

Hồ Chí Minh, ngày 06 tháng 7 năm 2026

BẢN GIẢI TRÌNH CHỈNH SỬA SAU BẢO VỆ CẤP TRƯỜNG

Họ tên nghiên cứu sinh: Nguyễn Thành Được

Khóa: 2023

Ngành: Tài chính - Ngân hàng

Tên 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.

Đồng hướng dẫn khoa học 1: PGS. TS. Phạm Quốc Việt

Đồng hướng dẫn khoa học 2: TS. Bùi Ngọc Toàn

Ngày bảo vệ: 20/6/2026

NỘI DUNG GIẢI TRÌNH

KẾT LUẬN CỦA HỘI ĐỒNG THEO NGHỊ QUYẾT CỦA LUẬN ÁN		
Nội dung góp ý	Giải trình chỉnh sửa	Trang, mục
(1) Phần tổng quan nghiên cứu cần phân tích, so sánh các công trình nghiên cứu trước để làm rõ khoảng trống nghiên cứu và điểm mới của đề tài.	Tác giả đã viết lại, bổ sung, làm rõ phần tổng quan nghiên cứu thông qua việc phân tích, so sánh các công trình nghiên cứu trước, cụ thể: - <i>Mục 2.5.1. Tác giả đã viết lại toàn bộ nội dung mục này; đồng thời đưa ra các nhận định kết quả nghiên cứu từ đó làm rõ hơn khoảng trống nghiên cứu và điểm mới của các nghiên cứu trước:</i> “- 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).	Mục 2.5.1; Trang 44-49

	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. - <i>Thứ hai</i>, 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. - <i>Thứ ba</i>, 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. - <i>Thứ tư</i>, 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. - <i>Thứ năm</i>, 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-la 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. - <i>Thứ sáu</i>, 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. - <i>Cuối cùng</i>, 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.” - <i>Mục 2.5.2. Tác giả đã viết lại nội dung mục này; đồng thời đưa ra các nhận định kết quả nghiên cứu từ đó làm rõ hơn khoảng trống nghiên cứu và điểm mới nghiên cứu.</i> - <i>Mục 2.5.3. Tác giả đã viết lại nội dung nhận định kết quả nghiên cứu từ đó làm rõ hơn khoảng trống nghiên cứu và điểm mới nghiên cứu, cụ thể:</i> “(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	Mục 2.5.2; Trang 49-51 Mục 2.5.3; Trang 52-54
--	---	---

	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 GTS trong cùng một hệ thống phân tích. Vì vậy, cơ chế truyền dẫn thông qua GTS vẫn chưa được làm rõ một cách đầy đủ. (iii) Các nghiên cứu hiện có thường tập trung vào mối quan hệ giữa GTS 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 GTS 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 GTS 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 GTS giữa các nhóm quốc gia vẫn chưa thống nhất. Trong khi hiểu biết về phản ứng của CSTT trước các cú sốc GTS 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 GTS 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 GTS 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 GTS đối với tăng trưởng kinh tế.” - <i>Mục 2.5.4. Tác giả đã bổ sung các nhận định kết quả nghiên cứu từ đó làm rõ hơn khoảng trống nghiên cứu và điểm mới nghiên cứu, cụ thể:</i> “(i) Mặc dù một số nghiên cứu đã đề cập đến tính bất cân xứng của CSTT đối với GTS (Omodero và cộng sự, 2021), các nghiên cứu phân tích trực tiếp tác động bất cân xứng của sự thay đổi GTS 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	Mục 2.5.4; Trang 54-57
--	---	-----------------------------------

	BDS 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 GTS 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 GTS 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 BDS 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 GTS đến tăng trưởng kinh tế trong bối cảnh Việt Nam.	
--	--	--

	(iv) Mặc dù một số nghiên cứu đã xem xét tác động của GTS 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 GTS trong cùng một khung phân tích phi tuyến, qua đó hạn chế khả năng nhận diện đầy đủ cơ chế tác động của GTS đến tăng trưởng kinh tế theo thời gian.”	
(2) Giải thích việc lựa chọn biến nghiên cứu, mô hình nghiên cứu, đo lường biến nghiên cứu, làm rõ vì sao sử dụng lãi suất tái cấp vốn (trong việc đo lường biến), không đưa các biến vĩ mô vào mô hình nghiên cứu.	* Tác giả đã bổ sung nội dung giải thích việc lựa chọn biến nghiên cứu, làm rõ vì sao sử dụng lãi suất tái cấp vốn: - <i>Biến lãi suất tái cấp vốn, cụ thể:</i> “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	Mục 3.2; Trang 71-72

	các thị trường tài sản tại Việt Nam (Lân & Hồng, 2025; Tiên và cộng sự, 2019).” <i>- Biến tăng trưởng thị trường bất động sản, cụ thể:</i> “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.” * Tác giả đã bổ sung nội dung làm rõ việc lựa chọn mô hình nghiên cứu, cụ thể: “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	Mục 3.2; Trang 72 Mục 3.2; Trang 70
--	---	---

	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.” * Tác giả đã bổ sung nội dung làm rõ việc đo lường biến nghiên cứu, cụ thể: “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	Mục 3.2; Trang 71
--	--	------------------------------

	(%/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.” * Tác giả đã bổ sung nội dung làm rõ vì sao không đưa các biến vĩ mô khác vào mô hình nghiên cứu, cụ thể: “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 GTS 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).	Mục 3.2; Trang 72-73
--	--	---------------------------------

	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).”	
(3) Lập luận chặt chẽ hơn trong phân tích kết quả nghiên cứu, cần gắn với lý thuyết nghiên cứu, câu hỏi và mục tiêu nghiên cứu, so sánh với các kết quả nghiên cứu trước đây.	Tác giả xin tiếp thu, ghi nhận ý kiến đóng góp của Hội đồng; đồng thời đã trình bày nội dung phân tích kết quả nghiên cứu có gắn với lý thuyết nghiên cứu, câu hỏi và mục tiêu nghiên cứu, so sánh với kết quả nghiên cứu trước tại mục 4.5. Thảo luận kết quả nghiên cứu.	Mục 4.5; Trang 124-141
(4) Hàm ý chính sách cần gắn với từng giai đoạn phát triển và cụ thể hơn đối với các cơ quan quản lý, thực tiễn.	Tác giả xin tiếp thu, ghi nhận ý kiến đóng góp của Hội đồng; đồng thời tác giả đã chỉnh sửa, bổ sung hàm ý chính sách đối với các cơ quan hữu quan, cụ thể: - Đối với tăng trưởng thị trường bất động sản, tác giả bổ sung đến năm 2030 và tầm nhìn đến năm 2045 nhằm gắn với mục tiêu phát triển kinh tế - chính trị - xã hội và đặt biệt phần đầu đến 2030 nước ta trở thành nước đang phát triển có công nghiệp hiện đại, thu nhập trung bình cao và phần đầu đến 2045 nước ta trở thành nước phát triển, thu nhập cao:	Mục 5.2.1; Trang 145

	“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.” - Đối với phát triển TTCK, tác giả bổ sung đến năm 2030 và tầm nhìn đến năm 2045 nhằm gắn với mục tiêu phát triển kinh tế - chính trị - xã hội và đặt biệt phần đầu đến 2030 nước ta trở thành nước đang phát triển có công nghiệp hiện đại, thu nhập trung bình cao và phần đầu đến 2045 nước ta trở thành nước phát triển, thu nhập cao: “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	Mục 5.2.2; Trang 147
--	--	---------------------------------

	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.” - Khuyến nghị đối với Bộ Tài chính, tác giả đã viết lại, đồng thời bổ sung gắn với việc phát triển Trung tâm tài chính quốc tế tại Việt Nam trong thời gian tới: “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;	Mục 5.2.5; Trang 152
--	---	---------------------------------

	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.”	
(5) Nghiên cứu sinh: cần chỉnh sửa hoặc đưa vào hạn chế của luận án các nội dung: - Kiểm định tính vững của mô hình. - Biến đại diện cho thị trường bất động sản được xây dựng theo hướng gián tiếp nên chưa phản ánh đầy đủ diễn biến của thị trường. - Làm rõ cơ chế truyền dẫn của chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản đến tăng trưởng kinh tế.	Tác giả xin tiếp thu, ghi nhận các hạn chế theo góp ý của luận án; đồng thời đã đưa các nội dung góp ý của Hội đồng vào hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo, cụ thể: - “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.	Mục 5.3; Trang 154

	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.”	
Rà soát các từ viết tắt, bảng biểu, hình vẽ, danh mục tài liệu tham khảo....	Tác giả xin tiếp thu, ghi nhận và đã thực hiện rà soát, chỉnh sửa toàn bộ luận án phù hợp.	

**ĐỒNG HƯỚNG DẪN
KHOA HỌC 1**



PGS. TS. PHẠM QUỐC VIỆT

**ĐỒNG HƯỚNG DẪN
KHOA HỌC 2**



TS. BUI NGOC TOAN

NGHIÊN CỨU SINH



NGUYỄN THÀNH ĐƯỢC

THƯ KÝ HỘI ĐỒNG



TS. TRẦN VĂN TRÍ

CHỦ TỊCH HỘI ĐỒNG



PGS.TS. PHẠM TIẾN ĐẠT

