# PHÂN TÍCH MỐI LIÊN KẾT ĐỘNG GIỮA GIÁ VÀNG, GIÁ DẦU, TỶ GIÁ VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN TẠI VIỆT NAM

**TS. Đặng Thùy Nhung[1] - Nguyễn Thị Hương Giang[1] - Nguyễn Thị Ngọc Ánh[1]**
**Nguyễn Thị Tâm Chi[1] - Nguyễn Thị Hiền[1] - Trần Thị Thúy Hằng[1]**

***Nghiên cứu phân tích mối liên kết động giữa bốn thị trường tài sản chủ chốt tại Việt Nam, bao gồm vàng, dầu, tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán. Sử dụng dữ liệu tần suất ngày trong giai đoạn 2015-2025, nghiên cứu áp dụng mô hình DCC-GARCH kết hợp với chỉ số lan tỏa Diebold-Yilmaz nhằm đánh giá mức độ tương tác và truyền dẫn biến động giữa các thị trường. Kết quả thực nghiệm cho thấy: (i) Tất cả các thị trường đều thể hiện đặc tính biến động dai dẳng, trong đó tỷ giá USD/VND và giá dầu Brent đóng vai trò là nguồn lan tỏa biến động mạnh trong dài hạn, trong khi giá vàng SJC phản ứng nhạy với các cú sốc ngắn hạn; (ii) Mối liên kết giữa các thị trường mang tính động, thay đổi theo thời gian và chịu tác động đáng kể từ các giai đoạn thị trường bất thường; (iii) Mặc dù tồn tại sự kết nối, các thị trường nhìn chung vẫn duy trì mức độ độc lập tương đối, với thị trường chứng khoán giữ vai trò trung tâm trong cơ chế lan tỏa biến động. Các kết quả này vẫn được củng cố khi thay thế chỉ số VNIndex bằng HNXIndex trong phân tích độ bền. Trên cơ sở đó, nghiên cứu đề xuất một số hàm ý chính sách nhằm nâng cao hiệu quả phát triển thị trường tài chính Việt Nam trong bối cảnh biến động và rủi ro thị trường gia tăng.***

• Từ khóa: *vàng, dầu, tỷ giá, chứng khoán, liên kết động, DCC-GARCH.*

*This study examines the dynamic interlinkages among four key asset markets in Vietnam, namely gold, oil, the exchange rate, and the stock market. Using daily frequency data over the period 2015-2025, the study employs a DCC-GARCH model combined with the Diebold-Yilmaz spillover index to assess the degree of interaction and volatility transmission across markets. The empirical results indicate that: (i) all markets exhibit persistent volatility, with the USD/VND exchange rate and Brent crude oil prices acting as major sources of long-term volatility spillovers, while SJC gold prices respond more sensitively to short-term shocks; (ii) the interlinkages among markets are dynamic and time-varying, and significantly influenced by periods of market stress; (iii) despite existing connectedness, the markets generally maintain a certain degree of relative independence, with the stock market playing a central role in the volatility transmission mechanism. These findings remain robust when the VNIndex is replaced by the HNXIndex in robustness checks. Based on these results, the study proposes several policy implications aimed at enhancing the efficiency of Vietnam's financial market development in the context of increasing volatility and risk.*

• Key words: *gold, oil, exchange rate, stock market, dynamic connectedness, DCC-GARCH.*

*Ngày nhận bài: 31/3/2026*
*Ngày gửi phản biện: 27/5/2026*
*Ngày duyệt đăng: 05/6/2026*

*DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i315.04*

## 1. Giới thiệu

Trong bối cảnh toàn cầu hóa và hội nhập tài chính ngày càng sâu rộng, các thị trường tài chính tại Việt Nam đã có sự phát triển nhanh chóng và ngày càng gắn kết với các thị trường trên thế giới. Sự liên thông này khiến các kênh đầu tư quan trọng như vàng, dầu, tỷ giá và thị trường chứng khoán không còn mang tính chất độc lập mà có sự tương tác nhất định. Các nghiên cứu thực nghiệm gần đây cũng cho thấy mối quan hệ giữa các thị trường tài sản ngày càng trở nên phức tạp và mang tính phụ thuộc lẫn nhau, đặc biệt trong các giai đoạn biến động mạnh (Mensi et al., 2021; Benlagha & El Omari, 2021). Trên cơ sở đó, nghiên cứu được thực hiện nhằm phân tích liên kết động và sự lan tỏa biến động giữa giá vàng, giá dầu, tỷ giá và thị trường chứng khoán tại Việt Nam.

## 2. Tổng quan nghiên cứu

Các nghiên cứu thực nghiệm quốc tế về mối liên hệ giữa giá vàng, giá dầu, tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán đều nhất trí rằng mối quan hệ này mang tính đa chiều, phản ánh sự tương tác giữa thị trường hàng hóa và thị trường tài chính thông qua các kênh truyền dẫn kinh tế - tài chính. Tuy nhiên, mối quan hệ giữa giá vàng, giá dầu, tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán không hoàn toàn thống nhất và có sự khác biệt giữa các quốc gia cũng như giai đoạn nghiên cứu.

Một số nghiên cứu như của Hussin et al. (2013) hay Chang Chun-Lin et al. (2013) chỉ ra rằng mối liên hệ chủ yếu tồn tại trong ngắn hạn, thông qua quan

[1] *Học viện Chính sách và Phát triển; email: nhung.mpi@apd.edu.vn; gianghuongng182@gmail.com; ngocanhnguyenthi0822@gmail.com; nguyenthitamchi51006@gmail.com; nguyenthihien693098@gmail.com; tranthuyhang3429@gmail.com*

hệ nhân quả hoặc sự lan tỏa biến động giữa các thị trường. Trong khi đó, các nghiên cứu của Wang & Chueh (2013), Shelly Singhala (2019) hay Naliniprava Tripathy (2016) lại tìm thấy mối quan hệ cân bằng dài hạn giữa các biến. Ngoài ra, nhiều nghiên cứu gần đây cho thấy trong các giai đoạn khủng hoảng như khủng hoảng tài chính toàn cầu hay đại dịch COVID-19, mức độ liên kết giữa các thị trường trở nên rõ ràng hơn, vàng trở thành tài sản trú ẩn an toàn và biến động ngược chiều với thị trường chứng khoán (Baur & Lucey, 2006), còn giá dầu và tỷ giá đóng vai trò là các kênh truyền dẫn cú sốc từ bên ngoài vào hệ thống tài chính (Kilian, 2008). Đa phần các nghiên cứu sử dụng mô hình VAR-DCC-GARCH, TVP-VAR và Markov Switching để phân tích liên kết động.

Nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam cho thấy thị trường chứng khoán Việt Nam có mối quan hệ đồng liên kết ngắn hạn và dài hạn với các biến số vĩ mô quan trọng như giá dầu, cung tiền, tỷ giá và giá vàng (Nguyễn Thị Như Quỳnh, Võ Thị Hương Linh, 2019; Nguyễn Thu Thủy và cộng sự, 2020), tuy nhiên trong ngắn hạn tồn tại độ trễ nhất định trong phản ứng của chỉ số VN-Index (Nguyễn Huyền Trang và Nguyễn Thị Nhung, 2025).

Các nghiên cứu trước đây về mối quan hệ giữa giá vàng, dầu, tỷ giá và chứng khoán vẫn còn hạn chế: (i) Chủ yếu dùng mô hình tuyến tính, giả định quan hệ ổn định, trong khi thực tế mang tính động và phi tuyến; (ii) Phân tích riêng lẻ từng thị trường, chưa phản ánh đầy đủ lan tỏa; (iii) Ít nghiên cứu kết hợp tương quan động và spillover theo chế độ, nhất là tại Việt Nam. Do đó, việc áp dụng mô hình DCC-GARCH kết hợp với phân tích lan tỏa biến động (spillover) được xem là hướng tiếp cận phù hợp, nhằm phản ánh bản chất động, phi tuyến và phụ thuộc chế độ của mối quan hệ giữa giá vàng, giá dầu, tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán trong bối cảnh Việt Nam.

## 3. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu

### *3.1. Dữ liệu nghiên cứu*

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp theo tần suất ngày được thu thập trong giai đoạn từ năm 2015 đến năm 2025. Các biến số chính trong mô hình bao gồm: (i) Giá vàng SJC trong nước; (ii) Giá dầu thô Brent (do Việt Nam chưa có thị trường dầu thô nội địa); (iii) Chỉ số VNIndex đại diện cho thị trường chứng khoán Việt Nam và (iv) Tỷ giá hối đoái USD/VND.

**Bảng 1. Dữ liệu biến động sử dụng trong nghiên cứu**

| STT | Tên dữ liệu | Kí hiệu | Cách thức đo lường |
|---|---|---|---|
| 1 | Mức thay đổi giá vàng | r_sjc | $r_sjc = \ln(SJC_Gold_t) - \ln(SJC_Gold_{t-1})$ |
| 2 | Mức thay đổi giá dầu | r_brent | $r_brent = \ln(Brent_Oil_t) - \ln(Brent_Oil_{t-1})$ |
| 3 | Mức thay đổi tỷ giá | r_usdvnd | $r_usdvnd = \ln(USD_VND_t) - \ln(USD_VND_{t-1})$ |
| 4 | Mức thay đổi chứng khoán | r_vni | $r_vni = \ln(VNIndex_t) - \ln(VNIndex_{t-1})$ |

*Nguồn: Nhóm tác giả*

### *3.2. Phương pháp nghiên cứu*

Để kiểm định mối liên kết động giữa giá vàng, giá dầu, tỷ giá hối đoái và biến động chứng khoán Việt Nam, nghiên cứu triển khai quy trình phân tích qua ba bước.

*Thứ nhất*, nghiên cứu áp dụng mô hình GARCH (1,1) để đo lường độ biến động và tính dai dẳng của rủi ro trên từng thị trường riêng lẻ. Phương trình phương sai có điều kiện được thiết lập như sau:

$$h_{i,t} = \omega_i + \alpha_i \varepsilon^2_{i,t-1} + \beta_i h_{i,t-1}$$

Trong đó: $\alpha_i$: Hệ số ARCH, đo lường tác động của cú sốc ngắn hạn từ kỳ trước.

$\beta_i$: Hệ số GARCH, đo lường mức độ bền vững của biến động rủi ro.

Điều kiện: $\alpha_i \geq 0, \beta_i \geq 0, \alpha_i + \beta_i < 1$

*Thứ hai,* mô hình tương quan động DCC-GARCH được sử dụng nhằm ước lượng ma trận tương quan biến thiên theo thời gian. Sau khi ước lượng mô hình, phương sai có điều kiện được trích xuất và chuyển đổi thành độ biến động (volatility) thông qua căn bậc hai của phương sai để làm dữ liệu đầu vào cho mô hình Diebold-Yilmaz ở bước tiếp theo.

*Thứ ba*, chỉ số lan tỏa Diebold-Yilmaz được sử dụng để tính toán mức độ truyền dẫn rủi ro. Phương pháp này sử dụng phân rã phương sai dự báo (FEVD) từ mô hình tự hồi quy vector (VAR) để xác định: chỉ số lan tỏa tổng thể (TCI) (Phản ánh mức độ gắn kết rủi ro chung của toàn bộ hệ thống) và lan tỏa ròng (NET) (xác định vai trò của thị trường, thị trường đóng vai trò "Nguồn phát tán" (NET > 0) và thị trường đóng vai trò "Bên tiếp nhận" (NET < 0) rủi ro).

## 4. Kết quả nghiên cứu

### *4.1. Mối liên kết động giữa các thị trường*

Bảng 2 kết quả thống kê mô tả cho thấy các chuỗi dữ liệu trong nghiên cứu có mức biến động cao, phân phối lệch và tồn tại hiện tượng đuôi dày, phù hợp với đặc điểm thường thấy của dữ liệu thị trường tài chính.

**Bảng 2. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu**

| Biến | Mean | Std. Dev. | Min | Max | Skewness | Kurtosis | Obs |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| r_sjc | 0.0005512 | 0.007787 | -0.0841315 | 0.1887831 | 5.0785 | 146.8361 | 2664 |
| r_brent | 0.0000688 | 0.0317812 | -0.6436989 | 0.485662 | -1.5811 | 102.4513 | 2664 |
| r_usdvnd | 0.0000715 | 0.0011237 | -0.0029426 | 0.0033242 | 0.2442752 | 4.939877 | 2664 |
| r_vni | 0.0004456 | 0.0115725 | -0.0691024 | 0.065469 | -0.9831 | 8.3964 | 2664 |

*Nguồn: Nhóm tác giả tính toán trên Stata17*

Kiểm định ADF cho thấy các chuỗi đều có giá trị thống kê âm lớn (-48.3 đến -53.4), nhỏ hơn mức tới hạn 1%, nên tất cả đều dừng và đủ điều kiện cho phân tích kinh tế lượng tiếp theo (Bảng 3). Kiểm định ARCH cho thấy p-value các biến đều < 0.05 (vàng

SJC 0.0315, các biến khác ≈ 0.0000), xác nhận tồn tại hiệu ứng ARCH và hiện tượng "cụm biến động". Do đó, việc sử dụng mô hình GARCH là phù hợp (Bảng 3).

**Bảng 3. Kết quả kiểm định ADF**

| Biến | Thống kê ADF | Giá trị tới hạn 1% | p-value | Kết luận | Thống kê Chi-square | Độ trễ (Lags) | P-value | Kết luận |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| r_sjc | -49.900 | -3.430 | 0.0000 | Dừng | 4.625 | 1 | 0.0315 | Có hiệu ứng ARCH |
| r_brent | -53.463 | -3.430 | 0.0000 | Dừng | 245.057 | 1 | 0.0000 | Có hiệu ứng ARCH |
| r_usdvnd | -51.414 | -3.430 | 0.0000 | Dừng | 295.735 | 1 | 0.0000 | Có hiệu ứng ARCH |
| r_vni | -48.303 | -3.430 | 0.0000 | Dừng | 101.182 | 1 | 0.0000 | Có hiệu ứng ARCH |

*Nguồn: Nhóm tác giả tính toán trên Stata17*

Kết quả ước lượng GARCH cho thấy hệ số GARCH của tỷ giá USD/VND (0.831), dầu Brent (0.859) và VNIndex (0.838) đều ở mức rất cao, phản ánh rủi ro trên các thị trường này có tính lan tỏa dài hạn, tức là một cú sốc khi xảy ra sẽ cần thời gian dài để tiêu biến. Ngược lại, xét về độ nhạy với cú sốc ngắn hạn, vàng SJC nổi bật với hệ số ARCH cao nhất (0.309), cao gấp 2-3 lần so với các biến còn lại, cho thấy thị trường vàng phản ứng mạnh hơn với các thông tin tức thời. Tổng hệ số (ARCH + GARCH) của tỷ giá USD/VND gần bằng 1 (0.998), hàm ý rằng biến động rủi ro của tỷ giá mang quán tính lớn trong hệ thống tài chính (Bảng 4).

**Bảng 4. Kết quả ước lượng mô hình GARCH**

| Biến | ARCH | GARCH | ARCH + GARCH | Hằng số |
|---|---|---|---|---|
| r_sjc | 0.3091207 | 0.3506837 | 0.6598044 | 0.0000234 |
| r_brent | 0.1037321 | 0.859671 | 0.9634031 | 0.0000246 |
| r_usdvnd | 0.1670375 | 0.8313998 | 0.9984373 | 0.0000000 |
| r_vni | 0.1210782 | 0.8380082 | 0.9590864 | 0.0000059 |

*Nguồn: Nhóm tác giả tính toán trên Stata17*

Kết quả từ mô hình DCC-GARCH, hệ số $\lambda_2$ đạt giá trị rất cao (0.8971795) với ý nghĩa thống kê 1% (Bảng 5), khẳng định tương quan giữa các thị trường tài chính tại Việt Nam chủ yếu được quyết định bởi yếu tố quá khứ hơn là các cú sốc mới phát sinh, thể hiện tính dai dẳng và ổn định trong cấu trúc liên kết dài hạn.

**Bảng 5. Kết quả ước lượng các tham số của mô hình DCC-GARCH**

| Tham số | Giá trị | p-value |
|---|---|---|
| $\lambda_1$ | 0.012511 | 0.004 |
| $\lambda_2$ | 0.8971795 | 0.000 |

*Nguồn: Nhóm tác giả tính toán trên Stata 17*

Mức độ liên kết giữa các thị trường nhìn chung không cao nhưng vẫn tồn tại một số mối quan hệ có ý nghĩa: dầu Brent và VNIndex tương quan dương mạnh nhất (0.1267556); USD/VND và VNIndex tương quan âm (-0.0766598); trong khi vàng SJC và USD/VND có tương quan dương (0.0485008), phản ánh các kênh truyền dẫn quan trọng giữa các thị trường (Bảng 6).

**Bảng 6. Hệ số tương quan trung bình có điều kiện giữa**

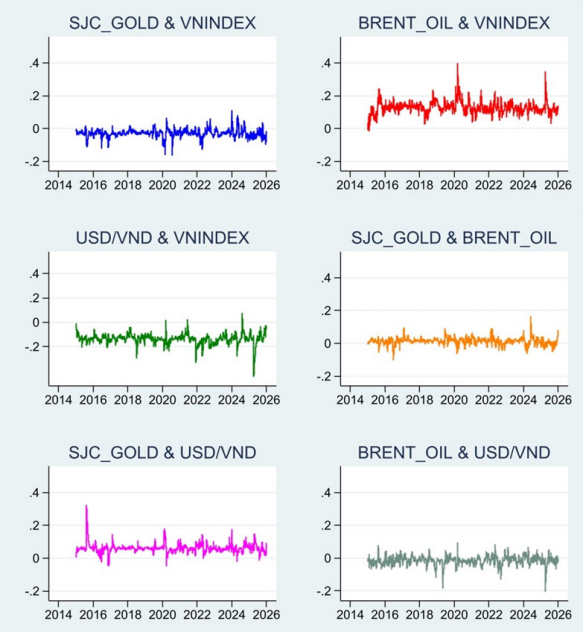
| Cặp thị trường | Hệ số | p-value |
|---|---|---|
| SJC_Gold - Brent_Oil | 0.0092999 | 0.679 |
| SJC_Gold - USD_VND | 0.0485008** | 0.026 |
| SJC_Gold - VNIndex | -0.0190059 | 0.408 |
| Brent_Oil - USD_VND | -0.0283085 | 0.209 |
| Brent_Oil - VNIndex | 0.1267556*** | 0.000 |
| USD_VND - VNIndex | -0.0766598*** | 0.001 |

*Ghi chú: ***, ** và * tương ứng mức ý nghĩa thống kê 1%, 5% và 10%*

*Nguồn: Nhóm tác giả tính toán trên Stata 17*

Đồng thời, tương quan động giữa các thị trường tăng mạnh trong các giai đoạn cú sốc như COVID-19 (2020-2022) và bất ổn địa chính trị (2024-2025), phản ánh hiện tượng lây nhiễm rủi ro. VNIndex - dầu Brent duy trì tương quan dương và tăng mạnh khi có cú sốc năng lượng; VNIndex - tỷ giá chủ yếu âm, hàm ý rút vốn; trong khi vàng - chứng khoán xuất hiện các đỉnh tương quan rõ giai đoạn 2020-2022, cho thấy vai trò trú ẩn của vàng (Biểu đồ 1).

**Biểu đồ 1. Hệ số tương quan động giữa các cặp thị trường tại Việt Nam**




*Nguồn: Nhóm tác giả tính toán trên Stata17*

### *4.2. Lan tỏa biến động*

Phân tích giai đoạn 2015-2025 cho thấy các giá trị đường chéo cao (87%-92%), trong đó vàng SJC cao nhất (92.77%), hàm ý biến động chủ yếu đến từ nội tại, liên kết giữa các thị trường còn thấp. Chỉ số lan tỏa tổng thể TCI đạt 10.89%, cho thấy mức độ lan tỏa rủi ro còn hạn chế và hệ thống nhìn chung ổn định. Về lan tỏa ròng, VNIndex là nguồn phát tán chính (NET = +2,43), tiếp đến là vàng SJC (NET = +0,82); trong

khi USD/VND (NET = -1,96) và dầu Brent (NET = -1,87) là các thị trường tiếp nhận rủi ro (Bảng 7).

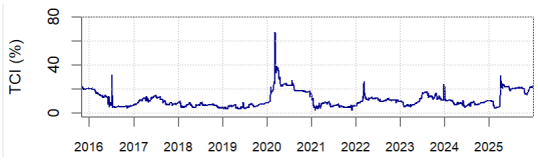
Chỉ số lan tỏa Diebold-Yilmaz biến thiên theo thời gian với ba giai đoạn đặc trưng: (i) 2015-2019, TCI duy trì ổn định ở mức 10-15%; (ii) đầu năm 2020, TCI tăng đột biến vượt 70% dưới tác động của cú sốc COVID-19; (iii) 2021-2025, TCI thiết lập mặt bằng cao hơn (10-30%) và có xu hướng gia tăng quanh mức 20% vào năm 2025, phản ánh mức độ nhạy cảm trước xung đột Nga-Ukraine (Biểu đồ 2).

**Bảng 7. Chỉ số lan tỏa Diebold-Yilmaz**

| | vol_sjc | vol_brent | vol_usdvnd | vol_vni | FROM |
|---|---|---|---|---|---|
| vol_sjc | **92.77** | 2.55 | 2.27 | 2.41 | 7.23 |
| vol_brent | 2.83 | **87.71** | 3.59 | 5.87 | 12.29 |
| vol_usdvnd | 1.98 | 4.60 | **87.61** | 5.80 | 12.39 |
| vol_vni | 3.23 | 3.86 | 4.56 | **88.36** | 11.64 |
| TO | 8.05 | 11.01 | 10.42 | 14.08 | 43.56 |
| NET | 0.82 | -1.87 | -1.96 | 2.43 | TCI = 10.89% |

*Nguồn: Nhóm tác giả tính toán trên RStudio*

**Biểu đồ 2. Chỉ số lan tỏa TCI biến đổi theo thời gian**




*Nguồn: Nhóm tác giả tính toán trên RStudio*

### *4.3. Kiểm định độ vững và độ tin cậy*

Kết quả kiểm định độ vững khi thay VNIndex bằng HNXIndex cho thấy các tham số DCC ($\lambda_1$, $\lambda_2$) đều có ý nghĩa 1% và $\lambda_1 + \lambda_2 < 1$, khẳng định tính ổn định của mô hình (Bảng 8). Đồng thời, 6 cặp tương quan giữ nguyên dấu và ý nghĩa thống kê, cho thấy mối quan hệ giữa các thị trường ổn định (Bảng 9). Đồng thời, chỉ số lan tỏa tổng thể (TCI) khi sử dụng biến HNXIndex chênh lệch rất nhỏ (0.23%) so với mô hình sử dụng biến VNIndex. Điều này cho thấy cấu trúc lan tỏa rủi ro của hệ thống tài chính Việt Nam không bị ảnh hưởng bởi sự khác biệt giữa hai sàn giao dịch (Bảng 10).

**Bảng 8. So sánh các tham số điều chỉnh tương quan động DCC**

| Tham số | Kết quả với biến VNIndex | Kết quả với biến HNXIndex | p-value |
|---|---|---|---|
| $\lambda_1$ (a) | 0.012511 | 0.0243691 | p < 0.01 |
| $\lambda_2$ (b) | 0.8971795 | 0.6225081 | p < 0.01 |
| $\lambda_1 + \lambda_2$ | 0.9096905 < 1 | 0.6468772 <1 | Ổn định |

*Nguồn: Nhóm tác giả tính toán trên Stata 17*

**Bảng 9. So sánh ma trận tương quan trung bình**

| Cặp thị trường | Hệ số (biến VNIndex) | p-value (biến VNIndex) | Hệ số (biến HNXIndex) | p-value (biến HNXIndex) |
|---|---|---|---|---|
| SJC_Gold - Brent_Oil | 0.0092999 | 0.679 | 0.0057672 | 0.778 |
| SJC_Gold - USD/VND | 0.0485008** | 0.026 | 0.0458508** | 0.024 |
| SJC_Gold - Chứng khoán | -0.0190059 | 0.408 | -0.02640498 | 0.200 |
| Brent_Oil - USD/VND | -0.0283085 | 0.209 | -0.0323181 | 0.119 |
| Brent_Oil - Chứng khoán | 0.1267556*** | 0.000 | 0.1219865*** | 0.000 |
| USD/VND - Chứng khoán | -0.0766598*** | 0.001 | -0.0589884** | 0.004 |

*Ghi chú: ***, ** và * tương ứng mức ý nghĩa thống kê 1%, 5% và 10%*

*Nguồn: Nhóm tác giả tính toán trên Stata 17*

**Bảng 10. Bảng kết quả mô hình Diebold-Yilmaz với biến HNXIndex**

| Thị trường | vol_sjc | vol_brent | vol_usdvnd | vol_hnx | FROM |
|---|---|---|---|---|---|
| vol_sjc | 92.44 | 2.44 | 2.35 | 2.77 | 7.56 |
| vol_brent | 2.94 | 87.47 | 3.53 | 6.06 | 12.53 |
| vol_usdvnd | 1.90 | 4.70 | 88.50 | 4.90 | 11.50 |
| vol_hnx | 5.09 | 3.44 | 4.68 | 86.80 | 13.20 |
| TO | 9.93 | 10.58 | 10.55 | 13.73 | 44.79 |
| NET | 2.37 | -1.95 | -0.95 | 0.53 | TCI = 11.20% |

*Nguồn: Nhóm tác giả tính toán trên RStudio*

## 5. Thảo luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy thị trường tài chính Việt Nam mang đặc điểm tương đối độc lập trong điều kiện bình thường nhưng gia tăng liên kết mạnh trong các giai đoạn khủng hoảng. Trong trạng thái ổn định, các mối quan hệ giữa giá vàng, giá dầu, tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán tồn tại ở mức yếu, phản ánh việc các cú sốc chủ yếu mang tính cục bộ và chịu chi phối bởi các yếu tố nội tại của từng thị trường. Điều này phù hợp với quan điểm của Chang và cộng sự (2013), khi cho rằng trong điều kiện bình thường, các thị trường tài sản có xu hướng vận động tách biệt, tạo điều kiện cho hoạt động đa dạng hóa danh mục đầu tư. Tuy nhiên, khi nền kinh tế đối mặt với các cú sốc lớn như đại dịch hoặc bất ổn địa chính trị, mức độ liên kết giữa các thị trường gia tăng rõ rệt. Kết quả này tương đồng với nhận định của Noureddine Benlagha và Salaheddine El Omari (2021) cũng như Bekaert và cộng sự (2014), khi nhấn mạnh các thị trường mới nổi có xu hướng gia tăng mức độ lan truyền rủi ro trong điều kiện bất ổn.

Bên cạnh đó, nghiên cứu khẳng định rằng vai trò của các thị trường tài sản trong cơ chế truyền dẫn rủi ro không cố định mà thay đổi theo từng cú sốc cụ thể. Trong bối cảnh đại dịch, khi tâm lý lo ngại rủi ro gia tăng và các hoạt động kinh tế bị gián đoạn, các tài sản như vàng và tỷ giá hối đoái có xu hướng đóng vai trò quan trọng trong việc phát tán biến động. Ngược lại, trong các cú sốc liên quan đến năng lượng và địa chính trị, giá dầu lại trở thành nhân tố dẫn dắt, lan tỏa tác động đến các thị trường khác, bao gồm cả thị trường chứng khoán. Sự thay đổi này cho thấy không tồn tại một tài sản nào giữ vai trò chi phối cố định trong mọi hoàn cảnh, mà cơ chế truyền dẫn luôn mang tính linh hoạt và phụ thuộc vào bản chất của cú sốc. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu trước như Trần Thị Kim Oanh và Lê Quốc Dĩnh (2023) cũng như Shelly Singhal và cộng sự (2019), khi nhấn mạnh tính chất thay đổi cấu trúc của mối quan hệ giữa các biến tài chính.

Xét về mối liên kết cụ thể giữa các thị trường, kết quả nghiên cứu cho thấy giá dầu và thị trường chứng khoán duy trì mối quan hệ cùng chiều tương đối ổn

định, phản ánh vai trò của dầu như một chỉ báo về chu kỳ kinh tế. Phát hiện này nhất quán với nghiên cứu của Nguyễn Thu Thủy và cộng sự (2020) cũng như Jain và Biswal (2016). Trong khi đó, mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán có xu hướng ngược chiều, cho thấy sự nhạy cảm của thị trường cổ phiếu trước các biến động tỷ giá, đặc biệt trong bối cảnh dòng vốn quốc tế và chi phí tài chính thay đổi. Đáng chú ý, vai trò trú ẩn của vàng không hoàn toàn ổn định như trong lý thuyết truyền thống của Markowitz (1952), mà có thể thay đổi tùy theo điều kiện thị trường. Trong một số giai đoạn biến động mạnh, vàng thậm chí có thể trở thành nguồn phát tán rủi ro, phản ánh tác động của yếu tố đầu cơ và tâm lý nhà đầu tư. Kết quả này bổ sung cho nhận định của Md Akhtaruzzaman và cộng sự (2021) rằng vai trò trú ẩn của vàng mang tính điều kiện và có thể bị suy giảm trong các giai đoạn khủng hoảng nghiêm trọng.

So với các thị trường phát triển, thị trường tài chính Việt Nam thể hiện rõ tính phụ thuộc trạng thái, với mức độ lan truyền rủi ro thay đổi mạnh theo từng giai đoạn và từng loại cú sốc. Điều này tương đồng với lập luận của Bekaert và cộng sự (2014), khi cho rằng các thị trường mới nổi thường dễ bị tổn thương hơn trước các cú sốc bên ngoài do hạn chế về quy mô và cấu trúc. Đồng thời, xu hướng gia tăng liên kết giữa các thị trường cũng cho thấy mức độ hội nhập tài chính của Việt Nam ngày càng sâu rộng, kéo theo cả cơ hội và rủi ro trong bối cảnh toàn cầu hóa.

## 6. Hàm ý chính sách và đầu tư

### *6.1. Đối với nhà hoạch định chính sách*

Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ giá có quan hệ nghịch chiều với thị trường chứng khoán và mang tính dai dẳng trong biến động, từ đó có thể lan tỏa rủi ro sang các thị trường khác. Vì vậy, Ngân hàng Nhà nước cần điều hành tỷ giá linh hoạt, phối hợp đồng bộ các công cụ tiền tệ nhằm hạn chế cú sốc và ổn định hệ thống tài chính. Bên cạnh đó, giá dầu là nguồn lan tỏa biến động trong dài hạn, đòi hỏi nâng cao tự chủ năng lượng, hoàn thiện cơ chế điều hành giá và giảm phụ thuộc bên ngoài. Đồng thời, do thị trường chứng khoán đóng vai trò trung tâm trong cơ chế lan truyền rủi ro, cần tăng cường minh bạch, giám sát và phát triển nhà đầu tư tổ chức để nâng cao khả năng chống chịu.

### *6.2. Đối với nhà đầu tư*

Mức độ liên kết giữa các thị trường tài sản tại Việt Nam nhìn chung không cao, tạo cơ hội đa dạng hóa danh mục để giảm rủi ro; trong đó, vàng có thể đóng vai trò công cụ hỗ trợ nhờ tương quan yếu với chứng khoán. Tuy nhiên, do mối quan hệ này thay đổi theo thời gian, nhà đầu tư cần theo dõi sát các yếu tố vĩ mô như tỷ giá và giá dầu để điều chỉnh danh mục kịp thời. Đồng thời, nên hạn chế sử dụng đòn bẩy và tránh quyết định cảm tính trong giai đoạn biến động nhằm đảm bảo hiệu quả đầu tư dài hạn.

## 7. Kết luận

Nghiên cứu này nhằm kiểm định mối liên kết động giữa giá vàng, giá dầu, tỷ giá và thị trường chứng khoán tại Việt Nam giai đoạn 2015-2025. Kết quả cho thấy: (i) Tồn tại liên kết động giữa các thị trường, trong đó tương quan thay đổi theo thời gian và phụ thuộc nhiều vào yếu tố quá khứ; (ii) Mức độ lan tỏa biến động gia tăng rõ rệt trong các giai đoạn khủng hoảng như đại dịch COVID-19 và xung đột địa chính trị. Nghiên cứu đóng góp bằng chứng thực nghiệm về mối liên kết động tại thị trường mới nổi như Việt Nam, nơi còn ít nghiên cứu kết hợp DCC-GARCH và chỉ số lan tỏa theo giai đoạn. Tuy nhiên, nghiên cứu còn hạn chế khi chưa xem xét đến các yếu tố quan trọng như tâm lý thị trường hoặc vai trò của các tài sản kỹ thuật số trong cơ chế truyền dẫn rủi ro. Trong thời gian tới, các nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng mô hình bằng cách bổ sung thêm các biến số và cập nhật dữ liệu khi có thêm các cú sốc mới.

**Tài liệu tham khảo:**

*Akhtaruzzaman, M., Boubaker, S., Lucey, B. M., & Sensoy, A. (2021). Is gold a hedge or a safe-haven asset in the COVID-19 crisis? Economic Modelling, 102, 105588. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.105588*

*Baur, D. G., & Lucey, B. M. (2006). Is gold a hedge or a safe haven? Financial Review. https://www.tcd.ie/triss/assets/PDFs/iiis/iiisdp198.pdf*

*Bekaert, G., Ehrmann, M., Fratzscher, M., & Mehl, A. (2014). The Global Crisis and Equity Market Contagion. The Journal of Finance, 69(6), 2873-2873. https://doi.org/10.1111/jofi.12228*

*Branson, W. (1981). NBER WORKING PAPER SERIES MACROECONOMI C DETERMI NANTS OF REAL EXCHANGE RATES. In Managing International Risk. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w0801/w0801.pdf*

*Chang, H.-F., Huang, L.-C., & Chin, M.-C. (2013). Interactive relationships between crude oil prices, gold prices, and the NT-US dollar exchange rate—A Taiwan study. Energy Policy, 63, 441-448. https://doi.org/10.1016/j.enpol.2013.09.029*

*Jain, A., & Biswal, P. C. (2016). Dynamic linkages among oil price, gold price, exchange rate, and stock market in India. Resources Policy, 49(1), 179-185. https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2016.06.001*

*Kilian, L. (2008). The Economic Effects of Energy Price Shocks. Journal of Economic Literature, 46(4), 871-909. JSTOR. https://doi.org/10.2307/27647084*

*Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. The Journal of Finance, 7(1), 77-91. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x*

*Mensi, W., Reboredo, J. C., & Ugolini, A. (2021). Price-switching spillovers between gold, oil, and stock markets: Evidence from the USA and China during the COVID-19 pandemic. Resources Policy, 73, 102217. https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2021.102217*

*Nguyễn Huyền Trang & Nguyễn Thị Nhung. (2025). Giá vàng và phản ứng của thị trường chứng khoán: Nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam. Taichinhdoanhnghiep.net.vn.*

*Nguyễn Thị Như Quỳnh, & 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, 47-47. https://vjol.info.vn/index.php/DHM-KTQTKD/article/view/56138*

*Nguyễn Thu Thủy, Nguyễn Việt Dũng, & Tạ Thúy Quỳnh. (2020). Áp Dụng Mô Hình ARDL Nghiên Cứu Tác Động Của Các Chỉ Số Giá Đến Thị Trường Chứng Khoán Việt Nam. Trường Đại Học Thương Mại. https://tckhtm.tmu.edu.vn/tin-tuc/chi-tiet/nguyen-thu-thuy-nguyen-viet-dung-va-ta-thuy-quynh-ap-dung-mo-hinh-ardl-nghien-cuu-tac-dong-cua-cac-chi-so-gia-den-thi-truong-chung-khoan-viet-nam-21122*

*Noureddine Benlagha, & Salaheddine El Omari. (2021). Connectedness of stock markets with gold and oil: New evidence from COVID-19 pandemic. Finance Research Letters, 102373. https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102373*

*Singhal, S., Choudhary, S., & Biswal, P. C. (2019). Return and volatility linkages among International crude oil price, gold price, exchange rate and stock markets: Evidence from Mexico. Resources Policy, 60, 255-261. https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2019.01.004*

*Trần Thị Kim Oanh & Lê Quốc Dĩnh. (2023). Mối quan hệ giữa giá vàng, chỉ số thị trường chứng khoán và tỷ giá tại Việt Nam: nghiên cứu trong bối cảnh đại dịch Covid-19 và xung đột chính trị Nga-Ukraina. Tạp Chí Kinh Tế và Phát Triển, 308(2), 81-91. https://js.ktpt.edu.vn/index.php/jed/article/view/980*