TÁC ĐỘNG CỦA CÁC CÚ SỐC TÀI CHÍNH TOÀN CẦU ĐẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM: BẰNG CHỨNG THỰC TIỄN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

ThS. Nguyễn An Phú*

Quá trình hội nhập tài chính toàn cầu đã khuếch đại sự lan truyền của các cú sốc ngoại sinh đến các nền kinh tế mới nổi và đồng thời làm tăng độ nhạy cảm của những quốc gia này đối với thanh khoản toàn cầu và tâm lý nhà đầu tư. Bài viết này phân tích chuỗi sự kiện lịch sử về sự lan truyền của các cú sốc tài chính toàn cầu lớn đến thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2000 - 2025. Vận dụng khung phân tích sự kiện và phương pháp phân tích tương quan trượt, nghiên cứu đánh giá tác động của các giai đoạn căng thẳng tài chính toàn cầu đối với các diễn biến trên thị trường cổ phiếu nội địa. Mục tiêu của nghiên cứu là phác họa sự tiến hóa của các mối liên kết tài chính quốc tế, đồng thời phân định rõ các giai đoạn xảy ra hiệu ứng lây lan tạm thời với trạng thái phụ thuộc lẫn nhau trong dài hạn. Thông qua việc tập trung vào các bằng chứng lịch sử, nghiên cứu này cung cấp một góc nhìn hệ thống về lộ trình hội nhập sâu rộng của Việt Nam vào cấu trúc tài chính toàn cầu, cũng như sự đồng pha ngày càng gia tăng giữa thị trường Việt Nam và các thị trường quốc tế.

• Từ khóa: *cú sốc tài chính toàn cầu, hiệu ứng lây lan tài chính, thị trường mới nổi, thị trường chứng khoán việt nam, hội nhập tài chính toàn cầu.*

Global financial integration has amplified the transmission of exogenous shocks to emerging economies, simultaneously heightening their sensitivity to global liquidity conditions and investor sentiment. This paper examines the historical transmission of major global financial shocks to the Vietnamese stock market over the 2000 - 2025 period. Employing an event-study framework and rolling correlation analysis, the research evaluates the impact of global financial stress episodes on domestic equity market dynamics. The objective of this study is to delineate the evolution of international financial linkages, while clearly distinguishing periods of temporary financial contagion from long-term interdependence. By focusing on historical empirical evidence, this research provides a systematic perspective on Vietnam's progressive integration into the global financial architecture, as well as its increasing co-movement with international markets.

• Key words: *global financial shocks; financial contagion; emerging markets; vietnamese stock market; global financial integration.*

Ngày nhận bài: 05/01/2026
Ngày gửi phản biện: 18/02/2026
Ngày duyệt đăng: 27/3/2026

DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i310.13

1. Giới thiệu

Trong gần ba thập kỷ, tiến trình hội nhập sâu rộng của các thị trường tài chính toàn cầu đã làm thay đổi căn bản các động lực chi phối thị trường chứng khoán tại từng quốc gia. Những bước tiến về tự do hóa tài chính, sự luân chuyển dòng vốn xuyên biên giới và cơ sở hạ tầng giao dịch kỹ thuật số đã xóa mờ đáng kể tình trạng phân mảnh từng là đặc trưng của nhiều hệ thống tài chính nội địa. Hệ quả là giá cả tài sản trên toàn cầu ngày càng chịu sự chi phối của các điều kiện tài chính chung hơn là chỉ phản ánh các yếu tố cơ bản của nền kinh tế sở tại. Sự lan truyền của các cú sốc tài chính toàn cầu đã trở thành một vấn đề trọng tâm, đặc biệt đối với các thị trường mới nổi.

Những năm gần đây, thị trường chứng khoán Việt Nam có những bước tiến về cơ sở hạ tầng giao dịch, cải cách thể chế và sự gia tăng hiện diện của khối ngoại đã bện chặt hơn mối liên kết giữa thị trường nội địa với hệ thống tài chính toàn cầu. Mặc dù vậy, thị trường Việt Nam vẫn mang đậm những đặc trưng điển hình của các nền kinh tế mới nổi theo định nghĩa của Bekaert và Harvey (2003) - bao gồm mức độ nhạy cảm cao trước những biến động của dòng vốn toàn cầu - kết hợp với những đặc tính nội tại mang tính đặc thù, đơn cử như sự áp đảo tuyệt đối của lực lượng nhà đầu tư cá nhân.

Đặt trong bối cảnh đó, mục tiêu của nghiên cứu này là khảo sát sự lan truyền theo dòng lịch sử của các cú sốc tài chính toàn cầu đến thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2000 - 2025. Thông qua việc hệ thống hóa cách thức các biến cố căng thẳng tài chính

* *Văn phòng Bộ Tài chính; nguyenanphu110@gmail.com*

lớn trên toàn cầu tương tác với một thị trường chứng khoán đang phát triển như Việt Nam, bài báo kỳ vọng cung cấp một góc nhìn phân tích mô tả về tiến trình hội nhập ngày càng sâu rộng của quốc gia vào hệ thống tài chính toàn cầu, cũng như những hệ lụy của quá trình hội nhập này đối với mức độ biến động của thị trường và các động lực rủi ro.

2. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu này vận dụng một tập hợp các chỉ báo tài chính mang tính đại diện nhằm khảo sát mối tương tác giữa các điều kiện tài chính toàn cầu và thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2000 - 2025. Bộ dữ liệu tập trung vào ba biến số được ứng dụng rộng rãi trong các nghiên cứu tài chính quốc tế: chỉ số VN-Index, chỉ số S&P 500 và chỉ số biến động VIX. Sự kết hợp của các chỉ báo này giúp nắm bắt toàn diện hiệu suất hoạt động của thị trường cổ phiếu nội địa, chu kỳ thị trường chứng khoán toàn cầu và tâm lý rủi ro quốc tế.

Chỉ số VN-Index đóng vai trò là thước đo chủ đạo để đánh giá hiệu suất của thị trường chứng khoán Việt Nam. Với tư cách là chỉ số tham chiếu của Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, VN-Index phản ánh các biến động giá tổng hợp của các cổ phiếu niêm yết trong nước, đồng thời cung cấp góc nhìn toàn diện về các điều kiện thị trường nội địa. Kể từ khi thị trường chứng khoán Việt Nam chính thức đi vào hoạt động năm 2000, VN-Index đã ghi nhận tiến trình lột xác của thị trường, từ một sàn giao dịch cận biên với quy mô khiêm tốn, trở thành một thị trường mới nổi có tốc độ phát triển mạnh mẽ.

Nhằm đại diện cho các điều kiện trên thị trường cổ phiếu toàn cầu, nghiên cứu sử dụng chỉ số S&P 500 - vốn được giới hàn lâm xem là thước đo chuẩn mực cho thị trường chứng khoán quốc tế. Do Hoa Kỳ nắm giữ vai trò chi phối trong hệ thống tài chính quốc tế, sự biến động của chỉ số S&P 500 thường phát đi tín hiệu về sự dịch chuyển trong kỳ vọng tăng trưởng toàn cầu, cũng như các quyết định phân bổ danh mục đầu tư xuyên biên giới.

Bên cạnh đó, Chỉ số Biến động CBOE (VIX) được sử dụng làm biến đại diện cho tâm lý rủi ro của giới đầu tư toàn cầu. VIX đo lường mức độ biến động kỳ vọng của thị trường cổ phiếu Hoa Kỳ và thường được diễn giải như một chỉ báo về mức độ bất ổn của thị trường hay còn được gọi là "thước đo nỗi sợ hãi của nhà đầu tư" (Whaley, 2000). Những giai đoạn chỉ số VIX duy trì ở mức cao thường trùng khớp với các thời kỳ trạng thái căng thẳng tài chính toàn cầu leo thang; từ đó chi phối chu kỳ tài chính toàn cầu, gây ảnh hưởng sâu sắc đến các dòng vốn xuyên biên giới và sự lan truyền biến động qua lại giữa cả thị trường mới nổi lẫn thị trường phát triển (Rey, 2015). Nhìn chung, tổ hợp các biến số này thiết lập một khung phân tích súc tích nhằm đánh giá mối tương tác mang tính lịch sử giữa các điều kiện tài chính toàn cầu và thị trường chứng khoán Việt Nam.

3. Phương pháp nghiên cứu sự kiện

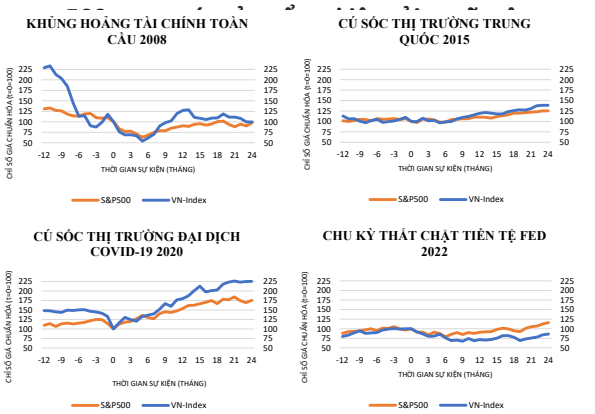
Để khảo sát tác động lịch sử của các cú sốc tài chính toàn cầu đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, nghiên cứu này áp dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện tập trung vào một số giai đoạn căng thẳng tài chính toàn cầu trọng yếu. Cụ thể, phân tích sẽ quan sát các động lực thị trường trong cửa sổ sự kiện kéo dài từ 12 tháng trước đến 24 tháng sau mỗi cú sốc (t-12 đến t+24). Khung phân tích này cho phép so sánh một cách có hệ thống hành vi của thị trường trong các giai đoạn trước, trong và sau các biến động toàn cầu. Trong lĩnh vực tài chính, phương pháp nghiên cứu sự kiện được ứng dụng phổ biến để đánh giá phản ứng của các thị trường tài chính trước những cú sốc lớn về kinh tế hoặc chính sách, nhờ khả năng nắm bắt hiệu quả tác động của các sự kiện cụ thể lên giá chứng khoán trong một khung thời gian xác định (MacKinlay, 1997; Brown & Warner, 1985).

Bảng 1: Tác động của các cú sốc tài chính toàn cầu lớn đến thị trường chứng khoán Việt Nam

Sự kiện	Thời gian	Mức sụt giảm cao nhất của Việt Nam	Mức sụt giảm cao nhất của Hoa Kỳ	Hệ số nhạy cảm thị trường	Thời gian phục hồi (tháng)
Khủng hoảng tài chính 2008	Tháng 9/2008	-76,93%	-52,56%	1,46	10
Cú sốc thị trường Trung Quốc	Tháng 8/2015	-30,41%	-22,32%	1,36	2
Đại dịch Covid-19	Tháng 3/2020	-55,78%	-45,77%	1,22	1
Chu kỳ thắt chặt tiền tệ FED	Tháng 3/2022	-32,78%	-31,76%	1,03	40

Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên dữ liệu từ S&P Global và Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh

Biểu đồ 1: Quỹ đạo biến động của VN-Index và S&P



Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên dữ liệu từ S&P Global và Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh

Phân tích tập trung vào bốn sự kiện lớn có ảnh hưởng sâu sắc đến các điều kiện tài chính toàn cầu: Khủng hoảng Tài chính Toàn cầu năm 2008, đợt chấn động của thị trường Trung Quốc năm 2015, đại dịch COVID-19 năm 2020 và chu kỳ thắt chặt chính sách tiền tệ của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) năm 2022. Biểu đồ 1 minh họa diễn biến của chỉ số VN-Index và S&P 500 trong

từng cửa sổ sự kiện, trong khi Bảng 1 tóm tắt biên độ sụt giảm và thời gian phục hồi của thị trường Việt Nam.

3.1. Khủng hoảng tài chính toàn cầu (2008)

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu khởi phát vào tháng 9/2008 là cú sốc vĩ mô nghiêm trọng nhất đối với thị trường chứng khoán Việt Nam trong toàn bộ chu kỳ nghiên cứu. Theo thống kê tại Bảng 1, chỉ số VN-Index ghi nhận mức sụt giảm cao nhất lên đến 76,93%, lớn hơn đáng kể so với biên độ điều chỉnh 52,56% của thị trường Hoa Kỳ. Đặc biệt, hệ số nhạy cảm thị trường trong giai đoạn này đạt mức đỉnh điểm (1,46), qua đó cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho thấy mức độ phơi nhiễm rủi ro và tính dễ bị tổn thương đặc thù của các nền kinh tế mới nổi trước những đứt gãy tài chính quốc tế.

Biểu đồ 1 minh họa rõ nét quỹ đạo bán tháo với gia tốc lớn của thị trường Việt Nam. Biên độ điều chỉnh sâu hơn đáng kể so với Hoa Kỳ khẳng định các xung lực rủi ro toàn cầu đã bị khuếch đại trong quá trình truyền dẫn vào hệ thống tài chính nội địa. Cơ chế khuếch đại này tương thích với các nền tảng lý thuyết về lây lan tài chính, nhấn mạnh vai trò của các liên kết cơ cấu (Kaminsky & Reinhart, 2000), cùng hiện tượng tháo chạy của dòng vốn do sự dịch chuyển đột ngột trong khẩu vị rủi ro toàn cầu (Masson, 1998; Forbes & Warnock, 2012). Tuy nhiên, sau khi hấp thụ toàn bộ xung lực của cú sốc, thị trường Việt Nam đã thiết lập lại mặt bằng giá sau khoảng 10 tháng, thể hiện năng lực tự phục hồi cơ bản khi các điều kiện vĩ mô toàn cầu dần ổn định.

3.2. Cú sốc thị trường Trung Quốc (2015)

Sự kiện thứ hai được phân tích là đợt biến động của thị trường chứng khoán Trung Quốc vào tháng 8/2015 vốn đóng vai trò là tác nhân kích hoạt chuỗi rung lắc trên các thị trường cổ phiếu toàn cầu. So với cuộc khủng hoảng năm 2008, mức độ phản ứng của thị trường Việt Nam có phần chừng mực hơn: mức sụt giảm cao nhất của VN-Index đạt 30,41%, nhỉnh hơn mức giảm 22,32% của S&P 500. Hệ số nhạy cảm thị trường giảm xuống ngưỡng 1,36 nhưng vẫn phản ánh mức độ tương tác khá mạnh của thị trường nội địa.

Đáng chú ý, dữ liệu từ Bảng 1 cho thấy chu kỳ phục hồi của sự kiện này diễn ra nhanh chóng - chỉ mất 2 tháng để thị trường lấy lại mốc cân bằng trước sự kiện. Quỹ đạo này hàm ý rằng giới đầu tư định giá biến cố từ Trung Quốc mang tính gián đoạn cục bộ thay vì rủi ro hệ thống toàn diện. Dưới góc nhìn hội nhập tài chính, sự kiện này là minh chứng thực tiễn cho thấy các cú sốc vĩ mô từ các trung tâm kinh tế khu vực hoàn toàn có khả năng lan truyền sang các thị trường lân cận. Với trọng số ngày càng gia tăng của kinh tế Trung Quốc trong chuỗi cung ứng toàn cầu, các bất ổn tài chính từ quốc gia này có thể thẩm thấu vào Việt Nam thông qua cả hai kênh truyền dẫn: thị trường tài chính và kinh tế.

3.3. Đại dịch Covid-19 (2020)

Sự bùng phát của đại dịch Covid-19 vào tháng 3/2020 đóng vai trò là một cú sốc ngoại sinh phi truyền thống nhưng có sức tàn phá rất lớn đối với hệ thống tài chính toàn cầu. Phản ứng trước sự đứt gãy đột ngột của chuỗi hoạt động kinh tế và tình trạng bất định leo thang, giới đầu tư quốc tế đã nhanh chóng tái cơ cấu danh mục, dẫn đến làn sóng tháo chạy khỏi các tài sản rủi ro.

Trong giai đoạn này, VN-Index ghi nhận mức sụt giảm cao nhất là 55,78%, vượt qua biên độ suy giảm 45,77% của S&P 500. Mặc dù hệ số nhạy cảm thị trường tiếp tục đà giảm xuống còn 1,22, đây vẫn là một đợt đứt gãy định giá nghiêm trọng. Tuy nhiên, điểm nhấn về mặt thực nghiệm là đà phục hồi chữ V diễn ra cực kỳ mạnh mẽ (quan sát tại Biểu đồ 1): chỉ mất vỏn vẹn 1 tháng (theo Bảng 1), thị trường Việt Nam đã hấp thụ xong cú sốc và bước vào chu kỳ tăng trưởng mới. Cấu trúc biến động đồng pha sâu sắc giữa VN-Index và S&P 500 trong thời kỳ này tái khẳng định vai trò chi phối tuyệt đối của tâm lý e ngại rủi ro toàn cầu đối với động lượng thị trường trong các giai đoạn rủi ro hệ thống tăng vọt.

3.4. Chu kỳ thắt chặt tiền tệ FED (2022)

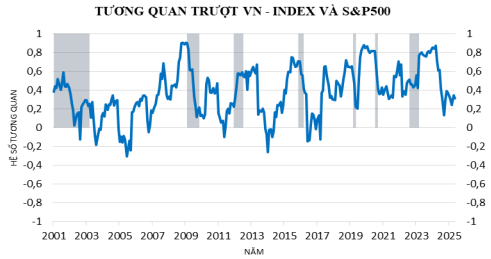
Sự kiện cuối cùng trong mẫu nghiên cứu là chu kỳ thắt chặt tiền tệ của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) khởi đầu từ tháng 3/2022 đánh dấu sự đảo chiều nền tảng của các điều kiện thanh khoản toàn cầu. Khác biệt cơ bản với các biến cố trước đó, chu kỳ này không xuất phát từ sự đổ vỡ của hệ thống tài chính, mà bắt nguồn từ các biện pháp can thiệp chính sách đồng bộ nhằm hạ nhiệt áp lực lạm phát.

Đặc điểm nổi bật nhất mang tính thực nghiệm là biên độ suy giảm của hai thị trường tiến tới mức hội tụ: mức sụt giảm cao nhất của VN-Index là 32,78%, bám sát mức giảm 31,76% của S&P 500. Tính đồng pha này được định lượng rõ nét qua hệ số nhạy cảm thị trường suy giảm về sát ngưỡng trung lập (1,03). Cấu trúc dữ liệu này minh chứng cho mức độ liên thông ngày càng chặt chẽ giữa thị trường chứng khoán Việt Nam và các chu kỳ tài chính quốc tế.

Dù vậy, rủi ro cốt lõi nằm ở tiến trình phục hồi chậm chạp, đòi hỏi tới 40 tháng để thiết lập lại mặt bằng giá trị. Quỹ đạo kéo dài (quan sát tại Biểu đồ 1, khi chỉ số duy trì ở vùng định giá thấp xuyên suốt từ tháng 0 đến tháng 20) phản ánh tác động trễ và tính bào mòn dai dẳng của môi trường chi phí vốn đắt đỏ. Hệ quả này cung cấp một hàm ý quan trọng: các thị trường mới nổi không chỉ dễ bị tổn thương trước các đứt gãy thanh khoản chớp nhoáng, mà còn chịu áp lực định giá sâu sắc từ sự chuyển dịch cơ cấu mang tính chu kỳ của các chính sách tiền tệ cốt lõi toàn cầu.

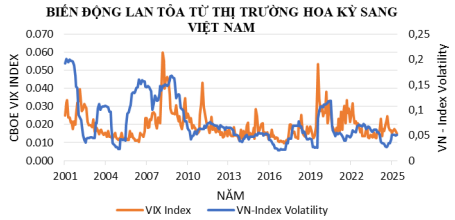
4. Hiệu ứng lan tỏa tài chính toàn cầu

Biểu đồ 2: Tương quan giữa VN-Index và S&P 500 qua các chu kỳ khủng hoảng tài chính



Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên dữ liệu từ S&P Global và Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh

Biểu đồ 3: Mối quan hệ đồng pha giữa chỉ số VIX và biên độ biến động của VN-Index (2001-2025)



Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên dữ liệu từ Sàn giao dịch quyền chọn Chicago và Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh

Tiến trình hội nhập tài chính sâu rộng đồng nghĩa với việc các đứt gãy từ những trung tâm tài chính lớn có khả năng tạo ra rủi ro lan truyền nhanh chóng đến các thị trường cận biên và mới nổi. Để định lượng hóa cơ chế tác động này đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, nghiên cứu tích hợp hai thước đo thực nghiệm về liên kết tài chính chéo: (1) Hệ số tương quan trượt biến thiên theo thời gian giữa VN-Index và S&P 500 (Biểu đồ 2) và (2) Rủi ro biến động lan tỏa đo lường thông qua độ thích ứng của VN-Index trước các cú sốc của chỉ báo VIX (Biểu đồ 3). Tổ hợp cấu trúc này cung cấp cơ sở thực chứng về cách thức các điều kiện thanh khoản quốc tế thẩm thấu vào định giá tài sản nội địa.

4.1. Tương quan biến thiên theo thời gian giữa VN-Index và chứng khoán toàn cầu

Biểu đồ 2 minh họa quỹ đạo của hệ số tương quan trượt giữa VN-Index và S&P 500 xuyên suốt chu kỳ 2001 - 2025. Cấu trúc đồ thị khẳng định mối liên kết giữa hai thị trường không mang tính tĩnh mà bộc lộ sự biến thiên có điều kiện rất rõ rệt. Trong chu kỳ phát triển sơ khai (nửa đầu thập niên 2000), hệ số tương quan chủ yếu dao động quanh mốc 0, thậm chí thường xuyên ghi nhận giá trị âm (tiêu biểu giai đoạn 2004 - 2005). Trạng thái phân mảnh này phản ánh đặc thù của một thị trường chớm nở: sự hiện diện của các hàng rào kiểm soát vốn và tỷ trọng tham gia khiêm tốn của dòng vốn ngoại đã cô lập thị trường nội địa khỏi các xung lực tài chính quốc tế.

Tuy nhiên, sự dịch chuyển mang tính cấu trúc bắt đầu xuất hiện kể từ năm 2007. Dữ liệu thực nghiệm chỉ ra rằng, hệ số tương quan luôn có xu hướng bật tăng và tạo đỉnh một cách cực đoan trong các thời điểm các sự kiện khủng hoảng (được đánh dấu bằng các dải màu xám trên Biểu đồ 2). Đỉnh điểm là trong khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, tương quan giữa hai thị trường vọt lên sát ngưỡng 0,9. Hiện tượng cũng được tái lập trong đại dịch Covid-19 (2020) và chu kỳ FED thắt chặt (2022 - 2023).

Dưới góc độ tài chính hành vi và quản trị danh mục, hiện tượng này là minh chứng kinh điển cho hiệu ứng lây lan. Khi hệ thống đối diện với rủi ro hệ thống, sự dịch chuyển đột ngột trong khẩu vị rủi ro đã kích hoạt làn sóng thanh lý danh mục chéo và tái cơ cấu đồng pha của các quỹ đầu tư toàn cầu. Việc các đỉnh tương quan ngày càng xuất hiện với tần suất dày đặc hơn trong thập kỷ qua tái khẳng định lập luận của Bekaert & Harvey (1995): khi biên giới đầu tư bị xóa nhòa, các thị trường mới nổi như Việt Nam sẽ ngày càng tương đồng trong các chấn động tài chính khớp chặt chẽ với chu kỳ tài chính toàn cầu.

4.2. Khẩu vị rủi ro toàn cầu và cơ chế lan truyền biến động

Biểu đồ 3 cung cấp một góc nhìn định lượng sắc bén về hiệu ứng lan tỏa rủi ro thông qua việc đối chiếu biên độ biến động của VN-Index với Chỉ số VIX. Trong tài chính ứng dụng, VIX đóng vai trò là biến đại diện cốt lõi đo lường tâm lý e ngại rủi ro của giới đầu tư toàn cầu.

Quan sát từ đồ thị cho thấy sự đồng pha gần như tuyệt đối giữa hai biến số này. Mỗi bước nhảy của VIX - khi chỉ báo này bứt phá lên các vùng cực đoan (như mốc 60 điểm năm 2008, hay xấp xỉ 55 điểm đầu năm 2020) - đều ngay lập tức kéo theo một cú sốc biến động tương ứng trên VN-Index. Mối quan hệ bám sát này xác nhận rằng, các cú sốc rủi ro toàn cầu không chỉ tác động đến chiều hướng giá mà còn trực tiếp tái định hình cấu trúc rủi ro của thị trường Việt Nam.

Cơ chế truyền dẫn này có thể được lý giải qua lăng kính Chu kỳ Tài chính Toàn cầu của Rey (2015). Khi VIX tăng vọt, phản ánh tâm lý hoảng loạn, các dòng vốn quốc tế sẽ ngay lập tức kích hoạt chiến lược "tháo chạy sang các tài sản trú ẩn an toàn". Các thị trường mới nổi/cận biên, do đặc thù thanh khoản mỏng và rủi ro tỷ giá, luôn là lớp tài sản đầu tiên bị các nhà quản lý quỹ quốc tế rút vốn. Áp lực rút ròng ồ ạt này tất yếu tạo ra các đứt gãy thanh khoản cục bộ, đẩy mức độ biến động của thị trường nội địa lên cao trào.

Nhìn chung, tổ hợp bằng chứng từ Biểu đồ 2 và Biểu đồ 3 hàm ý rằng, động lượng của thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay không còn được định đoạt thuần túy bởi các yếu tố cơ bản nội tại. Quá trình định giá tài sản trong nước đang chịu sự chi phối ngày càng sâu sắc bởi các biến số tài chính ngoại sinh - nổi bật là rủi ro thanh khoản toàn cầu và sự dịch chuyển liên tục

trong khẩu vị rủi ro của dòng vốn quốc tế.

5. Tổng hợp kết quả và Hàm ý thực tiễn

Các kết quả thực nghiệm trích xuất từ Bảng 1 và chuỗi Biểu đồ 1 - 3 đã phác họa một cấu trúc đa chiều về cơ chế tương tác giữa các cú sốc tài chính toàn cầu và thị trường chứng khoán Việt Nam xuyên suốt hơn hai thập kỷ. Thay vì chỉ dừng lại ở các thống kê mô tả, hệ thống dữ liệu này bộc lộ một sự dịch chuyển mang tính nền tảng: thị trường Việt Nam đã chuyển từ trạng thái phản ứng bất cân xứng, cách ly tương đối (giai đoạn trước 2008) sang trạng thái đồng pha sâu sắc với các chu kỳ tài chính quốc tế (giai đoạn 2020 - 2022).

Đối với công tác quản trị danh mục và phòng vệ rủi ro định chế: Tiến trình hội nhập sâu rộng kéo theo sự vô hiệu hóa của các chiến lược phân bổ tài sản truyền thống. Quỹ đạo của hệ số tương quan trượt (Biểu đồ 2) và sự hội tụ về biên độ sụt giảm (Biểu đồ 1) khẳng định rằng: lợi ích của nguyên tắc đa dạng hóa rủi ro xuyên biên giới thường bị triệt tiêu vào chính những thời điểm xung yếu nhất. Khi hệ thống đối diện rủi ro, các lớp tài sản bị thanh lý chéo đồng loạt, dẫn đến hiện tượng phản ứng thái quá tại thị trường Việt Nam - nơi độ sâu thị trường còn mỏng và tâm lý bầy đàn vẫn đóng vai trò chi phối. Do đó, các định chế tài chính và nhà quản lý quỹ không thể chỉ phụ thuộc vào Lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại mà buộc phải chủ động tích hợp các chiến lược phòng vệ rủi ro và quản trị thanh khoản chủ động để bảo vệ giá trị tài sản trước các cú sốc ngoại sinh đột ngột.

Đối với công tác giám sát rủi ro và thiết lập hệ thống cảnh báo sớm: Sự phân hóa mạnh mẽ trong thời gian phục hồi - từ đà bật tăng chữ V chớp nhoáng (1 tháng) trong tâm dịch Covid-19 cho đến sự bào mòn dai dẳng (40 tháng) dưới áp lực thắt chặt của FED - cung cấp một góc nhìn thực chứng quan trọng để phân loại rủi ro. Thị trường có sức chống chịu khá tốt với các đứt gãy thanh khoản mang tính hoảng loạn tâm lý, nhưng lại đặc biệt nhạy cảm trước các dịch chuyển mang tính cấu trúc về chi phí vốn toàn cầu. Đồng thời, sự đồng pha giữa VN-Index và chỉ số VIX (Biểu đồ 3) gợi mở cơ sở định lượng để các bộ phận quản trị rủi ro ứng dụng VIX như một thông số cảnh báo sớm lõi. Khi VIX chạm các ngưỡng cực đoan, thị trường cần sẵn sàng kích hoạt các kịch bản kiểm tra sức chịu đựng để đối phó với hiện tượng tháo chạy sang các tài sản trú ẩn an toàn và sự đảo chiều của dòng vốn ngoại.

Đối với công tác hoạch định chính sách an toàn vĩ mô: Khi nền kinh tế Việt Nam tiếp tục đẩy nhanh lộ trình nâng hạng lên «Thị trường mới nổi» của MSCI/FTSE, mức độ phơi nhiễm đối với các dòng vốn nóng toàn cầu sẽ gia tăng theo cấp số nhân. Trong bối cảnh động lượng của thị trường nội địa ngày càng bị chi phối bởi các biến số tài chính ngoại sinh, trọng tâm của các cơ quan quản lý (như Ngân hàng Nhà nước và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước) cần chuyển dịch sang việc chủ động thiết lập các «vùng đệm chống sốc». Việc củng cố các công cụ an toàn vĩ mô, nới rộng chiều sâu của cơ sở nhà đầu tư tổ chức và nâng cao tính minh bạch thông tin là những trụ cột mang tính tiên quyết. Chỉ khi thiết lập được một hệ sinh thái tài chính có năng lực hấp thụ rủi ro, thị trường vốn Việt Nam mới có thể duy trì sự ổn định bền vững trước các áp lực lan truyền từ những trung tâm tài chính lõi trên thế giới.

Kết luận

Bài viết này cung cấp các bằng chứng thực nghiệm toàn diện về cơ chế truyền dẫn rủi ro từ các cú sốc tài chính toàn cầu đến thị trường chứng khoán Việt Nam xuyên suốt chu kỳ 2000 - 2025. Bằng việc tích hợp phương pháp nghiên cứu sự kiện và mô hình đánh giá cấu trúc đồng pha, nghiên cứu đã định lượng hóa phản ứng của thị trường nội địa trước bốn đứt gãy vĩ mô trọng yếu: Khủng hoảng tài chính toàn cầu (2008), bất ổn thị trường chứng khoán Trung Quốc (2015), đại dịch Covid-19 (2020) và chu kỳ thắt chặt chính sách tiền tệ của FED (khởi đầu từ 2022).

Kết quả thực nghiệm khẳng định thị trường chứng khoán Việt Nam duy trì độ nhạy cao trước các cú sốc ngoại sinh, bộc lộ qua các quỹ đạo bán tháo với biên độ sụt giảm lớn hơn đáng kể so với thị trường Hoa Kỳ. Pphân tích quỹ đạo phục hồi cũng ghi nhận năng lực tự phục hồi của thị trường đang được cải thiện rõ rệt, vốn là kết quả của quá trình hoàn thiện thể chế và gia tăng chiều sâu thanh khoản của các thành viên tham gia thị trường một cách hiệu quả.

Tổng hợp lại, những phát hiện này phác họa rõ nét lộ trình hội nhập sâu rộng của thị trường vốn Việt Nam vào hệ thống tài chính toàn cầu. Từ góc nhìn ứng dụng, nghiên cứu đặt ra yêu cầu cấp thiết đối với các định chế tài chính trong việc chủ động tích hợp các công cụ phòng vệ rủi ro. Đồng thời, đối với các cơ quan quản lý vĩ mô, trong bối cảnh Việt Nam đang hướng tới mục tiêu nâng hạng thị trường, việc thấu hiểu các kênh truyền dẫn rủi ro và thiết lập hệ thống cảnh báo sớm là tiền đề cốt lõi. Đây là cơ sở nền tảng để hoạch định các chính sách an toàn vĩ mô và xây dựng "vùng đệm chống sốc" nhằm bảo vệ tính bền vững của hệ thống tài chính trước các tác động khó lường của kỷ nguyên hội nhập.

Tài liệu tham khảo:

Bekaert, G., & Harvey, C. R. (1995). Time-varying world market integration. Journal of Finance, 50(2), 403 - 444.

Bekaert, G., & Harvey, C. R. (2003). Emerging markets finance. Journal of Empirical Finance, 10(1-2), 3 - 55.

Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. Journal of Financial Economics, 14(1), 3 - 31.

Forbes, K. J., & Rigobon, R. (2002). No contagion, only interdependence: Measuring stock market comovements. Journal of Finance, 57(5), 2223 - 2261.

Forbes, K. J., & Warnock, F. E. (2012). Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. Journal of International Economics, 88(2), 235 - 251.

Masson, P. (1998). Contagion: Monsoonal effects, spillovers, and jumps between multiple equilibria (IMF Working Paper No. 98/142). International Monetary Fund.

Kaminsky, G. L., & Reinhart, C. M. (2000). On crises, contagion, and confusion. Journal of International Economics, 51(1), 145 - 168.

MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. Journal of Economic Literature, 35, 13 - 39.

Rey, H. (2015). Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence. NBER Working Paper No. 21162.

Whaley, R. E. (2000). The investor fear gauge. The Journal of Portfolio Management, 26(3), 12 - 17. https://doi.org/10.3905/jpm.2000.319728