THỊ TRƯỜNG VÀNG MIẾNG VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2012-2025: TỪ ĐỘC QUYỀN NHÀ NƯỚC ĐẾN TỰ DO HÓA TỪNG PHẦN

TS. Đỗ Phương Huyền*

Bài viết nghiên cứu về tiến trình biến đổi của thị trường vàng Việt Nam giai đoạn sau Nghị định 24/2012/NĐ-CP, đặc biệt là các diễn biến 2024-2025 dưới góc nhìn thể chế, cấu trúc thị trường và cơ chế hình thành giá. Trước năm 2012, mức độ vàng hóa cao khiến vàng vừa là kênh tích trữ vừa đóng vai trò như phương tiện thanh toán, đồng thời liên thông trực tiếp với hệ thống ngân hàng thông qua huy động, cho vay vàng, làm gia tăng rủi ro vĩ mô và biến động giá. Sau đó, Nghị định số 24/2012/NĐ-CP đánh dấu bước ngoặt khi Nhà nước tập trung quyền quản lý vào NHNN, thiết lập cơ chế độc quyền sản xuất vàng miếng và chuẩn hóa thương hiệu SJC. Cách tiếp cận này góp phần giảm vàng hóa và hỗ trợ ổn định kinh tế vĩ mô, nhưng tạo ra chi phí dài hạn như chênh lệch giá nội địa và quốc tế dai dẳng, động cơ buôn lậu và khu vực phi chính thức mở rộng. Giai đoạn 2024 - 4/2025, giá SJC tăng mạnh và mức phân kỳ so với giá thế giới nới rộng, phản ánh rõ các ma sát cung và cầu trong bối cảnh quản lý chặt. Năm 2025, Nghị định số 232/2025/NĐ-CP mở cửa sản xuất vàng miếng cho nhiều chủ thể đủ điều kiện, cho thấy xu hướng dịch chuyển sang cơ chế thị trường hơn. Bài viết cũng đối chiếu với mô hình của Trung Quốc để làm rõ khoảng trống hạ tầng, từ đó, rút ra hàm ý về hiệu quả thị trường, rủi ro đầu cơ, giới hạn của vàng SJC như công cụ phòng ngừa rủi ro và tài sản trú ẩn an toàn.

• Từ khóa: *giá vàng, thị trường vàng, cơ chế quản lý nhà nước, Việt Nam.*

This paper examines the evolution of Vietnam's gold market since Decree No. 24/2012/ND-CP to 2025 through the lenses of institutions, market structure, and price formation mechanisms. Prior to 2012, high levels of goldization meant that gold functioned both as a store of value and as a means of payment, while also being directly linked to the banking system through gold mobilization and gold lending, thereby amplifying macroeconomic risks and price volatility. Decree No. 24/2012/ND-CP then marked a turning point as the State centralized regulatory authority in the State Bank of Vietnam, established a monopoly over gold-bar production, and standardized the SJC brand. This approach helped reduce goldization and supported macroeconomic stability, but it generated long-run costs, including inelastic supply, persistent domestic-international price gaps, stronger incentives for smuggling, and the expansion of informal market activity. During 2024-April 2025, SJC prices surged and the divergence from global prices widened, clearly reflecting supply-demand frictions under tight regulation. In 2025, Decree No. 232/2025/ND-CP opened gold-bar production to multiple qualified entities, signaling a shift toward a more market-oriented mechanism. The paper also compares Vietnam with China's model to highlight infrastructure gaps namely, the absence of a centralized exchange, a lack of derivatives, exchange-traded funds (ETFs), and robust price-discovery mechanisms. On that basis, the study draws implications for market efficiency, speculative risk, and the limitations of SJC gold as a hedging instrument and safe-haven asset.

• Key words: *gold price, gold market, state management, Vietnam.*

Ngày nhận bài: 17/01/2026
Ngày gửi phản biện: 10/3/2026
Ngày duyệt đăng: 30/3/2026

DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i310.08

1. Giới thiệu

Vàng luôn giữ một vị trí đặc biệt trong đời sống kinh tế Việt Nam. Vàng không chỉ là một tài sản tài chính, mà còn là kênh tích lũy quen thuộc gắn với thói quen hộ gia đình và tâm lý phòng thủ trước bất ổn. Các nghiên cứu trong nước cho thấy hành vi mua vàng của người dân chủ yếu do mong muốn tích lũy an toàn. Khảo sát trên hơn 1.000 người tiêu dùng giai đoạn 2010 - 2024 ghi nhận đa số mua vàng với mục đích tích lũy tài sản hơn là đầu tư sinh lời, quyết định mua bán thường dựa vào điều kiện tài chính cá nhân nhiều hơn là "lướt sóng" theo biến động vĩ mô (Đỗ & Trần, 2025).

Ở góc độ tài chính, một số nghiên cứu thực nghiệm trên dữ liệu Việt Nam cũng cho thấy vàng có thể đóng vai trò tài sản trú ẩn trong những điều kiện biến động nhất định trên thị trường chứng khoán và thị trường ngoại hối (Thanh & Khương, 2017). Đồng thời, khác với các thị trường nơi nhà đầu tư có thể nắm giữ vàng chủ yếu qua các sản phẩm tài chính, bối cảnh Việt Nam nhiều năm qua lại thiên về nắm giữ vàng vật chất. Các biện pháp quản lý sau Nghị định số 24/2012/NĐ-CP từng chấm dứt hoạt động sàn giao dịch vàng và kinh doanh vàng trên tài khoản trong nước, khiến các

** Trường Quốc tế, Đại học Quốc gia Hà Nội; email: dphuyen@vnu.edu.vn*

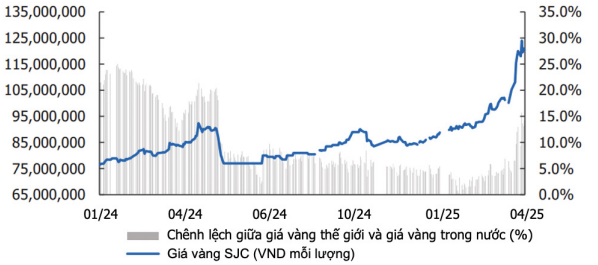
hình thức hợp pháp phổ biến vẫn tập trung vào vàng miếng, vàng trang sức và vàng nguyên liệu (Đỗ, 2023). Trong bối cảnh chênh lệch giá vàng nội địa - quốc tế liên tục lập kỷ lục, buôn lậu vàng gia tăng quy mô lớn và Nghị định 232/2025 chính thức chấm dứt cơ chế độc quyền sản xuất vàng miếng, việc nhìn lại tiến trình quản lý thị trường vàng Việt Nam dưới góc độ thể chế và cấu trúc thị trường trở nên cấp thiết. Bài viết bổ sung khoảng trống khi hệ thống hóa diễn biến từ trước Nghị định 24/2012, phân tích giai đoạn độc quyền SJC và giai đoạn nới lỏng gần đây, đồng thời đối chiếu với mô hình Trung Quốc để chỉ ra những hạn chế hạ tầng và hàm ý chính sách cho Việt Nam.

2. Khung pháp lý và thể chế

Từ năm 2000 đến 2025, khung quản lý thị trường vàng Việt Nam đã thay đổi mạnh mẽ, chuyển từ cơ chế phân tán sang tập trung quản lý chặt chẽ, và hiện đang dần dịch chuyển theo hướng vận hành theo tín hiệu thị trường. Trước năm 2012, thị trường vàng Việt Nam mang tính vàng hóa sâu sắc, gây bất ổn cho kinh tế vĩ mô. Trong giai đoạn này, vàng không chỉ được xem như kênh tích trữ tài sản mà còn được sử dụng phổ biến như phương tiện thanh toán trong các giao dịch giá trị lớn như bất động sản và ô tô (Vũ & Cao, 2024). Đáng chú ý, khi đó các tổ chức tín dụng được phép huy động và cho vay vàng, khiến thị trường vàng liên kết trực tiếp với hệ thống tài chính. Hoạt động thị trường sôi động nhưng quản lý còn lỏng lẻo này dẫn đến biến động giá vàng mạnh, tạo ra nhiều tác động tiêu cực tới ổn định kinh tế - xã hội, và cuối cùng buộc Chính phủ phải áp dụng các biện pháp nghiêm ngặt để giành lại quyền kiểm soát.

Nghị định số 24/2012/NĐ-CP, đánh dấu sự thay đổi căn bản trong tư duy và mô hình quản trị thị trường vàng, Nhà nước thiết lập cơ chế độc quyền đối với sản xuất vàng miếng, trao cho Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam (NHNN) quyền quản lý và điều tiết toàn diện. SJC được chỉ định là thương hiệu chuẩn quốc gia, từ đó trở thành chuẩn tham chiếu định giá cho hầu hết các giao dịch quy mô lớn trên thị trường (Ngọc Châm, 2024). Đồng thời, NHNN triển khai các biện pháp quản lý chặt như cấp phép kinh doanh vàng miếng, kiểm soát nhập khẩu vàng nguyên liệu, và tổ chức đấu thầu vàng. Việc siết chặt nguồn cung này đã góp phần giảm vàng hóa và ổn định kinh tế vĩ mô sau giai đoạn khủng hoảng 2008 - 2011, nhưng đi kèm đánh đổi là mức chênh lệch dai dẳng và đáng kể giữa giá vàng trong nước và quốc tế. Trên thực tế, các ràng buộc nguồn cung trong cơ chế độc quyền này có thời điểm đã đẩy khoảng cách giá lên mức cao kỷ lục (Ánh Tuyết, 2025).

Hình 1: Giá vàng SJC và chênh lệch giá vàng Việt Nam và quốc tế



Nguồn: Yuanta, 2025

Từ đầu năm 2024 đến tháng 4/2025, giá vàng SJC tăng mạnh từ khoảng 72 - 78 triệu đồng/lượng lên gần 130 triệu đồng/lượng. Trong cùng giai đoạn, chênh lệch giữa giá trong nước và quốc tế tăng rõ rệt, vượt 10% vào đầu năm 2025 và có lúc vượt 30% vào giữa tháng 4/2025. Điều này cho thấy hệ thống vàng miếng dựa trên độc quyền và nguồn cung bị hạn chế đã tạo áp lực tăng giá liên tục trong nước, làm sai lệch tương quan so với các chuẩn tham chiếu toàn cầu. Mức chênh lệch cao cũng làm tăng động cơ kinh tế cho buôn lậu và giao dịch phi chính thức.

Sự phân kỳ dai dẳng giữa mục tiêu ổn định theo thiết kế quản lý và cơ chế định giá theo thị trường đã tạo ra cấu trúc khuyến khích cho khu vực phi chính thức mở rộng. Buôn lậu vàng vẫn là thách thức lớn và mang tính hệ thống đối với thị trường vàng Việt Nam. Các vụ án gần đây cho thấy vàng được đưa vào Việt Nam trái phép qua cả tuyến biên giới phía Bắc và phía Tây Nam. Cơ quan chức năng phát hiện đường dây vận chuyển trái phép 546 kg vàng từ Trung Quốc vào Việt Nam qua cửa khẩu Lào Cai, sau đó được gia công và bán ra thị trường nội địa mà không có giấy phép hợp lệ (VietnamNet, 2025). Trong khi đó, một đường dây khác bị xét xử vì buôn lậu 6 tấn vàng từ Campuchia vào Việt Nam, cho thấy tuyến biên giới Tây Nam vẫn là hành lang hoạt động mạnh của các đường dây vận chuyển vàng quy mô lớn (TuoiTre News, 2024). Các ví dụ này phản ánh tính 2 mặt mang tính cấu trúc của thị trường vàng Việt Nam: trong khi nguồn cung vàng chính thức bị quản lý chặt và thường không đáp ứng đủ, thị trường phi chính thức lấp khoảng trống bằng cách cung cấp vàng ở mức giá gần hơn với chuẩn quốc tế.

Năm 2025, Chính phủ ban hành Nghị định số 232/2025/NĐ-CP, chính thức chấm dứt cơ chế độc quyền nhà nước trong sản xuất vàng miếng. Theo nghị định này, các doanh nghiệp đáp ứng yêu cầu về vốn, năng lực sản xuất và tuân thủ quy định quản lý nhà nước được phép tham gia sản xuất vàng miếng (Báo điện tử Chính phủ, 2025). Đây được xem là cột mốc quan trọng trong quản trị thị trường vàng, vừa giúp giảm chênh lệch giá do độc quyền tạo ra, vừa thúc đẩy cạnh tranh lành mạnh giữa các doanh nghiệp, từ đó mở rộng nguồn cung hợp pháp. Việc mở cửa cho nhiều chủ thể cũng giúp nâng năng lực dự trữ, đa dạng hóa nguồn cung và giảm áp lực đầu cơ. Những thay đổi này góp phần ổn định vĩ mô và củng cố niềm tin của công chúng đối với thị trường vàng trong nước.

So sánh với chuẩn mực quốc tế cho thấy mô hình quản lý vàng của Việt Nam vẫn thiếu chiều sâu thể chế và thiếu đa dạng sản phẩm tài chính. Trái lại, Trung Quốc dù vẫn duy trì giám sát của Nhà nước, nhưng vận hành thị trường vàng theo cơ chế hiện đại thông qua Sàn Giao dịch Vàng Thượng Hải (Shanghai Gold Exchange - SGE), là nền tảng tập trung, minh bạch và cạnh tranh cao. SGE không chỉ quản lý giao dịch vàng vật chất mà còn cung cấp các công cụ phái sinh như hợp đồng tương lai, quỹ ETF vàng và cơ chế giao dịch T+N, đồng thời kiểm soát nhập khẩu thông qua hạn ngạch chính thức. Nhờ cấu trúc này, thị trường vàng Trung Quốc đáp ứng tốt nhu cầu tiêu dùng, tăng thanh khoản, thu hẹp chênh lệch giữa giá nội địa và quốc tế, khuyến khích sự tham gia của các tổ chức (Shanghai Gold Exchange, 2024).

Trong khi đó, Việt Nam vẫn vận hành theo khuôn khổ tập trung, trong lịch sử dựa nhiều vào SJC như thương hiệu chuẩn quốc gia. Dù Nghị định 232/2025/NĐ-CP đã mở đường cho các doanh nghiệp khác sản xuất vàng miếng, thị trường vẫn thiếu các công cụ phái sinh, thiếu ETF và thiếu một sàn giao dịch tập trung. Hệ quả là thanh khoản thấp và phụ thuộc nặng vào nhu cầu bán lẻ (Báo điện tử Chính phủ, 2025). Nhận diện các hạn chế này, Tổng Bí thư Tô Lâm đã chỉ đạo nghiên cứu thành lập Sàn giao dịch vàng quốc gia hoặc đưa vàng vào giao dịch trong các sở giao dịch hàng hóa hiện có. Mục tiêu là tăng minh bạch, cải thiện điều tiết cung và cầu và giảm rủi ro đầu cơ.

3. Cấu trúc thị trường và các nhóm chủ thể

Thị trường vàng Việt Nam chủ yếu do khối bán lẻ dẫn dắt, có thể chia thành 3 tầng chính: sản xuất và phân phối, cầu bán lẻ, đầu tư tài chính.

Ở tầng sản xuất, dù cơ chế độc quyền sản xuất vàng miếng đã kết thúc theo Nghị định số 232/2025/NĐ-CP, các nhà sản xuất vẫn phải đáp ứng tiêu chuẩn quản lý về vốn và tuân thủ quy định để tham gia thị trường (Vietnam News, 2025). Điều này giúp chuẩn hóa vàng miếng, nhưng cũng làm chậm tốc độ gia nhập của các nhà sản xuất mới, khiến nguồn cung vẫn tương đối được kiểm soát. Về phân phối, các doanh nghiệp kinh doanh vàng miếng được cấp phép và các tổ chức tài chính đóng vai trò trung gian, đưa vàng từ nhà sản xuất đến người dùng cuối dưới sự giám sát của NHNN (Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, 2016). Nhóm trung gian này góp phần duy trì ổn định thị trường bằng việc tuân thủ quy định về giao dịch và nhập khẩu, đồng thời đảm bảo vàng miếng đến tay nhà đầu tư và người mua lẻ một cách tương đối thông suốt.

Cầu bán lẻ là phân khúc lớn nhất. Thị trường vàng Việt Nam tập trung quanh một số đầu mối lớn và các trung tâm theo vùng. PNJ, SJC và DOJI vẫn là các nhà bán lẻ dẫn đầu, ước tính chiếm khoảng 60 - 70% doanh số toàn quốc. Toàn ngành còn có mạng lưới dày đặc các đơn vị nhỏ hơn, với khoảng 10.000 cửa hàng vàng bạc và khoảng 5.000 cơ sở sản xuất đăng ký trong các hiệp hội nghề nghiệp. Về phân bố địa lý, TP.HCM là trung tâm chính, chiếm khoảng một nửa tổng mức tiêu thụ vàng; Hà Nội đóng góp khoảng 35%; phần còn lại thuộc về các tỉnh miền Trung (Sheth, 2024).

Đầu tư tài chính, một điểm yếu cấu trúc đáng kể là sự vắng mặt của nhà đầu tư tổ chức và các công cụ tài chính hiện đại, điều được nhấn mạnh lặp lại trong nhiều nguồn chính thức và nguồn trong ngành. Theo NHNN (2016), sau khi Nghị định số 24/2012/NĐ-CP có hiệu lực, giao dịch vàng tại Việt Nam được định hướng giới hạn vào vàng vật chất nhằm giảm đầu cơ; tuy nhiên điều này cũng đồng nghĩa Việt Nam không phát triển các công cụ phòng ngừa rủi ro như hợp đồng tương lai hay quyền chọn vốn phổ biến ở các thị trường trưởng thành. Ngược lại, SGE vận hành như một thị trường đầy đủ, cung cấp giao dịch giao ngay, hợp đồng thanh toán chậm kiểu T+N, hợp đồng tương lai vàng và ETF vàng. Thị trường vàng Trung Quốc hoạt động theo một hệ thống giao dịch tập trung, minh bạch và nhiều tầng, tích hợp cả sản phẩm vật chất lẫn phái sinh (Shanghai Gold Exchange, 2019). Nhờ cấu trúc đó, Trung Quốc thu hút sự tham gia đáng kể của

các nhà đầu tư tổ chức, cùng với ngân hàng, nhà tinh luyện và các công ty giao dịch quốc tế, qua đó tăng thanh khoản và giữ giá nội địa bám sát chuẩn toàn cầu. Điều này đối lập trực tiếp với Việt Nam, nơi thiếu công cụ phái sinh khiến nhà đầu tư khó phòng ngừa rủi ro; vàng vật chất trở thành kênh đầu tư gần như duy nhất, làm cầu bán lẻ tăng mạnh và góp phần mở rộng chênh lệch giá trong nước và quốc tế.

Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) đã đề xuất triển khai ETF vàng và các sản phẩm phái sinh sớm từ năm 2026, thừa nhận rằng hệ thống hiện nay phụ thuộc quá nhiều vào vàng vật chất và thiếu kênh cho dòng tiền tổ chức (Văn Sơn, 2025). Tương tự, các ý kiến chuyên gia cho rằng việc đưa ETF vàng vào vận hành có thể thu hẹp đáng kể chênh lệch giá trong nước và quốc tế, vì ETF sẽ chuyển một phần dòng vốn từ vàng vật chất sang sản phẩm tài chính, giảm áp lực đầu cơ lên giá vàng SJC. Bài viết cho rằng, việc thiếu hạ tầng tài chính là nguyên nhân trực tiếp góp phần tạo ra các méo mó như mức chênh lệch cao và thanh khoản thấp. Bên cạnh đó, Tổng Bí thư Tô Lâm chỉ đạo nghiên cứu thành lập Sàn giao dịch vàng quốc gia cho thấy nhà nước đã nhận diện các điểm yếu cấu trúc và đang phát tín hiệu chuyển sang một cơ chế quản lý hiện đại hơn, dựa trên thị trường nhiều hơn (Báo điện tử Chính phủ, 2025). Sự ghi nhận ở cấp chính sách này cho thấy cấu trúc thị trường hiện tại thiếu chiều sâu tổ chức và thiếu cơ chế hình thành giá minh bạch; vì vậy, đề xuất của Chính phủ dựa trên chẩn đoán từ chính các cơ quan quản lý rằng cần tăng mức độ hội nhập tài chính theo hướng tương tự mô hình Trung Quốc để hiện đại hóa thị trường.

Thị trường vàng miếng Việt Nam có mức độ tập trung rất cao, với SJC giữ vị thế vượt trội so với PNJ, DOJI hoặc Bảo Tín Minh Châu (BTMC). Vai trò lịch sử của SJC trong sản xuất vàng miếng và vị trí trung tâm trong mạng lưới giao dịch tại TP.HCM giúp SJC chiếm phần lớn nhu cầu vàng mang tính đầu tư. Ngược lại, Hà Nội và khu vực phía Bắc thể hiện cấu trúc đa dạng hơn, trong đó DOJI và BTMC có năng lực phân phối đáng kể, đặc biệt ở mảng trang sức và vàng đầu tư mệnh giá nhỏ. Sự mất cân đối này củng cố ảnh hưởng của SJC lên quá trình hình thành giá và góp phần tạo ra mức chênh lệch nội địa kéo dài trên thị trường vàng Việt Nam.

4. Cung - cầu vàng ở Việt Nam

Phía cung vàng

Hệ thống phân phối vàng miếng tại Việt Nam vận hành trong khuôn khổ quản lý chặt và có tính tập trung cao, trong đó chỉ các ngân hàng thương mại và doanh nghiệp đáp ứng yêu cầu nghiêm ngặt về vốn, giấy phép và tuân thủ quy định mới được phép sản xuất, nhập khẩu và bán vàng miếng. Trong số các tổ chức được cấp phép, chỉ một nhóm nhỏ doanh nghiệp lớn nắm thị phần đáng kể nhờ năng lực tài chính mạnh và mạng lưới bán lẻ rộng. Các tập đoàn dẫn đầu như PNJ, DOJI và SJC vẫn là các chủ thể trung tâm, trong đó PNJ vận hành mạng lưới bán lẻ lớn nhất cả nước và tham gia tích cực vào phân phối vàng miếng. Ở phía ngân hàng, các ngân hàng thương mại lớn như Vietcombank, BIDV, VietinBank, MB, Techcombank, VPBank và Agribank cũng được phép phân phối vàng miếng theo quy định mới.

Nguồn cung vàng tại Việt Nam mang tính hạn chế về cấu trúc, chủ yếu do sản lượng khai thác trong nước rất thấp và nhập khẩu bị quản lý chặt. Sản lượng khai thác nội địa ở mức không đáng kể khiến thị trường phải dựa vào nhập khẩu. Theo Nghị định số 24/2012/NĐ-CP, NHNN giữ quyền kiểm soát chủ đạo đối với sản xuất vàng miếng và cấp phép nhập khẩu, cơ chế này làm giảm mạnh khả năng điều chỉnh linh hoạt của nguồn cung (Chính phủ, 2012). Vì chỉ một số ít đơn vị được cấp hạn ngạch nhập khẩu, khi cầu tăng, thị trường khó đáp ứng kịp, tạo ra tình trạng nghẽn nguồn cung kéo dài. Nguồn cung nội địa hạn chế, kiểm soát nhập khẩu cứng nhắc và cầu theo mùa mạnh đã cùng nhau tạo ra một thị trường mà ràng buộc nguồn cung đóng vai trò trung tâm trong việc định hình cả mặt bằng giá và mức độ biến động (Duc & Tran, 2024).

Phía cầu vàng

Nhu cầu vàng tại Việt Nam được định hình bởi truyền thống văn hóa, động cơ đầu tư và hành vi tiêu dùng. Về mặt văn hóa, các hộ gia đình Việt Nam duy trì thói quen tích lũy vàng lâu đời như một kênh giữ giá trị an toàn, đặc biệt gắn với cưới hỏi và tích lũy cho gia đình (World Gold Council, 2023). Trong nhiều thế hệ, vàng được xem là biểu tượng của sự an tâm, thịnh vượng và vị thế xã hội. Vàng thường được sử dụng trong lễ cưới, của hồi môn, tiết kiệm và chuyển giao tài sản giữa các thế hệ. Do chuẩn mực văn hóa này ăn sâu, Việt Nam duy trì mức cầu vàng nền cao và tương đối

ổn định, ít phụ thuộc vào chu kỳ kinh tế. Hành vi này được phản ánh qua mức tiêu thụ 55,5 tấn vàng trong năm 2023, trong đó 40 tấn đến từ vàng miếng và tiền vàng phục vụ mục đích đầu tư, còn trang sức chỉ khoảng 15 tấn. Các số liệu này cho thấy phần lớn nhu cầu vàng của Việt Nam xuất phát từ mục tiêu bảo toàn tài sản dài hạn hơn là mục đích trang trí. Khảo sát theo vùng cũng ghi nhận trên 70% nhà đầu tư bán lẻ Việt Nam từng nắm giữ vàng, nhấn mạnh vai trò của vàng như một kênh giữ giá trị được tin cậy rộng rãi trong bối cảnh lựa chọn đầu tư thay thế còn hạn chế (World Gold Council, 2023).

Trong các giai đoạn lạm phát cao, nội tệ mất giá hoặc kinh tế bất ổn, người dân có xu hướng tăng mua vàng để phòng ngừa rủi ro tài chính. Vàng được nhìn nhận là kênh giữ giá trị ổn định, đặc biệt khi niềm tin vào đồng Việt Nam suy yếu. Hành vi tìm kênh trú ẩn này thể hiện rõ trong các cú sốc kinh tế toàn cầu hoặc trong nước, khi hoạt động mua vàng có thể tăng nhanh trong thời gian ngắn. Bên cạnh động cơ văn hóa và đầu tư, tiêu thụ trang sức vàng cũng là một cấu phần quan trọng của nhu cầu. Thu nhập tăng lên, nhất là tại khu vực đô thị, kéo theo chi tiêu lớn hơn cho trang sức vàng như một nhóm hàng xa xỉ. Điểm khác biệt của Việt Nam so với nhiều quốc gia là trang sức không chỉ phục vụ mục đích làm đẹp mà còn được xem là một cách tích lũy thuận tiện, kết hợp tiêu dùng với giữ an toàn tài sản (World Gold Council, 2023).

So với Trung Quốc, nhu cầu vàng ở Việt Nam chịu tác động văn hóa mạnh hơn. Trung Quốc thể hiện nhu cầu đầu tư nổi trội hơn do hệ thống tài chính cung cấp nhiều công cụ đầu tư vàng như quỹ ETF, hợp đồng tương lai và vàng giấy, trong khi thị trường Việt Nam còn thiếu các kênh này (China Gold Association, 2022).

5. Những diễn biến của thị trường vàng trong các khủng hoảng toàn cầu

Trong khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, giá vàng tăng mạnh khi nhà đầu tư tìm đến các tài sản trú ẩn an toàn giữa làn sóng bất ổn tài chính. Biến động lớn của giá vàng trong nước phản ánh trạng thái rối loạn đáng kể của thị trường. Đồng thời, mức chênh lệch giữa giá vàng trong nước và giá quốc tế tăng đáng kể, cho thấy cầu nội địa vượt quá khả năng đáp ứng tương ứng theo diễn biến cung cầu toàn cầu. Động lực quan trọng là dòng vốn trú ẩn: khi hệ thống ngân hàng suy yếu và thị trường chứng khoán toàn cầu sụt giảm mạnh, dòng vốn chuyển hướng sang vàng. Các biến động này góp phần củng cố nhận định rằng vàng có chức năng bảo vệ tài sản, khi nhà đầu tư rời khỏi các định chế dễ tổn thương để tìm đến kim loại quý được xem là an toàn hơn.

Khủng hoảng nợ công châu Âu giai đoạn 2010 - 2012 khiến giá vàng quốc tế biến động mạnh, tạo áp lực lớn lên thị trường vàng trong nước. Theo World Gold Council, nhu cầu tìm tài sản an toàn đã gia tăng trong giai đoạn này (2011). Trong bối cảnh đó, đầu tư vào vàng tăng lên khi nhà đầu tư trong và ngoài nước tìm nơi trú ẩn. Tại Việt Nam, NHNN đóng cửa sàn giao dịch vàng và siết kiểm soát các tài khoản vàng nhằm hạn chế rủi ro và kìm hãm đầu cơ quá mức. Đồng thời, Chính phủ ban hành Nghị định số 24/2012/NĐ-CP để ổn định thị trường vàng: NHNN được giao quản lý hoạt động vàng, bao gồm nhập khẩu, xuất khẩu, giao dịch vàng miếng và các hoạt động liên quan đến tài khoản vàng. Nghị định này được xem là bước ngoặt thể chế trong quản lý thị trường vàng.

Dưới tác động của khủng hoảng COVID-19, thị trường vàng toàn cầu chứng kiến xu hướng dòng vốn tìm nơi an toàn rõ rệt khi nhà đầu tư tập trung vốn vào vàng trong bối cảnh biến động tài chính. Nhu cầu đầu tư thông qua quỹ ETF tăng mạnh, World Gold Council (2020) cho biết dòng vốn vào ETF đạt 298 tấn trong quý I/2020. Trong khi đó, nhu cầu trang sức vàng giảm sâu do giãn cách xã hội và gián đoạn sản xuất. Tại Việt Nam, tâm lý trú ẩn thể hiện rõ khi giá vàng SJC ghi nhận mức chênh lệch kỷ lục so với giá vàng thế giới, cho thấy nhu cầu tích trữ vàng gia tăng trong giai đoạn bất ổn tài chính.

Trong giai đoạn sốc lạm phát và địa chính trị 2022 - 2025, giá vàng được đẩy lên khi căng thẳng Nga - Ukraine leo thang và Cục Dự trữ Liên bang Mỹ liên tục tăng lãi suất để kiểm soát lạm phát toàn cầu, làm gia tăng nhu cầu trú ẩn và đưa giá vàng quốc tế lên các mức cao mới. Tại thị trường Việt Nam, nguồn cung vàng miếng SJC bị hạn chế khiến giá bán lẻ tăng cao hơn so với giá vàng thế giới (VietnamNet, 2025). Tình trạng này phản ánh một thị trường bị méo mó bởi thiếu hụt nguồn cung và tâm lý tích trữ mạnh của nhà đầu tư trong bối cảnh bất ổn kinh tế, lãi suất cao và căng thẳng địa chính trị.

Thảo luận: Hệ quả của mô hình độc quyền và hàm ý cho giai đoạn tự do hóa từng phần

Có thể nhận diện năm điểm then chốt về vấn đề cấu trúc dẫn đến tình trạng méo mó của thị trường vàng Việt Nam. Thứ nhất, cơ chế độc quyền của SJC trong sản xuất vàng miếng gây ra méo mó về giá. Theo Nghị định 24, SJC là thương hiệu vàng miếng duy nhất, khiến giá vàng SJC thường cao hơn đáng kể so với mức trung bình toàn cầu. Thứ hai, lệnh cấm nhập khẩu vàng nguyên liệu làm cho nguồn cung trong nước có độ co giãn rất thấp, vì vậy mức chênh lệch giá ở thị trường vàng Việt Nam có tính dai dẳng cao; khoảng cách giữa giá vàng SJC và giá thế giới có thời điểm đạt 15 - 20%. Thứ ba, thị trường vàng Việt Nam thiếu các công cụ phòng ngừa rủi ro như hợp đồng tương lai, quỹ ETF hoặc sàn giao dịch minh bạch, nên không hình thành được cơ chế phát hiện giá đúng nghĩa để phản ánh cung, cầu toàn cầu. Điều này khiến thị trường nội địa bị tách biệt và dễ bị thao túng. Thứ tư, do chênh lệch giá lớn và nguồn cung khan hiếm, buôn lậu vàng và thị trường chợ đen gia tăng đáng kể, kéo theo rủi ro vĩ mô như thất thoát ngoại tệ do hoạt động buôn lậu và giao dịch vàng trái phép (VinaCapital, 2024). Cuối cùng, hệ quả rõ ràng là giá vàng Việt Nam có hành vi biến động bị lệch so với vàng quốc tế: giá trong nước bị tách rời và phân kỳ mạnh khỏi thị trường toàn cầu, tạo rủi ro lớn cho nhà đầu tư và cho nền kinh tế.

So với Việt Nam, thị trường vàng Trung Quốc có độ sâu lớn hơn, cấu trúc nhiều tầng, đa dạng sản phẩm, thanh khoản cao và cơ chế nhập khẩu, giao dịch minh bạch; ngân hàng trung ương cũng chủ động mua vàng dự trữ (Jia, 2025). Điều này cho thấy thị trường vàng Trung Quốc thể hiện vai trò trú ẩn rõ ràng hơn, trong khi Việt Nam bị méo mó bởi mức chênh lệch và các ma sát mang tính cấu trúc. Do đó, không thể dùng dữ liệu vàng thế giới để phân tích trực tiếp Việt Nam, vì thị trường vàng Việt Nam có đặc thù riêng, như mức chênh lệch SJC làm sai lệch dữ liệu, cơ chế quản lý độc quyền vàng miếng SJC của NHNN, hạn chế nhập khẩu và tâm lý phòng thủ vĩ mô. Vàng SJC không có tương quan ổn định với cổ phiếu và tiền tệ như vàng quốc tế, khiến dữ liệu vàng thế giới không thể thay thế. Trong khi vàng quốc tế là chuẩn tài sản trú ẩn, vàng SJC bị bóp méo bởi mức chênh lệch và biến động nội địa, vì vậy cần phân tích như một thị trường riêng biệt.

Tài liệu tham khảo:

Ánh Tuyết. (2025, 7 tháng 5). Ngân hàng Nhà nước giải mã mức chênh lệch giá vàng nới rộng kỷ lục. Thời báo Tài chính Việt Nam.

https://thoibaotaichinhvietnam.vn/ngan-hang-nha-nuoc-giai-ma-muc-chenh-lech-gia-vang-noi-rong-ky-luc-175984.html.

Báo điện tử Chính phủ. (2025, 26 tháng 8). Chính thức xóa bỏ cơ chế Nhà nước độc quyền sản xuất vàng miếng. https://baochinhphu.vn/chinh-thuc-xoa-bo-co-che-nha-nuoc-doc-quyen-san-xuat-vang-mieng-102250826145041005.htm.

Ngọc Châm. (2024, 12 tháng 4). Đơn vị nào được sản xuất vàng m.iếng? Có được chuyển đổi vàng miếng khác thành vàng miếng SJC? Tạp chí Công Thương. https://tapchicongthuong.vn/don-vi-nao-duoc-san-xuat-vang-mieng--co-duoc-chuyen-doi-vang-mieng-khac-thanh-vang-mieng-sjc-119569.htm.

Di Lưu. (2025, 28 tháng 4). PNJ - Company Update, April 2025 (báo cáo chuyên sâu). Yuanta Vietnam. https://yuanta.com.vn/wp-content/uploads/2025/04/PNJ-Company-Update-Apr-2025.pdf.

Shanghai Gold Exchange. (2024). Overview.

https://en.sge.com.cn/eng_about_Overview.

VietnamNet. (2025, 24 tháng 11). 'Bà trùm' thay chồng điều hành công ty, buôn lậu vàng trị giá hơn 1.208 tỷ đồng. https://vietnamnet.vn/ba-trum-thay-chong-dieu-hanh-cong-ty-buon-lau-vang-tri-gia-hon-1-208-ty-dong-2465849.html.

TuoiTre News. (2024, 17 tháng 7). 24 defendants stand trial on charges of smuggling over 6 tonnes of gold from Cambodia into Vietnam.

https://news.tuoitre.vn/24-defendants-stand-trial-on-charges-of-smuggling-over-6-tonnes-of-gold-from-cambodia-into-vietnam-10381001.htm..

Vietnam News. (2025, 13 tháng 10). Gold market enters a new era of openness and oversight. https://vietnamnews.vn/economy/1727137/gold-market-enters-a-new-era-of-openness-and-oversight.html.

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. (2016, 4 tháng 3). Thành công của chính sách quản lý thị trường vàng giai đoạn 2011-2015. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. https://www.sbv.gov.vn/vi/w/sbvwebapp01sbv079403.

Shanghai Gold Exchange. (2019). Trading Rules of Shanghai Gold Exchange. https://en.sge.com.cn/upload/file/201904/02/TbJKa4htgWiGTqJJ.pdf.

Văn Son. (2025, 17 tháng 10). Ủy ban Chứng khoán đề xuất xây dựng quỹ ETF vàng trong năm 2026. Doanh Nhân Sài Gòn. https://doanhnhansaigon.vn/uy-ban-chung-khoan-de-xuat-xay-dung-quy-etf-vang-trong-nam-2026-326679.html.

Sheth, C. (2024). Spotlight on Vietnam. London Bullion Market Association. https://cdn.lbma.org.uk/downloads/LBMA-Metals-Focus-Spotlight-on-Vietnam-v3.pdf.

World Gold Council. (2011). Gold demand trends: Q1 2011.

https://www.gold.org/sites/default/files/GDT_Q1_2011.pdf.

World Gold Council. (2020). Gold demand trends: Q1 2020.

https://www.gold.org/gold/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-q1-2020.

VietnamNet. (2025, 22 tháng 10). Vietnamese consumers turn to 98% gold as SJC supply dries up. https://vietnamnet.vn/en/vietnamese-consumers-turn-to-98-gold-as-sjc-supply-dries-up-2455331.html.

VinaCapital. (2024, 26 tháng 4). Gold, the US dollar and interest rates: What it all means for Vietnam (VinaCapital Insights). https://vinacapital.com/wp-content/uploads/2024/04/VinaCapital-Insights-Gold-the-US-Dollar-and-Interest-Rates-What-It-All-Means-for-Vietnam.pdf.

Thanh, L. T., & Khương, N. D. (2017, 15 tháng 3). The role of gold as a safe haven in Vietnam. VNU Journal of Economics and Business, 33(1).

https://js.vnu.edu.vn/EAB/article/view/4048.

Jia, R. (2025, 18 tháng 11). China gold market update: October's unseasonable strength. World Gold Council. https://www.gold.org/goldhub/gold-focus/2025/11/china-gold-market-update-octobers-unseasonable-strength.

China Gold International Resources Corp. Ltd. (2022, 22 tháng 2). China Gold International Resources Corp. Ltd. joins the Hang Seng Composite Index. https://www.chinagoldintl.com/investors/news_releases/2022/index.php?content_id=484.

Duc, D. M., & Tran, T. D. (2024). Macroeconomic determinants of the gap between domestic and international gold prices in Vietnam. Evolutionary Studies in Imaginative Culture, 289-319. https://doi.org/10.70082/esiculture.vi.1042 .

World Gold Council. (2023). Gold demand trends in Vietnam 2023. London: WGC. https://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends.

Chính phủ nước Cộng hòa Xã hội Chủ nghĩa Việt Nam. (2025, 29 tháng 8). Toàn văn Nghị định số 232/2025/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung Nghị định số 24/2012/NĐ-CP về quản lý hoạt động kinh doanh vàng. Cổng Thông tin điện tử Chính phủ. https://xaydungchinhsach.chinhphu.vn/toan-van-nghi-dinh-so-232-2025-nd-cp-sua-doi-bo-sung-nghi-dinh-24-2012-nd-cp-ve-quan-ly-hoat-dong-kinh-doanh-vang-119250829100240562.htm.

Đỗ, M., & Trần, T. L. P. (2025). Khảo sát về nhu cầu, xu hướng mua vàng của người dân Việt Nam và khuyến nghị. Tạp chí Kinh tế - Luật & Ngân hàng, Số 275 (Tháng 3/2025). https://hvnh.edu.vn/tapchi/vi/thang-3-2025/khao-sat-ve-nhu-cau-xu-huong-mua-vang-cua-nguoi-dan-viet-nam-va-khuyen-nghi-tac-gia-do-minh-duc-tran-thi-lan-phuong-11230.html.

Đỗ, M. (2023). Thị trường vàng sau Nghị định 24 và một số khuyến nghị. Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng, (251), 1-12.

Vũ, T. M. N., & Cao, T. L. (2024). Thực trạng và giải pháp quản lý thị trường vàng tại Việt Nam. Tạp chí Học viện Tài chính.

https://dlib.hvtc.edu.vn/handle/AOF/22906.