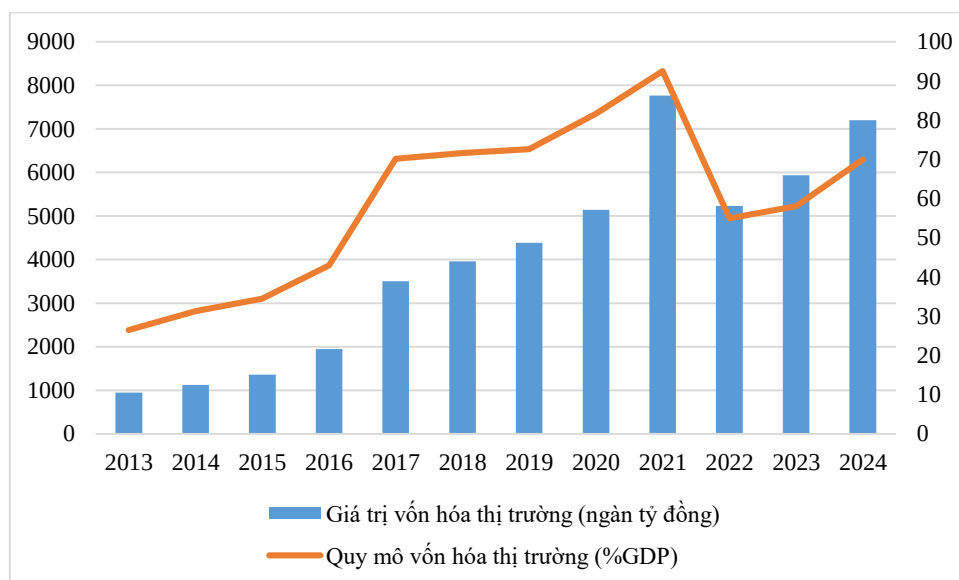
Giai đoạn 2020-2021 là giai đoạn cả thế giới phải gồng mình chống chọi với đại dịch Covid-19, vừa tìm mọi cách để hạn chế ảnh hưởng của dịch bệnh đến sức khỏe và tính mạng của con người, vừa cố gắng phục hồi các chuỗi cung ứng bị đứt gãy để phục hồi kinh tế. Nền kinh tế Việt Nam cũng đã phải đối mặt với nhiều khó khăn khi đại dịch Covid-19 diễn biến phức tạp đã buộc Chính phủ có những thời điểm phải ban hành các biện pháp giãn cách xã hội. Cùng với các chương trình phục hồi và chính sách hỗ trợ phát triển kinh tế của Chính phủ, nền kinh tế nước ta đã đạt được nhiều kết quả khả quan, GDP của Việt Nam năm 2021 đạt mức tăng trưởng 2,59%, thuộc nhóm cao nhất thế giới.

Mặc dù, TTCK Việt Nam chịu tác động không nhỏ từ làn sóng đại dịch Covid-19, nhưng TTCK Việt Nam năm 2021 đã đạt được những thành công ngoài mong đợi. So với năm 2020, chỉ số VN-Index tiếp tục tăng trưởng thêm 35,7% và đạt mốc lịch sử 1.498 điểm vào thời điểm cuối năm 2021. Quy mô vốn hóa thị trường đạt 7.767 ngàn tỷ đồng, tương đương 92,6% GDP. Bên cạnh đó, môi trường vĩ mô được duy trì ổn định, lạm phát ở mức thấp, chỉ số CPI bình quân chỉ tăng 1,84% so với bình quân năm 2020, mức tăng thấp nhất kể từ đầu năm 2016. Lãi suất được giảm kịp thời, góp phần hỗ trợ cho doanh nghiệp và người dân, tỷ giá diễn biến ổn định, thanh khoản thị trường dồi dào, đáp ứng được nhu cầu vốn trong nền kinh tế.

Trong báo cáo của (WorldBank, 2023), GDP toàn cầu năm 2022 đạt mức tăng trưởng 3,4%, thấp hơn đáng kể so với tốc độ tăng 6,0% trong năm 2021. Theo IMF, nguyên nhân chính dẫn tới sụt giảm tăng trưởng này là do các gói cứu trợ mạnh mẽ từ Chính phủ các nước trong thời kỳ Covid, với mục tiêu nhanh chóng ổn định đời sống, an sinh xã hội, đã kéo theo hệ quả kinh tế thế giới năm 2022 phải đối mặt với làn sóng lạm phát cao trên quy mô toàn cầu. Nhằm kiểm soát lạm phát không ngừng gia tăng, NHTW các nước đã có những động thái tăng lãi suất mạnh mẽ, lãi suất cao ảnh hưởng tới khả năng sản xuất và chi tiêu của doanh nghiệp và người dân. Đồng thời, căng thẳng địa chính trị leo thang tại châu Âu, gắn với các biện pháp trừng phạt kinh tế quy mô lớn, đã làm trầm trọng thêm tình trạng thiếu hụt năng lượng toàn cầu vốn hình thành từ quá trình phục hồi kinh tế sau đại dịch.

Kinh tế - xã hội năm 2022 của nước ta diễn ra trong bối cảnh kinh tế thế giới có nhiều biến động nhanh, khó lường làm gia tăng rủi ro đến thị trường tài chính, tiền tệ, an ninh năng lượng, an ninh lương thực toàn cầu. Năm 2022, TTCK Việt Nam đã trải qua một năm đầy biến động, tuy vậy, với sự phục hồi mạnh mẽ của kinh tế vĩ mô trong nước, TTCK Việt Nam năm 2022 vẫn được đánh giá là thị trường hấp dẫn so với các thị trường khác trong khu vực; dòng vốn nước ngoài đã quay trở lại mạnh mẽ vào những tháng cuối năm. Tính đến ngày 31/12/2021, mức vốn hóa thị trường đạt kỷ lục đạt 7.767 ngàn tỷ đồng, tăng 46,7% so với cuối năm 2020, tương đương 92,5% GDP năm 2021. Tuy nhiên, tính đến 31/12/2022, mức vốn hóa thị trường đạt 5.227 ngàn tỷ đồng, giảm 32,7% so với cuối năm 2021, tương đương 55% GDP năm 2022. Nguyên nhân giảm trên là do TTCK Việt Nam chịu tác động của TTCK thế giới, cùng với đó những thay

đổi trong CSTT trong nước cũng đã tác động không nhỏ tới sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp cũng như tâm lý nhà đầu tư, dẫn đến thanh khoản trên thị trường giảm sút đáng kể. Bên cạnh đó, động thái tăng lãi suất của NHNN cũng tạo ra áp lực bán mạnh tại hai nhóm ngành trụ cột là ngân hàng và BĐS khiến VN-Index càng giảm mạnh.



Hình 4.1. Giá trị vốn hóa thị trường và quy mô vốn hóa thị trường

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Báo cáo thường niên của UBCKNN

Theo nghiên cứu của (Bayraktar, 2014) TTCK Việt Nam được xếp vào nhóm có quy mô nhỏ và nỗ lực thấp (low effort), cho thấy quy mô thị trường còn thấp so với khả năng của nền kinh tế. Vì vậy, thị trường cổ phiếu Việt Nam còn nhiều tiềm năng để tăng quy mô trong tương lai thông qua thực hiện cải cách.

4.1.2.2. Số lượng và chủng loại hàng hóa

Khi mới được thành lập vào năm 2000, trên TTCK Việt Nam mới chỉ có cổ phiếu của 02 công ty và một số ít trái phiếu chính phủ được niêm yết giao dịch. Trải qua hơn 24 năm hình thành và phát triển, số lượng và giá trị chứng khoán niêm yết đã gia tăng mạnh mẽ.

Bảng 4.2. Tăng trưởng hàng hóa trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Năm	Số lượng niêm yết		Giá trị niêm yết cổ phiếu (ngàn tỷ đồng)	Khối lượng niêm yết CWs (triệu CW)
	Cổ phiếu	Chứng quyền có bảo đảm (CWs)		
2013	678		363	
2014	670		423	
2015	684		529	
2016	696		602	
2017	728		718	
2018	749		887	
2019	745	37	978	97,9
2020	745	118	1123	437,4
2021	749	108	1335	746,7
2022	743	99	1558	801,3
2023	721	229	1673	1932,1
2024	704	114	1819	1302

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ báo cáo thường niên HSX và HNX

Dựa trên số liệu tổng hợp từ báo cáo thường niên của HSX và HNX cho thấy thị trường cổ phiếu Việt Nam trải qua giai đoạn mở rộng về quy mô nhưng có sự điều chỉnh mang tính sàng lọc trong những năm gần đây. Số lượng cổ phiếu niêm yết tăng từ 678 mã năm 2013 lên 728 mã năm 2017, phản ánh tiến trình mở rộng hàng hóa của thị trường và sự tham gia tích cực của doanh nghiệp vào kênh huy động vốn qua TTCK. Giai đoạn 2018-2021, số lượng mã cổ phiếu duy trì trạng thái ổn định ở 740-745 mã, hàm ý rằng thị trường đã tiệm cận mức cân bằng tự nhiên giữa số lượng doanh nghiệp mới lên sàn và số doanh nghiệp rời sàn. Từ năm 2022, xu hướng giảm nhẹ xuất hiện, đặc biệt năm 2024 chỉ còn 704 mã. Diễn biến này cho thấy sự sàng lọc mạnh hơn đối với doanh nghiệp niêm yết, đồng thời phản ánh tác động từ bối cảnh kinh tế vĩ mô, áp lực tuân thủ quy định công bố thông tin và quá trình cơ cấu lại hoạt động của nhiều doanh nghiệp.

Song song với đó, thị trường chứng quyền có bảo đảm thể hiện xu hướng tăng trưởng nhanh kể từ khi được triển khai năm 2019. Số lượng CWs tăng từ 37 mã (2019) lên 229 mã (2023), thể hiện mức độ quan tâm lớn của các tổ chức phát hành và nhà đầu

tư đối với sản phẩm đầu tư đòn bẩy và phòng ngừa rủi ro. Tuy nhiên, năm 2024 chứng kiến sự điều chỉnh mạnh khi số lượng CWs giảm xuống 114. Xu hướng này có thể được lý giải bởi những biến động mạnh của TTCK, sự thận trọng của nhà đầu tư trước các rủi ro vĩ mô, cùng với việc cơ quan quản lý tăng cường yêu cầu kiểm soát chất lượng sản phẩm.

Về giá trị niêm yết cổ phiếu, quy mô thị trường tăng trưởng liên tục và mạnh mẽ trong cả giai đoạn. Từ mức 363 ngàn tỷ đồng năm 2013, giá trị niêm yết tăng lên hơn 1.800 ngàn tỷ đồng năm 2024, gấp hơn năm lần sau hơn một thập kỷ. Đặc biệt, các giai đoạn 2016-2018 và 2020-2023 ghi nhận mức tăng trưởng nhanh, tương ứng với quá trình mở rộng quy mô vốn hóa của các doanh nghiệp lớn, sự gia tăng dòng vốn đầu tư, cũng như tác động của chu kỳ thị trường trong giai đoạn phục hồi sau đại dịch.

Khối lượng niêm yết CWs cũng cho thấy sự bùng nổ đáng kể kể từ năm 2019. Từ 97,9 triệu CW năm 2019, khối lượng tăng lên tới 1.932 triệu CW năm 2023, phản ánh mức độ khai thác mạnh mẽ của sản phẩm này trên thị trường. Tuy nhiên, tương tự diễn biến số lượng CWs, khối lượng giảm xuống còn 1.302 triệu CW năm 2024, cho thấy sự điều chỉnh mang tính kỹ thuật và sự suy giảm thanh khoản của thị trường.

Tổng hợp các xu hướng trên cho thấy TTCK Việt Nam giai đoạn 2013-2024 chuyển dần từ mô hình mở rộng số lượng sang mô hình nâng cao chất lượng hàng hóa niêm yết. Việc số lượng cổ phiếu có xu hướng giảm nhưng giá trị niêm yết tiếp tục tăng phản ánh sự lớn mạnh của các doanh nghiệp có quy mô vốn hóa cao, đồng thời cho thấy nỗ lực cải thiện chất lượng hàng hóa của thị trường. Đối với thị trường CWs, sự tăng trưởng nhanh giai đoạn 2019-2023 đi kèm với sự điều chỉnh trong năm 2024 cho thấy sản phẩm này phát triển theo chu kỳ, phụ thuộc mạnh vào thanh khoản thị trường và khung quản trị rủi ro của các tổ chức phát hành. Những diễn biến này cung cấp nền tảng đánh giá đầy đủ về mức độ phát triển của thị trường vốn, đồng thời cho thấy sự cần thiết của các chính sách điều tiết nhằm ổn định thị trường, kiểm soát rủi ro và thúc đẩy tính bền vững trong giai đoạn tiếp theo.

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

Sự ra đời và mở rộng của TT BĐS 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 TT BĐS 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.*

Nền tảng pháp lý đầu tiên cho sự ra đời của TT BĐS Việt Nam chính là việc ban hành Luật Đất đai năm 1987. Tại Điều 1 của luật này, quy định nêu rõ toàn dân sở hữu đất đai và Nhà nước đóng vai trò quản lý thống nhất. Đáng lưu ý, các quyền lợi hợp pháp của người sử dụng đất đã được Luật Đất đai 1987 bảo đảm các quyền lợi hợp pháp. Cụ thể, khi không còn nhu cầu sử dụng và thực hiện chuyển giao đất cho chủ thể khác theo đúng trình tự pháp luật, người dùng có quyền bán hoặc chuyển nhượng các giá trị đầu tư và thành quả lao động trên diện tích đất được giao (Điều 3). Tuy vậy, các hành vi như chiếm dụng, mua bán trái phép, hoặc sử dụng đất sai mục đích/không sử dụng đất vẫn bị luật pháp nghiêm cấm triệt để.

Do đó, việc Nhà nước cho phép cá nhân, tổ chức chuyển nhượng hoặc bán lại các giá trị đầu tư và kết quả lao động trên đất khi chuyển giao quyền sử dụng chính là nhân tố then chốt, tạo tiền đề thúc đẩy sự hình thành của TT BĐS.

- *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.*

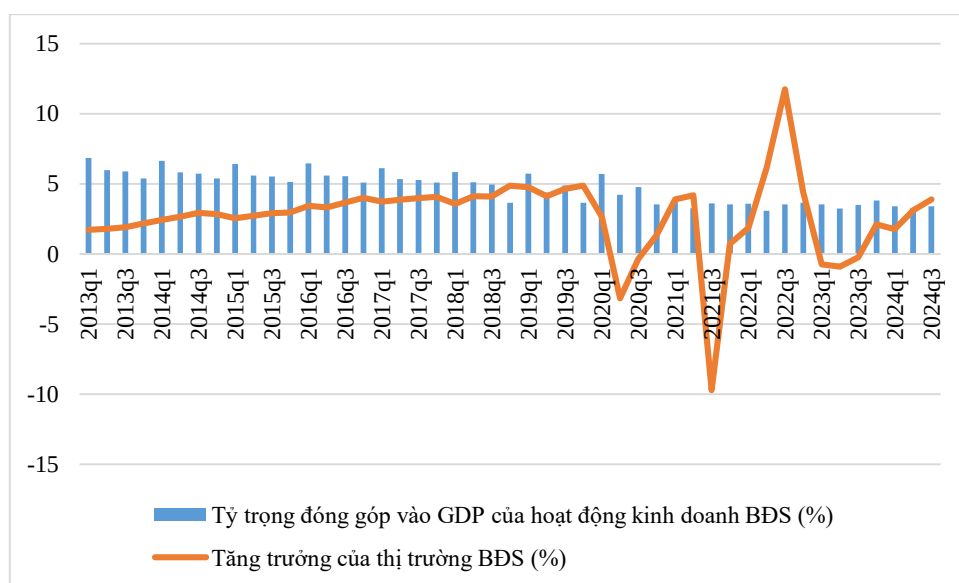
Dựa trên nền tảng của Hiến pháp năm 1992, Luật Đất đai năm 1993 đã chính thức được ban hành. Tại Điều 1 của văn bản pháp luật này, Nhà nước được xác định là chủ thể thực hiện quản lý thống nhất đối với đất đai, trong khi quyền sở hữu vẫn thuộc về toàn dân. Một bước tiến đặc biệt của đạo luật năm 1993 là việc thừa nhận các quyền dân sự đối với quyền sử dụng đất cho các cá nhân và hộ gia đình được Nhà nước giao đất. Theo đó, tại Điều 3, người sử dụng đất được trao 5 quyền cơ bản bao gồm: chuyển đổi, chuyển nhượng, cho thuê, thừa kế và thế chấp. Chính vì vậy, Luật Đất đai năm 1993 đã công nhận giá trị kinh tế của đất đai. Đây được xem là một cột mốc lịch sử quan trọng, mở đường cho sự hình thành chính thức của TT BĐS, khi các giao dịch liên quan đến nhà và đất đã được pháp luật chính thức thừa nhận.

Kể từ khi Luật Đất đai 1993 có hiệu lực, giá trị BĐS đã chứng kiến sự tăng trưởng mạnh mẽ trong suốt giai đoạn 1994-1996. Các thành phố lớn như TP. Hồ Chí Minh và Hà Nội là nơi khởi phát làn sóng tăng giá này trước khi lan tỏa ra khắp các địa phương khác trên cả nước. Tuy nhiên, đà tăng trưởng đã bị ngắt quãng từ năm 1997 đến 1999 do TT BĐS Việt Nam phải chịu những hệ lụy từ cuộc khủng hoảng tài chính khu vực (bắt nguồn từ sự sụp đổ thị trường nhà đất Thái Lan). Trong bối cảnh đó, thị trường rơi vào trạng thái đóng băng với sự sụt giảm giá trị kéo dài. Mãi đến năm 2000, sự ấm lên của nền kinh tế nội địa mới trở thành động lực giúp TT BĐS Việt Nam dần phục hồi. Sự khởi sắc này sau đó đã tạo tiền đề cho cơn sốt đất lần thứ hai bùng phát mạnh mẽ vào giai đoạn 2001-2003 (Hoa, 2014).

- 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.

Khung khổ pháp lý về đất đai đã có bước chuyển mình quan trọng, dần tiếp cận với cơ chế thị trường nhờ sự ra đời của Luật Đất đai năm 2003. Bằng việc định hình rõ ràng danh mục các loại đất đủ điều kiện tham gia TT BĐS, luật này đã xây dựng một nền tảng pháp lý vững chắc cho các hoạt động giao dịch quyền sử dụng đất. Song song đó, các công cụ và biện pháp quản lý đất đai đã được Nhà nước cụ thể hóa nhằm định hướng cũng như tạo động lực phát triển cho thị trường.

So với văn bản luật năm 1993, Luật Đất đai 2003 đã mở rộng đáng kể phạm vi quyền của chủ thể sử dụng đất. Thay vì chỉ dừng lại ở các giao dịch truyền thống như chuyển đổi, chuyển nhượng hay cho thuê, người sử dụng đất hiện nay còn được phép thực hiện các nghiệp vụ tài chính và đầu tư phức tạp hơn như: thế chấp, bảo lãnh, hoặc dùng quyền sử dụng đất để góp vốn kinh doanh. Ngoài ra, quyền lợi của người dân còn được củng cố thông qua cơ chế bồi thường thỏa đáng khi Nhà nước thực hiện thu hồi đất. Chính việc mở rộng các quyền này đã làm đa dạng hóa các loại hình "hàng hóa" và phương thức giao dịch trên TT BĐS so với các thời kỳ trước đó.



Hình 4.2. Diễn biến thị trường bất động sản Việt Nam

Nguồn: Tổng Cục Thống kê Việt Nam

Hoạt động kinh doanh BĐS đóng góp một tỷ trọng đáng kể vào tổng sản phẩm quốc nội hàng quý, ước tính đạt khoảng 5%. Về tốc độ tăng trưởng, TT BĐS đã chứng kiến sự biến động rõ rệt theo thời gian. Mức tăng trưởng cao nhất đã được ghi nhận vào Quý 3 năm 2022, đạt 11,75% so với cùng kỳ năm trước. Ngược lại, mức tăng trưởng thấp nhất đã được ghi nhận vào Quý 3 năm 2021, khi tăng trưởng sụt giảm -9,72% (Hình 4.2). Thực tế cho thấy, tăng trưởng của TT BĐS Việt Nam biến đổi liên tục. Chỉ số tăng trưởng đạt giá trị tương đối cao trong năm 2019; tuy nhiên, sự sụt giảm mạnh mẽ đã được quan sát thấy vào Quý 2 năm 2020 do những tác động tiêu cực của đại dịch COVID-19 đến nền kinh tế. Năm 2022 và đặc biệt là nửa cuối năm 2022, TT BĐS gặp nhiều khó khăn do tình hình kinh tế thế giới cũng như nền kinh tế Việt Nam đang trong quá trình phục hồi phát triển sau tác động của đại dịch Covid-19. Theo số liệu thống kê của Bộ Xây dựng, kể từ sau khi bùng nổ lượng giao dịch BĐS vào quý 2 năm 2022, thị trường bắt đầu trượt dốc từ quý 3 năm 2022 và duy trì tình trạng khó khăn trong suốt cả năm 2023.

- Tác động của Luật Đất đai sửa đổi đến TT BĐS:

Luật Đất đai năm 2024 được xây dựng dựa trên cơ sở chính trị là Nghị quyết số 18-NQ/TW của Đảng, với mục tiêu tổng quát “*TT BĐS, trong đó có thị trường quyền sử dụng đất, trở thành kênh phân bổ đất đai hợp lý, công bằng, hiệu quả*”. Nghị quyết số 18-NQ/TW đã đặt ra nhiệm vụ trọng tâm trong sửa đổi Luật Đất đai là nguồn lực đất đai

phải được quản lý, khai thác, sử dụng bảo đảm tiết kiệm, bền vững, hiệu quả cao nhất; tạo động lực để nước ta trở thành nước phát triển có thu nhập cao; việc quản lý, sử dụng đất phải đảm bảo công bằng và ổn định xã hội; bảo đảm hài hòa lợi ích của Nhà nước, người sử dụng đất và nhà đầu tư.

Sau mỗi lần có những điều chỉnh pháp lý quan trọng, TT BĐS Việt Nam đều bước vào một giai đoạn phát triển mới. Từ ngày 01/8/2024, Luật Đất đai sửa đổi sẽ có hiệu lực, có nhiều điểm mới và được đánh giá là sẽ tạo không gian cho sự phát triển của TT BĐS, đồng thời giải quyết các vấn đề khó khăn cho TT BĐS hiện nay, từ đó tạo dư địa cho sự tăng trưởng của cả nền kinh tế nói chung.

Trong giai đoạn nghiên cứu, nền kinh tế Việt Nam đã trải qua nhiều thời điểm khó khăn khi phải chống chọi với đại dịch Covid-19 và sự biến động của nền kinh tế thế giới với nhiều khó khăn, TT BĐS Việt Nam lại tiếp tục đối mặt với hàng loạt vấn đề như sự thiếu hụt của nguồn cung, đặt biệt nguồn cung cho người có thu nhập trung bình, giá cả nhà và đất nền bị đẩy lên, doanh nghiệp BĐS không bán được hàng, không có vốn quay vòng... khiến doanh nghiệp khó khăn dẫn đến giải thể.

Xét một cách tổng thể, TT BĐS tại Việt Nam vẫn còn khá non trẻ với thời gian hình thành và phát triển chưa lâu. Tuy nhiên, phát triển chưa lâu, lĩnh vực này đã ghi nhận những bước chuyển mình mạnh mẽ, khẳng định vị thế là một mắt xích quan trọng trong sự vận hành của nền kinh tế đất nước. Tuy nhiên, thực tế hoạt động cho thấy TT BĐS Việt Nam vẫn đang phải đương đầu với không ít rào cản và những hạn chế chưa được giải quyết triệt để, cụ thể gồm các vấn đề sau:

- Các vụ án xảy ra trong thời gian gần đây:

Các năm gần đây, một loạt vụ án của các tập đoàn BĐS lớn đã gây tác động mạnh đến thị trường tài chính nói chung và ngành BĐS nói riêng. Các cơ quan chức năng đã điều tra nhiều vụ án lớn phức tạp xảy ra trong thời gian gần đây như đại án Vạn Thịnh Phát lừa đảo chiếm đoạt tài sản, rửa tiền, vận chuyển trái phép tiền tệ qua biên giới (Mến, 2024); vụ án tập đoàn Tân Hoàng Minh lừa đảo chiếm đoạt tài sản thông qua việc phát hành 9 đợt trái phiếu "khổng" để huy động vốn (Nam, 2023); vụ án tập đoàn FLC thao túng TTCK và Lừa đảo chiếm đoạt tài sản (Nguyễn, 2025); vụ án BĐS Nhật Nam vẽ ra các dự án "ma", hứa hẹn lợi nhuận cực cao để dụ dỗ người dân ký hợp đồng hợp tác kinh doanh (Chiến & Dương, 2024). Những sai phạm như giả mạo hồ sơ và tài liệu liên

quan đến mục đích sử dụng vốn huy động từ kênh trái phiếu, không đúng như báo cáo tài chính và cam kết ban đầu; tổ chức phân phối lôi kéo khách hàng cá nhân, cung cấp thông tin không đầy đủ, sai bản chất của các trái phiếu để chào bán ra thị trường trái phiếu riêng lẻ; thao túng TTCK và che giấu thông tin trong hoạt động chứng khoán; đưa ra thông tin sai lệch làm ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của nhiều nhà đầu tư khác trên thị trường... đã gây sự nhiễu loạn trong giá BĐS, giá cổ phiếu BĐS, tác động xấu đến các doanh nghiệp liên đới và cả tâm lý của nhà đầu tư có nhu cầu thực trên thị trường.

- Mất cân đối giữa cung và cầu TT BĐS:

Thực tế cho thấy, nhu cầu đối với BĐS tại các trung tâm đô thị lớn đang liên tục gia tăng do áp lực của sự gia tăng dân số. Mặc dù vậy, việc tiêu thụ nhiều sản phẩm BĐS vẫn gặp khó khăn. Nguyên nhân chính là do tình trạng mất cân đối nghiêm trọng giữa cung và cầu trên TT BĐS. Cụ thể, phần lớn nguồn cung được tập trung vào các phân khúc trung và cao cấp. Trong khi đó, những người dân có nhu cầu mua nhà ở thực sự lại thường không có đủ năng lực tài chính cần thiết để sở hữu những sản phẩm này. Theo số liệu tổng hợp của Bộ Xây dựng, trong năm 2021 cả nước có 172 dự án nhà ở thương mại hoàn thành với quy mô 24.027 căn, bằng khoảng 42% số lượng so với năm 2020. Riêng 6 tháng đầu năm 2022, chỉ có trên 22.700 căn, tương đương cùng kỳ năm 2021, cho thấy chưa có sự cải thiện về nguồn cung. Giá nhà ở tăng bình quân 4-5%, cộng với biên độ chênh lệch khoảng 10% của năm 2021 so với năm 2020, như vậy trong hai năm xảy ra đại dịch Covid-19, giá nhà tăng thêm 15-20%. Đáng chú ý, mặc dù nguồn cung ít nhưng số lượng giao dịch trên thị trường cũng hết sức ảm đạm. Trong tổng số hơn 22.700 căn hộ được đưa ra thị trường, số lượng giao dịch gần 11.600 căn, tỷ lệ hấp thu đạt 50,9%; như vậy có thể thấy mức thanh khoản thị trường thấp, giá nhà tăng nhanh chủ yếu do chi phí phát sinh, không phải do sức mua thị trường tăng (Lan và cộng sự, 2022).

- Siết chặt tín dụng BĐS:

Nhận thấy có sự tăng trưởng nóng và thiếu minh bạch của TT BĐS 2021-2022, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 02/2022/NĐ-CP, Nghị định số 16/2022/NĐ-CP, Nghị quyết số 18-NQ/TW nhằm kiểm soát quản lý thị trường. Cùng với đó, NHNN đã siết chặt tín dụng ngành BĐS nhằm hạn chế các hoạt động đầu cơ, giúp thị trường trở

nên minh bạch, tránh bong bóng BĐS phình to và đổ vỡ. Đây là những hành động cấp thiết để lành mạnh hóa thị trường, giảm thiểu các rủi ro của nền kinh tế, đặc biệt trong bối cảnh thị trường tăng trưởng “nóng” thời gian qua, khi đa số các nhà đầu tư đều sử dụng đòn bẩy tài chính (Lan và cộng sự, 2022).

- Thông tin dữ liệu về TT BĐS còn nhiều hạn chế:

Mặt khác, sự thiếu minh bạch và những tồn tại bất cập vẫn là rào cản lớn đối với TT BĐS. Những kẽ hở pháp lý phát sinh từ thực trạng này vô tình tạo điều kiện cho các đối tượng thực hiện hành vi thao túng, đầu cơ và lách luật nhằm trục lợi cá nhân. Đặc biệt, các bên tham gia thị trường thường xuyên gặp khó khăn do thông tin về quy hoạch cũng như vị trí dự án không được công khai rõ ràng. Dù đã có những bước tiến nhất định, song theo ghi nhận từ báo cáo Chỉ số Minh bạch BĐS Toàn cầu năm 2024 (của Jones Lang LaSalle), Việt Nam hiện chỉ đứng thứ 49 trên tổng số 89 quốc gia, tiếp tục nằm trong nhóm các thị trường có mức độ minh bạch thấp ("bán minh bạch").

Về mặt quản lý nhà nước, các dự án nhà ở thương mại hiện đang được Sở Xây dựng giám sát, trong khi đó, thẩm quyền quản lý phân khúc nhà ở do người dân tự xây dựng lại thuộc về Ủy ban nhân dân cấp quận, huyện. Chính sự phân tán trong cơ cấu quản lý này đã dẫn đến dữ liệu về TT BĐS thiếu tính tập trung và thống nhất. Mặc dù phương hướng về việc tính toán và công bố chỉ số giá BĐS đã được Bộ Xây dựng đề ra, tuy nhiên trên thực tế, hoạt động này vẫn chưa chính thức được triển khai. Hệ quả tất yếu từ việc thiếu hụt dữ liệu thị trường là những tác động tiêu cực đến công tác quản trị vĩ mô và khả năng dự báo xu hướng tương lai. Điều này không chỉ gia tăng tình trạng đầu cơ mà còn tạo ra nhiều rào cản cho những người có nhu cầu thực trong việc tiếp cận nhà ở.

4.2. KẾT QUẢ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

4.2.1. Thống kê mô tả

Trong nghiên cứu này, tác giả đã thu thập tổng cộng 46 quan sát theo định kỳ quý, kéo dài từ quý I/2013 đến hết quý II/2024. Nhằm phục vụ công tác ước lượng và kiểm định các mô hình thực nghiệm, dữ liệu bao gồm các biến số về TTKT, giá tài sản cùng biến kiểm soát liên quan. Bên cạnh đó, các đặc điểm về phân phối, tính biến động và mối liên hệ sơ bộ giữa các biến số cũng được tổng hợp thông qua kết quả thống kê

mô tả tại Bảng 4.3. Đây là bước quan trọng nhằm cung cấp cái nhìn khái quát trước khi các phân tích kinh tế lượng chuyên sâu được tiến hành.

Bảng 4.3. Thống kê mô tả các biến

Tên biến	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
TTKT (GDP)	5,4850	1,6096	1,42	8,83
Tăng trưởng TTBĐS (REM)	2,6702	1,8234	-0,95	6,5
Chỉ số GCK VN-Index (VNI)	893,44	295,94	481,13	1498,28
Lãi suất tái cấp vốn (LS)	5,7283	1,0889	4	8

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

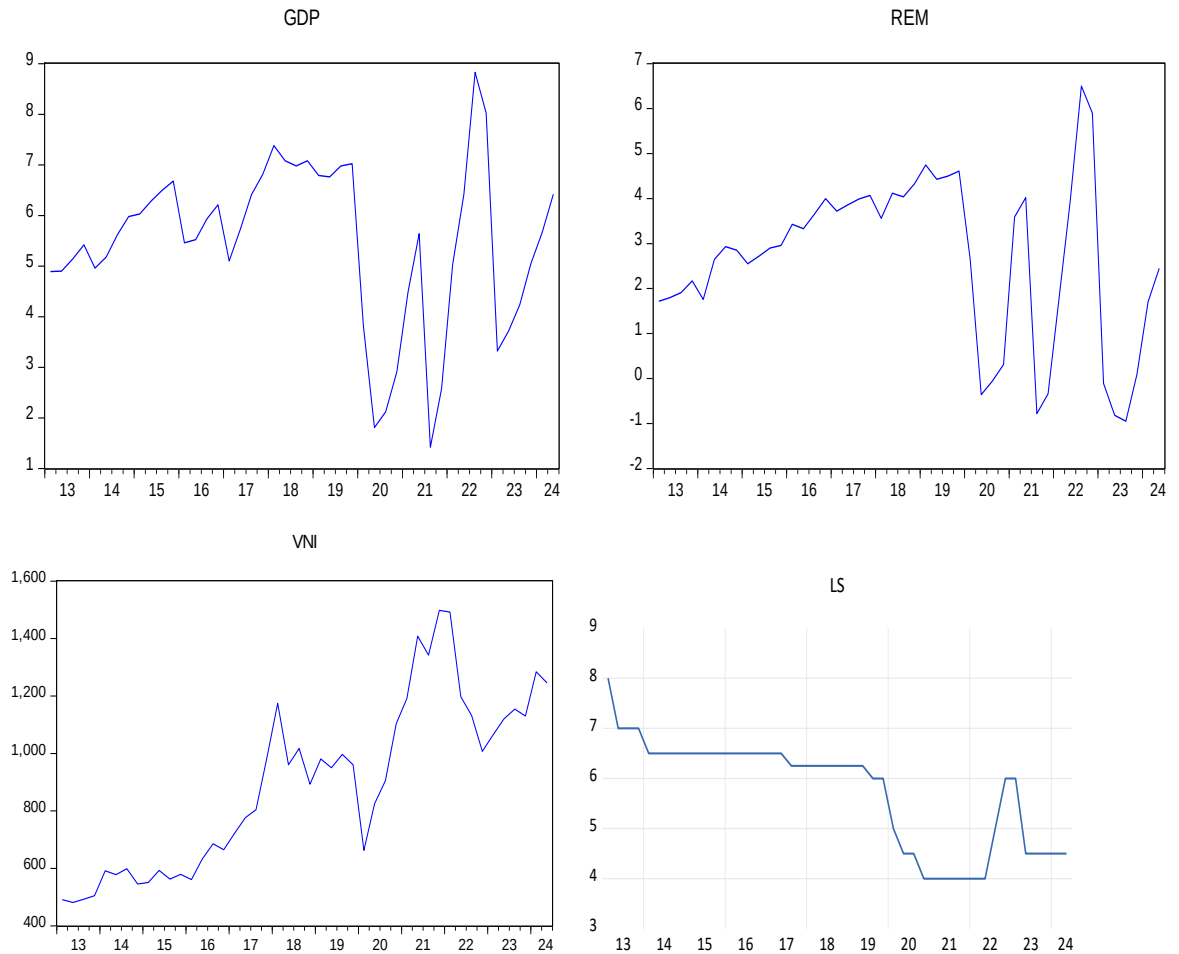
Kết quả thống kê mô tả cho thấy tốc độ TTKT bình quân đạt 5,4850 trong giai đoạn nghiên cứu, với độ lệch chuẩn 1,6096. Khoảng dao động từ 1,42% đến 8,83% phản ánh biên độ biến động tương đối rộng, phù hợp với bối cảnh kinh tế Việt Nam trải qua nhiều giai đoạn khác nhau, bao gồm giai đoạn phục hồi sau suy thoái toàn cầu và các cú sốc do đại dịch COVID-19.

Tốc độ tăng trưởng TTBĐS có giá trị trung bình 2,670% nhưng độ lệch chuẩn khá cao (1,8234), cho thấy mức độ biến động mạnh hơn so với tăng trưởng GDP. Giá trị nhỏ nhất ở mức -0,95% cho thấy có những giai đoạn thị trường suy giảm, trong khi mức cao nhất đạt 6,5% thể hiện những thời kỳ tăng trưởng nóng, phù hợp với diễn biến thực tế của TTBĐS Việt Nam vốn chịu ảnh hưởng mạnh của chu kỳ tín dụng và tâm lý nhà đầu tư.

Chỉ số GCK VN-Index có mức trung bình 893,44 điểm, với độ lệch chuẩn 295,94, phản ánh mức biến động đáng kể trên TTCK Việt Nam. Khoảng dao động rộng từ 481,13 đến 1498,28 điểm thể hiện rõ tác động của các sự kiện kinh tế tài chính trong nước và quốc tế, đặc biệt là biến động mạnh giai đoạn đại dịch và giai đoạn phục hồi sau đó.

Lãi suất tái cấp vốn có giá trị trung bình 5,728% với độ lệch chuẩn thấp (1,0889), cho thấy chính sách lãi suất của NHNN tương đối ổn định trong giai đoạn nghiên cứu. Biên độ dao động từ 4% đến 8% phản ánh sự điều chỉnh có kiểm soát nhằm thích ứng với mục tiêu kiềm chế lạm phát, hỗ trợ tăng trưởng và ứng phó với cú sốc COVID-19.

Biến giả COVID-19 có giá trị trung bình 0,1739, cho thấy số quý bị ảnh hưởng bởi đại dịch chiếm khoảng 17% tổng số quan sát (tương ứng 8/46 quý). Độ lệch chuẩn 0,3832 phản ánh đặc điểm nhị phân của biến này, được sử dụng để ghi nhận tác động đột ngột và ngắn hạn của đại dịch lên nền kinh tế và hoạt động TTTS.



Hình 4.3. Xu hướng của dữ liệu nghiên cứu

Nhìn chung, các kết quả thống kê mô tả trong Bảng 4.3 phản ánh đặc điểm động của nền kinh tế Việt Nam và sự biến động của các TTTS trong giai đoạn 2013-2024. TTKT duy trì mức trung bình khá nhưng có sự dao động đáng kể qua các thời kỳ. Hai TTTS là TTBDS và TTCK 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 CSTT, trong khi biến COVID-19 phản ánh rõ ràng tác động đột ngột của cú sốc đại dịch đối với nền kinh tế và TTTS. 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 TTKT ở các phần tiếp theo.

4.2.2. Kiểm định tính dừng

Để xác định đặc tính chuỗi thời gian và lựa chọn mô hình kinh tế lượng phù hợp, tác giả tiến hành kiểm định tính dừng của các chuỗi dữ liệu bằng phương pháp

Augmented Dickey-Fuller (ADF). Kiểm định ADF cho phép đánh giá xem một chuỗi biến động theo thời gian có tồn tại đơn vị gốc (unit root) hay không, từ đó xác định chuỗi có dừng hay không dừng tại mức $I(0)$ hoặc chỉ dừng sau khi sai phân bậc nhất $I(1)$. Việc xác định đúng bậc tích hợp của các biến là bước quan trọng trong nghiên cứu, nhằm bảo đảm tính phù hợp của mô hình ARDL và NARDL, 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.

Bảng 4.4. Kết quả kiểm định tính dừng

Tên biến	Chuỗi dữ liệu gốc $I(0)$	Chuỗi dữ liệu sai phân bậc 1 $I(1)$	Kết quả
	Kiểm định ADF	Kiểm định ADF	
GDP	0,0358**	0,0058***	$I(0)$
REM	0,6126	0,0026***	$I(1)$
LVNI_SA	0,5449	0,0000***	$I(1)$
LS	0,5715	0,0000***	$I(1)$
<i>Ghi chú: *, **, *** có ý nghĩa tương ứng ở mức 10%, 5% và 1%</i>			

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả

Kết quả kiểm định trong Bảng 4.4 cho thấy các biến tăng trưởng TTBDS (REM), chỉ số GCK (LVNI_SA), lãi suất tái cấp vốn (LS) và biến COVID đều dừng sau khi sai phân bậc nhất, tức là có bậc tích hợp $I(1)$. Ngược lại, biến TTKT (GDP) dừng ngay ở chuỗi dữ liệu gốc và được xác định là $I(0)$.

Sự khác biệt về bậc tích hợp này đáp ứng điều kiện để có thể áp dụng mô hình ARDL, với giả định quan trọng là không có biến nào dừng ở bậc $I(2)$. Điều này phù hợp với quan điểm của Pesaran và cộng sự (2001), cũng như Tursoy và Faisal (2016), khi cho rằng mô hình ARDL là lựa chọn thích hợp trong các nghiên cứu thực nghiệm có dữ liệu chuỗi thời gian dừng hỗn hợp $I(0)$ và $I(1)$. Trong trường hợp các biến có quan hệ đồng liên kết, ARDL cho phép phân tích đồng thời mối quan hệ dài hạn và ngắn hạn giữa các biến một cách hiệu quả.

Ngược lại, nếu kiểm định cho thấy không tồn tại đồng liên kết giữa các biến trong mô hình, việc áp dụng mô hình VAR sẽ phù hợp hơn nhằm phân tích mối quan hệ tương tác trong ngắn hạn giữa các chuỗi dữ liệu. Khi đó, VAR giúp mô tả động thái điều chỉnh ngắn hạn của các biến mà không cần quan tâm đến mối quan hệ cân bằng dài hạn.

4.2.3. Kiểm định đồng liên kết

Nhằm xác định mối quan hệ đồng liên kết giữa các chuỗi số liệu, phương pháp kiểm định đường bao (bound test) theo đề xuất của (Pesaran và cộng sự, 2001) đã được tác giả áp dụng. Cụ thể, số liệu chi tiết về kết quả của quy trình kiểm định đồng liên kết này được trình bày tại Bảng 4.5 dưới đây.

Bảng 4.5. Kết quả kiểm định đồng liên kết

F-statistic: 5,025								
	90%		95%		97,5%		99%	
	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
F	2,45	3,52	2,86	4,01	3,25	4,49	3,74	5,06

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả

Kết quả kiểm định Bounds test trong mô hình ARDL cho thấy giá trị thống kê F đạt 5,025, cao hơn các giá trị tới hạn I(1) tại mức ý nghĩa 5% (4,01) và 2,5% (4,49). Điều này khẳng định tồn tại mối quan hệ đồng liên kết giữa các biến trong mô hình, tức là các biến có xu hướng vận động cùng nhau trong dài hạn. Mặc dù giá trị F chưa vượt ngưỡng I(1) tại mức ý nghĩa 1% (5,06), song mức ý nghĩa 5% và 2,5% được xem là đủ mạnh để kết luận về sự tồn tại của quan hệ dài hạn, đặc biệt trong các nghiên cứu kinh tế tài chính nơi dữ liệu thường biến động và có sai số đo lường nhất định.

Kết quả này hàm ý rằng sự thay đổi của các biến độc lập có ảnh hưởng ổn định và bền vững tới biến phụ thuộc trong dài hạn. Do đó, việc tiếp tục ước lượng mô hình ARDL và mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM) là phù hợp nhằm phân tích rõ hơn các tác động trong ngắn hạn và tốc độ điều chỉnh về trạng thái cân bằng dài hạn. Đây là cơ sở quan trọng để diễn giải ý nghĩa kinh tế của mô hình, đồng thời đưa ra các khuyến nghị chính sách hoặc giải pháp quản trị có cơ sở khoa học.

4.2.4. Kết quả mô hình nghiên cứu

Tác giả sử dụng phương pháp ARDL để phân tích tác động của TDCSTT qua kênh giá tài sản đến TTKT. Về việc xác định độ trễ tối ưu của các biến trong mô hình nghiên cứu, tác giả sẽ căn cứ theo chỉ tiêu thống kê Akaike Information Criterion (AIC).

Kết quả mô hình nghiên cứu về tác động của TDCSTT qua kênh giá tài sản đến TTKT theo phương pháp ARDL như sau:

**Bảng 4.6. Ước lượng các hệ số dài hạn của mô hình ARDL
(Biến phụ thuộc GDP)**

Biến trong mô hình	Hệ số hồi quy	Sai số	Thống kê t	Ý nghĩa thống kê
REM	0,5119***	0,1220	4,1939	0,0002
LVNI_SA	1,1452	0,8999	1,2725	0,2111
COVID	-2,2029***	0,5800	-3,7977	0,0005
LS	0,0891	0,4031	0,2210	0,8263
<i>Ghi chú: *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%</i>				

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả

**Bảng 4.7. Kết quả tính toán tác động ngắn hạn bằng mô hình ECM
(Biến phụ thuộc Δ GDP)**

Biến trong mô hình	Hệ số hồi quy	Sai số	Thống kê t	Ý nghĩa thống kê
C	-1,9385***	0,3661	-5,2942	0,0000
D(REM)	0,7081***	0,0422	16,7551	0,0000
D(LVNI_SA)	1,5985***	0,5575	2,8672	0,0068
CointEq(-1)*	-0,5170***	0,0979	-5,2764	0,0000
<i>Ghi chú: *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%</i>				

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả

Kết quả nghiên cứu cho thấy:

TTBĐS có tác động tích cực có hệ số điều chỉnh về cân bằng dài hạn là -0,5170, tức xấp xỉ 2 quý đến TTKT 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 TTBĐS đến TTKT cả trong ngắn hạn và dài hạn. Điều này cũng phù hợp với thực tiễn của Việt Nam, vì khi TTBĐS 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 TTKT. Phần lớn các nghiên cứu trước đây đã chỉ ra rằng TTBĐS ảnh hưởng tích cực đến TTKT. Tuy nhiên, một số nghiên cứu cũng có kết quả ngược lại cho rằng sự gia tăng quá mức của TTBĐS 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 GCK có tác động tích cực đến TTKT trong ngắn hạn, chưa tìm thấy tác động của chỉ số GCK đến TTKT 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 TTCK

Việt Nam vẫn còn là thị trường cận biên và chưa có thể đánh giá TTKT một cách hiệu quả nhất. Đồng thời, TTCK đóng vai trò là kênh huy động vốn trong dài hạn, thực tế cho thấy TTCK 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 GCK 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 TTKT 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).

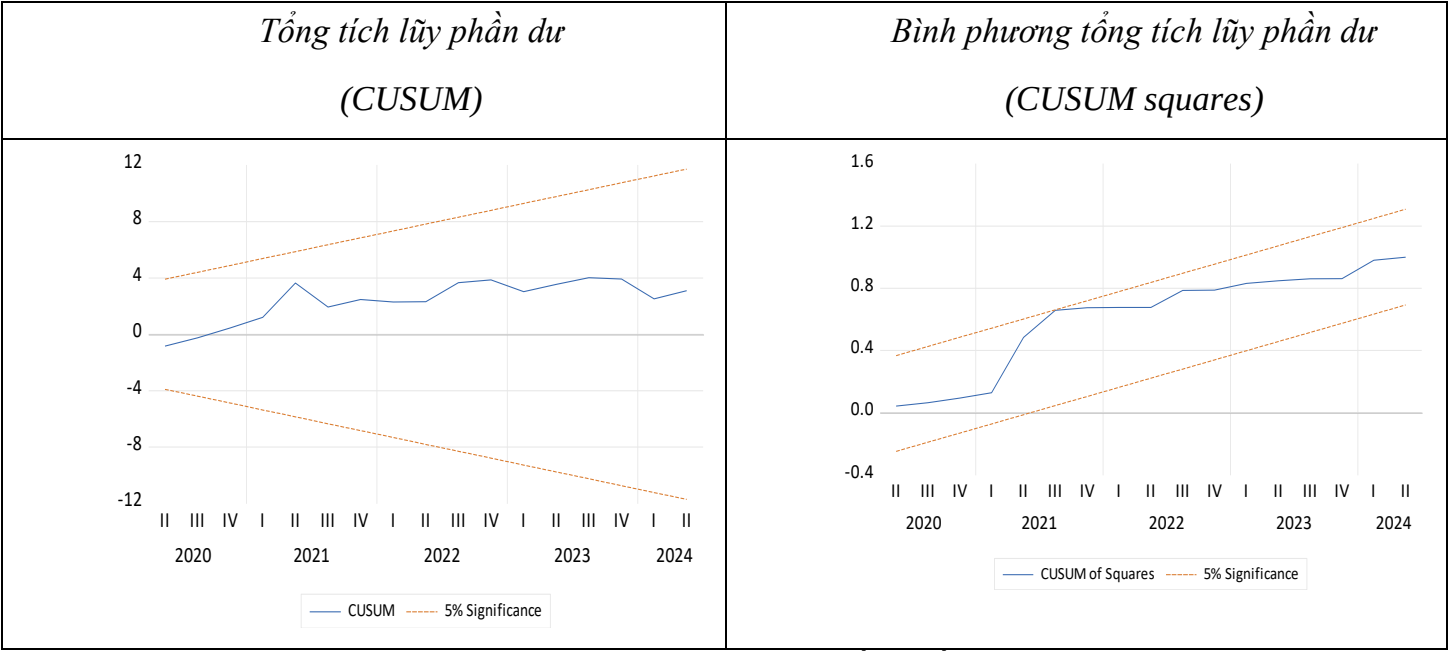
Các kiểm định chẩn đoán cho thấy mô hình ước lượng đạt yêu cầu về mặt kinh tế lượng và có độ tin cậy cao. Cụ thể, kiểm định Breusch-Pagan-Godfrey cho thấy mô hình không tồn tại hiện tượng phương sai sai số thay đổi ($\text{Prob} > \chi^2 = 0,5063$), hàm ý rằng giả định phương sai đồng nhất của sai số được đảm bảo. Tiếp đó, kiểm định tự tương quan Breusch-Godfrey LM cũng không bác bỏ giả thuyết không có tự tương quan ($\text{Prob} > \chi^2 = 0,9482$), cho thấy các sai số không có quan hệ phụ thuộc chuỗi, giúp mô hình ước lượng đáng tin cậy hơn.

Bên cạnh đó, kiểm định Jarque-Bera chứng minh rằng sai số của mô hình tuân theo phân phối chuẩn ($\text{Prob} = 0,2278$), đáp ứng giả định quan trọng đối với các mô hình hồi quy tuyến tính và tăng độ chính xác của các ước lượng thống kê. Kiểm định Ramsey RESET với giá trị $\text{Prob} = 0,8107$ cho thấy mô hình không có dạng đặc tả sai và không cần bổ sung thêm biến, khẳng định cấu trúc mô hình được lựa chọn là phù hợp.

Quan trọng hơn, các kiểm định về tính ổn định của mô hình thông qua biểu đồ tổng tích lũy phần dư (CUSUM) và bình phương tổng tích lũy phần dư (CUSUM squared) đều nằm trong dải tin cậy ở mức ý nghĩa 5%. Điều này cho phép kết luận rằng

các tham số của mô hình ổn định theo thời gian, và mô hình đáp ứng tốt yêu cầu về tính bền vững trong ước lượng.

Tổng hợp các kiểm định trên, có thể khẳng định rằng mô hình nghiên cứu được xây dựng ổn định và phù hợp, qua đó củng cố độ tin cậy cho các kết quả ước lượng và các kết luận rút ra từ nghiên cứu.



Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả

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 TTKT theo phương pháp NARDL như sau:

**Bảng 4.8: Ước lượng các hệ số dài hạn của mô hình NARDL
(Biến phụ thuộc GDP)**

Biến trong mô hình	Hệ số hồi quy	Sai số	Thống kê t	Ý nghĩa thống kê
REM	0,3226	0,3961	0,8145	0,4266
LVNI_SA_POS	5,8094**	2,4825	2,3401	0,0317
LVNI_SA_NEG	14,7016**	5,4388	2,7031	0,0151
COVID	-6,6011**	2,6109	-2,5282	0,0217
LS	-4,5109**	2,4325	-1,8544	0,0811

*Ghi chú: *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%*

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả

Kết quả ước lượng dài hạn cho thấy COVID và lãi suất tái cấp vốn đều có tác động tiêu cực đến TTKT, 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 TTBDŚ lên GDP, hàm ý rằng biến động BDS 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 GCK đến TTKT. 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 TTCK tăng, TTKT 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 TTKT trong mô hình NARDL.

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

Bảng 4.7 trình bày kết quả ước lượng các hệ số ngắn hạn từ mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM) dựa trên cách tiếp cận NARDL với các độ trễ được lựa chọn.

**Bảng 4.9. Kết quả tính toán tác động ngắn hạn bằng mô hình ECM
(Biến phụ thuộc Δ GDP)**

Biến trong mô hình	Hệ số hồi quy	Sai số	Thông kê t	Ý nghĩa thống kê
C	17,8155***	2,7702	6,4310	0,0000
D(REM)	0,5861***	0,0535	10,9470	0,0000
D(REM(-1))	0,0939	0,0558	1,6817	0,1109
D(REM(-2))	-0,2294***	0,0707	-3,2445	0,0048
D(REM(-3))	-0,2390***	0,0795	-3,0065	0,0079
D(LVNI_SA_POS)	0,4930	1,2409	0,3973	0,6961
D(LVNI_SA_POS(-1))	-1,3746	1,2284	-1,1190	0,2787
D(LVNI_SA_POS(-2))	0,2932	1,1677	0,2510	0,8048
D(LVNI_SA_POS(-3))	-5,0025***	1,1264	-4,4410	0,0004
D(LVNI_SA_NEG)	9,2963***	1,6197	5,7393	0,0000

D(LVNI_SA_NEG(-1))	-0,1553	1,1980	-0,1296	0,8983
D(LVNI_SA_NEG(-2))	-6,1204***	1,5437	-3,9646	0,0010
D(COVID)	0,9645*	0,5425	1,7779	0,0933
D(COVID(-1))	3,8100***	0,7935	4,8010	0,0002
D(LS)	-0,7476**	0,2702	-2,7666	0,0132
D(LS(-1))	1,7601***	0,3632	4,8458	0,0002
D(LS(-2))	1,3385***	0,3611	3,7063	0,0018
D(LS(-3))	0,5829***	0,1754	3,3227	0,0040
CointEq(-1)*	-0,5044***	0,0785	-6,4190	0,0000

*Ghi chú: *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%*

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả

Kết quả mô hình ECM cho thấy tác động bất cân xứng của chỉ số GCK đối với TTKT tại Việt Nam, đồng thời hệ số điều chỉnh sai số đạt 0,5044 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 TTBĐS, COVID và lãi suất đều cho thấy tác động đáng kể đến TTKT. Điều này phản ánh sự nhạy cảm của nền kinh tế Việt Nam trước các cú sốc chu kỳ (BĐS), cú sốc bên ngoài (COVID) và các điều chỉnh CSTT (thay đổi lãi suất).

Đối với lãi suất tái cấp vốn, cần lưu ý rằng đây là công cụ NHNN 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 TTKT 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.

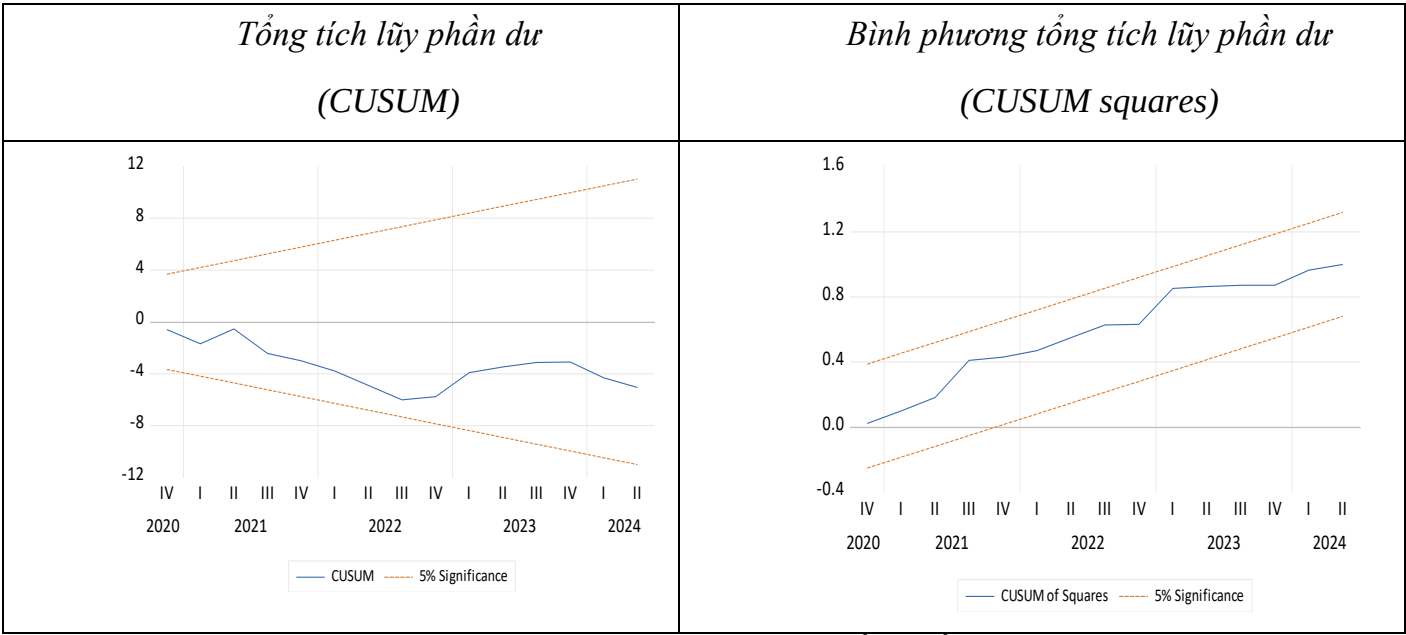
4.3.3. Các kiểm định chuẩn đoán mô hình

Các kiểm định chẩn đoán mô hình cho thấy mô hình NARDL được xây dựng là phù hợp và thỏa mãn các giả định cơ bản. Cụ thể, kiểm định Breusch-Pagan-Godfrey cho kết quả $\text{Prob} > \chi^2 = 0,9553$, cho thấy không tồn tại hiện tượng phương sai sai số

thay đổi trong mô hình. Kiểm định Breusch-Godfrey LM cũng cho kết quả Prob > $\chi^2 = 0,9101$, hàm ý mô hình không có tự tương quan trong phần dư.

Ngoài ra, kiểm định Jarque-Bera cho giá trị Prob = 0,3599, xác nhận rằng phần dư của mô hình tuân theo phân phối chuẩn, đáp ứng điều kiện cần để ước lượng và suy luận thống kê tin cậy. Kiểm định dạng sai mô hình Ramsey RESET cho kết quả Prob = 0,1766, cho thấy không cần bổ sung thêm biến và mô hình đã được chỉ định đúng dạng hàm.

Bên cạnh đó, đánh giá tính ổn định của mô hình thông qua đồ thị CUSUM và CUSUMSQ cho thấy các đường kiểm định đều nằm trong dải tin cậy 5% (Hình 4.4). Điều này chứng tỏ mô hình ổn định về mặt tham số, không xảy ra biến động cấu trúc trong giai đoạn nghiên cứu. Như vậy, toàn bộ các kiểm định chẩn đoán đều cho kết luận rằng mô hình là phù hợp, đáng tin cậy và có thể sử dụng để phân tích quan hệ dài hạn và ngắn hạn giữa các biến trong nghiên cứu.



Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả

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

Thực hiện kiểm định Bound test cho thấy có tồn tại mối quan hệ đồng liên kết giữa các biến. Sau đó, tác giả đã ước lượng các độ trễ phù hợp cho mô hình.

Kết quả mô hình nghiên cứu về truyền dẫn bất cân xứng của giá BĐS đến TTKT theo phương pháp NARDL như sau:

**Bảng 4.10. Ước lượng các hệ số dài hạn của mô hình NARDL
(Biến phụ thuộc GDP)**

Biến trong mô hình	Hệ số hồi quy	Sai số	Thống kê t	Ý nghĩa thống kê
REM_POS	-0,6108*	0,3324	-1,8375	0,0810
REM_NEG	-0,2337	0,2254	-1,0369	0,3121
LVNI_SA	3,7507***	1,0808	3,4700	0,0024
COVID	-5,6933**	2,0552	-2,7702	0,0118
LS	-1,3613	1,0751	-1,2662	0,2200

*Ghi chú: *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%*

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả

**Bảng 4.11: Kết quả tính toán tác động ngắn hạn bằng mô hình ECM
(Biến phụ thuộc Δ GDP)**

Biến trong mô hình	Hệ số hồi quy	Sai số	Thống kê t	Ý nghĩa thống kê
D(GDP(-1))	0,3490***	0,0907	3,8488	0,0010
D(GDP(-2))	0,1478*	0,0754	1,9590	0,0642
D(REM_POS)	0,1426	0,1109	1,2861	0,2131
D(REM_POS(-1))	0,4054***	0,0859	4,7142	0,0001
D(REM_NEG)	0,5375***	0,0588	9,1400	0,0000
D(LVNI_SA)	3,0154***	0,6538	4,6120	0,0002
D(LVNI_SA(-1))	0,0864	0,5196	0,1664	0,8695
D(LVNI_SA(-2))	-2,0654***	0,6159	-3,3531	0,0032
D(LVNI_SA(-3))	-1,2487**	0,5539	-2,2543	0,0355
D(COVID)	-0,6513	0,3914	-1,6640	0,1117
D(COVID(-1))	3,2734***	0,6143	5,3284	0,0000
D(LS)	-0,0317	0,2057	-0,1544	0,8788
D(LS(-1))	1,2950***	0,2926	4,4249	0,0003
D(LS(-2))	0,7903***	0,2098	3,7668	0,0012
D(LS(-3))	0,7765***	0,1667	4,6574	0,0002
CointEq(-1)*	-0,7724***	0,1172	-6,5878	0,0000

*Ghi chú: *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%*

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả

Các kiểm định chẩn đoán cho thấy mô hình NARDL trong nghiên cứu chưa thỏa mãn đầy đủ các giả định kinh tế lượng, do đó mức độ tin cậy của các ước lượng cần được xem xét thận trọng. Cụ thể, kiểm định Breusch-Pagan-Godfrey cho kết quả Prob

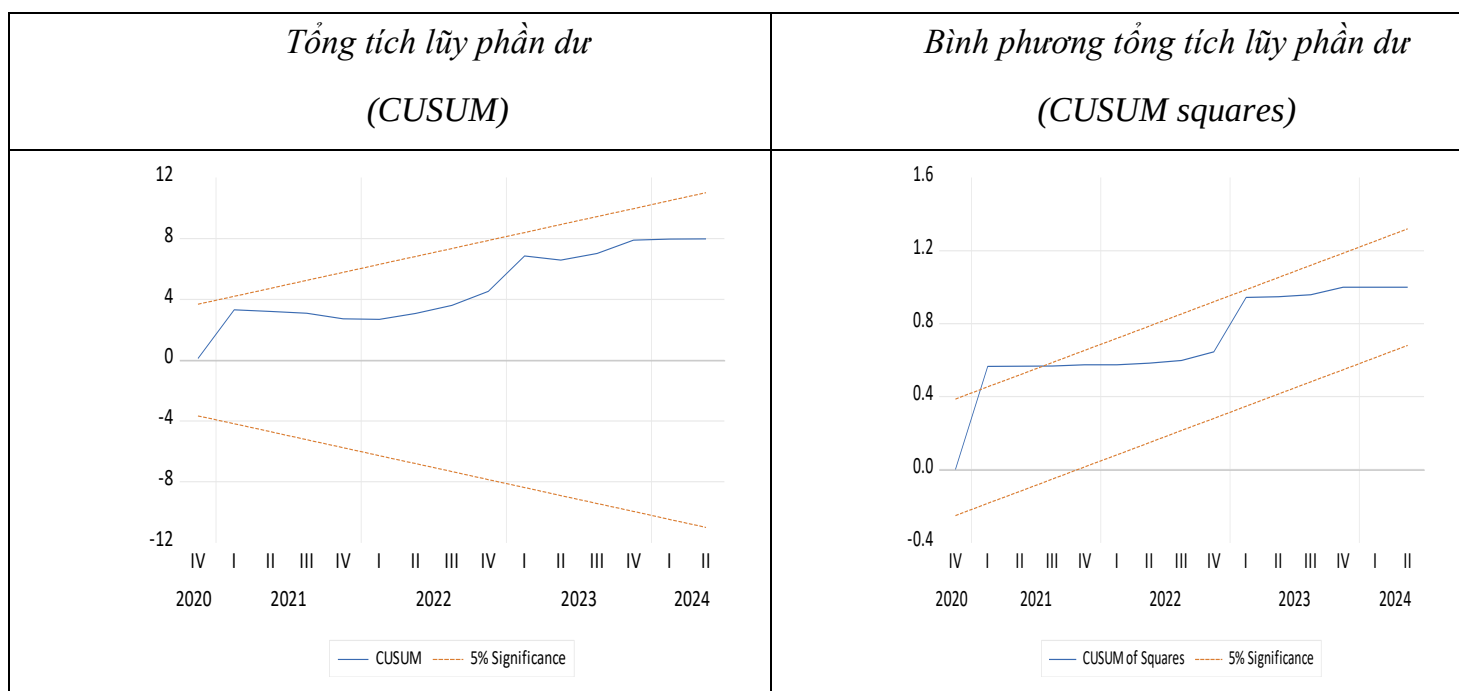
$> \chi^2 = 0,7891$, cho thấy mô hình không có hiện tượng phương sai sai số thay đổi, thỏa mãn giả định đồng nhất phương sai. Tuy nhiên, kiểm định Breusch-Godfrey LM cho giá trị Prob $> \chi^2 = 0,0463$, nhỏ hơn mức ý nghĩa 5%, cho thấy phần dư tồn tại tự tương quan, tức là sai số có quan hệ với các sai số ở kỳ trước, vi phạm một trong những giả định cơ bản của mô hình hồi quy.

Bên cạnh đó, kiểm định Jarque-Bera cho giá trị Prob = 0,0303, nhỏ hơn mức ý nghĩa 5%, cho thấy phần dư không tuân theo phân phối chuẩn. Điều này có thể làm giảm độ tin cậy của các kiểm định giả thuyết trong mô hình, đặc biệt trong mẫu nhỏ.

Về kiểm định dạng sai mô hình, kiểm định Ramsey RESET cho kết quả Prob = 0,1495, lớn hơn 5%, chứng tỏ không có bằng chứng cho thấy mô hình bị bỏ sót biến hoặc chỉ định sai dạng hàm, do đó cấu trúc mô hình nhìn chung là phù hợp.

Tuy nhiên, kiểm định tính ổn định của mô hình thông qua đồ thị CUSUM và CUSUMSQ lại cho kết quả trái chiều: đường CUSUM nằm trong dải tin cậy 5%, nhưng đường CUSUMSQ vượt ra khỏi dải tin cậy, cho thấy hiện tượng thay đổi cấu trúc trong mô hình, tức là mô hình không ổn định về mặt tham số trong toàn bộ giai đoạn nghiên cứu. Đây là một chỉ báo quan trọng cho thấy mô hình không đảm bảo tính ổn định cần thiết để suy luận chính xác về quan hệ dài hạn và ngắn hạn giữa các biến.

Tổng hợp các kiểm định, mặc dù mô hình không gặp vấn đề phương sai thay đổi hay dạng sai mô hình, nhưng sự tồn tại của tự tương quan, sai số không phân phối chuẩn và thiếu ổn định tham số cho thấy mô hình hiện tại không phù hợp.



Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả

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

4.5.1.1. Biến tăng trưởng thị trường bất động sản

Kết quả ước lượng cho thấy TT BĐS có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến TTKT Việt Nam trong cả ngắn hạn lẫn dài hạn. Đáng chú ý, hệ số điều chỉnh về cân bằng dài hạn đạt giá trị -0,5170, phản ánh tốc độ điều chỉnh tương đối nhanh của nền kinh tế sau các cú sốc ngắn hạn. Điều này hàm ý rằng mỗi quý nền kinh tế sẽ tự điều chỉnh được khoảng 51% sai lệch so với trạng thái cân bằng, và cần khoảng hai quý để quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng dài hạn. Tốc độ điều chỉnh này cho thấy vai trò truyền dẫn quan trọng của TT BĐS trong hệ thống kinh tế.

Kết quả nghiên cứu này nhìn chung phù hợp với nhiều công trình trước đây khi cho thấy TT BĐS có mối liên hệ chặt chẽ với TTKT. Cụ thể, (Goodhart & Hofmann, 2008) cho thấy trong nghiên cứu trên 17 quốc gia công nghiệp hóa, tác giả tìm thấy mối liên kết đa chiều có ý nghĩa thống kê giữa giá nhà và các biến số vĩ mô, đồng thời kết luận rằng các cú sốc về giá nhà có tác động đáng kể đến TTKT và lạm phát. Tương tự, (Iacoviello & Neri, 2010) cho thấy hiệu ứng tài sản từ nhà ở đối với tiêu dùng là dương và có ý nghĩa, đồng thời hiệu ứng này ngày càng trở nên quan trọng theo thời gian; sự

gia tăng nhu cầu nhà ở thúc đẩy giá nhà và đầu tư dân cư, từ đó làm tăng TTKT. Theo hướng tiếp cận chu kỳ kinh tế, (Igan và cộng sự, 2011) cũng cho thấy trong dài hạn, giá nhà thực tế và đầu tư dân cư dẫn dắt đầu ra một cách rõ rệt ở hầu hết các quốc gia phát triển, trong đó đầu ra trễ hơn đầu tư dân cư ở 72% các quốc gia được nghiên cứu.

Ở góc độ CCTD, (Mishkin, 2007) lập luận rằng giá nhà cao hơn làm tăng giá trị tài sản ròng của hộ gia đình, thúc đẩy tiêu dùng thông qua hiệu ứng tài sản và cải thiện bảng cân đối kế toán, giúp họ tiếp cận tín dụng dễ dàng hơn, từ đó thúc đẩy TTKT. Kết quả này cũng phù hợp với bằng chứng thực nghiệm tại các quốc gia đang phát triển. Chẳng hạn, nghiên cứu của (Okwu và cộng sự, 2017) tại Nigeria cho thấy việc cung cấp các dịch vụ nhà ở (bao gồm kinh doanh BĐS và đầu tư xây dựng) có mối quan hệ dài hạn và thúc đẩy đáng kể sự tăng trưởng của nền kinh tế; các biến số của ngành nhà ở và TTKT không tách rời nhau mà cùng hướng tới trạng thái cân bằng dài hạn. Tại Trung Quốc, (Zhang & Pan, 2021) khẳng định TT BĐS là yếu tố thiết yếu để thúc đẩy TTKT, đồng thời kiểm định nhân quả Granger cho thấy mối quan hệ hai chiều giữa chỉ số môi trường BĐS và tốc độ tăng trưởng đầu ra; do đó phát triển TT BĐS là hữu ích để thúc đẩy TTKT. Ngoài ra, (Zhenyu & Taltavull, 2020) tại Tây Ban Nha cũng chỉ ra rằng dòng vốn đầu tư quốc tế vào lĩnh vực BĐS chịu ảnh hưởng mạnh mẽ và thuận chu kỳ bởi TTKT thực tế của quốc gia.

Các nghiên cứu gần đây tiếp tục củng cố nhận định này. Tại Trung Quốc, các nghiên cứu cho thấy trong giai đoạn đầu của sự phát triển kinh tế, sự gia tăng giá nhà có mối tương quan thuận với nền kinh tế thực (Fan và cộng sự, 2024), đồng thời ngành BĐS được coi là một ngành trụ cột, thúc đẩy tăng trưởng thông qua các hoạt động phát triển, đầu tư, sản xuất và tiêu dùng (Sun và cộng sự, 2024). Đối với Việt Nam, (Nguyen & Bui, 2019) sử dụng mô hình ARDL cho thấy trong cả ngắn hạn và dài hạn, TT BĐS có mối tương quan thuận với tăng trưởng TTKT; sự phát triển của thị trường nhà ở giúp chủ sở hữu BĐS dễ dàng tiếp cận nguồn vốn thông qua các chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp, từ đó tăng chi tiêu và đầu tư, thúc đẩy nền kinh tế. Bổ sung thêm, (Hoa, 2014) cho rằng sự phát triển của TT BĐS kéo theo sự tăng trưởng của các ngành sản xuất vật liệu xây dựng (xi măng, sắt thép) và tạo thêm nhiều công ăn việc làm cho xã hội, trong khi hoạt động kinh doanh BĐS thường chiếm tỷ trọng đáng kể (khoảng 6%) trong cơ cấu TTKT. Đồng thời, (Quy & Loi, 2020) cũng chỉ ra rằng tăng trưởng TTKT phản ánh

sự cải thiện giàu có của cư dân, từ đó làm tăng nhu cầu về nhà ở, tác động tích cực đến các công ty BĐS và giá cổ phiếu ngành này.

Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu cũng cần được xem xét trong mối liên hệ với một số nghiên cứu cho thấy tác động của BĐS đến TTKT không phải lúc nào cũng tích cực hoặc mang tính tuyến tính. Chẳng hạn, (Muda và cộng sự, 2020) khi nghiên cứu tại Indonesia giai đoạn 2000-2017 cho thấy các hoạt động BĐS không có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến TTKT, đồng thời nhận định sự đóng góp của lĩnh vực này thường có xu hướng trì trệ theo từng năm. Tương tự, (Milcheva & Sebastian, 2016) khi nghiên cứu khu vực đồng Euro tìm thấy rất ít bằng chứng về tác động của giá nhà đến tiêu dùng ở một số quốc gia, và lập luận rằng biến động thị trường nhà ở tại đây được phản ánh tốt hơn qua thay đổi trong đầu tư dân cư thay vì giá nhà. (Singh, 1997) cho rằng sự phát triển quá mức của TTTS (bao gồm BĐS) có thể không có lợi cho tăng trưởng do tính biến động cao và khả năng gây ra bất ổn kinh tế vĩ mô sau các cú sốc tiêu cực. Quan điểm này được củng cố bởi (Crowe và cộng sự, 2013), khi cảnh báo rằng sự gia tăng quá mức của TT BĐS thường đi kèm với đòn bẩy tài chính cao; khi thị trường đảo chiều sẽ gây ra các vòng xoáy nợ nần và đe dọa sự ổn định tài chính quốc gia. Ngoài ra, (Zhang và cộng sự, 2018) cho thấy mối quan hệ giữa phát triển BĐS và sự ổn định của hệ thống ngân hàng không phải là tuyến tính đơn giản; khi tăng trưởng đầu tư BĐS giảm xuống dưới một ngưỡng nhất định (khoảng 21,88% trong trường hợp của Trung Quốc), nó có thể gây ra nợ xấu và làm mất ổn định tài chính, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến kinh tế.

Ngoài ra, một số nghiên cứu chỉ ra rằng mặc dù giá nhà thúc đẩy TTKT trong ngắn hạn, nhưng lại gây ức chế tăng trưởng trong dài hạn (Sun và cộng sự, 2024). Khi giá nhà vượt quá giá trị căn bản và hình thành bong bóng, chúng gây ra tác động bất lợi cho TTKT do làm giảm tiêu dùng của người dân và cản trở đầu tư vào sản xuất của nền kinh tế thực (Fan và cộng sự, 2024). Đồng thời, khi giá nhà quá cao và vượt quá khả năng chi trả, “hiệu ứng thay thế” sẽ chiếm ưu thế, buộc người dân phải tiết kiệm nhiều hơn và cắt giảm chi tiêu cho các hàng hóa khác để trả nợ vay mua nhà (Dong và cộng sự, 2017).

Tại Việt Nam, diễn biến CSTT và TT BĐS qua các giai đoạn cũng cho thấy mối quan hệ chặt chẽ giữa ổn định vĩ mô, tín dụng và chu kỳ BĐS. Giai đoạn 2013-2015,

NHNN kiên định mục tiêu kiểm soát lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô; trong năm 2013, mặt bằng lãi suất giảm mạnh từ 2-5% để hỗ trợ doanh nghiệp và thị trường. Tuy nhiên, cùng thời kỳ này, nền kinh tế đối mặt với tình trạng hàng tồn kho BĐS ứ đọng và nợ xấu cao (Nghĩa & Lân, 2014). Sang giai đoạn 2016-2019, chính sách điều hành chuyển sang kiểm soát rủi ro tín dụng BĐS, khi NHNN thực hiện lộ trình giảm dần tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn nhằm giảm sức ép lên thanh khoản và kiểm soát rủi ro (Hung, 2017), đồng thời năm 2017 TTBDŜ tiếp tục được kiểm soát để phát triển lành mạnh (Hung, 2018). Đến giai đoạn dịch Covid-19, để ứng phó với cú sốc kinh tế, NHNN đã ba lần cắt giảm lãi suất điều hành với tổng mức giảm 1,5-2,0%/năm nhằm cung cấp thanh khoản dồi dào cho nền kinh tế; tuy nhiên, các chuyên gia cũng cảnh báo rằng CSTT rơi lỏng quá mức có thể tiềm ẩn rủi ro gia tăng nợ xấu và tạo ra bong bóng tài sản trên TTCK và BĐS (Cường, 2021). Tính đến cuối năm 2023, TTBDŜ vẫn chưa phục hồi rõ ràng, gây khó khăn cho việc xử lý nợ xấu vì đây là tài sản bảo đảm chính của các khoản vay (Anh và cộng sự, 2024).

Tóm lại, bằng chứng thực nghiệm của luận án không những ủng hộ giả thuyết rằng giá BĐS có tác động cùng chiều đến TTKT, mà còn phù hợp với khung lý thuyết về kênh giá tài sản trong truyền dẫn kinh tế vĩ mô.

4.5.1.2. Biến chỉ số giá chứng khoán

Kết quả từ mô hình ECM cho thấy chỉ số GCK có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến TTKT trong ngắn hạn; tuy nhiên, trong dài hạn, biến số này lại không cho thấy tác động có ý nghĩa thống kê. Kết quả này phù hợp với nhiều bằng chứng thực nghiệm trước đây về mối quan hệ giữa TTCK và TTKT, đặc biệt trong bối cảnh các nền kinh tế đang phát triển.

Trong bối cảnh Việt Nam, nghiên cứu của (Sửu & Hào, 2017) khi xem xét mối quan hệ giữa chỉ số VN-Index và tăng trưởng công nghiệp cho thấy VN-Index phản ứng rất yếu trong ngắn hạn và hầu như không có phản ứng trong dài hạn trước biến động của chỉ số tăng trưởng công nghiệp, qua đó cho thấy sợi dây liên kết giữa TTCK và hoạt động kinh tế thực trong dài hạn là rất mờ nhạt. Tương tự, nghiên cứu của (Tiên và cộng sự, 2019) chỉ ra rằng TTKT phản ứng nhanh trước thay đổi của chỉ số GCK theo hướng tích cực, nhưng kết quả lại biến động trong một khoảng thời gian dài và không ổn định; do đó TTCK Việt Nam chưa thể đánh giá TTKT một cách hiệu quả nhất trong dài hạn.

Các nghiên cứu quốc tế cũng cho thấy xu hướng tương tự. (Chikwira & Mohammed, 2023) sử dụng mô hình VAR cho thấy mối quan hệ nhân quả một chiều từ TTCK đến TTKT là tích cực và có ý nghĩa thống kê trong ngắn hạn. Nghiên cứu của (Nathaniel và cộng sự, 2020) chỉ ra rằng TTCK thúc đẩy tăng trưởng thông qua đổi mới sáng tạo, nhưng kết quả cho thấy điều này xảy ra trong ngắn hạn thay vì dài hạn. Tương tự, (Younas, 2020) trong nghiên cứu tại Pakistan tìm thấy phản ứng của sản lượng đối với cú sốc giá cổ phiếu là tích cực nhưng khá ngắn hạn, cho thấy sự gia tăng giá trị tài sản tài chính chỉ thúc đẩy tiêu dùng và đầu tư trong nhất thời. Bên cạnh đó, (Arestis và cộng sự, 2001) dựa trên dữ liệu chuỗi thời gian của 5 nền kinh tế phát triển cũng cho thấy mối liên kết giữa sự phát triển tài chính (bao gồm TTCK) và tăng trưởng ở các nước như Anh và Mỹ là yếu về mặt thống kê trong dài hạn. Như vậy, tổng hợp các kết quả trên hàm ý rằng tác động của TTCK đến TTKT thường thể hiện rõ trong ngắn hạn nhưng suy giảm hoặc không bền vững trong dài hạn.

Qua đó cho thấy TTCK Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn phát triển, hiệu quả thị trường còn thấp, dẫn đến việc GCK thường không phản ánh đầy đủ các thông tin vĩ mô dài hạn (Tiên và cộng sự, 2019). Đồng thời, các nguồn lực trên TTCK Việt Nam thời gian qua chủ yếu đáp ứng nhu cầu đầu cơ ngắn hạn thay vì là kênh huy động vốn dài hạn hiệu quả cho sản xuất kinh doanh (Tiên và cộng sự, 2019). Bên cạnh đó, nhiều trường hợp tín dụng tăng trưởng không chảy vào khu vực sản xuất mà lại đổ vào các khoản đầu tư rủi ro như chứng khoán hoặc BĐS, làm suy yếu tác động thực của nó lên tăng trưởng GDP bền vững (Anwar & Nguyen, 2018). Ngoài ra, lý do khiến tác động dài hạn không có ý nghĩa có thể là do TTCK tại các nước đang phát triển như Việt Nam thường đi kèm với tính biến động cao và hoạt động đầu cơ (Deabes, 2004). Nếu sự tăng trưởng của chỉ số giá chỉ dựa trên tâm lý hưng phấn nhất thời (hiệu ứng bầy đàn) thay vì các yếu tố nền tảng kinh tế, nó sẽ không thể duy trì tác động tích cực đến năng suất thực tế trong dài hạn (Lim & McNelis, 2008). Trong ngắn hạn, GCK tăng tạo ra hiệu ứng của cải ảo, khiến người dân cảm thấy giàu hơn và tăng tiêu dùng nhất thời; tuy nhiên, nếu dòng vốn này không được chuyển hóa thành đầu tư sản xuất thực tế, tác động này sẽ biến mất trong dài hạn (Bjørnland & Jacobsen, 2010). Thêm vào đó, tại các thị trường mới nổi, GCK thường bị chi phối bởi các nhà đầu tư cá nhân với tâm lý bầy đàn và các dòng “tiền nóng” ngắn hạn (Azimi, 2022; Bernanke & Gertler, 2000; Gu và cộng

sự, 2021), điều này tạo ra sự bùng nổ ngắn hạn cho GDP nhưng không đóng góp vào năng suất thực tế lâu dài (Gu và cộng sự, 2021).

Ngoài ra tại Việt Nam, hệ thống ngân hàng vẫn là nguồn cung ứng vốn chủ yếu cho doanh nghiệp (Loi & Dang, 2023). Nếu TTCK chưa đủ sâu hoặc tính thanh khoản còn hạn chế, vai trò huy động và phân bổ vốn dài hạn của nó cho nền kinh tế sẽ bị lu mờ so với kênh tín dụng ngân hàng (Mishra và cộng sự, 2016). Thực tế cho thấy TTCK được đánh giá là quy mô nhỏ và chưa phát triển đầy đủ so với các thị trường mới nổi khác trong khu vực, trong khi hệ thống ngân hàng vẫn chiếm ưu thế tuyệt đối trong việc cung ứng vốn (tín dụng ngân hàng chiếm khoảng 200% GDP), khiến TTCK chưa thể trở thành động lực tăng trưởng dài hạn thực thụ (Vo & Nguyen, 2017).

Kết quả nghiên cứu mặc dù phù hợp với một số nghiên cứu trước đây, song đồng thời cũng cho thấy sự khác biệt đáng kể so với nhiều nghiên cứu thực nghiệm khác vốn khẳng định vai trò tích cực và bền vững của TTCK đối với TTKT, đặc biệt trong dài hạn.

Tại Việt Nam, nghiên cứu của (Nguyen & Bui, 2019) sử dụng phương pháp ARDL khẳng định trong cả ngắn hạn và dài hạn, TTCK đều có tác động tích cực đến TTKT với mức ý nghĩa thống kê 1%. Tương tự, nghiên cứu của (Phuong và cộng sự, 2015) tìm thấy bằng chứng thực nghiệm rằng sản lượng công nghiệp tăng khi có cú sốc tăng của TTCK, đồng thời khuyến nghị nên xem TTCK là kênh quan trọng để TDCSTT đến mục tiêu sản lượng. Những kết quả này hàm ý rằng TTCK tại Việt Nam có thể đóng vai trò thúc đẩy tăng trưởng không chỉ trong ngắn hạn mà cả trong dài hạn, qua đó khác với kết quả thực nghiệm thu được từ mô hình của luận án.

Trên thế giới, nhiều nghiên cứu cũng cung cấp bằng chứng ủng hộ tác động dài hạn của TTCK đối với TTKT. Cụ thể, (Christopoulos & Tsionas, 2004) trên 10 quốc gia đang phát triển khẳng định có mối quan hệ nhân quả một chiều từ phát triển tài chính đến tăng trưởng trong dài hạn, nhưng không có bằng chứng về mối quan hệ nhân quả trong ngắn hạn. (Levine & Zervos, 1998) cho thấy tính thanh khoản của TTCK và phát triển ngân hàng là những biến dự báo tích cực và mạnh mẽ cho TTKT bình quân đầu người, tích lũy vốn và cải thiện năng suất trong dài hạn. Tại Bangladesh, nghiên cứu của (Qamruzzaman & Wei, 2018) tìm thấy mối quan hệ hai chiều giữa TTCK và TTKT trong cả ngắn hạn và dài hạn. Tương tự, tại Thổ Nhĩ Kỳ, (Tursoy & Faisal, 2016) cho

thấy TTKT và GCK đồng liên kết mạnh mẽ trong dài hạn, trong đó sự gia tăng GCK đóng góp trực tiếp vào TTKT.

Bên cạnh đó, một số nghiên cứu khác còn nhấn mạnh vai trò toàn diện của TTCK như một động lực tăng trưởng bền vững. (Masoud, 2013) khẳng định có mối quan hệ tích cực giữa các TTCK hiệu quả và TTKT trong cả ngắn hạn và dài hạn, đồng thời cho rằng TTCK đóng vai trò là “động lực” thúc đẩy kinh tế thông qua việc cải thiện tính thanh khoản và phân bổ vốn đầu tư. Tại Trung Quốc, (Azimi, 2022) chỉ ra rằng các chỉ số thị trường vốn như vốn hóa thị trường và vòng quay chứng khoán tác động tích cực đến TTKT trong cả ngắn hạn và dài hạn. Tương tự, (Rasasi và cộng sự, 2019) tại Saudi Arabia cho thấy GCK có tác động đáng kể đến TTKT trong dài hạn (tăng 1% GCK giúp thúc đẩy 0.32% tăng trưởng), trong khi tác động ngắn hạn ban đầu có thể mang dấu âm hoặc không rõ ràng.

Tóm lại, kết quả thực nghiệm của luận án cho thấy tác động của GCK đến TTKT chủ yếu thể hiện trong ngắn hạn, trong khi chưa tìm thấy bằng chứng thống kê rõ ràng cho tác động dài hạn. Phát hiện này phù hợp với thực tế của nhiều thị trường mới nổi, nơi TTCK có thể hoạt động sôi nổi trong ngắn hạn nhưng chưa thực sự trở thành động cơ dẫn dắt tăng trưởng bền vững trong dài hạn do tồn tại các hạn chế về cấu trúc thị trường, độ sâu tài chính và tính đầu cơ. Đồng thời, kết quả nghiên cứu cũng phản ánh khá sát thực trạng của một thị trường cận biên như Việt Nam, nơi TTCK hiện vẫn chủ yếu đóng vai trò như một kênh đầu tư chịu ảnh hưởng mạnh của tâm lý ngắn hạn, hơn là kênh cung ứng vốn dài hạn cho nền kinh tế thực. Điều này hàm ý rằng CCTD từ giá tài sản tài chính sang hoạt động sản xuất và TTKT có thể tồn tại nhưng chưa đủ mạnh để duy trì hiệu ứng bền vững trong dài hạn. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy GCK có tác động cùng chiều đến TTKT được ủng hộ trong ngắn hạn, song chưa có đủ bằng chứng để khẳng định cho dài hạn. Phát hiện này vì vậy vừa xác nhận vai trò nhất định của kênh giá tài sản trong điều hành kinh tế vĩ mô, vừa gợi mở nhu cầu tiếp tục hoàn thiện cấu trúc và nâng cao hiệu quả hoạt động của TTCK nhằm tăng cường đóng góp của thị trường này đối với TTKT bền vững.

4.5.1.3. Biến Covid

Kết quả ước lượng dài hạn từ mô hình ARDL cho thấy biến đại diện cho đại dịch Covid-19 có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê đến TTKT Việt Nam. Kết quả này

nhìn chung phù hợp với các bằng chứng thực nghiệm trong và ngoài nước về tác động của các cú sốc dịch bệnh đối với TTKT.

Trên thế giới, nghiên cứu của (Barro và cộng sự, 2020) khi phân tích đại dịch cúm 1918-1920 (được dùng làm căn cứ dự báo cho Covid-19) cho thấy các đại dịch lớn gây ra sự sụt giảm GDP và tiêu dùng đáng kể (trung bình giảm lần lượt 6% và 8% ở các quốc gia). Nghiên cứu này khẳng định Covid-19 có khả năng gây ra một cuộc suy thoái kinh tế toàn cầu nghiêm trọng tương tự. Tương tự, (Mishkin, 2022) mô tả đại dịch Covid-19 là một giai đoạn sụt giảm sản lượng nghiêm trọng nhất trong lịch sử Hoa Kỳ, với các biện pháp phong tỏa dẫn đến việc sản xuất bị đình trệ. Ông lập luận rằng đại dịch đã tạo ra đồng thời cú sốc cung và cú sốc cầu lớn, làm dịch chuyển đường tổng cầu và tổng cung ngắn hạn sang trái, dẫn đến sản lượng thực tế sụt giảm mạnh. Bổ sung cho nhận định này, (Del Giudice và cộng sự, 2020) cho rằng đại dịch Covid-19 gây ra sự sụt giảm nghiêm trọng trong tiêu dùng, giảm giá cả và giảm thu nhập bình quân đầu người của người lao động. Sự gia tăng của tỷ lệ thất nghiệp càng làm trầm trọng thêm tình trạng suy giảm tiêu dùng. Ngoài ra, đại dịch đã khiến TTKT của Trung Quốc lần đầu tiên ở mức âm sau hơn 40 năm vào quý 1 năm 2020. Cú sốc này được mô tả là ảnh hưởng toàn diện đến mọi ngành nghề, khiến TTKT giảm sút mạnh mẽ (Hou và cộng sự, 2022).

Tại Việt Nam, nhiều nghiên cứu cũng ghi nhận tác động tiêu cực rõ rệt của đại dịch đối với TTKT. (Lân & Hồng, 2025) đã chỉ ra rằng hậu quả kéo dài của đại dịch Covid-19 vẫn là một thách thức lớn đối với Việt Nam, gây ảnh hưởng tiêu cực trực tiếp lên đầu tư, tiêu dùng và hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp trong nước. (Thuấn, 2020) khẳng định Covid-19 đã làm cho TTKT nước ta trong 6 tháng đầu năm 2020 rơi xuống mức thấp nhất trong vòng 10 năm qua. Đại dịch đe dọa trực tiếp đến tăng trưởng, sự phát triển của doanh nghiệp và thu nhập của người lao động. Đồng thời, đại dịch đã gây ra cú sốc mạnh làm sụt giảm cả ba trụ cột của nền kinh tế Việt Nam bao gồm tiêu dùng, đầu tư và xuất khẩu. Đặc biệt, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) toàn cầu được dự báo thu hẹp mạnh và chỉ có thể bắt đầu phục hồi từ năm 2022 (Thuấn, 2020). Bên cạnh đó, nghiên cứu chỉ ra rằng dịch bệnh làm đứt gãy chuỗi cung ứng đầu vào và lao động, buộc nhiều doanh nghiệp lớn phải tạm dừng sản xuất. (Loi & Dang, 2023) xác nhận đợt bùng phát Covid-19, đặc biệt là làn sóng thứ tư vào năm 2021, đã

gây ra những hậu quả nghiêm trọng đối với mọi khía cạnh của nền kinh tế, làm gia tăng đáng kể số ca nhiễm và tử vong, tạo ra cú sốc rõ rệt nhất cho quốc gia.

Ngoài ra, các nghiên cứu cho thấy đại dịch ảnh hưởng đồng thời đến cả phía cung và phía cầu của nền kinh tế. Cụ thể, đại dịch gây ra sự sụt giảm đột ngột trong niềm tin của người tiêu dùng và nhà đầu tư, dẫn đến cắt giảm chi tiêu và hoãn các kế hoạch đầu tư (Lân & Hồng, 2025). Các biện pháp giãn cách xã hội và phong tỏa là nguyên nhân trực tiếp làm ngừng trệ sản xuất, đứt gãy chuỗi cung ứng (Mishkin, 2022). Việc đứt gãy chuỗi cung ứng làm tăng chi phí sản xuất, gây áp lực lên biên lợi nhuận của doanh nghiệp, từ đó làm giảm sản lượng đầu ra của nền kinh tế (Tiên và cộng sự, 2019). Covid-19 ảnh hưởng đến cả phía cung (doanh nghiệp ngừng sản xuất, thiếu hụt lao động tạm thời) và phía cầu (người dân giảm tiêu dùng do lo sợ và giảm thu nhập) (Hou và cộng sự, 2022). Dịch bệnh không chỉ làm giảm nhu cầu tiêu dùng do giãn cách xã hội mà còn làm tê liệt khả năng cung ứng hàng hóa do đứt gãy chuỗi giá trị toàn cầu. Đại dịch tạo ra sự bất định lớn, làm giảm niềm tin của nhà đầu tư, dẫn đến sự sụt giảm mạnh trong dòng vốn FDI và đầu tư tư nhân. Doanh nghiệp phải đối mặt với chi phí sử dụng lao động cao hơn để đảm bảo các biện pháp an toàn y tế, trong khi năng suất có thể giảm do gián đoạn làm việc (Thuấn, 2020). Việc "tạm dừng" nền kinh tế để ngăn chặn virus dẫn đến đứt gãy chuỗi cung ứng và ảnh hưởng đến sự ổn định tài chính của các hộ gia đình và doanh nghiệp. Các biện pháp giãn cách làm giảm đáng kể cổ tức và thu nhập thực tế (Gormsen & Koijen, 2020). Bên cạnh đó, Việt Nam là nền kinh tế nhỏ và có độ mở cao, nên rất dễ tổn thương trước các cú sốc ngoại sinh làm sụt giảm nhu cầu từ các đối tác thương mại lớn như Mỹ hay châu Âu (Anwar & Nguyen, 2018).

Tuy nhiên, xem như một điểm sáng, một số báo cáo ghi nhận TTKT Việt Nam có sự phục hồi đáng kể sau khi các chính sách hỗ trợ được triển khai, giúp duy trì đà tăng trưởng GDP ở mức dương dù phải đối mặt với đại dịch (Lân & Hồng, 2025). Điều này hàm ý rằng các biện pháp điều hành vĩ mô có thể làm suy giảm phần nào tác động tiêu cực của cú sốc dịch bệnh.

4.5.1.4. Biến lãi suất tái cấp vốn

Kết quả nghiên cứu cho thấy lãi suất tái cấp vốn không có tác động có ý nghĩa thống kê đến TTKT Việt Nam trong giai đoạn nghiên cứu. Kết quả này, xét trong bối cảnh các bằng chứng thực nghiệm trước đây, nhìn chung có sự tương đồng với nhiều

nghiên cứu trong và ngoài nước về sự suy yếu của kênh lãi suất tại các nền kinh tế đang phát triển. Cụ thể, nghiên cứu của (Sửu & Hào, 2017) cho thấy mặc dù có sự liên kết mạnh giữa lãi suất cho vay và lãi suất chiết khấu, nhưng sự truyền tải từ lãi suất cho vay đến tín dụng, và từ tín dụng đến TTKT còn yếu. Đồng thời, nhiều nhà nghiên cứu cho rằng tại các quốc gia thu nhập thấp, kênh lãi suất và kênh tỷ giá có thể không hoạt động hiệu quả do thị trường tài chính chưa phát triển (Anwar & Nguyen, 2018). Tương tự, nghiên cứu của (Mishra và cộng sự, 2016) cho thấy những cú sốc CSTT (thông qua lãi suất) không hỗ trợ đáng kể cho tổng cầu, được ghi nhận qua GDP hoặc tỷ lệ lạm phát, qua đó cho rằng cơ chế TDCSTT tại các nước thu nhập thấp thường yếu và không đáng tin cậy. Bên cạnh đó, nghiên cứu của (Isakova, 2008) về Kazakhstan và Kyrgyzstan chỉ ra rằng công cụ lãi suất vẫn chưa hiệu quả trong việc tác động đến cầu tổng thể, dẫn đến việc truyền dẫn từ lãi suất chính sách đến sản lượng và giá cả gần như không tồn tại. Ở Việt Nam, nghiên cứu của (Duy, 2023) giai đoạn 2000-2021 cũng chỉ ra rằng lãi suất và tăng trưởng không có mối liên hệ trong dài hạn, qua đó tiếp tục củng cố nhận định về sự hạn chế của kênh lãi suất trong thực tiễn điều hành.

Bên cạnh đó, nhiều nghiên cứu cho rằng ở các nước đang phát triển như Việt Nam, kênh lãi suất thường không hiệu quả bằng kênh tín dụng hoặc cung tiền do TTCK và trái phiếu chưa đủ sâu để phản ứng nhanh với tín hiệu lãi suất (Anwar & Nguyen, 2018). Hơn nữa, ở các nước thu nhập thấp hoặc đang phát triển, thị trường tài chính thường kém phát triển, dẫn đến kênh lãi suất và kênh giá tài sản bị yếu hoặc không tồn tại (Tchereni và cộng sự, 2022). Trong khi đó, tại Việt Nam, NHNN thường can thiệp sâu vào các lĩnh vực kinh tế thông qua các công cụ hành chính, dẫn đến kênh truyền dẫn lãi suất thị trường bị chậm trễ hoặc bị hạn chế tác động (Vo & Nguyen, 2017). Những lập luận này, xét từ góc độ cơ chế TDCSTT, hàm ý rằng việc lãi suất chính sách không thể hiện tác động rõ ràng đến tăng trưởng là phù hợp với đặc điểm cấu trúc của nền kinh tế.

Tuy nhiên, đáng chú ý là kết quả nghiên cứu hiện tại lại không hoàn toàn đồng nhất với một số nghiên cứu khác đã tìm thấy vai trò đáng kể của kênh lãi suất. Chẳng hạn, (Tiên và cộng sự, 2019) với dữ liệu giai đoạn 2000-2016 khẳng định kênh lãi suất là kênh chủ đạo, tác động mạnh đến TTKT Việt Nam, trong đó lãi suất tái cấp vốn là biến có tác động rõ ràng và trực tiếp nhất đến TTKT. Tương tự, (Lân & Giang, 2016)

cho thấy cú sốc lãi suất phát huy ảnh hưởng làm giảm tốc độ tăng trưởng GDP ngay từ quý đầu tiên và đạt mức cao nhất vào quý thứ 5, trong khi (Anwar & Nguyen, 2018) sử dụng mô hình SVAR cũng cho thấy các cú sốc tiền tệ (bao gồm lãi suất) có ảnh hưởng mạnh mẽ đến sản lượng của Việt Nam. Không chỉ ở Việt Nam, nhiều bằng chứng quốc tế cũng cho thấy tác động đáng kể của lãi suất đối với hoạt động kinh tế thực. (Checo và cộng sự, 2024) tìm thấy bằng chứng cho thấy việc thắt chặt tiền tệ làm giảm hoạt động kinh tế thực, với sản lượng công nghiệp giảm khá nhanh sau khoảng 3 quý; (Mohanty, 2012) cung cấp bằng chứng rằng việc tăng lãi suất chính sách có tác động tiêu cực đến tăng trưởng sản lượng với độ trễ khoảng hai quý; (Peersman & Smets, 2001) tìm thấy bằng chứng mạnh mẽ rằng các xung lực CSTT có tác động đáng kể đến tăng trưởng sản lượng, đặc biệt là trong giai đoạn suy thoái; và (Bjørnland & Jacobsen, 2010) cho thấy một cú sốc CSTT thắt chặt làm giảm sản lượng GDP từ 0,5-1,2% trong vòng gần hai năm.

Tóm lại, kết quả nghiên cứu cho thấy lãi suất tái cấp vốn không có tác động đến TTKT Việt Nam trong giai đoạn nghiên cứu. Điều này hàm ý rằng công cụ lãi suất điều hành, mặc dù giữ vai trò định hướng CSTT, nhưng mức độ truyền dẫn vào hoạt động kinh tế thực tại Việt Nam còn hạn chế. Một số nguyên nhân có thể lý giải cho kết quả này. *Thứ nhất*, kênh lãi suất của CSTT ở Việt Nam vốn hoạt động chưa hiệu quả, do hệ thống ngân hàng thương mại chịu ảnh hưởng mạnh bởi các quy định hành chính, trần lãi suất, yêu cầu dự trữ bắt buộc và định hướng tín dụng, khiến tác động từ lãi suất tái cấp vốn truyền dẫn chậm hoặc không đầy đủ vào nền kinh tế. *Thứ hai*, tín dụng ngân hàng vẫn là kênh dẫn vốn chủ đạo, trong khi thị trường tiền tệ liên ngân hàng và các công cụ thị trường mở chưa phát triển sâu rộng, dẫn đến mức độ phụ thuộc của ngân hàng vào nguồn tái cấp vốn của NHNN không lớn, làm giảm vai trò điều tiết của lãi suất này. *Thứ ba*, trong nhiều thời kỳ, NHNN sử dụng phối hợp nhiều công cụ, đặc biệt là các biện pháp hành chính và hạn mức tín dụng, khiến tác động riêng rẽ của lãi suất tái cấp vốn khó được ghi nhận rõ ràng trong mô hình định lượng.

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 TTKT. 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

TTKT; (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 TTKT (Barro và cộng sự, 2020), cũng như tác động kìm hãm tăng trưởng của việc thắt chặt CSTT. Tại Việt Nam, các nghiên cứu của (Thuấn, 2020) cũng ghi nhận ảnh hưởng tiêu cực của đại dịch đối với tăng trưởng GDP và hoạt động kinh tế vĩ mô.

Ngược lại, mô hình không tìm thấy bằng chứng thống kê về ảnh hưởng dài hạn của tăng trưởng TTBDS đến GDP. Nhận định này hàm ý rằng sự biến động của TTBDS mang tính chu kỳ cao, phản ánh các dao động ngắn hạn về kỳ vọng, tín dụng và rủi ro tài chính, nhưng khó tạo ra tác động bền vững đến tăng trưởng dài hạn. Kết quả tương đồng với nghiên cứu của (Schmalz và cộng sự, 2017) về tác động dài hạn của biến động giá tài sản mang tính chu kỳ.

Đáng chú ý, nghiên cứu xác nhận tính bất cân xứng trong tác động của GCK lên TTKT. Cụ thể, phần dương của biến $LVNI_SA_POS$ đại diện cho tác động của xu hướng tăng giá tài sản tài chính, có hệ số khoảng 5.8; cho thấy sự gia tăng giá cổ phiếu thúc đẩy TTKT thông qua 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, cho thấy những cú sốc tiêu cực trên thị trường tài chính gây tổn thất mạnh và sâu rộng hơn đối với nền kinh tế. Điều này củng cố giả thuyết về tác động bất cân xứng của kênh giá tài sản trong mô hình NARDL, phù hợp với các nghiên cứu trước đây như (Shin và cộng sự, 2014), vốn chỉ ra rằng tác động tiêu cực từ TTTS thường mạnh và kéo dài hơn so với tác động tích cực. Kết quả mô hình ECM cho thấy tác động bất cân xứng của GCK đến TTKT tại Việt Nam được duy trì trong ngắn hạn, với hệ số điều chỉnh sai số -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 quan trọng khẳng định sự tồn tại của mối quan hệ dài hạn ổn định giữa các biến trong mô hình.

Nhiều nghiên cứu đã xác nhận tính bất cân xứng trong tác động của GCK đối với TTKT, qua đó hàm ý rằng kênh truyền dẫn từ TTTS đến khu vực thực không chỉ tuyến tính. Nghiên cứu của (Azimi, 2022) sử dụng mô hình NARDL và khẳng định rằng mối liên kết giữa tài chính và tăng trưởng là bất cân xứng trong cả ngắn hạn và dài hạn, đồng

thời chỉ ra rằng các biến động từ thị trường vốn ảnh hưởng đến TTKT một cách khác biệt tùy theo hướng của cú sốc. Tương tự, nghiên cứu của (Blot và cộng sự, 2024) về bong bóng giá cổ phiếu cho thấy tác động của các cú sốc chính sách đến thị trường là bất cân xứng; cụ thể, các chính sách thắt chặt có tác động mạnh mẽ hơn trong việc kiềm chế bong bóng so với khả năng thúc đẩy của các chính sách nới lỏng. Nhìn chung, các bằng chứng này qua đó củng cố lập luận rằng phản ứng của TTCK trước các cú sốc tài chính và chính sách có tính chất bất cân xứng, và từ góc độ CCTD, điều này hàm ý rằng tác động của GCK tới TTKT cần được xem xét trong khuôn khổ phi tuyến thay vì giả định tuyến tính.

Trong ngắn hạn, các biến tăng trưởng TTBD, COVID và lãi suất đều có tác động đáng kể lên TTKT, phản ánh mức độ nhạy cảm của nền kinh tế Việt Nam trước các cú sốc chu kỳ (BĐ), cú sốc ngoại sinh (đại dịch) và sự điều chỉnh của CSTT. Đối với lãi suất tái cấp vốn, cần nhấn mạnh rằng đây là công cụ chủ yếu được Ngân hàng Nhà nước sử dụng trong giai đoạn thắt chặt chính sách nhằm kiểm soát lạm phát. Do đó, việc lãi suất tăng thường là tín hiệu cho thấy áp lực lạm phát gia tăng trong ngắn hạn. Kết quả tác động tiêu cực của lãi suất đến TTKT là nhất quán với lập luận kinh tế truyền thống: lãi suất cao làm tăng chi phí vốn, giảm đầu tư và tiêu dùng, đồng thời làm tăng chi phí đầu vào sản xuất. Điều này phù hợp với các nghiên cứu trước đây tại Việt Nam, như của (Duy, 2023), vốn chỉ ra mối quan hệ nghịch chiều giữa lãi suất và tăng trưởng trong bối cảnh CSTT thắt chặt.

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 BĐS đến TTKT 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.

Các nghiên cứu trong nước nhìn chung nhấn mạnh mối quan hệ đồng biến và tuyến tính giữa TTBD và TTKT. Nghiên cứu của (Nguyen & Bui, 2019) cho thấy trong cả ngắn hạn và dài hạn, TTBD có mối liên hệ tích cực với TTKT. Nghiên cứu này khẳng định sự phát triển của thị trường nhà ở giúp chủ sở hữu dễ dàng tiếp cận vốn, tăng chi tiêu và đầu tư, từ đó thúc đẩy nền kinh tế; đồng thời, kết luận nhấn mạnh một mối quan hệ đồng biến ổn định hơn là sự khác biệt giữa các cú sốc tăng và giảm. Tương tự,

nghiên cứu của (Thái & Lam, 2016) tìm thấy sự tồn tại của mối quan hệ đa chiều giữa tín dụng ngân hàng, TT BĐS và hoạt động kinh tế; nhóm tác giả chỉ ra rằng khi có sự biến động trên thị trường này sẽ dẫn đến biến động trên thị trường kia theo hướng tương tự, qua đó ủng hộ quan điểm về một tác động cộng hưởng tuyến tính. Bên cạnh đó, nghiên cứu của (Toàn & Trang, 2018) cho thấy tại TP. Hồ Chí Minh, thị trường nhà ở bị tác động bởi TTKT và các yếu tố tài chính, với xu hướng tác động thay đổi theo thời gian nhưng không nhấn mạnh vào tính bất cân xứng của giá đối với TTKT. Ngoài ra, trong giai đoạn 2003-2012, một nghiên cứu của (Vo & Nguyen, 2017) đã chỉ ra rằng kênh giá tài sản (bao gồm cả chứng khoán và BĐS) không được chứng minh là tồn tại trong cơ chế TDCSTT tại Việt Nam, hàm ý vai trò hạn chế của biến động giá tài sản trong việc tạo ra các tác động bất cân xứng đối với nền kinh tế thực.

Trên thế giới, các kết quả cũng cho thấy tác động của giá nhà phụ thuộc mạnh vào điều kiện phát triển tài chính và cấu trúc thị trường. Nghiên cứu của (Dong và cộng sự, 2017) phát hiện tại Trung Quốc, tác động của giá nhà lên tiêu dùng (một thành phần của tăng trưởng) là bất cân xứng rõ rệt tùy thuộc vào mức độ phát triển tài chính và tỷ lệ giá nhà trên thu nhập; khi thị trường lạnh mạnh, hiệu ứng tài sản chiếm ưu thế, nhưng khi giá quá cao, hiệu ứng thay thế sẽ lấn lướt. Điều này hàm ý rằng trong các nền kinh tế mà điều kiện thị trường và hệ thống tài chính chưa phát triển đầy đủ, tác động bất cân xứng có thể không biểu hiện rõ ràng trong dữ liệu thực nghiệm.

Nguyên nhân lý giải cho không tồn tại truyền dẫn bất cân xứng của giá BĐS tại Việt Nam thì cần nhìn nhận đặc điểm cấu trúc của TT BĐS. TT BĐS Việt Nam được xem là “trẻ” (mới thực sự phát triển mạnh từ sau Luật Đất đai 2003) (Hoa, 2014; Nguyen & Bui, 2019). Trong một thị trường đang phát triển nhanh, tâm lý lạc quan quá mức và hành vi bầy đàn có thể làm mờ đi sự khác biệt giữa tác động của việc giá tăng và giá giảm (Ngọc, 2014). Nhà đầu tư có xu hướng phản ứng mạnh với các tín hiệu tăng giá để đầu cơ, dẫn đến tăng, nhưng khi giá giảm, các biện pháp can thiệp của Chính phủ (như gói kích cầu) có thể đã làm giảm bớt cú sốc âm, làm cho dữ liệu không thể hiện rõ tính bất cân xứng (Lan và cộng sự, 2022).

Bên cạnh đó, vai trò quan trọng của tín dụng ngân hàng trong nền kinh tế cũng góp phần làm cho mối quan hệ trở nên tuyến tính hơn. Tại Việt Nam, BĐS là TSTC chủ yếu cho các khoản vay, và do các ngân hàng thường ưu tiên phát triển tín dụng BĐS hơn

các ngành sản xuất khác, dòng tiền đổ vào thị trường này rất lớn và liên tục; sự phụ thuộc chặt chẽ này khiến tác động của BĐS đến nền kinh tế mang tính hỗ trợ lẫn nhau liên tục, làm cho mối quan hệ trở nên tuyến tính hơn là bất cân xứng (Thái & Lam, 2016). Đồng thời, một phần tín dụng được cung cấp cho nền kinh tế không được dùng cho sản xuất mà đổ vào đầu cơ BĐS hoặc chứng khoán; điều này có nghĩa là khi giá BĐS biến động, tác động đến TTKT thông qua kênh tiêu dùng và đầu cơ của cải nhiều hơn là qua năng suất thực tế, dẫn đến một mối quan hệ đồng biến (Anwar & Nguyen, 2018). Hơn nữa, nghiên cứu cho thấy tại Việt Nam, CSTT chủ yếu tác động qua kênh cho vay ngân hàng và có xu hướng mạnh hơn trong các bối cảnh vĩ mô không thuận lợi (như dịch bệnh hoặc khủng hoảng) (Loi & Dang, 2023); vì vậy, nếu giá BĐS biến động nhưng không đi kèm với sự thay đổi trong dòng vốn tín dụng thực sự đi vào sản xuất, nó có thể không tạo ra sự thay đổi bất cân xứng trong GDP.

Ngoài ra, các yếu tố về mức độ phát triển thị trường và thể chế cũng đóng vai trò quan trọng. Theo (Nguyen & Bui, 2019) cho rằng TTTS (bao gồm BĐS) tại Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn phát triển sơ khai, thiếu tính thanh khoản và hạ tầng thị trường chưa minh bạch; các doanh nghiệp chủ yếu dựa vào tín dụng ngân hàng làm nguồn tài chính chính thay vì huy động qua các kênh tài sản khác; khi kênh tín dụng chiếm ưu thế, vai trò của giá tài sản trong việc ảnh hưởng đến quyết định đầu tư và tiêu dùng bị giảm nhẹ; đồng thời, Chính phủ thường xuyên can thiệp trực tiếp vào các lĩnh vực như tỷ giá, lãi suất và năng lượng thông qua các công cụ hành chính, và sự can thiệp này có thể làm lu mờ hoặc triệt tiêu các tác động bất cân xứng tự nhiên của thị trường giá tài sản đối với nền kinh tế thực. Trong bối cảnh Việt Nam là một nền kinh tế nhỏ, mở cửa, chịu ảnh hưởng lớn từ các cú sốc quốc tế, các mối quan hệ nội tại giữa các biến số vĩ mô đôi khi trở nên phức tạp và không tuân theo các quy luật bất cân xứng thông thường như ở các nền kinh tế lớn (Nguyen & Bui, 2019).

Xét từ góc độ hành vi và điều kiện tài chính, hiệu ứng tài sản từ BĐS chỉ phát huy mạnh mẽ khi thị trường tài chính phát triển cao, cho phép người dân dễ dàng chuyển hóa giá trị nhà đất thành thanh khoản để tiêu dùng (Dong và cộng sự, 2017; Fan và cộng sự, 2024). Đồng thời, nếu các chủ thể kinh tế coi biến động giá BĐS là tạm thời hoặc đã làm quen với các chu kỳ “sốt đất”, hành vi tiêu dùng và đầu tư của họ có thể không thay đổi đột ngột theo hướng bất cân xứng (Sun, 2021; Sun và cộng sự, 2024).

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

Trong bối cảnh Việt Nam, hiện tượng cứng nhắc giá cả và tiền lương thể hiện khá rõ nét. Tiền lương trong nhiều ngành nghề, đặc biệt là khu vực công và các doanh nghiệp có công đoàn mạnh, khó có thể điều chỉnh giảm do vướng rào cản pháp lý và áp lực xã hội. Người lao động thường phản ứng tiêu cực khi bị cắt giảm lương danh nghĩa, buộc doanh nghiệp phải duy trì mức chi trả ngay cả trong giai đoạn khó khăn. Bên cạnh đó, một số mặt hàng và dịch vụ thiết yếu như điện, y tế, giáo dục hay xăng dầu chịu sự quản lý trực tiếp của Nhà nước, nên giá thường được điều chỉnh theo lộ trình hành chính, có độ trễ so với biến động thị trường. Do đó, ngay cả khi cung - cầu thay đổi, mức giá chung trong nền kinh tế không phản ứng tức thời mà điều chỉnh chậm, phản ánh đúng hiện tượng Sticky Price như lý thuyết đã nêu.

- Tác động của CSTT

Lý thuyết của Fischer và Taylor nhấn mạnh rằng, ngay cả khi các chủ thể có kỳ vọng hợp lý, CSTT vẫn có tác động trong ngắn hạn bởi giá và lương không linh hoạt. Điều này phù hợp với thực tiễn Việt Nam, nơi NHNN sử dụng công cụ lãi suất, nghiệp vụ thị trường mở, tái cấp vốn... để điều tiết kinh tế. Khi NHNN điều chỉnh lãi suất điều hành, sự thay đổi này không ngay lập tức phản ánh vào lãi suất cho vay và huy động của các ngân hàng thương mại, mà phải mất vài quý để lan tỏa đến chi phí vốn của doanh nghiệp và hộ gia đình. Chính độ trễ này giúp CSTT phát huy vai trò định hướng ngắn hạn, kích thích khi tổng cầu suy giảm, hoặc kiềm chế khi lạm phát có xu hướng gia tăng.

- Tính dai dẳng của lạm phát và chu kỳ kinh tế

Mô hình hợp đồng so le của Taylor và quy tắc xác suất của Calvo đặc biệt hữu ích để giải thích tính dai dẳng của lạm phát tại Việt Nam. Thực tiễn cho thấy, khi giá nguyên liệu đầu vào như xăng dầu, phân bón hay điện tăng, chỉ một số doanh nghiệp điều chỉnh giá bán ngay, trong khi phần lớn phải chờ đến kỳ hợp đồng tiếp theo mới thực hiện. Do đó, mặt bằng giá không tăng vọt ngay lập tức mà dịch chuyển dần qua

nhiều kỳ, kéo theo lạm phát có xu hướng kéo dài. Điều này giải thích tại sao các cú sốc giá dầu hoặc quyết định điều chỉnh giá điện, y tế của Nhà nước thường tạo ra áp lực lạm phát không chỉ trong quý phát sinh mà còn duy trì nhiều quý sau đó, khiến điều hành CSTT gặp nhiều thách thức.

- Ý nghĩa chính sách

Từ lý thuyết Sticky Price có thể rút ra bài học quan trọng cho điều hành vĩ mô tại Việt Nam: trong ngắn hạn, CSTT có tác động thực sự và cần được sử dụng chủ động để bình ổn kinh tế. NHNN không chỉ điều chỉnh lãi suất điều hành để định hướng thị trường, mà còn cần phối hợp linh hoạt với tỷ giá, dự trữ bắt buộc và tín dụng mục tiêu để kiểm soát chu kỳ kinh tế và kiềm chế lạm phát. Tuy nhiên, về dài hạn, việc cải thiện tính linh hoạt của giá cả và tiền lương thông qua cải cách thể chế, tăng cường cạnh tranh, minh bạch trong quản lý giá các mặt hàng thiết yếu là cần thiết. Điều này không chỉ giúp giảm bớt sự cứng nhắc trong điều chỉnh, mà còn nâng cao khả năng chống chịu và thích ứng của nền kinh tế Việt Nam trước các cú sốc bên ngoài.

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

Trường hợp Việt Nam trong giai đoạn COVID-19 minh chứng rõ nét tính kế thừa của tư tưởng Sticky Price qua bốn tác giả kinh điển. Trước hết, như (Keynes, 1937) đã chỉ ra, tiền lương và giá cả thường không giảm linh hoạt do ràng buộc thể chế, tâm lý và xã hội, điều này thể hiện ở việc giá dịch vụ, hàng hóa thiết yếu, hay chi phí thuê mặt bằng gần như không điều chỉnh giảm dù tổng cầu suy yếu. Kế đó, phân tích của (Fischer, 1977) về các hợp đồng dài hạn được kiểm chứng qua thực tế hợp đồng cung ứng, thuê mướn vẫn giữ nguyên trong đại dịch, khiến giá cả duy trì cứng nhắc. Tiếp đến, mô hình hợp đồng so le của (Taylor, 1980) phản ánh đúng thực trạng khi chỉ một số doanh nghiệp linh hoạt giảm giá hoặc khuyến mãi, trong khi nhiều doanh nghiệp khác vẫn giữ giá cũ, tạo ra hiệu ứng chậm lan tỏa của cú sốc cầu. Cuối cùng, khuôn khổ (Calvo, 1983) cho thấy tính ứng dụng cao nhất, khi trên thực tế chỉ một tỷ lệ doanh nghiệp được điều chỉnh giá tại một thời điểm, khiến nền kinh tế không thể tái cân bằng ngay, và do đó CSTT nói lỏng của NHNN (giảm lãi suất, giãn nợ, hỗ trợ tín dụng) trở thành công cụ hữu hiệu để kích thích tổng cầu.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 4

Kết quả ước lượng từ mô hình ARDL cho thấy TT BĐS có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến TTKT Việt Nam trong cả ngắn hạn và dài hạn. Điều này phản ánh vai trò của TT BĐS như một kênh truyền dẫn quan trọng, nơi sự gia tăng giá trị tài sản làm gia tăng đầu tư, cải thiện khả năng tiếp cận tín dụng và thúc đẩy tổng cầu của nền kinh tế.

Đồng thời, kết quả từ mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM) cho thấy chỉ số GCK có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến TTKT trong ngắn hạn. Điều này hàm ý sự biến động ngắn hạn của TTCK có khả năng kích hoạt các kênh kỳ vọng và hiệu ứng tài sản, qua đó tác động nhanh đến hoạt động kinh tế thực. Tuy nhiên, tác động này chỉ tồn tại trong ngắn hạn, cho thấy TTCK Việt Nam vẫn mang đặc điểm nhạy cảm, biến động mạnh và chưa có khả năng duy trì ảnh hưởng ổn định trong dài hạn như TT BĐS.

Kết quả ước lượng đồng thời xác nhận thêm rằng nhân tố COVID có tác động ngược chiều đến TTKT trong dài hạn. Điều này phản ánh tác động kéo dài của cú sốc đại dịch đối với hoạt động sản xuất - kinh doanh, lao động, tiêu dùng và đầu tư, làm suy giảm khả năng phục hồi của nền kinh tế. Như vậy, khi đặt trong cùng khung phân tích, có thể thấy các kênh truyền dẫn tài sản (BĐS, chứng khoán) có xu hướng hỗ trợ tăng trưởng, trong khi các cú sốc vĩ mô tiêu cực như COVID gây ra tác động kìm hãm trong dài hạn.

CHƯƠNG 5

KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

GIỚI THIỆU CHƯƠNG 5

Dựa trên kết quả nghiên cứu, tác giả sẽ đưa ra kết luận về những phát hiện chính của nghiên cứu. Đồng thời, tác giả sẽ đề xuất các hàm ý đề cơ quan hữu quan tham khảo điều hành CSTT hiệu quả, ổn định kinh tế vĩ mô, thúc đẩy phát triển kinh tế.

5.1. KẾT LUẬN

Với đề tài luận án này, tác giả đã hệ thống hóa cơ sở lý thuyết về TDCSTT qua kênh giá tài sản đến TTKT, tác động bất cân xứng của giá tài sản đến TTKT; 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 TDCSTT qua kênh giá tài sản đến TTKT, tác động bất cân xứng của giá tài sản đến TTKT 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 CSTT qua kênh giá tài sản thông qua kênh GCK và kênh giá BĐS đến TTKT 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 GCK đến TTKT Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại truyền dẫn bất cân xứng của GCK đến TTKT Việt Nam trong dài hạn.

(3) Tác giả đã nghiên cứu được sự truyền dẫn bất cân xứng của giá BĐS đến TTKT 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 BĐS đến TTKT Việt Nam.

- Về kết quả nghiên cứu:

Tác giả tập trung nghiên cứu truyền dẫn của CSTT qua kênh giá tài sản thông qua kênh giá cổ phiếu và kênh giá BĐS đến TTKT, tác động bất cân xứng của giá tài sản đến TTKT 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 TDCSTT qua kênh giá tài sản đến

TTKT, phương pháp NARDL trong nghiên cứu tác động bất cân xứng của giá tài sản đến TTKT, đề tài luận án đã đạt được kết quả như sau:

(1) *Thứ nhất*, tồn tại mối tương quan thuận biến giữa chỉ số GCK và TTKT 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 BĐS duy trì tác động tích cực ổn định đến TTKT 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 GCK đến TTKT trong dài hạn; trái lại, hiện tượng này không được ghi nhận đối với thị trường BĐS 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 TT BĐS như một động lực TTKT

Kết quả nghiên cứu cho thấy TT BĐS có tác động tích cực đến TTKT trong cả ngắn hạn và dài hạn, đồng thời tốc độ điều chỉnh về trạng thái cân bằng tương đối nhanh, hàm ý rằng BĐS không chỉ phản ánh chu kỳ kinh tế mà còn đóng vai trò như một kênh truyền dẫn quan trọng của hoạt động kinh tế thực. Phát hiện này tương đồng với bằng chứng thực nghiệm của (Goodhart & Hofmann, 2008; Iacoviello & Neri, 2010), cũng như lập luận về kênh giá tài sản của (Mishkin, 2007), theo đó sự gia tăng giá nhà cải thiện bảng cân đối tài sản của hộ gia đình, qua đó thúc đẩy tiêu dùng và đầu tư. Các nghiên cứu tại những nền kinh tế đang phát triển cũng cho thấy sự phát triển của khu vực nhà ở có mối quan hệ dài hạn với TTKT. Kết quả này hàm ý rằng Việt Nam cần xem BĐS như một ngành có khả năng dẫn dắt chu kỳ kinh tế nhưng phải được định vị trong chiến lược tăng trưởng tổng thể gắn với ổn định vĩ mô; đồng thời trong ngắn hạn, BĐS có thể được sử dụng như một kênh kích thích kinh tế có hiệu ứng lan tỏa lớn sang các ngành liên quan như vật liệu xây dựng, lao động và dịch vụ (Hoa, 2014), qua đó củng cố vai trò của BĐS như một công cụ điều tiết.

- Điều hành tín dụng BĐS theo hướng hỗ trợ có kiểm soát

Kết quả nghiên cứu cho thấy BĐS có tác động cùng chiều tới TTKT, trong khi tín dụng ngân hàng đóng vai trò là kênh truyền dẫn chính và mối quan hệ này mang tính tuyến tính, phù hợp với phát hiện của (Thái & Lam, 2016) về mối liên hệ đa chiều giữa

tín dụng, TT BĐS và TTKT. Tuy nhiên, các nghiên cứu trước đó cũng cảnh báo rằng tăng trưởng giá tài sản đi kèm với đòn bẩy tín dụng cao có thể làm gia tăng rủi ro bất ổn tài chính (Crowe và cộng sự, 2013; Singh, 1997). Do đó, kết quả này hàm ý rằng chính sách tín dụng BĐS cần được định hướng “hỗ trợ có kiểm soát”, trong đó cơ quan quản lý duy trì giám sát chặt chẽ các chỉ tiêu an toàn như tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn và hệ số rủi ro tín dụng BĐS, đồng thời tránh các cú sốc chính sách thất chặt đột ngột hoặc nới lỏng quá mức.

- Phát triển thị trường tài chính nhà ở nhằm nâng cao hiệu quả kênh tài sản

Kết quả nghiên cứu cho thấy BĐS có vai trò giúp hộ gia đình mở rộng khả năng tiếp cận vốn, từ đó thúc đẩy tiêu dùng và đầu tư, phù hợp với bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam của (Nguyen & Bui, 2019) cũng như lý thuyết hiệu ứng tài sản được (Mishkin, 2007) đề xuất. Tuy nhiên, các nghiên cứu quốc tế chỉ ra rằng tác động tích cực này chỉ thực sự mạnh khi thị trường tài chính phát triển và tài sản có thể chuyển đổi thành thanh khoản hiệu quả (Dong và cộng sự, 2017; Fan và cộng sự, 2024). Điều này hàm ý rằng để tăng hiệu quả của kênh tài sản, Việt Nam cần thúc đẩy phát triển hệ thống tài chính nhà ở theo chiều sâu. Định hướng này qua đó góp phần chuyển dịch BĐS từ một tài sản mang tính đầu cơ sang một công cụ tài chính có khả năng huy động và phân bổ vốn hiệu quả cho nền kinh tế.

- Kiểm soát rủi ro bong bóng giá nhà để hạn chế tác động tiêu cực dài hạn

Một số bằng chứng thực nghiệm gần đây cho thấy giá nhà tăng có thể thúc đẩy tăng trưởng trong ngắn hạn nhưng khi vượt quá giá trị cơ bản lại có thể gây tác động tiêu cực tới tăng trưởng dài hạn (Dong và cộng sự, 2017; Fan và cộng sự, 2024; Sun và cộng sự, 2024). Kết quả này hàm ý rằng việc duy trì ổn định TT BĐS cần gắn với hệ thống giám sát rủi ro vĩ mô thận trọng, trong đó cơ quan quản lý cần xây dựng hệ thống cảnh báo sớm thông qua các chỉ báo như tỷ lệ giá nhà trên thu nhập, tín dụng BĐS trên GDP, và mức tồn kho thị trường, đồng thời kiểm soát hoạt động đầu cơ ngắn hạn. Cách tiếp cận này giúp hạn chế sự hình thành chu kỳ tăng nóng, qua đó củng cố tính bền vững của TTKT trong dài hạn.

- Chuyển hướng phát triển BĐS sang nhu cầu thực

Kết quả nghiên cứu cho thấy một phần tín dụng BĐS vẫn chảy vào các hoạt động đầu cơ tài sản và mức tăng trưởng của khu vực này chưa gắn chặt với cải thiện năng suất

thực của nền kinh tế, phù hợp với nhận định của (Anwar & Nguyen, 2018) về đặc điểm TT BĐS tại các nền kinh tế đang chuyển đổi. Điều này hàm ý rằng định hướng chính sách cần chuyển trọng tâm từ mở rộng quy mô thị trường sang nâng cao chất lượng và tính phục vụ nhu cầu thực, thông qua việc ưu tiên tín dụng đối với nhà ở xã hội, nhà ở công nhân và phân khúc nhà ở vừa túi tiền, đồng thời kiểm soát các hoạt động đầu cơ đất nền và phát triển dư thừa ở phân khúc nhà ở cao cấp. Định hướng này qua đó góp phần giảm biến động chu kỳ tài sản và tăng mức độ gắn kết giữa TT BĐS với TTKT bền vững.

- Hoàn thiện thể chế và tăng cường minh bạch hóa TT BĐS

Các nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam cho thấy TT BĐS vẫn đang trong giai đoạn phát triển chưa hoàn thiện, mức độ minh bạch còn hạn chế và phụ thuộc lớn vào tín dụng ngân hàng (Nguyen & Bui, 2019). Thực trạng này hàm ý rằng cải cách thể chế đóng vai trò then chốt trong việc nâng cao hiệu quả phân bổ nguồn lực của thị trường. Do đó, cần ưu tiên xây dựng cơ sở dữ liệu quốc gia về giá BĐS, minh bạch hóa thông tin giao dịch đất đai, chuẩn hóa hệ thống định giá tài sản và cải cách thủ tục pháp lý đối với dự án. Các biện pháp này qua đó giúp giảm bất cân xứng thông tin, hạn chế đầu cơ và củng cố nền tảng phát triển lành mạnh của TT BĐS trong dài hạn.

Tóm lại, định hướng đến năm 2030, phát triển TT BĐS trở thành một trong những trụ cột vững chắc của nền kinh tế thực trên nền tảng ổn định vĩ mô; phát huy vai trò dẫn dắt chu kỳ kinh tế và tận dụng tối đa hiệu ứng lan tỏa tích cực để thúc đẩy các ngành vật liệu xây dựng, lao động và dịch vụ; đồng thời tối ưu hóa khu vực nhà ở để cải thiện bảng cân đối tài sản hộ gia đình, kích thích tiêu dùng và đầu tư. Tầm nhìn đến năm 2045, nâng tầm TT BĐS phát triển hiện đại, bền vững, đóng vai trò là công cụ điều tiết vĩ mô nhạy bén với tốc độ cân bằng nhanh; chuyển dịch mạnh mẽ từ một kênh phản ánh chu kỳ sang chủ động kiến tạo, đồng bộ hóa với chiến lược tăng trưởng tổng thể quốc gia, góp phần quan trọng đưa Việt Nam trở thành nước phát triển, thu nhập cao.

5.2.2. Đối với phát triển thị trường chứng khoán

Kết quả nghiên cứu cho thấy chỉ số GCK có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến TTKT trong ngắn hạn nhưng không duy trì ý nghĩa trong dài hạn (Chikwira & Mohammed, 2023; Sừ & Hào, 2017; Tiên và cộng sự, 2019). Phát hiện này phản ánh rằng TTCK Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn phát triển, với hiệu quả thị trường còn

thấp, chưa trở thành kênh huy động vốn dài hạn hiệu quả cho sản xuất. Thực tế này phù hợp với nhiều bằng chứng thực nghiệm tại các nền kinh tế mới nổi, nơi TTCK thường bị chi phối bởi các nhà đầu tư cá nhân, dòng “tiền nóng” ngắn hạn và tâm lý bầy đàn, dẫn đến tác động tích cực ngắn hạn nhưng không duy trì bền vững trong dài hạn (Azimi, 2022; Bernanke & Gertler, 2000; Bjørnland & Jacobsen, 2010; Gu và cộng sự, 2021). Kết quả này hàm ý rằng Việt Nam cần tập trung nâng cao hiệu quả phân bổ vốn trên TTCK, 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 TTCK như một động lực tăng trưởng bền vững.

Ngoài ra, nghiên cứu chỉ ra tính bất cân xứng trong tác động của GCK đến TTKT, với các cú sốc tiêu cực ảnh hưởng mạnh và kéo dài hơn cú sốc tích cực (Blot và cộng sự, 2024), đồng thời mô hình NARDL xác nhận mối quan hệ phi tuyến trong truyền dẫn từ TTCK sang TTKT (Azimi, 2022). Kết quả này hàm ý rằng chính sách phát triển TTCK 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.

Kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng TTCK Việt Nam hiện còn nhạy cảm với các cú sốc vĩ mô, bao gồm biến động BĐS, đại dịch COVID-19 và điều chỉnh lãi suất tái cấp vốn (Barro và cộng sự, 2020; Duy, 2023; Schmalz và cộng sự, 2017; Thuận, 2020). Những tác động tiêu cực này làm giảm hiệu quả truyền dẫn vốn từ TTCK sang nền kinh tế thực, đồng thời hạn chế khả năng TTCK trở thành động lực dài hạn cho TTKT. Trong bối cảnh đó, kết quả này hàm ý rằng các chính sách phát triển TTCK cần liên kết chặt chẽ với CSTT 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.

Mặc dù kết quả luận án chủ yếu cho thấy tác động ngắn hạn của GCK, nhiều nghiên cứu trong nước và quốc tế vẫn cung cấp bằng chứng ủng hộ vai trò TTCK đối với tăng trưởng dài hạn (Azimi, 2022; Christopoulos & Tsionas, 2004; Levine & Zervos, 1998; Masoud, 2013; Nguyen & Bui, 2019; Phương và cộng sự, 2015; Qamruzzaman & Wei, 2018; Rasasi và cộng sự, 2019; Tursoy & Faisal, 2016). Qua đó, kết quả hàm ý

rằng TTCK 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 TTCK 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 CSTT và tín dụng ngân hàng, nhằm thúc đẩy TTKT bền vững và ổn định.

Tóm lại, để TTCK trở thành động lực tăng trưởng bền vững, chính sách phát triển đến năm 2030 cần tập trung nâng cao hiệu quả phân bổ vốn, giảm thiểu áp lực đầu cơ ngắn hạn, đồng thời thắt chặt minh bạch thông tin, quản trị công ty và kiểm soát rủi ro bong bóng tài sản nhằm tăng cường khả năng chống chịu của nền kinh tế trước các cú sốc tài chính bất cân xứng. Hướng tới tầm nhìn năm 2045, hệ thống quản lý cần xây dựng tầm nhìn dài hạn thông qua việc phối hợp đồng bộ giữa thị trường vốn với chính sách tiền tệ, từ đó hạn chế tối đa tác động tiêu cực của dòng “tiền nóng”, thiết lập kênh huy động vốn dài hạn an toàn và định hình một thị trường tài chính minh bạch, phục vụ hiệu quả cho các mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội chiến lược của quốc gia.

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

Kết quả ước lượng dài hạn từ mô hình ARDL cho thấy biến đại diện cho đại dịch Covid-19 có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê đến TTKT Việt Nam. Điều này hàm ý rằng các cú sốc dịch bệnh không chỉ mang tính ngắn hạn mà có thể làm suy giảm quỹ đạo tăng trưởng dài hạn nếu không có phản ứng chính sách đủ mạnh và kịp thời. Nhận định này phù hợp với bằng chứng quốc tế của (Barro và cộng sự, 2020), khi nghiên cứu các đại dịch lớn trong lịch sử cho thấy GDP và tiêu dùng đều suy giảm đáng kể, đồng thời phân tích của (Mishkin, 2022) khi mô tả Covid-19 là cú sốc kép làm dịch chuyển đồng thời tổng cung và tổng cầu sang trái.

Từ góc độ CCTD vĩ mô, kết quả này qua đó củng cố lập luận rằng chính sách ứng phó khủng hoảng tại Việt Nam cần được định hướng “ổn định kép”, trong đó các giải pháp hỗ trợ phía cung và kích thích phía cầu phải được triển khai đồng thời. Điều này đặc biệt quan trọng khi các nghiên cứu trong nước như (Lân & Hồng, 2025; Thuận, 2020) đã chỉ ra đại dịch làm suy giảm đồng thời tiêu dùng, đầu tư và sản xuất.

Do đó, Việt Nam cần xây dựng một kịch bản ứng phó khi xảy ra khủng hoảng, trong đó các gói hỗ trợ doanh nghiệp duy trì sản xuất phải được kích hoạt song song với các chương trình hỗ trợ thu nhập và kích cầu tiêu dùng ngay từ giai đoạn đầu của cú sốc.

- Ưu tiên chính sách duy trì chuỗi cung ứng và năng lực sản xuất trong khủng hoảng

Các bằng chứng trong nghiên cứu cho thấy đại dịch làm đứt gãy chuỗi cung ứng, làm tăng chi phí sản xuất và giảm sản lượng, từ đó kìm hãm TTKT. Kết quả này phù hợp với lập luận của (Mishkin, 2022) về tác động phong tỏa tới sản xuất, đồng thời phù hợp với (Hou và cộng sự, 2022) khi cho rằng Covid-19 làm suy giảm cả khả năng cung ứng và nhu cầu thị trường. Ngoài ra, (Tiên và cộng sự, 2019) cũng nhấn mạnh rằng chi phí chuỗi cung ứng gia tăng sẽ làm giảm sản lượng đầu ra của nền kinh tế.

Từ đó, kết quả này hàm ý rằng trong các cú sốc tương tự Covid-19, Việt Nam cần chuyển trọng tâm chính sách từ cách tiếp cận kiểm soát dịch bệnh theo cách thông thường sang mô hình quản trị rủi ro đồng thời kinh tế và y tế. Cụ thể, cần thiết lập cơ chế bảo vệ các chuỗi cung ứng chiến lược, bao gồm logistics, sản xuất xuất khẩu và cung ứng hàng hóa thiết yếu; duy trì luồng vận tải liên vùng; và xây dựng các tiêu chuẩn sản xuất an toàn trong điều kiện dịch bệnh. Hàm ý này càng trở nên quan trọng khi xét đến đặc điểm nền kinh tế Việt Nam có độ mở cao và phụ thuộc mạnh vào thương mại quốc tế, như đã được chỉ ra trong nghiên cứu của (Anwar & Nguyen, 2018).

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

Kết quả nghiên cứu cho thấy đại dịch làm suy giảm mạnh thu nhập, tiêu dùng và niềm tin thị trường, phù hợp với các bằng chứng của (Del Giudice và cộng sự, 2020) về giảm thu nhập bình quân và tiêu dùng, cũng như (Gormsen & Koijen, 2020) về sự suy giảm cổ tức và thu nhập thực tế trong giai đoạn phong tỏa. Đồng thời, (Lân & Hồng, 2025) cũng ghi nhận các chính sách hỗ trợ kinh tế đã góp phần giúp Việt Nam duy trì tăng trưởng GDP dương.

Từ góc độ chính sách, điều này hàm ý rằng trong các cú sốc dịch bệnh, chính sách tài khóa cần đóng vai trò là công cụ ổn định kinh tế chủ đạo trong giai đoạn đầu của suy thoái. Cụ thể, cần ưu tiên các biện pháp trợ cấp thu nhập cho người lao động, hỗ trợ thanh khoản cho doanh nghiệp, mở rộng đầu tư công và tăng chi tiêu ngân sách cho an sinh xã hội.

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

Kết quả NARDL của nghiên cứu xác nhận tác động bất cân xứng của giá cổ phiếu đối với TTKT, trong đó cú sốc giảm giá gây tác động tiêu cực mạnh hơn đáng kể so với tác động tích cực của xu hướng tăng giá. Kết quả này phù hợp với (Azimi, 2022; Blot và cộng sự, 2024), vốn chỉ ra rằng phản ứng của nền kinh tế trước các biến động TTTS mang tính phi tuyến và bất cân xứng. Từ góc độ chính sách, điều này hàm ý rằng trong các giai đoạn khủng hoảng như Covid-19, ổn định thị trường tài chính cần được xem là một cấu phần quan trọng của chính sách ổn định tăng trưởng. Việt Nam cần tăng cường giám sát rủi ro hệ thống, thiết lập cơ chế can thiệp thị trường khi biến động mạnh và sử dụng chính sách truyền thông nhằm ổn định kỳ vọng nhà đầu tư. Qua đó giúp hạn chế nguy cơ các cú sốc tài chính khuếch đại suy thoái kinh tế thực.

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

Các bằng chứng thực nghiệm cho thấy Việt Nam dễ bị tổn thương trước các cú sốc toàn cầu do độ mở thương mại cao (Anwar & Nguyen, 2018). Điều này hàm ý rằng chiến lược dài hạn cần tập trung vào việc đa dạng hóa thị trường xuất khẩu, phát triển thị trường nội địa và tăng cường tự chủ trong các chuỗi cung ứng chiến lược; giúp giảm mức độ truyền dẫn của các cú sốc toàn cầu tương tự Covid-19, đồng thời nâng cao khả năng ổn định vĩ mô của nền kinh tế trong dài hạn.

5.2.4. Đối với lãi suất tái cấp vốn

Kết quả nghiên cứu này củng cố nhận định của (Anwar & Nguyen, 2018) về việc kênh lãi suất bị suy yếu tại các thị trường tài chính chưa phát triển. NHNN 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.

NHNN cần tiến tới một khuôn khổ điều hành CSTT minh bạch hơn. Việc công bố rõ ràng các mục tiêu trung hạn về lạm phát sẽ giúp hình thành "kênh kỳ vọng". Khi công chúng và các định chế tài chính tin tưởng vào các tín hiệu lãi suất của NHNN, tác

động của nó đến các hoạt động đầu tư và tiêu dùng sẽ trở nên rõ rệt hơn, tương tự như bằng chứng thực nghiệm tại các quốc gia phát triển mà (Bjørnland & Jacobsen, 2010; Peersman & Smets, 2001) đã tìm thấy.

Vì lãi suất tái cấp vốn chưa thể hiện vai trò thúc đẩy TTKT một cách trực tiếp trong mô hình định lượng, việc quá phụ thuộc vào nói lỏng tiền tệ để kích thích tăng trưởng có thể dẫn đến rủi ro lạm phát hoặc bong bóng tài sản thay vì hỗ trợ GDP thực. Trong ngắn hạn, khi kênh lãi suất còn hạn chế, Chính phủ cần chú trọng hơn vào Chính sách tài khóa (đặc biệt là đầu tư công) để kích cầu trực tiếp. CSTT 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 TTKT (Duy, 2023).

Tóm lại, NHNN hướng tới năm 2030 là hiện đại hóa khuôn khổ CSTT thông qua việc xóa bỏ dần can thiệp hành chính để chuyển sang điều tiết bằng công cụ thị trường, nâng cao vai trò định hướng của lãi suất tái cấp vốn, và công bố minh bạch mục tiêu lạm phát nhằm chủ động dẫn dắt "kênh kỳ vọng" của công chúng; đồng thời phối hợp chặt chẽ với chính sách tài khóa để giữ môi trường thanh khoản ổn định và kiểm soát rủi ro bong bóng tài sản. Hướng tới tầm nhìn năm 2045, khi Việt Nam trở thành nước phát triển, NHNN sẽ vận hành như một NHTW hiện đại hoàn chỉnh, nơi kênh lãi suất và kênh kỳ vọng đạt hiệu quả truyền dẫn tối ưu như các quốc gia tiên tiến, loại bỏ hoàn toàn sự phụ thuộc vào nói lỏng tiền tệ ngắn hạn để trở thành bộ đỡ vĩ mô cho sự tăng trưởng bền vững của tăng trưởng kinh tế thực.

5.2.5. Khuyến nghị đối với các bên liên quan

- Đối với Chính phủ:

+ Với vai trò điều phối liên ngành và hoạch định chiến lược phát triển quốc gia, Chính phủ cần thiết lập một cơ chế phối hợp chặt chẽ giữa CSTT, tài khóa và các công cụ quản lý TTTS. Việc kiểm soát lạm phát tài sản và truyền dẫn chính sách hiệu quả không thể chỉ dựa vào một cơ quan đơn lẻ mà đòi hỏi phải hành động đồng bộ, có chiến lược và dài hạn. Chính phủ cần chỉ đạo xây dựng Chiến lược phát triển TTTS quốc gia, lồng ghép trong quy hoạch tổng thể phát triển kinh tế xã hội và chiến lược tăng trưởng bền vững. Ngoài ra, cần chỉ đạo các bộ ngành thu thập và chia sẻ dữ liệu liên ngành về giá tài sản, tín dụng, đầu tư và sản xuất để hỗ trợ phân tích chính sách theo thời gian

thực. Cơ chế phản ứng linh hoạt và điều phối liên ngành sẽ là nền tảng để tận dụng lợi ích từ kênh tài sản và kiểm soát rủi ro lan truyền đến nền kinh tế thực. Đồng thời, Chính phủ cần chỉ đạo bộ ngành liên quan xây dựng Chỉ số giá BĐS 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 TT BĐS trong dài hạn.

+ 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. Trước tính bất cân xứng trong tác động của GCK đến TTKT, Chính phủ cần thiết lập cơ chế giám sát và phản ứng chính sách linh hoạt, hỗ trợ thị trường trong các giai đoạn biến động mạnh. Đồng thời, cần tiếp tục hoàn thiện thể chế tài chính minh bạch, hiện đại và thúc đẩy nâng cao năng lực cảnh báo sớm rủi ro vĩ mô. Việc phát triển hạ tầng dữ liệu tài chính quốc gia và tăng cường giáo dục tài chính đại chúng cũng là những yếu tố then chốt giúp nâng cao khả năng chống chịu và thích ứng của nền kinh tế trước các cú sốc từ TTTS.

- Đối với Ngân hàng Nhà nước:

+ NHNN cần đặc biệt chú trọng đến cơ chế truyền dẫn qua kênh giá tài sản, bao gồm giá chứng khoán và bất động sản. Việc điều chỉnh các công cụ lãi suất, cung tiền và tín dụng phải xem xét tác động lan tỏa đến giá tài sản, nhằm hạn chế rủi ro hình thành bong bóng tài sản và bất ổn tài chính. NHNN nên thường xuyên cập nhật và công bố các chỉ số giám sát tài sản, đồng thời xây dựng hệ thống cảnh báo sớm đối với biến động giá tài sản lớn. Bên cạnh đó, cần thiết lập và điều chỉnh linh hoạt các công cụ chính sách vĩ mô thận trọng như hệ số rủi ro tín dụng theo ngành, giới hạn tỷ lệ cho vay vào lĩnh vực đầu cơ tài sản. Một CSTT ổn định, có định hướng và kiểm soát tốt kênh tài sản sẽ giúp truyền dẫn hiệu quả đến tăng trưởng kinh tế thực, đồng thời giúp môi trường vĩ mô ổn định, an toàn một điều kiện tiên quyết để thu hút các định chế tài chính toàn cầu và dòng vốn nước ngoài vào Trung tâm Tài chính Quốc tế.

+ Cần tiếp tục theo đuổi CSTT linh hoạt, có tính thích ứng cao với bối cảnh kinh tế trong và ngoài nước. Việc điều chỉnh lãi suất tái cấp vốn là công cụ ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí vốn của nền kinh tế cần được cân nhắc thận trọng, tránh các quyết định đột ngột có thể gây ra những cú sốc lan truyền đến TTCK và tâm lý nhà đầu tư. Đồng

thời, nên phối hợp chặt chẽ với chính sách tài khóa để điều hòa tổng cầu một cách hiệu quả, đặc biệt trong các giai đoạn kinh tế chịu ảnh hưởng bởi các cú sốc tiêu cực như dịch bệnh hoặc biến động quốc tế. Việc điều hành tỷ giá và lãi suất ổn định, linh hoạt sẽ giúp gia tăng tính dự báo của thị trường, nâng cao hệ số tín nhiệm quốc gia, tạo môi trường thuận lợi để kết nối thị trường tài chính trong nước với các chuẩn mực quốc tế.

- Đối với Bộ Tài chính: đóng vai trò trung tâm trong việc điều tiết tài khóa và thị trường vốn là hai yếu tố có tương tác mạnh với CSTT qua giá tài sản. Trong ngắn hạn tập trung phát triển và ổn định TTCK để hỗ trợ tăng trưởng; trong trung và dài hạn ưu tiên xây dựng thị trường bất động sản minh bạch, bền vững; đồng thời chủ trì, phối hợp với các bộ, ngành khẩn trương hoàn thiện khung khổ pháp lý, cơ chế thử nghiệm và chính sách ưu đãi đột phá để hình thành, phát triển các trung tâm tài chính quốc tế tại Việt Nam. Song song với đó là tăng cường giám sát rủi ro và phối hợp chính sách với Ngân hàng Nhà nước nhằm nâng cao hiệu quả truyền dẫn của thị trường tài sản và hệ thống tài chính quốc tế đến tăng trưởng kinh tế. Việc điều tiết ngân sách nhà nước và ưu tiên nguồn lực cho đầu tư công trong các lĩnh vực dẫn dắt cũng như cơ sở hạ tầng tài chính hiện đại cũng sẽ hỗ trợ TDCSTT hiệu quả hơn đến khu vực thực của nền kinh tế.

Đối với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước:

+ Cần tăng cường giám sát hoạt động của TTCK nhằm nâng cao hiệu quả kênh TDCSTT thông qua biến động giá cổ phiếu. Cụ thể, cần hoàn thiện khung pháp lý về giao dịch, minh bạch hóa thông tin tài chính và nâng cao năng lực giám sát để hạn chế các hành vi thao túng giá, giao dịch nội gián hoặc phát hành ảo. Việc nâng cao chất lượng nhà đầu tư đặc biệt là nhà đầu tư tổ chức sẽ góp phần ổn định dòng vốn và gia tăng hiệu quả truyền dẫn của CSTT đến hoạt động đầu tư và tiêu dùng qua kênh GCK.

+ 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. Việc hoàn thiện khuôn khổ pháp lý về công bố thông tin, chế tài xử phạt vi phạm, cũng như nâng cao minh bạch hoạt động giao dịch sẽ góp phần củng cố niềm tin của nhà đầu tư và làm lành mạnh hóa thị trường. Bên cạnh đó, nên từng bước xem xét áp dụng các công cụ thị trường như giao dịch bán không có kiểm soát, nhằm tăng tính phản ánh thông tin và cải thiện hiệu quả hoạt động của TTCK Việt Nam.

5.3. HẠN CHẾ VÀ HƯỚNG NGHIÊN CỨU TIẾP THEO

Mặc dù nghiên cứu đã góp phần cung cấp thêm bằng chứng định lượng trong nghiên cứu tác động của TDCSTT qua kênh giá tài sản đến TTKT Việt Nam; nghiên cứu tác động truyền dẫn bất cân xứng của giá tài sản đến TTKT tại Việt Nam nhưng do giới hạn về thời gian và kiến thức của nghiên cứu sinh không tránh khỏi thiếu sót, điều này dẫn đến một số hạn chế của luận án. Vì vậy, trong tương lai cần có những nghiên cứu tiếp theo nghiên cứu về chủ đề này theo hướng sau, cụ thể:

- 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, có thể ảnh hưởng đến tính ổn định và độ tin cậy của các ước lượng trong mô hình ARDL, NARDL, đặc biệt khi đánh giá tác động dài hạn. 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 TTKT 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. Việc chưa đưa vào đầy đủ các biến kiểm soát có thể làm giảm tính chính xác của kết quả nghiên cứu. Các nghiên cứu trong tương lai nên xem xét đồng thời nhiều kênh truyền dẫn của CSTT để hiểu rõ hơn cơ chế tác động đến TTKT, 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 BĐS, trong khi các kênh tài sản khác như vàng, ngoại tệ hoặc trái phiếu chính phủ cũng có vai trò quan trọng trong việc hình thành kỳ vọng và quyết định đầu tư cũng chưa được xem xét trong mô hình. 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 TTTS, chẳng hạn như mức độ thanh khoản, tính minh bạch thông tin hay hành vi của nhà đầu tư...là những yếu tố có thể giải thích CCTD tác động một cách rõ nét hơn. Hơn nữa, các yếu tố vĩ mô khác như tỷ lệ thất nghiệp, năng suất lao động hay chính sách tài khóa cũng có thể tương tác với giá tài sản và tác động đến TTKT nhưng chưa được đưa vào mô hình phân tích. 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 TTKT 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 TTKT giữa các khu vực địa lý (như ở 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.

- Mặc dù đã đạt được những kết quả nhất định, luận án vẫn tồn tại một số hạn chế, đặc biệt là việc kiểm định tính vững (robustness test) của mô hình chưa được thực hiện một cách toàn diện. Do giới hạn về mặt thời gian cũng như tính đặc thù của bối cảnh nghiên cứu, tác giả chưa tìm được thang đo thay thế phù hợp. Điều này dẫn đến việc mô hình hiện tại mới chỉ được đánh giá trong điều kiện tiêu chuẩn mà chưa được thử nghiệm sâu với các biến thay thế. Đây là một khoảng trống nghiên cứu cần được tiếp tục hoàn thiện trong các công trình tương lai nhằm kiểm tra tính nhất quán của kết quả dưới các cách tiếp cận khác nhau.

- Biến đại diện cho thị trường bất động sản trong nghiên cứu được xây dựng theo phương pháp gián tiếp do hạn chế về tính sẵn có và tính liên tục của dữ liệu thị trường bất động sản tại Việt Nam. Mặc dù cách tiếp cận này giúp khắc phục khó khăn về dữ liệu và cho phép phản ánh xu hướng chung của thị trường, nhưng vẫn chưa thể hiện đầy đủ các biến động và đặc điểm thực tế của thị trường bất động sản. Vì vậy, kết quả nghiên cứu có thể chưa phản ánh hoàn toàn mức độ tác động của kênh giá bất động sản đến tăng trưởng kinh tế. Trong tương lai, khi dữ liệu về chỉ số giá nhà ở hoặc giá bất động sản được công bố đầy đủ và liên tục hơn, các nghiên cứu có thể sử dụng các biến đo lường trực tiếp để nâng cao độ chính xác của kết quả thực nghiệm.

- Mặc dù mô hình ARDL/NARDL có những ưu điểm nổi bật trong việc xử lý các chuỗi dữ liệu có bậc tích hợp khác nhau, phù hợp với cỡ mẫu nhỏ và cho phép đánh giá các tác động đối xứng cũng như phi đối xứng trong cả ngắn hạn và dài hạn, song mô hình này chủ yếu phản ánh mối quan hệ tác động giữa các biến nghiên cứu mà chưa làm

rõ đầy đủ cơ chế truyền dẫn của chính sách tiền tệ đến tăng trưởng kinh tế thông qua kênh giá tài sản.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 5

Những kết quả chính thu được từ nghiên cứu về tác động của TDCSTT đến TTKT Việt Nam thông qua kênh giá tài sản đã được tổng hợp tại Chương 5. Dựa trên các phát hiện thực nghiệm, một số đề xuất về chính sách đã được đưa ra nhằm hỗ trợ các cơ quan quản lý trong việc điều hành CSTT một cách hiệu quả, góp phần ổn định kinh tế vĩ mô và thúc đẩy TTKT tại Việt Nam. Thêm vào đó, chương này cũng thẳng thắn chỉ ra các mặt hạn chế còn tồn tại của luận án và đưa ra định hướng cho những nghiên cứu tiếp theo.

DANH MỤC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ

1. Nguyễn Thành Được (2024). Truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản và một số khuyến nghị đối với Việt Nam. *Tạp chí Quản lý Nhà nước*, 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/>.

2. Nguyễn Thành Được, 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. *Tạp chí Tài chính*, Kỳ 1 - Tháng 4/2025 (846), 63-66.

3. Nguyễn Thành Được, Phạm Quốc Việt (2025). Truyền dẫn bất cân xứng của giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Dự báo*, số 13(908), 18-21.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

TIẾNG VIỆT

Anh, P. Đ., Hương, T. H. D., & Trà, L. T. H. (2024). Nhìn lại công tác điều hành chính sách tiền tệ của Việt Nam năm 2023 - Nhận định dự địa chính sách tiền tệ năm 2024. Truy cập ngày 17 tháng 02 năm 2026 tại: <https://tapchinganhang.gov.vn/nhin-lai-cong-tac-dieu-hanh-chinh-sach-tien-te-cua-viet-nam-nam-2023-nhan-dinh-du-dia-chinh-sach-tien-te-nam-2024-10573.html>.

Cảnh, N. P. (2014). Truyền dẫn của chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản tài chính: Nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 19(29), 11-18.

Cường, N. M. (2021). Chính sách tiền tệ trong phục hồi và tăng trưởng kinh tế hậu đại dịch Covid-19. Truy cập ngày 17 tháng 02 năm 2026 tại: <https://nhtc.neu.edu.vn/chinh-sach-tien-te-trong-phuc-hoi-va-tang-truong-kinh-te-hau-dai-dich-covid-19/>.

Chiến, Đ., & Dương, T. (2024). Nhận diện những thủ đoạn của tội phạm lừa đảo thông qua hình thức huy động vốn, hợp tác kinh doanh. Truy cập ngày 17 tháng 02 năm 2026 tại: <https://phaply.net.vn/nhan-dien-nhung-thu-doan-cua-toi-pham-lua-dao-thong-quu-hinh-thuc-huy-dong-von-hop-tac-kinh-doanh-a257363.html>.

Duy, P. N. (2023). Mối quan hệ giữa lãi suất và tăng trưởng tại Việt Nam giai đoạn 2000-2021. Truy cập ngày 17 tháng 02 năm 2026 tại: <https://tapchicongthuong.vn/moi-quan-he-giua-lai-suot-va-tang-truong-tai-viet-nam-giai-doan-2000-2021-102689.htm>.

Giang, V. (2020). Dấu ấn ngân hàng trong chính sách tiền tệ năm 2019. Truy cập ngày 17 tháng 02 năm 2026 tại: <https://tapchinganhang.gov.vn/dau-an-ngan-hang-trong-chinh-sach-tien-te-nam-2019-5255.html>.

Hoa, N. Q. (2014). Sự hình thành và phát triển thị trường bất động sản tại Việt Nam trong tiến trình đổi mới kinh tế. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 17(27), 36-44.

Hồng, N. T. (2017). Thành công trong điều hành chính sách tiền tệ năm 2015, triển vọng và định hướng giải pháp năm 2016. Truy cập ngày 17 tháng 02 năm 2026 tại:

<https://tapchinganhang.gov.vn/thanh-cong-trong-dieu-hanh-chinh-sach-tien-te-nam-2015-trien-vong-va-dinh-huong-giai-phap-nam-2016-7365.html>.

Hồng, N. T. (2025). Điều hành chính sách tiền tệ và hoạt động ngân hàng cơ bản đạt các mục tiêu đề ra. Truy cập ngày 17 tháng 02 năm 2026 tại: <https://tapchinganhang.gov.vn/dieu-hanh-chinh-sach-tien-te-va-hoat-dong-ngan-hang-co-ban-dat-cac-muc-tieu-de-ra-15135.html>.

Hung, L. M. (2017). Kết quả điều hành chính sách tiền tệ năm 2016 và trọng tâm điều hành trong năm 2017. Truy cập ngày 17 tháng 02 năm 2026 tại: <https://tapchinganhang.gov.vn/ket-qua-dieu-hanh-chinh-sach-tien-te-nam-2016-va-trong-tam-dieu-hanh-trong-nam-2017-7345.html>.

Hung, N. Đ. (2018). Điều hành chính sách tiền tệ năm 2017 và dự báo năm 2018. Truy cập ngày 17 tháng 02 năm 2026 tại: <https://www.tapchicongsan.org.vn/web/guest/kinh-te/-/2018/50429/dieu-hanh-chinh-sach-tien-te-nam-2017-va-du-bao-nam-2018.aspx>.

Lan, L. P., Uyên, N. T., Hường, P. T., Bin, N. S., Dũng, N. T., & Vân, P. T. T. (2022). Tác động của chính sách tiền tệ đến bong bóng bất động sản tại Hà Nội. *Tạp chí Quản lý và Kinh tế quốc tế*, 150(10/2022), 35-49.

Lân, C. K., & Giang, T. T. H. (2016). Nghiên cứu thực nghiệm về truyền tải chính sách tiền tệ qua kênh tín dụng tại Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Xã hội và Nhân văn*, 7(8), 41-47.

Lân, C. K., & Hồng, Đ. T. B. (2025). Điều hành chính sách tiền tệ góp phần tăng trưởng kinh tế và kiểm soát lạm phát. *Tạp chí Tài chính*, 1(2/2025), 27-29.

Lệnh, N. Đ. (2022). Kết quả nhiệm vụ ngành Ngân hàng và dấu ấn chính sách tiền tệ năm 2022. Truy cập ngày 17 tháng 02 năm 2026 tại: <https://thitruongtaichinhhtiente.vn/ket-qua-nhiem-vu-nganh-ngan-hang-va-dau-an-chinh-sach-tien-te-nam-2022-43769.html>.

Mai, N. (2015). Chính sách tiền tệ năm 2014: Đảm bảo kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô. Truy cập ngày 17 tháng 02 năm 2026 tại: <http://baokiemtoan.vn/chinh-sach-tien-te-nam-2014-dam-bao-kiem-soat-lam-phat-on-dinh-kinh-te-vi-mo-753.html>.

Mến, Đ. (2024). Vụ Vạn Thịnh Phát: Cách thức rửa tiền và chuyển cả tỷ USD qua biên giới. Truy cập ngày 17 tháng 02 năm 2026 tại: <https://vneconomy.vn/vu-van-thinh-phat-cach-thuc-rua-tien-va-chuyen-ca-ty-usd-qua-bien-gioi.htm>.

Nam, N. (2023). Chủ tịch Tập đoàn Tân Hoàng Minh bị truy tố lừa đảo hơn 8.600 tỷ đồng. Truy cập ngày 17 tháng 02 năm 2026 tại: <https://baochinhphu.vn/chu-tich-tap-doan-tan-hoang-minh-bi-truy-to-lua-dao-hon-8600-ty-dong-02231122113411398.htm>.

Ngân, N. T. (2022). Điều hành chính sách tài chính, tiền tệ: Nhìn lại năm 2021 và kiến nghị giải pháp cho năm 2022. Truy cập ngày 17 tháng 02 năm 2026 tại: <https://kinhtevadubao.vn/dieu-hanh-chinh-sach-tai-chinh-tien-te-nhin-lai-nam-2021-va-kien-nghi-giai-phap-cho-nam-2022-21172.html>.

Nghĩa, L. T. T., & Lân, C. K. (2014). Khung chính sách tiền tệ của Việt Nam năm 2013 - Những điểm nhấn. *Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng*, 140+141(1, 2/2014), 28-34.

Ngọc, L. T. (2014). Phân tích ảnh hưởng của các nhân tố tài chính đến bong bóng bất động sản tại thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 15(25), 58-64.

Nguyễn, H. (2025). Trịnh Văn Quyết bị tuyên án 7 năm tù cho tội Lừa đảo chiếm đoạt tài sản. Truy cập ngày 17 tháng 02 năm 2026 tại: <https://nhandan.vn/trinh-van-quet-bi-tuyen-an-7-nam-tu-cho-toi-lua-dao-chiem-doat-tai-san-post889618.html>.

Phong, L. H., & Vân, Đ. T. B. (2015). Kiểm chứng bằng mô hình ARDL tác động của các nhân tố vĩ mô đến chỉ số chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 20(30), 61-66.

Phong, L. T., & Dũng, L. V. (2016). Kiểm định mô hình VAR về sự tồn tại và hiệu quả của các kênh tín dụng Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế Đối ngoại*, 81(4/2016), 55-87.

Phuong, D. N. M., Anh, V. T. P., Đào, Đ. T. T., & Tuấn, N. H. (2015). Tác động của chính sách tiền tệ đến thị trường chứng khoán: Bằng chứng tại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 25(35), 3-13.

Sửu, N. D., & Hào, N. Q. (2017). Truyền dẫn chính sách tiền tệ thông qua kênh giá tài sản tại Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Dự báo*, 15-18.

Tiên, H. T., Trang, C. T. T., & Hoài, H. T. (2019). Truyền dẫn của chính sách tiền tệ đến tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính-Marketing*, 49(02/2019), 25-36.

Toản, B. N., & Trang, Đ. T. T. (2018). Tác động của các yếu tố tài chính đến thị trường nhà ở tại thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí Khoa học và Công Nghệ Đại học Đà Nẵng*, 8(129), 32-36.

Thái, P. H. H., & Lam, H. T. (2016). Mối quan hệ giữa chính sách tín dụng và thị trường bất động sản. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 27(9), 34-52.

Thanh, N. T. K. (2019). Chính sách tiền tệ năm 2018 với những hiệu quả đạt được. Truy cập ngày 17 tháng 02 năm 2026 tại: <https://tapchinganhang.gov.vn/chinh-sach-tien-te-nam-2018-voi-nhung-hieu-qua-dat-duoc-7195.html>.

Thuấn, N. Q. (2020). Tác động của đại dịch Covid-19 và một số giải pháp chính sách cho Việt Nam trong giai đoạn tới. Truy cập ngày 17 tháng 02 năm 2026 tại: <https://www.tapchiconsan.org.vn/web/guest/kinh-te/-/2018/819611/tac-dong-cua-dai-dich-covid-19%C2%A0va-mot-so-giai-phap-chinh-sach-cho-viet-nam-trong-giai-doan-toi.aspx>

Trinh, P. T. T. (2016). Tỷ giá trong cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ Việt Nam. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 123(6/2016), 2-13.

Vinh, V. X., Huân, N. H., & Thảo, L. T. P. (2018). Tác động của các kênh truyền dẫn chính sách tiền tệ đến thị trường chứng khoán - trường hợp Việt Nam. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 148(7/2018), 8-24.

TIẾNG ANH

Aastveit, K. A., & Anundsen, A. K. (2022). Asymmetric effects of monetary policy in regional housing markets. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 14(4), 499-529.

Acemoglu, D. (2009). Introduction to modern economic growth. In: Princeton University Press.

Aleem, A. (2010). Transmission mechanism of monetary policy in India. *Journal of Asian Economics*, 21(2), 186-197.

Alenoghena, R. O., Saibu, O. M., & Adeoye, B. W. (2020). *Financial development and economic growth in Nigeria: asymmetric cointegration and threshold analysis*. Paper presented at the Forum Scientiae Oeconomia.

Alessi, L., & Kerssenfischer, M. (2019). The response of asset prices to monetary policy shocks: Stronger than thought. *Journal of Applied Econometrics*, 34(5), 661-672.

Ando, A., & Modigliani, F. (1963). The "life cycle" hypothesis of saving: Aggregate implications and tests. *The American economic review*, 53(1), 55-84.

Anwar, S., & Nguyen, L. P. (2018). Channels of monetary policy transmission in Vietnam. *Journal of Policy Modeling*, 40(4), 709-729.

Aoki, K., Proudman, J., & Vlieghe, G. (2004). House prices, consumption, and monetary policy: a financial accelerator approach. *Journal of financial intermediation*, 13(4), 414-435.

Apergis, N. (2019). Housing prices and monetary policy in OECD countries: New evidence from panel cointegration tests. *Economic Modelling*, 78, 103-115.

Arestis, P., Demetriades, P., & Luintel, K. (2001). Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets. *Journal of money, credit and banking*, 33, 16-41. doi:10.2307/2673870.

Assenmacher-Wesche, K., & Gerlach, S. (2008). *Monetary policy, asset prices and macroeconomic conditions: a panel-VAR study*. Retrieved from NBB Working Paper.

Azimi, M. (2022). Assessing the asymmetric effects of capital and money markets on economic growth in China. *Heliyon*, 8. doi:10.1016/j.heliyon.2022.e08794.

Barro, R. J., Ursúa, J. F., & Weng, J. (2020). *The coronavirus and the great influenza pandemic: Lessons from the "spanish flu" for the coronavirus's potential effects on mortality and economic activity* (No. w26866). National Bureau of Economic Research.

Bayraktar, N. (2014). Measuring relative development level of stock markets: Capacity and effort of countries. *Borsa Istanbul Review*, 14(2), 74-95.

Beljo, I. (2022). Econometric Analysis of Asset Price Channels in Monetary Transmission–Vector Models Approach. *Economic and Social Development: Book of Proceedings*, 122-131.

Bernanke, B., & Gertler, M. (2000). Monetary Policy and Asset Price Volatility. *Monetary Economics*. doi:10.3386/w7559.

Bernanke, B. S., & Blinder, A. S. (1988). Credit, money, and aggregate demand. In: National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.

Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic perspectives*, 9(4), 27-48.

Bernanke, B. S., & Gertler, M. (2001). Should central banks respond to movements in asset prices? *American economic review*, 91(2), 253-257.

Bernanke, B. S., Gertler, M., & Gilchrist, S. (1999). The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. *Handbook of macroeconomics*, 1, 1341-1393.

Bjørnland, H. C., & Jacobsen, D. H. (2010). The role of house prices in the monetary policy transmission mechanism in small open economies. *Journal of financial stability*, 6(4), 218-229.

Bjørnland, H. C., & Leitemo, K. (2009). Identifying the interdependence between US monetary policy and the stock market. *Journal of Monetary Economics*, 56(2), 275-282.

Blinder, A. S., Ehrmann, M., Fratzscher, M., De Haan, J., & Jansen, D. J. (2008). Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey. *Journal of economic literature*, 46(4), 910-945.

Blot, C., Hubert, P., & Labondance, F. (2024). The asymmetric effects of monetary policy on stock price bubbles. *European Economic Review*. doi:10.1016/j.eurocorev.2024.104824.

Borys, M. M., Horváth, R., & Franta, M. (2009). The effects of monetary policy in the Czech Republic: an empirical study. *Empirica*, 36(4), 419-443.

Bouchouicha, R., & Ftiti, Z. (2012). Real estate markets and the macroeconomy: A dynamic coherence framework. *Economic Modelling*, 29(5), 1820-1829.

Calvo, G. A. (1983). Staggered prices in a utility-maximizing framework. *Journal of Monetary Economics*, 12(3), 383-398.

Case, K. E., Quigley, J. M., & Shiller, R. J. (2005). Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market. *Advances in Macroeconomics*, 5(1), 1-32.

Cecchetti, S. G. (2000). *Asset prices and central bank policy*: Centre for Economic Policy Research.

Clarida, R., Gali, J., & Gertler, M. (1999). The science of monetary policy: a new Keynesian perspective. *Journal of economic literature*, 37(4), 1661-1707.

Corallo, E. (2006). *The effect of monetary policy on asset prices: Evidence from Germany and UK*: Libero istituto universitario Carlo Cattaneo.

Crowe, C., Dell'Ariccia, G., Igan, D., & Rabanal, P. (2013). How to deal with real estate booms: Lessons from country experiences. *Journal of financial stability*, 9(3), 300-319.

Checo, A., Grigoli, F., & Sandri, D. (2024). *Monetary policy transmission in emerging markets: proverbial concerns, novel evidence*: Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department.

Chikwira, C., & Mohammed, J. (2023). The impact of the stock market on liquidity and economic growth: Evidence of volatile market. *Economies*, 11(6), 155.

Christopoulos, D. K., & Tsionas, E. G. (2004). Financial development and economic growth: evidence from panel unit root and cointegration tests. *Journal of development Economics*, 73(1), 55-74.

Deabes, T. N. (2004). Economic development and financial market. *Economic Development Financial Market Working Paper*(2).

Del Giudice, V., De Paola, P., & Del Giudice, F. P. (2020). COVID-19 Infects Real Estate Markets: Short and Mid-Run Effects on Housing Prices in Campania Region (Italy). *Social Sciences*. doi:10.3390/socsci9070114.

Delatte, A.-L., & López-Villavicencio, A. (2010). Asymmetric responses of prices to exchange rate variations Evidence from the G7 countries. *Journal of Macroeconomics*, 34, 1-19.

Delatte, A. L., & López-Villavicencio, A. (2010). Asymmetric responses of prices to exchange rate variations Evidence from the G7 countries. *Journal of Macroeconomics*, 34, 1-19.

Doan, T. T. T., & Bui, T. N. (2021). Modeling the relationship between stock market and real estate market in Vietnam: a time series analysis. *International*

Transaction Journal of Engineering, Management, and Applied Sciences Technologies, 12(11), 1-10.

Dong, Z., Hui, E., & Jia, S. (2017). How does housing price affect consumption in China: Wealth effect or substitution effect? *Cities*, 64, 1-8. doi:10.1016/j.cities.2017.01.006.

Fan, W., He, Y., Hao, L., & Wu, F. (2024). Do high house prices promote the development of China's real economy? Empirical evidence based on the decomposition of real estate price. *PLOS ONE*, 19. doi:10.1371/journal.pone.0295311.

Feldkircher, M., Huber, F., & Punzi, M. T. (2017). *The transmission of interest rates shocks to Asia: Are effects different below the zero lower bound?* (No. 690). ADBI Working Paper.

Filardo, A. J., & Siklos, P. L. (2016). Prolonged reserves accumulation, credit booms, asset prices and monetary policy in Asia. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(2), 364-381.

Fischer, S. (1977). Long-term contracts, rational expectations, and the optimal money supply rule. *Journal of political economy*, 85(1), 191-205.

Forlati, C., & Lambertini, L. (2011). Risky mortgages in a DSGE model. *International Journal of Central Banking*, 7(1), 285-335.

Friedman, M. (1968). The role of monetary policy. *The American economic review*, 58(1), 1-17.

Gerlach, S., & Peng, W. (2005). Bank lending and property prices in Hong Kong. *Journal of Banking & Finance*, 29(2), 461-481.

Ghatak, S., & Siddiki, J. U. (2001). The use of the ARDL approach in estimating virtual exchange rates in India. *Journal of Applied statistics*, 28(5), 573-583.

Goodhart, C., & Hofmann, B. (2008). House prices, money, credit, and the macroeconomy. *Oxford review of economic policy*, 24(1), 180-205.

Gormsen, N., & Koijen, R. (2020). Coronavirus: Impact on Stock Prices and Growth Expectations. *Review of Asset Pricing Studies*. doi:10.2139/ssrn.3555917.

Greenwood-Nimmo, M., Shin, Y., & van Treeck, T. (2010). *The great moderation and the decoupling of monetary policy from long-term rates in the US and Germany* (No. 15/2010). IMK Working Paper.

Gu, G., Zhu, W., & Wang, C. (2021). Time-varying influence of interest rates on stock returns: evidence from China. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 35, 2510-2529. doi:10.1080/1331677x.2021.1966639.

Hicks, J. R. (1937). Mr. Keynes and the "classics"; a suggested interpretation. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 147-159.

Hou, Z., Song, Y., & Xin, W. (2022). COVID-19 Shocks, Monetary Policy, and Real Estate Price Volatility: Analysis Based on a Dynamic Stochastic General Equilibrium Perspective. *Scientific Programming*. doi:10.1155/2022/7625465.

Huong, L., & Trung, P. (2020). The role of gold prices and interest rate in stock index: Insights from Vietnam by using the autoregressive distributed lag approach. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 12(1), 178-193.

Iacoviello, M. (2005). House prices, borrowing constraints, and monetary policy in the business cycle. *American economic review*, 95(3), 739-764.

Iacoviello, M., & Neri, S. (2010). Housing market spillovers: evidence from an estimated DSGE model. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(2), 125-164.

Igan, D., Kabundi, A., De Simone, F. N., Pinheiro, M., & Tamirisa, N. (2011). Housing, credit, and real activity cycles: Characteristics and comovement. *Journal of Housing Economics*, 20(3), 210-231.

Igbinsola, S. O., & Obayagbona, J. (2012). Monetary policy and asset prices: empirical evidence from Nigeria. *Journal of finance and investment analysis*, 1(4), 73-87.

Irving, F. (1911). The purchasing power of money. *The Works of Irving Fisher*, 14.

Isakova, A. (2008). Monetary policy efficiency in the economies of Central Asia. *Czech Journal of Economics and Finance*, 58(11-12), 525-553.

Juhro, S. M., Iyke, B. N., & Narayan, P. K. (2021). Interdependence between monetary policy and asset prices in ASEAN-5 countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 75, 101448.

Keynes, J. M. (1937). The general theory of employment. *The quarterly journal of economics*, 51(2), 209-223.

Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *American economic review*, 88(3), 537-558.

Lim, G. C., & McNelis, P. D. (2008). *Computational macroeconomics for the open economy*: MIT press.

Loi, M. T., & Dang, V. D. (2023). The bank lending channel of monetary policy transmission in Vietnam: Impacts of the COVID-19 pandemic and the financial crisis. *Cogent Business & Management*, 10(1), 2199485.

Lucas, J. R. E. (1972). Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of economic theory*, 4(2), 103-124.

Lucas, J. R. E. (1976). *Econometric policy evaluation: A critique*. Paper presented at the Carnegie-Rochester conference series on public policy.

Ma, Y., & Lin, X. (2016). Financial development and the effectiveness of monetary policy. *Journal of banking and Finance*, 68, 1-11.

Masoud, N. M. (2013). The impact of stock market performance upon economic growth. *International journal of economics and financial issues*, 3(4), 788-798.

Milcheva, S., & Sebastian, S. (2016). The housing market channel of monetary policy transmission in the Euro area. *Journal of European Real Estate Research*, 9(1), 76-97.

Mill, J. S. (1848). Principles of political economy.

Mishkin, F. S. (1996). The channels of monetary transmission: Lessons for monetary policy. In: National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.

Mishkin, F. S. (2007). *The economics of money, banking, and financial markets*: Pearson education.

Mishkin, F. S. (2022). *The economics of money, banking, and financial markets*: Pearson education. 13th Edition.

Mishra, P., Montiel, P., & Sengupta, R. (2016). Monetary transmission in developing countries: Evidence from India. In *Monetary policy in India: A modern macroeconomic perspective* (pp. 59-110): Springer.

Modigliani, F. (1971). Monetary policy and consumption. *Consumer spending and monetary policy: the linkages*, 9-84.

Mohanty, D. (2012). *Evidence of interest rate channel of monetary policy transmission in India*. Paper presented at the Second International Research Conference at the Reserve Bank of India, February.

Muda, I., Dharsuky, A., Asriana, N., & Ridhani, D. (2020). Contribution of real estate activities and financial/insurance industry activities to the formation of gross domestic product. *Research in World Economy*, 11(3:2020), 1992-1999.

Nathaniel, S. P., Omojolaibi, J. A., & Ezech, C. J. (2020). Does stock market-based financial development promotes economic growth in emerging markets? New evidence from Nigeria. *Serbian Journal of Management*, 15(1), 45-54.

Nyakerario, M. R., & Morekwa, N. E. (2012). Asset prices and monetary policy in Kenya. *Journal of Economic studies*, 39(4), 451-468.

Nguyen, M. L. T., & Bui, T. N. (2019). Stock market, real estate market, and economic growth: an ARDL approach. *Investment Management & Financial Innovations*, 16(4), 290-302.

Nguyen, T. T., Do, T. L., & Van Duy, N. (2016). Impacts of Monetary Policy and Information Shock on Stock Market: Case Study in Vietnam. *International Journal of Economics and Finance*, 8(7), 132-139.

Okwu, A. T., Ngoepe-Ntsoane, M., Tochukwu, O. R., & Obiwuru, T. C. (2017). Housing and Economic Growth Nexus in Nigeria: Data-Based Evidence. *Transylvanian Review of Administrative Sciences*, 13(51), 70-88.

Omodero, O., Adetula, D. T., & Adeyemo, K. (2021). Stock market reaction to monetary policy modifications: Evidence from an emergent market. *Academic Journal of Interdisciplinary Studies*, 10(3), 59-66.

Pahlavani, M., Wilson, E., & C Worthington, A. (2005). Trade-GDP nexus in Iran: An application of the autoregressive distributed lag (ARDL) model. *American Journal of Applied Sciences*, 2(7), 1158-1165.

Pan, L., & Mishra, V. (2018). Stock market development and economic growth: Empirical evidence from China. *Economic Modelling*, 68, 661-673.

Peersman, G., & Smets, F. (2001). *Are the effects of monetary policy in the euro area greater in recessions than in booms?* (No. 52). ECB working paper.

Peng, R., Leung, C. K. Y., & Leung, F. (2008). Macroeconomy, housing market, and monetary policy. *Pacific Economic Review*, 13(3), 372-397.

Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289-326.

Qamruzzaman, & Wei. (2018). Financial innovation, stock market development, and economic growth: An application of ARDL model. *International Journal of Financial Studies*, 6(3), 69.

Qamruzzaman, M., & Wei, J. (2018). Financial innovation, stock market development, and economic growth: An application of ARDL model. *International Journal of Financial Studies*, 6(3), 1-30.

Quy, V. T., & Loi, D. T. N. (2020). Macroeconomic factors and stock prices – A case of real estate stocks on Ho Chi Minh stock exchange. 6. doi:10.46223/hcmcoujs.econ.en.6.1.111.2016.

Ramlogan, C. (2007). Anism of monetary policy in small developing countries: an application to Trinidad and Tobago. *The Journal of Developing Areas*, 41(1), 79-91.

Rasasi, M. A., Alsabban, S., & Alarfaj, O. (2019). Does Stock Market Performance Affect Economic Growth? Empirical Evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Economics and Finance*. doi:10.5539/ijef.v11n9p21.

Ricardo, D. (1817). *On the principles of political economy and taxation: London*.

Rigobon, R., & Sack, B. (2004). The impact of monetary policy on asset prices. *Journal of Monetary Economics*, 51(8), 1553-1575.

Rostami, N., Najafizadeh, A., Sarlak, A., & Safazadeh, E. (2018). Investigating the Asymmetric Effects of Banking Sector Development and Stock Market Development on Economic Growth in Iran Using Smooth Transition Regression (STR) Model. *Iranian Journal of Finance*, 2(2), 131-150.

Schmalz, M. C., Sraer, D. A., & Thesmar, D. (2017). Housing collateral and entrepreneurship. *The Journal of Finance*, 72(1), 99-132.

Shin, Y., Yu, B., & Greenwood-Nimmo, M. (2014). Modelling asymmetric cointegration and dynamic multipliers in a nonlinear ARDL framework. In *Festschrift in honor of Peter Schmidt: Econometric methods and applications* (pp. 281-314): Springer.

- Sims, C. A. (1980). Macroeconomics and reality. *Econometrica*, 48(1), 1-48.
- Singh, A. (1997). Financial liberalisation, stockmarkets and economic development. *The economic journal*, 107(442), 771-782.
- Singh, T., Mehta, S., & Varsha, M. (2011). Macroeconomic factors and stock returns: Evidence from Taiwan. *Journal of economics and international finance*, 2(4), 217-227.
- Smith, A. (1776). *The wealth of nations*.
- Sova, Y., & Lukianenko, I. (2022). Empirical evaluation of monetary policy transmission to stock markets and further transfer of macroeconomic shocks to the real sector. *Journal of International Studies*, 15(1), 117-132.
- Sun, N. (2021). The Effects of Housing Price on Unemployment Rate and Stock Market. *International Journal of Trade, Economics and Finance*. doi:10.18178/ijtef.2021.12.5.707
- Sun, Q., Javeed, S., Tang, Y., & Feng, Y. (2024). The impact of housing prices and land financing on economic growth: Evidence from Chinese 277 cities at the prefecture level and above. *PLOS ONE*, 19. doi:10.1371/journal.pone.0302631.
- Tang, Y., Luo, Y., Xiong, J., Zhao, F., & Zhang, Y.-C. (2013). Impact of monetary policy changes on the Chinese monetary and stock markets. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 392(19), 4435-4449.
- Taylor, J. B. (1980). Aggregate dynamics and staggered contracts. *Journal of political economy*, 88(1), 1-23.
- Taylor, J. B. (1993). *Discretion versus policy rules in practice*. Paper presented at the Carnegie-Rochester conference series on public policy.
- Taylor, J. B. (1995). The monetary transmission mechanism: an empirical framework. *Journal of Economic perspectives*, 9(4), 11-26.
- Tchereni, B. H., Makawa, A., & Banda, F. (2022). Effectiveness of the Asset Price Channel as a Monetary Policy Transmission Mechanism in Malawi: Evidence from Time Series Data. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 12(5), 160-168.
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of money, credit and banking*, 1(1), 15-29.

Tursoy, T., & Faisal, F. (2016). Causality between stock price and GDP in Turkey: an ARDL bounds testing approach. *Romanian Statistical Review*, 64(4), 3-19.

Van Treeck, T. (2008). *Asymmetric income and wealth effects in a non-linear error correction model of US consumer spending* (No. 06/2008). IMK Working Paper.

Vargas-Silva, C. (2008). Monetary policy and the US housing market: A VAR analysis imposing sign restrictions. *Journal of Macroeconomics*, 30(3), 977-990.

Vo, X. V., & Nguyen, P. C. (2017). Monetary policy transmission in Vietnam: Evidence from a VAR approach. *Australian Economic Papers*, 56(1), 27-38.

Woodford, M. (2003). Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy. In: Princeton University.

WorldBank. (2023). *Viet Nam Macro Monitoring Reports*.

Yan, N. (2019). Study on the influence of monetary policy on real estate price in China. *Journal of Service Science and Management*, 12(2), 152-171.

Younas, M. (2020). Pakistan Monetary Policy in terms of Bank Lending and Asset Price Channels. *Jinnah Business Review*. doi:10.53369/piau8954.

Zhang, Cai, J., Liu, J., & Kutan, A. M. (2018). Real estate investments and financial stability: evidence from regional commercial banks in China. *The European Journal of Finance*, 24(16), 1388-1408.

Zhang, & Pan. (2021). Asymmetric effects of monetary policy and output shocks on the real estate market in China. *Economic Modelling*, 103, 105600.

Zhenyu, S., & Taltavull, P. (2020). International capital movement towards the Spanish real estate sector. *Journal of Property Investment*, 38(2), 107-127.

PHỤ LỤC 1. KẾT QUẢ THỐNG KÊ MÔ TẢ CÁC BIẾN

	GDP	REM	VNI	LS	COVID
Mean	5.485000	2.670217	893.4435	5.728261	0.173913
Median	5.650000	2.915000	927.5750	6.250000	0.000000
Maximum	8.830000	6.500000	1498.280	8.000000	1.000000
Minimum	1.420000	-0.950000	481.1300	4.000000	0.000000
Std. Dev.	1.609622	1.823409	295.9442	1.088865	0.383223
Skewness	-0.692528	-0.433107	0.264580	-0.423471	1.720618
Kurtosis	3.264941	2.544118	1.968822	1.923117	3.960526
Jarque-Bera	3.811430	1.836462	2.574730	3.597558	24.46571
Probability	0.148716	0.399225	0.275997	0.165501	0.000005
Sum	252.3100	122.8300	41098.40	263.5000	8.000000
Sum Sq. Dev.	116.5898	149.6169	3941233.	53.35326	6.608696
Observations	46	46	46	46	46

PHỤ LỤC 2. KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH TÍNH DỪNG

- TTKT (GDP):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Null Hypothesis: GDP has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 6 (Automatic - based on AIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.087417	0.0358
Test critical values:		
1% level	-3.610453	
5% level	-2.938987	
10% level	-2.607932	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

- Tăng trưởng TTBDS (REM):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Null Hypothesis: REM has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 7 (Automatic - based on AIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.315195	0.6126
Test critical values:		
1% level	-3.615588	
5% level	-2.941145	
10% level	-2.609066	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

- Chỉ số GCK VN-Index (LVNI_SA):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Null Hypothesis: LVNI_SA has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on AIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.459140	0.5449
Test critical values:		
1% level	-3.584743	
5% level	-2.928142	
10% level	-2.602225	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

- Lãi suất tái cấp vốn (LS):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Null Hypothesis: LS has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on AIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.404666	0.5715
Test critical values:		
1% level	-3.588509	
5% level	-2.929734	
10% level	-2.603064	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

- Sai phân bậc 1 của TTKT (GDP):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Null Hypothesis: D(GDP) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 6 (Automatic - based on AIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.833138	0.0058
Test critical values:		
1% level	-2.627238	
5% level	-1.949856	
10% level	-1.611469	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

- Sai phân bậc 1 của Tăng trưởng TTBDS (REM):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Null Hypothesis: D(REM) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 6 (Automatic - based on AIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.124391	0.0026
Test critical values:		
1% level	-2.627238	
5% level	-1.949856	
10% level	-1.611469	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

- Sai phân bậc 1 của Chỉ số GCK VN-Index (LVNI_SA):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Null Hypothesis: D(LVNI_SA) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on AIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.089587	0.0000
Test critical values: 1% level	-2.618579	
5% level	-1.948495	
10% level	-1.612135	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

- Sai phân bậc 1 của Lãi suất tái cấp vốn (LS).

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Null Hypothesis: D(LS) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on AIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.989820	0.0000
Test critical values: 1% level	-2.619851	
5% level	-1.948686	
10% level	-1.612036	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

PHỤ LỤC 3. KẾT QUẢ MÔ HÌNH ARDL

- Kết quả kiểm định độ trễ tối ưu:

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-167.6295	NA	0.002112	8.029280	8.234070	8.104800
1	-36.66411	225.3823*	1.54e-05*	3.100656*	4.329401*	3.553779*
2	-19.01142	26.27377	2.28e-05	3.442392	5.695089	4.273117
3	6.960299	32.61565	2.48e-05	3.397195	6.673847	4.605523

- Kết quả phân tích mô hình theo phương pháp ARDL:

Selected Model: ARDL(1, 1, 1, 0, 0)

Note: final equation sample is larger than selection sample

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
GDP(-1)	0.482955	0.126676	3.812530	0.0005
REM	0.708188	0.049532	14.29745	0.0000
REM(-1)	-0.443464	0.105212	-4.214967	0.0002
LVNI_SA	1.598566	0.673437	2.373742	0.0229
LVNI_SA(-1)	-1.006420	0.743190	-1.354189	0.1839
COVID	-1.139034	0.328188	-3.470670	0.0013
LS	0.046075	0.208829	0.220634	0.8266
C	-1.938563	4.071801	-0.476095	0.6368
R-squared	0.942805	Mean dependent var	5.498222	
Adjusted R-squared	0.931984	S.D. dependent var	1.625282	
S.E. of regression	0.423872	Akaike info criterion	1.281041	
Sum squared resid	6.647697	Schwarz criterion	1.602225	
Log likelihood	-20.82341	Hannan-Quinn criter.	1.400775	
F-statistic	87.12934	Durbin-Watson stat	2.073624	
Prob(F-statistic)	0.000000			

- Kết quả kiểm định Bound test:

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	5.025025	10%	2.45	3.52
k	4	5%	2.86	4.01
		2.5%	3.25	4.49
		1%	3.74	5.06
Finite Sample: n=45				
Actual Sample Size	45	10%	2.638	3.772
		5%	3.178	4.45
		1%	4.394	5.914

- Kết quả ước lượng mối quan hệ trong dài hạn:

Levels Equation Case 3: Unrestricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
REM	0.511995	0.122080	4.193927	0.0002
LVNI_SA	1.145249	0.899959	1.272556	0.2111
COVID	-2.202966	0.580072	-3.797744	0.0005
LS	0.089112	0.403185	0.221020	0.8263
EC = GDP - (0.5120*REM + 1.1452*LVNI_SA -2.2030*COVID + 0.0891*LS)				

- Kết quả ước lượng mối quan hệ trong ngắn hạn

ECM Regression Case 3: Unrestricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.938563	0.366162	-5.294277	0.0000
D(REM)	0.708188	0.042267	16.75515	0.0000
D(LVNI_SA)	1.598566	0.557525	2.867252	0.0068
CointEq(-1)*	-0.517045	0.097990	-5.276491	0.0000
R-squared	0.918795	Mean dependent var		0.034000
Adjusted R-squared	0.912853	S.D. dependent var		1.364007
S.E. of regression	0.402665	Akaike info criterion		1.103263
Sum squared resid	6.647697	Schwarz criterion		1.263855
Log likelihood	-20.82341	Hannan-Quinn criter.		1.163130
F-statistic	154.6307	Durbin-Watson stat		2.073624
Prob(F-statistic)	0.000000			

- Kết quả kiểm định tự tương quan:

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

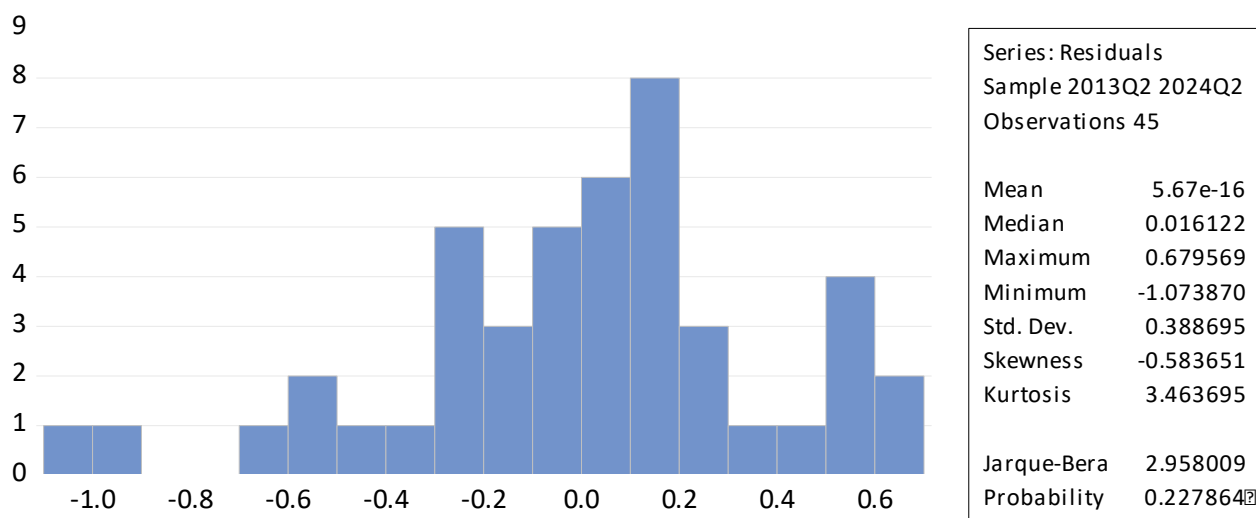
F-statistic	0.053323	Prob. F(2,35)	0.9482
Obs*R-squared	0.136699	Prob. Chi-Square(2)	0.9339

- Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi:

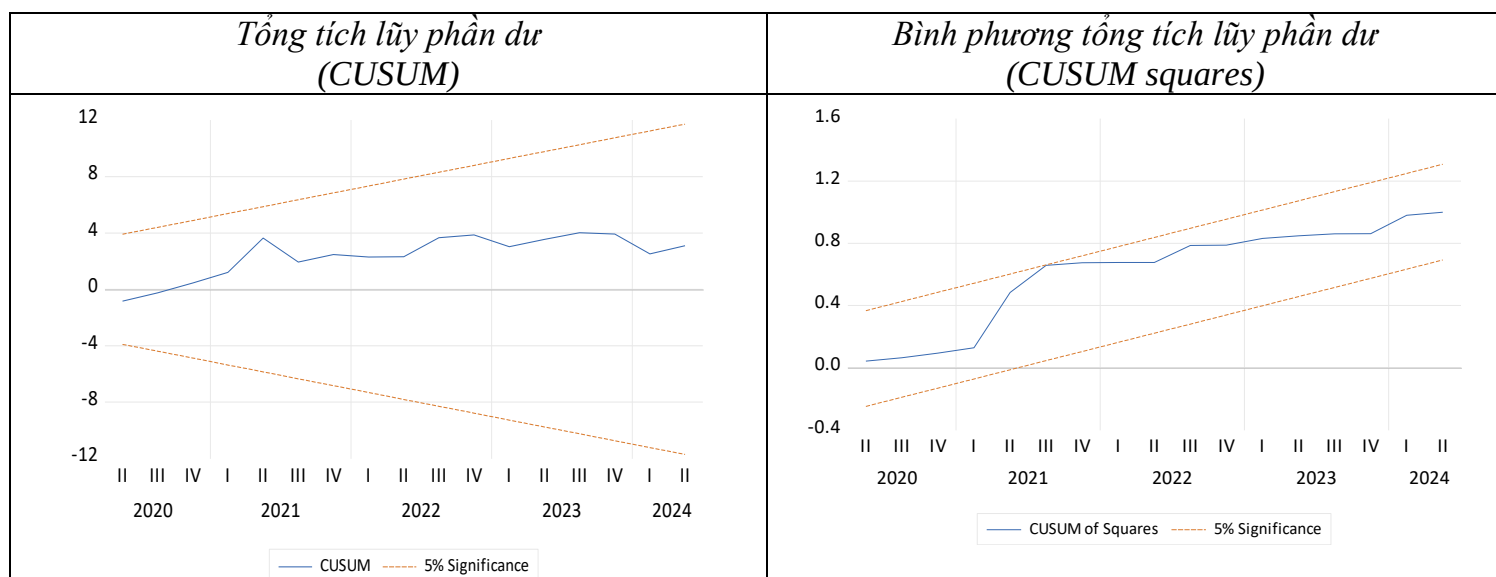
Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	0.914471	Prob. F(7,37)	0.5063
Obs*R-squared	6.637091	Prob. Chi-Square(7)	0.4676
Scaled explained SS	5.527301	Prob. Chi-Square(7)	0.5959

- Kết quả kiểm định phân phối chuẩn:



- Kết quả kiểm tra tính ổn định:



- Kết quả kiểm định Ramsey RESET:

	Value	df	Probability
t-statistic	0.241258	36	0.8107
F-statistic	0.058205	(1, 36)	0.8107
Likelihood ratio	0.072698	1	0.7874

PHỤ LỤC 4: KẾT QUẢ MÔ HÌNH NARDL

TÁC ĐỘNG BẤT CÂN XỨNG CỦA GIÁ CHỨNG KHOÁN

ĐẾN TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ

- Kết quả kiểm định Bound test:

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-Statistic	5.306667	10%	2.26	3.35
k	5	5%	2.62	3.79
		2.5%	2.96	4.18
		1%	3.41	4.68

- Kết quả ước lượng mối quan hệ trong dài hạn:

Levels Equation				
Case 3: Unrestricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
REM	0.322645	0.396123	0.814507	0.4266
LVNI_SA_POS	5.809470	2.482529	2.340142	0.0317
LVNI_SA_NEG	14.70168	5.438809	2.703107	0.0151
COVID	-6.601170	2.610990	-2.528224	0.0217
LS	-4.510999	2.432523	-1.854453	0.0811
EC = GDP - (0.3226*REM + 5.8095*LVNI_SA_POS + 14.7017*LVNI_SA_NEG - 6.6012*COVID - 4.5110*LS)				

- Kết quả ước lượng mối quan hệ trong ngắn hạn:

ECM Regression				
Case 3: Unrestricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	17.81556	2.770254	6.431021	0.0000
D(REM)	0.586183	0.053547	10.94707	0.0000
D(REM(-1))	0.093973	0.055877	1.681768	0.1109
D(REM(-2))	-0.229421	0.070709	-3.244578	0.0048
D(REM(-3))	-0.239071	0.079516	-3.006581	0.0079
D(LVNI_SA_POS)	0.493081	1.240982	0.397331	0.6961
D(LVNI_SA_POS(-1))	-1.374691	1.228471	-1.119026	0.2787
D(LVNI_SA_POS(-2))	0.293227	1.167791	0.251096	0.8048
D(LVNI_SA_POS(-3))	-5.002517	1.126419	-4.441079	0.0004
D(LVNI_SA_NEG)	9.296308	1.619738	5.739391	0.0000
D(LVNI_SA_NEG(-1))	-0.155370	1.198007	-0.129691	0.8983

D(LVNI_SA_NEG(-2))	-6.120425	1.543754	-3.964639	0.0010
D(COVID)	0.964522	0.542505	1.777905	0.0933
D(COVID(-1))	3.810090	0.793591	4.801074	0.0002
D(LS)	-0.747632	0.270230	-2.766652	0.0132
D(LS(-1))	1.760126	0.363226	4.845810	0.0002
D(LS(-2))	1.338590	0.361166	3.706305	0.0018
D(LS(-3))	0.582972	0.175448	3.322755	0.0040
CointEq(-1)*	-0.504449	0.078586	-6.419090	0.0000
R-squared	0.971333	Mean dependent var	0.035610	
Adjusted R-squared	0.947879	S.D. dependent var	1.427542	
S.E. of regression	0.325908	Akaike info criterion	0.899897	
Sum squared resid	2.336753	Schwarz criterion	1.693991	
Log likelihood	0.552121	Hannan-Quinn criter.	1.189062	
F-statistic	41.41363	Durbin-Watson stat	1.899124	
Prob(F-statistic)	0.000000			

- Kết quả kiểm định tự tương quan:

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 4 lags

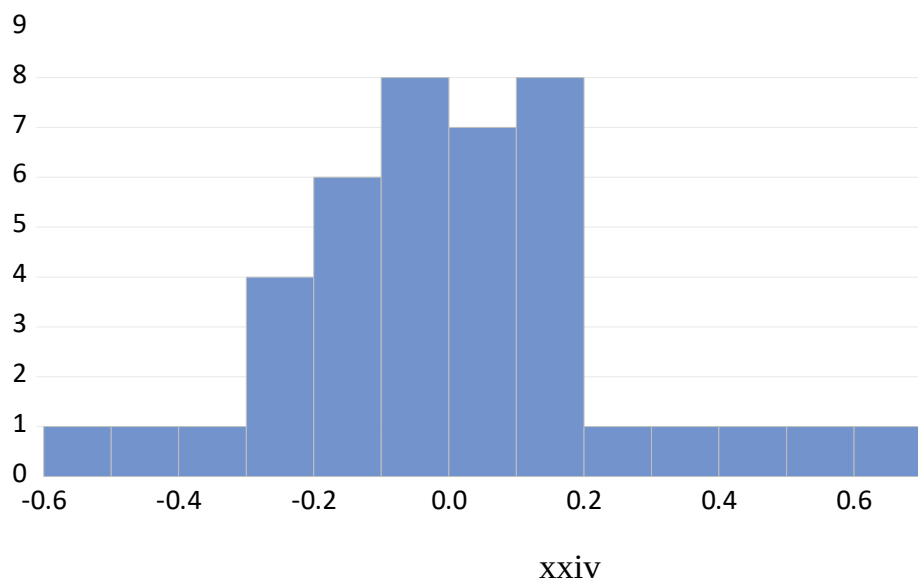
F-statistic	0.240857	Prob. F(4,13)	0.9101
Obs*R-squared	2.828854	Prob. Chi-Square(4)	0.5869

- Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi:

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey
Null hypothesis: Homoskedasticity

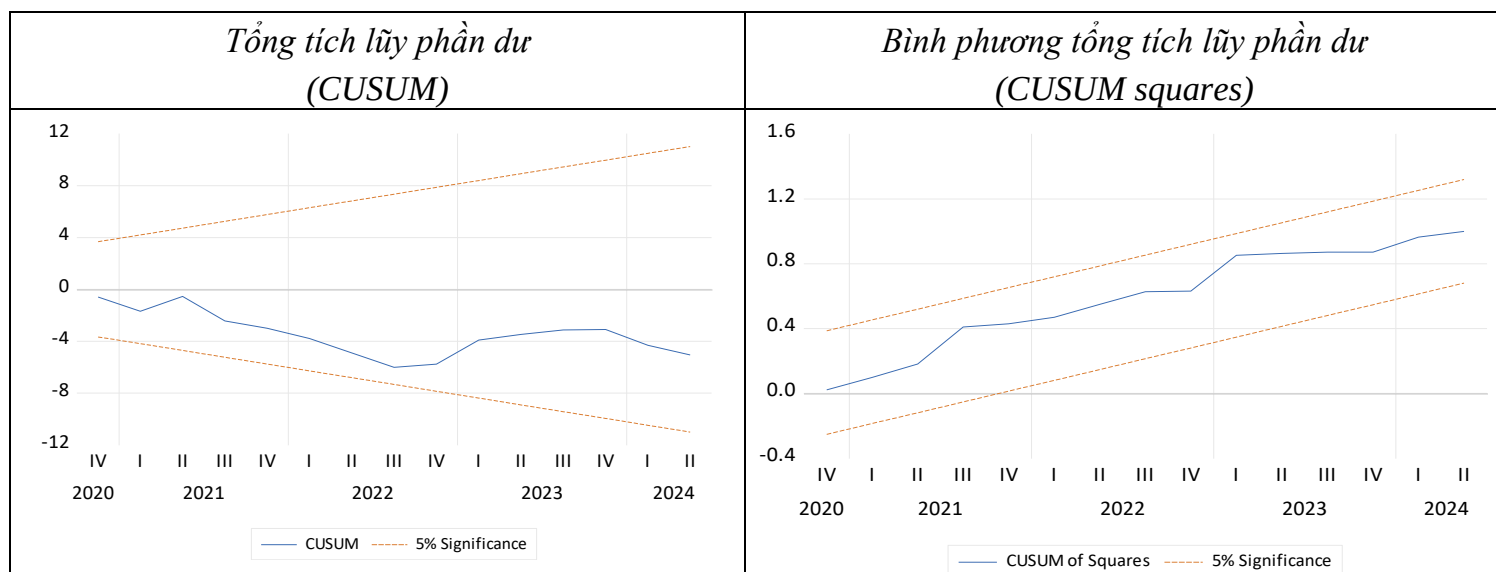
F-statistic	0.466616	Prob. F(23,17)	0.9553
Obs*R-squared	15.86674	Prob. Chi-Square(23)	0.8609
Scaled explained SS	3.810592	Prob. Chi-Square(23)	1.0000

- Kết quả kiểm định phân phối chuẩn:



Series: Residuals	
Sample 2014Q2 2024Q2	
Observations 41	
Mean	3.72e-15
Median	-0.017566
Maximum	0.671335
Minimum	-0.556008
Std. Dev.	0.241700
Skewness	0.376207
Kurtosis	3.793860
Jarque-Bera	2.043749
Probability	0.3599207

- Kết quả kiểm tra tính ổn định:



- Kết quả kiểm định Ramsey RESET:

	Value	df	Probability
t-statistic	1.413620	16	0.1766
F-statistic	1.998322	(1, 16)	0.1766
Likelihood ratio	4.825282	1	0.0280

PHỤ LỤC 5: KẾT QUẢ MÔ HÌNH NARDL

TÁC ĐỘNG BẤT CÂN XỨNG CỦA GIÁ BẤT ĐỘNG SẢN

ĐẾN TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ

- Kết quả kiểm định Bound test:

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	5.548898	10%	2.26	3.35
k	5	5%	2.62	3.79
		2.5%	2.96	4.18
		1%	3.41	4.68

- Kết quả ước lượng mối quan hệ trong dài hạn:

Levels Equation				
Case 3: Unrestricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
REM_POS	-0.610893	0.332457	-1.837512	0.0810
REM_NEG	-0.233763	0.225424	-1.036993	0.3121
LVNI_SA	3.750716	1.080888	3.470031	0.0024
COVID	-5.693326	2.055201	-2.770204	0.0118
LS	-1.361399	1.075128	-1.266267	0.2200
EC = GDP - (-0.6109*REM_POS -0.2338*REM_NEG + 3.7507*LVNI_SA -5.6933*COVID -1.3614*LS)				

- Kết quả ước lượng mối quan hệ trong ngắn hạn:

ARDL Error Correction Regression
 Dependent Variable: D(GDP)
 Selected Model: ARDL(3, 2, 1, 4, 2, 4)
 Case 2: Restricted Constant and No Trend
 Date: 07/16/25 Time: 09:13
 Sample: 2013Q1 2024Q2
 Included observations: 42

ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(GDP(-1))	0.349096	0.090702	3.848810	0.0010
D(GDP(-2))	0.147884	0.075487	1.959076	0.0642
D(REM_POS)	0.142670	0.110928	1.286149	0.2131

D(REM_POS(-1))	0.405412	0.085998	4.714224	0.0001
D(REM_NEG)	0.537589	0.058817	9.140083	0.0000
D(LVNI_SA)	3.015460	0.653829	4.612000	0.0002
D(LVNI_SA(-1))	0.086485	0.519670	0.166424	0.8695
D(LVNI_SA(-2))	-2.065471	0.615978	-3.353157	0.0032
D(LVNI_SA(-3))	-1.248773	0.553942	-2.254340	0.0355
D(COVID)	-0.651393	0.391440	-1.664093	0.1117
D(COVID(-1))	3.273476	0.614338	5.328462	0.0000
D(LS)	-0.031772	0.205759	-0.154414	0.8788
D(LS(-1))	1.295010	0.292661	4.424946	0.0003
D(LS(-2))	0.790388	0.209828	3.766833	0.0012
D(LS(-3))	0.776565	0.166737	4.657431	0.0002
CointEq(-1)*	-0.772430	0.117251	-6.587841	0.0000
R-squared	0.970241	Mean dependent var	0.023810	
Adjusted R-squared	0.953072	S.D. dependent var	1.412097	
S.E. of regression	0.305902	Akaike info criterion	0.751225	
Sum squared resid	2.432971	Schwarz criterion	1.413195	
Log likelihood	0.224267	Hannan-Quinn criter.	0.993863	
Durbin-Watson stat	2.333025			

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

- Kết quả kiểm định tự tương quan:

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

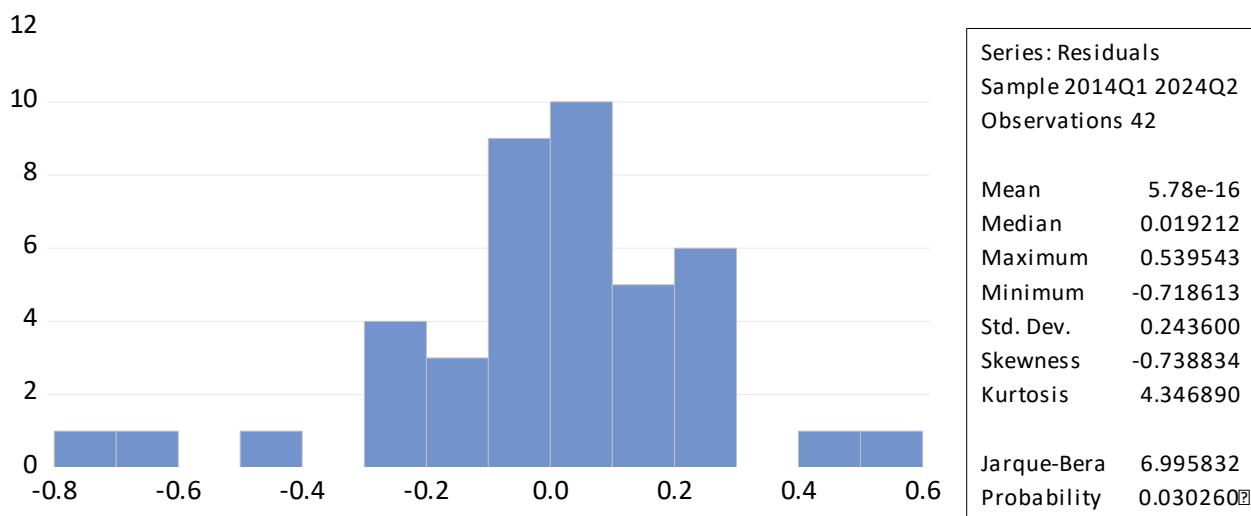
F-statistic	3.663781	Prob. F(2,18)	0.0463
Obs*R-squared	12.15109	Prob. Chi-Square(2)	0.0023

- Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi:

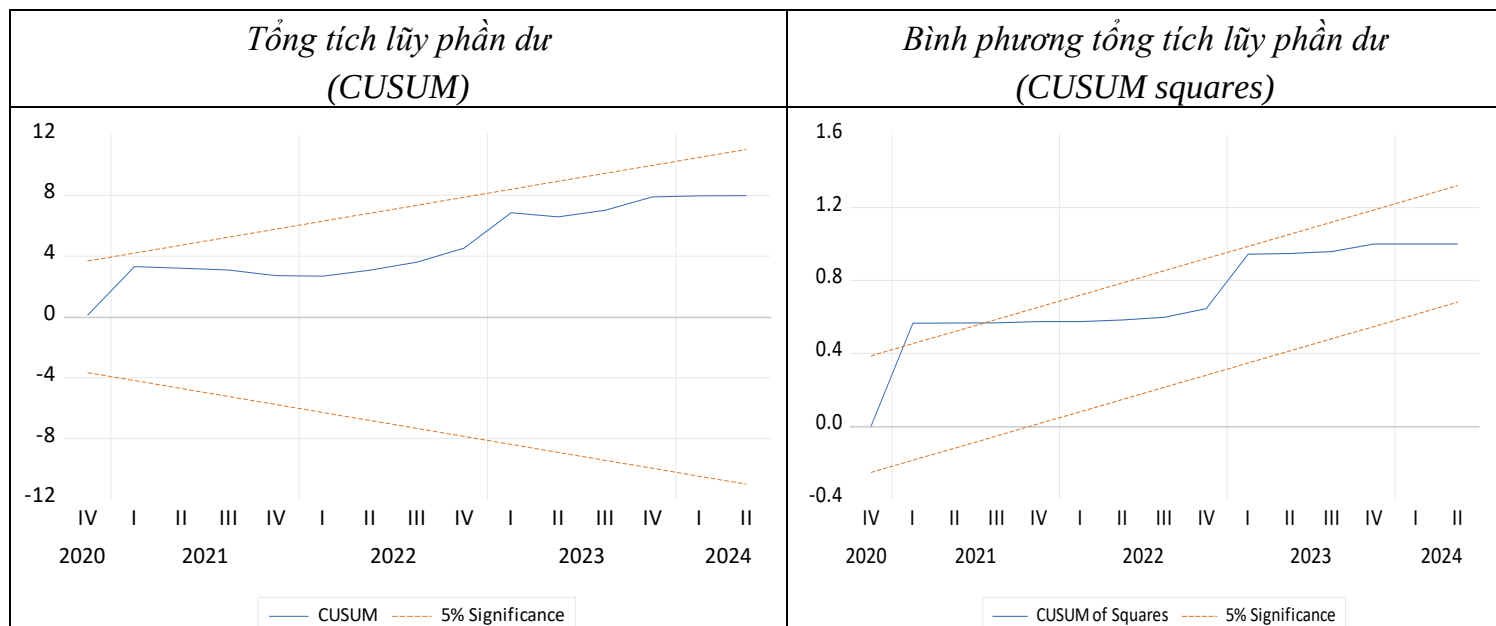
Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	0.698950	Prob. F(21,20)	0.7891
Obs*R-squared	17.77711	Prob. Chi-Square(21)	0.6631
Scaled explained SS	6.745811	Prob. Chi-Square(21)	0.9986

- Kết quả kiểm định phân phối chuẩn:



- Kết quả kiểm tra tính ổn định:



- Kết quả kiểm định Ramsey RESET:

	Value	df	Probability
t-statistic	1.501953	19	0.1495
F-statistic	2.255863	(1, 19)	0.1495
Likelihood ratio	4.712140	1	0.0300

PHỤ LỤC 6A: TỔNG HỢP CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU TRƯỚC

Các nghiên cứu sử dụng mô hình ARDL và NARDL

Tác giả	Nội dung	Biến	Dữ liệu	Phương pháp	Kết quả
(Tursoy & Faisal, 2016)	mối quan hệ động giữa giá cổ phiếu và GDP.	Tổng sản phẩm quốc nội thực tế; Giá cổ phiếu (chỉ số TTCK).	Thổ Nhĩ Kỳ, quý 2/1989 - quý 2/2014.	Mô hình ARDL và ECM.	Có mối quan hệ đồng liên kết dài hạn giữa giá cổ phiếu và GDP. Tồn tại quan hệ nhân quả hai chiều trong dài hạn, và quan hệ nhân quả một chiều từ GDP đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn.
(Ghatak & Siddiki, 2001)	Ước tính tỷ giá hối đoái ảo khi có kiểm soát ngoại hối.	Tỷ giá hối đoái thực thị trường tự do; Tỷ giá hối đoái thực chính thức; Dự trữ ngoại hối chính thức; Tỷ lệ lãi suất nước ngoài so với trong nước.	Ấn Độ, 1967 - 1996.	Mô hình ARDL	Tỷ giá hối đoái ảo cao hơn tỷ giá chính thức khoảng 10% trong ngắn hạn và 16% trong dài hạn. Có mối quan hệ ổn định dài hạn giữa tỷ giá thị trường đen và các biến chính sách tài chính.
(Greenwood-Nimmo và cộng sự, 2010)	Sự tách rời của CSTT khỏi lãi suất dài hạn trong thời kỳ 'Đại ổn định'.	Lãi suất chính sách (tín phiếu kho bạc 3 tháng); Lãi suất dài hạn (lãi suất thế chấp, trái phiếu chính phủ 10 năm, trái phiếu doanh nghiệp).	Hoa Kỳ (1965-2009) và Đức (1996-2009).	Mô hình ARDL; bất đối xứng (NARDL).	Hiệu ứng truyền dẫn lãi suất trở nên yếu đi đáng kể trong thời kỳ 'Đại ổn định'. Tồn tại sự bất đối xứng: tăng lãi suất tác động nhanh trong ngắn hạn, nhưng giảm lãi suất có tác động lớn hơn trong dài hạn.
(Qamruzzaman & Wei, 2018)	Quan hệ giữa đổi mới tài chính, phát triển TTCK và TTKT.	Tăng trưởng GDP bình quân đầu người; Đổi mới tài chính; Phát triển TTCK (Vốn hóa thị trường, Giá trị giao dịch, Tỷ lệ quay vòng).	Bangladesh, 1980 - 2016.	Kiểm định biên ARDL và kiểm định nhân quả Granger.	Xác nhận sự tồn tại của mối quan hệ đồng liên kết dài hạn giữa các biến. Đổi mới tài chính và phát triển TTCK tác động tích cực đến TTKT với quan hệ nhân quả hai chiều.
(Pesaran và cộng sự, 2001)	Kiểm định mối quan hệ mức thông qua phương pháp kiểm định biên (bounds testing).	Tiêu dùng; Thu nhập; Tài sản; Tỷ lệ thất nghiệp; Năng suất lao động; Mật độ công đoàn; Chênh lệch thuế và giá nhập khẩu.	Vương quốc Anh, 1972Q1 - 1997Q4	Mô hình ARDL và phương pháp kiểm định biên.	Phát hiện sự tồn tại của mối quan hệ mức giữa các biến trong phương trình tiền lương của Vương quốc Anh ngay cả khi các biến tích hợp ở các bậc khác nhau.
(Shin và cộng sự, 2014)	Phát triển mô hình NARDL để phân tích sự đồng liên kết phi đối xứng và số nhân động.	Tỷ lệ thất nghiệp; Sản lượng đầu ra.	Mỹ, Canada, Nhật Bản (1982-2003)	Mô hình ARDL phi tuyến dựa trên phân tách tổng phân thập phân dương và âm.	Tìm thấy bằng chứng mạnh mẽ về sự đối xứng trong dài hạn giữa thất nghiệp và sản lượng; thất nghiệp nhạy cảm với suy thoái hơn là bùng nổ kinh tế.
(Huong & Trung, 2020)	Tác động của giá vàng trong nước và lãi suất đến chỉ số TTCK (VNI).	Chỉ số chứng khoán Việt Nam; Giá vàng nội địa; Lãi suất.	Việt Nam, 01/2009 - 12/2018	Mô hình ARDL.	Tồn tại mối tương quan chặt chẽ trong dài hạn. Chỉ số chứng khoán bị ảnh hưởng tiêu cực bởi

Tác giả	Nội dung	Biến	Dữ liệu	Phương pháp	Kết quả
					biến động thị trường tín dụng trong ngắn hạn.
(Isakova, 2008)	Hiệu quả CSTT và CCTD tại các nền kinh tế Trung Á.	Thu nhập thực tế; Chỉ số giá; Lãi suất chính sách; Cung tiền; Tỷ giá hối đoái danh nghĩa.	Kazakhstan, Kyrgyzstan, Tajikistan (1995-2006)	VAR và ARDL.	Truyền dẫn tỷ giá là kênh mạnh nhất; kênh lãi suất còn yếu và không hiệu quả trong việc tác động đến sản lượng và giá cả do đô la hóa cao.
(Alenoghena và cộng sự, 2020)	mối quan hệ phi tuyến giữa phát triển tài chính và TTKT tại Nigeria.	Tăng trưởng GDP; Cung tiền; Tín dụng cho khu vực tư nhân.	Nigeria, 1980 - 2018	Mô hình NARDL và hồi quy ngưỡng.	mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng là đồng liên kết và có dạng hình chữ U. Ngưỡng chuyển đổi của tiền rộng là 17.73% GDP.
(Azimi, 2022)	Đánh giá tác động phi đối xứng của thị trường vốn và thị trường tiền tệ đến TTKT Trung Quốc.	Tăng trưởng GDP bình quân đầu người; Vốn hóa thị trường; Lãi suất thị trường tiền tệ; Tổng thanh khoản; Lãi suất thực.	Trung Quốc, 2003Q1 - 2019Q1	Mô hình NARDL và phương pháp số nhân động.	Cú sốc từ thị trường vốn (vốn hóa, vòng quay chứng khoán) thúc đẩy tăng trưởng trong cả ngắn và dài hạn; thanh khoản cao có tác động tiêu cực trong dài hạn.
Delatt(A.-L. Delatte & A. López-Villavicencio, 2010)	Phản ứng phi đối xứng của giá cả đối với biến động tỷ giá tại các nước G7.	Chỉ số giá tiêu dùng; Tỷ giá hối đoái danh nghĩa hiệu dụng; Chi phí nhân công đơn vị.	Nhóm G7 (Mỹ, Đức, Nhật, Pháp, Anh, Ý, Canada), 1970 - 2009	Mô hình NARDL.	Giá cả phản ứng khác nhau giữa việc tăng giá và giảm giá nội tệ trong dài hạn. Tại Mỹ và Đức, truyền dẫn tỷ giá khi nội tệ tăng giá thấp hơn khi mất giá.
(Pan & Mishra, 2018)	Phát triển TTCK và TTKT tại Trung Quốc.	Chỉ số sản xuất công nghiệp (đại diện GDP); Vốn hóa thị trường cổ phiếu A tại Thượng Hải/Thâm Quyển.	Trung Quốc, 01/1991 - 11/2015	Mô hình ARDL và kiểm định nhân quả Toda-Yamamoto trong bối cảnh có gãy khúc cấu trúc.	Thị trường cổ phiếu A Thượng Hải có mối liên hệ tiêu cực nhẹ trong dài hạn với khu vực thực, cho thấy sự tồn tại của bong bóng tài chính.
(Van Treeck, 2008)	Hiệu ứng thu nhập và tài sản phi đối xứng trong mô hình hiệu chỉnh sai số phi tuyến về chi tiêu tiêu dùng Mỹ.	Tiêu dùng; Thu nhập; Tài sản (bao gồm tài sản chứng khoán S và phi chứng khoán NS).	Mỹ, 1953 - 2007	NARDL.	Tìm thấy bằng chứng về sự ác cảm mất mát trong dài hạn và hạn chế thanh khoản trong ngắn hạn. Giảm tài sản ảnh hưởng mạnh hơn trong ngắn hạn.
(Nguyen và cộng sự, 2016)	Đánh giá tác động của CSTT và cú sốc thông tin đến Chỉ số Chứng khoán Việt Nam.	VNI: Chỉ số VNINDEX; IR: Lãi suất cho vay; EX: Tỷ giá hối đoái USD; M2: Cung tiền; RE: Tỷ lệ dự trữ bắt buộc.	Việt Nam; Giai đoạn 2006-2015.	Mô hình ARDL (Tự hồi quy phân phối trễ) và mô hình GJR-GARCH.	Lãi suất, tỷ giá và tỷ lệ dự trữ bắt buộc có tác động tiêu cực đến GCK trong dài hạn. Cú sốc thông tin tốt có tác động mạnh hơn cú sốc thông tin xấu đến sự biến động của thị trường.
(Nguyen & Bui, 2019)	Nghiên cứu mối quan hệ giữa TTCK (SM) và	Chỉ số TTCK; Độ sâu thị trường; Mức độ tập trung thị trường; Hiệu	Việt Nam; Dữ liệu quý từ Q3/2004	Mô hình ARDL.	Khả năng tiếp cận thị trường và hiệu quả TTCK thúc đẩy sự phát

Tác giả	Nội dung	Biến	Dữ liệu	Phương pháp	Kết quả
	TTBĐS (REM) tại Việt Nam.	quả thị trường; Giá trị giao dịch ròng của nhà đầu tư nước ngoài; Tăng trưởng kinh doanh BĐS.	đến Q4/2018.		triển của TTBĐS trong cả ngắn và dài hạn. Chưa tìm thấy tác động ngược lại từ BĐS đến chứng khoán.
(Phong & Vân, 2015)	Kiểm chứng tác động của các nhân tố vĩ mô đến chỉ số chứng khoán VN-Index.	Logarit chỉ số VN-Index; Cung tiền M2; Tỷ giá; Lạm phát; Lãi suất tiền gửi; Lãi suất cho vay; Lãi suất trái phiếu chính phủ.	Việt Nam; Dữ liệu tháng từ 01/2001 đến 12/2013.	Mô hình ARDL và mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM).	Trong cả ngắn và dài hạn, cung tiền có tác động cùng chiều, trong khi tỷ giá, lạm phát, lãi suất trái phiếu chính phủ và lãi suất cho vay có tác động ngược chiều lên chỉ số VN-Index.

PHỤ LỤC 6B: TỔNG HỢP CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU TRƯỚC

Có liên quan TDCSTT qua kênh giá tài sản

Tác giả	Nội dung	Biến	Dữ liệu	Phương pháp	Kết quả
(Phuong và cộng sự, 2015)	Tác động của CSTT đến TTCK Việt Nam theo lý thuyết kênh truyền dẫn giá tài sản.	Chỉ số VN-Index, lãi suất tái chiết khấu (IR), cung tiền M2, lạm phát (CPI), sản lượng công nghiệp (IP), lãi suất FFR (Mỹ).	Việt Nam, 01/2005 - 12/2014.	Mô hình Vector tự hồi quy cấu trúc (SVAR), hàm phản ứng xung, phân rã phương sai.	TTCK chịu ảnh hưởng lớn từ cú sốc CSTT. Cú sốc thắt chặt (tăng lãi suất) làm TTCK suy giảm, trong khi cú sốc mở rộng (tăng M2) thúc đẩy thị trường tăng trưởng. Cú sốc tăng GCK có tác động tích cực đến sản lượng (IP) thông qua hệ số Tobin's Q và hiệu ứng của cải.
(Iacoviello & Neri, 2010)	Định lượng đóng góp của thị trường nhà ở đối với biến động kinh tế vĩ mô thông qua các tác động lan tỏa.	Giá nhà thực tế, đầu tư nhà ở, tiêu dùng, lãi suất danh nghĩa, đầu tư kinh doanh, công nghệ.	Hoa Kỳ, 1965Q1 - 2006QIV.	Mô hình Cân bằng Tổng thể Ngẫu nhiên Động (DSGE) hai khu vực, phương pháp Bayesian.	Đầu tư nhà ở và giá nhà rất nhạy cảm với các cú sốc CSTT. Hiệu ứng tài sản từ nhà ở đến tiêu dùng là dương và có ý nghĩa. Các ràng buộc TSTC đóng vai trò khuếch đại sự truyền dẫn; biến động giá nhà ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng vay vốn và chi tiêu của hộ gia đình.
(Bjørnland & Leitemo, 2009)	Xác định sự phụ thuộc lẫn nhau giữa CSTT của Mỹ và TTCK.	Lạm phát (CPI), Sản lượng công nghiệp, Lãi suất quỹ liên bang (Federal funds rate), Giá hàng hóa, Chỉ số chứng khoán S&P 500.	Hoa Kỳ, 1983M1 - 2002M12.	Mô hình Vector tự hồi quy cấu trúc (SVAR) kết hợp các ràng buộc ngắn hạn và dài hạn.	Tồn tại sự phụ thuộc lẫn nhau lớn giữa lãi suất và giá cổ phiếu. Cú sốc thắt chặt tiền tệ làm giá cổ phiếu giảm ngay lập tức (giảm 1,5% khi lãi suất tăng 10 điểm cơ bản). Ngược lại, cú sốc giá cổ phiếu cũng dẫn đến điều chỉnh lãi suất. Cú sốc giá tài sản là yếu tố quan trọng giải thích sự biến động của lạm phát và sản lượng.
(Assenmacher-Wesche & Gerlach, 2008)	Nghiên cứu mối quan hệ giữa lạm phát, hoạt động kinh tế, tín dụng, CSTT, giá BĐS và giá cổ phiếu.	Chỉ số giá tiêu dùng (p), GDP thực (y), tín dụng (cr), lãi suất 3 tháng (i), giá BĐS (pp), giá cổ phiếu (ep).	17 quốc gia OECD, 1986 - 2006.	Panel VAR (Vector tự hồi quy bảng) ước lượng theo phương pháp trung bình nhóm (mean-group estimator).	Cú sốc giá tài sản tác động tích cực đến GDP và tín dụng sau 3-4 quý. Cú sốc CSTT làm giảm giá BĐS và giá cổ phiếu; giá cổ phiếu phản ứng ngay lập tức và mạnh hơn, trong khi giá BĐS giảm dần và đạt đáy sau khoảng 10 quý.
(Peersman & Smets, 2001)	Xem xét các cú sốc CSTT có tác động bất đối xứng đến tăng trưởng sản lượng tại khu vực đồng Euro.	Sản lượng công nghiệp, lãi suất ngắn hạn, lạm phát (CPI), tỷ giá hối đoái thực, giá hàng hóa.	7 quốc gia khu vực Euro, 1978 - 1998.	Mô hình Markov Switching đa biến (MSM) và Vector tự hồi quy (VAR).	Cú sốc lãi suất có tác động lớn hơn đến sản lượng trong thời kỳ suy thoái so với bùng nổ. Cơ chế này được giải thích qua lý thuyết "máy gia tốc tài chính", trong đó giá trị tài sản ròng và TSTC của doanh nghiệp nhạy cảm hơn với lãi suất khi kinh tế yếu kém.
(Goodhart & Hofmann, 2008)	Đánh giá mối liên kết giữa tiền tệ, tín dụng, giá nhà và hoạt động kinh tế.	GDP thực, CPI, lãi suất ngắn hạn, giá nhà định danh, tiền rộng (M3), tín dụng tư nhân.	17 quốc gia công nghiệp hóa, 1970 - 2006.	Fixed-effects Panel VAR (Vector tự hồi quy bảng tác động cố định).	Tăng trưởng tiền tệ và tín dụng tác động mạnh đến giá nhà và ngược lại thông qua hiệu ứng tài sản đảm bảo. Tác động của các cú sốc tiền tệ và tín dụng đối với GDP và lạm phát thường mạnh hơn trong các giai đoạn giá nhà đang bùng nổ.

Tác giả	Nội dung	Biến	Dữ liệu	Phương pháp	Kết quả
(Rigobon & Sack, 2004)	Tác động của CSTT đến giá tài sản (chứng khoán và lợi suất trái phiếu).	Lãi suất ngắn hạn, Chỉ số chứng khoán (S&P 500, Nasdaq, DJIA, Wilshire 5000), Lợi suất trái phiếu kho bạc.	Hoa Kỳ, 03/1/1994 - 26/11/2001.	Phương pháp nhận diện qua phương sai thay đổi (Identification through heteroskedasticity).	Gia tăng lãi suất ngắn hạn có tác động tiêu cực rõ rệt đến giá cổ phiếu (lãi suất tăng 25 điểm cơ bản khiến S&P 500 giảm 1,9%). CSTT cũng làm dịch chuyển đường cong lợi suất, tác động mạnh nhất ở kỳ hạn ngắn và trung hạn.
(Checo và cộng sự, 2024)	Đánh giá hiệu quả TDCSTT tại các thị trường mới nổi qua các cú sốc dự báo.	Lãi suất chính sách, lợi suất trái phiếu chính phủ, tỷ giá hối đoái, giá cổ phiếu, sản lượng công nghiệp, lạm phát, dữ liệu doanh nghiệp.	18 thị trường mới nổi, đầu những năm 2000 - 2022.	Local Projections và phương pháp biến công cụ.	Thắt chặt tiền tệ làm tăng lợi suất trái phiếu, giảm giá cổ phiếu và tăng giá nội tệ. Tác động truyền dẫn mạnh hơn đối với doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính cao, cho thấy giá trị tài sản đảm bảo đóng vai trò quan trọng trong truyền dẫn tại các thị trường mới nổi.
(Juhro và cộng sự, 2021)	Sự phụ thuộc lẫn nhau giữa CSTT và giá tài sản tại các quốc gia ASEAN-5.	Sản lượng công nghiệp, CPI, Chỉ số giá cổ phiếu thực tế, Lãi suất chính sách, Tỷ giá hối đoái.	ASEAN-5, 01/2000 - 04/2020.	Mô hình Vector tự hồi quy cấu trúc (SVAR) dạng quốc gia và bảng.	Giá cổ phiếu thực tế giảm khi lãi suất tăng do thắt chặt tiền tệ. Ngược lại, lãi suất tăng để đáp lại sự gia tăng giá cổ phiếu thực tế. Kết quả khẳng định mối quan hệ hai chiều giữa CSTT và GCK trong khu vực ASEAN-5.
(Tchereni và cộng sự, 2022)	Điều tra khả năng phản ứng của giá cổ phiếu với thay đổi lãi suất và tác động của giá cổ phiếu đến GDP.	Lãi suất (INTR), chỉ số chứng khoán Malawi (MASI), GDP thực trên đầu người.	Malawi, 01/2001 - 12/2019.	Mô hình Vector hiệu chỉnh sai số (VECM), kiểm định nhân quả Granger.	Sự thay đổi lãi suất gây ra thay đổi đáng kể trong giá cổ phiếu, sau đó giá cổ phiếu gây ra thay đổi trong GDP. Nghiên cứu xác nhận sự tồn tại của kênh giá tài sản hoạt động qua giá cổ phiếu tại Malawi.
(Thái & Lam, 2016)	mối quan hệ giữa chính sách tín dụng và TTBDs Việt Nam.	Tín dụng BDS thực (hc), GDP thực (y), giá BDS thực (hp), lãi suất cho vay thực (r), lạm phát (inf).	Việt Nam, 2009 - 2015.	Mô hình Panel VAR, hàm phản ứng xung, phân rã phương sai.	Tồn tại mối quan hệ đa chiều: gia tăng cung tín dụng dẫn đến tăng giá BDS; ngược lại giá BDS tăng cũng thúc đẩy tín dụng. Kết quả cho thấy mức độ truyền dẫn đáng kể từ chính sách tín dụng đến TTBDs thực.
(Forlati & Lambertini, 2011)	Phân tích rủi ro thể chấp, nợ đọng BDS và sự truyền dẫn đến nền kinh tế thực.	Đầu tư nhà ở, tiêu dùng, lãi suất thể chấp, giá nhà thực, tỷ lệ nợ đọng, đòn bẩy.	Hoa Kỳ, 1980Q1 - 2006Q4.	Mô hình DSGE kết hợp thực nghiệm VAR.	Cú sốc tăng rủi ro BDS dẫn đến tăng lãi suất thể chấp và thắt chặt tín dụng. Giá nhà giảm làm suy yếu vị thế tài chính người vay (kênh tài sản đảm bảo), buộc giảm tiêu dùng và đầu tư, gây suy thoái kinh tế.
(Zhang & Pan, 2021)	Nghiên cứu tác động bất đối xứng của CSTT đối với TTBDs Trung Quốc.	Chỉ số môi trường BDS (x), tăng trưởng GDP thực (y), tăng trưởng cung tiền M2 (z).	Trung Quốc, 01/1996 - 03/2015.	Mô hình Vector tự hồi quy chuyển mượt nhập (STVAR).	Cung tiền có tác động tích cực đến TTBDs. Tác động này mang tính bất đối xứng, mạnh hơn và kéo dài hơn trong giai đoạn kinh tế tăng trưởng thấp so với giai đoạn tăng trưởng trung bình.
(Gerlach & Peng, 2005)	mối quan hệ giữa giá BDS nhà ở và tín dụng ngân hàng tại Hồng Kông.	Chỉ số giá BDS, dư nợ cho vay, GDP thực, lãi suất thực, thất nghiệp.	Hồng Kông, 1982 - 2001.	Mô hình SVAR, kiểm định Johansen, mô hình ECM.	Hướng tác động chủ yếu là từ giá BDS đến tín dụng ngân hàng chứ không phải ngược lại. Tín dụng ngân hàng điều chỉnh theo thay đổi giá tài sản. Các quy định thận trọng giúp giảm sự nhạy cảm của tín dụng với giá tài sản.

Tác giả	Nội dung	Biến	Dữ liệu	Phương pháp	Kết quả
(Igan và cộng sự, 2011)	Đặc điểm và sự cùng biến động của chu kỳ giá nhà, tín dụng và hoạt động thực tế.	Giá nhà, đầu tư dân cư, tín dụng ngân hàng, lãi suất, GDP thực tế.	18 quốc gia tiên tiến, 1981:Q1 - 2006:Q4.	Mô hình nhân tố động tổng quát (GDFM) và kỹ thuật phổ.	Chu kỳ giá nhà dẫn dắt tín dụng và hoạt động thực tế trong dài hạn. Lãi suất có xu hướng đi sau các chu kỳ tài sản. Truyền dẫn qua kênh giá tài sản có sự khác biệt giữa các quốc gia do cấu trúc thị trường tài chính khác nhau.
(Nyakerario & Morekwa, 2012)	Điều tra hiệu quả của kênh giá tài sản trong TDCSTT tại Kenya.	Chỉ số chứng khoán (NSE), biến động chứng khoán, GDP thực, CPI, cung tiền (M3), lãi suất.	Kenya, 1996Q1 - 2009Q2.	Mô hình Vector tự hồi quy (VAR), hàm phản ứng xung.	Bảng chứng về kênh giá tài sản là hỗn hợp. Cú sốc tăng lãi suất có tác động tiêu cực đến chứng khoán trong 3 quý đầu (phù hợp với Tobin's q và hiệu ứng tài sản). Biến động chứng khoán gây bất ổn cho chu kỳ kinh doanh.
(Sửu & Hào, 2017)	TDCSTT thông qua kênh giá tài sản đến các yếu tố vĩ mô tại Việt Nam.	VN-Index, cung tiền M2, lãi suất, tỷ giá, lạm phát, tăng trưởng công nghiệp (IPG), giá vàng, giá dầu.	Việt Nam, 2000Q3 - 2014Q2.	Mô hình tự hồi quy vector cấu trúc (SVAR).	Chỉ số VN-Index phản ứng mạnh với cung tiền M2 và lạm phát nhưng phản ứng rất yếu trước sự thay đổi của lãi suất. Đối với tăng trưởng công nghiệp, GCK có phản ứng nhưng không đáng kể trong dài hạn.
(Cảnh, 2014)	Đo lường sự truyền dẫn của CSTT qua giá cả cổ phiếu trong chỉ số VN-Index và HNX-Index.	Cung tiền M2, lãi suất, VN-Index, HNX-Index, tỷ giá, sản xuất công nghiệp.	Việt Nam, 2000 - 2013.	Mô hình tự hồi quy cấu trúc (SVAR).	CSTT truyền dẫn mạnh qua TTCK thông qua công cụ cung tiền (M2), trong khi công cụ lãi suất không thể hiện tác động lớn đến các chỉ số chứng khoán.
(Toàn & Trang, 2018)	Kiểm định tác động của các yếu tố tài chính đến thị trường nhà ở tại TP. Hồ Chí Minh.	Chỉ số giá nhà ở (HP), GDP, CPI, cung tiền (M2), lãi suất cho vay (LR), chỉ số chứng khoán (VNI).	TP. Hồ Chí Minh, 2009Q1 - 2017Q2.	Mô hình tự hồi quy vector (VAR).	Thị trường nhà ở bị tác động bởi M2, lãi suất và chứng khoán. Cung tiền và TTKT ở độ trễ nhất định có tác động ngược chiều đến giá nhà. Lãi suất cho vay tác động cùng chiều ở độ trễ ngắn nhưng chuyển sang ngược chiều ở độ trễ dài hơn.
(Tiên và cộng sự, 2019)	Truyền dẫn của CSTT đến TTKT Việt Nam qua các kênh.	GDP, CPI, lãi suất tái cấp vốn, lãi suất cho vay, cung tiền M2, tỷ giá, chứng khoán (VNI).	Việt Nam, 2000Q1 - 2016Q4.	Mô hình tự hồi quy cấu trúc (SVAR).	TTKT phản ứng nhanh và tích cực trước thay đổi của GCK. Tuy nhiên, hiệu quả truyền dẫn qua kênh này còn hạn chế do TTCK Việt Nam chưa thực sự phản ánh hết sức khỏe nền kinh tế.
(T. N. Nguyen và cộng sự, 2016)	Tác động của CSTT đến các TTTS (chứng khoán, vàng, BĐS) tại Việt Nam.	Lãi suất điều hành, cung tiền M2, VN-Index, giá vàng, tín dụng BĐS.	Việt Nam, 2006 - 2015.	Phân tích định tính và tham chiếu thực nghiệm SVAR.	mối quan hệ giữa tăng trưởng M2, tín dụng BĐS và giá BĐS là thuận chiều. Với chứng khoán, cung tiền có tác động rõ rệt hơn lãi suất chính sách. CSTT không phải là yếu tố duy nhất quyết định biến động tài sản.
	Phân tích mối quan hệ động giữa giá cổ phiếu và GDP tại Thổ Nhĩ Kỳ.	GDP thực tế, Giá cổ phiếu (SP).	Thổ Nhĩ Kỳ, 1989Q2 - 2014Q2.	Mô hình ARDL, mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM), kiểm tra nhân quả Granger.	Tồn tại sự đồng liên kết dài hạn và nhân quả hai chiều giữa giá cổ phiếu và TTKT. giá tài sản (cổ phiếu) đóng vai trò là chỉ báo quan trọng cho hoạt động kinh tế thực.
(Tursoy & Faisal, 2016)	Đánh giá các kênh TDCSTT tại	GDP thực, CPI, cung tiền M2, lãi suất ngắn hạn, tỷ	Việt Nam,	Mô hình Vector tự hồi quy cấu trúc (SVAR).	Tác động của M2 đến sản lượng thực tế không mạnh như mong đợi do dòng vốn chảy vào các

Tác giả	Nội dung	Biến	Dữ liệu	Phương pháp	Kết quả
	Việt Nam (lãi suất, tỷ giá, tín dụng).	giá, giá dầu, lãi suất FFR.	1995 - 2010.		kênh rủi ro như chứng khoán và BĐS thay vì sản xuất. Tuy nhiên, M2 vẫn thúc đẩy tăng trưởng ngắn hạn.
(Anwar & Nguyen, 2018)	Tác động của TTCK đến thanh khoản và TTKT.	GDP bình quân đầu người, vốn hóa thị trường, tỷ lệ vòng quay, thanh khoản, thương mại.	Zimbabwe, 2013 - 2022.	Mô hình Vector tự hồi quy (VAR) và kiểm tra nhân quả Granger.	Có mối liên hệ tích cực giữa TTCK và TTKT. Tồn tại tác động một chiều từ chứng khoán đến kinh tế. TTCK đóng vai trò là kênh dẫn vốn cần thiết cho tăng trưởng ngay cả trong môi trường bất ổn.
(Chikwira & Mohammed, 2023)	Kiểm định sự tồn tại và hiệu quả của kênh tín dụng ngân hàng tại Việt Nam.	Tổng tín dụng nội địa (DC), cung tiền M2, sản xuất công nghiệp (IP), CPI, lãi suất cho vay thực (R).	Việt Nam, 1996Q1 - 2013Q2.	Mô hình Vector tự hồi quy (VAR), phân rã phương sai.	Xác nhận sự tồn tại của kênh tín dụng giúp khuếch đại hiệu lực của CSTT. Khi có kênh tín dụng, mức độ giải thích của cung tiền đối với biến động sản lượng tăng mạnh (từ 1.53% lên 11.52%).
(Phong & Dũng, 2016)	Ảnh hưởng của CSTT đối với giá tài sản tại Đức và Anh.	Chỉ số chứng khoán (FTSE 250, DAX 100), lãi suất ngắn hạn, giá trái phiếu, tỷ giá.	Đức (1988-1998), Anh (1987-2003).	Tiếp cận dựa trên phương sai sai số thay đổi, nghiên cứu sự kiện.	Tại Đức, CSTT có tác động trung tính đến chứng khoán. Tại Anh, thắt chặt tiền tệ lại dẫn đến tăng chỉ số chứng khoán (chu kỳ thuận), nhưng khi xét thành phần gây bất ngờ thì tác động trở nên trung tính.
(Corallo, 2006)	Tác động của giá vàng và lãi suất đến chỉ số TTCK (VNI) tại Việt Nam.	Chỉ số VNI, giá vàng trong nước, lãi suất.	Việt Nam, 01/2009 - 12/2018.	Mô hình Tự hồi quy phân phối trễ (ARDL).	Giá vàng và lãi suất có quan hệ nhân quả một chiều đến chỉ số chứng khoán. TTCK bị ảnh hưởng tiêu cực bởi các biến động ngắn hạn trên thị trường tín dụng.
(Huong & Trung, 2020)	Đánh giá tác động của CSTT và sốc thông tin đối với TTCK Việt Nam.	Chỉ số VN-Index, lãi suất cho vay, tỷ giá, cung tiền (M2), dự trữ bắt buộc.	Việt Nam, 2006 - 2015.	Mô hình GJR-GARCH và mô hình ARDL.	Lãi suất, tỷ giá và dự trữ bắt buộc có tác động ngược chiều đến giá cổ phiếu trong dài hạn. Trong ngắn hạn, các biến này không có ý nghĩa. Cung tiền (M2) không có ý nghĩa làm thay đổi TTCK trong nghiên cứu này.
(T. T. Nguyen và cộng sự, 2016)	Đánh giá phản ứng của TTCK đối với CSTT tại thị trường mới nổi.	Chỉ số All Share Index (ASI), cung tiền (MSP), lãi suất (INT), tỷ giá (XGR).	Nigeria, 1998 - 2018.	Hồi quy đa biến bình phương tối thiểu thông thường (OLS).	Cung tiền có tác động tích cực đáng kể đến chỉ số chứng khoán. Lãi suất và tỷ giá có tác động tiêu cực nhưng không có ý nghĩa thống kê đối với hiệu suất thị trường.
(Omodero và cộng sự, 2021)	Kiểm tra sự tồn tại của kênh lãi suất, kênh tỷ giá và kênh giá tài sản tại Việt Nam.	Sản xuất công nghiệp (IPVN), CPI, lãi suất liên ngân hàng, tỷ giá (NEER), VN-Index.	Việt Nam, 01/2003 - 12/2012.	Mô hình Vector tự hồi quy (VAR), kiểm định nhân quả Granger.	Không tìm thấy bằng chứng về sự tồn tại của kênh giá tài sản và kênh tỷ giá tại Việt Nam trong giai đoạn này. Chỉ có bằng chứng về kênh chi phí thuộc kênh lãi suất.
(Vo & Nguyen, 2017)	Tác động của CSTT đến TTCK Việt Nam theo lý thuyết kênh truyền dẫn giá tài sản.	Chỉ số VN-Index, lãi suất tái chiết khấu (IR), cung tiền M2, lạm phát (CPI), sản lượng công nghiệp (IP), lãi suất FFR (Mỹ).	Việt Nam, 01/2005 - 12/2014.	Mô hình Vector tự hồi quy cấu trúc (SVAR), hàm phản ứng xung, phân rã phương sai.	TTCK chịu ảnh hưởng lớn từ cú sốc CSTT. Cú sốc thắt chặt (tăng lãi suất) làm TTCK suy giảm, trong khi cú sốc mở rộng (tăng M2) thúc đẩy thị trường tăng trưởng. Cú sốc tăng GCK có tác động tích cực đến sản lượng (IP)

Tác giả	Nội dung	Biên	Dữ liệu	Phương pháp	Kết quả
					thông qua hệ số Tobin's Q và hiệu ứng của cải.

PHỤ LỤC 7: KỸ THUẬT TRONG CÁC MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

- Các bước phân tích được thực hiện chủ yếu trong nghiên cứu như sau:

+ Kiểm định tính dừng (Unit root test)

Việc kiểm tra tính dừng của các biến số đóng vai trò then chốt nhằm ngăn ngừa hiện tượng hồi quy giả mạo trong phân tích chuỗi thời gian, vốn là nguyên nhân dẫn đến các kết luận sai lệch về mối quan hệ giữa các đối tượng nghiên cứu. Thực tế cho thấy, phần lớn dữ liệu vĩ mô không thỏa mãn điều kiện dừng do chúng có xu hướng ngẫu nhiên, dẫn đến phương sai và hiệp phương sai biến thiên liên tục theo thời gian. Để xác định đặc tính này, nghiên cứu sử dụng kiểm định Dickey-Fuller mở rộng (ADF) được đề xuất bởi (Dickey & Fuller, 1979) như một công cụ để đánh giá tính dừng của các chuỗi dữ liệu. Kiểm định ADF dựa trên phương trình hồi quy sau:

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta_t + \gamma y_{t-1} + \delta_1 \Delta Y_{t-1} + \dots + \delta_{p-1} \Delta Y_{t-(p-1)} + \varepsilon_t$$

Với α là hằng số; β là hệ số tương quan xu hướng theo thời gian; p là độ trễ của các biến; y là chuỗi thời gian được kiểm định.”

Giả thuyết của kiểm định:

H_0 : y_t không dừng hoặc $\beta = 0$

H_1 : y_t dừng hoặc $\beta \neq 0$

Giả thuyết H_0 bị bác bỏ nếu như giá trị tuyệt đối của kiểm định thống kê ADF lớn hơn so với giá trị tạo ra.

Ngoài ra, việc phân tích các chuỗi thời gian không dừng thường đối mặt với rủi ro về tính chuẩn xác và độ tin cậy của kết quả ước lượng. Tuy nhiên, một ngoại lệ quan trọng được Engle và Granger (1987) chỉ ra rằng là khi các biến số không dừng này tồn tại một tổ hợp tuyến tính dừng, chúng được coi là có mối liên kết với nhau. Hiện tượng này, được gọi là đồng tích hợp, phản ánh sự hiện diện của một trạng thái cân bằng dài hạn giữa các yếu tố trong mô hình kinh tế lượng. Sự tồn tại của mối quan hệ đồng liên kết không chỉ giúp loại bỏ vấn đề hồi quy giả mạo mà còn khôi phục giá trị kiểm định cho các thống kê t và F . Để xác định mối liên hệ này, phương pháp kiểm định Johansen thường được ưu tiên sử dụng nhờ khả năng xử lý đa phương trình đồng tích hợp.

+ Xác định độ trễ tối ưu

Dựa trên các tiêu chí để đánh giá sự phù hợp của mô hình (sai sót của mô hình nên càng nhỏ càng tốt) hay còn được hiểu là việc có quá nhiều biến trong mô hình có thể dẫn đến dự đoán không hiệu quả. Vì lý do đó, các tiêu chí có thể được kết hợp lại để lựa chọn độ trễ tốt nhất cho mô hình. Các tiêu chí thường được áp dụng là:

- Akaike Information Criterion AIC:

$$AIC = n \cdot \ln(RSS/n) + 2 \cdot K$$

Trong đó, k là số biến được ước lượng (gồm cả hệ số tự do) và n là cỡ mẫu. AIC càng thấp thì mô hình càng phù hợp.

- Schwartz Criterion SBC:

$$-2 \cdot \ln p(x|k) \approx BIC = -2 \cdot \ln L + k \ln(n)$$

Trong đó, x là số quan sát, n là cỡ mẫu, k là số biến được ước lượng, L là giá trị lớn nhất của công thức Likelihood trong mô hình ước lượng. SBC càng thấp thì mô hình càng phù hợp.

- Hannan-Quinn information Criterion (HQC):

$$HQC = n \log\left(\frac{RSS}{n}\right) + 2k \log \log n$$

Trong đó, n là cỡ mẫu, k là số biến được ước lượng, RSS là tổng bình phương phần dư. HQC càng nhỏ thì mô hình càng phù hợp.

+ Kiểm định đồng liên kết Johansen

Để xác định sự tồn tại của các mối quan hệ đồng liên kết giữa các chuỗi thời gian tích hợp bậc một $I(1)$, kỹ thuật Johansen được thực hiện như một phương pháp tiếp cận tối ưu. So với kiểm định Engle-Granger vốn bị giới hạn trong việc tìm kiếm một mối quan hệ duy nhất, kiểm định Johansen thể hiện tính ưu việt nhờ khả năng xác định đồng thời nhiều vector đồng tích hợp trong cùng một hệ thống. Quy trình thực hiện dựa trên hai tiêu chuẩn thống kê là dựa vào trace và hình thức còn lại dựa vào Eigenvalue test, cả hai phương pháp đều có kết quả với độ tin cậy tương đồng.

+ Kiểm định sự tác động giữa các chuỗi dữ liệu.

Luận án dự kiến sẽ áp dụng các phương pháp kinh tế lượng bao gồm VAR, VECM, ARDL và NARDL nhằm kiểm tra tác động giữa các chuỗi dữ liệu. Trong đó, phân tích đồng thời các biến động ngắn hạn và mối liên kết dài hạn là ưu điểm nổi bật của ba mô hình VECM, ARDL và NARDL, với điều kiện khi các biến trong mô hình có mối quan hệ đồng tích hợp. Đặc biệt, theo khung lý thuyết của (Pesaran và cộng sự,

2001) cũng như (Tursoy & Faisal, 2016), phương pháp ARDL và NARDL tỏ ra ưu việt khi xử lý các biến số có bậc tích hợp không đồng nhất $I(0)$ hoặc $I(1)$, miễn là không tồn tại chuỗi dừng ở sai phân bậc hai $I(2)$. Ngược lại, trong trường hợp không tồn tại mối quan hệ đồng liên kết, mô hình VAR sẽ được ưu tiên sử dụng để nghiên cứu tính chất ngắn hạn giữa các biến số.

✓ Phương pháp vector tự hồi quy (VAR)

Mô hình VAR là công cụ phổ biến trong việc định lượng các tương tác tuyến tính giữa các chuỗi số liệu ở trạng thái dừng. Đặc trưng của cách tiếp cận này nằm ở chỗ mỗi biến nội sinh đều được giải thích bởi các giá trị trễ của chính nó kết hợp với giá trị trễ của tất cả các biến số khác trong mô hình. Vì vậy, phương pháp VAR trở thành một lựa chọn tối ưu để phân tích các mối liên hệ động giữa các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô theo chuỗi thời gian

Mô hình nghiên cứu theo phương pháp VAR gồm K biến được xác định là hàm tuyến tính với p độ trễ của chính các biến này, p độ trễ của $K-1$ các biến khác và có thể gồm các biến ngoại sinh bổ sung. Mô hình $VAR(p)$ có dạng như sau:

$$Y_t = A_0 + A_1 Y_{t-1} + \dots + A_p Y_{t-p} + \varepsilon_t$$

Trong đó: $Y_t = (Y_{1t}, \dots, Y_{Kt})$ là một vector ($K \times 1$) biến nội sinh, đây là các chuỗi dữ liệu dừng. A_i là ma trận ($K \times K$) của hệ số, với $i = 1, \dots, p$. A_0 và một vector ($K \times 1$) các hệ số và ε_t được giả định là nhiễu trắng.

Mô hình nghiên cứu được phân tích theo phương pháp VAR sẽ phù hợp khi phần dư (ε_t) là nhiễu trắng. Phần dư sẽ là nhiễu trắng khi thỏa mãn các điều kiện sau:

- Có giá trị kỳ vọng bằng 0: $E(u_t) = 0$.
- Có phương sai không đổi theo thời gian: $Var(u_t) = \text{const}$.
- Không có tự tương quan: $Cov(u_t, u_{t-s}) = 0$.

Nhưng, mô hình nghiên cứu được đánh giá bằng phương pháp VAR có những hạn chế khi đánh giá ảnh hưởng trong thời gian dài (Amisano và Giannini, 2012).

Để kiểm tra sự ổn định của mô hình VAR, nghiên cứu vận dụng kiểm định AR Root test. Mô hình được xem là ổn định khi và chỉ khi toàn bộ các nghiệm đều có giá trị tuyệt đối nhỏ hơn đơn vị, hay nói cách khác, các điểm biểu diễn của chúng phải nằm hoàn toàn trong phạm vi của vòng tròn đơn vị.

Dựa vào nghiên cứu của (Aleem, 2010) đã xây dựng mô hình nhằm đánh giá cơ chế TDCSTT ở Ấn độ cho tập dữ liệu bảng trong khoảng thời gian từ quý 4/1996 - quý 4/2007, ở dạng tổng quát mô hình được biểu thị như sau:

$$\sum_{i=0}^p \Phi_i Y_{t-i} = \theta X_t + e_t$$

Trong đó:

- Y_t là vector của các biến trong nước nội sinh.
- X_t là vector của các biến nước ngoài ngoại sinh.
- φ và θ là các đa thức.
- e_t là véc tơ sai số ngẫu nhiên.

Trong nghiên cứu khoa học, mô hình VAR được xem là một phương pháp luận trọng yếu nhờ khả năng ứng dụng đa mục tiêu. Đặc trưng ưu việt của mô hình này là thiết lập một khung khổ dự báo thực nghiệm dựa trên dữ liệu mà không chịu sự áp đặt khắt khe từ các giả định lý thuyết truyền thống. Bên cạnh việc đánh giá sự đóng góp của các cú sốc vào biến động phương sai của hệ thống, kỹ thuật VAR còn đóng vai trò là nền tảng để thực thi các kiểm định về mối quan hệ nhân quả Granger, từ đó làm sáng tỏ các tương tác nội sinh phức tạp giữa các biến số.

Độ trễ p trong mô hình VAR thiết lập thứ tự tối đa cho các giá trị quá khứ của bất kỳ biến nào được sử dụng để dự báo các biến hiện tại. VAR có thể có m biến ($m > 2$). Mỗi một biến trong m biến có riêng một phương trình, trong cả hệ phương trình.

Trong mô hình VAR không có ràng buộc trên, mỗi biến xuất hiện với mỗi độ trễ ở tất cả các phương trình. Với mô hình VAR(p) có m biến, sẽ có m^2 các hệ số ở mỗi độ trễ; mô hình VAR có rất nhiều hệ số. Các sai số ngẫu nhiên của VAR là véc tơ nhiễu trắng. Mọi mối quan hệ động sẽ được thể hiện qua các hệ số của VAR. Tức là, mỗi sai số ngẫu nhiên không thể được dự báo từ quá khứ của chính nó hoặc của sai số khác. Điều này làm tăng khả năng ước lượng các tham số trong hệ VAR. Độ trễ p phải được lựa chọn sao cho không có sự tự tương quan giữa các sai số ước lượng.

Tuy nhiên, để áp dụng VAR, các chuỗi dữ liệu thời gian cần phải là chuỗi dừng. Nhưng thực tế thì các chuỗi dữ liệu gốc thường không đạt yêu cầu này. Chúng ta thường chuyển sang phân tích các chuỗi dữ liệu đã được sai phân cấp 1, hoặc các chuỗi dữ liệu đã sử dụng logarit tự nhiên: $\ln(.)$ (sử dụng logarit cơ số tự nhiên giúp giảm thiểu sự biến động trong dữ liệu), hoặc sai phân của các chuỗi dữ liệu đã áp dụng logarit tự nhiên d

$\ln(.)$. Phương pháp này có hạn chế là chỉ có thể nhìn nhận mối quan hệ trong ngắn hạn, vì vậy chúng ta thường kết hợp với mô hình véc tơ điều chỉnh sai số (VECM). Phương pháp này dựa trên đặc điểm là sự kết hợp tuyến tính của các chuỗi không dừng đôi khi lại tạo ra một chuỗi dừng. Trong trường hợp này, các chuỗi thời gian ấy được gọi là đồng tích hợp. Mô hình VECM cho phép chúng ta phân tích mối quan hệ lâu dài giữa các biến số (các chuỗi thời gian).

Ngoài ra, do khung thời gian nghiên cứu kéo dài từ năm 2013 đến 2024, các kết quả phân tích không thể tách rời khỏi những tác động nặng nề do đại dịch Covid-19 gây ra trong giai đoạn 2020-2021. Nhằm ứng phó với cuộc khủng hoảng này, NHNN đã triển khai các giải pháp điều hành CSTT linh hoạt, bao gồm việc cắt giảm lãi suất điều hành, điều chỉnh tỷ lệ dự trữ bắt buộc và tái cơ cấu thời hạn trả nợ. Những nỗ lực này, cùng với chính sách miễn giảm lãi vay và giữ nguyên nhóm nợ, đã góp phần quan trọng trong việc tháo gỡ điểm nghẽn về vốn cho nền kinh tế. Do đó, dựa vào của (Loi & Dang, 2023), nghiên cứu này thiết lập một biến giả đại diện cho đại dịch Covid-19 đóng vai trò là biến kiểm soát trong mô hình.

Một hạn chế của phương pháp VAR nằm ở chỗ phương pháp này chỉ cho phép phân tích các mối quan hệ trong ngắn hạn; vì thế, mô hình VECM thường được lựa chọn để kết hợp sử dụng. Cơ sở của phương pháp này là đặc điểm kết hợp tuyến tính giữa các chuỗi thời gian không dừng có thể hình thành nên một chuỗi dừng; khi đó, các chuỗi thời gian được xem là đồng tích hợp. Nhờ vậy, các mối quan hệ dài hạn giữa các biến có thể được xem xét thông qua mô hình VECM.

✓ Phương pháp vector hiệu chỉnh sai số (VECM)

Trong quá trình thực hiện hồi quy, các chuỗi dữ liệu đưa vào mô hình phải bảo đảm tính dừng. Với những chuỗi chưa dừng, người ta tiến hành lấy sai phân để đưa chúng về trạng thái dừng. Tuy vậy, nếu mô hình hồi quy được ước lượng dựa trên các chuỗi đã sai phân, thì thông tin phản ánh mối quan hệ dài hạn giữa các biến có thể bị loại bỏ. Khi tồn tại quan hệ đồng liên kết, các biến vừa có sự điều chỉnh hướng tới cân bằng dài hạn, vừa có thể xuất hiện sai lệch khỏi trạng thái cân bằng trong ngắn hạn. Trong trường hợp này, mô hình VECM được sử dụng nhằm phân tích tác động của các biến động ngắn hạn đối với quá trình điều chỉnh về mức cân bằng dài hạn.

Trong trường hợp các chuỗi dữ liệu không có tính dừng nhưng tổ hợp tuyến tính của chúng lại có tính dừng, hiện tượng này được gọi là đồng liên kết (đồng tích hợp). Khi các chuỗi dữ liệu không dừng ở bậc $I(0)$ nhưng được xác định là dừng ở bậc $I(1)$ và tồn tại quan hệ đồng liên kết, thì phương pháp VECM có thể được áp dụng nhằm phục vụ phân tích.

Giả sử $Y_{1t}, \dots, Y_{kt} \sim I(1)$

Mô hình VAR(p) có dạng như sau:

$$Y_t = A_0 + A_1 Y_{t-1} + \dots + A_p Y_{t-p} + \varepsilon_t$$

Trong đó: $Y_t = (Y_{1t}, \dots, Y_{kt})$ là một vector ($K \times 1$) biến nội sinh, đây là các chuỗi dữ liệu dừng. A_i là ma trận ($K \times K$) của hệ số, với $i = 1, \dots, p$. A_0 và một vector ($K \times 1$) các hệ số và ε_t được giả định là nhiễu trắng.

Biến đổi phương trình trên thành dạng:

$$\Delta Y_t = A_0 + \Pi Y_{t-1} + B_1 \Delta Y_{t-1} + \dots + B_{p-1} \Delta Y_{t-(p-1)} + \varepsilon_t$$

$$\text{Với } \Pi = \alpha \times \beta$$

Khi đó:

$$\Delta Y_t = A_0 + \alpha ECM_{t-1} + B_1 \Delta Y_{t-1} + \dots + B_{p-1} \Delta Y_{t-(p-1)} + \varepsilon_t$$

Trong đó: $ECM_{t-1} (\beta Y_{t-1})$ thể hiện trạng thái mất cân bằng của kỳ trước ($t-1$) và trạng thái mất cân bằng này có tác động như thế nào đến ΔY_t ở kỳ hiện tại.

Để kiểm định tính đồng liên kết giữa các biến trong Y_t , phương pháp được sử dụng rộng rãi chính là kiểm định Johansen (Johansen test) được giới thiệu bởi Johansen (1991). Theo phương pháp Johansen (1991), giá trị kiểm định vết ma trận (Trace) và kiểm định giá trị riêng cực đại của ma trận (maximal eigenvalue) được sử dụng để đưa ra kết luận bác bỏ hay không bác bỏ giả thuyết.

✓ Phương pháp phân phối trễ tự hồi quy (ARDL)

Nghiên cứu dùng phương pháp phân tích định lượng tiếp cận mô hình phân phối trễ tự hồi quy (ARDL) của Pesaran và cộng sự (2001) để xác định mức độ truyền dẫn của CSTT qua kênh giá tài sản thông qua kênh giá cổ phiếu và kênh giá BĐS đến TTKT Việt Nam.

Để đánh giá mức độ ổn định của mô hình nghiên cứu, phương pháp ARDL đã được sử dụng để ước lượng, đồng thời các kiểm định CUSUM và CUSUM squared cũng được áp dụng. Khi thực hiện đánh giá, cả hai thống kê CUSUM và CUSUM squared đều được

xem là nằm trong giới hạn tiêu chuẩn ở mức ý nghĩa 5%, từ đó mô hình nghiên cứu được coi là ổn định. Việc kiểm định ổn định của mô hình được coi là quan trọng, đồng thời (Brown và cộng sự, 1975) cũng đã khuyến nghị thực hiện các kiểm tra thực nghiệm này.

Xét trong bối cảnh đặc thù của Việt Nam, dữ liệu chuỗi thời gian phản ánh cơ chế TDCSTT qua kênh giá tài sản đến TTKT thường có độ dài hạn chế. Bên cạnh đó, do mô hình nghiên cứu bao gồm nhiều biến, điều kiện để tất cả các chuỗi dữ liệu cùng dừng ở bậc $I(0)$ hoặc $I(1)$ thường khó được thỏa mãn. Vì vậy, trong trường hợp mô hình tồn tại quan hệ đồng liên kết, việc áp dụng phương pháp ARDL được xem là phù hợp và có độ tin cậy cao hơn so với một số phương pháp ước lượng khác. Trên cơ sở đó, phương pháp ARDL được kỳ vọng sẽ được sử dụng trong nghiên cứu này, dựa trên một số lý do cụ thể như sau:

Việc các biến trong mô hình phải cùng bậc tích hợp (cùng là chuỗi dừng $I(0)$ hoặc $I(1)$) là điều kiện bắt buộc đối với phương pháp phân tích VECM và VAR. Tuy nhiên, các nhà nghiên cứu đánh giá cao tính ứng dụng của ARDL nhờ khả năng xử lý các chuỗi số liệu không đồng nhất về bậc dừng; miễn là không có biến nào dừng ở sai phân bậc hai $I(2)$, ARDL vẫn có thể được áp dụng cho các biến không dừng ở cùng một bậc (dừng ở $I(0)$ và $I(1)$) (Pesaran và cộng sự, 2001; Tursoy & Faisal, 2016).

Xét trong điều kiện đặc thù của Việt Nam, dữ liệu chuỗi thời gian phản ánh cơ chế TDCSTT qua kênh giá tài sản đến TTKT thường có độ dài hạn chế. Vì vậy, trong trường hợp mô hình được xác định là tồn tại quan hệ đồng liên kết, phương pháp ARDL sẽ được lựa chọn để phân tích nhằm nâng cao mức độ tin cậy của kết quả ước lượng so với các phương pháp khác. Theo (Pesaran và cộng sự, 2001) cùng (Pahlavani và cộng sự, 2005), phương pháp ARDL được đánh giá là đặc biệt phù hợp đối với các nghiên cứu sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian có quy mô mẫu nhỏ, kể cả trong những trường hợp số quan sát chỉ vào khoảng 30-40.

Trong điều kiện số quan sát hạn chế, (Ghatak & Siddiki, 2001) cho rằng ARDL là một lựa chọn tối ưu để kiểm định quan hệ đồng liên kết khi đối mặt với tình trạng cỡ mẫu nhỏ. Nguyên nhân là bởi các kỹ thuật kiểm định thông thường như Johansen thường đòi hỏi dữ liệu mẫu phải đủ lớn mới có thể đảm bảo được tính chính xác và tin cậy cho các kết quả nghiên cứu.

✓ Phương pháp phân phối trễ tự hồi quy phi tuyến (NARDL)

Về bản chất, NARDL được xem là dạng mở rộng phi tuyến của mô hình ARDL, được xây dựng và ước lượng dựa trên cùng nền tảng lý thuyết, do đó không quá phức tạp, đồng thời thể hiện tính linh hoạt cao, đặc biệt phù hợp trong phân tích các mối quan hệ bất cân xứng và đánh giá quan hệ dài hạn thông qua việc thực hiện kiểm định biên (Bounds test). Theo Pesaran và cộng sự (2001), Bounds test được đánh giá là phương pháp kiểm định ưu việt khi vẫn cho phép rút ra kết luận về mối quan hệ dài hạn, ngay cả trong trường hợp các biến có bậc tích hợp không đồng nhất, tức là kết hợp giữa $I(0)$ và $I(1)$, khác với các mô hình truyền thống như VAR, vốn yêu cầu các biến phải dừng ở bậc $I(0)$. Trong thực nghiệm, mô hình NARDL được triển khai theo các bước cơ bản sau: (i) ước lượng quan hệ đồng tích hợp dài hạn bất đối xứng nhằm xác định thành phần sai số động; (ii) tiến hành kiểm định Bounds test để xác nhận sự tồn tại của mối quan hệ dài hạn giữa các biến; và (iii) xây dựng đồ thị số nhân động bất đối xứng nhằm phản ánh tác động của các cú sốc tăng và giảm từ biến độc lập đối với biến phụ thuộc. Kết quả ước lượng từ mô hình NARDL cho phép xác định liệu các biến độc lập có tạo ra tác động bất đối xứng đối với biến phụ thuộc hay không.

Theo Shin và cộng sự (2014), cơ sở lý thuyết mô hình NARDL được trình bày vắn tắt như sau:

$$y_t = \alpha^+ x_t^+ + \alpha^- x_t^- + \mu_t$$

Trong đó:

- x_t là một ma trận vector ($k \times 1$) của các biến giải thích
- α^+ và α^- là hệ số ước lượng
- y_t là biến phụ thuộc
- μ_t là thành phần nhiễu trắng

x_t được xác định là:

$$x_t^t = x_0 + x_t^+ + x_t^-$$

Trong đó x_t^+ và x_t^- là các thành phần tác động tăng, giảm của x , được xác định:

$$x_t^+ = \sum_{i=1}^t \Delta x_i^+ = \sum_{i=1}^t \max\{\Delta x_i, 0\} \text{ và } x_t^- = \sum_{i=1}^t \Delta x_i^- = \sum_{i=1}^t \min\{\Delta x_i, 0\}$$

với Δx_i là ký hiệu sai phân của biến x .

Shin và cộng sự (2014) đã đưa ra mô hình ARDL phi tuyến bậc (p, q) như sau:

$$y_t = \sum_{j=1}^p \phi_j y_{t-j} + \sum_{j=0}^q (\theta_j^+ x_{t-j}^+ + \theta_j^- x_{t-j}^-) + \mu_t$$

Trong đó:

- x_t là một vector hồi quy đa biến ($k \times 1$)
- $x_t = x_0 + x_t^+ + x_t^-$
- Φ_j là tham số tự hồi quy
- θ_j^+ và θ_j^- là các tham số phân phối trễ bất đối xứng
- μ_t là quá trình nhiễu trắng với trung bình bằng 0 và phương sai không đổi

Phương trình (6) được viết dưới dạng hiệu chỉnh sai số phi tuyến (EC form) là:

$$\Delta y_t = \rho y_{t-1} + \theta^{+'} x_{t-1}^+ + \theta^{-'} x_{t-1}^- + \sum_{j=1}^{p-1} \gamma_j \Delta y_{t-j} + \sum_{j=0}^{q-1} (\varphi_j^{+'} \Delta x_{t-j}^+ + \varphi_j^{-'} \Delta x_{t-j}^-) +$$

μ_t

hay

$$\Delta y_t = \rho \xi_{t-1} + \sum_{j=1}^{p-1} \gamma_j \Delta y_{t-j} + \sum_{j=0}^{q-1} (\varphi_j^{+'} \Delta x_{t-j}^+ + \varphi_j^{-'} \Delta x_{t-j}^-) + \mu_t \quad (*)$$

Trong đó:

- $\rho = \sum_{j=1}^p \Phi_j - 1$
- $\gamma_j = - \sum_{i=j+1}^p \Phi_i$ với $j = 1, \dots, p-1$
- $\theta^+ = \sum_{j=0}^p \theta_j^+$, $\theta^- = \sum_{j=0}^p \theta_j^-$, $\varphi_0^+ = \theta^+$, $\varphi_j^+ = - \sum_{i=j+1}^q \theta_i^+$ với $j = 1, \dots, q-1$
- $\varphi_j^+ = \theta^-$, $\varphi_j^- = - \sum_{i=j+1}^q \theta_i^-$ với $j = 1, \dots, q-1$
- $\xi_t = y_t - \beta^{+'} x_t^+ - \beta^{-'} x_t^-$ là thành phần hiệu chỉnh sai số phi tuyến trong đó
- $\beta^+ = - \frac{\theta^+}{\rho}$ và $\beta^- = - \frac{\theta^-}{\rho}$ là tham số dài hạn phi tuyến.

Nếu phương trình (*) có tương quan của các biến độc lập và phần dư khác không, thì theo Shin và cộng sự (2014), Δx_t được viết dưới dạng rút gọn như sau:

$$\Delta x_t = \sum_{j=1}^{q-1} \Delta_j \Delta x_{t-j} + v_t$$

Trong đó $v_t \sim iid(0, \Sigma_v)$, với Σ_v là ma trận hiệp phương sai xác định dương ($k \times k$).

Theo mô hình truyền thống, ε_t được biểu thị theo v_t :

$$\varepsilon_t = \omega' v_t + e_t = \omega' (\Delta x_t - \sum_{j=1}^{q-1} \Delta_j \Delta x_{t-j}) + e_t \quad (**)$$

trong đó, ε_t không tương quan với v_t . Thay thế (*) vào (**) và rút gọn, thu được mô hình hiệu chỉnh sai số có điều kiện:

$$\Delta y_t = \rho \xi_{t-1} + \sum_{j=1}^{p-1} \gamma_j \Delta y_{t-j} + \sum_{j=0}^{q-1} (\pi_j^{+'} \Delta x_{t-j}^+ + \pi_j^{-'} \Delta x_{t-j}^-) + e_t$$

Kiểm định biên (Bounds-Test), kiểm định quan hệ dài hạn phi tuyến: Để kiểm định sự tồn tại của quan hệ dài hạn (đồng tích hợp) bất đối xứng, theo Shin và cộng sự (2014),

khi $\rho=0$ thì mô hình chỉ còn sai phân bậc 1, có nghĩa là không tồn tại quan hệ dài hạn giữa các bậc của y_t , x_t^+ và x_t^- . Nghiên cứu sẽ sử dụng thống kê t để kiểm định cặp giả thuyết $H_0: \rho=0$ và $H_1: \rho<0$. Sau đó, sử dụng thống kê F để kiểm định $H_0: \rho = \theta^+ = \theta^- = 0$.

Biến số của NARDL: Mô hình NARDL là mô hình nghiên cứu dựa trên tác động phi tuyến nên khi đứng ở vị trí là biến độc lập thì mỗi biến sẽ được tách thành hai xu thế thành phần gồm: Tác động trong xu thế tăng (tên biến được gắn với ký hiệu (“+”)) và tác động trong xu thế giảm (tên biến được gắn với ký hiệu (“-”)). Nghiên cứu dự kiến các biến nghiên cứu gồm: GDP, REM⁺, REM⁻, VNI⁺, VNI⁻, LS⁻ (Khi đưa vào phân tích thực nghiệm, các ký hiệu “+” và “-” sẽ được chuyển thành “POS” và “NEG” tương ứng).

Tính phi tuyến và các mối quan hệ ngắn hạn, dài hạn giữa những biến số kinh tế được chỉ ra bởi mô hình bất đối xứng NARDL. Đặc biệt, khả năng kiểm chứng sự tồn tại của tính chất phi tuyến trong tương tác giữa các biến số kinh tế là một ưu điểm lớn của mô hình này.

PHỤ LỤC 8: DỮ LIỆU ĐƯỢC SỬ DỤNG TRONG NGHIÊN CỨU

Giai đoạn từ quý 01/2013 đến quý 02/2024

THỜI GIAN	TTKT (GDP)	Tăng trưởng TTBĐS (REM)	Chỉ số GCK (VNI)	Lãi suất tái cấp vốn (LS)	COVID
2013Q1	4,89	1,72	491,04	8,00	0
2013Q2	4,90	1,80	481,13	7,00	0
2013Q3	5,14	1,91	492,63	7,00	0
2013Q4	5,42	2,17	504,63	7,00	0
2014Q1	4,96	1,76	591,57	6,50	0
2014Q2	5,18	2,65	578,13	6,50	0
2014Q3	5,62	2,93	598,80	6,50	0
2014Q4	5,98	2,85	545,63	6,50	0
2015Q1	6,03	2,55	551,13	6,50	0
2015Q2	6,28	2,72	593,05	6,50	0
2015Q3	6,50	2,90	562,64	6,50	0
2015Q4	6,68	2,96	579,03	6,50	0
2016Q1	5,46	3,43	561,22	6,50	0
2016Q2	5,52	3,33	632,26	6,50	0
2016Q3	5,93	3,66	685,73	6,50	0
2016Q4	6,21	4,00	664,87	6,50	0
2017Q1	5,10	3,72	722,31	6,50	0
2017Q2	5,73	3,86	776,47	6,50	0
2017Q3	6,41	3,99	804,42	6,25	0
2017Q4	6,81	4,07	984,24	6,25	0
2018Q1	7,38	3,56	1174,46	6,25	0
2018Q2	7,08	4,12	960,78	6,25	0
2018Q3	6,98	4,04	1017,13	6,25	0
2018Q4	7,08	4,33	892,54	6,25	0
2019Q1	6,79	4,75	980,76	6,25	0
2019Q2	6,76	4,43	949,94	6,25	0
2019Q3	6,98	4,50	996,56	6,00	0
2019Q4	7,02	4,61	960,99	6,00	0
2020Q1	3,82	2,65	662,53	5,00	1
2020Q2	1,81	-0,36	825,11	4,50	1
2020Q3	2,12	-0,06	905,21	4,50	1
2020Q4	2,91	0,31	1103,87	4,00	1
2021Q1	4,48	3,59	1191,44	4,00	1
2021Q2	5,64	4,02	1408,55	4,00	1
2021Q3	1,42	-0,78	1342,06	4,00	1
2021Q4	2,58	-0,34	1498,28	4,00	1
2022Q1	5,03	1,78	1492,15	4,00	0
2022Q2	6,42	3,94	1197,60	4,00	0
2022Q3	8,83	6,50	1132,11	5,00	0
2022Q4	8,02	5,90	1007,09	6,00	0
2023Q1	3,32	-0,11	1064,64	6,00	0
2023Q2	3,72	-0,82	1120,18	4,50	0
2023Q3	4,24	-0,95	1154,15	4,50	0
2023Q4	5,05	0,09	1129,93	4,50	0

THỜI GIAN	TTKT (GDP)	Tăng trưởng TTBDS (REM)	Chỉ số GCK (VNI)	Lãi suất tái cấp vốn (LS)	COVID
2024Q1	5,66	1,70	1284,09	4,50	0
2024Q2	6,42	2,45	1245,32	4,50	0

Nguồn: Thu thập và tính toán của tác giả.