



Rủi ro địa chính trị và thị trường tài chính Việt Nam

NGÔ THÁI HƯNG ^{*, a}, NGUYỄN THANH HÙNG ^a, LÊ THÀNH ĐẶNG ^a, NGUYỄN THANH ĐỨC ^a

^a Trường Đại học Tài chính - Marketing

THÔNG TIN	TÓM TẮT
Ngày nhận: 04/01/2024 Ngày nhận lại: 13/03/2024 Duyệt đăng: 13/03/2024 Mã phân loại JEL: B26; G15; F15. Từ khóa: Rủi ro địa chính trị; Thị trường tài chính; Chỉ số lan tỏa; Cross-quantilogram; Vietnam. Keywords: Geopolitical risk; Financial markets; Spillover index; Cross-quantilogram; Vietnam.	Nghiên cứu nhằm ước lượng chỉ số lan tỏa về giá và khảo sát sự tương quan của rủi ro địa chính trị (Geopolitical Risk – GPR) đối với thị trường tài chính Việt Nam trong giai đoạn từ 2018–2023 với dữ liệu theo tháng, đặc biệt trong các sự kiện chiến tranh thương mại Mỹ – Trung, đại dịch COVID-19 và xung đột quân sự Nga – Ukraine. Để làm được điều này, nhóm tác giả vận dụng phương pháp chỉ số lan tỏa giá của Diebold và Yilmaz (2012) và mô hình Cross-Quantilogram của Linton và Wang (2007). Kết quả cho thấy tổng chỉ số lan tỏa đạt 31,4%, nghĩa là tồn tại sự kết dính chặt chẽ giữa các chỉ số được nghiên cứu. Hơn nữa, tác động của GPR lên thị trường tài chính bao gồm tích cực và tiêu cực trong ngắn hạn và yếu dần ở trung hạn. Các kết quả đạt được có ý nghĩa quan trọng đối với nhà đầu tư, quản lý danh mục đầu tư và chính sách. Abstract This study aims to analyze the price spillover effects and examine correlation between Geopolitical Risk (GPR) and financial markets in Vietnam during the period 2018–2023, covering the US – China trade war, the COVID-19 pandemic, and the Russia – Ukraine crisis. By doing so, the authors employ the spillover index proposed by Diebold and Yilmaz (2012) and the Cross-Quantilogram developed by Linton and Wang (2007). Empirical results illustrate that the price spillover effects between GPR and Vietnam financial markets have a high level of 31.4%, which implies that there is a significant connectedness between these time series. In addition, the impact of GPR on financial markets is both positive and negative in the short term as well as gradually weaker in

* Tác giả liên hệ.

Biên tập viên: Nguyễn Thị Hồng Cẩm.

Email: hung.nt@ufm.edu.vn (Ngô Thái Hưng), thanhhung16052002@gmail.com (Nguyễn Thanh Hùng),

lethanhdang171@gmail.com (Lê Thành Đặng), thanhductn6703@gmail.com (Nguyễn Thành Đức).

Trích dẫn bài viết: Ngô Thái Hưng, Nguyễn Thanh Hùng, Lê Thành Đặng, & Nguyễn Thành Đức. (2024). Rủi ro địa chính trị và thị trường tài chính Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 35(2), 37–52.

the medium run. These results have crucial implications for investors, portfolio managers and policymakers.

1. Giới thiệu

Rủi ro địa chính trị (Geopolitical Risk – GPR) được định nghĩa là mối đe dọa, bao gồm tập hợp các sự kiện như: Chiến tranh, khủng bố, bất kỳ sự căng thẳng nào giữa các quốc gia và các chủ thể chính trị ảnh hưởng đến tiến trình hòa bình của các quan hệ quốc tế (Caldara & Iacoviello, 2022), và được xem xét là yếu tố quan trọng trong việc đưa ra quyết định đầu tư (Salisu và cộng sự, 2022). Trong những năm gần đây, nền kinh tế và chính trị ở các quốc gia có sự thay đổi đáng kể (Nam và cộng sự, 2023). Nền kinh tế toàn cầu luôn đối mặt với các sự kiện khủng hoảng, đại dịch bùng phát, biến động liên quan đến các yếu tố chính sách kinh tế, thị trường dầu thô và địa chính trị, chúng gây ra những ảnh hưởng đáng kể và gây lan tỏa rủi ro cho các thị trường tài chính (Bouri và cộng sự, 2024). Các nhà đầu tư và các nhà hoạch định chính sách cho rằng chiến tranh sẽ gây cản trở sự phát triển của nền kinh tế đồng thời đẩy lạm phát lên cao (Caldara & Iacoviello, 2022). Điển hình như xung đột giữa Nga – Ukraine diễn ra vào ngày 24/2/2022 gây ảnh hưởng đến thị trường tài chính toàn cầu (Gheorghe & Panazan, 2023). Rủi ro địa chính trị toàn cầu được ghi nhận tăng vọt kể từ khi Nga xâm chiếm Ukraine. Sự kiện trên dẫn đến tình trạng khủng hoảng năng lượng, tăng giá nguyên liệu thô khiến cho tỷ lệ lạm phát tăng mạnh ở nhiều quốc gia trên thế giới. Hệ quả thị trường chứng khoán và thị trường ngoại hối các nước trên thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng biến động đáng kể. Hơn thế, các ngân hàng trung ương (NHTU) cũng thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ để kiềm chế sự gia tăng nhanh của lạm phát cho nên gây khó khăn đến việc hỗ trợ tín dụng cho doanh nghiệp. Điều đó dẫn đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp bị ăn mòn và họ gặp nhiều khó khăn trong việc mở rộng sản xuất kinh doanh. Tình trạng này kéo dài sẽ khiến cho kinh tế rơi vào suy thoái nặng nề. Bên cạnh đó, thị trường chứng khoán được ví như “phong vũ biểu” của nền kinh tế (Nguyễn Đức Trung và cộng sự, 2023). Điều đó có nghĩa là thị trường chứng khoán luôn phản ánh thực trạng của nền kinh tế ở hiện tại và tương lai. Chính vì vậy tại Việt Nam, chỉ số VN-Index liên tục bắt đầu có xu hướng giảm ngay sau khi xảy ra cuộc xung đột Nga – Ukraine. Tính tại vùng đỉnh vào đầu năm 2022 cho đến cuối năm, VN-Index giảm gần khoảng 40%, gây ra thiệt hại rất lớn cho các nhà đầu tư trong nước cũng như nước ngoài.

Không chỉ riêng thị trường chứng khoán, thị trường ngoại hối cũng bị ảnh hưởng đáng kể. Ở các quốc gia xảy ra rủi ro địa chính trị, đồng nội tệ bị mất giá (Hui, 2022). Trong những năm gần đây, thị trường tài chính phải chịu tác động tiêu cực đa phương từ đại dịch COVID-19, chiến tranh Nga – Ukraine và một số cuộc xung đột chính trị khác. Nhằm khắc phục tình trạng lạm phát tăng thì Cục Dự trữ liên bang Mỹ (Federal Reserve Board – FED) và các ngân hàng Châu Âu đã liên tục tăng lãi suất. Cụ thể, trong năm 2022, FED đã thực hiện tới 07 lần liên tiếp tăng và đưa lãi suất của Mỹ lên mức cao nhất kể từ năm 1981 (Nguyễn Minh Phong & Nguyễn Trần Minh Trí, 2023). Sức mạnh của đồng USD tăng nhanh chóng trong cuộc xung đột khiến cho tỷ giá USD/VND có thời điểm lên đến 24.871 đồng/USD vào ngày 11/8/2022. Nếu NHTU Việt Nam không tăng lãi suất để tương thích với

giá đồng USD đang lên cao thì đồng nghĩa với việc chúng ta tự phá giá đồng tiền của mình, điều này ảnh hưởng tới giá nhập khẩu hàng hóa, làm cho lạm phát tăng lên (Nguyễn Minh Phong & Nguyễn Trần Minh Trí, 2023). Trước tình hình đó, nhằm bình ổn tỷ giá và kiềm chế lạm phát, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cũng tiến hành nhiều đợt tăng lãi suất. Tỷ giá VND/USD ghi nhận sự biến động mạnh trong năm 2022. Từ năm 2023 đến nay, do NHTƯ Việt Nam kiểm soát lạm phát tốt nên lãi suất có xu hướng giảm, trong khi các quan chức của FED vẫn giữ quan điểm giữ lãi suất trên mức 5%. Điều đó tiềm ẩn nguy cơ xảy ra biến động tỷ giá, đặc biệt trong thời kỳ biến động địa chính trị.

Qua đó, chúng ta nhận thấy rủi ro địa chính trị là vấn đề nóng, đáng quan tâm, đặc biệt trong thời kỳ khủng hoảng kinh tế, địa chính trị. Nhận thấy tính cấp thiết của vấn đề, nhóm tác giả tiến hành nghiên cứu mối liên hệ giữa rủi ro địa chính trị và thị trường tài chính Việt Nam. Cụ thể, nhóm tác giả phân tích sự ảnh hưởng của rủi ro địa chính trị lên thị trường chứng khoán và ngoại hối Việt Nam trong giai đoạn 2018–2023. Bài nghiên cứu này đã áp dụng hai mô hình mới là chỉ số lan tỏa và tương quan Cross-Quantilogram nhằm đạt được kết quả có độ tin cậy cao, sáng tạo và nhiều khía cạnh mới so với các nghiên cứu trước đây. Qua đó, nghiên cứu sẽ là nguồn tài liệu tham khảo cho nhà đầu tư, nhà quản lý danh mục để có thể đưa ra chiến lược sử dụng vốn hiệu quả; nhà hoạch định chính sách có thể xây dựng những chính sách phù hợp trước sự biến động của thị trường.

Trong bối cảnh đó, về mặt học thuật có một số nghiên cứu đề cập tới tác động của rủi ro địa chính trị lên thị trường tài chính Việt Nam, điển hình như: Nghiên cứu của Nam và cộng sự (2023) cho rằng rủi ro địa chính trị ảnh hưởng đáng kể đến tỷ suất sinh lợi các loại tài sản tài chính. Ngoài ra ở các khu vực khác, Salisu và cộng sự (2022) cho rằng rủi ro địa chính trị gây ra sự biến động tỷ giá hối đoái các nước BRICS (Brazil, Nga, Ấn Độ, Trung Quốc, và Nam Phi), tuy nhiên, Trung Quốc là quốc gia ít bị ảnh hưởng nhất. Trong cuộc xung đột giữa Nga – Ukraine, Gheorghe và Panazan (2023) cho rằng một số thị trường chứng khoán gần Ukraine, đặc biệt là Hungary, Ba Lan, Serbia, Bosnia, Cộng Hòa Séc... có sự biến động giá mạnh khi cuộc xung đột xảy ra, các thị trường chứng khoán còn lại đều biến động với mức độ yếu hơn. Thị trường tài chính Nga cũng bị ảnh hưởng mạnh khi cuộc chiến nổ ra, nghiên cứu của Xu và cộng sự (2023) ngụ ý rằng cuộc xung đột có tác động tiêu cực đến tỷ giá hối đoái nước Nga và đồng tiền Nga bị sụt giá mạnh theo sau đó.

Nghiên cứu về tác động của rủi ro địa chính trị đối với thị trường tài chính Việt Nam trong giai đoạn 2018–2023 được kế thừa kiến thức từ các bài nghiên cứu trước đó cả trong và ngoài nước. Dựa vào kết quả thực nghiệm, nghiên cứu hiện tại đóng góp vào lĩnh vực tài chính ở nhiều góc độ khác nhau.

Thứ nhất, giai đoạn được nhóm tác giả lựa chọn trong bài nghiên cứu là từ năm 2018 đến năm 2023 đã xảy ra một số sự kiện kinh tế ảnh hưởng đến thế giới như: Chiến tranh thương mại Mỹ – Trung, đại dịch COVID-19, và xung đột quân sự Nga – Ukraine, từ đó, nhóm tác giả có thể đánh giá được tác động của những cú sốc này lên thị trường Việt Nam. *Thứ hai*, nghiên cứu xem xét rủi ro địa chính trị ảnh hưởng đến tài chính ở Việt Nam, đây là một đề tài có sự đột phá và chỉ có số lượng nhỏ bài nghiên cứu bàn luận về chủ đề này, đặc biệt trong tình hình kinh tế toàn cầu gặp nhiều khó khăn từ COVID-19 và các cuộc xung đột quân sự như hiện nay. *Thứ ba*, nhóm tác giả áp dụng hai phương pháp tiếp cận mới là chỉ số lan tỏa và tương quan Quantilogram để phân tích mức độ tương quan giữa rủi ro địa chính trị đối với tỷ giá và thị trường chứng khoán Việt Nam. Vì thế, kết quả thực nghiệm dự kiến mang lại nhiều góc nhìn mới so với các mô hình được sử dụng trước đó. Điều này có ý nghĩa

to lớn cho các nhà đầu tư và nhà hoạch định chính sách làm nguồn tài liệu tham khảo đáng tin cậy để đưa ra các chiến lược đầu tư hiệu quả và thiết kế chính sách phù hợp với sự biến động của kinh tế.

2. Tổng quan nghiên cứu

Ngày nay, kinh tế toàn cầu đang phải đối mặt với vấn đề liên quan đến rủi ro địa chính trị, đặc biệt là sau khi chịu ảnh hưởng nặng nề từ đại dịch COVID-19 và các cuộc xung đột quân sự. Nhiều quốc gia có xu hướng dịch chuyển dòng vốn về nền kinh tế nội địa nhằm giảm sự phụ thuộc vào nguồn cung từ các quốc gia khác. Mặt khác họ cũng mong muốn thiết lập các mối quan hệ với những quốc gia có nền kinh tế lành mạnh, ít rủi ro chính trị và xây dựng lại chuỗi cung ứng mới sau khi nó bị gián đoạn do COVID-19 gây ra. Vì vậy, nghiên cứu về rủi ro địa chính trị tác động đến thị trường tài chính nhận được đông đảo sự quan tâm từ các nhà đầu tư và nhà hoạch định chính sách. Với ý nghĩa quan trọng trong việc nghiên cứu tác động của rủi ro địa chính trị đến thị trường tài chính, đã có một số nghiên cứu tại Việt Nam thực hiện chủ đề này. Điển hình như Nam và cộng sự (2023) vận dụng mô hình VAR với các tham số thay đổi theo thời gian (Time Varing Parameter VAR model – TVP-VAR) và Wavelet kết hợp để xem xét sự phụ thuộc giữa chỉ số rủi ro địa chính trị và các chuỗi lợi suất tài sản tài chính trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ tháng 2/2012 đến tháng 4/2022. Bằng chứng thực nghiệm cho thấy rủi ro địa chính trị ảnh hưởng đến sự biến động tỷ suất sinh lợi của các loại tài sản tài chính với mức độ tác động khác nhau.

Một số nghiên cứu cho rằng rủi ro địa chính trị có ảnh hưởng đáng kể đến thị trường chứng khoán, chẳng hạn như: Caldara và Iacoviello (2022) cho rằng rủi ro địa chính trị làm giảm niềm tin của người tiêu dùng dẫn đến suy giảm tổng cầu, ảnh hưởng đến tâm lý nhà đầu tư và gây biến động trên thị trường chứng khoán. Sohag và cộng sự (2022) nhận thấy sự tương quan giữa hai thị trường chứng khoán Mỹ – Nga và Mỹ – Trung là tiêu cực dưới tác động của rủi ro địa chính trị. Ngoài ra, sự tương quan giữa cặp thị trường chứng khoán Nga – Trung Quốc ít bị ảnh hưởng bởi rủi ro địa chính trị. Một nghiên cứu khác của Zhang và cộng sự (2023) nghiên cứu về mối quan hệ giữa rủi ro địa chính trị và biến động về giá của 32 thị trường chứng khoán. Kết quả thực nghiệm cho thấy rủi ro địa chính trị có tác động tích cực đối với sự biến động giá thị trường chứng khoán, đặc biệt ở những nền kinh tế mới nổi, các quốc gia xuất khẩu dầu thô và quốc gia đang có tình hình hòa bình. Ohikhuare (2023) nghiên cứu lan toả rủi ro hai chiều giữa dầu và thị trường ngoại hối dưới tác động của cuộc chiến tranh Nga – Ukraine thông qua chuỗi dữ liệu từ 40 quốc gia khác nhau trong năm 2022. Kết quả cho thấy sự lan toả về giá của các thị trường tăng lên theo thời gian trong suốt cuộc xung đột giữa Nga và Ukraine. Ngoài ra, nhóm tác giả cho rằng rủi ro địa chính trị có thể dự đoán sự lan toả về giá của toàn bộ các thị trường trước và trong chiến tranh.

Khía cạnh khác, rủi ro địa chính trị tác động đáng kể đến tỷ giá hối đoái thông qua nhiều cơ chế và kênh dẫn truyền khác nhau. Xu và cộng sự (2023) nghiên cứu ảnh hưởng của cuộc chiến tranh đến sự biến động tỷ giá hối đoái nước Nga trong xung đột Nga – Ukraine. Kết quả ngụ ý rằng cuộc xung đột có tác động tiêu cực đến tỷ giá hối đoái nước Nga và đồng tiền Nga bị sụt giá mạnh trong thời gian nghiên cứu. Khaliq (2022) nghiên cứu mối liên hệ giữa rủi ro địa chính trị (GPR) và biến động tỷ giá hối đoái của Indonesia (USD/IDR). Kết quả mô hình GARCH đối xứng và bất đối xứng cho rằng tỷ giá USD/IDR bị tác động bởi rủi ro địa chính trị trong nước và rủi ro địa chính trị toàn cầu. Tuy nhiên, tác động của rủi ro địa chính trị trong nước mạnh hơn. Hơn thế, Bossman và cộng sự

(2023) nghiên cứu tác động của rủi ro địa chính trị từ cuộc chiến tranh Nga – Ukraine đối với tỷ giá hối đoái của 7 loại tiền tệ so với đồng đô la Mỹ: (1) Đô la Úc (AUD), (2) Đô la Canada (CAD), (3) Franc Thụy Sĩ (CHF), (4) Euro, (5) Bảng Anh (GBP), (6) Đô la New Zealand (NZD), và (7) Yên Nhật (JPY) bằng mô hình hồi quy phân vị trên từng phân vị (Quantile on Quantile Regression – QQR). Kết quả xác định rằng rủi ro địa chính trị ảnh hưởng không đối xứng đến tỷ giá hối đoái các nước. Ngoài ra, đồng Euro và đồng Franc Thụy Sĩ được xem xét là công cụ phòng ngừa rủi ro cho danh mục trước GPR. Nhìn chung, rủi ro địa chính trị có ảnh hưởng tích cực và tiêu cực đến thị trường tài chính ở các quốc gia khác nhau trên thế giới. Do đó, giả thuyết nghiên cứu được thiết lập như sau:

Giả thuyết H₁: GPR tác động bất đối xứng đến thị trường tài chính Việt Nam.

Sau khi lược sơ các nghiên cứu trước đây, nhóm tác giả nhận thấy rằng các nghiên cứu thực nghiệm về tác động của rủi ro địa chính trị lên thị trường tài chính Việt Nam còn hạn chế. Do đó, nhóm tác giả thực hiện bài nghiên cứu này nhằm giúp các nhà đầu tư, nhà quản lý danh mục đầu tư có góc nhìn tường minh nhất trong quá trình xây dựng danh mục khi các sự kiện biến động địa chính trị xảy ra. Ngoài ra, bài nghiên cứu cũng là nguồn thông tin hữu ích cho các nhà hoạch định chính sách đưa ra các chính sách phù hợp nhằm hạn chế tác động của địa chính trị tới thị trường tài chính và nền kinh tế của Việt Nam.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu được sử dụng trong bài nghiên cứu là chuỗi dữ liệu thời gian theo tháng của thị trường tài chính Việt Nam bao gồm: Hai chỉ số chứng khoán (VN-Index và HN-Index), hai chuỗi tỷ giá hối đoái dựa trên đồng Việt Nam (VND/EUR, VND/USD), và rủi ro địa chính trị (GPR) của Việt Nam từ ngày 01/01/2018 đến ngày 01/8/2023. Tổng số quan sát là 68. Chỉ số GPR được phát triển bởi Caldara và Iacoviello (2022) và thu thập tại <https://www.policyuncertainty.com/gpr.html>, trong khi đó, các chỉ số thị trường tài chính Việt Nam được thu thập từ <https://www.investing.com/>. Mục đích của nghiên cứu là xem xét sự lan tỏa giá và tương quan Quantilogram giữa rủi ro địa chính trị đối với thị trường tài chính Việt Nam, đặc biệt trong các sự kiện như: Chiến tranh thương mại, đại dịch COVID-19, và xung đột quân sự Nga – Ukraine. Các chuỗi này nhóm tác giả biến đổi về tỷ suất lợi nhuận: $R_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$, trong đó, P_t là mức giá của thị trường tại thời điểm t .

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Bài nghiên cứu sử dụng chỉ số lan tỏa Diebold và Yilmaz (2012) để phân tích sự lan tỏa về giá giữa rủi ro địa chính trị, tỷ giá và chỉ số chứng khoán Việt Nam. Mô hình này cho phép nghiên cứu đo lường mức độ lan truyền và nhận thông tin theo từng cặp chỉ số riêng biệt. Cũng như là ước tính tổng chỉ số lan tỏa của tất cả chuỗi dữ liệu đầu vào để đánh giá sự biến động của chúng. Hơn thế, nếu tổng chỉ số lan tỏa càng lớn thì giữa các biến số kinh tế này có sự kết dính càng chặt chẽ và ngược lại. Ngoài ra, dựa vào kết quả từ bảng ma trận lan tỏa ta có thể biểu diễn chỉ số lan tỏa tổng thay đổi theo thời gian phản ứng với từng cú sốc kinh tế khác nhau.

Tiếp theo đó, nhóm tác giả áp dụng mô hình tương quan Quantilogram được phát triển bởi Linton và Whang (2007) để tìm hiểu về mối tương quan giữa rủi ro địa chính trị và các chuỗi tài chính Việt

Nam. Theo Linton và Wang (2007), phương pháp này có thể ước lượng sự tương quan giữa hai chuỗi thời gian ở các mức phân vị khác nhau. Nhóm tác giả nhận thấy rằng, so với các kỹ thuật kinh tế lượng truyền thống, phương pháp tương quan theo kiểu Quantilogram có các ưu điểm như sau: *Thứ nhất*, phương pháp này có khả năng đo lường mối tương quan từ một phân vị chuỗi thời gian này đối với các phân vị của chuỗi thời gian khác. *Thứ hai*, mô hình cho phép các độ trễ rất dài so với các mô hình theo kiểu hồi quy tuyến tính. Do đó, nhóm tác giả có thể khảo sát sự tương quan của rủi ro địa chính trị và thị trường tài chính Việt Nam qua các miền tần số: Ngắn hạn (1 tháng), trung hạn (5 tháng), dài hạn (22 tháng), và rất dài hạn (66 tháng). *Thứ ba*, phương pháp tập trung vào việc ước lượng sự tương quan giữa các phân vị, do đó, phương pháp này không phụ thuộc vào bất kỳ điều kiện động nào (Pham, 2021). *Cuối cùng*, phương pháp tương quan theo kiểu Quantilogram rất tối ưu đối với các chuỗi thời gian tài chính không có phân phối chuẩn.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 1.

Thống kê mô tả các chuỗi tỷ suất sinh lợi

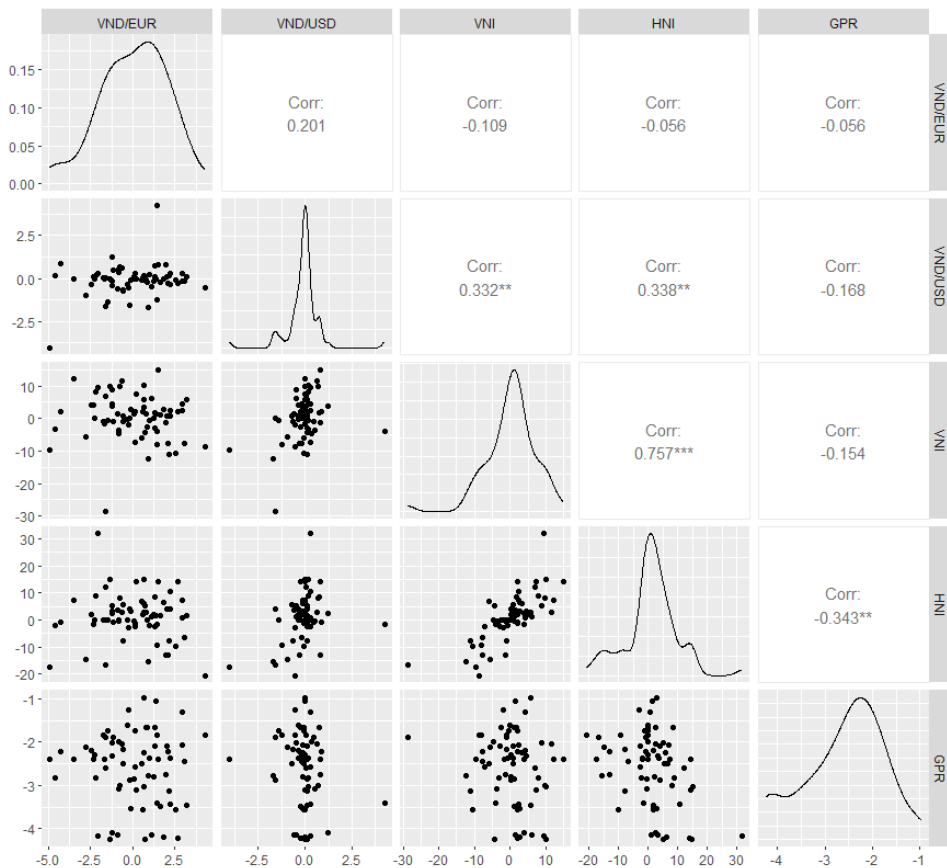
Phần A: Thống kê mô tả					
	GPR	VNI	HNI	VND/EUR	VND/USD
Trung bình	-2,594	0,320	1,116	0,063	-0,085
Trung vị	-2,401	0,897	1,587	0,169	-0,012
Giá trị cực đại	-0,977	14,916	31,861	4,310	4,229
Giá trị cực tiểu	-4,248	-28,634	-20,623	-4,899	-4,046
Độ lệch chuẩn	0,834	6,889	8,713	1,952	0,910
Hệ số độ nghiêng	-0,450	-0,995	0,109	-0,371	0,164
Hệ số độ nhọn	2,521	6,253	4,712	2,855	13,743
Phần B: Các kiểm định thống kê					
Jarque-Bera	2,949	41,207***	8,448***	1,627	327,359***
Kiểm định ADF	-4,853***	-8,260***	-6,287***	-8,883***	-7,405***
Kiểm định ARCH	1,063	2,972*	0,372	1,414	0,442

Ghi chú: *, **, ***, lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Bảng 1 trình bày kết quả thống kê mô tả của các chuỗi giá của thị trường tài chính Việt Nam, bao gồm: Hai chuỗi giá của trường chứng khoán Việt Nam (VN-Index và HN-Index), hai chuỗi tỷ giá hối đoái của Việt Nam (VND/EURO và VND/USD), và rủi ro địa chính trị (GPR) trong khoảng thời gian từ tháng 1/2018–8/2023. Ngoài ra, nhóm tác giả còn kiểm định phân phối chuẩn, kiểm định nghiệm đơn vị và kiểm định ARCH cho toàn bộ chuỗi lợi suất tài chính được nghiên cứu. Kết quả cho thấy tỷ suất sinh lợi trung bình đạt giá trị dương đối với ba chuỗi gồm: VNI, HNI, và VND/EURO. Mặt

khác, tỷ suất sinh lợi trung bình đạt giá trị âm đối với hai chuỗi gồm: GPR và VND/USD. Chuỗi HNI có tỷ suất sinh lợi trung bình cao nhất (1,117%). Ngược lại, chuỗi VNI có tỷ suất sinh lợi trung bình thấp nhất (-2,594%). Độ biến động của các chuỗi lợi suất được tính bằng độ lệch chuẩn. Ta thấy HNI là chuỗi có độ biến động cao nhất (8,71%), trong khi GPR là chuỗi có độ biến động thấp nhất (0,83%). Hệ số bất đối xứng của ba chuỗi GPR, VNI và VND/EUR đều mang giá trị âm, chứng tỏ phân phối các chuỗi giá này lệch trái, ngược lại, hai chuỗi HNI và VND/USD có giá trị dương cho nên hai chuỗi này lệch phải. Thêm vào đó, các hệ số nhọn (Kurtosis) của các chuỗi VNI, HNI và VND/USD ở mức cao, chứng minh rằng các chuỗi lợi suất này có đuôi phình to hơn phân phối chuẩn. Mặt khác, GPR và VND/EURO có hệ số nhọn tiệm cận giá trị 3, tiềm ẩn khả năng hai chuỗi lợi suất này có phân phối chuẩn. Điều này được khẳng định lại bởi thống kê Jarque-Bera. Tiếp theo, nhóm tác giả kiểm định tính dừng cho toàn bộ chuỗi lợi suất tài chính bằng kiểm định Augmented-Dickey-Fuller (ADF). Kết quả cho thấy các chuỗi đều dừng tại mức ý nghĩa nhỏ hơn 1%. Cuối cùng, kiểm định ARCH-LM ngụ ý rằng tồn tại hiệu ứng ARCH cho chuỗi VN-Index, các chuỗi còn lại đều không tồn tại hiệu ứng ARCH. Điều đó có nghĩa dữ liệu của nhóm tác giả ổn định và hoàn toàn phù hợp để đưa vào mô hình nghiên cứu.

4.2. Ma trận tương quan



Hình 1. Ma trận tương quan

Hình 1 trình bày ma trận tương quan kết hợp đồ thị phân tán dữ liệu giúp chúng ta đánh giá được sự tương quan theo cặp giữa các thị trường được nghiên cứu. Kết quả cho thấy rằng tồn tại sự tương quan dương ở hầu hết cặp chỉ số tài chính, tuy nhiên, vẫn có tương quan âm xảy ra ở cặp HNI-VND/EURO, giữa GPR và bốn thị trường còn lại. Khi xem xét tương quan dương đạt mức cao nhất giữa thị trường VNI và HNI với hệ số tương quan là 0,76, cho thấy chúng tồn tại sự kết dính chặt chẽ. Đối với những cặp chỉ số có tương quan âm, thì tương quan mạnh nhất ở cặp GPR-HNI (-0,34). Ngoài ra, kết quả từ ma trận tương quan cho thấy rủi ro địa chính trị có tác động tiêu cực đối với thị trường tài chính Việt Nam. Tương tự với nghiên cứu của Yang và Yang (2021) cho rằng rủi ro địa chính trị ảnh hưởng tiêu cực đến các chỉ số chứng khoán.

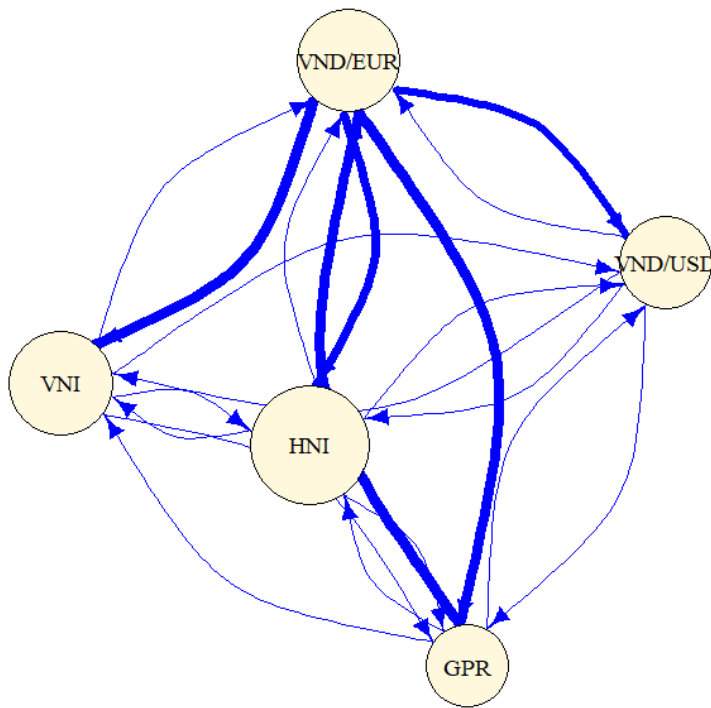
4.3. Kết quả của phương pháp chỉ số lan tỏa

Bảng 2.

Kết quả chỉ số lan tỏa của GPR và thị trường tài chính Việt Nam

	VND/EUR	GPR	VND/USD	HNI	VNI	Nhận
VND/EUR	85,800	0,600	4,200	6,300	3,100	14,200
GPR	3,000	69,600	2,000	19,300	6,100	30,400
VND/USD	8,600	2,900	76,300	5,300	6,800	23,700
HNI	4,500	6,800	4,200	54,000	30,500	46,000
VNI	1,300	2,100	5,500	33,800	57,400	42,600
Truyền	17,300	12,500	15,900	64,600	46,600	156,900
Chỉ số lan tỏa	103,100	82,000	92,200	118,600	104,000	31,400%
Chỉ số lan tỏa ròng	3,100	-18,000	-7,800	18,600	4,000	

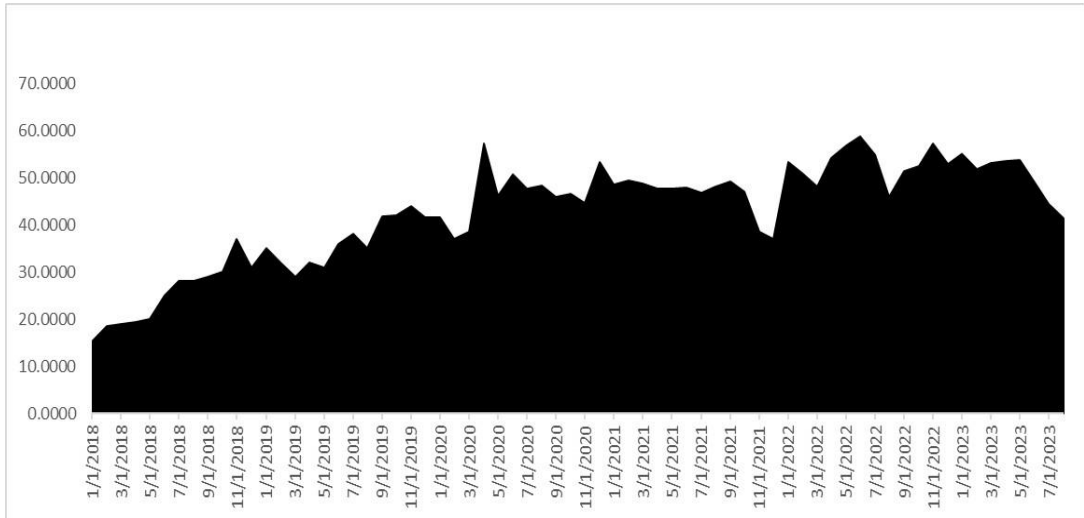
Kết quả từ Bảng 2 đã cho thấy chỉ số lan tỏa tổng đạt mức khá cao là 31,4%, điều này ngụ ý rằng tồn tại sự kết dính chặt chẽ giữa biến số rủi ro địa chính trị, tỷ giá và thị trường chứng khoán. Đánh giá theo hướng truyền đi, kết quả chỉ ra HNI có sự lan truyền lớn nhất, đóng góp khoảng 64,6%, lần lượt theo sau đó là VNI (46,6%), tỷ giá VND/EUR (17,3%), tỷ giá VND/USD (15,9%), và GPR (12,5%). Ngược lại theo chiều hướng nhận, chỉ số HNI được đánh giá là nhận lan tỏa cao nhất trong các biến số và đạt mức 46%, VNI nhận lan tỏa là 42,6%, tiếp theo là GPR (30,5%), VND/USD (23,7%), và VND/EUR (14,2%). Nhìn tổng thể thì HNI, VNI, VND/EUR là các chỉ số truyền ròng vì chênh lệch giữa lan tỏa truyền đi và lan tỏa nhận vào của chúng có giá trị dương. Trong đó, HNI có mức lan tỏa ròng cao nhất đạt 18,6%, tuy nhiên, VNI và VND/EUR có mức độ lan truyền ròng tương đối thấp lần lượt là 4% và 3,1%. Ngược lại, hai chỉ số GPR và VND/USD thuộc nhóm nhận lan tỏa vì chỉ số lan tỏa ròng của chúng có giá trị âm, trong đó, GPR nhận lớn nhất khoảng 18%, và VND/USD nhận ròng khoảng 7,8%.



Hình 2. Chiều hướng lan tỏa giá của các chỉ số

Hình 2 trình bày chiều hướng truyền và nhận lan tỏa giá giữa các chỉ số với nhau, trong đó mũi tên càng lớn thể hiện mức độ truyền tải càng mạnh mẽ. Ta nhận thấy tỷ giá VND/EUR có chiều hướng lan tỏa mạnh đến tất cả các chỉ số còn lại, ngược lại, nó cũng nhận được nguồn lan tỏa lớn từ GPR. Hai chỉ số chứng khoán gồm: VNI và HNI vẫn có sự lan truyền đến yếu tố tỷ giá và rủi ro địa chính trị, tuy nhiên, còn tương đối yếu so với những gì nhận được từ tỷ giá VND/EUR. Ngoài ra, tỷ giá VND/USD cũng có tác động đáng kể đến thị trường VNI và HNI, nhưng theo chiều hướng nhận lan truyền thì được nhận tương đối yếu từ các biến số: VNI, HNI, và GPR. Mặt khác, ta nhận thấy GPR và VND/EUR có sự truyền tải thông tin lẫn nhau một cách mạnh hơn so với các cặp chỉ số còn lại.

Hình 3 biểu diễn chỉ số lan tỏa tổng biến động theo thời gian trong suốt giai đoạn 2018–2023 và được tính toán dựa trên phương pháp chỉ số lan tỏa. Tổng lan tỏa giữa thị trường chứng khoán, tỷ giá và rủi ro địa chính trị trong giai đoạn nghiên cứu được ước tính nằm trong khoảng 20%–60%, điều này chứng tỏ rằng giữa chúng có sự kết dính rất chặt chẽ với nhau. Những biến động trên đồ thị cũng nêu lên được chỉ số lan tỏa có phản ứng với các sự kiện kinh tế nổi bật của thế giới.



Hình 3. Biến động của tổng chỉ số lan tỏa trong giai đoạn 2018–2023

Cụ thể trong giai đoạn 2018–2019, chỉ số lan tỏa tổng gia tăng nhanh từ 15% lên đến khoảng 40% và có xu hướng tiếp tục gia tăng. Nguyên nhân có thể do thị trường Việt Nam trong giai đoạn này bắt đầu có sự hội nhập nhiều hơn với toàn cầu, nên sự bất ổn trong chiến tranh thương mại Mỹ – Trung và chính sách tiền tệ thắt chặt đã ảnh hưởng nhiều đến kinh tế Việt Nam. Sau đó, bùng phát COVID-19 vào đầu năm 2020, nhiều quốc gia đã phải thực hiện giãn cách xã hội gây ra gián đoạn nghiêm trọng chuỗi cung ứng toàn cầu, dẫn đến nền kinh tế toàn cầu được nhiều tổ chức uy tín dự báo sẽ rơi vào suy thoái. Chính vì những biến động do đại dịch COVID-19 gây ra cho nên chỉ số lan tỏa tổng trong năm 2020 đã có sự gia tăng mạnh và đạt mức cao nhất khoảng 60%. Trong giai đoạn từ tháng 1/2021 đến tháng 10/2021, chỉ số lan tỏa tương đối ổn định nằm ở mức khoảng 40%–50%.

Mặt khác, xung đột quân sự tại Ukraine khiến cho giá cả về năng lượng tăng cao và có dấu hiệu xuất hiện lạm phát cao ở nhiều quốc gia trên thế giới. Ngoài ra, kể từ sau đại dịch COVID-19, thương mại quốc tế vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi trở lại. Những tác động tiêu cực đa phương đã làm kinh tế toàn cầu đối mặt với suy thoái, thị trường tài chính tiềm ẩn nhiều rủi ro. Nhiều thị trường chứng khoán có dấu hiệu suy giảm rõ rệt. Có thể thấy rằng vấn đề về rủi ro địa chính trị đã tác động lên nhiều yếu tố kinh tế khác và kết quả là trong năm 2022, chỉ số lan tỏa biến động khá lớn từ mức 40% lên mức cao nhất là 60%, điều này khá tương đồng với nghiên cứu của Ohikhuare (2023).

4.4. Kết quả của phương pháp tương quan Quantilogram

Tiếp theo, nhóm tác giả mô tả tương quan Quantilogram (Cross-Quantile Correlations – CQC) giữa rủi ro địa chính trị và các chuỗi giá của thị trường tài chính Việt Nam dựa vào việc phân tích các biểu đồ nhiệt ứng với các độ trễ khác nhau. Các biểu đồ nhiệt này miêu tả mối quan hệ hai chiều của phân phối không điều kiện của hai trục x và y . Trục x biểu diễn các phân vị của rủi ro địa chính trị (GPR), trục y biểu diễn phân vị của các chuỗi giá trên thị trường tài chính của Việt Nam. Các phân phối phân vị của các biến này được xác định bởi trục x và y và được đánh dấu bằng các giá trị phân vị $[q = (0,05; 0,1; 0,2; 0,3; 0,4; 0,5; 0,6; 0,7; 0,8; 0,9; 0,95)]$. Mỗi biểu đồ nhiệt có 121 ô (11×11) đại diện cho mối tương quan giữa các biến trên từng mức phân vị. Mức độ tương quan giữa hai phân phối được hiển thị trên một cột màu trắng đen (từ -1,0 đến +1,0). Ước lượng CQC không có khả năng dự

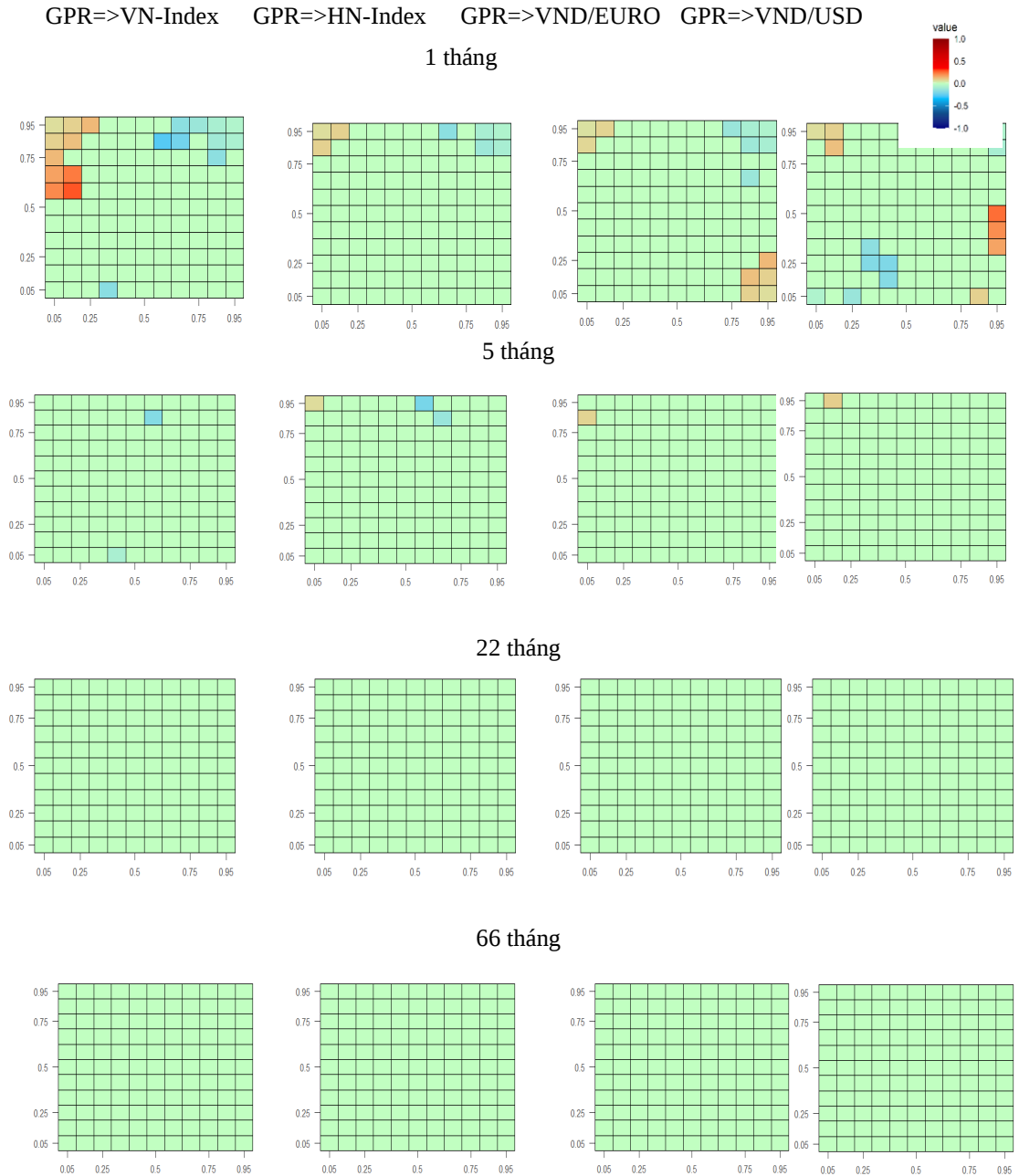
đoán sự tương quan giữa hai phân phối đối với các ô có tương quan bằng 0. Tương tự với nghiên cứu của Phạm (2021), Uddin và cộng sự (2019), nhóm tác giả khảo sát lần lượt bốn độ trễ: (1) Ngắn hạn (độ trễ 1), (2) trung hạn (độ trễ 5), (3) dài hạn (độ trễ 22), và (4) rất dài hạn (độ trễ 66). Thông tin này có thể được sử dụng để đưa ra chiến lược đầu tư và xây dựng danh mục dựa trên miền thời gian và các tần số khác nhau. Đối với mỗi tương quan không có ý nghĩa thống kê, các biểu đồ nhiệt được đặt thành giá trị 0, tiết lộ việc không có khả năng dự đoán tác động của GPR lên sự biến động của thị trường tài chính Việt Nam. Lần lượt với độ trễ lần lượt từ 1 đến 66 tháng, phương pháp này đã khảo sát được sự phụ thuộc của bốn chuỗi lợi suất của thị trường tài chính Việt Nam đối với rủi ro địa chính trị trên từng mức phân vị. Độ dài trễ được xem xét trong các biểu đồ nhiệt được ghi chú ở trên mỗi hàng. Dựa vào biểu đồ nhiệt, nhóm tác giả nhận thấy rủi ro địa chính trị (GPR) có tác động đến thị trường tài chính Việt Nam trong các trường hợp sau: *Thứ nhất*, hầu hết ở các phân vị trung tâm của hai phân phối, ước lượng CQC tiết lộ việc thiếu khả năng dự đoán sự tương quan. Điều đó ngụ ý rằng khi GPR ổn định thì hầu như không tác động đến thị trường tài chính Việt Nam trong điều kiện thị trường bình thường ở hầu hết các độ trễ. *Thứ hai*, tác động của GPR lên thị trường tài chính Việt Nam là tích cực lẫn tiêu cực. Tuy nhiên, phản ứng tiêu cực chiếm ưu thế. *Thứ ba*, các biểu đồ nhiệt ở độ trễ 22 và độ trễ 66 đều hiển thị dải màu nền xám, ngụ ý rằng GPR không tương quan với thị trường tài chính Việt Nam trong hai khoảng trễ này. Hay nói cách khác, độ trễ càng cao, mối liên kết giữa rủi ro địa chính trị và thị trường tài chính Việt Nam hầu như không đáng kể.

Đầu tiên, ta thấy rủi ro địa chính trị (GPR) có ảnh hưởng đáng kể đến thị trường chứng khoán Việt Nam. Đối với tác động của rủi ro địa chính trị lên chỉ số VN-Index, ta thấy rằng biểu đồ nhiệt tồn tại sự kết hợp giữa hai dải màu sắc đậm (khác màu nền) ở độ trễ 1. Cụ thể, ước lượng dương tồn tại ở góc trên bên trái của biểu đồ nhiệt, ngụ ý rằng GPR ở mức phân vị từ 0,05–0,25 có tác động tích cực đến chỉ số VN-Index ở mức phân vị từ 0,5–0,95. Trong trường hợp này, khi rủi ro địa chính trị càng tăng, làm cho chỉ số VN-Index càng tăng theo. Điều này được giải thích khi rủi ro địa chính trị của đất nước tăng lên, dòng vốn nước ngoài đầu tư vào Việt Nam bị giảm sút, nhiều xí nghiệp đóng cửa, thất nghiệp tăng lên. Do đó, nhà đầu tư có xu hướng đầu tư vào thị trường chứng khoán để sinh lời. Từ đó, thanh khoản trên thị trường chứng khoán được cải thiện, kéo theo sự tăng lên của chỉ số VN-Index. Ngược lại, ước lượng âm tồn tại ở phân vị trung của rủi ro địa chính trị và phân vị thấp của VN-Index. Điều này được giữ nguyên đối với phân vị cao của cả hai phân phối, ngụ ý rằng rủi ro địa chính trị ảnh hưởng tiêu cực đến chỉ số VN-Index. Kết quả thực nghiệm cho thấy khi trong đất nước tồn tại biến động về địa chính trị, nhà đầu tư thường bán tháo cổ phiếu họ sở hữu. Điều này làm giảm chỉ số VN-Index. Ngược lại, khi rủi ro địa chính trị giảm, sự tin tưởng của nhà đầu tư có thể gia tăng, chỉ số VN-Index có thể quay trở lại đà tăng. Bên cạnh đó, phản ứng của rủi ro địa chính trị lên chỉ số HN-Index tương tự với phản ứng của rủi ro địa chính trị lên chỉ số VN-Index ở độ trễ 1. Tiếp theo, trong trung hạn (trễ 5), rủi ro địa chính trị phân vị trung tác động tiêu cực đến chỉ số VN-Index phân vị thấp và cao. Ngoài ra, rủi ro địa chính trị phân vị thấp phản ứng tích cực với chỉ số HN-Index ở phân vị cao, rủi ro địa chính trị phân vị trung ảnh hưởng tiêu cực đến HN-Index. Ở độ trễ 22 và 66, rủi ro địa chính trị không có tác động đến thị trường chứng khoán Việt Nam. Tóm lại, rủi ro địa chính trị ảnh hưởng tích cực và tiêu cực đến thị trường chứng khoán Việt Nam trong ngắn hạn và mối tương quan này trở nên yếu dần về trung hạn. Tuy nhiên, phản ứng tiêu cực chiếm ưu thế. Ngoài ra, rủi ro địa chính trị không phản ứng với thị trường chứng khoán Việt Nam trong dài hạn.

Tiếp theo, ta xem xét tác động của rủi ro địa chính trị đối với thị trường ngoại hối Việt Nam. Trong ngắn hạn (trễ 1), ta thấy rằng rủi ro địa chính trị tác động tiêu cực đến tỷ giá VND/USD và VND/EUR,

vì ước lượng âm tồn tại ở góc trên bên phải tương ứng với hai mức phân vị cao. Ở cặp GPR và VND/USD hiển thị thêm ước lượng âm ở góc dưới bên trái, ngụ ý GPR phân vị thấp và trung cũng tương quan âm với chuỗi lợi suất VND/USD ở phân vị thấp và trung. Điều này ngụ ý, sự sụt giá của đồng nội tệ Việt Nam (VND/USD và VND/USD) khi rủi ro địa chính trị tăng lên. Khi rủi ro địa chính trị biến động, nguồn vốn đầu tư từ nước ngoài có thể bị giảm xuống bởi vì nhà đầu tư e ngại rằng rủi ro địa chính trị của một quốc gia quá cao sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến nền kinh tế của quốc gia đó, khiến cho năng lực sản xuất của quốc gia bị giảm xuống, từ đó, thị trường tài chính bị suy yếu. Ngoài ra, nền kinh tế của Việt Nam có độ mở cửa rất cao qua từng năm, do đó, nhu cầu về ngoại tệ rất lớn. Khi nguồn cung ngoại tệ bị giảm xuống, nhưng cầu ngoại tệ lại tăng dẫn đến sự chênh lệch cung cầu, gây mất giá của đồng nội tệ. Kết quả này tương tự với nghiên cứu của Hui (2022) cho rằng rủi ro địa chính trị làm mất giá đồng nội tệ. Ngoài ra, ta thấy tồn tại một vài sự khác biệt. Với độ trễ 1, biểu đồ nhiệt của GPR – VND/EUR và GPR – VND/USD cho ta thấy tồn tại ước lượng dương ở cả góc trên bên trái và góc dưới bên phải. Điều đó ngụ ý rằng: (1) GPR ở phân vị thấp tác động tích cực đến chuỗi lợi suất VND/EURO và VND/USD ở phân vị trung và cao; (2) GPR ở phân vị cao tác động dương đến hai chuỗi lợi suất ở phân vị thấp và trung. Trong trung hạn (độ trễ 5), phân vị thấp của GPR tác động dương với phân vị cao của VND/EUR và VND/USD với mức độ yếu. Điều đó có nghĩa, ở một khía cạnh khác, rủi ro địa chính trị vẫn có tác động tích cực đến thị trường ngoại hối Việt Nam. Tuy nhiên, mối tương quan này hầu như không đáng kể. Ngoài ra, trong dài hạn, mối tương quan giữa rủi ro địa chính trị và thị trường ngoại hối Việt Nam hoàn toàn không có ý nghĩa thống kê.

Nhìn chung, sự tương quan giữa rủi ro địa chính trị và tỷ suất sinh lợi của thị trường tài chính Việt Nam chủ yếu là ngắn hạn và trung hạn, theo kết quả của nghiên cứu này. Khi giai đoạn độ trễ kéo dài, mối liên kết sẽ giảm đi. Những kết quả này ngụ ý rằng trong ngắn và trung hạn, thị trường tài chính Việt Nam phản ứng tích cực và tiêu cực đối với sự tăng lên về rủi ro địa chính trị. Đặc biệt, mối quan hệ tiêu cực chiếm ưu thế. Trong dài hạn, rủi ro địa chính trị không tác động đến thị trường tài chính Việt Nam. Kết quả này tương tự với Yang và Yang (2021) khi cho rằng rủi ro địa chính trị gây tác động tiêu cực đến các chỉ số chứng khoán được xem xét. Sohaq và cộng sự (2022) nhận định rủi ro địa chính trị tác động tiêu cực đến thị trường chứng khoán Nga – Mỹ và Nga – Trung. Trong giai đoạn xung đột giữa Nga – Ukraine, rủi ro địa chính trị tăng vọt (Caldara & Iacoviello, 2022). Do đó, đồng nội tệ Việt Nam hầu như bị mất giá trong khoảng thời gian xung đột giữa Nga – Ukraine. Các kết quả thu được cho thấy lý thuyết đa dạng hóa danh mục đầu tư ủng hộ đối với mối quan hệ giữa rủi ro địa chính trị và thị trường tài chính Việt Nam. Cụ thể, khi rủi ro địa chính trị giảm xuống, thị trường tài chính Việt Nam là nơi phù hợp để đầu tư vào. Ngược lại, khi rủi ro địa chính trị tăng lên, nhà đầu tư cần cực kỳ cẩn thận trong việc đầu tư vào thị trường chứng khoán và thị trường ngoại hối của Việt Nam.



Hình 4. Biểu đồ nhiệt thể hiện tương quan Quantilogram giữa rủi ro địa chính trị và thị trường tài chính Việt Nam

Ghi chú: Cột màu thể hiện cường độ tương quan. Các bản đồ nhiệt được phân chia cho bốn khoảng thời gian: 1 tháng ($k = 1$), 5 tháng ($k = 5$), 22 tháng ($k = 22$), và 66 tháng ($k = 66$). Trong mỗi bản đồ nhiệt, trục đứng hiển thị phân vị tỷ suất sinh lợi của thị trường tài chính Việt Nam, trong khi trục ngang mô tả phân vị của GPR. Thang màu ở dưới thể hiện mức độ tương quan theo màu trên bản đồ nhiệt.

5. Kết luận

Trải qua nhiều sự kiện xung đột về thương mại, địa chính trị và đại dịch COVID-19 khiến cho nhiều quốc gia trên toàn cầu có những xu hướng thay đổi về quan hệ đối tác, kinh tế và chính trị. Thị trường tài chính trở nên khá phức tạp do nhiều biến số vĩ mô chưa được giải mã hoàn toàn. Điều này dẫn đến thị trường chứng khoán và tỷ giá xuất hiện biến động lớn khi có những sự thay đổi liên quan đến chính sách tiền tệ, đặc biệt ở những nước đang phát triển như Việt Nam. Chính vì thế, nghiên cứu này nhằm mục đích đánh giá tác động của rủi ro địa chính trị đối với thị trường chứng khoán và tỷ giá của Việt Nam trong giai đoạn 2018–2023 thông qua phương pháp chỉ số lan tỏa và tương quan chéo Quantilogram. Qua đó, nghiên cứu giúp cho nhà đầu tư, nhà hoạch định chính sách có thể hiểu rõ những yếu tố ảnh hưởng đến thị trường tài chính Việt Nam.

Các kết quả thực nghiệm được tác giả tóm tắt như sau: *Đầu tiên*, chỉ số lan tỏa tổng khá cao, đạt mức 31,4%, ngụ ý rằng rủi ro địa chính trị, thị trường chứng khoán và tỷ giá của Việt Nam có sự kết nối mạnh mẽ với nhau. Trong đó, HNI là chỉ số truyền lan tỏa lớn nhất, đồng thời cũng là chỉ số nhận lan tỏa lớn nhất. Thị trường VNI, HNI, VND/EUR là nơi truyền lan tỏa ròng, ngược lại, GPR và VND/USD là nơi nhận lan tỏa ròng. Hơn nữa, nhóm tác giả nhận thấy chỉ số lan tỏa tổng có sự thay đổi theo thời gian và có biến động đột ngột trong chiến tranh thương mại Mỹ – Trung, đại dịch COVID-19, và xung đột quân sự Nga – Ukraine. Kết quả nghiên cứu này chứng tỏ rằng tồn tại lan tỏa về giá hai chiều giữa rủi ro địa chính trị với thị trường tài chính Việt Nam. *Thứ hai*, dựa vào kết quả từ mô hình tương quan Quantilogram, nhóm tác giả nhận thấy rủi ro địa chính trị có tác động tích cực và tiêu cực đối với thị trường chứng khoán và tỷ giá của Việt Nam trong ngắn hạn và trung hạn. Tuy nhiên, mối quan hệ tiêu cực chiếm ưu thế. Mặt khác, trong dài hạn thì hầu như không tồn tại mối tương quan giữa rủi ro địa chính trị và thị trường tài chính. Kết quả thực nghiệm ngụ ý rằng nhà đầu tư có thể đa dạng hóa danh mục đầu tư tại thị trường Việt Nam theo biến động của rủi ro địa chính trị.

Kết quả nghiên cứu đóng một vai trò đặc biệt quan trọng cho các quyết định chiến lược của nhà đầu tư, nhà quản lý danh mục và hoạch định chính sách. Vì họ có thể dựa vào nghiên cứu để đánh giá thị trường tài chính khi xuất hiện những rủi ro về chính trị, sau đó là xây dựng chiến lược phòng ngừa rủi ro hiệu quả và tối đa hóa lợi nhuận. Nhóm tác giả đề xuất một số hàm ý chính sách như sau:

- *Đối với các nhà đầu tư, nhà quản lý danh mục* nên phân bổ lại nguồn vốn của mình vào các kênh trú ẩn an toàn khi thị trường đối mặt với sự bất ổn về địa chính trị trong nước và ngoài nước. Đồng thời, họ nên quản trị rủi ro cho danh mục và thường xuyên quan sát các yếu tố kinh tế vĩ mô, vĩ mô để kịp thời ngăn chặn sự sụt giảm mạnh lợi nhuận. Khi chính trị dần ổn định hơn họ có thể xem xét gia tăng tỷ trọng của cổ phiếu trở lại nhằm đạt được tỷ suất sinh lợi cao khi thị trường chứng khoán đã chiết khấu mạnh.

- *Đối với nhà hoạch định chính sách*, họ cần đánh giá liên tục phản ứng của thị trường tài chính khi có sự gia tăng về rủi ro địa chính trị, vì giữa chúng tồn tại mối tương quan nghịch khá cao trong ngắn hạn. Cũng như, họ cần phân tích kỹ lưỡng sự lan tỏa giá giữa các biến số trên, đặc biệt là trong các cú sốc về kinh tế do chúng có sự kết dính với nhau chặt chẽ. Từ đó, các nhà hoạch định chính sách đưa ra các biện pháp, chính sách phù hợp với tình hình chung của quốc gia nhằm ngăn chặn sự suy giảm mạnh của thị trường tài chính. Hơn thế, họ đưa ra các giải pháp kích thích tăng trưởng kinh

tế, phòng ngừa rủi ro từ tác động bên ngoài, duy trì sự phát triển bền vững lành mạnh để thu hút mạnh mẽ nguồn vốn đầu tư quốc tế.

Tài liệu tham khảo

- Bouri, E., Gök, R., Gemici, E., & Kara, E. (2024). Do geopolitical risk, economic policy uncertainty, and oil implied volatility drive assets across quantiles and time-horizons?. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 93, 137-154.
- Caldara, D., & Iacoviello, M. (2022). Measuring geopolitical risk. *American Economic Review*, 112(4), 1194-1225.
- Diebold, F. X., & Yilmaz, K. (2012). Better to give than to receive: Predictive directional measurement of volatility spillovers. *International Journal of Forecasting*, 28(1), 57-66.
- Gheorghe, C., & Panazan, O. (2023). Effects of information related to the Russia-Ukraine conflict on stock volatility: An EGARCH approach. *Cogent Economics & Finance*, 11(2), 2241205.
- Hui, H. C. (2022). The long-run effects of geopolitical risk on foreign exchange markets: Evidence from some ASEAN countries. *International Journal of Emerging Markets*, 17(6), 1543-1564.
- Khalik, A. (2022). Global and country-specific geopolitical risks and exchange rate volatility: New empirical evidence from Indonesia. *Jurnal Ekonomi Kuantitatif Terapan*, 15(2), 225-239. <https://doi.org/10.24843/JEKT.2022.v15.i02.p05>
- Linton, O., & Whang, Y.-J. (2007). The quantilogram: With an application to evaluating directional predictability. *Journal of Econometrics*, 141(1), 250-282.
- Nam, N. H., Dinh, D. D., Yen, N. T., Vinh, D. Q., & Tung, N. T. (2023). The impact of geopolitical risk on financial assets: Evidence from time-varying parameter Var. *VNU University of Economics and Business*, 3(4), 33. <https://doi.org/10.57110/vnujeb.v3i4.202>
- Nguyễn Minh Phong, & Nguyễn Trần Minh Trí. (2023). *Điểm nhấn chính sách lãi suất năm 2022 - Dự báo đầu năm 2023*. Truy cập ngày 21/01/2023, từ <https://tapchinganhang.gov.vn/diem-nhan-chinh-sach-lai-suot-nam-2022-du-bao-nam-2023.htm>
- Nguyễn Đức Trung, Lê Hoàng Anh, Lữ Hữu Chí, & Đoàn Thị Cẩm Thư. (2023). Tác động từ cuộc xung đột địa chính trị Nga và Ukraine đến thị trường chứng khoán các quốc gia Châu Á: Một tiếp cận từ phương pháp nghiên cứu sự kiện. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 307, 11-21.
- Ohikhuare, O. M. (2023). How geopolitical risk drives spillover interconnectedness between crude oil and exchange rate markets: Evidence from the Russia-Ukraine war. *Resources Policy*, 86, 104282.
- Pham, L. (2021). Frequency connectedness and cross-quantile dependence between green bond and green equity markets. *Energy Economics*, 98, 105257.
- Salisu, A. A., Cuñado, J., & Gupta, R. (2022). Geopolitical risks and historical exchange rate volatility of the BRICS. *International Review of Economics & Finance*, 77, 179-190.
- Sohag, K., Vasilyeva, R., Urazbaeva, A., & Voytenkov, V. (2022). Stock market synchronization: The role of geopolitical risk. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(5), 204.

- Uddin, G. S., Rahman, M. L., Hedström, A., & Ahmed, A. (2019). Cross-quantilogram-based correlation and dependence between renewable energy stock and other asset classes. *Energy Economics*, 80, 743-759.
- Xu, J., Khan, K., & Cao, Y. (2023). Conflict and exchange rate valuation: Evidence from the Russia-Ukraine conflict. *Heliyon*, 9(6), e16527.
- Yang, J., & Yang, C. (2021). The impact of mixed-frequency geopolitical risk on stock market returns. *Economic Analysis and Policy*, 72, 226-240.
- Zhang, Y., He, J., He, M., & Li, S. (2023). Geopolitical risk and stock market volatility: A global perspective. *Finance Research Letters*, 53, 103620.