
CÚ SỐC TÀI CHÍNH TOÀN CẦU VÀ LAN TRUYỀN RỦI RO TÀI CHÍNH TẠI CÁC THỊ TRƯỜNG MỚI NỔI CHÂU Á: BẰNG CHỨNG TỪ MÔ HÌNH PVAR

Nguyễn Trần Phúc

Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh

Email: phucnt@hub.edu.vn

Mã bài báo: JED-3032

Ngày nhận: 30/03/2026

Ngày nhận bản sửa: 22/05/2026

Ngày duyệt đăng: 15/06/2026

DOI: 10.33301/JED.VI.3032

Tóm tắt

Nghiên cứu sử dụng mô hình PVAR đo lường tác động của các cú sốc tài chính toàn cầu và cơ chế lan truyền rủi ro tài chính tại bảy nền kinh tế mới nổi tại châu Á, cụ thể là Trung Quốc, Ấn Độ, Indonesia, Malaysia, Philippines, Thái Lan và Việt Nam trong giai đoạn 2004Q1-2024Q4. Kết quả cho thấy rủi ro tài chính chủ yếu bắt nguồn từ yếu tố nội tại của từng nền kinh tế và được gia tăng bởi các biến kinh tế vĩ mô như tăng trưởng kinh tế và lạm phát. Trong khi đó, cú sốc từ thị trường tài chính toàn cầu có tác động lan truyền nhưng không chi phối hoàn toàn và bị điều tiết bởi đặc thù kinh tế và thể chế nội địa. Kết quả khẳng định tầm quan trọng của việc củng cố nền tảng kinh tế vĩ mô, nâng cao chất lượng thể chế và phát triển thị trường tài chính nội địa trong kiểm soát rủi ro tài chính. Nghiên cứu đề xuất tăng cường phối hợp chính sách và hợp tác tài chính khu vực nhằm giảm thiểu các tác động tiêu cực của hiệu ứng lan truyền, đồng thời thúc đẩy hội nhập tài chính một cách bền vững.

Từ khóa: Thị trường mới nổi châu Á, lan truyền rủi ro tài chính, cú sốc tài chính, mô hình PVAR.

Mã JEL: G01, G15, F36.

Global financial shocks and financial risk spread in emerging Asian markets: Evidence from the PVAR model

Abstract

This research employs the PVAR model to measure the impact of global financial shocks and the mechanisms of financial risk spread in seven emerging Asian economies of China, India, Indonesia, Malaysia, the Philippines, Thailand, and Vietnam, during the period 2004Q1–2024Q4. The results reveal that financial risk mainly originates from internal factors within each economy and is amplified by macroeconomic variables such as economic growth and inflation. Meanwhile, shocks from the global financial market have a ripple effect but do not completely dominate and are regulated by domestic economic and institutional characteristics. The findings affirm the importance of strengthening the macroeconomic foundation, improving institutional quality, and developing domestic financial markets in controlling financial risk. The study proposes strengthening regional policy coordination and financial cooperation to mitigate the negative impacts of the contagion effect, while promoting sustainable financial integration.

Keywords: Emerging Asian markets, financial risk spillover, financial shock, PVAR model.

JEL Codes: G01, G15, F36.

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh toàn cầu hóa tài chính ngày càng sâu rộng, mức độ liên kết giữa các thị trường tài chính quốc tế đã gia tăng đáng kể, làm gia tăng khả năng lan truyền các cú sốc giữa các quốc gia và các loại tài sản. Sự phát triển của dòng vốn xuyên biên giới, hội nhập tài chính và mở rộng bảng cân đối đối ngoại đã khiến các thị trường tài chính ngày càng phụ thuộc lẫn nhau. Trong môi trường này, các cú sốc phát sinh tại một thị trường hoặc một nền kinh tế có thể nhanh chóng lan sang các thị trường khác thông qua nhiều kênh khác nhau, bao gồm tái cân bằng danh mục đầu tư, thay đổi thanh khoản và điều chỉnh kỳ vọng của nhà đầu tư. Hiện tượng này được gọi là lan truyền rủi ro tài chính, đã trở thành một chủ đề trung tâm trong nghiên cứu tài chính quốc tế.

Các thị trường mới nổi châu Á đã trở thành một trong những khu vực năng động nhất của hệ thống tài chính toàn cầu trong hai thập kỷ qua. Sự mở rộng nhanh chóng của thị trường vốn, cùng với quá trình tự do hóa tài khoản vốn, đã làm gia tăng đáng kể dòng vốn quốc tế vào khu vực này, đồng thời thúc đẩy sự phát triển của thị trường ngoại hối và thị trường trái phiếu chính phủ. Những yếu tố này góp phần làm tăng mức độ liên kết giữa các thị trường tài sản trong khu vực, nhưng đồng thời cũng khiến các nền kinh tế trở nên nhạy cảm hơn trước các cú sốc từ bên ngoài. Các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy mức độ lan truyền rủi ro giữa các thị trường tài chính trong khu vực châu Á là đáng kể, với chỉ số lan tỏa rủi ro giữa các thị trường cổ phiếu đạt khoảng 46-56% trong các giai đoạn biến động mạnh của thị trường toàn cầu (Khan & cộng sự, 2023). Ngoài ra, một số nghiên cứu cũng chỉ ra rằng mức độ kết nối giữa các thị trường cổ phiếu trong khu vực tương đối cao và chịu ảnh hưởng mạnh từ các dòng vốn quốc tế cũng như các cú sốc từ các nền kinh tế lớn (Huang & cộng sự, 2026; Saekow & cộng sự, 2025). Ngoài ra, các cú sốc từ Hoa Kỳ và Trung Quốc có thể lan sang các thị trường tài chính trong khu vực, ảnh hưởng đáng kể đến các biến tài chính như tỷ giá, lợi suất trái phiếu và thị trường chứng khoán (Zhao & Park, 2024).

Tầm quan trọng của lan truyền rủi ro tài chính càng trở nên rõ nét trong bối cảnh các cú sốc toàn cầu gần đây. Các nghiên cứu thực nghiệm tiếp tục cho thấy mức độ lan truyền rủi ro giữa các thị trường tài chính có xu hướng gia tăng trong các giai đoạn bất ổn toàn cầu, phản ánh mức độ hội nhập tài chính ngày càng sâu rộng (Nguyen & cộng sự, 2022; Meng & Chen, 2023). Mặc dù lan truyền rủi ro tài chính đã được ghi nhận rộng rãi trong tài liệu hiện có, một vấn đề quan trọng vẫn chưa được làm rõ là vai trò tương đối của các cú sốc toàn cầu so với các yếu tố nội tại trong việc định hình động thái lan truyền rủi ro. Phần lớn các nghiên cứu trước đây có xu hướng nhấn mạnh vai trò của các cú sốc từ bên ngoài, đặc biệt là các biến đại diện cho rủi ro tài chính toàn cầu như chỉ số VIX hoặc chính sách tiền tệ của Hoa Kỳ. Tuy nhiên, các bằng chứng gần đây cho thấy tác động của các cú sốc này không đồng nhất giữa các nền kinh tế mới nổi và phụ thuộc đáng kể vào điều kiện kinh tế trong nước, cấu trúc thị trường tài chính và khuôn khổ chính sách (Bonga-Bonga & Mpoha, 2024; Lastauskas & Nguyen, 2024; Hu & Yuan, 2025). Điều này hàm ý rằng lan truyền rủi ro tài chính không chỉ chịu tác động từ các yếu tố toàn cầu mà còn bị điều tiết bởi các đặc điểm nội tại của từng nền kinh tế.

Xuất phát từ những khoảng trống trong tài liệu hiện có, nghiên cứu này đóng góp vào học thuật theo ba khía cạnh. Thứ nhất, nghiên cứu áp dụng khung phân tích tích hợp kết hợp giữa các yếu tố tài chính và kinh tế vĩ mô, cho phép đánh giá lan truyền rủi ro trong một hệ thống đa thị trường thay vì xem xét riêng lẻ từng loại tài sản. Thứ hai, nghiên cứu tập trung vào các nền kinh tế mới nổi châu Á, một khu vực có mức độ hội nhập tài chính ngày càng cao nhưng vẫn tồn tại sự khác biệt đáng kể về cấu trúc kinh tế và chính sách, qua đó cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tính không đồng nhất của lan truyền rủi ro. Các thị trường mới nổi châu Á đã trở thành đầu tàu kinh tế toàn cầu, chiếm khoảng 35-40% tăng trưởng GDP toàn cầu trong hai thập kỷ qua. Tuy nhiên, những nền kinh tế này đối mặt với sự mâu thuẫn căn bản: Quá trình hội nhập tài chính ngày càng sâu, các quốc gia như Trung Quốc, Ấn Độ, và các nền kinh tế ASEAN đã mở rộng thị trường vốn, tự do hóa tài khoản vốn và tăng cường kết nối với hệ thống tài chính toàn cầu. Dòng vốn quốc tế vào khu vực đạt kỷ lục trong nhiều năm gần đây. Tuy nhiên, các quốc gia châu Á có nền tảng kinh tế vật chất lớn, chuỗi giá trị khu vực phát triển, lại sở hữu các đặc tính kinh tế độc lập và các chính sách điều hành độc lập. Điều này tạo ra một vấn đề cần nghiên cứu rằng các nền kinh tế này có bị chi phối bởi chu kỳ tài chính toàn cầu như các quốc gia phát triển hoặc các quốc gia nhỏ khác hay vẫn giữ được một mức độ tự chủ nhất định.

Thứ ba, nghiên cứu đóng góp vào tranh luận về vai trò tương đối của các cú sốc toàn cầu và các yếu tố nội tại, qua đó làm rõ liệu lan truyền rủi ro tài chính mang tính toàn cầu hóa hay mang tính điều kiện phụ thuộc vào đặc điểm của từng nền kinh tế.

Phần còn lại của bài viết được cấu trúc như sau. Mục 2 trình bày tổng quan nghiên cứu, khung lý thuyết và phát triển giả thuyết. Mục 3 mô tả dữ liệu và phương pháp nghiên cứu. Mục 4 trình bày và thảo luận kết quả thực nghiệm. Mục 5 kết luận và đề xuất một số hàm ý chính sách.

2. Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

Trong bối cảnh toàn cầu hóa tài chính, sự gia tăng mức độ liên kết giữa các thị trường đã làm nổi bật vai trò của cơ chế lan truyền rủi ro trong hệ thống tài chính quốc tế. Các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm cho thấy các cú sốc tài chính có thể lan tỏa nhanh chóng giữa các quốc gia thông qua các kênh tài chính và kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên, các bằng chứng hiện tại vẫn chưa thống nhất về mức độ và cơ chế tác động của từng nhóm yếu tố, đặc biệt là sự tương tác giữa các cú sốc toàn cầu và các điều kiện nội tại của nền kinh tế.

Theo đó, một số nghiên cứu nhấn mạnh vai trò chi phối của các cú sốc toàn cầu trong việc thúc đẩy lan truyền rủi ro, trong khi các nghiên cứu khác lại cho rằng các yếu tố nội tại như tăng trưởng kinh tế, lạm phát hay cơ chế tỷ giá mới là nhân tố quyết định mức độ lan truyền. Bên cạnh đó, phần lớn các nghiên cứu tập trung vào từng yếu tố riêng lẻ mà chưa xem xét một cách hệ thống cách thức các biến vĩ mô và tài chính cùng tác động đến chỉ số lan truyền rủi ro. Do đó, tồn tại khoảng trống liên quan đến việc xây dựng một khung phân tích tổng hợp, trong đó vừa đánh giá tác động trực tiếp của các cú sốc toàn cầu, vừa xem xét vai trò điều tiết của các yếu tố nội tại ở các nền kinh tế mới nổi châu Á.

Về lý thuyết, lan truyền rủi ro tài chính phản ánh quá trình các cú sốc được truyền dẫn giữa các thị trường thông qua nhiều kênh khác nhau (Diebold & Yilmaz, 2023). Thứ nhất là kênh tài chính trực tiếp: khi các cú sốc toàn cầu xảy ra, các quỹ đầu tư quốc tế tái cân bằng danh mục bằng cách bán tài sản rủi ro tại các thị trường mới nổi, làm giảm giá chứng khoán và tỷ giá. Thứ hai là kênh kinh tế vĩ mô: các cú sốc tài chính tác động đến chi phí vay, đầu tư và tăng trưởng kinh tế, trong khi các biến vĩ mô như lạm phát cũng ảnh hưởng đến mức độ ổn định thị trường tài chính (Mishkin, 1999). Thứ ba là kênh tỷ giá: theo mô hình Mundell–Fleming, tỷ giá và dòng vốn là các kênh truyền dẫn quan trọng giữa các nền kinh tế (Mundell, 1963; Fleming, 1962). Ở cấp độ toàn cầu, lý thuyết chu kỳ tài chính nhấn mạnh vai trò của các cú sốc từ các nền kinh tế lớn trong việc lan truyền qua điều kiện tài chính và dòng vốn quốc tế (Rey, 2015). Tuy nhiên, mức độ lan truyền không đồng nhất mà phụ thuộc đáng kể vào các điều kiện nội tại như tăng trưởng kinh tế, lạm phát và chế độ tỷ giá, những yếu tố này đóng vai trò điều tiết sức mạnh của các cú sốc bên ngoài (Bonga-Bonga & Mpoha, 2024). Trên cơ sở đó, tác giả đề xuất giả thuyết như sau:

Giả thuyết H1: Chỉ số biến động thị trường toàn cầu có tác động cùng chiều đến chỉ số lan truyền rủi ro tài chính.

Chỉ số biến động thị trường toàn cầu đại diện cho mức độ bất ổn tài chính quốc tế, phản ánh cường độ của các cú sốc bên ngoài đối với hệ thống tài chính toàn cầu. Khi chỉ số này gia tăng, mức độ bất định và rủi ro trên thị trường quốc tế tăng lên, kéo theo sự dịch chuyển mạnh của dòng vốn và thay đổi trong tâm lý nhà đầu tư. Theo lý thuyết chu kỳ tài chính toàn cầu, các cú sốc từ các trung tâm tài chính lớn có thể lan rộng sang các thị trường khác thông qua kênh tài chính (Rey, 2015). Các bằng chứng thực nghiệm cũng cho thấy các cú sốc toàn cầu làm gia tăng đáng kể mức độ lan tỏa biến động giữa các thị trường (Samitas & cộng sự, 2022; Vina & Liu, 2023). Do đó, khi mức độ biến động toàn cầu tăng, chỉ số lan truyền rủi ro giữa các thị trường được kỳ vọng tăng theo.

Giả thuyết H2: Tăng trưởng GDP thực có tác động ngược chiều đến chỉ số lan truyền rủi ro tài chính.

Tăng trưởng GDP thực phản ánh mức độ mở rộng và ổn định của nền kinh tế. Một nền kinh tế có tốc độ tăng trưởng cao và ổn định thường có khả năng hấp thụ các cú sốc tốt hơn nhờ nền tảng kinh tế vững chắc và niềm tin của nhà đầu tư được củng cố. Ngược lại, trong điều kiện tăng trưởng thấp hoặc suy giảm, nền kinh tế trở nên dễ bị tổn thương hơn trước các cú sốc bên ngoài, làm gia tăng mức độ lan truyền rủi ro. Điều này phù hợp với lập luận rằng các yếu tố nội tại có thể điều tiết tác động của các cú sốc toàn cầu (Bonga-Bonga & Mpoha, 2024). Vì vậy, tăng trưởng GDP thực được kỳ vọng có tác động ngược chiều đến lan truyền rủi

ro, tức là tăng trưởng cao giúp làm giảm mức độ lan truyền.

Giả thuyết H3: Lạm phát có tác động cùng chiều đến chỉ số lan truyền rủi ro tài chính.

Lạm phát phản ánh mức độ ổn định giá cả và hiệu quả điều hành chính sách tiền tệ. Lạm phát cao thường đi kèm với bất ổn kinh tế vĩ mô, làm suy giảm niềm tin của nhà đầu tư và gia tăng biến động trên thị trường tài chính. Theo kênh truyền dẫn vĩ mô, biến động tài chính có mối quan hệ hai chiều với lạm phát (Mishkin, 1999). Trong môi trường lạm phát cao, các cú sốc tài chính có xu hướng lan truyền mạnh hơn do nền kinh tế kém ổn định và dễ bị tổn thương trước các cú sốc bên ngoài. Do đó, lạm phát được kỳ vọng có tác động cùng chiều đến lan truyền rủi ro.

Giả thuyết H4: Biến động tỷ giá hối đoái có tác động cùng chiều đến chỉ số lan truyền rủi ro tài chính.

Tỷ giá hối đoái phản ánh giá trị đồng nội tệ so với ngoại tệ và đóng vai trò là kênh truyền dẫn quan trọng của các cú sốc bên ngoài theo mô hình Mundell–Fleming (Mundell, 1963; Fleming, 1962). Biến động tỷ giá làm gia tăng mức độ bất định trên thị trường tài chính, ảnh hưởng đến dòng vốn, chi phí trả nợ bằng ngoại tệ và kỳ vọng của nhà đầu tư, từ đó thúc đẩy sự lan truyền rủi ro giữa các thị trường tài chính. Mặc dù sự điều chỉnh của tỷ giá có thể đóng vai trò hấp thụ một phần cú sốc trong ngắn hạn, nhưng khi biến động tỷ giá diễn ra mạnh hoặc kéo dài, tác động khuếch đại bất ổn thường chiếm ưu thế. Do đó, biến động tỷ giá được kỳ vọng làm gia tăng lan truyền rủi ro tài chính.

Giả thuyết H5: Chế độ tỷ giá hối đoái linh hoạt có tác động ngược chiều đến chỉ số lan truyền rủi ro tài chính.

Chế độ tỷ giá phản ánh cách thức điều hành tỷ giá của quốc gia, dao động từ cố định đến thả nổi. Trong chế độ tỷ giá thả nổi, tỷ giá có khả năng điều chỉnh linh hoạt trước các cú sốc bên ngoài, qua đó giúp hấp thụ một phần tác động của các cú sốc. Ngược lại, trong chế độ tỷ giá cố định, áp lực điều chỉnh có thể chuyển sang các biến vĩ mô khác, làm gia tăng mức độ dễ bị tổn thương của hệ thống tài chính (Mundell, 1963; Fleming, 1962). Do đó, chế độ tỷ giá linh hoạt được kỳ vọng làm giảm mức độ lan truyền rủi ro, trong khi chế độ cố định có thể khuếch đại tác động của các cú sốc.

Bằng chứng thực nghiệm cho thấy các cú sốc toàn cầu làm gia tăng đáng kể mức độ lan tỏa rủi ro tài chính (Samitas & cộng sự, 2022; Vina & Liu, 2023; Nguyen & cộng sự, 2022), đặc biệt tại khu vực châu Á, nơi mức độ lan truyền rủi ro ở mức cao và có tính chất bất đối xứng với các nền kinh tế lớn đóng vai trò nguồn phát cú sốc (Hendrati & cộng sự, 2023; Liu & cộng sự, 2026; Zhao & Park, 2024; Ali & cộng sự, 2025). Các yếu tố toàn cầu như chính sách tiền tệ, bất ổn kinh tế và biến động tài chính có ảnh hưởng đáng kể đến mức độ lan truyền rủi ro (Karanasos & cộng sự, 2022; Belcaid & cộng sự, 2024; Bonga-Bonga & Mpoha, 2024; Lastauskas & Nguyen, 2024; Hu & Yuan, 2025), và mức độ này gia tăng trong các giai đoạn khủng hoảng, làm suy giảm hiệu quả đa dạng hóa danh mục đầu tư quốc tế (Khan, 2025; Xavier & cộng sự, 2024; Nemat & cộng sự, 2025). Điều này nhấn mạnh vai trò trung tâm của các cú sốc toàn cầu, đồng thời khẳng định tầm quan trọng của các yếu tố nội tại trong việc điều tiết mức độ lan truyền rủi ro giữa các thị trường tài chính.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình hồi quy PVAR

Mô hình PVAR (Panel Vector Autoregression) gồm $N = 6$ biến nội sinh, quan sát trên $i = 1, \dots, I$ đơn vị chéo (quốc gia) trong khoảng thời gian $t = 1, \dots, T$:

$$Y_{it} = [VIX_{it}, GDP_{it}, INF_{it}, AREAER_{it}, FX_{it}, Spillover_{it}]^T \in \mathbb{R}^6$$

Dạng tổng quát:

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{l=1}^p A_l Y_{i,t-l} + u_i + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

Y_{it} : Vector (6×1) các biến nội sinh tại đơn vị i , thời điểm t

α_i : Vector (6×1) hệ số chặn riêng theo đơn vị (intercept)

A_l : Ma trận hệ số (6×6) tại độ trễ l - mô tả tác động qua lại giữa các biến

p : Độ trễ tối ưu (bậc tự hồi quy), xác định qua AIC/BIC/HQIC

u_i : Vector hiệu ứng cố định theo đơn vị (country fixed effects, 6×1)

ε_{it} : Vector nhiễu trắng (6×1): $E[\varepsilon_{it}] = 0$, $E[\varepsilon_{it}\varepsilon_{it}'] = \Sigma$, $E[\varepsilon_{it}\varepsilon_{js}'] = 0$ ($i \neq j$ hoặc $t \neq s$)

Khai triển ma trận $A_1 = [\beta_{kj,l}]$ ($k, j = 1, \dots, 6$), ta có hệ 6 phương trình đồng thời:

(1) VIX

$$VIX_{it} = \alpha_{1,i} + \sum_{l=1}^p [\beta_{11,l} VIX_{i,t-l} + \beta_{12,l} GDP_{i,t-l} + \beta_{13,l} INF_{i,t-l} + \beta_{14,l} AREAER_{i,t-l} + \beta_{15,l} FX_{i,t-l} + \beta_{16,l} Spillover_{i,t-l}] + \mu_{1,i} + \varepsilon_{1,it}$$

(2) GDP

$$GDP_{it} = \alpha_{2,i} + \sum_{l=1}^p [\beta_{21,l} VIX_{i,t-l} + \beta_{22,l} GDP_{i,t-l} + \beta_{23,l} INF_{i,t-l} + \beta_{24,l} AREAER_{i,t-l} + \beta_{25,l} FX_{i,t-l} + \beta_{26,l} Spillover_{i,t-l}] + \mu_{2,i} + \varepsilon_{2,it}$$

(3) INF

$$INF_{it} = \alpha_{3,i} + \sum_{l=1}^p [\beta_{31,l} VIX_{i,t-l} + \beta_{32,l} GDP_{i,t-l} + \beta_{33,l} INF_{i,t-l} + \beta_{34,l} AREAER_{i,t-l} + \beta_{35,l} FX_{i,t-l} + \beta_{36,l} Spillover_{i,t-l}] + \mu_{3,i} + \varepsilon_{3,it}$$

(4) $AREAER$

$$AREAER_{it} = \alpha_{4,i} + \sum_{l=1}^p [\beta_{41,l} VIX_{i,t-l} + \beta_{42,l} GDP_{i,t-l} + \beta_{43,l} INF_{i,t-l} + \beta_{44,l} AREAER_{i,t-l} + \beta_{45,l} FX_{i,t-l} + \beta_{46,l} Spillover_{i,t-l}] + \mu_{4,i} + \varepsilon_{4,it}$$

(5) FX

$$FX_{it} = \alpha_{5,i} + \sum_{l=1}^p [\beta_{51,l} VIX_{i,t-l} + \beta_{52,l} GDP_{i,t-l} + \beta_{53,l} INF_{i,t-l} + \beta_{54,l} AREAER_{i,t-l} + \beta_{55,l} FX_{i,t-l} + \beta_{56,l} Spillover_{i,t-l}] + \mu_{5,i} + \varepsilon_{5,it}$$

(6) $Spillover$

$$Spillover_{it} = \alpha_{6,i} + \sum_{l=1}^p [\beta_{61,l} VIX_{i,t-l} + \beta_{62,l} GDP_{i,t-l} + \beta_{63,l} INF_{i,t-l} + \beta_{64,l} AREAER_{i,t-l} + \beta_{65,l} FX_{i,t-l} + \beta_{66,l} Spillover_{i,t-l}] + \mu_{6,i} + \varepsilon_{6,it}$$

3.2. Mô tả biến của mô hình

Bảng 1. Mô tả các biến của mô hình

Ký hiệu	Tên biến	Mô tả
GDP	Tăng trưởng GDP thực	Tốc độ tăng trưởng GDP thực hàng năm (%), đại diện hoạt động kinh tế vĩ mô
INF	Lạm phát	Tỷ lệ lạm phát (CPI, %); phản ánh ổn định giá cả trong nền kinh tế
VIX	Cú sốc biến động thị trường toàn cầu	Đo kỳ vọng biến động 30 ngày của S&P 500; proxy rủi ro toàn cầu
AREAER	Chênh lệch tỷ giá hối đoái	Phân loại mức độ linh hoạt tỷ giá
FX	Tỷ giá hối đoái	Tỷ giá đo giá trị tiền tệ so với ngoại tệ
Spillover	Chỉ số lan truyền rủi ro tài chính	Đo mức độ lan truyền biến động giữa các thị trường tài chính

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

Nghiên cứu lựa chọn các biến nhằm phản ánh đồng thời tác động của các cú sốc tài chính toàn cầu và cơ chế lan truyền rủi ro tài chính tại các thị trường mới nổi châu Á. Cụ thể, biến Spillover được sử dụng để đo lường mức độ lan truyền và kết nối rủi ro giữa các thị trường tài chính trong khu vực. Nhóm biến kinh tế vĩ mô trong nước bao gồm GDP (tăng trưởng kinh tế) và INF (lạm phát) được đưa vào để kiểm soát điều kiện nội tại, qua đó phản ánh khả năng chống chịu và hấp thụ các cú sốc từ bên ngoài. Đồng thời, biến VIX được sử dụng như một đại diện cho cú sốc biến động thị trường toàn cầu (Global Volatility Shock), thể hiện mức độ bất ổn và tâm lý rủi ro trên thị trường quốc tế. Bên cạnh đó, FX (tỷ giá hối đoái) và AREAER (chênh lệch tỷ

giá) được xem là các kênh truyền dẫn quan trọng của rủi ro tài chính, khi biến động tỷ giá và mức độ linh hoạt của chính sách tiền tệ có thể khuếch đại hoặc làm suy giảm hiệu ứng lan truyền giữa các nền kinh tế trong bối cảnh hội nhập tài chính ngày càng sâu rộng.

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập theo tần suất quý giai đoạn 2004Q1–2024Q4 đối với 7 nền kinh tế mới nổi tại châu Á, cụ thể là Trung Quốc, Ấn Độ, Indonesia, Malaysia, Philippines, Thái Lan và Việt Nam từ các nguồn đáng tin cậy: GDP, FX, AREAER và INF từ IMF; VIX từ Chicago Board Options Exchange; và chỉ số Spillover được tính toán từ dữ liệu thị trường tài chính (chứng khoán/tỷ giá) dựa trên phương pháp Diebold–Yilmaz.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Các kiểm định của mô hình

Tính dừng của các chuỗi dữ liệu

Bảng 2. Bậc tích hợp của các biến

Biến	Bậc tích hợp	Giá trị t	Giá trị P
GDP	d(0)	-6,239	0,000
FX	d(1)	-8,836	0,000
AREAER	d(1)	-8,815	0,000
INF	d(0)	-4,140	0,000
VIX	d(0)	-5,997	0,000
Spillover	d(0)	-9,629	0,000

Nguồn: Tổng hợp từ các kết quả hồi quy.

Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị cho thấy phần lớn các biến trong mô hình có tính dừng ngay tại bậc gốc. Cụ thể, các biến GDP, VIX, INF và Spillover đều dừng ở sai phân bậc 0 (d(0)). Ngược lại, các biến FX và AREAER không dừng ở bậc gốc, dừng sau khi lấy sai phân bậc 1 (d(1)). Như vậy, các biến trong mô hình dừng ở bậc d(0) và d(1), mô hình nghiên cứu cần được lựa chọn phù hợp với dữ liệu chuỗi có tính dừng khác nhau.

Kiểm định lựa chọn độ trễ tối ưu cho mô hình

Bảng 3. Kiểm định lựa chọn độ trễ tối ưu cho mô hình

Lag	CD	J	pvalue	MBIC	MAIC	MQIC
1	,915	169,866	,136	-510,816	-76,133	-227,782
2	,973	84,172	,154	-369,616	-59,827	-180,927
3	,978	30,937	,707	-195,956	-41,062	-101,612
4	,987	-	-	-	-	-

Nguồn: Tổng hợp từ các kết quả hồi quy.

Kết quả lựa chọn độ trễ cho mô hình PVAR cho thấy ở độ trễ bằng 1 có giá trị MAIC nhỏ nhất (-76,133), đồng thời lag 1 có MBIC thấp nhất. Do đó, nhằm đảm bảo sự cân bằng giữa độ phù hợp của mô hình, tính gọn nhẹ và độ tin cậy của ước lượng, độ trễ tối ưu được lựa chọn là 1.

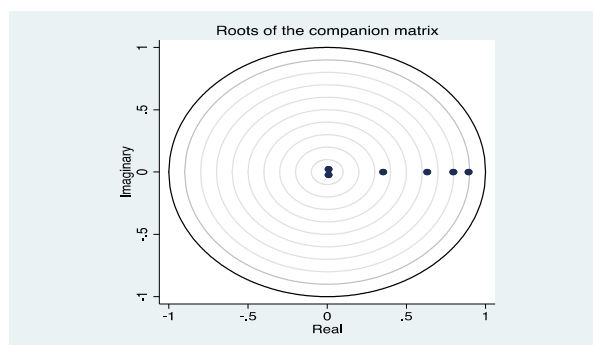
Kiểm định tính ổn định của mô hình

Biểu đồ ma trận nghiệm đơn vị được sử dụng để kiểm định tính ổn định của mô hình PVAR thông qua vị trí các nghiệm so với vòng tròn đơn vị. Kết quả cho thấy tất cả các nghiệm đều nằm bên trong vòng tròn đơn vị. Điều này hàm ý rằng mô hình thỏa mãn điều kiện ổn định và không có nghiệm nào nằm ngoài hoặc trên biên của vòng tròn. Ngoài ra, các nghiệm tập trung khá gần gốc tọa độ và không phân tán ra sát biên, cho thấy hệ thống có xu hướng hội tụ nhanh về trạng thái cân bằng sau các cú sốc. Như vậy, mô hình PVAR được ước lượng là ổn định và phù hợp để thực hiện các phân tích động, như hàm phản ứng xung (IRF) và phân rã phương sai (FEVD).

4.2. Kết quả của mô hình và thảo luận

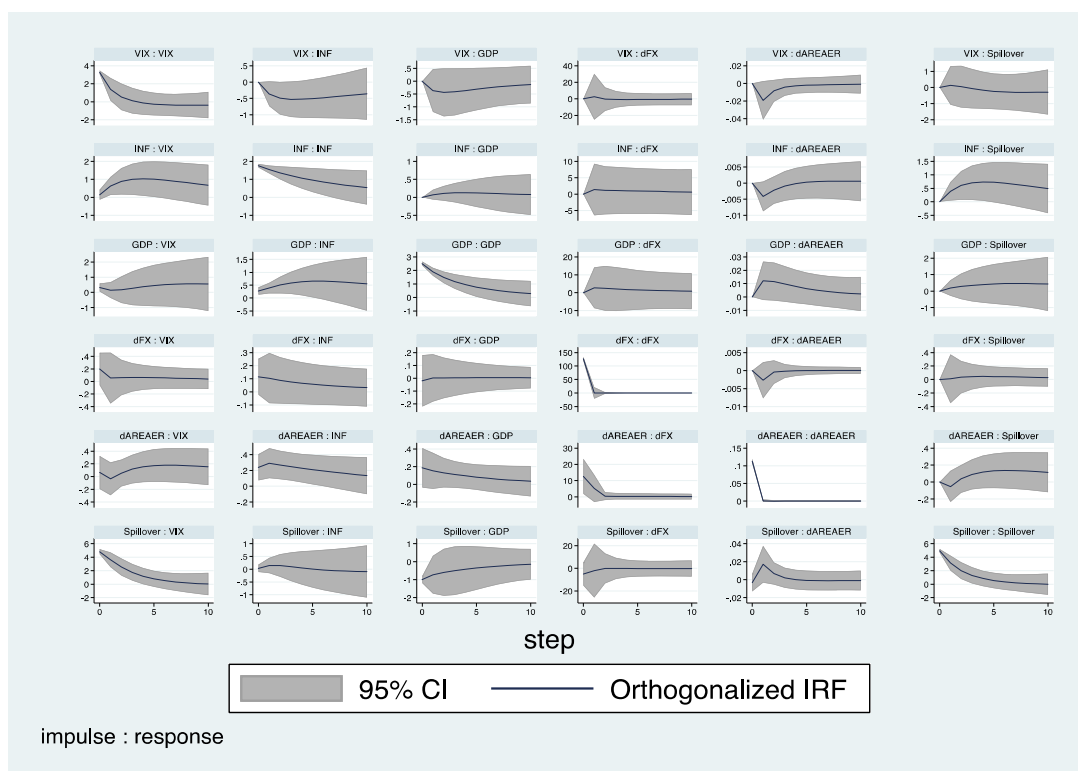
Hàm phản ứng xung

Hình 1. Kiểm định tính ổn định của mô hình



Nguồn: Tổng hợp từ các kết quả hồi quy.

Hình 2. Hàm phản ứng xung



Nguồn: Tổng hợp từ các kết quả hồi quy.

Hình 2 trình bày hàm phản ứng xung (IRF) với khoảng tin cậy 95%, cho thấy tác động của cú sốc tài chính toàn cầu đến lan truyền rủi ro tại các thị trường mới nổi châu Á. Kết quả cho thấy các biến phản ứng nhanh trong 1-3 kỳ đầu với biên độ rõ rệt, phản ánh mức độ liên thông tài chính và sự nhạy cảm trước các cú sốc bên ngoài. Hiệu ứng lan truyền chủ yếu cùng chiều, đạt đỉnh sau khoảng 2-4 kỳ rồi suy giảm dần, hàm ý cơ chế truyền dẫn mạnh nhưng mang tính ngắn hạn.

Mức độ phản ứng khác nhau giữa các biến, cho thấy sự khác biệt về khả năng hấp thụ cú sốc giữa các quốc gia. Tuy nhiên, phần lớn các phản ứng quay về trạng thái cân bằng sau 5-10 kỳ, cho thấy các cú sốc không gây mất ổn định dài hạn. Nhìn chung, kết quả IRF khẳng định sự tồn tại của lan truyền rủi ro từ các cú sốc tài chính toàn cầu, nhưng với mức độ không đồng đều và chủ yếu trong ngắn đến trung hạn.

Tóm lại, các cú sốc tài chính toàn cầu có vai trò kích hoạt lan truyền rủi ro trong ngắn hạn, trong khi các yếu tố kinh tế vĩ mô, đặc biệt là tăng trưởng, có ảnh hưởng kéo dài và bền vững hơn đến động thái rủi ro trong hệ thống.

Phân rã phương sai

Bảng 4. Phân rã phương sai

Phân rã phương sai	Spillover	dAREAER	dFX	GDP	INF	VIX
Spillover						
1	1	0	0	0	0	0
2	0,993	0,000	0,000	0,001	0,004	0,000
3	0,982	0,000	0,000	0,003	0,013	0,000
4	0,968	0,000	0,000	0,006	0,024	0,000
5	0,952	0,000	0,000	0,009	0,036	0,001
6	0,935	0,000	0,000	0,013	0,047	0,002
7	0,919	0,001	0,000	0,018	0,057	0,004
8	0,904	0,001	0,000	0,022	0,065	0,006
9	0,890	0,002	0,000	0,026	0,072	0,007
10	0,879	0,002	0,000	0,030	0,077	0,009

Nguồn: Tổng hợp từ các kết quả hồi quy.

Kết quả phân rã phương sai ở Bảng 4 cho thấy cú sốc nội sinh của biến Spillover chiếm tỷ trọng lớn trong toàn bộ các kỳ phân rã phương sai, duy trì ở mức 87,9% tại kỳ 10. Điều này hàm ý rằng khi một cú sốc xuất hiện, rủi ro có xu hướng tự khuếch đại trong chính hệ thống tài chính nội địa trước khi chịu tác động đáng kể từ bên ngoài. Phát hiện này phù hợp với bối cảnh đặc thù của khu vực, nơi hệ thống tài chính vẫn phụ thuộc nhiều vào ngân hàng, thị trường vốn chưa hoàn thiện và tâm lý nhà đầu tư nhạy cảm với thông tin bất cân xứng. Kết quả này gián tiếp hỗ trợ lập luận trong giả thuyết H1, khi cho thấy dù cú sốc toàn cầu có vai trò kích hoạt, nhưng cơ chế khuếch đại rủi ro lại phụ thuộc đáng kể vào cấu trúc nội tại, phù hợp với nghiên cứu của Bhattacharjee & cộng sự (2025).

Đối với các yếu tố kinh tế vĩ mô, đóng góp của GDP và lạm phát (INF) gia tăng theo thời gian, đặc biệt lạm phát đạt mức 7,7% tại kỳ 10, cho thấy vai trò ngày càng rõ nét của các biến nền tảng trong cơ chế lan truyền rủi ro. Điều này củng cố giả thuyết H2 và H3: tăng trưởng kinh tế có xu hướng làm suy giảm lan truyền rủi ro, trong khi lạm phát cao lại khuếch đại rủi ro tài chính. Trong ngắn hạn, các cú sốc mang tính thị trường chi phối biến động, nhưng trong trung hạn, điều kiện kinh tế vĩ mô trở thành kênh truyền dẫn quan trọng. Thực tế giai đoạn hậu COVID-19 tại nhiều quốc gia châu Á cho thấy lạm phát gia tăng cùng với chính sách tiền tệ thắt chặt đã làm tăng chi phí vốn và suy giảm tăng trưởng, qua đó làm gia tăng tính dễ tổn thương của hệ thống tài chính. Kết quả này tương đồng với Karanasos & cộng sự (2022) cũng như Kurniawan & cộng sự (2024), khi nhấn mạnh vai trò của các yếu tố nền tảng và bất định kinh tế trong việc khuếch đại rủi ro tài chính.

Ngược lại, các biến liên quan đến tỷ giá bao gồm dFX và dAREAER hầu như không đóng góp đáng kể vào biến động của Spillover, cho thấy kênh tỷ giá không phải là cơ chế lan truyền rủi ro chủ đạo trong mô hình. Kết quả này không ủng hộ giả thuyết H4 và H5, khi tác động của biến động tỷ giá và chế độ tỷ giá đến lan truyền rủi ro là hạn chế. Nhiều nền kinh tế châu Á áp dụng cơ chế tỷ giá linh hoạt có quản lý, kết hợp với dự trữ ngoại hối lớn và sự can thiệp chủ động của ngân hàng trung ương, qua đó làm giảm biến động tỷ giá và hạn chế vai trò của kênh này trong truyền dẫn cú sốc. Phát hiện này phù hợp với nghiên cứu của Hendrati & cộng sự (2023), khi cho rằng cơ chế lan truyền tại châu Á gắn nhiều hơn với cấu trúc kinh tế nội địa và chuỗi giá trị khu vực thay vì kênh tài chính thuần túy.

Đối với yếu tố bên ngoài, chỉ số VIX đại diện cho cú sốc tài chính toàn cầu có đóng góp gia tăng theo thời gian nhưng vẫn ở mức tương đối thấp, khoảng 0,9% tại kỳ 10. Điều này cung cấp bằng chứng ủng hộ giả thuyết H1, khi các cú sốc toàn cầu có tác động cùng chiều đến lan truyền rủi ro, nhưng mức độ ảnh hưởng không mang tính chi phối. Nói cách khác, hiệu ứng lan truyền tồn tại nhưng bị điều tiết đáng kể bởi các yếu tố nội tại của từng nền kinh tế. Thực tế cho thấy các cú sốc như chính sách tiền tệ của Mỹ (FED tăng lãi suất), xung đột địa chính trị hay biến động dòng vốn toàn cầu đều có ảnh hưởng đến khu vực, nhưng không hoàn toàn quyết định mức độ rủi ro tài chính. Kết quả này phù hợp với Bonga-Bonga & Mpoha (2024), Lastauskas & Nguyen (2024) và Hu & Yuan (2025) khi nhấn mạnh tính không đồng nhất và phụ thuộc vào đặc điểm từng quốc gia trong quá trình lan truyền cú sốc toàn cầu.

Tổng thể, các kết quả thực nghiệm cho thấy cơ chế lan truyền rủi ro tài chính tại các thị trường mới nổi châu Á mang tính kết hợp giữa yếu tố toàn cầu và nội tại, trong đó yếu tố nội tại đóng vai trò chủ đạo, còn cú sốc toàn cầu đóng vai trò kích hoạt. Điều này hàm ý rằng quá trình hội nhập tài chính của khu vực diễn ra theo hướng có chọn lọc và vẫn duy trì mức độ tự chủ nhất định, thay vì hoàn toàn phụ thuộc vào chu kỳ tài chính toàn cầu.

5. Kết luận

Nghiên cứu này phân tích tác động của các cú sốc tài chính và cơ chế lan truyền rủi ro tại các thị trường mới nổi châu Á trong khuôn khổ mô hình PVAR. Kết quả thực nghiệm cho thấy hiệu ứng lan truyền rủi ro tồn tại rõ ràng, nhưng mang tính điều kiện đáng kể. Cụ thể, biến động của lan truyền rủi ro chủ yếu được giải thích bởi các cú sốc nội sinh, phản ánh vai trò chi phối của các yếu tố nội tại trong hệ thống. Kết quả này cung cấp bằng chứng thực nghiệm ủng hộ giả thuyết nghiên cứu, cho thấy lan truyền rủi ro tài chính là kết quả của sự tương tác giữa các yếu tố toàn cầu và nội tại, trong đó các điều kiện nội tại giữ vai trò quyết định đối với cường độ và động thái lan truyền. Điều này hàm ý rằng các thị trường mới nổi châu Á, dù hội nhập sâu vào hệ thống tài chính toàn cầu, vẫn duy trì mức độ tự chủ nhất định và chịu ảnh hưởng mạnh từ cấu trúc tài chính, thể chế và mức độ phát triển thị trường trong nước.

Từ các kết quả trên, nghiên cứu cho thấy toàn cầu hóa tài chính không chỉ làm gia tăng lan truyền rủi ro, mà còn làm nổi bật vai trò của các yếu tố nội tại trong việc khuếch đại hoặc hấp thụ các cú sốc bên ngoài. Do đó, việc kiểm soát rủi ro tài chính tại các thị trường mới nổi châu Á không thể chỉ dựa vào các biện pháp đối phó với cú sốc toàn cầu, mà cần tập trung vào củng cố nền tảng kinh tế vĩ mô, nâng cao chất lượng thể chế và phát triển thị trường tài chính nội địa. Các quốc gia trong khu vực cần tăng cường phối hợp chính sách và hợp tác tài chính khu vực nhằm giảm thiểu tác động lan truyền tiêu cực, đồng thời tận dụng lợi ích từ hội nhập tài chính toàn cầu một cách bền vững.

Tài liệu tham khảo

- Ali, M.A., Khan, F. & Shah, S. (2025). Volatility spillovers among emerging Asian stock markets along Chinese Belt and Road Initiative: Evidence from Diebold and Yilmaz (2012) spillover index method. *Journal of Social Signs Review*, 3(9), 71-80. <https://socialsignsreview.com/index.php/12/article/view/371>
- Belcaid, K., El Aoufi, S. & Al-Faryan, M.A.S. (2024). Dynamics of contagion risk among world markets in times of crises: A financial network perspective. *Asia-Pacific Financial Markets*, 31(4), 1007-1033.
- Bhattacharjee, A., Bhattacharya, S., Muthoo, A. & Sen, S. (2025). Understanding network interdependence and contagion across East Asian markets: Background, the East Asian financial crisis and institutional responses. *Asian Journal of Economics and Banking*, 9(2), 189-212. <https://doi.org/10.1108/AJEB-05-2025-0053>
- Bonga-Bonga, L. & Mpoha, S. (2024). Spillover effects from China and the United States to key regional emerging markets: A dynamic analysis. *International Review of Financial Analysis*, 91, 103015.
- Diebold, F.X. & Yilmaz, K. (2023). On the past, present, and future of the Diebold–Yilmaz approach to dynamic network connectedness. *Journal of Econometrics*, 234, 115-120. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2023.01.021>
- Fleming, J.M. (1962). Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates. *IMF Staff Papers*, 9(3), 369-380.
- Hendrati, I.M., Heriqbaldi, U., Esquivias, M.A., Setyorani, B. & Jayanti, A.D (2023). Propagation of economic shocks from the United States, China, the European Union, and Japan to selected Asian economies: Does the global value chain matter?. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 13(1), 91-102. <https://doi.org/10.32479/ijeep.13789>
- Hu, M. & Yuan, X. (2025). Dollar shocks and cross-border capital flows: Evidence from 33 emerging economies. *PLOS ONE*, 20(3), e0319570.
- Huang, Z., Ding, X. & Wang, Y. (2026). Risk spillover and network connectedness analysis of green financial and related financial markets: Evidence from China. *Humanities and Social Sciences Communications*, 13, 344.

- Karanasos, M., Yfanti, S. & Hunter, J. (2022). Emerging stock market volatility and economic fundamentals: The importance of US uncertainty spillovers, financial and health crises. *Annals of Operations Research*, 313(2), 1077-1116.
- Khan, M.N. (2025). Assessing the impact of geopolitical crises on global financial markets: Insights from the Novel TVP-VAR Model. *Journal of Economic Integration*, 40(1), 29-52.
- Khan, M., Khan, M., Kayani, U.N., Mughal, K.S. & Mumtaz, R. (2023). Unveiling market connectedness: Dynamic returns spillovers in Asian emerging stock markets. *International Journal of Financial Studies*, 11(3), 112.
- Kurniawan, F., Amanati, H.T., Nugroho, A.H.L. & Pusparini, N.O. (2024). Effects of policy and economic uncertainty on investment activities and corporate financial reporting: A study of developing countries in Asia-Pacific. *Asian Review of Accounting*, 32(3), 373-393.
- 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.
- Liu, Y., Chen, Y.H., McManus, R. & Wu, J. (2026). International financial transmission of shocks in stock, currency and money markets: Evidence from structural VAR analysis. *China Finance Review International*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/CFRI-02-2025-0076>
- Meng, S. & Chen, Y. (2023). Market volatility spillover, network diffusion, and financial systemic risk management: Financial modeling and empirical study. *Mathematics*, 11(6), 1396.
- Mishkin, F.S. (1999). Global financial instability: Framework, events, issues. *Journal of Economic Perspectives*, 13(4), 3-20.
- 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.
- Nemat, M., Rahat, B., Rossi, M. & Salloum, C. (2025). Global trade and finance turmoil: The Ukraine–Russia war’s impact. *The Journal of Risk Finance*, 26(3), 516-529.
- Nguyen, T.N., Phan, T.K.H. & Nguyen, T.L. (2022). Financial contagion during global financial crisis and COVID-19 pandemic: The evidence from DCC-GARCH model. *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 1-20, <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2051824>
- Rey, H. (2015). *Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence* (No. w21162). National Bureau of Economic Research.
- Saekow, S., Chiawkhun, P., Yamaka, W., Nakharutai, N. & Phetpradap, P. (2025). Global market shocks and tail risk spillovers: Evidence from a copula-based contagion framework. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(9), 498. <https://doi.org/10.3390/jrfm18090498>
- Samitas, A., Kampouris, E. & Polyzos, S. (2022). COVID-19 pandemic and spillover effects in stock markets: A financial network approach. *International Review of Financial Analysis*, 80, 102005.
- Vina, A. & Liu, J. (2023). Effects of global shocks on the evolution of an interconnected world. *Ambio*, 52(1), 95-106.
- Zhao, M. & Park, H. (2024). Bidirectional risk spillovers between Chinese and Asian stock markets: A dynamic copula-EVT-CoVaR approach. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(3), 1-18.
- Xavier, V.K., Elias, I.P. & Nazar, S.N. (2024). Pandemic, war and geopolitical risk: The outlook for global economy. In *Economic effects of the pandemic: Implications for the economy, finance and tourism* (pp. 25-61). Singapore: Springer Nature. DOI:10.1007/978-981-97-4367-4_2