



Nghiên cứu phân tích các tài sản trú ẩn an toàn đối với thị trường cổ phiếu Việt Nam

ĐẶNG PHONG NGUYỄN ^{*}, ĐẶNG THỊ VIỆT ĐỨC ^a, ĐỖ HOÀI LINH ^b

^a Học viện Công nghệ Bưu chính Viễn thông

^b Đại học Kinh tế Quốc dân

THÔNG TIN	TÓM TẮT
Ngày nhận: 18/08/2025 Ngày nhận lại: 14/11/2025 Duyệt đăng: 16/11/2025 Mã phân loại JEL: G01; G23; G40. Từ khóa: Cổ phiếu; Trú ẩn an toàn; Phòng ngừa rủi ro; Việt Nam. Keywords: Stocks; Safe haven; Hedge; Vietnam.	Nghiên cứu phân tích đặc tính trú ẩn an toàn với một số tài sản tài chính điển hình đối với thị trường cổ phiếu Việt Nam trong giai đoạn 2020–2025, trên 2 giai đoạn chính là đại dịch COVID-19 và giao tranh quốc tế. Nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy OLS với gần 1.400 quan sát biến động của 04 nhóm tài sản hàng hóa, trái phiếu chính phủ, ngoại tệ, và tiền mã hóa trong giai đoạn thị trường Việt Nam suy giảm mạnh. Kết quả cho thấy, tại một thị trường cận biên như Việt Nam, vàng không thể hiện đặc tính trú ẩn an toàn. Trái phiếu chính phủ và đồng USD thể hiện rõ ràng đặc tính trú ẩn an toàn với thị trường cổ phiếu Việt Nam. Đa phần các nhóm tài sản còn lại không thể hiện đặc tính trú ẩn an toàn, chỉ có thể đóng vai trò phòng ngừa rủi ro yếu. Abstract This study investigates the safe haven properties of several typical financial assets against the Vietnamese stock market during the 2020–2025 period, examining two distinct sub-periods: the COVID-19 pandemic and the periods of global geopolitical tensions. Using an OLS regression model with nearly 1,400 observations, the authors analyze fluctuations across four asset classes: Commodities, government bonds, foreign currencies, and cryptocurrencies, during periods of sharp declines in the Vietnamese market. The findings indicate that in a frontier market such as Vietnam, gold does not exhibit safe haven

^{*} Tác giả liên hệ.

Biên tập viên: Nguyễn Thị Hồng Cẩm.

Email: nguyendp@ptit.edu.vn (Đặng Phong Nguyễn), ducdtv@ptit.edu.vn (Đặng Thị Việt Đức), linhdh@neu.edu.vn (Đỗ Hoài Linh).
ORCID: <https://orcid.org/0009-0004-8934-9678> (Đặng Phong Nguyễn), <https://orcid.org/0000-0002-4953-4906> (Đặng Thị Việt Đức), <https://orcid.org/0000-0003-0274-2422> (Đỗ Hoài Linh).

Trích dẫn bài viết: Đặng Phong Nguyễn, Đặng Thị Việt Đức, & Đỗ Hoài Linh. (2025). Nghiên cứu phân tích các tài sản trú ẩn an toàn đối với thị trường cổ phiếu Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 36(9), 52-69.
<https://doi.org/10.24311/jabes/2025.36.9.05>.

characteristics. Conversely, government bonds and the USD demonstrate strong safe-haven properties against the Vietnamese stock market. Most of the remaining assets fail to provide safe havens, acting only as weak hedges.

1. Giới thiệu

Nền kinh tế toàn cầu giai đoạn 2020–2025 trải qua những bất ổn đáng kể với chuỗi khủng hoảng đan xen và tác động lẫn nhau như đại dịch COVID-19 hay giao tranh Nga – Ukraina. Theo Quỹ Tiền tệ Quốc tế, lạm phát toàn cầu đạt đỉnh 8,8% trong năm 2022 (GSO, 2022). Ngân hàng Thế giới dự báo tốc độ tăng trưởng kinh tế toàn cầu năm 2024 chỉ đạt 2,6%, thấp hơn nhiều so với mức trung bình giai đoạn 2011–2020 (GSO, 2024).

Giai đoạn 2022–2024, thị trường cổ phiếu Việt Nam cũng biến động mạnh. Sau khi đạt đỉnh lịch sử 1.530 điểm vào đầu năm 2022, VN-Index đã lao dốc do căng thẳng địa chính trị, lạm phát và chính sách thắt chặt tiền tệ, rơi xuống dưới ngưỡng 1.000 điểm vào tháng 11/2022, mất hơn 30% giá trị, thấp nhất kể từ năm 2008. Diễn biến này cho thấy thị trường vẫn rất nhạy cảm với các yếu tố bên ngoài, tiềm ẩn nhiều rủi ro.

Trong giai đoạn hỗn loạn như vậy, nhà đầu tư sẽ thường có xu hướng chuyển sang các loại tài sản để bảo vệ giá trị và phòng ngừa rủi ro – tài sản trú ẩn an toàn – công cụ tài chính có thể duy trì hoặc tăng giá trị trong giai đoạn thị trường xảy ra khủng hoảng và suy giảm nghiêm trọng như vàng và trái phiếu chính phủ (Baur & McDermott, 2010). Các đặc điểm chính khiến vàng được công nhận là một tài sản trú ẩn an toàn như: bảo toàn vốn, thanh khoản cao, và tính độc lập, giá trị không bị ảnh hưởng bởi khủng hoảng (Baur & McDermott, 2010).

Nghiên cứu của hai tác giả kiểm định thực nghiệm lý thuyết về Danh mục đầu tư hiện đại (Modern Portfolio Theory) do Markowitz (1952) đề xuất. Theo đó, khi thị trường gặp những khủng hoảng nghiêm trọng, rủi ro đầu tư tăng, các nhà đầu tư có thể tối ưu hóa lợi nhuận hoặc giảm thiểu thua lỗ bằng cách kết hợp những tài sản không có tương quan dương mạnh với nhau – đa dạng hóa danh mục đầu tư. Ở khía cạnh khác, theo lý thuyết triển vọng do Kahneman và Tversky (1979) khởi xướng, quyết định của nhà đầu tư bị ảnh hưởng mạnh mẽ bởi thiên kiến tâm lý, đặc biệt là trong bối cảnh thị trường xảy ra khủng hoảng. Họ sẽ bán tháo các tài sản họ cho rằng có rủi ro lớn như cổ phiếu bất chấp giá cả, để chuyển dịch dòng vốn sang các tài sản mà họ tin là an toàn như vàng, trái phiếu chính phủ. Điều này khiến giá của các tài sản đó càng tăng, củng cố niềm tin về tài sản an toàn.

Những đóng góp mới, nổi bật của nghiên cứu là đặt bối cảnh tại Việt Nam, một thị trường cận biên vốn nhạy cảm với biến động trên thị trường quốc tế, trong 02 cuộc khủng hoảng bao gồm đại dịch COVID-19 và giao tranh quốc tế. Tính tới thời điểm hiện tại có rất ít nghiên cứu về tài sản trú ẩn an toàn với thị trường cổ phiếu Việt Nam. *Thứ nhất*, nghiên cứu chỉ ra kết quả khác biệt khi phủ nhận đặc tính trú ẩn an toàn của vàng đối với thị trường cổ phiếu Việt Nam, trái ngược với kết quả của Thi Ngọc Dung và cộng sự (2023) và Nguyễn Bích Hằng (2022) cho thấy vàng có đặc tính trú ẩn an toàn với thị trường chứng khoán Việt Nam. *Thứ hai*, nghiên cứu sử dụng bao gồm nhóm tài sản tiền mã hóa và các tài sản trú ẩn an toàn truyền thống để phân tích trên một thị trường đang phát triển như Việt Nam. *Thứ ba*, nghiên cứu tiến hành so sánh 02 giai đoạn với 02 cuộc khủng hoảng để thấy

sự thay đổi về đặc tính trú ẩn an toàn của nhóm các tài sản với thị trường cổ phiếu Việt Nam, tương tự Sakurai (2021) hay Manzli và cộng sự (2024). *Thứ tư*, nghiên cứu đã cung cấp minh chứng thực tiễn về phân tích tài sản trú ẩn an toàn, từ đó kỳ vọng giúp các nhà đầu tư trên thị trường cổ phiếu Việt Nam có thêm lựa chọn giúp giảm thiểu rủi ro thua lỗ trong giai đoạn khủng hoảng. Dữ liệu được thu thập trên cơ sở dữ liệu Vietstock.vn và Investing.com trong giai đoạn 2020–2025.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Tài sản trú ẩn an toàn

Nghiên cứu của Caballero và cộng sự (2008) định nghĩa tài sản an toàn là có tính thanh khoản cao và được định giá bằng một loại tiền tệ ổn định, cho phép nhà đầu tư bảo toàn vốn trong thời kỳ bất ổn kinh tế. Caballero và cộng sự (2008) tập trung vào vai trò của trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ, đặc biệt là trong các cuộc khủng hoảng tài chính.

Nghiên cứu của Baur và McDermott (2010) về tính chất trú ẩn an toàn của vàng và một số tài sản tài chính phổ biến. Baur và McDermott (2010) định nghĩa tài sản trú ẩn an toàn là tài sản có lợi suất dương hoặc ít nhất là không tương quan với các tài sản khác trong thời kỳ khủng hoảng thị trường. Nghiên cứu kết luận vàng là tài sản trú ẩn an toàn ổn định và đáng tin cậy.

Eichengreen (2011) bổ sung tính thanh khoản vào định nghĩa của tài sản trú ẩn an toàn. Ông cho rằng các tài sản này phải có tính thanh khoản cao để nhà đầu tư có thể dễ dàng chuyển đổi sang loại tài sản khác. Claessens và Kose (2013) tiếp tục mở rộng định nghĩa về tài sản trú ẩn an toàn, cho rằng tài sản trú ẩn an toàn trên góc nhìn từ khía cạnh "phòng ngừa" – giảm thiểu rủi ro và "trị liệu" – phục hồi sau khủng hoảng.

2.2. Tài sản trú ẩn an toàn với thị trường cổ phiếu

2.2.1. Hàng hóa

Nhóm tài sản là hàng hóa, với hai đại diện tiêu biểu là vàng và dầu mỏ được coi là tài sản trú ẩn an toàn tiêu biểu trong nhiều nghiên cứu trong quá khứ. Nghiên cứu của Baur và McDermott (2010) đưa ra định nghĩa về tài sản trú ẩn an toàn với một tài sản khác. Theo đó, nghiên cứu đã đánh giá vàng đặt bối cảnh trên các quốc gia nhóm G7, nhóm BRIC, thị trường Úc và Thụy Sĩ. Kết quả chỉ ra vàng là một tài sản trú ẩn an toàn với các thị trường đã phát triển, nhưng sẽ giảm khi thị trường biến động mạnh. Kết luận về đặc tính trú ẩn an toàn của vàng tương tự như trong các nghiên cứu của Huang và Chang (2021), Sokhanvar và Hammoudeh (2024).

Kết luận này ngược với nghiên cứu của Ghazali và cộng sự (2013) về đặc tính trú ẩn an toàn của vàng với thị trường cổ phiếu Malaysia. Theo đó, Ghazali và cộng sự (2013) đã đánh giá trên tương quan về tỷ suất sinh lời của vàng và biến động của chỉ số chứng khoán KLSE Malaysia trong giai đoạn 2001–2013. Kết quả cho thấy vàng chỉ thể hiện khả năng phòng tránh rủi ro trong ngắn hạn mà không có đặc tính trú ẩn an toàn. Một số nghiên cứu cũng có kết quả tương tự như Choudhry và cộng sự (2015) và Faraj và cộng sự (2025).

Bên cạnh vàng, dầu mỏ cũng là một loại hàng hóa được xem xét có tính trú ẩn an toàn với thị trường cổ phiếu trong nhiều nghiên cứu. Nghiên cứu của Pourmazaheri và cộng sự (2023), Manzli và cộng sự (2024) và Sokhombela và cộng sự (2024) đều tìm thấy bằng chứng về khả năng trú ẩn an

toàn của dầu mỏ/dầu thô với thị trường cổ phiếu trong điều kiện khủng hoảng. Bối cảnh đặt ra trong các nghiên cứu này bao gồm đại dịch COVID-19, giao tranh quốc tế tác động tới các thị trường ở Iran và nhóm quốc gia G7. Ở chiều ngược lại, nhiều nghiên cứu cho thấy dầu mỏ không có khả năng trú ẩn an toàn tốt. Nghiên cứu của Basher và Sadorsky (2016) về đặc tính trú ẩn an toàn của dầu mỏ trên thị trường cổ phiếu mới nổi, thông qua chỉ số Vốn hóa của thị trường mới nổi (Emerging Market Index – MSCI) trong giai đoạn 2000–2014. Kết quả cho thấy biến động giá của giá dầu và chỉ số này là cùng chiều, cho thấy dầu mỏ không thể giảm thiểu rủi ro trong giai đoạn thị trường khủng hoảng.

Với mức độ phổ biến trong tổng quan nghiên cứu, nhóm tác giả sẽ tiến hành kiểm tra đặc tính trú ẩn an toàn của nhóm 02 tài sản này. Theo đó, tác giả xây dựng hai giả thuyết như sau:

Giả thuyết H₁: Vàng có đặc tính trú ẩn an toàn đối với thị trường cổ phiếu Việt Nam.

Giả thuyết H₂: Dầu mỏ có đặc tính trú ẩn an toàn đối với thị trường cổ phiếu Việt Nam.

2.2.2. Trái phiếu chính phủ

Nhóm tài sản có mức độ công nhận về đặc tính trú ẩn an toàn phổ biến thứ hai là trái phiếu chính phủ. Công bố của Noeth và Sengupta (2010) phân tích hành vi thị trường trong cuộc khủng hoảng toàn cầu năm 2008. Noeth và Sengupta (2010) nhận thấy rằng, khi thị trường cổ phiếu sụp đổ, một lượng lớn các nhà đầu tư lựa chọn trái phiếu Chính phủ Hoa Kỳ làm tài sản trú ẩn an toàn. Nghiên cứu của Höfler và Schertler (2024) cho kết luận tương tự với trái phiếu chính phủ.

Nghiên cứu của Robiyanto (2018) trái ngược khi nhận thấy trái phiếu Chính phủ Malaysia và Indonesia không phải là tài sản trú ẩn an toàn khi hai thị trường cổ phiếu xảy ra khủng hoảng. Nghiên cứu của Huang và Chang (2021) phân tích đặc tính trú ẩn an toàn của một số tài sản trên sàn chứng khoán Thượng Hải giai đoạn 2003–2015 không cho thấy khả năng này xuất hiện trên trái phiếu Chính phủ Trung Quốc.

Với trường hợp của trái phiếu chính phủ, do đặc trưng là loại chứng khoán có mức độ rủi ro thấp nhất trên thị trường (Sharpe, 1964), thường được coi như một tài sản trú ẩn an toàn hiệu quả. Vì vậy, trong nghiên cứu này, nhóm tác giả sẽ kiểm định giả thuyết sau:

Giả thuyết H₃: Trái phiếu Chính phủ Việt Nam có đặc tính trú ẩn an toàn với thị trường cổ phiếu Việt Nam.

2.2.3. Tiền tệ

Nghiên cứu của Sakurai (2021) kiểm tra đặc tính trú ẩn an toàn của một số tài sản đối với thị trường cổ phiếu Hoa Kỳ, với 2 giai đoạn trước khủng hoảng (1995–2009) và sau khủng hoảng (2010–2018). Kết quả cho thấy đồng JPY thể hiện rõ ràng đặc tính trú ẩn an toàn đối với thị trường cổ phiếu Hoa Kỳ. Feder-Sempach và cộng sự (2024) xác nhận rằng đồng JPY có khả năng phòng vệ rủi ro đối với các biến động trên các chỉ số chứng khoán mạnh như S&P 500, FTSE (UK), hay Nikkei 225. Ở chiều ngược lại, Lee và cộng sự (2024) kết luận rằng đồng JPY không thể hiện được đặc tính này nếu không có sự can thiệp của Chính phủ Nhật Bản.

Nghiên cứu của Trần Ngọc Tuấn và Vũ Việt Quảng (2019) và Thuy và cộng sự (2024) đánh giá đặc tính trú ẩn an toàn của vàng, đồng USD với thị trường cổ phiếu. Kết quả chỉ ra đồng USD là tài sản trú ẩn an toàn ổn định nhất. Nghiên cứu của Ranaldo và Söderlind (2010) đồng thời kiểm tra đặc tính trú ẩn an toàn của cả đồng USD và JPY đối với thị trường chứng khoán Hoa Kỳ. Kết quả cho thấy đồng JPY cho khả năng trú ẩn an toàn mạnh hơn so với đồng USD.

Đa phần các đồng tiền mạnh với khả năng giữ giá trị tốt sẽ là lựa chọn phù hợp để trú ẩn an toàn trong các cuộc khủng hoảng. Với các tổng quan nghiên cứu trên, nhóm tác giả sẽ lựa chọn 2 cặp tỷ giá USD/VND và JPY/VND để đánh giá đặc tính trú ẩn an toàn với cặp giả thuyết sau.

Giả thuyết H₄: Giá trị đồng USD có đặc tính trú ẩn an toàn với thị trường cổ phiếu Việt Nam.

Giả thuyết H₅: Giá trị đồng JPY có đặc tính trú ẩn an toàn với thị trường cổ phiếu Việt Nam.

2.2.4. Tiền mã hóa

Bên cạnh đồng USD, nghiên cứu của Thụy và cộng sự (2024) đánh giá đặc tính trú ẩn an toàn của đồng Bitcoin với thị trường cổ phiếu của 11 quốc gia bao gồm nhóm quốc gia phát triển và đang phát triển. Kết quả cho thấy Bitcoin có tính trú ẩn an toàn mạnh trong bối cảnh giao tranh Nga – Ukraina. Nghiên cứu của Sokhombela và cộng sự (2024) trong 02 cuộc khủng hoảng toàn cầu năm 2008 và đại dịch COVID-19 cũng cho thấy Bitcoin có đặc tính trú ẩn an toàn hiệu quả hơn vàng tại các thị trường đang phát triển, bao gồm Nga, Brazil và Hàn Quốc.

Vì tính mới của nhóm tài sản này, các kết luận về đặc tính trú ẩn an toàn của tiền mã hóa không đồng nhất. Đa phần các nghiên cứu trên các thị trường cổ phiếu đã phát triển cho thấy tiền mã hóa không có tính chất này. Nghiên cứu của Conlon và cộng sự (2020) đánh giá đặc tính này trên đồng Bitcoin, Ethereum, và Tether trên các thị trường chứng khoán như nhóm thị trường mới nổi MSCI, Trung Quốc và Hoa Kỳ. Kết luận cho thấy chỉ có Tether có khả năng trú ẩn an toàn. Mariana và cộng sự (2021) và Pastén-Henríquez và cộng sự (2025) đều kết luận rằng chính sự bất ổn và biến động quá lớn khiến tiền mã hóa không thể hiện được đặc tính trú ẩn an toàn rõ ràng, mặc dù vẫn có khả năng phòng ngừa rủi ro. Pastén-Henríquez và cộng sự (2025) nhận định, do biên độ dao động thấp hơn, Ethereum cho thấy khả năng trú ẩn an toàn tốt hơn Bitcoin. Smales (2019) phủ nhận đặc tính trú ẩn an toàn của Bitcoin với thị trường cổ phiếu khi nhận thấy việc bổ sung loại tài sản này khiến rủi ro cho danh mục đầu tư tăng lên.

Ngược lại, Robiyanto (2018), Thi Ngọc Dung và cộng sự (2023), Thụy và cộng sự (2024) nghiên cứu tài sản trú ẩn an toàn đối với các thị trường cổ phiếu tại khu vực Đông Nam Á. Kết luận cho thấy vàng không phải tài sản trú ẩn an toàn tốt. Ngược lại, tiền mã hóa như Bitcoin và Ethereum có khả năng trú ẩn an toàn tương đối hiệu quả trong điều kiện khủng hoảng nghiên trọng.

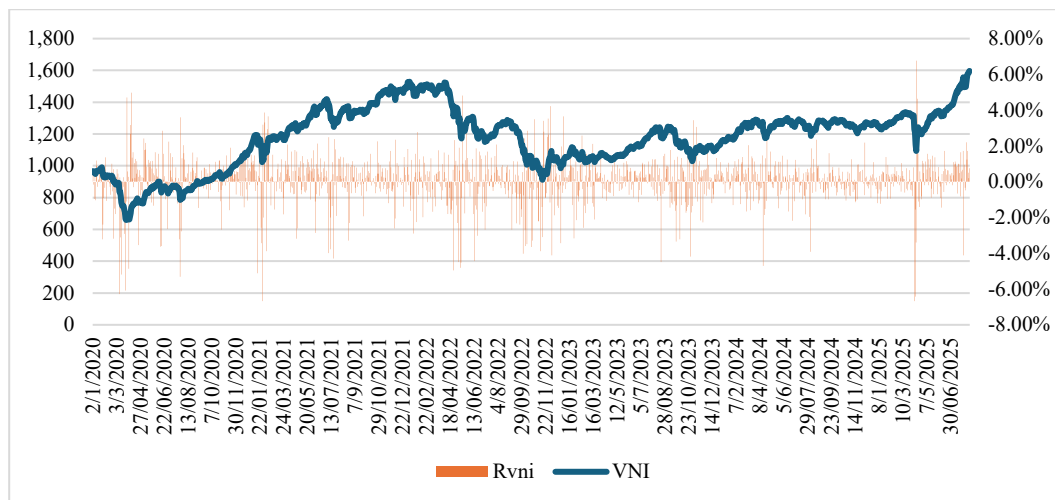
Với những nhận định trái ngược trong tổng quan nghiên cứu, nhóm tác giả sẽ kiểm tra đặc tính trú ẩn an toàn của 2 đồng tiền mã hóa phổ biến nhất là Bitcoin (BTC) và Ethereum (ETH) với thị trường cổ phiếu Việt Nam, với hai giả thuyết sau:

Giả thuyết H₆: Giá trị đồng Bitcoin có đặc tính trú ẩn an toàn với thị trường cổ phiếu Việt Nam.

Giả thuyết H₇: Giá trị đồng Ethereum có đặc tính trú ẩn an toàn với thị trường cổ phiếu Việt Nam.

3. Thực trạng thị trường

3.1. Thực trạng thị trường cổ phiếu Việt Nam

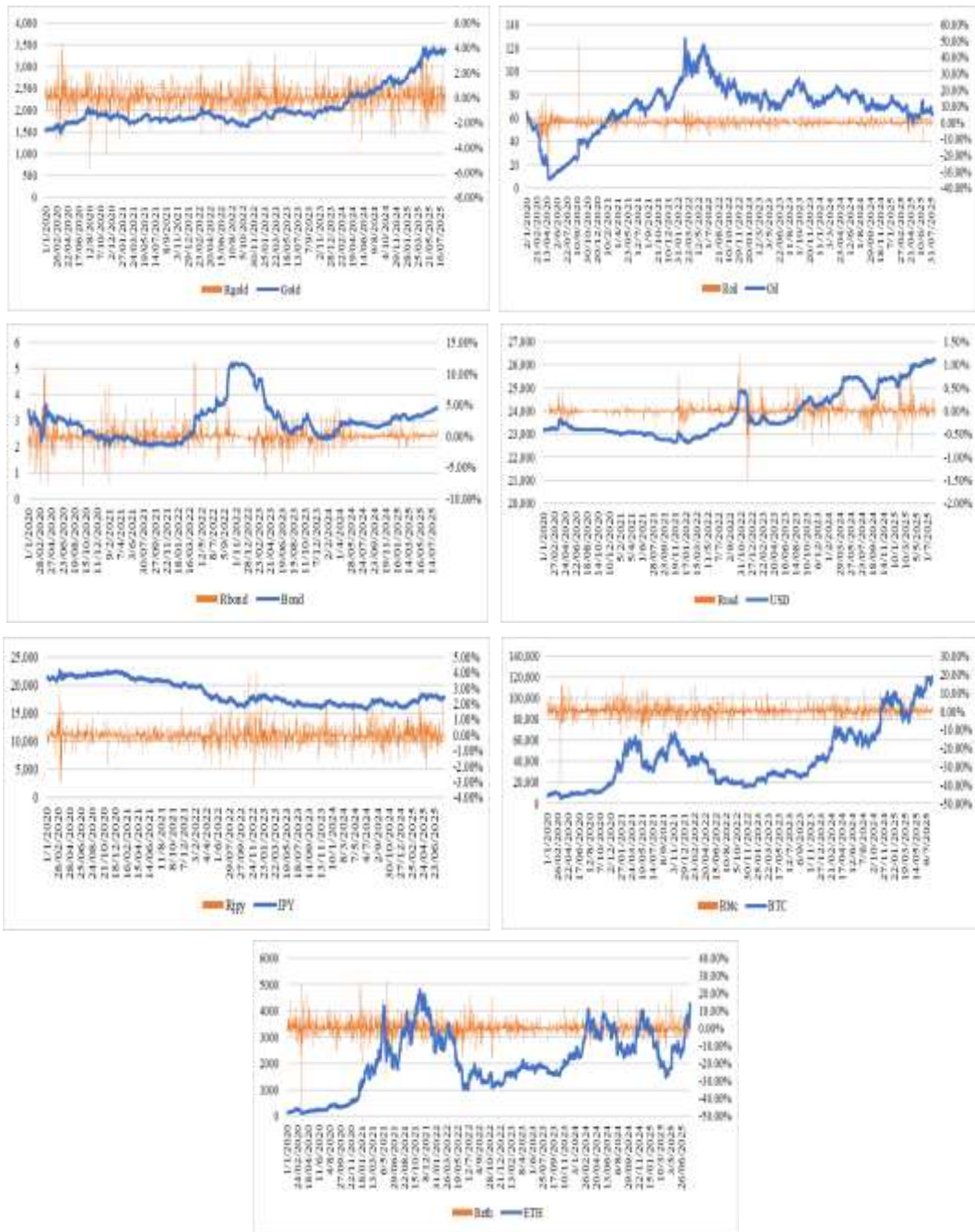


Hình 1. Diễn biến chỉ số VN-Index

Nguồn: Investing.com

Giai đoạn 2020–2022 với đại dịch COVID-19, chỉ số VN-Index biến động mạnh, chạm mốc 659 điểm. Nhờ những chính sách hỗ trợ và dòng tiền đầu tư ổn định, thị trường phục hồi lên đỉnh 1.528 (đầu năm 2022). Sau đó, áp lực từ việc FED hạ lãi suất, xung đột quốc tế, và lạm phát khiến chỉ số rơi về 874 vào cuối năm 2022, giảm 43%. Từ năm 2023, chỉ số VN-Index tích lũy trong biên độ 1.100–1.280 điểm và chinh phục mốc 1.600 điểm trong năm 2025.

3.2. Thực trạng thị trường các tài sản tài chính khác



Hình 2. Diễn biến giá trị và tỷ suất sinh lời của nhóm các tài sản

Nguồn: Investing.com

Hình 2 mô tả lại thực trạng biến động giá trị và tỷ suất sinh lời của nhóm 07 tài sản được khảo sát đặc tính trú ẩn an toàn với thị trường cổ phiếu Việt Nam. Về so sánh độ tương quan, có thể thấy vàng, tỷ giá JPY/VND, và nhóm tiền mã hóa đang có tương quan khá cao với biến động của chỉ số VN-Index. Ngược lại, lợi tức của nhóm tài sản bao gồm: trái phiếu chính phủ, dầu mỏ, và đồng USD không cho thấy tương quan mạnh với tỷ suất sinh lời của VN-Index.

4. Phương pháp nghiên cứu

4.1. Mô hình nghiên cứu và dữ liệu

Nghiên cứu sẽ sử dụng phương pháp đánh giá theo nghiên cứu của Baur và McDermott (2010), Lê Trung Thành và Nguyễn Đức Khương (2017), Gadi và Sicilia (2022) để đánh giá tính chất trú ẩn an toàn của một loại tài sản tài chính.

Lý thuyết nền tảng được kiểm định thực nghiệm trong nghiên cứu của Baur và McDermott (2010) là lý thuyết kinh điển về danh mục đầu tư hiện đại do Markowitz (1952) đề xuất. Theo lý thuyết này, nhà đầu tư có thể tối ưu hóa lợi nhuận của danh mục đầu tư theo mức độ rủi ro nhất định bằng cách đa dạng hóa các tài sản tài chính mình nắm giữ. Nền tảng của đa dạng hóa là việc kết hợp các tài sản không có tương quan cùng chiều mạnh (tức là không có tương quan, hoặc tương quan ngược chiều) với nhau trong danh mục đầu tư. Từ lý thuyết này, Baur và McDermott (2010) đã định nghĩa các mức độ trú ẩn an toàn (theo mức độ tương quan: mạnh nếu tương quan âm và yếu nếu không có tương quan) xây dựng trên mô hình nghiên cứu. Theo đó, các tài sản phòng ngừa rủi ro và trú ẩn an toàn sẽ giúp nhà đầu tư tối ưu hóa được lợi nhuận trên mức độ rủi ro nhất định, đặc biệt là trong điều kiện thị trường gặp khủng hoảng nghiêm trọng, mức độ rủi ro lớn.

Theo đó, mô hình đề xuất từ nghiên cứu của Baur và McDermott (2010) sẽ có dạng như sau:

$$r_{i,t} = a + b_t r_{vn,t} + e_t \quad (3)$$

$$b_t = c_0 + c_1 D(r_{vn} q_{10}) + c_2 D(r_{vn} q_5) + c_3 D(r_{vn} q_1) \quad (4)$$

Trong đó: $r_{i,t}$: Tỷ suất sinh lời của tài sản i (trong nhóm 7 tài sản) tại thời điểm t ; $r_{vn,t}$: Tỷ suất sinh lời của cấu thành từ thị trường cổ phiếu Việt Nam tại thời điểm t ; $r_{vn} q_{1,5,10}$: Tỷ suất sinh lời của thị trường cổ phiếu Việt Nam trong phân vị 1%, 5%, và 10%; $D(r_{vn} q_{1,5,10})$: Các biến giả, giá trị bằng 1 nếu tỷ suất sinh lời nằm trong phân vị 1%, 5%, và 10%, và bằng 0 nếu không nằm trong nhóm phân vị này. Ba phân vị này đại diện lần lượt ba trạng thái: khủng hoảng nghiêm trọng, vừa, và nhỏ.

Kết hợp hai mô hình (3) và (4) sẽ có dạng như sau:

$$r_{i,t} = a + c_0 r_{vn,t} + b'_t r_{x,t} + c_1 r_{vn,t} D(r_{vn} q_{10}) + c_2 r_{vn,t} D(r_{vn} q_5) + c_3 r_{vn,t} D(r_{vn} q_1) + e_t \quad (5)$$

Bảng 1.

Mô tả các biến

STT	Tên biến	Mô tả	Đơn vị
1	Rvni	Tỷ suất sinh lời VN-Index.	%
2	Rbond	Lợi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm.	%
3	Roil	Tỷ suất sinh lời của giá dầu thô quốc tế.	%

STT	Tên biến	Mô tả	Đơn vị
4	Rgold	Tỷ suất sinh lời của giá vàng quốc tế.	%
5	Rusd/vnd	Tỷ suất sinh lời của tỷ giá USD/VND.	%
6	Rjpy/vnd	Tỷ suất sinh lời của tỷ giá JPY/VND.	%
7	Rbtc	Tỷ suất sinh lời của cặp BTC/USD.	%
8	Reth	Tỷ suất sinh lời của cặp ETH/USD.	%
9	$r_{vn}q_{1,5,10}$	Tỷ suất sinh lời của thị trường cổ phiếu Việt Nam trong phân vị 1%, 5%, và 10%.	%
10	$D(r_{vn}q_{1,5,10})$	Biến giả theo phân vị của tỷ suất sinh lời trên thị trường cổ phiếu Việt Nam.	(0,1)

Mỗi một tài sản sẽ được triển khai theo 1 mô hình riêng để đánh giá đặc tính trú ẩn an toàn. Theo định nghĩa của Baur và McDermott (2010), các đặc tính trú ẩn an toàn được thể hiện qua giá trị và mức ý nghĩa thống kê của các hệ số ước lượng c_0, c_1, c_2, c_3 . Gadi và Sicilia (2022) diễn giải cụ thể hơn. Theo đó, nội dung các trạng thái của tài sản trú ẩn an toàn và phòng ngừa rủi ro được thể hiện trong bảng dưới đây.

Bảng 2.

Các trạng thái của tài sản tài chính

Trạng thái	Nhận biết	Mô tả
Diversi: Đa dạng hóa.	Hệ số c_0 dương và có ý nghĩa thống kê.	Thể hiện biến động cùng chiều với VN-Index. Tài sản này không có khả năng phòng ngừa hay trú ẩn an toàn.
+ Haven: Trú ẩn an toàn mạnh.	Cả 3 hệ số c_1, c_2, c_3 đều âm và có ý nghĩa thống kê hoặc 2 trên 3 hệ số âm và có tổng trị tuyệt đối cao hơn so với hệ số còn lại.	Thể hiện biến động ngược chiều trong điều kiện VN-Index đang gặp suy thoái nặng nề. Tài sản này sẽ giúp hạn chế rủi ro.
- Haven: Trú ẩn an toàn yếu.	Ít nhất 1 trong các hệ số c_1, c_2, c_3 âm và có ý nghĩa thống kê, hoặc không có ý nghĩa thống kê.	Thể hiện biến động ngược chiều hoặc không tương quan trong điều kiện VN-Index có suy thoái. Tài sản này sẽ giúp hạn chế 1 phần nhỏ rủi ro.
+ Hedge: Phòng ngừa rủi ro mạnh.	Hệ số c_0 âm và có ý nghĩa thống kê.	Thể hiện xu hướng biến động ngược chiều với VN-Index bất kể thời điểm. Nhà đầu tư có thể sử dụng tài sản này để đề phòng những phiên lao dốc của chỉ số VN-Index.
- Hedge: Phòng ngừa rủi ro yếu.	Hệ số c_0 không có ý nghĩa thống kê.	Thể hiện tài sản này không có bất cứ tương quan với VN-Index. Vẫn có thể sử dụng làm tài sản phòng ngừa và đa dạng hóa danh mục đầu tư, hiệu quả thấp.

Ngoài ra, nghiên cứu chia dòng thời gian thành 2 giai đoạn. Giai đoạn 1 từ năm 2020 tới năm 2022 là giai đoạn Việt Nam chịu ảnh hưởng nặng nề của đại dịch COVID-19. Giai đoạn 2 từ năm 2022 trở đi là giai đoạn ảnh hưởng của các cuộc giao tranh quốc tế.

Phương pháp ước lượng là hồi quy tuyến tính OLS với chuỗi thời gian. Đây là phương pháp được sử dụng trong nghiên cứu gốc của Baur và McDermott (2010), sau đó được tiếp tục kế thừa và sử dụng trong các nghiên cứu của Lê Trung Thành và Nguyễn Đức Khương (2017), và Gadi và Sicilia (2022).

Nghiên cứu thu thập tất cả dữ liệu trên cơ sở dữ liệu Investing.com để đảm bảo tính đồng bộ trong cấu trúc và định dạng. Riêng với chỉ số VN-Index, nghiên cứu thu thập từ cơ sở dữ liệu Vietstock.vn và tiến hành so sánh đối chiếu với Investing.com. Đây là hai cơ sở dữ liệu đáng tin cậy và được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu về kinh tế - tài chính. Dữ liệu được thu thập theo phiên giao dịch thực tế từ tháng 01/2020 tới tháng 08/2025 và được chia thành hai giai đoạn. Sau đó nghiên cứu khớp nối bộ dữ liệu theo mỗi phiên giao dịch. Các dữ liệu sẽ được quy đổi thành tỷ suất sinh lời theo từng phiên giao dịch để loại bỏ tính xu hướng, đảm bảo tính dừng của chuỗi thời gian.

4.2. Thống kê mô tả

Nghiên cứu triển khai thống kê mô tả các thị trường trong hai giai đoạn để đánh giá khái quát trạng thái các tài sản trên tương quan với thị trường cổ phiếu Việt Nam.

Bảng 3.

Thống kê mô tả giai đoạn đại dịch COVID-19

Biến	Quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
Rvni	521	0,09%	0,01	-6,67%	4,98%
Rgold	521	0,04%	0,01	-5,73%	4,39%
Roil	521	0,21%	0,04	-33,28%	49,71%
Rbond	521	-0,02%	0,02	-7,91%	11,11%
Rusd	521	0,00%	0,00	-0,65%	0,83%
Rjpy	521	-0,01%	0,01	-3,10%	2,74%
Rbtc	521	0,37%	0,05	-38,76%	19,34%
Reth	521	0,50%	0,06	-44,70%	26,46%

Bảng 4.

Thống kê mô tả giai đoạn giao tranh quốc tế

Biến	Quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
Rvni	878	0,02%	0,01	-6,68%	6,77%
Rgold	878	0,08%	0,01	-3,49%	3,59%
Roil	878	0,00%	0,02	-13,00%	10,82%
Rbond	878	0,09%	0,01	-6,60%	11,94%
Rusd	878	0,02%	0,00	-1,52%	1,18%

Biến	Quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
Reth	878	0,11%	0,04	-17,57%	21,93%
Rbtc	878	0,14%	0,03	-15,62%	14,59%
Rjpy	878	-0,02%	0,01	-3,27%	4,07%

Trong giai đoạn đại dịch COVID-19, thị trường thể hiện mức độ chấp nhận rủi ro cao hơn. Các tài sản tiền điện tử có với tỷ suất sinh lời vượt trội dù biến động lớn, theo sau là sự tăng trưởng tích cực của thị trường chứng khoán. Ngược lại, các kênh trú ẩn an toàn như vàng và USD chỉ mang lại lợi nhuận khiêm tốn, trong khi trái phiếu thậm chí còn ghi nhận mức sinh lời trung bình âm. Bước sang giai đoạn từ năm 2022, bối cảnh bất ổn toàn cầu đã đảo chiều sang xu hướng né tránh rủi ro. Dòng tiền tìm về các kênh an toàn như vàng và trái phiếu.

4.3. Kiểm định sự phù hợp của mô hình

Với 07 tài sản được phân tích đặc tính trú ẩn an toàn với thị trường cổ phiếu Việt Nam, nghiên cứu sẽ triển khai 07 mô hình hồi quy theo Baur và McDermott (2010), đánh giá mỗi tài sản là một mô hình cho cả hai giai đoạn đại dịch COVID-19 và giao tranh quốc tế.

Để đảm bảo độ tin cậy của các mô hình đánh giá, nghiên cứu sẽ tiến hành một số kiểm định các vấn đề của mô hình hồi quy tuyến tính. Trước hết, với chuỗi dữ liệu thời gian, cần phải đảm bảo tính dừng (Gujarati, 2003). Nghiên cứu sử dụng kiểm định Dickey-Fuller tăng cường để đánh giá tính dừng của mỗi biến trong mô hình. Sau đó, nghiên cứu sử dụng kiểm định Ramsey RESET để đánh giá sự phù hợp của dạng hàm (Ramsey, 1969). Một số nghiên cứu đã đưa độ trễ vào phân tích để đánh giá đặc tính trú ẩn an toàn để cải thiện mô hình như: Baur và Lucey (2010), Rinaldo và Söderlind (2010), Akhtaruzzaman và cộng sự (2021). Trong nghiên cứu này, độ trễ tối ưu của các mô hình với nhóm các tài sản dầu thô (MH2), đồng USD (MH4), và đồng Bitcoin (MH6) lần lượt là 5; 1; và 4. Các mô hình này đều vượt qua được kiểm định Ramsey RESET khi chạy lần 2. Kiểm định tự tương quan Durbin-Watson (Durbin & Watson, 1950) và kiểm định phương sai sai số thay đổi Breusch-Pagan (Breusch & Pagan, 1980) cho thấy mô hình gặp vấn đề phương sai sai số thay đổi. Để khắc phục, nghiên cứu sẽ sử dụng mô hình hồi quy với sai số chuẩn mạnh.

4.4. Phân tích đặc tính trú ẩn an toàn của một số tài sản tài chính với thị trường cổ phiếu Việt Nam

Sau khi đã đảm bảo tính chính xác và độ tin cậy của các mô hình, nghiên cứu sẽ triển khai mô hình đánh giá đặc tính trú ẩn an toàn của các loại tài sản với thị trường cổ phiếu Việt Nam qua chỉ số VN-Index. Nghiên cứu sẽ trình bày kết quả thể hiện hai giai đoạn.

Bảng 5.

Kết quả trong giai đoạn đại dịch COVID-19

Biến	MH1_gol d	MH2_oil	MH3_bond	MH4_usd	MH5_jpy	MH6_btc	MH7_eth
	Hàng hóa		Trái phiếu		Tiền tệ		Tiền mã hóa
Rvni	-0,0440	0,0476	-0,0526	-0,0123*	-0,0184	0,2780	0,4926
D1_vni	-0,0576	-0,9584	-0,0720	0,0079	0,1568	0,1551	0,0183
D5_vni	-0,1157	0,9788	-0,3527*	0,0148	-0,1065	-0,0482	-0,2054
D10_vni	0,1510	-0,3288	0,1668	-0,0205	0,1188	-0,4234	-0,1824
Hàng số	0,0006	0,0026	-0,0006	-0,0001	0,0001	0,0022	0,0035

Bảng 6.

Đặc tính trú ẩn an toàn của các tài sản trong giai đoạn đại dịch COVID-19

Vàng	Dầu thô	Trái phiếu	USD/VND	JPY/VND	Bitcoin	Ethereum
Hàng hóa		Trái phiếu		Tiền tệ		Tiền mã hóa
- Hedge	- Hedge	- Haven	+ Hedge	- Hedge	- Hedge	- Hedge
		- Hedge				

Kết quả từ Bảng 5 cho thấy tất cả các tài sản này đều có khả năng giảm thiểu rủi ro cho nhà đầu tư trên thị trường cổ phiếu Việt Nam trong điều kiện khủng hoảng như đại dịch COVID-19. Nổi bật nhất, trái phiếu Chính phủ Việt Nam cho thấy khả năng trú ẩn an toàn yếu. Hệ số -0,3527 cho thấy trong thời gian đại dịch, khi chỉ số VN-Index giảm mạnh, lợi tức trái phiếu Chính phủ Việt Nam tăng lên, xác nhận vai trò trú ẩn an toàn cho nhà đầu tư. Việc vàng không thể hiện được đặc tính trú ẩn an toàn trái ngược với kết quả nghiên cứu của Huang và Chang (2021), Sokhanvar và Hammoudeh (2024), và Thi Ngoc Dung và cộng sự (2023).

Bên cạnh đó, với hệ số -0,0123, đồng USD cũng thể hiện khả năng phòng ngừa rủi ro mạnh cho thị trường cổ phiếu Việt Nam khi cho thấy tương quan ngược chiều với biến động của chỉ số VN-Index trong giai đoạn này. Kết quả này đồng thuận với các nghiên cứu Arisandhi và Robiyanto (2022), Tronzano (2023), và Thuy và cộng sự (2024).

Bảng 7.

Kết quả trong giai đoạn giao tranh quốc tế

Biến	MH1_gold	MH2_oil	MH3_bond	MH4_usd	MH5_jpy	MH6_btc	MH7_eth
	Hàng hóa	Trái phiếu		Tiền tệ		Tiền mã hóa	
Rvni	-0,0157	-0,1289*	-0,0276	0,0027	-0,0291	0,0672	0,0726
D1_vni	0,1171	0,3554	-0,2195**	-0,0600**	0,0477	-0,0959	0,2660
D5_vni	0,0765	-0,0515	0,2171	0,0229	0,0628	0,2448	-0,1433
D10_vni	-0,0786	0,0303	-0,2051	-0,0444***	-0,0229	-0,0233	0,0196
Hằng số	0,0008**	0,0001	0,0007	0,0001	-0,0001	0,0016	0,0010

Ghi chú: *, **, *** thể hiện mức ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5% và 1%.

Bảng 8.

Đặc tính trú ẩn an toàn của các tài sản trong giai đoạn giao tranh quốc tế

Vàng	Dầu thô	Trái phiếu	USD/VND	JPY/VND	Bitcoin	Ethereum
Hàng hóa		Trái phiếu		Tiền tệ		Tiền mã hóa
- Hedge	+ Hedge	- Haven	+ Haven	- Hedge	- Hedge	- Hedge
		- Hedge				

Sang giai đoạn giao tranh quốc tế, tác động của các sự kiện này mạnh hơn với quy mô và thời gian kéo dài hơn khi so với giai đoạn đại dịch COVID-19. Có thể đây là nguyên nhân khiến đặc tính trú ẩn an toàn và phòng ngừa rủi ro của các tài sản này thể hiện rõ ràng hơn. Trái phiếu Chính phủ Việt Nam vẫn duy trì là một tài sản trú ẩn an toàn. Đặc biệt, đồng USD cho thấy khả năng trú ẩn an toàn mạnh khi tương quan ngược chiều trong cả vùng suy thoái 10% của chỉ số VN-Index trong giai đoạn giao tranh quốc tế, đồng quan điểm với Mohamad (2022) và Thuy và cộng sự (2024). Đặc biệt, dầu thô trở thành một tài sản phòng ngừa rủi ro tương đối hiệu quả đối với thị trường cổ phiếu Việt Nam. Nguyên nhân có thể vì giao tranh Nga – Ukraina bất ngờ đẩy giá dầu mỏ lên cao do thiếu hụt nguồn cung, từ đó đẩy giá dầu lên, khiến nó trở thành một tài sản có khả năng trú ẩn an toàn (Pourmazaheri và cộng sự, 2023; Manzli và cộng sự, 2024; Sokhanvar & Hammoudeh, 2024).

Trong cả hai giai đoạn, tất cả các loại tài sản cho thấy khả năng phòng ngừa rủi ro yếu đối với những biến động bất thường của thị trường cổ phiếu Việt Nam. Kết luận này tương đồng với các nghiên cứu của Mariana và cộng sự (2021) và Pastén-Henríquez và cộng sự (2025).

Kết luận giả thuyết về đặc tính trú ẩn an toàn của nhóm các tài sản này được trình bày trong bảng sau.

Bảng 9.

Kết luận giả thuyết

Giả thuyết	Nội dung	Kết luận
H ₁	Vàng có đặc tính trú ẩn an toàn đối với thị trường cổ phiếu Việt Nam.	Vàng không cho thấy đặc tính này, chỉ thể hiện khả năng phòng ngừa rủi ro yếu – Bác bỏ.
H ₂	Dầu mỏ có đặc tính trú ẩn an toàn đối với thị trường cổ phiếu Việt Nam.	Mặc dù không cho thấy đặc tính trú ẩn an toàn, dầu mỏ thể hiện khả năng phòng ngừa rủi ro hiệu quả trong giai đoạn giao tranh quốc tế – Bác bỏ.
H ₃	Trái phiếu Chính phủ Việt Nam có đặc tính trú ẩn an toàn với thị trường cổ phiếu Việt Nam.	Trái phiếu Chính phủ Việt Nam có đặc tính trú ẩn an toàn – Chấp nhận.
H ₄	Giá trị đồng USD có đặc tính trú ẩn an toàn với thị trường cổ phiếu Việt Nam.	Giá trị đồng USD có đặc tính trú ẩn an toàn – Chấp nhận.
H ₅	Giá trị đồng JPY có đặc tính trú ẩn an toàn với thị trường cổ phiếu Việt Nam.	Đồng JPY không cho thấy đặc tính trú ẩn an toàn với thị trường cổ phiếu Việt Nam – Bác bỏ.
H ₆	Giá trị đồng Bitcoin có đặc tính trú ẩn an toàn với thị trường cổ phiếu Việt Nam.	Đồng Bitcoin không cho thấy đặc tính trú ẩn an toàn với thị trường cổ phiếu Việt Nam – Bác bỏ.
H ₇	Giá trị đồng Ethereum có đặc tính trú ẩn an toàn với thị trường cổ phiếu Việt Nam.	Đồng Ethereum không cho thấy đặc tính trú ẩn an toàn với thị trường cổ phiếu Việt Nam – Bác bỏ.

5. Kết luận và kiến nghị

Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả đã phân tích đặc tính trú ẩn an toàn với một số tài sản tài chính điển hình đối với thị trường cổ phiếu Việt Nam trong giai đoạn 2020–2025. Đây là giai đoạn thị trường cổ phiếu Việt Nam trải qua nhiều biến động mạnh, đặc biệt là sự ảnh hưởng của các sự kiện quốc tế như đại dịch COVID-19 và giao tranh quốc tế.

Kết quả nghiên cứu cho thấy, trong khi vàng và tiền mã hóa thất bại trong việc đóng vai trò trú ẩn an toàn và chỉ là công cụ phòng ngừa rủi ro yếu đối với thị trường cổ phiếu Việt Nam, thì trái phiếu Chính phủ và đồng USD lại thể hiện vai trò bảo vệ nhà đầu tư một cách rõ rệt. Cụ thể, trái phiếu Chính phủ hoạt động hiệu quả cả trong vai trò phòng ngừa lẫn trú ẩn. Đáng chú ý nhất, đồng USD là kênh trú ẩn an toàn tối ưu và nhất quán trong cả hai giai đoạn đại dịch COVID-19 và giao tranh quốc tế, trong khi đồng JPY chỉ cho thấy khả năng phòng ngừa yếu. Với các cuộc khủng hoảng có mức độ ảnh hưởng càng lớn thì đặc tính trú ẩn an toàn và phòng ngừa rủi ro của các nhóm tài sản càng được thể hiện rõ ràng.

Từ những kết luận trên, các kiến nghị được đề xuất cho nhà đầu tư và cơ quan quản lý. *Đối với nhà đầu tư*, cần có sự cơ cấu lại danh mục phòng ngừa rủi ro, ưu tiên trái phiếu Chính phủ và các tài sản neo theo USD làm công cụ trú ẩn chính, thay vì dựa vào vàng hay tiền mã hóa. *Đối với cơ quan*

quản lý chính sách, phát hiện về vai trò trú ẩn vượt trội của USD cho thấy áp lực đô la hóa trong giai đoạn khủng hoảng là rất lớn. Do đó, Ngân hàng Nhà nước cần có các chính sách dự phòng mạnh mẽ để ổn định tỷ giá khi thị trường sụt giảm sâu. Đồng thời, cần tiếp tục phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ để tạo ra một kênh trú ẩn an toàn nội địa vững chắc, giúp hấp thụ dòng vốn tháo chạy khỏi cổ phiếu và giảm áp lực lên dự trữ ngoại hối. Ngoài ra, cơ quan quản lý có thể cân nhắc ban hành chính sách cho thị trường hàng hóa quốc tế như dầu mỏ, mở ra một kênh đầu tư mới có khả năng phòng ngừa rủi ro tối ưu cho nhà đầu tư.

Lời cảm ơn

Nghiên cứu này được tài trợ bởi Học viện Công nghệ Bưu chính Viễn thông, trong khuôn khổ đề tài nghiên cứu khoa học cấp Học viện, Mã số 02-2025-HV-TCKT1, theo Quyết định số 278/QĐ-HV.

Tài liệu tham khảo

- Akhtaruzzaman, Boubaker, S., Lucey, B. M., & Sensoy, A. (2021). Is gold a hedge or a safe-haven asset in the COVID-19 crisis?. *Economic Modelling*, 102, 105588. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.105588>
- Arisandhi, V., & Robiyanto, R. (2022). Exchange rate, gold price, and stock price correlation in ASEAN-5: Evidence from COVID-19 era. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 24(1), 22-32. <https://doi.org/10.9744/jmk.24.1.22-32>
- Basher, S. A., & Sadorsky, P. (2016). Hedging emerging market stock prices with oil, gold, VIX, and bonds: A comparison between DCC, ADCC and GO-GARCH. *Energy Economics*, 54, 235-247. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2015.11.022>
- Baur, D. G., & McDermott, T. K. (2010). Is gold a safe haven? International evidence. *Journal of Banking & Finance*, 34(8), 1886-1898. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.12.008>
- Baur, D. G., & Lucey, B. M. (2010). Is gold a hedge or a safe haven? An analysis of stocks, bonds and gold. *The Financial Review*, 45(2), 217-229. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2010.00244.x>
- Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980). The lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. *The Review of Economic Studies*, 47(1), 239-253. <https://doi.org/10.2307/2297111>
- Caballero, R. J., Farhi, E., & Gourinchas, P.-O. (2008). An equilibrium model of "Global imbalances" and low interest rates. *American Economic Review*, 98(1), 358-393. <https://doi.org/10.1257/aer.98.1.358>
- Choudhry, T., Hassan, S. S., & Shabi, S. (2015). Relationship between gold and stock markets during the global financial crisis: Evidence from nonlinear causality tests. *International Review of Financial Analysis*, 41, 247-256. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.03.011>
- Claessens, S., & Kose, A. (2013). *Financial Crises Explanations, Types, and Implications* (IMF Working Papers WP/13/28). <https://doi.org/10.5089/9781475561005.001>
- Conlon, T., Corbet, S., & McGee, R. J. (2020). Are cryptocurrencies a safe haven for equity markets? An international perspective from the COVID-19 pandemic. *Research in International Business and Finance*, 54, 101248. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101248>

- Durbin, J., & Watson, G. S. (1950). Testing for serial correlation in least squares regression: I. *Biometrika*, 37(3/4), 409-428. <https://doi.org/10.2307/2332391>
- Eichengreen, B. (2011). *Exorbitant Privilege: The Rise and the Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. New York: Oxford University Press.
- Faraj, H., McMillan, D., & Al-Sabah, M. (2025). The diminishing lustre: Gold's market volatility and the fading safe haven effect. *Global Finance Journal*, 67, 101145. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2025.101145>
- Feder-Sempach, E., Szczepocki, P., & Bogołębska, J. (2024). Global uncertainty and potential shelters: gold, bitcoin, and currencies as weak and strong safe havens for main world stock markets. *Financial Innovation*, 10(1), 67. <https://doi.org/10.1186/s40854-023-00589-w>
- Gadi, M. F. A., & Sicilia, M.-A. (2022). Analyzing Safe haven, hedging and diversifier characteristics of heterogeneous cryptocurrencies against G7 and BRICS market indexes. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(12), 572. <https://doi.org/10.3390/jrfm15120572>
- Ghazali, M. F., Lean, H.-H., & Bahari, Z. (2013). Is gold a hedge or a safe haven? An empirical evidence of gold and stock in Malaysia. *International Journal of Business and Society*, 14(3), 428-443. <https://www.ijbs.unimas.my/repository/pdf/Vol14No3paper7.pdf>
- GSO. (2022). *Tổng quan dự báo tình hình kinh tế thế giới quý IV năm 2022 và năm 2023*. Tổng Cục thống kê Quốc gia. <https://www.nso.gov.vn/du-lieu-va-so-lieu-thong-ke/2022/12/tong-quan-du-bao-tinh-hinh-kinh-te-the-gioi-quy-iv-nam-2022-va-nam-2023/>
- GSO. (2024). *Tổng quan dự báo tình hình kinh tế thế giới quý II năm 2024*. Tổng Cục thống kê Quốc gia. <https://www.nso.gov.vn/du-lieu-va-so-lieu-thong-ke/2024/06/tong-quan-du-bao-tinh-hinh-kinh-te-the-gioi-quy-ii-nam-2024/>
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometrics*. McGraw Hill.
- Nguyễn Bích Hằng. (2022). *Kiểm định vai trò tài sản trú ẩn an toàn của vàng đối với thị trường chứng khoán trong bối cảnh đại dịch COVID-19: bằng chứng từ các nước Asean* (Master's thesis, Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh). <https://digital.lib.ueh.edu.vn/handle/UEH/63944>
- Höfler, M., & Schertler, A. (2024). Financial integration and hedging and safe haven properties of metals for sovereign bonds. *Journal of International Money and Finance*, 149, 103195. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2024.103195>
- Huang, W., & Chang, M.-S. (2021). Gold and government bonds as safe-haven assets against stock market turbulence in China. *Sage Open*, 11(1). <https://doi.org/10.1177/2158244021990655>
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291. <https://doi.org/10.2307/1914185>
- Thuy, V. L. T., Oanh, T. T. K., & Ha, N. T. H. (2024). The roles of gold, US dollar, and bitcoin as safe-haven assets in times of crisis. *Cogent Economics & Finance*, 12(1), 2322876. <https://doi.org/10.1080/23322039.2024.2322876>
- Lee, Z., Su, W., & Tao, R. (2024). No longer a safe haven currency? A fresh evidence of Japanese yen under uncertainty. *Panoeconomicus*, 71(1), 119-134. <https://doi.org/10.2298/PAN190329021L>

- Mariana, C. D., Ekaputra, I. A., & Husodo, Z. A. (2021). Are Bitcoin and Ethereum safe-havens for stocks during the COVID-19 pandemic? *Finance Research Letters*, 38, 101798. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101798>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91. <https://doi.org/10.2307/2975974>
- Mohamad, A. (2022). Safe flight to which haven when Russia invades Ukraine? A 48-hour story. *Economics Letters*, 216, 110558. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2022.110558>
- Noeth, B. J., & Sengupta, R. (2010). Flight to safety and U.S. treasury securities. <https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/july-2010/flight-to-safety-and-us-treasury-securities>
- Pastén-Henríquez, B., Tapia-Griñen, P., & Sepúlveda-Velásquez, J. (2025). Gold and cryptocurrencies as safe-havens: Lessons from wartime. *Finance Research Letters*, 79, 107230. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.107230>
- Pourmazaheri, Z., Jamshidinavid, B., Ghanbari, M., & Moradi, A. (2023). Investment in commodities as hedging and safe-haven tools during the periods of stock market volatility. *Journal of Finance*, 7(4), 120-141. <https://doi.org/10.61186/ijf.2023.340125.1328>
- Ramsey, J. B. (1969). Tests for specification errors in classical linear least-squares regression analysis. *Journal of the Royal Statistical Society. Series B (Methodological)*, 31(2), 350-371. <http://www.jstor.org/stable/2984219>
- Ranaldo, A., & Söderlind, P. (2010). Safe haven currencies. *Review of Finance*, 14(3), 385-407. <https://doi.org/10.1093/rof/rfq007>
- Robiyanto, R. (2018). Gold vs bond: What is the safe haven for the Indonesian and Malaysian capital market? *Gadjah Mada International Journal of Business*, 20(3), 277. <https://doi.org/10.22146/gamaijb.27775>
- Sakurai, Y. (2021). How has the relationship between safe haven assets and the US stock market changed after the global financial crisis? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 75, 101351. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2021.101351>
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442. <https://doi.org/10.2307/2977928>
- Smales, L. (2019). Bitcoin as a safe haven: Is it even worth considering? *Finance Research Letters*, 30. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.11.002>
- Manzli, Y. S., Alnafisah, H., & Jeribi, A. (2024). Safe haven ability of energy and agricultural commodities against G7 stock markets and banking indices during COVID-19, Russia–Ukraine war, and SVB collapse: Evidence from the wavelet coherence approach. *Discrete Dynamics in Nature and Society*. <https://doi.org/https://doi.org/10.1155/ddns/2587000>
- Sokhanvar, A., & Hammoudeh, S. (2024). Comparative analysis of responses of risky and safe haven assets to stock market risk before and after the yield curve inversions in the U.S. *International Review of Economics & Finance*, 94, 103376. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.103376>

- Sokhombela, L. A. L., Bonga-Bonga, L., & Manguzvane, M. M. (2024). *Assessing the performance of safe haven assets during major crises* (MPRA Paper No. 123066). Germany: University Library of Munich. https://mpra.ub.uni-muenchen.de/123066/1/MPRA_paper_123066.pdf
- Thi Ngoc Dung, P., Long, K. L., Le Ngoc, T. T., & Thi Thanh Nhan, D. (2023). Safe haven for Asian equity markets during financial distress: Bitcoin versus gold. *Acta Informatica Pragensia*, 12(2), 400-418. <http://dx.doi.org/10.18267/j.aip.224>
- Tronzano, M. (2023). Safe-haven currencies as defensive assets in global stocks portfolios: A reassessment of the empirical evidence (1999–2022). *Journal of Risk and Financial Management*, 16(5), 273. <https://doi.org/10.3390/jrfm16050273>
- Lê Trung Thành, & Nguyễn Đức Khương. (2017). Vai trò tài sản trú ẩn an toàn của vàng ở Việt Nam. *Tạp chí Khoa học ĐHQGHN: Kinh tế và Kinh doanh*, 33(1), 34-42. <https://js.vnu.edu.vn/EAB/article/view/4048/3794>
- Trần Ngọc Tuấn, & Vũ Việt Quảng. (2019). Mối quan hệ giữa giá vàng, chỉ số thị trường chứng khoán và tỷ giá ở Việt Nam: Tiếp cận bằng phương pháp CANONICAL–VINE COPULA. *Tạp chí nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 30(3), 05-34. https://jabes.ueh.edu.vn/Home/SearchArticle?article_Id=b26903ce-1544-4670-a065-40f9a9b0b6c2