

NGHIÊN CỨU TÁC ĐỘNG CỦA MỘT SỐ YẾU TỐ KINH TẾ VĨ MÔ ĐẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM: PHÂN TÍCH NGẮN HẠN VÀ DÀI HẠN

Đỗ Quang Hưng¹, Lê Đăng Bình Minh², Lê Thế Huy³,
Nguyễn Phúc Huy⁴, Nguyễn Minh Phương⁵, Vũ Thành Long⁶

Tóm tắt

Nghiên cứu này phân tích tác động của các yếu tố kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán Việt Nam, đại diện bởi VN Index, bằng dữ liệu chuỗi thời gian từ 2010–2023. Áp dụng các phương pháp kiểm định tính dừng, kiểm định đồng liên kết và mô hình ARDL, nghiên cứu phát hiện rằng trong ngắn hạn, CPI, giá dầu WTI và Brent có tác động đáng kể đến VN Index, trong khi tỷ giá USD/VND và giá vàng không ảnh hưởng tức thời. Trong dài hạn, CPI có tác động tiêu cực, tỷ giá USD/VND có ảnh hưởng nhẹ, còn giá dầu Brent thể hiện tác động phi tuyến tính. Kết quả này cung cấp hàm ý quan trọng cho nhà đầu tư và cơ quan quản lý: Nhà đầu tư cần theo dõi lạm phát và giá dầu để điều chỉnh chiến lược, trong khi cơ quan quản lý nên kiểm soát lạm phát và điều tiết tỷ giá nhằm ổn định thị trường chứng khoán.

Từ khóa: VN Index; kinh tế vĩ mô; CPI; tỷ giá hối đoái; giá vàng; giá dầu; mô hình VAR; mô hình ARDL; Phân tích chuỗi thời gian.

EXAMINING THE IMPACT OF SELECTED MACROECONOMIC FACTORS ON THE VIETNAMESE STOCK MARKET: A SHORT-TERM AND LONG-TERM ANALYSIS

Abstract

This study examines the impact of macroeconomic factors on the Vietnamese stock market, represented by the VN Index, using time-series data from 2010–2023. Applying stationarity tests, cointegration tests, and the ARDL model, the findings indicate that in the short term, CPI, WTI oil price, and Brent oil price significantly influence the VN Index, while the USD/VND exchange rate and gold price show no immediate effects. In the long term, CPI negatively affects the VN Index, the USD/VND exchange rate has a mild impact, and Brent oil prices exhibit a nonlinear effect. These findings provide critical implications: Investors should closely monitor inflation and oil prices to adjust their strategies, while policymakers should implement inflation control and exchange rate policies to stabilize the stock market.

Key words: VN Index; macroeconomics; CPI; exchange rate; gold price; oil price; VAR model; ARDL model; time-series analysis.

JEL Classification: E, E31, E3.

1. Giới thiệu

Thị trường chứng khoán đóng vai trò trung tâm trong hệ thống tài chính của một quốc gia, góp phần quan trọng trong việc huy động vốn, phân bổ nguồn lực và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu ngày càng chịu tác động mạnh mẽ từ các biến số kinh tế vĩ mô, thị trường chứng khoán Việt Nam không nằm ngoài xu hướng này. Việc xác định các yếu tố kinh tế vĩ mô ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán không chỉ giúp nhà đầu tư và nhà quản lý thị trường đưa ra quyết định hợp lý mà còn cung cấp cơ sở thực tiễn cho việc hoạch định chính sách tài chính và tiền tệ.

Trong giai đoạn 2010–2023, nền kinh tế Việt

Nam trải qua nhiều biến động quan trọng, tác động sâu sắc đến thị trường chứng khoán. Đầu tiên, Việt Nam duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế ổn định trong giai đoạn 2010–2019, với GDP trung bình tăng khoảng 6–7% mỗi năm. Tuy nhiên, đại dịch COVID-19 từ năm 2020 đã gây ra những cú sốc nghiêm trọng, dẫn đến sự suy giảm của nhiều ngành kinh tế, bao gồm cả thị trường tài chính. Các biện pháp giãn cách xã hội và sự gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu đã khiến VN Index giảm mạnh trong giai đoạn đầu năm 2020, trước khi phục hồi nhờ các gói hỗ trợ tài khóa và tiền tệ từ Chính phủ.

Bên cạnh đó, những biến động kinh tế toàn cầu như xung đột thương mại Mỹ-Trung, cuộc

chiến Nga-Ukraine và sự thắt chặt chính sách tiền tệ từ Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) đã ảnh hưởng đáng kể đến tỷ giá hối đoái, dòng vốn đầu tư và giá hàng hóa. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cũng đã thực hiện nhiều chính sách điều hành tiền tệ nhằm kiểm soát lạm phát, ổn định tỷ giá và hỗ trợ tăng trưởng, bao gồm điều chỉnh lãi suất điều hành và can thiệp vào thị trường ngoại hối. Những thay đổi này tác động trực tiếp đến diễn biến VN Index, cho thấy tầm quan trọng của việc nghiên cứu mối quan hệ giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán trong bối cảnh nhiều bất ổn kinh tế.

Các nghiên cứu trước đây đã chỉ ra rằng các yếu tố như lạm phát, tỷ giá hối đoái, lãi suất, cung tiền, giá vàng và giá dầu có tác động đáng kể đến chỉ số VN-Index. Tuy nhiên, mức độ và hướng tác động của các yếu tố này vẫn chưa có kết luận thống nhất. Một số nghiên cứu cho rằng lạm phát có thể tác động tích cực đến VN-Index trong dài hạn nhưng tiêu cực trong ngắn hạn, do tác động của chính sách tiền tệ và kỳ vọng lạm phát (Nguyễn Thị Như Quỳnh và Võ Thị Hương Linh, 2019). Tương tự, tỷ giá hối đoái có thể ảnh hưởng đến thị trường theo hai chiều: một mặt, sự mất giá của VND có thể làm gia tăng sức cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu, tạo động lực tăng trưởng cho doanh nghiệp niêm yết; mặt khác, chi phí nhập khẩu tăng có thể làm suy giảm lợi nhuận của các doanh nghiệp phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu.

Ngoài ra, biến động giá dầu và giá vàng cũng là những yếu tố quan trọng cần được xem xét. Trong khi giá dầu tăng có thể tác động tiêu cực đến các ngành công nghiệp tiêu thụ nhiều năng lượng, thì các công ty dầu khí lại có thể hưởng lợi từ xu hướng này. Đối với vàng, khi thị trường tài chính có dấu hiệu bất ổn, nhà đầu tư có xu hướng dịch chuyển tài sản sang vàng như một kênh trú ẩn an toàn, từ đó ảnh hưởng đến dòng vốn vào thị trường chứng khoán.

Một khía cạnh quan trọng khác cần được làm rõ là mối quan hệ giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô và VN-Index trong ngắn hạn và dài hạn. Các nghiên cứu trước đây đã sử dụng nhiều phương pháp mô hình hóa khác nhau, chẳng hạn như mô hình VECM (Vector Error Correction Model) để kiểm

tra mối quan hệ đồng liên kết dài hạn, hoặc mô hình GARCH để phân tích tác động của các cú sốc kinh tế lên biến động thị trường chứng khoán (Hồ Thủy Tiên và cộng sự, 2017). Tuy nhiên, vẫn còn thiếu các nghiên cứu cung cấp một cái nhìn tổng thể và hệ thống về tác động của các yếu tố kinh tế vĩ mô đến VN-Index trong cả hai khía cạnh thời gian.

Nghiên cứu này nhằm mục tiêu làm sáng tỏ tác động của một số yếu tố kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua ba khía cạnh quan trọng. Trước tiên, nghiên cứu sẽ tập trung phân tích ảnh hưởng ngắn hạn của các yếu tố kinh tế vĩ mô đối với chỉ số VN-Index, từ đó xác định mức độ phản ứng tức thời của thị trường trước những biến động kinh tế. Việc đánh giá tác động trong ngắn hạn không chỉ giúp nhà đầu tư nhận diện các yếu tố có ảnh hưởng mạnh mẽ đến thị trường mà còn cung cấp cơ sở cho các chiến lược giao dịch và quản trị rủi ro trong điều kiện biến động cao.

Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng xem xét tác động dài hạn và mối quan hệ đồng liên kết giữa các biến số kinh tế vĩ mô và VN-Index. Việc xác định mối quan hệ dài hạn giữa thị trường chứng khoán và các yếu tố kinh tế vĩ mô có ý nghĩa quan trọng trong việc đánh giá xu hướng phát triển bền vững của thị trường tài chính. Nếu tồn tại mối quan hệ đồng liên kết, điều này cho thấy thị trường chứng khoán không chỉ chịu ảnh hưởng bởi các cú sốc kinh tế ngắn hạn mà còn phản ánh các yếu tố nền tảng của nền kinh tế trong dài hạn. Kết quả nghiên cứu này sẽ là cơ sở để các nhà hoạch định chính sách đưa ra các biện pháp điều tiết phù hợp nhằm ổn định thị trường.

Cuối cùng, dựa trên kết quả phân tích tác động trong ngắn hạn và dài hạn, nghiên cứu sẽ đưa ra các gợi ý chính sách nhằm hỗ trợ nhà đầu tư và cơ quan quản lý trong việc tăng cường tính ổn định và hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam. Việc xây dựng các chính sách phù hợp sẽ giúp thị trường vận hành minh bạch, giảm thiểu rủi ro hệ thống và tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển bền vững.

Dựa trên những mục tiêu nghiên cứu nêu trên, bài nghiên cứu đặt ra hai câu hỏi chính: (1) Các yếu tố kinh tế vĩ mô có ảnh hưởng tức thời

đến VN-Index không? (2) Các yếu tố này có tác động dài hạn đến thị trường chứng khoán không? Trả lời những câu hỏi này sẽ giúp làm rõ tác động của các biến số kinh tế vĩ mô đối với thị trường chứng khoán, đồng thời cung cấp bằng chứng thực nghiệm có giá trị cho các nhà nghiên cứu và nhà đầu tư.

Không chỉ đóng góp về mặt lý thuyết, nghiên cứu còn mang ý nghĩa thực tiễn cao trong bối cảnh thị trường tài chính Việt Nam đang phát triển mạnh mẽ nhưng cũng chịu nhiều tác động từ các biến động kinh tế trong và ngoài nước. Bằng cách cung cấp cái nhìn toàn diện về mối quan hệ giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, nghiên cứu sẽ hỗ trợ các bên liên quan trong việc đưa ra các quyết định đầu tư và chính sách hợp lý nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của thị trường tài chính Việt Nam.

2. Cơ sở lý thuyết

Thị trường chứng khoán là một bộ phận quan trọng trong hệ thống tài chính và được xem như một chỉ báo sát thực phản ứng của nền kinh tế. Các lý thuyết tài chính và kinh tế vĩ mô đã chỉ ra rằng những biến số kinh tế như lạm phát, tỷ giá hối đoái, giá vàng và giá dầu đều có thể ảnh hưởng đến các chỉ số chứng khoán. Lý thuyết Thị trường Hiệu quả (Efficient Market Hypothesis - EMH) cho rằng giá cổ phiếu phản ánh toàn bộ thông tin sẵn có trên thị trường, bao gồm các yếu tố kinh tế vĩ mô (Malkiel, 1989). Lý thuyết danh mục và cân bằng danh mục (Asset Pricing Theory) được dùng để đánh giá rủi ro và tỷ suất sinh lợi của các loại tài sản khác nhau (Skiadas, 2009).

Nhiều nghiên cứu đã được thực hiện để phân tích mối quan hệ giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán (Antonio và cộng sự, 2021; Chang và cộng sự, 2021; Gan và cộng sự, 2006; Iania và cộng sự, 2023; Trương Đông Lộc, 2014; Maqsood và cộng sự, 2023; Nguyễn Thị Như Quỳnh và Võ Thị Hương Linh, 2019; Hồ Thủy Tiên và cộng sự, 2017; Tronzano, 2021). Tiêu biểu là Fama (1981) chỉ ra rằng lạm phát và tỷ giá hối đoái ảnh hưởng đến sinh lợi của cổ phiếu. Chen và cộng sự (1986) tìm thấy các yếu tố như lãi suất, lạm phát và tỷ giá hối đoái có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Ở trong nước, Lê Thái Hồng và Lương Anh Trâm (2022) chỉ ra rằng CPI

và tỷ giá USD/VND có tác động đáng kể đến VN Index. Lê và cộng sự (2022) phát hiện giá dầu WTI và Brent có quan hệ đồng biến động với VN Index. Phạm Đức Huy (2024) đã chỉ ra có tác động bất đối xứng trong dài hạn của cung tiền và lạm phát đến thị trường chứng khoán. Trong một nghiên cứu khác, Lê Thị Thúy Hằng (2019) đã xác nhận có sự thay đổi tỷ giá USD/VND có ảnh hưởng đến kinh tế vĩ mô của Việt Nam thông qua GDP và CPI được ghi nhận và kéo dài. Nghiên cứu của Nguyễn Thị Liên và cộng sự (2021) cho thấy các biến vĩ mô, nhìn chung, có tác động đáng kể đến độ biến động dài hạn của thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả cũng cho thấy vai trò của các biến vĩ mô trong thời kỳ khủng hoảng kinh tế thế giới thấp hơn rất nhiều so với các thời kỳ khác. Thậm chí trong thời kỳ này, vai trò của các biến này là không có ý nghĩa thống kê. Ngoài ra, vai trò của các biến vĩ mô cũng khá khác nhau, trong khi lãi suất có ảnh hưởng mạnh hơn nhưng tăng trưởng lại có tác động lâu dài hơn tới độ biến động dài hạn.

Khác với các nghiên cứu trên, nghiên cứu này không chỉ kết hợp phân tích tác động ngắn hạn và dài hạn của các yếu tố kinh tế vĩ mô đối với VN Index mà còn áp dụng phương pháp ARDL để kiểm tra mối quan hệ dài hạn, cho phép đánh giá tác động của các yếu tố ngay cả khi chúng có trật tự tích hợp khác nhau. Hơn nữa, nghiên cứu này xem xét dữ liệu cập nhật đến năm 2023, bao gồm cả giai đoạn chịu tác động mạnh của đại dịch COVID-19 và các biến động kinh tế toàn cầu, giúp cung cấp cái nhìn toàn diện hơn về mối quan hệ giữa VN Index và các yếu tố kinh tế vĩ mô.

Từ những nghiên cứu trước đây, ta có thể thấy rõ vai trò của các yếu tố kinh tế vĩ mô đối với thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, những nghiên cứu trước đây thường tập trung vào tác động ngắn hạn hoặc dài hạn, chưa thực hiện phân tích đồng thời cả hai.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian về VN Index cùng một số yếu tố kinh tế vĩ mô, bao gồm Chỉ số giá tiêu dùng (CPI), tỷ giá USD/VND, giá vàng, giá dầu thô WTI và giá dầu

thô Brent. Dữ liệu được thu thập trong giai đoạn từ tháng 1/2010 đến tháng 12/2023, từ các nguồn chính thống như Tổng cục Thống kê Việt Nam, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam và các trang tài chính uy tín. Để phân tích tác động của các yếu tố kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán Việt Nam trong cả ngắn hạn và dài hạn, nghiên cứu sử dụng hai bộ dữ liệu chính:

Dữ liệu theo tháng: Bao gồm 168 quan sát (tương ứng với khoảng thời gian từ tháng 1/2010 đến tháng 12/2023). Dữ liệu này được sử dụng để đánh giá tác động dài hạn của các yếu tố kinh tế vĩ mô đến VN Index.

Dữ liệu theo ngày: Gồm 5.083 quan sát, phản ánh diễn biến thị trường chứng khoán theo từng ngày giao dịch. Dữ liệu này được sử dụng để phân tích tác động ngắn hạn của các biến kinh tế vĩ mô.

Tính toàn vẹn và độ tin cậy của dữ liệu được đảm bảo thông qua quá trình kiểm tra và xử lý trước khi tiến hành phân tích. Các kiểm định thống kê mô tả và kiểm tra tính dừng của chuỗi thời gian cũng được thực hiện để đảm bảo tính hợp lệ của các mô hình phân tích kinh tế lượng được áp dụng trong nghiên cứu.

Nghiên cứu tập trung vào các yếu tố CPI, tỷ giá USD/VND, giá vàng, giá dầu WTI và Brent, vì đây là những biến số có ảnh hưởng trực tiếp và thường xuyên được xem xét trong các nghiên cứu trước về thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, một số biến số kinh tế vĩ mô quan trọng khác như lãi suất, GDP, cung tiền không được đưa vào do các lý do sau: Lãi suất: Mặc dù có ảnh hưởng đến định giá cổ phiếu, tác động của lãi suất đến VN Index có thể gián tiếp thông qua kênh lạm phát và tỷ giá. Do đó, nghiên cứu đã sử dụng CPI như một biến đại diện cho môi trường lãi suất và chính sách tiền tệ.

Tốc độ tăng trưởng GDP: Đây là một yếu tố quan trọng phản ánh tăng trưởng kinh tế, nhưng do tần suất công bố dữ liệu GDP thường là theo quý hoặc năm, việc sử dụng GDP trong nghiên cứu này có thể làm giảm độ chính xác khi kết hợp với dữ liệu hàng ngày và hàng tháng.

Cung tiền: Mặc dù cung tiền có thể ảnh hưởng đến thanh khoản thị trường chứng khoán, nhưng tác động của nó thường gián tiếp thông qua lãi suất và lạm phát. Do đó, nghiên cứu đã lựa chọn CPI và tỷ

giá USD/VND như những biến số có thể phản ánh phần lớn ảnh hưởng của chính sách tiền tệ.

Tuy nhiên, việc mở rộng phạm vi nghiên cứu để bao gồm các biến số này trong tương lai là một hướng tiếp cận hữu ích nhằm hiểu rõ hơn tác động tổng thể của chính sách kinh tế đến thị trường chứng khoán Việt Nam.

3.2. Mô hình nghiên cứu

3.2.1. Phân tích ngắn hạn

Phân tích ngắn hạn được thực hiện nhằm đánh giá tác động tức thời của các yếu tố kinh tế vĩ mô đến VN Index thông qua dữ liệu chuỗi thời gian theo ngày. Để đảm bảo tính hợp lệ của mô hình phân tích, nghiên cứu trước tiên tiến hành kiểm tra tính chất của dữ liệu thông qua thống kê mô tả và ma trận tương quan. Thống kê mô tả giúp xác định đặc điểm chung của các biến, bao gồm giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị lớn nhất và nhỏ nhất, trong khi ma trận tương quan cung cấp thông tin về mức độ liên hệ giữa VN Index và các yếu tố kinh tế vĩ mô.

Tiếp theo, tính dừng của các chuỗi thời gian được kiểm tra bằng kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF). Nếu chuỗi thời gian không dừng, nghiên cứu tiến hành lấy sai phân bậc một để đảm bảo tính dừng trước khi đưa vào mô hình phân tích. Việc kiểm tra tính dừng là bước quan trọng nhằm tránh hiện tượng hồi quy giả mạo trong phân tích chuỗi thời gian.

Sau khi đảm bảo tính dừng của dữ liệu, nghiên cứu tiến hành kiểm định nhân quả Granger để xác định mối quan hệ nhân quả giữa VN Index và các biến kinh tế vĩ mô. Kiểm định này giúp xác định liệu một biến kinh tế vĩ mô có khả năng dự báo biến động của VN Index trong ngắn hạn hay không. Nếu một biến có quan hệ nhân quả với VN Index, điều đó cho thấy sự tồn tại của tác động ngắn hạn giữa hai biến.

Dựa trên kết quả kiểm định đồng liên kết, nghiên cứu lựa chọn mô hình phù hợp để phân tích tác động ngắn hạn. Nếu tồn tại mối quan hệ đồng liên kết giữa VN Index và các yếu tố kinh tế vĩ mô, mô hình điều chỉnh sai số Vector (Vector Error Correction Model - VECM) sẽ được sử dụng để phân tích tác động ngắn hạn. Trong trường hợp không có đồng liên kết, mô hình Vector Autoregression (VAR) hoặc mô hình

Autoregressive Distributed Lag (ARDL) sẽ được áp dụng để đánh giá tác động tức thời của các biến vĩ mô lên VN Index. Việc lựa chọn mô hình tối ưu dựa trên các tiêu chí như Akaike Information Criterion (AIC) và Schwarz Criterion (SC) nhằm đảm bảo tính phù hợp của mô hình với dữ liệu.

Để đảm bảo tính chính xác của các kết quả ước lượng và tránh hiện tượng sai lệch do vi phạm các giả định của mô hình hồi quy, nghiên cứu tiến hành các kiểm định tính mạnh sau:

Kiểm định phương sai thay đổi (White Test): Nhằm kiểm tra liệu có hiện tượng phương sai thay đổi trong mô hình hay không, từ đó đảm bảo tính hiệu quả của các ước lượng.

Kiểm định tự tương quan (Durbin-Watson Test): Xác định xem có hiện tượng tự tương quan trong phần dư của mô hình hay không, giúp đảm bảo tính độc lập của các sai số.

Các kiểm định này giúp nâng cao độ tin cậy của mô hình VAR và ARDL trong việc phân tích mối quan hệ giữa VN Index và các yếu tố kinh tế vĩ mô.

Cuối cùng, nghiên cứu tiến hành phân tích phản ứng xung (Impulse Response Function - IRF) và phân rã phương sai (Variance Decomposition) để đánh giá tác động của các biến kinh tế vĩ mô đến VN Index theo thời gian. Phân tích phản ứng xung giúp xác định cách VN Index phản ứng trước một cú sốc kinh tế vĩ mô, trong khi phân rã phương sai cung cấp thông tin về mức độ đóng góp của từng yếu tố kinh tế vĩ mô vào biến động chung của VN Index.

Thông qua các phân tích trên, nghiên cứu không chỉ xác định được mức độ ảnh hưởng tức thời của các yếu tố kinh tế vĩ mô đến VN Index mà còn cung cấp bằng chứng thực nghiệm quan trọng về tác động ngắn hạn của các biến số này đối với thị trường chứng khoán Việt Nam.

3.2.2. Phân tích dài hạn

Phân tích dài hạn được thực hiện nhằm đánh giá mối quan hệ bền vững giữa VN Index và các yếu tố kinh tế vĩ mô, bao gồm Chỉ số giá tiêu dùng (CPI), tỷ giá USD/VND, giá vàng, giá dầu WTI và giá dầu Brent. Để đảm bảo tính chính xác của mô hình phân tích, nghiên cứu tiến hành kiểm tra tính dừng của các chuỗi thời gian và kiểm định đồng liên kết nhằm xác định phương pháp ước lượng thích hợp.

Trước tiên, kiểm định tính dừng được thực hiện thông qua kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF). Nếu các chuỗi thời gian không dừng, việc lấy sai phân bậc một sẽ được áp dụng để đảm bảo tính dừng, giúp tránh hiện tượng hồi quy giả mạo trong mô hình kinh tế lượng.

Tiếp theo, nghiên cứu tiến hành kiểm định đồng liên kết Johansen để xác định liệu có tồn tại mối quan hệ cân bằng dài hạn giữa VN Index và các biến số kinh tế vĩ mô hay không. Nếu kiểm định Johansen chỉ ra rằng các biến có quan hệ đồng liên kết, mô hình điều chỉnh sai số Vector (Vector Error Correction Model - VECM) sẽ được sử dụng để phân tích tác động dài hạn. Mô hình VECM không chỉ đánh giá mối quan hệ đồng liên kết mà còn đo lường tốc độ điều chỉnh của VN Index trở về trạng thái cân bằng sau khi có cú sốc từ các biến kinh tế vĩ mô.

Trong trường hợp không có đồng liên kết, nghiên cứu sẽ áp dụng mô hình AutoRegressive Distributed Lag (ARDL) để phân tích tác động dài hạn và ngắn hạn một cách linh hoạt. Mô hình ARDL cho phép kiểm tra tác động của từng biến trong cả hai khung thời gian mà không yêu cầu các chuỗi phải đồng liên kết, do đó phù hợp với dữ liệu tài chính có tính chất khác biệt về độ dừng.

Mô hình ARDL được lựa chọn trong nghiên cứu này vì các ưu điểm sau:

Không giống như mô hình VECM, ARDL có thể áp dụng ngay cả khi các chuỗi dữ liệu có trật tự tích hợp khác nhau ($I(0)$ hoặc $I(1)$), giúp mô hình linh hoạt hơn trong việc phân tích mối quan hệ dài hạn.

So với mô hình GARCH, ARDL tập trung vào mối quan hệ nhân quả và tác động dài hạn thay vì chủ yếu phân tích biến động và rủi ro. Do đó, ARDL phù hợp hơn với mục tiêu nghiên cứu là xác định tác động của các yếu tố kinh tế vĩ mô đến VN Index theo cả ngắn hạn và dài hạn.

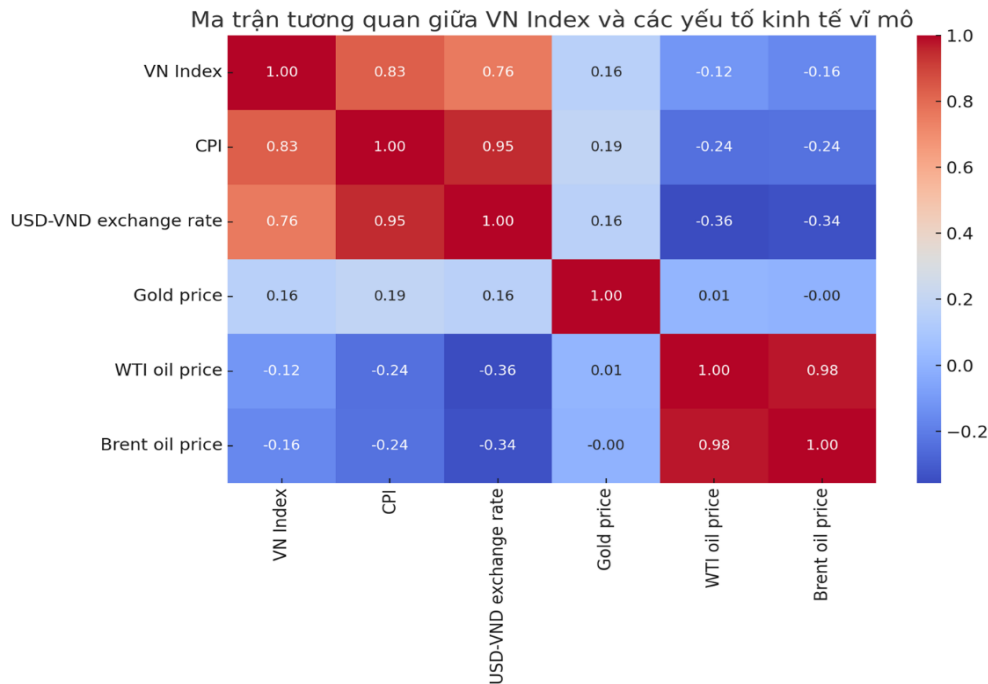
Hơn nữa, nghiên cứu không chỉ quan tâm đến sự biến động của VN Index mà còn muốn xác định mối quan hệ cân bằng dài hạn, điều mà mô hình GARCH không thể thực hiện hiệu quả.

Sau khi xác định mô hình phù hợp, nghiên cứu tiến hành ước lượng các tham số để đánh giá tác động dài hạn của các biến số kinh tế vĩ mô đến VN Index. Các kiểm định hậu mô hình được thực hiện nhằm

đảm bảo tính chính xác của kết quả, bao gồm kiểm định tính ổn định của mô hình, kiểm tra phương sai thay đổi và kiểm định tự tương quan.

Cuối cùng, nghiên cứu rút ra kết luận về tác động dài hạn của các yếu tố kinh tế vĩ mô đối với VN Index, từ đó cung cấp bằng chứng thực nghiệm giúp nhà đầu tư và nhà hoạch định chính sách đưa ra các quyết định hợp lý trong quản lý rủi ro và điều tiết thị trường tài chính.

4. Kết quả và thảo luận



Hình 1: Ma trận tương quan giữa VN Index và các yếu tố kinh tế vĩ mô

Trước tiên, để xác định mức độ liên kết giữa VN Index và các yếu tố kinh tế vĩ mô, nghiên cứu tính toán hệ số tương quan Pearson. Kết quả (Hình 1) cho thấy CPI và tỷ giá USD/VND có tương quan dương mạnh với VN Index, lần lượt với hệ số tương quan (ρ) là 0.83 và 0.76. Điều này gợi ý rằng sự gia tăng của CPI hoặc tỷ giá USD/VND có thể đồng biến với sự tăng trưởng của VN Index. Ngược lại, giá dầu WTI và Brent có tương quan âm nhẹ với VN Index (ρ lần lượt là -0.12 và -0.16), phản ánh khả năng chi phí sản xuất gia tăng có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận doanh nghiệp. Trong khi đó, giá vàng có tương quan yếu với VN Index ($\rho = 0.16$), cho thấy tác động không đáng kể của vàng đối với thị trường chứng khoán.

Nhằm đảm bảo tính hợp lệ của mô hình chuỗi thời gian, nghiên cứu tiến hành kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF) để kiểm tra tính

4.1. Phân tích ngắn hạn

Phân tích ngắn hạn được thực hiện nhằm đánh giá tác động tức thời của các yếu tố kinh tế vĩ mô đến VN Index bằng cách sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian theo ngày. Quá trình phân tích bao gồm ba bước chính: kiểm tra tương quan giữa các biến, kiểm định tính dừng của dữ liệu, và phân tích mối quan hệ nhân quả cùng mô hình chuỗi thời gian.

dừng của các chuỗi dữ liệu. Kết quả kiểm định chỉ ra rằng VN Index, CPI, tỷ giá USD/VND, giá dầu WTI và Brent đều không dừng tại mức gốc ($p > 0.05$), trong khi giá vàng là chuỗi dừng ($p < 0.05$). Do đó, các chuỗi không dừng được xử lý bằng cách lấy sai phân bậc 1 để đảm bảo tính ổn định trước khi đưa vào mô hình phân tích.

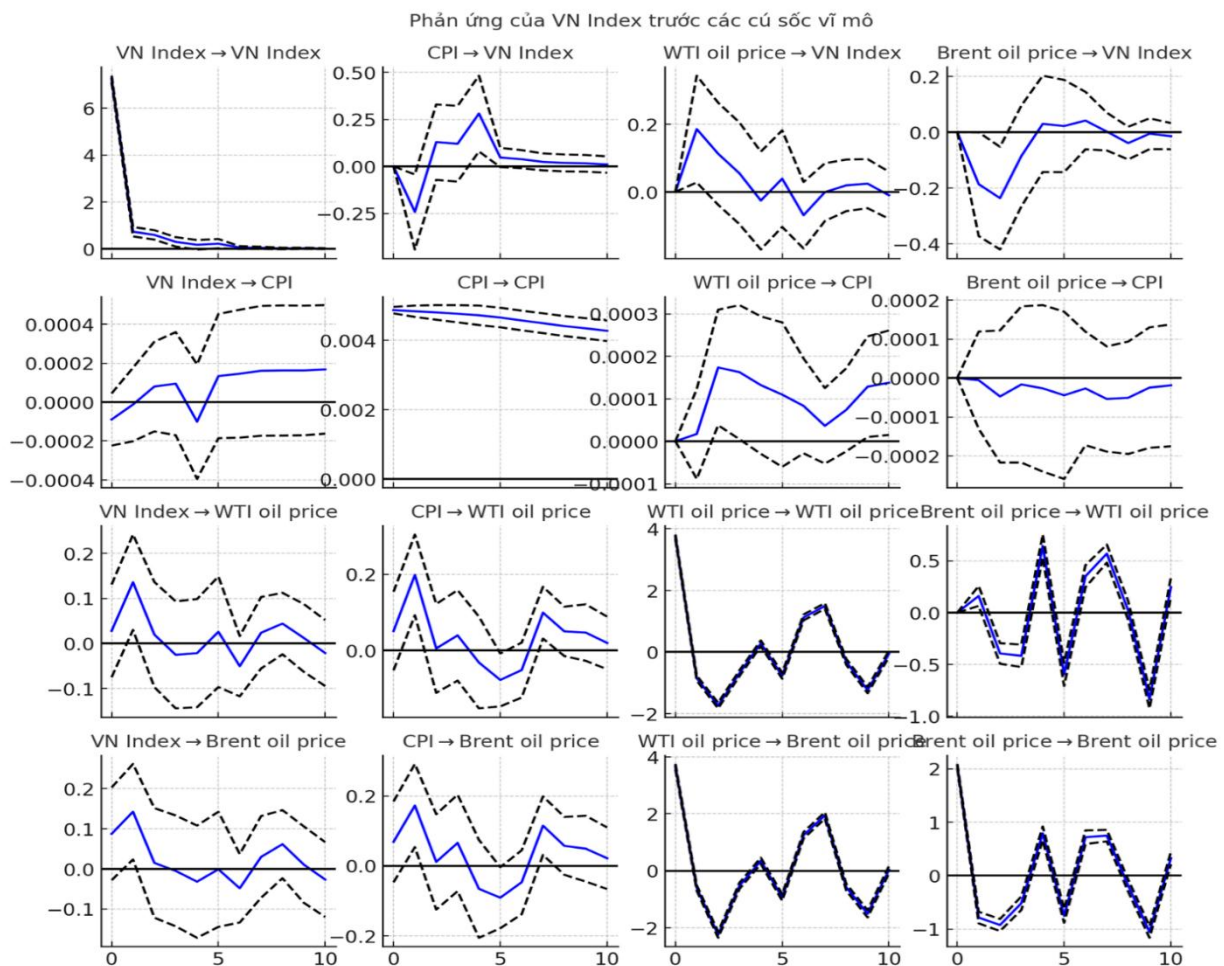
Tiếp theo, nghiên cứu áp dụng kiểm định nhân quả Granger để xác định liệu các biến kinh tế vĩ mô có khả năng dự báo VN Index hay không. Kết quả kiểm định cho thấy CPI ($p = 0.008$), giá dầu WTI ($p = 0.033$) và giá dầu Brent ($p = 0.040$) có quan hệ nhân quả với VN Index, chứng tỏ chúng có ảnh hưởng đáng kể đến chỉ số chứng khoán trong ngắn hạn. Trong khi đó, tỷ giá USD/VND ($p = 0.128$) và giá vàng ($p = 0.299$) không có mối quan hệ nhân quả với VN Index, cho thấy tác động tức thời của hai biến này là không đáng kể.

Dựa trên kết quả kiểm định, nghiên cứu sử dụng mô hình Vector Autoregression (VAR) để đánh giá tác động ngắn hạn của các yếu tố kinh tế vĩ mô lên VN Index. Kết quả ước lượng cho thấy CPI ($p = 0.021$) giá dầu WTI ($p = 0.039$) và giá dầu Brent ($p = 0.047$) có ảnh hưởng đáng kể đến VN Index. Tác động này được kiểm tra sâu hơn thông qua phân tích phản ứng xung (Impulse Response Function - IRF) và phân rã phương sai (Variance Decomposition).

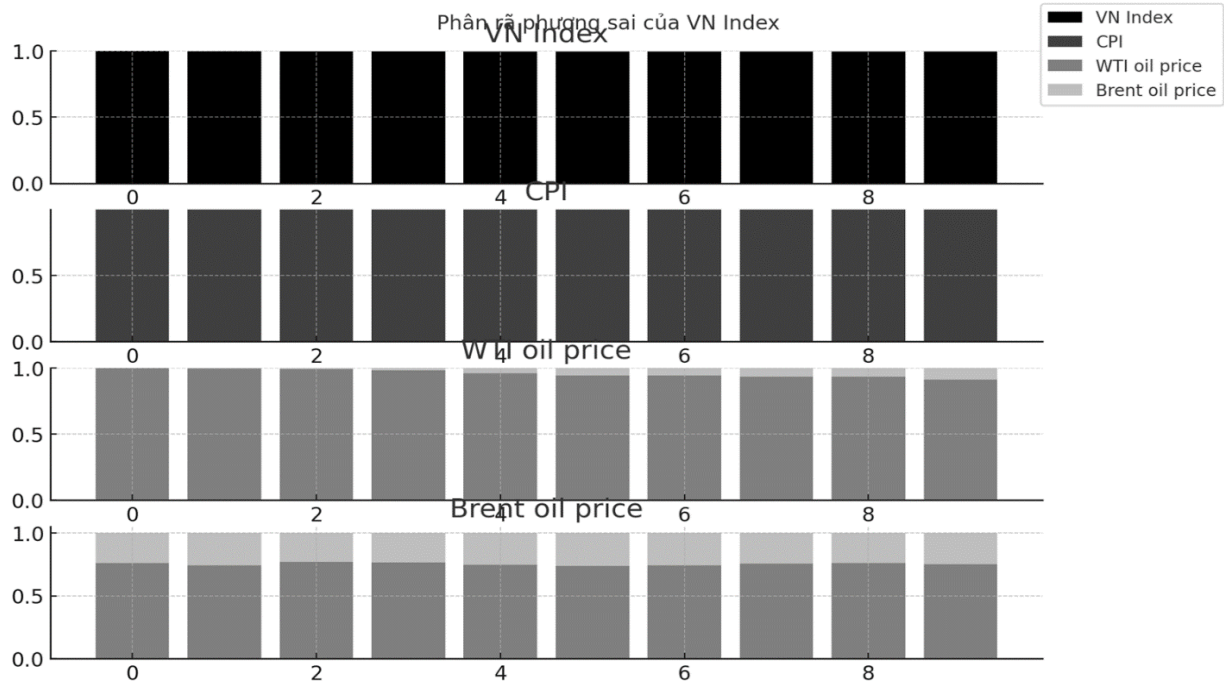
Kết quả phân tích phản ứng xung cho thấy cú sốc từ CPI gây ra phản ứng giảm nhẹ ban đầu của VN Index, sau đó hồi phục dần trong khoảng 5-7 kỳ. Trong khi đó, giá dầu WTI và Brent tạo ra biến động mạnh hơn trong các kỳ đầu, phản ánh sự nhạy cảm của thị trường chứng khoán đối với biến động giá dầu. Ngoài ra, phân rã phương sai cho thấy sau 5-10 kỳ, CPI đóng

góp khoảng 10-15% vào biến động của VN Index, trong khi giá dầu WTI và Brent đóng góp khoảng 20-30%. Tuy nhiên, phần lớn biến động của VN Index (50-60%) vẫn được giải thích bởi chính nó, nhấn mạnh vai trò của các yếu tố nội tại và xu hướng thị trường.

Tổng hợp các kết quả phân tích, nghiên cứu xác nhận rằng CPI, giá dầu WTI và giá dầu Brent có tác động đáng kể đến VN Index trong ngắn hạn. Trong khi đó, tỷ giá USD/VND và giá vàng không có ảnh hưởng tức thời đáng kể đến thị trường chứng khoán Việt Nam. Phát hiện này có ý nghĩa quan trọng đối với nhà đầu tư và nhà hoạch định chính sách, cho thấy sự cần thiết của việc theo dõi chặt chẽ lạm phát và giá dầu nhằm điều chỉnh chiến lược đầu tư cũng như ổn định thị trường tài chính.



Hình 2: Phản ứng của VN Index trước các cú sốc vĩ mô



Hình 3: Kết quả phân rã phương sai

Kết quả phân tích phản ứng xung (Hình 2) cho thấy cú sốc từ CPI gây ra phản ứng giảm nhẹ ban đầu của VN Index, sau đó hồi phục dần trong khoảng 5-7 kỳ. Trong khi đó, giá dầu WTI và Brent tạo ra biến động mạnh hơn trong các kỳ đầu, phản ánh sự nhạy cảm của thị trường chứng khoán đối với biến động giá dầu. Ngoài ra, phân rã phương sai (Hình 3) cho thấy sau 5-10 kỳ, CPI đóng góp khoảng 10-15% vào biến động của VN Index, trong khi giá dầu WTI và Brent đóng góp khoảng 20-30%. Tuy nhiên, phần lớn biến động của VN Index (50-60%) vẫn được giải thích bởi chính nó, nhấn mạnh vai trò của các yếu tố nội tại và xu hướng thị trường.

Tổng hợp các kết quả phân tích, nghiên cứu xác nhận rằng CPI, giá dầu WTI và giá dầu Brent có tác động đáng kể đến VN Index trong ngắn hạn. Trong khi đó, tỷ giá USD/VND và giá vàng không có ảnh hưởng tức thời đáng kể đến thị trường chứng khoán Việt Nam. Phát hiện này có ý nghĩa quan trọng đối với nhà đầu tư và nhà hoạch định chính sách, cho thấy sự cần thiết của việc theo dõi chặt chẽ lạm phát và giá dầu nhằm điều chỉnh chiến lược đầu tư cũng như ổn định thị trường tài chính.

Sau khi xác định được tác động ngắn hạn của CPI và giá dầu đối với VN Index, chúng tôi tiếp tục kiểm tra mối quan hệ dài hạn để xem xét liệu

những yếu tố này có ảnh hưởng bền vững đến thị trường chứng khoán hay không.

4.2. Phân tích dài hạn

Nhằm đánh giá mối quan hệ dài hạn giữa VN Index và các biến kinh tế vĩ mô, nghiên cứu tiến hành các kiểm định cần thiết để lựa chọn mô hình phù hợp. Trước tiên, kiểm định tính dừng Augmented Dickey-Fuller (ADF) được áp dụng để xác định trật tự tích hợp của các chuỗi dữ liệu. Kết quả kiểm định chỉ ra rằng tất cả các biến đều không dừng ở mức gốc (Bảng 1), nhưng trở thành dừng sau khi lấy sai phân bậc một (Bảng 2). Điều này cho thấy các chuỗi dữ liệu là tích hợp bậc một ($I(1)$), do đó cần tiếp tục kiểm tra đồng liên kết nhằm xác định sự tồn tại của mối quan hệ cân bằng dài hạn giữa VN Index và các biến vĩ mô.

Cũng từ Bảng 1 và Bảng 2, kết quả kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF) cho thấy tất cả các biến đều không dừng ở mức gốc nhưng trở thành dừng sau khi lấy sai phân bậc một. Điều này chỉ ra rằng dữ liệu có tính chu kỳ hoặc xu hướng, do đó cần sử dụng các mô hình phù hợp để tránh hồi quy giả mạo. Một điểm đáng chú ý là giá vàng có p-value cao hơn so với các biến khác trước khi lấy sai phân, điều này có thể phản ánh tính chất đặc thù của vàng như một tài sản phòng vệ, vốn có xu hướng ít biến động mạnh theo chu kỳ kinh tế hơn so với các chỉ số chứng khoán và tỷ giá.

Bảng 1: Kết quả kiểm định ADF

Biến số	ADF Statistic	p-value	Kết luận
VN Index	-1,316	0,622	Không dừng
CPI	-2,613	0,090	Không dừng
USD-VND Exchange rate	-2,148	0,226	Không dừng
Gold price	2,210	0,999	Không dừng
WTI oil price	-2,477	0,121	Không dừng
Brent oil price	-2,281	0,178	Không dừng

Bảng 2: Kết quả kiểm định ADF sau khi lấy sai phân

Biến số	ADF Statistic	p-value	Kết luận
VN Index	-8,497	1,27e-13	Dừng sau sai phân
CPI	-7,255	1,74e-10	Dừng sau sai phân
USD-VND Exchange rate	-10,960	8,35e-20	Dừng sau sai phân
Gold price	-7,495	4,41e-11	Dừng sau sai phân
WTI oil price	-10,049	1,43e-17	Dừng sau sai phân
Brent oil price	-9,513	3,21e-16	Dừng sau sai phân

Tiếp theo, kiểm định đồng liên kết Johansen được thực hiện để xác định số quan hệ đồng liên kết giữa VN Index và các biến kinh tế vĩ mô. Kết quả kiểm định chỉ ra rằng không có quan hệ đồng liên kết giữa VN Index và các yếu tố kinh tế vĩ mô ở mức ý nghĩa 5%. Do đó, mô hình hiệu chỉnh sai số Vector (VECM) không phù hợp để phân tích tác động dài hạn. Thay vào đó, nghiên cứu áp dụng mô hình AutoRegressive Distributed Lag (ARDL), một phương pháp linh hoạt có thể sử dụng ngay cả khi các biến có trật tự tích hợp khác nhau.

Mô hình ARDL được ước lượng dựa trên tiêu chí Akaike Information Criterion (AIC) nhằm

xác định độ trễ tối ưu (Bảng 3). Kết quả cho thấy CPI có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê đến VN Index, hàm ý rằng sự gia tăng của lạm phát có thể gây ra áp lực giảm điểm đối với thị trường chứng khoán. Trong khi đó, tỷ giá USD/VND có ảnh hưởng nhỏ đến VN Index với độ trễ nhất định, cho thấy sự tác động của tỷ giá đối với thị trường chứng khoán có thể không diễn ra ngay lập tức mà cần một khoảng thời gian nhất định để thể hiện rõ ràng. Đáng chú ý, giá dầu Brent thể hiện tác động phi tuyến tính với VN Index, phản ánh tính chất biến động khó lường của giá dầu đối với thị trường tài chính.

Bảng 3: Hệ số tác động dài hạn

Biến giải thích	Hệ số tác động dài hạn
VN Index (trễ 1)	-0,005350
VN Index (trễ 2)	0,000865
CPI (hiện tại)	-0,005680
USD-VND Exchange rate (hiện tại)	0,000459
USD-VND Exchange rate (trễ 1)	-0,000389
Brent oil price (hiện tại)	-0,004506
Brent oil price (trễ 1)	0,003795
Brent oil price (trễ 2)	-0,001969
Brent oil price (trễ 3)	0,004417

Bảng 4: Hệ số dài hạn và p-value từ mô hình ARDL

Biến giải thích	Hệ số dài hạn	P-value
VN Index (trễ 1)	-0,005350	6,16e-33 (sig)
VN Index (trễ 2)	0,000865	0,0117 (sig)
CPI (hiện tại)	-0,005680	0,0208 (sig)
USD-VND Exchange rate (hiện tại)	0,000459	9,23e-08 (sig)
USD-VND Exchange rate (trễ 1)	-0,000389	6,40e-06 (sig)
Brent oil price (hiện tại)	-0,004506	0,0448 (sig)
Brent oil price (trễ 1)	0,003795	0,2833 (không sig)
Brent oil price (trễ 2)	-0,001969	0,5768 (không sig)
Brent oil price (trễ 3)	0,004417	0,0509 (gần sig)

Kiểm định ý nghĩa thống kê của các hệ số trong mô hình ARDL (Bảng 4) cho thấy rằng các tác động của CPI và tỷ giá USD/VND đều có ý nghĩa ở mức 5%. Trong khi đó, tác động của giá dầu Brent có sự khác biệt giữa các độ trễ, với một số mức trễ cho thấy tác động đáng kể trong khi các mức trễ khác lại không có ý nghĩa thống kê. Điều này có thể phản ánh sự điều chỉnh của thị trường chứng khoán theo kỳ vọng giá dầu trong các giai đoạn khác nhau. Cụ thể, kết quả mô hình ARDL cho thấy:

CPI có tác động tiêu cực đáng kể đến VN Index với $p\text{-value} < 0.05$. Điều này hàm ý rằng khi lạm phát gia tăng, chi phí sản xuất và chi phí vay vốn tăng lên, làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp, từ đó tác động tiêu cực đến thị trường chứng khoán. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Phan và cộng sự. (2020).

Tỷ giá USD/VND có tác động nhẹ với độ trễ. Hệ số dương ở kỳ hiện tại nhưng âm ở kỳ trễ gợi ý rằng tỷ giá có thể tác động hai chiều: trong ngắn hạn, đồng VND mất giá có thể thúc đẩy xuất khẩu, nhưng về dài hạn, chi phí nhập khẩu tăng có thể làm suy giảm lợi nhuận doanh nghiệp nhập khẩu.

Giá dầu Brent có tác động phi tuyến tính với VN Index. Một số độ trễ có hệ số dương, trong khi các độ trễ khác có hệ số âm, phản ánh sự biến động khó lường của giá dầu đối với thị trường chứng khoán. Điều này có thể do thị trường phản ứng khác nhau tùy theo mức giá dầu cụ thể: khi giá dầu tăng ở mức hợp lý, nhóm cổ phiếu dầu khí hưởng lợi, nhưng khi giá tăng quá cao, chi phí sản xuất tăng gây áp lực lên doanh nghiệp tiêu thụ năng lượng.

Nhìn chung, kết quả phân tích dài hạn cho thấy rằng lạm phát là yếu tố có ảnh hưởng tiêu cực đến VN Index trong dài hạn, trong khi tác động của tỷ giá hối đoái mang tính chất trung lập hoặc nhẹ, còn giá dầu Brent có ảnh hưởng không ổn định theo thời gian. Kết quả này nhấn mạnh tầm quan trọng của chính sách kiểm soát lạm phát và ổn định tỷ giá hối đoái trong việc duy trì sự phát triển bền vững của thị trường chứng khoán Việt Nam. Đồng thời, các nhà đầu tư cần theo dõi chặt chẽ diễn biến giá dầu để điều chỉnh chiến lược đầu tư phù hợp với các xu hướng biến động của thị trường tài chính quốc tế.

Phân tích hồi quy phi tuyến xác nhận rằng tác động của giá dầu Brent đến VN Index không hoàn toàn tuyến tính. Khi giá dầu Brent ở mức thấp hoặc trung bình, thị trường chứng khoán phản ứng tích cực, do kỳ vọng vào lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành dầu khí và sự ổn định của nền kinh tế. Tuy nhiên, khi giá dầu Brent vượt qua một mức nhất định, tác động này trở nên suy giảm hoặc thậm chí tiêu cực. Điều này có thể là do chi phí năng lượng gia tăng làm tăng chi phí sản xuất của doanh nghiệp, ảnh hưởng đến lợi nhuận và tâm lý nhà đầu tư.

So sánh với thực tế thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2010–2023, ta có thể thấy rõ những biến động này. Chẳng hạn, trong giai đoạn 2010–2014 khi giá dầu Brent dao động quanh mức 80–100 USD/thùng, VN Index tăng trưởng tương đối ổn định. Tuy nhiên, khi giá dầu giảm mạnh xuống dưới 50 USD/thùng vào năm 2015, VN Index cũng giảm do lo ngại suy thoái kinh tế. Ngược lại, trong giai đoạn 2021–2022, khi giá dầu tăng mạnh trên 100 USD/thùng do ảnh hưởng từ cuộc chiến Nga-Ukraine, thị trường chứng khoán Việt Nam lại chịu áp lực giảm, phản ánh tác động tiêu cực từ chi phí sản xuất tăng cao.

Những phát hiện này nhấn mạnh rằng, ngoài việc theo dõi giá dầu, nhà đầu tư cũng cần chú ý đến các ngưỡng giá dầu quan trọng và cách chúng ảnh hưởng đến từng ngành trong nền kinh tế. Đồng thời, các cơ quan quản lý cần có chính sách linh hoạt nhằm giảm thiểu tác động tiêu cực của giá dầu đối với thị trường chứng khoán.

5. Kết luận

Nghiên cứu này đã xem xét tác động của một số yếu tố kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán Việt Nam, được đại diện bởi VN Index, thông qua phương pháp phân tích chuỗi thời gian. Bằng cách sử dụng các kiểm định kinh tế lượng như kiểm định tính dừng, kiểm định đồng liên kết Johansen, kiểm định nhân quả Granger, mô hình VAR và mô hình ARDL, nghiên cứu đã làm rõ mối quan hệ giữa VN Index và các biến số vĩ mô gồm CPI, tỷ giá USD/VND, giá vàng, giá dầu WTI và Brent.

Kết quả phân tích ngắn hạn từ mô hình VAR cho thấy CPI, giá dầu WTI và giá dầu Brent có tác động đáng kể đến VN Index, trong khi tỷ giá

USD/VND và giá vàng không có ảnh hưởng tức thời. Kết quả kiểm định Granger cũng xác nhận rằng CPI và giá dầu có quan hệ nhân quả với VN Index, cho thấy những biến động trong lạm phát và giá dầu có thể gây ra phản ứng trên thị trường chứng khoán trong ngắn hạn. Ngoài ra, phân tích phản ứng xung và phân rã phương sai chỉ ra rằng giá dầu đóng vai trò quan trọng hơn CPI trong việc giải thích biến động của VN Index.

Trong dài hạn, kiểm định đồng liên kết Johansen không tìm thấy mối quan hệ đồng liên kết giữa VN Index và các yếu tố kinh tế vĩ mô, do đó mô hình VECM không được áp dụng. Thay vào đó, mô hình ARDL được sử dụng để đánh giá tác động dài hạn. Kết quả cho thấy CPI có ảnh hưởng tiêu cực đến VN Index, hàm ý rằng khi lạm phát tăng cao, thị trường chứng khoán có xu hướng suy giảm. Tỷ giá USD/VND có tác động nhẹ với độ trễ, trong khi giá dầu Brent thể hiện ảnh hưởng phức tạp, phản ánh sự biến động khó lường của giá năng lượng trên thị trường tài chính.

Những phát hiện từ nghiên cứu này mang lại một số hàm ý quan trọng cho nhà đầu tư và cơ quan quản lý. Đối với nhà đầu tư, việc theo dõi sát sao diễn biến của lạm phát và giá dầu là rất quan trọng, bởi đây là hai yếu tố có tác động đáng kể đến thị trường chứng khoán. Đối với cơ quan quản

lý, nghiên cứu nhấn mạnh sự cần thiết của việc kiểm soát lạm phát một cách hiệu quả nhằm ổn định thị trường tài chính. Ngoài ra, các chính sách điều tiết tỷ giá và quản lý rủi ro giá dầu cũng cần được xem xét để giảm thiểu các tác động bất lợi lên thị trường chứng khoán.

Mặc dù nghiên cứu đã cung cấp những phát hiện quan trọng về tác động của các yếu tố kinh tế vĩ mô đến VN Index, vẫn tồn tại một số hạn chế cần được khắc phục trong các nghiên cứu tiếp theo. Thứ nhất, nghiên cứu tập trung vào các biến số như CPI, tỷ giá hối đoái, giá vàng, giá dầu WTI và Brent, nhưng chưa xem xét đến tác động của lãi suất – một yếu tố quan trọng có thể ảnh hưởng đến dòng vốn đầu tư và chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp. Thứ hai, nghiên cứu cũng chưa phân tích sâu về chính sách tài khóa, trong khi đây là một yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến niềm tin thị trường và dòng vốn trên thị trường chứng khoán. Bên cạnh đó, nghiên cứu sử dụng mô hình ARDL và VAR, giúp phân tích tác động ngắn hạn và dài hạn của các yếu tố kinh tế vĩ mô lên VN Index. Tuy nhiên, các mô hình này chưa xem xét đến các mối quan hệ phi tuyến hoặc hiệu ứng bất đối xứng, vốn có thể phản ánh rõ hơn cách thị trường chứng khoán phản ứng trước các cú sốc kinh tế.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Antonio, M. S., Rusydiana, A. S., Soeparno, W. S. I., Rani, L. N., Pratomo, W. A., & Nasution, A. A. (2021). The impact of oil price and other macroeconomic variables on the islamic and conventional stock index in indonesia. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 11(5), 418–424.
- Chang, B. H., Bhutto, N. A., Turi, J. A., Hashmi, S. M., & Gohar, R. (2021). Macroeconomic variables and stock indices: an asymmetric evidence from quantile ARDL model. *South Asian Journal of Business Studies*, 10(2), 242–264.
- Chen, N.-F., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic forces and the stock market. *Journal of Business*, 383–403.
- Phạm Đức Huy. (2024). Tác động bất đối xứng của các yếu tố kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp Chí Kinh Tế và Phát Triển*, 320 (2), 2–10.
- Fama, E. F. (1981). Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money. *American Economic Review*.
- Gan, C., Lee, M., Yong, H. H. A., & Zhang, J. (2006). Macroeconomic variables and stock market interactions: New Zealand evidence. *Investment Management and Financial Innovations*, 3, Iss. 4, 89–101.
- Iania, L., Collage, R., & Vereycken, M. (2023). The Impact of Uncertainty in Macroeconomic Variables on Stock Returns in the USA. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(3), 189.
- Lê Thái Hồng và Lương Anh Trâm. (2022). Dynamic spillovers between oil price, stock market, and investor sentiment: Evidence from the United States and Vietnam. *Resources Policy*, 78, 102931.

- Lê, T. T. H. (2019). Kiểm định tác động của tỷ giá USD/VND đến kinh tế vĩ mô Việt Nam. *Tạp Chí Nghiên Cứu Tài Chính-Marketing*, 54.
- Nguyễn Thị Liên, Nguyễn Thị Minh, Hoàng Thị Thu Hà. (2021). Tác động của các biến vĩ mô lên độ biến động thị trường chứng khoán-Nghiên cứu thực nghiệm sử dụng mô hình GARCH-MIDAS tại Việt Nam. *Tạp Chí Kinh Tế và Phát Triển*, 291, 15–24.
- Trương Đông Lộc. (2014). Các nhân tố ảnh hưởng đến sự thay đổi giá của cổ phiếu: Các bằng chứng từ Sở Giao dịch Chứng khoán Thành Phố Hồ Chí Minh. *Tạp Chí Khoa Học Đại Học Cần Thơ*, 33, 72–78.
- Malkiel, B. G. (1989). Efficient market hypothesis. In *Finance* (pp. 127–134). Springer.
- Maqsood, N., Shahid, T. A., Amir, H., & Bilal, K. (2023). Symmetric impact of Trade, exchange rate, and inflation rate on Stock Market in Pakistan: New evidence from Macroeconomic variables. *Bulletin of Business and Economics (BBE)*, 12(3), 903–911.
- Nguyễn Thị Như Quỳnh và Võ Thị Hương Linh. (2019). Tác động của một số yếu tố kinh tế vĩ mô đến chỉ số giá chứng khoán tại Việt Nam. *Tạp chí khoa học Đại học mở thành phố Hồ Chí Minh-Kinh tế và Quản trị Kinh doanh*, 14(3), 47–63.
- Skiadas, C. (2009). *Asset pricing theory*. Princeton University Press.
- Hồ Thủy Tiên, Hồ Thu Hoài và Ngô Văn Toàn. (2017). Mô hình hóa biến động thị trường chứng khoán: Thực nghiệm từ Việt Nam. *Tạp Chí Khoa Học Đại Học Quốc Gia Hà Nội: Kinh Tế và Kinh Doanh*, 339(3), 1–11.
- Tronzano, M. (2021). Financial crises, macroeconomic variables, and long-run risk: An econometric analysis of stock returns correlations (2000 to 2019). *Journal of Risk and Financial Management*, 14(3), 127.

Thông tin tác giả:

1. Đỗ Quang Hưng

- Đơn vị công tác: Học viện Công nghệ Bưu chính viễn thông
- Địa chỉ email: dqhung@ptit.edu.vn, quanghung.fcu@gmail.com

2. Lê Đăng Bình Minh

- Đơn vị công tác: Học viện Công nghệ Bưu chính viễn thông

3. Lê Thế Huy

- Đơn vị công tác: Học viện Công nghệ Bưu chính viễn thông

4. Nguyễn Phúc Huy

- Đơn vị công tác: Học viện Công nghệ Bưu chính viễn thông

5. Nguyễn Minh Phương

- Đơn vị công tác: Học viện Công nghệ Bưu chính viễn thông

6. Vũ Thành Long

- Đơn vị công tác: Học viện Công nghệ Bưu chính viễn thông

Ngày nhận bài: 22/02/2025

Ngày nhận bản sửa: 12/02/2025

Ngày duyệt đăng: 25/03/2025