
TÁC ĐỘNG LAN TỎA CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ HOA KỲ ĐẾN RỦI RO TÀI CHÍNH TẠI ASEAN-5 TRONG BỐI CẢNH HỘI NHẬP TÀI CHÍNH

Lê Thị Thúy Hằng
Trường Đại học Tài chính - Marketing
Email: ltt.hang@ufm.edu.vn

Mã bài: JED-3024
Ngày nhận: 29/03/2026
Ngày nhận bản sửa: 12/05/2026
Ngày duyệt đăng: 15/05/2026
DOI: 10.33301/JED.VI.3024

Tóm tắt

Nghiên cứu xem xét tác động lan tỏa của chính sách tiền tệ Hoa Kỳ đến rủi ro tài chính tại các nền kinh tế ASEAN-5 trong bối cảnh hội nhập tài chính quốc tế ngày càng sâu rộng. Nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy Bayes để phân tích dữ liệu thị trường tài chính, dòng vốn quốc tế, áp lực tài chính toàn cầu và các chỉ số rủi ro thị trường, nhằm làm rõ mức độ nhạy cảm của các quốc gia ASEAN-5 trước các cú sốc chính sách tiền tệ từ Hoa Kỳ và các kênh truyền dẫn liên quan. Kết quả chỉ ra rằng các quốc gia có mức độ mở cửa tài chính cao và phụ thuộc lớn vào dòng vốn nước ngoài chịu tác động mạnh hơn từ các cú sốc thắt chặt chính sách tiền tệ của Hoa Kỳ, qua đó làm gia tăng rủi ro tài chính trong nước. Đồng thời, các cú sốc thắt chặt có tác động lan tỏa mạnh hơn so với các giai đoạn nới lỏng chính sách. Kênh truyền dẫn chủ yếu diễn ra thông qua dòng vốn quốc tế và tín dụng xuyên biên giới, trong khi vai trò của tỷ giá và lợi suất trái phiếu nội địa tương đối hạn chế, phản ánh mức độ gắn kết chặt chẽ giữa hệ thống tài chính ASEAN-5 và điều kiện tài chính toàn cầu do Hoa Kỳ dẫn dắt.

Từ khóa: Lan tỏa, chính sách tiền tệ Hoa Kỳ, rủi ro tài chính, ASEAN-5, mô hình Bayes.

Mã JEL: F36, F41, E44.

Spillover effects of U.S. monetary policy on financial risk in ASEAN-5 under financial integration

Abstract

This research examines the spillover effects of US monetary policy on financial risk in the ASEAN-5 economies in the context of increasingly deep international financial integration. Using a Bayesian regression model, the study analyzes financial market data, international capital flows, global financial pressures, and market risk indicators to clarify the sensitivity of ASEAN-5 countries to monetary policy shocks from the US and related transmission channels. The results reveal that countries with a high degree of financial openness and heavy reliance on foreign capital flows are more strongly affected by tightening US monetary policy shocks, thereby increasing domestic financial risk. Simultaneously, tightening shocks have a stronger spillover effect compared to periods of easing policy. The primary transmission channel occurs through international capital flows and cross-border credit, while the role of exchange rates and domestic bond yields is relatively limited, reflecting the close interconnectedness between the ASEAN-5 financial system and US-led global financial conditions.

Keywords: Spillover effects, US monetary policy, financial risks, ASEAN-5, Bayesian model.

JEL Codes: F36, F41, E44.

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh hội nhập tài chính ngày càng sâu rộng, chính sách tiền tệ của các nền kinh tế phát triển, đặc biệt là Hoa Kỳ và khu vực đồng Euro, đã tạo ra các cú sốc lan tỏa đáng kể đến các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển. Sau các giai đoạn nổi loạn tiền tệ mạnh mẽ nhằm ứng phó với khủng hoảng tài chính toàn cầu và đại dịch COVID-19, xu hướng thắt chặt chính sách tiền tệ để kiểm soát lạm phát đã gia tăng rõ rệt từ năm 2022. Những biến động này không chỉ làm thay đổi điều kiện tài chính toàn cầu mà còn ảnh hưởng trực tiếp đến dòng vốn quốc tế, tỷ giá hối đoái và sự ổn định của thị trường tài chính tại các khu vực có mức độ mở cửa cao như ASEAN-5. Trong bối cảnh tự do hóa tài chính, mức độ phụ thuộc và nhạy cảm của các nền kinh tế ASEAN-5 đối với các cú sốc bên ngoài ngày càng gia tăng, qua đó làm nổi bật vai trò của các hiệu ứng lan tỏa xuyên biên giới trong việc hình thành rủi ro tài chính khu vực.

Các nghiên cứu thực nghiệm gần đây đã cung cấp bằng chứng ngày càng rõ ràng về cơ chế lan tỏa của chính sách tiền tệ từ các nền kinh tế phát triển. Lastauskas & Nguyen (2024) chỉ ra các cú sốc chính sách tiền tệ phi truyền thống của Hoa Kỳ có thể làm gia tăng giá cổ phiếu, giảm lợi suất trái phiếu dài hạn và tạo ra biến động đáng kể đối với tỷ giá tại các nền kinh tế châu Á đang phát triển. Chen & cộng sự (2014) cũng chỉ ra rằng dòng vốn quốc tế vào các nền kinh tế mới nổi phản ứng mạnh mẽ trước những thay đổi trong lập trường chính sách tiền tệ của Hoa Kỳ. Hơn nữa, các nghiên cứu gần đây tiếp tục khẳng định rằng mức độ lan tỏa không đồng nhất giữa các quốc gia, mà phụ thuộc đáng kể vào các đặc điểm nội tại như mức độ phát triển tài chính, chế độ tỷ giá hối đoái và mức độ mở cửa tài khoản vốn (Iacoviello & Navarro, 2019; Kalemli-Özcan, 2019). Đối với khu vực ASEAN-5, các bằng chứng thực nghiệm cho thấy phản ứng của thị trường tài chính không đồng nhất, phản ánh sự khác biệt về cấu trúc kinh tế, mức độ phát triển thị trường và mức độ hội nhập tài chính giữa các quốc gia thành viên.

Trên thực tế, các nền kinh tế ASEAN-5 đã trải qua nhiều biến động đáng kể trên thị trường tài chính dưới tác động của chu kỳ thắt chặt tiền tệ toàn cầu. Việc Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ tăng lãi suất thường kéo theo hiện tượng rút vốn khỏi các thị trường mới nổi, qua đó gây áp lực lên tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán trong khu vực. Các nền kinh tế như Việt Nam, Indonesia, Thái Lan, Malaysia và Philippines thể hiện mức độ phản ứng khác nhau, tùy thuộc vào mức độ hội nhập tài chính, cơ cấu thị trường vốn và khả năng điều hành chính sách vĩ mô. Các cú sốc thắt chặt tiền tệ từ Hoa Kỳ không chỉ tác động đến kênh tài chính mà còn lan truyền qua kênh thương mại, từ đó ảnh hưởng đến các biến số kinh tế vĩ mô của các quốc gia ASEAN-5. Nhìn chung, tác động lan tỏa từ các nền kinh tế phát triển đến nhóm quốc gia đang phát triển là đáng kể, song mức độ ảnh hưởng có sự khác biệt rõ rệt giữa các nền kinh tế trong khu vực.

Mặc dù đã có nhiều công trình đề cập đến tác động lan tỏa của chính sách tiền tệ quốc tế, vẫn còn một số khoảng trống nghiên cứu. Thứ nhất, các nghiên cứu trước đây thường phân tích riêng lẻ từng kênh truyền dẫn hoặc từng quốc gia, trong khi thiếu các cách tiếp cận tổng hợp đối với toàn bộ khu vực ASEAN-5 trong bối cảnh hội nhập tài chính ngày càng sâu rộng. Thứ hai, phần lớn các nghiên cứu chưa xem xét đầy đủ sự thay đổi cấu trúc của thị trường tài chính ASEAN-5 trong giai đoạn gần đây, đặc biệt sau đại dịch COVID-19 và các đợt thắt chặt tiền tệ toàn cầu mới. Thứ ba, bằng chứng thực nghiệm về sự khác biệt trong mức độ nhạy cảm của từng quốc gia ASEAN-5 trước các cú sốc chính sách tiền tệ Hoa Kỳ, xét theo mức độ mở cửa tài chính khác nhau, vẫn còn tương đối hạn chế.

Từ những phân tích trên, có thể thấy việc nghiên cứu tác động lan tỏa của chính sách thắt chặt tiền tệ Hoa Kỳ đến rủi ro tài chính tại ASEAN-5 trong bối cảnh tự do hóa và hội nhập tài chính là cần thiết cả về mặt lý luận lẫn thực tiễn. Nghiên cứu này nhằm làm rõ các kênh truyền dẫn chủ yếu, đồng thời đánh giá mức độ tác động và sự khác biệt giữa các quốc gia trong khu vực ASEAN-5.

2. Cơ sở lý thuyết và phát triển giả thuyết nghiên cứu

Lý thuyết chu kỳ tài chính toàn cầu của Rey (2015) nhấn mạnh vai trò chi phối của điều kiện tài chính toàn cầu, trong đó chính sách tiền tệ của các nền kinh tế trung tâm, đặc biệt là Hoa Kỳ, có thể đồng thời ảnh hưởng đến dòng vốn, giá tài sản và mức độ chấp nhận rủi ro trên phạm vi quốc tế. Mặt khác, cơ chế truyền dẫn tài chính quốc tế theo Bruno & Shin (2015) giải thích tác động lan tỏa thông qua kênh chấp nhận rủi ro,

trong đó sự thay đổi lãi suất tại các nền kinh tế phát triển ảnh hưởng đến bảng cân đối tài sản của các định chế tài chính toàn cầu, từ đó điều chỉnh dòng vốn xuyên biên giới. Mô hình IS-LM-BP Mundell-Fleming trong nền kinh tế mở (Mundell, 1963; Fleming, 1962) cung cấp khung phân tích về sự tương tác giữa chính sách tiền tệ, tỷ giá và dòng vốn trong điều kiện hội nhập tài chính quốc tế.

Trong nghiên cứu về tác động lan tỏa của chính sách tiền tệ Hoa Kỳ đến rủi ro tài chính tại ASEAN-5 trong bối cảnh hội nhập tài chính, rủi ro tài chính được hiểu là mức độ biến động và bất ổn của hệ thống tài chính, phản ánh qua giá tài sản và dòng vốn (Adrian & Liang, 2018). Trên cơ sở đó, chỉ số căng thẳng tài chính (FSI) được sử dụng để đo lường mức độ bất ổn của thị trường tài chính nội địa (Illing & Liu, 2006), trong khi mức độ hội nhập tài chính (KOF) phản ánh mức độ gắn kết của nền kinh tế với hệ thống tài chính toàn cầu (Gygli & cộng sự, 2019). Bên cạnh đó, chỉ số lan truyền tài chính (SR) được sử dụng để đo lường mức độ truyền dẫn và khuếch đại biến động, rủi ro giữa các thị trường tài chính trong khu vực ASEAN-5. Trong bối cảnh này, tác động lan tỏa của chính sách tiền tệ quốc tế được hiểu là quá trình các cú sốc chính sách từ các nền kinh tế lớn, đặc biệt là Hoa Kỳ, được truyền dẫn sang các nền kinh tế khác thông qua các kênh tài chính như dòng vốn quốc tế, tín dụng xuyên biên giới, tỷ giá và giá tài sản (Rey, 2015; Bruno & Shin, 2015; Miranda-Agrippino & Rey, 2020). Khi Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) thực hiện thắt chặt tiền tệ, sự gia tăng lãi suất và thay đổi điều kiện tài chính toàn cầu có thể làm biến động dòng vốn và gia tăng rủi ro tài chính tại các nền kinh tế ASEAN-5, đặc biệt trong bối cảnh mức độ hội nhập tài chính ngày càng sâu rộng. Trong bối cảnh nghiên cứu về tác động lan tỏa của chính sách tiền tệ Hoa Kỳ đến rủi ro tài chính tại ASEAN-5 trong điều kiện hội nhập tài chính, các cú sốc chính sách tiền tệ được truyền dẫn thông qua nhiều kênh tài chính chủ yếu, bao gồm kênh dòng vốn quốc tế, kênh tín dụng toàn cầu, kênh tỷ giá và kênh lợi suất tài sản (Alam & Forhad, 2025; Villamizar-Villegas & cộng sự, 2024; Lastauskas & Nguyen, 2024).

Trong bối cảnh hội nhập tài chính toàn cầu ngày càng sâu rộng, các cú sốc từ chính sách tiền tệ của Hoa Kỳ được xem là một trong những nguồn dẫn truyền quan trọng nhất đối với biến động tài chính tại các nền kinh tế mới nổi. Khi Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ thắt chặt chính sách tiền tệ thông qua việc tăng lãi suất hoặc thu hẹp bảng cân đối kế toán, chi phí vốn toàn cầu gia tăng, dẫn đến sự dịch chuyển danh mục đầu tư của các nhà đầu tư quốc tế theo hướng rút vốn khỏi các thị trường rủi ro cao. Hệ quả là dòng vốn tại các nền kinh tế ASEAN-5 trở nên biến động mạnh hơn, trong khi tỷ giá hối đoái chịu áp lực mất giá và thị trường chứng khoán đối mặt với sự điều chỉnh tiêu cực. Các công trình của Alam & Forhad (2025), Villamizar-Villegas & cộng sự (2024), Lastauskas & Nguyen (2024) đều khẳng định rằng các cú sốc chính sách tiền tệ từ Hoa Kỳ có thể tạo ra hiệu ứng lan tỏa đáng kể đến giá tài sản, lợi suất tài chính và dòng vốn tại các nền kinh tế châu Á đang phát triển. Từ đó, giả thuyết H1 được hình thành:

Giả thuyết H1: Chính sách tiền tệ thắt chặt của Hoa Kỳ làm gia tăng rủi ro tài chính tại ASEAN

Bên cạnh tác động trực tiếp, nhiều nghiên cứu gần đây nhấn mạnh rằng mức độ lan tỏa của chính sách tiền tệ Hoa Kỳ không diễn ra trong một môi trường tĩnh, mà chịu ảnh hưởng mạnh mẽ bởi điều kiện tài chính toàn cầu. Khi mức độ bất ổn toàn cầu gia tăng, thường được phản ánh qua các chỉ số như chỉ số đo lường biến động thị trường chứng khoán Mỹ và các chỉ báo đo lường mức độ căng thẳng và tâm lý thị trường tài chính toàn cầu, khẩu vị rủi ro của nhà đầu tư quốc tế có xu hướng suy giảm đáng kể. Trong bối cảnh đó, các nhà đầu tư thường điều chỉnh danh mục theo hướng giảm tỷ trọng tài sản rủi ro và rút vốn khỏi các thị trường mới nổi, làm gia tăng đáng kể biến động tài chính tại các nền kinh tế tiếp nhận. Guru & Yadav (2023) và Lastauskas & Nguyen (2024) đều cho thấy rằng điều kiện tài chính toàn cầu đóng vai trò khuếch đại hiệu ứng lan tỏa của các cú sốc chính sách tiền tệ quốc tế. Điều này hàm ý rằng tác động của chính sách tiền tệ Hoa Kỳ không chỉ phụ thuộc vào bản thân cú sốc chính sách, mà còn bị điều tiết bởi trạng thái ổn định hay căng thẳng của hệ thống tài chính toàn cầu, trong đó các giai đoạn bất ổn cao làm gia tăng đáng kể mức độ truyền dẫn rủi ro sang khu vực ASEAN-5. Theo đó, giả thuyết H2 được đề xuất:

Giả thuyết H2: Điều kiện tài chính toàn cầu (VIX, GSS) khuếch đại tác động lan tỏa của chính sách tiền tệ Hoa Kỳ đến rủi ro tài chính tại ASEAN

Một hướng tiếp cận quan trọng khác trong văn liệu nghiên cứu tập trung vào vai trò của mức độ hội nhập

tài chính trong việc điều chỉnh cường độ tác động lan tỏa của chính sách tiền tệ quốc tế. Về mặt lý thuyết, các nền kinh tế có mức độ hội nhập tài chính cao hoặc độ mở tài khoản vốn lớn thường có mức độ nhạy cảm cao hơn đối với các biến động từ bên ngoài, do dòng vốn quốc tế có khả năng phản ứng nhanh và mạnh trước những thay đổi trong chính sách tiền tệ của các nền kinh tế trung tâm. Mateus, Bagirov & Mateus (2024) và Checo & cộng sự (2024) cho thấy rằng hội nhập tài chính làm gia tăng mức độ kết nối giữa các thị trường, từ đó khuếch đại hiệu ứng lan tỏa xuyên biên giới. Tuy nhiên, các bằng chứng thực nghiệm đối với khu vực ASEAN-5 cũng chỉ ra rằng mức độ phản ứng của từng quốc gia là không đồng nhất, phản ánh sự khác biệt về cấu trúc hệ thống tài chính, mức độ tự do hóa tài khoản vốn, cũng như năng lực điều hành chính sách vĩ mô (Kiatmanaroch & Puarattanaarunkorn, 2025; Kesumah & Azhar, 2025). Do đó, hội nhập tài chính có thể đóng vai trò hai chiều: vừa làm gia tăng mức độ lan tỏa thông qua kênh dòng vốn, vừa có thể điều chỉnh hoặc làm dịu tác động tùy thuộc vào đặc điểm thể chế và cơ chế kiểm soát vốn của từng quốc gia. Giả thuyết H3 được đề xuất như sau:

Giả thuyết H3: Mức độ hội nhập tài chính (KOF, KAOPEN) làm thay đổi mức độ nhạy cảm của ASEAN-5 đối với cú sốc chính sách tiền tệ Hoa Kỳ

Tổng hợp các nghiên cứu hiện có cho thấy vẫn tồn tại 3 khoảng trống quan trọng. Thứ nhất, phần lớn các công trình trước đây tập trung vào từng quốc gia riêng lẻ hoặc phân tích đơn lẻ các kênh truyền dẫn, trong khi chưa có nhiều bằng chứng mang tính hệ thống và tổng hợp cho toàn bộ khu vực ASEAN-5, đặc biệt trong bối cảnh hậu COVID-19 và chu kỳ thắt chặt tiền tệ toàn cầu gần đây. Thứ hai, các nghiên cứu hiện hữu chưa phản ánh đầy đủ sự thay đổi mang tính cấu trúc của hệ thống tài chính quốc tế, vốn đang ngày càng gắn kết chặt chẽ và phụ thuộc lẫn nhau trong giai đoạn hội nhập tài chính sâu rộng. Thứ ba, bằng chứng thực nghiệm về vai trò đồng thời của điều kiện tài chính toàn cầu và mức độ hội nhập tài chính trong việc điều chỉnh tác động lan tỏa của chính sách tiền tệ Hoa Kỳ vẫn còn tương đối hạn chế, đặc biệt đối với các nền kinh tế ASEAN-5. Trên cơ sở các khoảng trống này, nghiên cứu được thực hiện nhằm kiểm định một cách hệ thống ba giả thuyết H1–H3 trong bối cảnh ASEAN-5, qua đó cung cấp bằng chứng thực nghiệm toàn diện hơn về cơ chế lan tỏa rủi ro tài chính từ chính sách tiền tệ Hoa Kỳ.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình hồi quy Bayes

Phương trình hồi quy tuyến tính tổng quát với hiệu ứng tương tác:

Với $i = 1, \dots, N$ quốc gia ASEAN và $t = 1, \dots, T$ kỳ thời gian, mô hình tổng quát có dạng:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta' X_t + \gamma' Z_{it} + \delta_1(US_t \times KAOPEN_{it}) + \delta_2(US_t \times KOF_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Phương trình hồi quy tổng hợp toàn bộ biến:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 \cdot US_t + \beta_2 \cdot VIX_t + \beta_3 \cdot GSS_t + \gamma_1 \cdot KOF_{it} + \gamma_2 \cdot KAOPEN_{it} + \gamma_3 \cdot SR_{it} + \gamma_4 \cdot FSI_{it} + \delta_1(US_t \times KAOPEN_{it}) + \delta_2(US_t \times KOF_{it}) + \varepsilon_{it}$$

$$\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma^2_i)$$

3.2. Mô tả biến của mô hình

Các biến trong mô hình nghiên cứu được tổng hợp trong Bảng 1.

Mô hình nghiên cứu sử dụng dữ liệu hàng năm từ năm 2004 đến năm 2024, bao gồm 5 quốc gia ASEAN trọng điểm: Indonesia, Malaysia, Philippines, Thái Lan và Việt Nam. Các biến chính được lựa chọn nhằm phân tích tác động lan tỏa của chính sách tiền tệ Hoa Kỳ đến rủi ro tài chính tại ASEAN-5, đồng thời đánh giá vai trò của điều kiện tài chính toàn cầu và mức độ hội nhập tài chính.

US: Đại diện cho lãi suất điều hành của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed Funds Rate), biến này là thước đo chủ đạo của chính sách tiền tệ thắt chặt tại Hoa Kỳ và là biến độc lập chính trong mô hình.

KOF: Mức độ toàn cầu hóa của từng quốc gia, được đo lường qua chỉ số tổng hợp các yếu tố kinh tế, xã hội và chính trị nhằm phản ánh mức độ hội nhập của quốc gia đó vào hệ thống kinh tế thế giới.

KAOPEN: Chỉ số đo độ mở của tài khoản vốn, thể hiện mức độ tự do hóa tài chính, cho phép dòng vốn

Bảng 1. Mô tả các biến của mô hình

Ký hiệu	Tên biến	Đơn vị/Định nghĩa	Ý nghĩa	Nguồn
US	Lãi suất điều hành của Fed	%	Biến chính thể hiện chính sách thắt chặt tiền tệ tại Hoa Kỳ (Fed Funds Rate)	Federal Reserve Economic Data (FRED)
KOF	Mức độ tự do hoá tài chính	Chỉ số (0-100)	Thước đo mức độ hội nhập kinh tế, xã hội và chính trị toàn cầu	KOF Globalisation Index
KAOPEN	Độ mở tài khoản vốn (Chinn–Ito Index)	Chỉ số chuẩn hóa	Mức độ mở cửa tài chính quốc tế của quốc gia, đo lường sự tự do di chuyển vốn	Chinn–Ito Financial Openness Index
ER	Lợi suất thị trường cổ phiếu	%	Tỷ suất sinh lời trên thị trường chứng khoán quốc gia	Bloomberg, Reuters
FX	Tỷ lệ mất giá tiền tệ	%	Tỷ lệ thay đổi âm của tỷ giá hối đoái nội tệ so với USD trong kỳ	IMF International Financial Statistics (IFS)
Bond	Lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm	%	Chi phí vay vốn dài hạn của chính phủ quốc gia	Bloomberg, Datastream
CF	Dòng vốn ròng vào	USD (triệu hoặc tỷ)	Giá trị ròng dòng vốn đầu tư vào quốc gia (FDI + đầu tư danh mục)	IMF, World Bank
VIX	Rủi ro tài chính toàn cầu (chỉ số biến động)	Điểm	Đo lường mức độ biến động và rủi ro trên thị trường tài chính toàn cầu	Chicago Board Options Exchange (CBOE)
SR	Chỉ số lan truyền tài chính	Chỉ số chuẩn hóa	Đo lường mức độ lan truyền rủi ro và biến động tài chính giữa các thị trường	Tính toán từ dữ liệu thị trường
GSS	Cú sốc và áp lực tài chính toàn cầu	Biến số chuẩn hóa	Đại diện cho các cú sốc trên thị trường tài chính toàn cầu như biến động trái phiếu chính phủ	Tổng hợp từ các chỉ số tín dụng và spread
FSI	Căng thẳng tài chính nội địa	Chỉ số tổng hợp	Đo mức độ bất ổn và áp lực tài chính trong nền kinh tế quốc gia	Tính toán từ biến lãi suất, tỷ giá, thị trường chứng khoán

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

quốc tế di chuyển tự do hơn vào và ra khỏi quốc gia.

ER: Lợi suất trên thị trường cổ phiếu của từng quốc gia ASEAN, thể hiện hiệu quả và biến động của thị trường chứng khoán trong nước, được sử dụng để đánh giá phản ứng của thị trường tài chính nội địa trước các cú sốc bên ngoài.

FX: Tỷ lệ mất giá của tiền tệ nội địa so với đồng USD, dùng để đo áp lực lên tỷ giá và rủi ro tỷ giá trong bối cảnh thắt chặt tiền tệ toàn cầu.

Bond: Lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm, thể hiện chi phí vốn dài hạn của chính phủ quốc gia, có ý nghĩa trong việc đo lường tác động của các cú sốc tài chính lên tín dụng chính phủ.

CF: Dòng vốn ròng vào quốc gia, bao gồm cả đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) và đầu tư danh mục, dùng để phân tích sự nhạy cảm của dòng vốn quốc tế với chính sách tiền tệ thắt chặt.

VIX: Chỉ số biến động thị trường chứng khoán Mỹ, được xem là thước đo rủi ro tài chính toàn cầu và tâm lý nhà đầu tư trong nghiên cứu các tác động lan tỏa.

SR: Chỉ số lan truyền tài chính nhằm đo lường mức độ ảnh hưởng, tương tác và lan tỏa biến động giữa các thị trường tài chính.

GSS: Biến đại diện cho các cú sốc và áp lực tài chính toàn cầu, đặc biệt liên quan đến biến động trên thị trường trái phiếu chính phủ và chi phí tín dụng quốc tế, thể hiện trạng thái căng thẳng tài chính toàn cầu.

FSI: Chỉ số căng thẳng tài chính trong từng nền kinh tế ASEAN, tổng hợp từ các biến lãi suất, tỷ giá, và biến động thị trường chứng khoán, dùng để đo mức độ bất ổn tài chính nội địa do các cú sốc bên ngoài gây ra.

Bảng 2. Kết quả phân tích nhân tố Bayes và kiểm định tiên nghiệm

Số vòng lặp MCMC = 12.500						
Tiên nghiệm của MCMC = 2.500						
Số quan sát = 105						
Hiệu quả chuỗi: min = 0,001 avg = 0,021 max = 0,142						
Xác suất dữ liệu thực tế dưới giả định mô hình = -274,122						
SR	Giá trị trung bình	Std. Dev.	MCSE	Giá trị trung vị	Khoảng tin cậy [95% Cred.]	
US	0,275	0,102	0,005	0,269	0,083	0,486
GSS	1,741	1,009	0,097	1,727	-0,288	3,775
KOF	0,297	0,017	0,002	0,297	0,261	0,331
FSI	1,601	0,561	0,068	1,618	0,440	2,700
ER	0,012	0,033	0,002	0,012	-0,050	0,077
FX	-0,075	0,173	0,011	-0,079	-0,418	0,286
Bond	0,017	0,143	0,038	0,007	-0,238	0,310
CF	-0,244	0,137	0,022	-0,238	-0,530	-0,000
KAOPEN	-1,308	0,217	0,051	-1,330	-1,700	-0,849
VIX	0,410	0,058	0,007	0,413	0,293	0,518
_cons	-4,186	0,610	0,080	-4,200	-5,454	-2,986
sigma2	2,189	0,314	0,008	2,163	1,648	2,885

Nguồn: Tác giả tính toán

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Quá trình hồi quy Bayes được thực hiện sau khi hoàn tất bước tiên nghiệm, nhằm đảm bảo thông tin ban đầu phù hợp với dữ liệu quan sát. Kết quả mô phỏng trình bày trong Bảng 2 cho thấy sai số chuẩn MCMC (MCSE) nhỏ hơn độ lệch chuẩn của các tham số, đồng thời các hệ số tiên nghiệm nằm trong khoảng tin cậy 95%, cho thấy các ước lượng là hợp lý và đáng tin cậy. Tổng thể, các kết quả này xác nhận rằng nhân tố

Bảng 3. Ước lượng phân phối hậu nghiệm của các tham số trong mô hình Bayes

Số vòng lặp MCMC = 12.500						
Tiên nghiệm của MCMC = 2.500						
Số quan sát = 105						
Tỷ lệ các bước đề xuất được chấp nhận = 0,349						
Hiệu quả chuỗi: min = 0,001 avg = 0,021 max = 0,142						
Xác suất dữ liệu thực tế dưới giả định mô hình = -274,122						

Nguồn: Tác giả tính toán

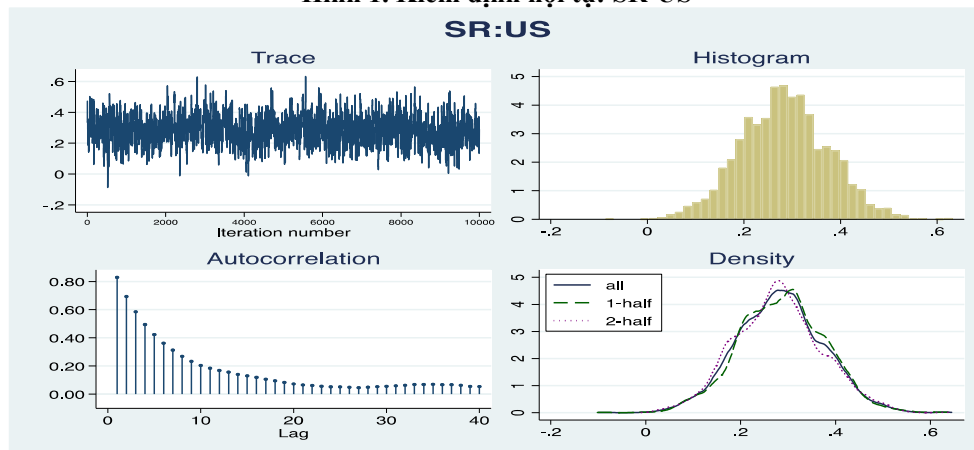
Bayes được ước lượng phù hợp với dữ liệu và thông tin tiên nghiệm, tạo nền tảng vững chắc để tiến hành phân tích tiếp theo, bao gồm hồi quy Bayes và kiểm định hậu nghiệm.

Kiểm định Bayes hậu nghiệm ở Bảng 3 cho thấy mô hình Bayes đạt được mức độ hội tụ và độ tin cậy tương đối tốt. Cụ thể, tỷ lệ chấp nhận đạt mức 0,349, nằm trong khoảng tối ưu (0,2–0,4), cho thấy quá trình lấy mẫu hoạt động hiệu quả và không gặp vấn đề nghiêm trọng về hội tụ. Mặc dù chỉ số hiệu quả chuỗi ở mức trung bình, điều này thường gặp trong các mô hình tài chính với dữ liệu có độ biến động cao, nhưng vẫn không ảnh hưởng đáng kể đến độ tin cậy của các ước lượng hậu nghiệm. Bên cạnh đó, giá trị xác suất của dữ liệu thực tế dưới giả định mô hình đạt -274,122 cung cấp cơ sở để so sánh mô hình với các đặc tả thay thế trong các nghiên cứu tiếp theo. Nhìn chung, các chỉ tiêu đánh giá cho thấy mô hình được xây dựng phù hợp và kết quả ước lượng có thể được sử dụng để phân tích và diễn giải các tác động kinh tế.

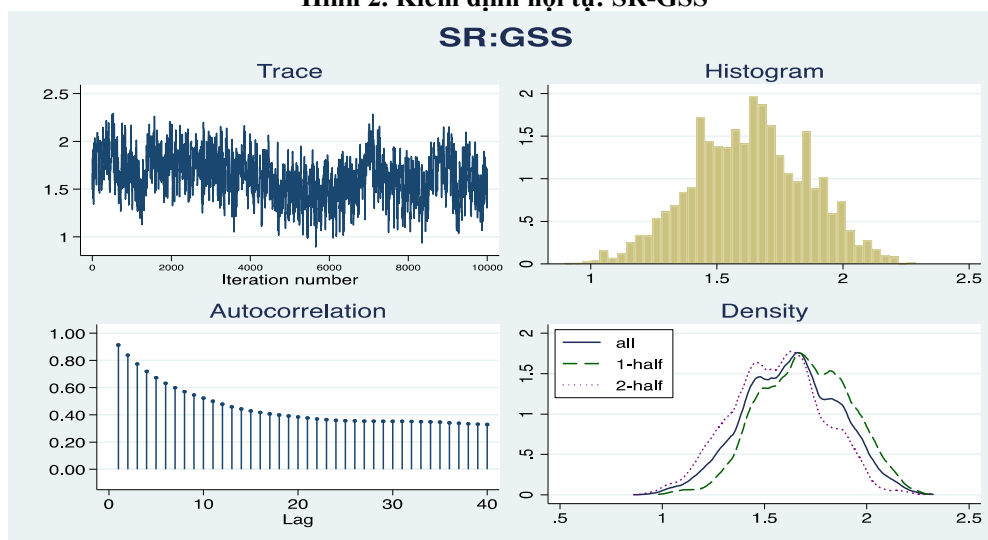
Để đảm bảo tính vững chắc và tin cậy của kết quả hồi quy Bayes hậu nghiệm, nghiên cứu đã thực hiện kiểm định hội tụ Gelman–Rubin (Hình 1–11). Kết quả cho thấy tất cả các hệ số R_c của các biến đều nằm trong giới hạn cho phép, xác nhận mô hình đạt điều kiện hội tụ. Như vậy, quá trình xây dựng mô phỏng dựa trên thông tin tiên nghiệm, kết hợp phân tích nhân tố Bayes và kiểm định hậu nghiệm, cho phép lựa chọn thiết lập mô phỏng phù hợp và đáng tin cậy.

Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy Bayes cho mô hình tác động lan tỏa của chính sách tiền tệ Hoa Kỳ đến

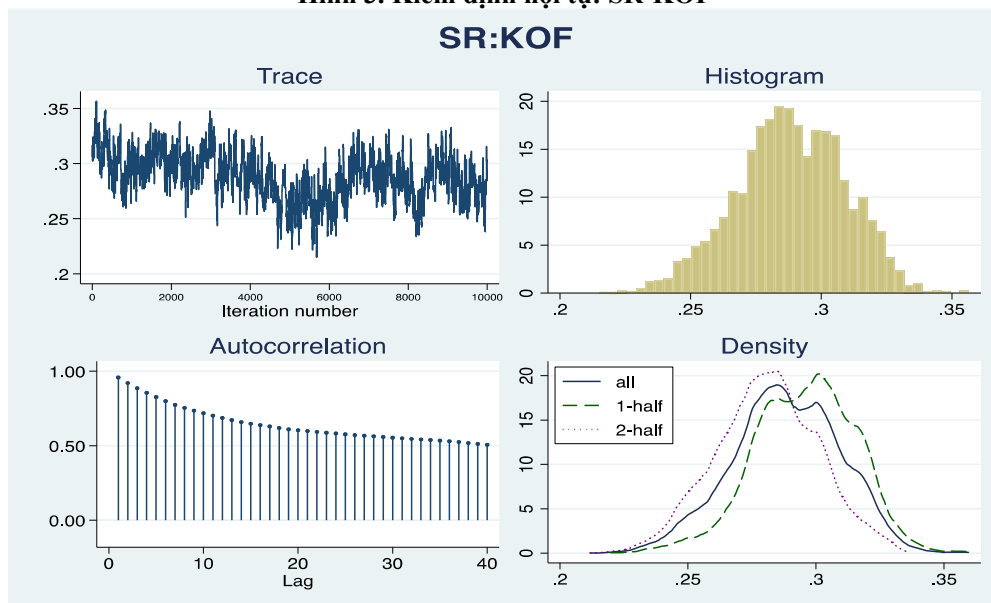
Hình 1. Kiểm định hội tụ: SR-US



Hình 2. Kiểm định hội tụ: SR-GSS

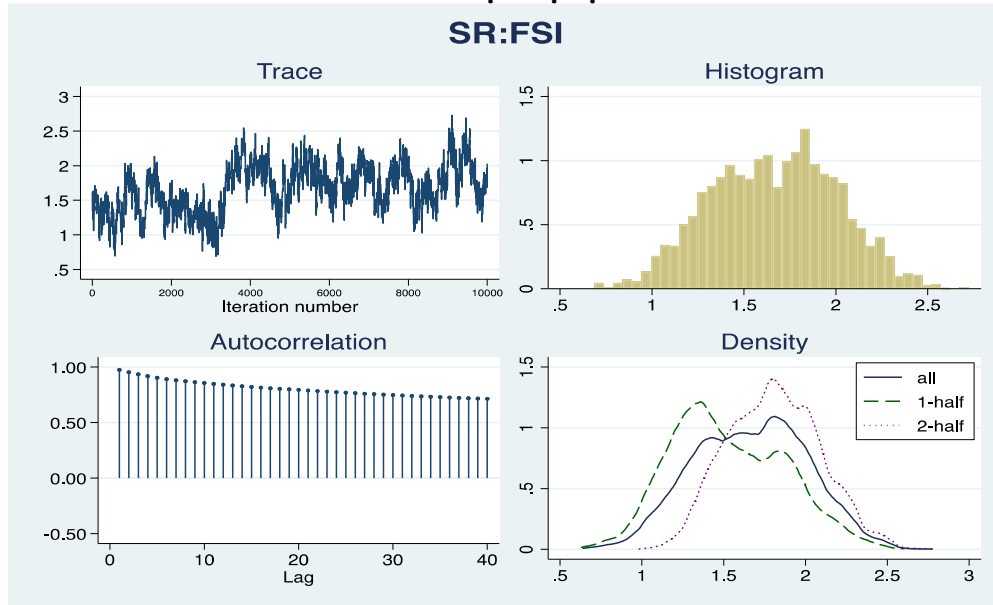


Hình 3. Kiểm định hội tụ: SR-KOF

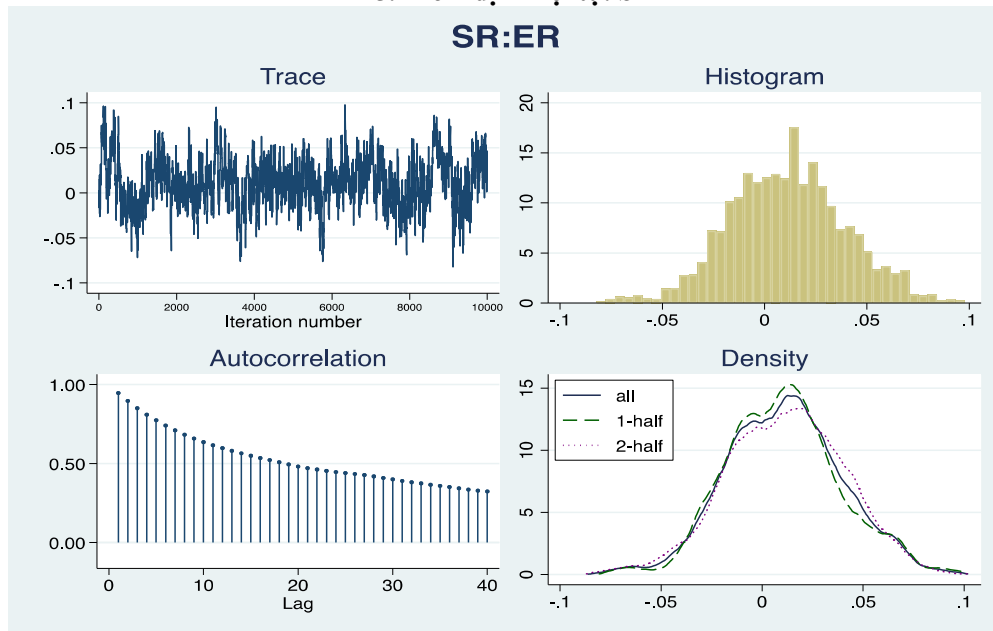


chỉ số lan truyền rủi ro tài chính (SR) tại ASEAN-5. Tác giả điều chỉnh cách diễn giải theo hướng thận trọng hơn, nhấn mạnh mức độ liên quan và độ bất định của các ước lượng hậu nghiệm thay vì khẳng định quan hệ nhân quả tuyệt đối. Kết quả cho thấy biến chính sách tiền tệ Hoa Kỳ (US) có hệ số trung bình dương

Hình 4. Kiểm định hội tụ: SR-FSI



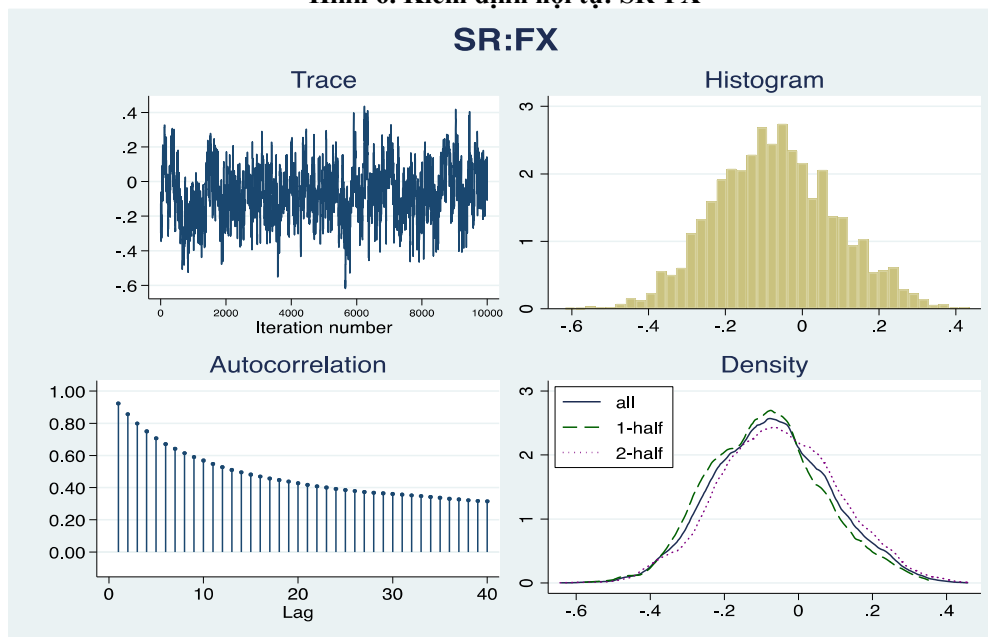
Hình 5. Kiểm định hội tụ: SR-ER



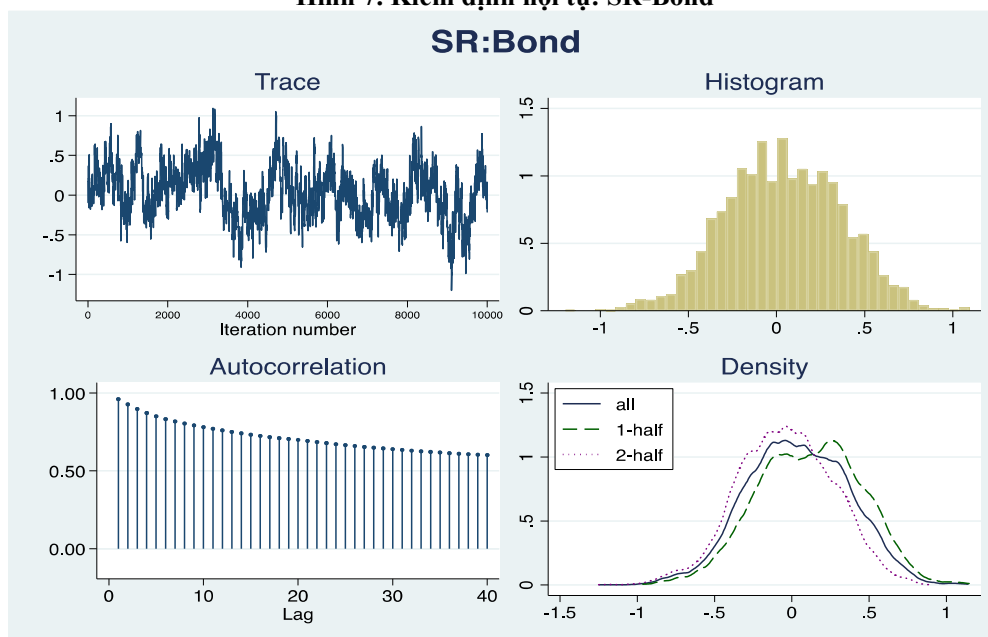
(0,283), hàm ý rằng các cú sốc thắt chặt tiền tệ từ Hoa Kỳ có xu hướng làm gia tăng rủi ro lan truyền tài chính tại ASEAN. Phát hiện này nhìn chung phù hợp với giả thuyết H1, đồng thời nhất quán với khung lý thuyết về chu kỳ tài chính toàn cầu của Rey (2015), cơ chế truyền dẫn qua ngân hàng quốc tế của Bruno & Shin (2015) và bằng chứng thực nghiệm về spillover sang thị trường mới nổi của Lastauskas & Nguyen (2024). Tuy nhiên, khoảng tin cậy hậu nghiệm vẫn thể hiện mức độ bất định đáng kể, cho thấy tác động này không hoàn toàn đồng nhất giữa các quốc gia ASEAN và phụ thuộc vào đặc điểm cấu trúc tài chính nội tại.

Đối với giả thuyết H2, các biến điều kiện tài chính toàn cầu gồm GSS (1,631) và VIX (0,403) đều có tác động dương đến SR, phản ánh rằng khi mức độ bất ổn và căng thẳng tài chính toàn cầu gia tăng, tác động lan tỏa từ chính sách tiền tệ Hoa Kỳ có xu hướng bị khuếch đại. Tuy nhiên, độ rộng của khoảng tin cậy hậu nghiệm cho thấy mức độ khuếch đại này không hoàn toàn ổn định trong mọi bối cảnh ước lượng, đặc biệt trong giai đoạn hậu COVID-19 và chu kỳ thắt chặt tiền tệ toàn cầu gần đây. Diễn giải này phù hợp với Rey (2015) và Miranda-Agrippino & Rey (2020), cũng như các bằng chứng thực nghiệm của Alam & Forhad (2025), cho thấy điều kiện tài chính toàn cầu đóng vai trò quan trọng trong việc truyền dẫn và khuếch đại cú

Hình 6. Kiểm định hội tụ: SR-FX



Hình 7. Kiểm định hội tụ: SR-Bond

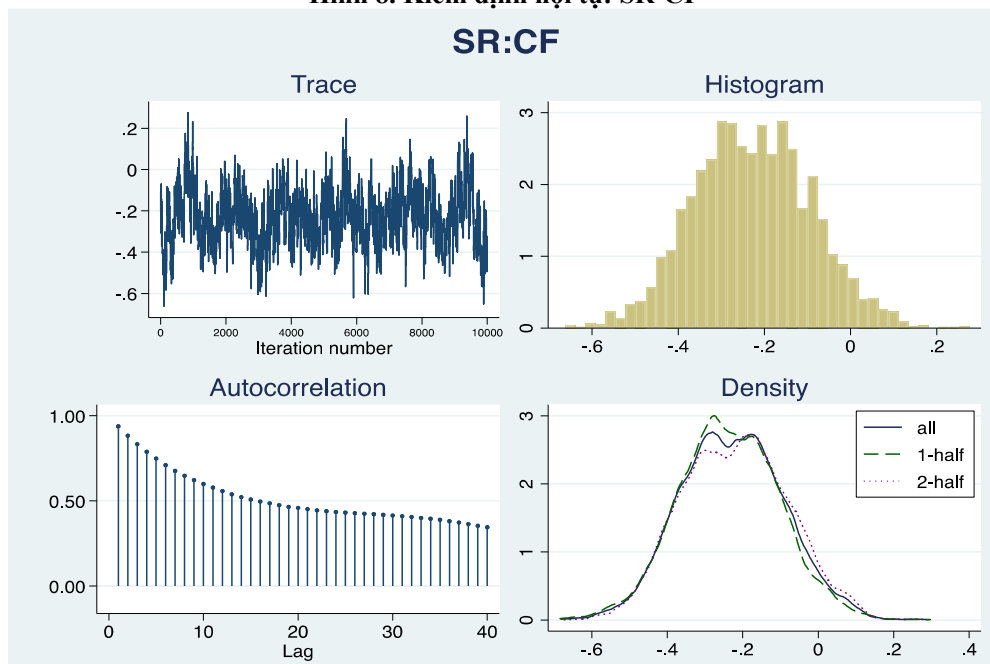


sốc chính sách tiền tệ quốc tế, nhưng theo cơ chế phụ thuộc trạng thái thị trường.

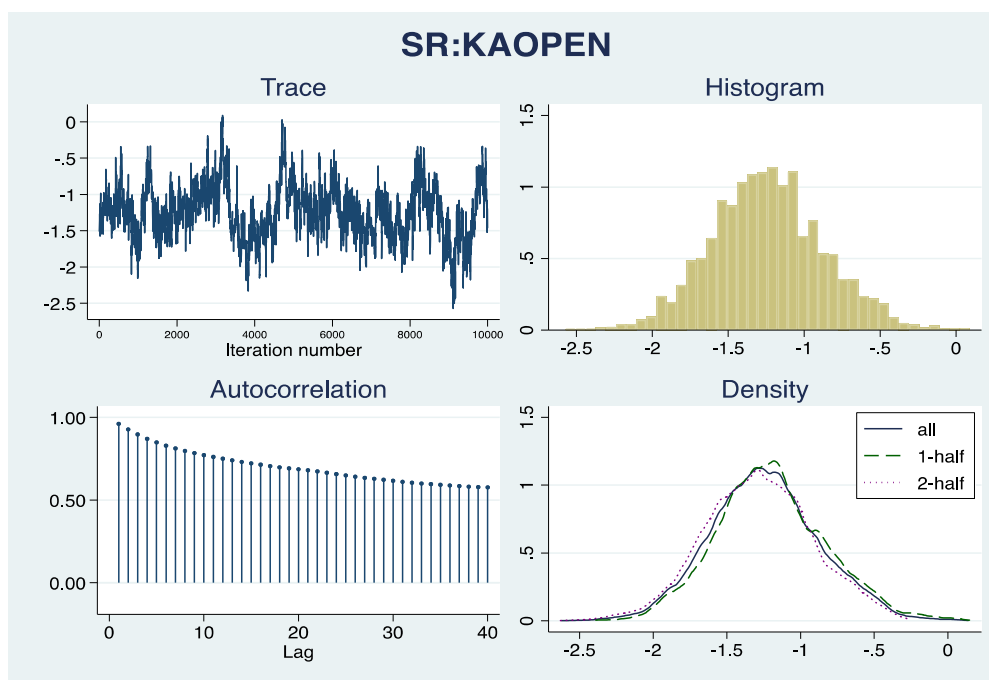
Đối với giả thuyết H3, kết quả cho thấy mức độ hội nhập tài chính có tác động không đồng nhất. Chỉ số KOF có hệ số dương (0,288), trong khi KAOPEN mang hệ số âm (-1,242), đồng thời các khoảng tin cậy hậu nghiệm tương đối rộng. Điều này hàm ý rằng hội nhập tài chính vừa có thể làm gia tăng mức độ tiếp xúc với cú sốc bên ngoài, vừa có thể đóng vai trò giảm thiểu rủi ro thông qua cơ chế quản lý dòng vốn và cấu trúc thể chế tài chính. Kết quả này phù hợp với Villamizar-Villegas & cộng sự (2024) và Bruno & Shin (2015), nhấn mạnh tính hai chiều của hội nhập tài chính trong cơ chế truyền dẫn cú sốc quốc tế. Do đó, tác giả điều chỉnh cách diễn giải theo hướng “tác động điều kiện” thay vì kết luận điều tiết đơn hướng.

Ngoài ra, một số biến thị trường như tỷ giá (FX) và lợi suất trái phiếu không có ý nghĩa thống kê ổn định. Điều này cho thấy các kênh truyền dẫn truyền thống không phải lúc nào cũng phản ánh trực tiếp biến động của chỉ số lan truyền rủi ro tài chính (SR), đặc biệt trong bối cảnh thị trường tài chính ASEAN còn phân

Hình 8. Kiểm định hội tụ: SR-CF



Hình 9. Kiểm định hội tụ: SR-KAOPEN

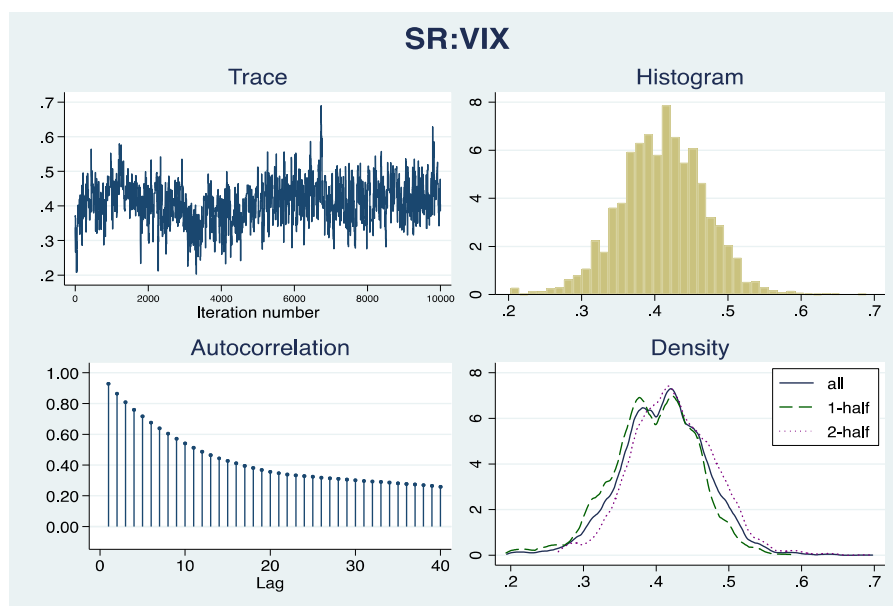


mạnh và mức độ thanh khoản khác biệt. Phân tích độ nhạy cũng cho thấy kết quả tổng thể của mô hình tương đối ổn định, dù vẫn tồn tại bất định trong một số tham số liên quan đến dòng vốn và biến thị trường tài sản.

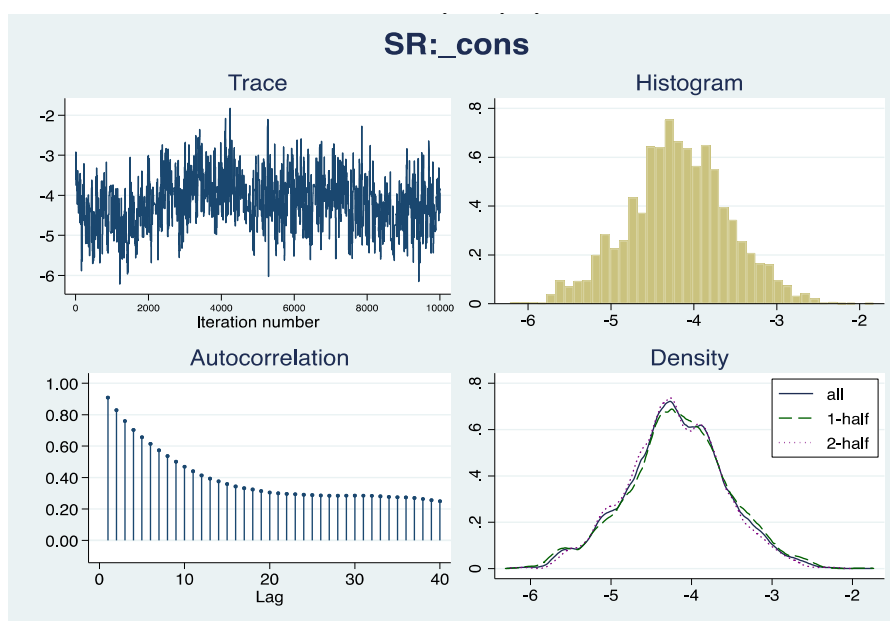
Như vậy về tổng thể, kết quả hồi quy Bayes cho thấy tác động lan tỏa của chính sách tiền tệ Hoa Kỳ đến rủi ro tài chính tại ASEAN là có tồn tại, nhưng mang tính điều kiện và không đồng nhất, phụ thuộc vào điều kiện tài chính toàn cầu, mức độ hội nhập tài chính và đặc điểm cấu trúc nội tại của từng quốc gia. Theo đó, các giả thuyết H1–H3 được ủng hộ ở mức độ có điều kiện, phù hợp với khung lý thuyết của Rey (2015), Bruno & Shin (2015), Miranda-Agrippino & Rey (2020) và Lastauskas & Nguyen (2024), đồng thời nhấn mạnh vai trò của bất định hậu nghiệm và tính không đồng nhất trong cơ chế lan tỏa trong bối cảnh hậu COVID-19 và chu kỳ thắt chặt tiền tệ toàn cầu gần đây.

5. Kết luận

Hình 10. Kiểm định hội tụ: SR-VIX



Hình 11. Kiểm định hội tụ: SR-cons



Bảng 4. Kết quả hồi quy Bayes

SR	Giá trị trung bình	Std. Dev.	MCSE	Giá trị trung vị	Khoảng tin cậy [95% Cred.]	
US	0,283	0,090	0,003	0,282	0,104	0,459
GSS	1,631	0,230	0,034	1,635	1,176	2,072
KOF	0,288	0,021	0,003	0,288	0,245	0,326
FSI	1,665	0,343	0,069	1,674	1,016	2,297
ER	0,011	0,028	0,003	0,011	-0,043	0,067
FX	-0,070	0,156	0,014	-0,071	-0,364	0,243
Bond	0,038	0,328	0,051	0,034	-0,595	0,663
CF	-0,228	0,135	0,014	-0,229	-0,483	0,044
KAOPEN	-1,242	0,371	0,056	-1,249	-1,944	-0,489
VIX	0,403	0,045	0,004	0,402	0,316	0,493
_cons	-3,673	1,845	0,449	-3,448	-7,121	-0,338
sigma2	2,163	0,310	0,008	2,129	1,647	2,882

Nguồn: Tác giả tính toán

Kết quả nghiên cứu dựa trên mô hình hồi quy Bayes cho thấy các cú sốc thắt chặt chính sách tiền tệ từ các nền kinh tế phát triển, đặc biệt là Hoa Kỳ, có tác động lan tỏa rõ rệt đến rủi ro tài chính tại ASEAN-5. Nghiên cứu bổ sung bằng chứng thực nghiệm cho thấy kênh truyền dẫn chủ yếu của cơ chế này không chỉ xuất phát từ chính sách tiền tệ mà còn phụ thuộc đáng kể vào điều kiện tài chính toàn cầu và mức độ hội nhập tài chính của các quốc gia trong khu vực.

Cụ thể, các biến phản ánh áp lực tài chính toàn cầu như GSS và rủi ro thị trường như VIX đóng vai trò khuếch đại đáng kể tác động lan tỏa, làm gia tăng mức độ nhạy cảm của hệ thống tài chính ASEAN trước các cú sốc bên ngoài. Ngược lại, mức độ mở cửa tài khoản vốn (KAOPEN) và dòng vốn quốc tế (CF) cho thấy vai trò hai chiều, vừa làm gia tăng mức độ tiếp xúc với cú sốc toàn cầu, vừa phản ánh sự phụ thuộc của các nền kinh tế vào dòng vốn bên ngoài. Trong khi đó, các kênh truyền dẫn thông qua thị trường nội địa như tỷ giá (ER, FX) và lợi suất trái phiếu (Bond) thể hiện tác động hạn chế hơn, qua đó khẳng định cơ chế lan tỏa chủ yếu vận hành thông qua dòng vốn và kênh tín dụng quốc tế, phù hợp với Bruno & Shin (2015) và Checo & cộng sự (2024).

Từ các phát hiện này, nghiên cứu nhấn mạnh rằng mức độ lan tỏa của chính sách tiền tệ quốc tế trong bối cảnh hậu COVID-19 và chu kỳ thắt chặt tiền tệ toàn cầu gần đây là đáng kể nhưng không đồng nhất, phụ thuộc vào cấu trúc tài chính và mức độ hội nhập của từng quốc gia ASEAN. Điều này làm rõ thêm vai trò của điều kiện tài chính toàn cầu như một yếu tố trung gian quan trọng, đồng thời khẳng định tính dễ tổn thương có điều kiện của các nền kinh tế mới nổi trong hệ thống tài chính toàn cầu.

Về hàm ý chính sách, nghiên cứu gợi ý rằng các quốc gia ASEAN cần tăng cường cơ chế quản lý dòng vốn và giám sát rủi ro tài chính vĩ mô nhằm giảm thiểu tác động lan tỏa từ các cú sốc bên ngoài. Đồng thời, việc củng cố thị trường tài chính nội địa thông qua việc nâng cao thanh khoản, minh bạch và năng lực hấp thụ cú sốc là cần thiết để tăng khả năng chống chịu của hệ thống. Ở cấp độ khu vực, việc tăng cường hợp tác tài chính, chia sẻ thông tin và thiết lập cơ chế cảnh báo sớm có thể giúp hạn chế lan truyền rủi ro xuyên biên giới. Bên cạnh đó, các định chế tài chính và doanh nghiệp cần chủ động đa dạng hóa nguồn vốn, quản trị rủi ro ngoại hối và kiểm soát đòn bẩy tài chính, qua đó nâng cao khả năng thích ứng trong bối cảnh hội nhập tài chính ngày càng sâu rộng.

Tài liệu tham khảo

- Adrian, T., & Liang, N. (2018). Monetary policy, financial conditions, and financial stability. *International Journal of Central Banking*, 14(1), 73–131.
- Alam, M. R., & Forhad, M. A. R. (2025). The asymmetric impact of oil market shocks on the time-varying connectedness and spillover of financial stress. *Applied Economics*, 57(14), 1542–1558.
- Bruno, V., & Shin, H. S. (2015). Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 71, 119–132.
- Checo, A., Grigoli, F., & Sandri, D. (2024). Monetary policy transmission in emerging markets: Proverbial concerns, novel evidence. *IMF Working Paper* 2024/093.
- Chen, J., Mancini-Griffoli, T., & Sahay, R. (2014). Spillovers from United States monetary policy on emerging markets: Different this time? *IMF Working Paper* 14/240.
- Fleming, J. M. (1962). Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates. *IMF Staff Papers*,

- Guru, B. K., & Yadav, I. S. (2023). Stock market integration and volatility spillovers: New evidence from Asia–Pacific and European markets. *The Journal of Risk Finance*, 24(2), 186–211.
- Gygli, S., Haelg, F., Potrafke, N., & Sturm, J. E. (2019). The KOF globalisation index – Revisited. *The Review of International Organizations*, 14, 543–574.
- Iacoviello, M., & Navarro, G. (2019). Foreign effects of higher U.S. interest rates. *Journal of International Money and Finance*, 95, 232–250.
- Illing, M., & Liu, Y. (2006). Measuring financial stress in a developed country: An application to Canada. *Journal of Financial Stability*, 2(3), 243–265.
- Kalemli-Özcan, Ş. (2019). U.S. monetary policy and international risk spillovers. *NBER Working Paper* No. 26297.
- Kesumah, F. S. D., & Azhar, R. (2025). Volatility spillover and risk measurement of Southeast Asian financial markets. *BAR – Brazilian Administration Review*, 22, e240148.
- Kiatmanaroach, T., & Puarattanaarunkorn, O. (2025). Quantitative easing and tightening effects on volatility transmission in ASEAN's emerging financial markets. *Malaysian Journal of Economic Studies*, 62(1), 29–48.
- Lastauskas, P., & Nguyen, A. D. M. (2024). Spillover effects of US monetary policy on emerging markets amidst uncertainty. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 92, 101956.
- Mateus, C., Bagirov, M., & Mateus, I. (2024). Return and volatility connectedness and net directional patterns in spillover transmissions: East and Southeast Asian equity markets. *International Review of Finance*, 24(1), 83–103.
- Miranda-Agrippino, S., & Rey, H. (2020). U.S. monetary policy and the global financial cycle. *The Review of Economic Studies*, 87(6), 2754–2776.
- Mundell, R. A. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29(4), 475–485.
- Rey, H. (2015). Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence. *NBER Working Paper* No. 21162.
- Villamizar-Villegas, M., Arango-Lozano, L., Castelblanco, G., Fajardo-Baquero, N., & Ruiz-Sanchez, M. A. (2024). The effects of monetary policy on capital flows: An emerging market survey. *Emerging Markets Review*, 62, 101167.