

# MỐI QUAN HỆ VỀ BIẾN ĐỘNG GIÁ DẦU THÔ, GIÁ VÀNG QUỐC TẾ, TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI, THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN ĐÔNG NAM Á

TS. Đinh Thị Thu Hà\* - TS. Lê Thị Hồng Minh\*\* - Ths. Hoàng Thị Phương Anh\*\*

**Bài nghiên cứu xem xét mối quan hệ giữa giá dầu thô quốc tế, giá vàng quốc tế, tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán của một số quốc gia khu vực Đông Nam Á. Sử dụng dữ liệu theo tháng từ năm 2010-2023 kết hợp với mô hình tự hồi quy phân phối trễ ARDL (Autoregressive Distributed Lag), kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại mối quan hệ giữa giá dầu, giá vàng thế giới, tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán Việt Nam. Ngoài ra, giá dầu, tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán cũng có mối quan hệ ở các nước mà nhóm tập trung nghiên cứu. Bài viết sẽ làm rõ hơn về vấn đề này.**

• Từ khóa: giá dầu thô quốc tế, giá vàng quốc tế, tỷ giá hối đoái, thị trường chứng khoán, ARDL.

The study examines the relationship between international crude oil prices, international gold prices, bonus exchange rates and stock markets of some Southeast Asian countries. Using monthly data from 2010-2023 combined with the ARDL (Autoregressive Distributed Lag) model, the research results show that there is a relationship between oil prices, world gold prices, bonus exchange rates and the Vietnamese stock market. In addition, oil prices, absorption rates and stock markets also have a relationship in the countries that the research team focuses on. The article will clarify this issue further.

• Key words: international crude oil prices, international gold prices, exchange rates, stock market returns, ARDL.

Ngày gửi bài: 18/12/2024

Ngày gửi phản biện: 20/12/2024

Ngày nhận kết quả và sửa phần biên: 20/02/2025

Ngày chấp nhận đăng: 21/3/2025

DOI: <https://doi.org/10.71374/jfar.v25.i291.22>

## 1. Giới thiệu

Với nền kinh tế công nghiệp hóa hiện nay, dầu thô là yếu tố đầu vào quan trọng trong hầu hết các ngành công nghiệp, đặc biệt là sản xuất và năng lượng. Giá dầu biến động lớn tạo ra sự không chắc chắn trên thị trường tài chính, có thể dẫn đến sụt giảm giá chứng khoán. Trong khi đó, vàng là hàng hóa đặc biệt, luôn hấp dẫn xã hội qua các thời đại. Mặc dù không phải là phương thức tiền tệ chính thức, vàng có tính thanh khoản cao và phản ứng giá như tỷ giá. Vàng là công cụ đầu tư an toàn khi giá cổ phiếu sụt giảm, giúp đa dạng hóa và ổn định danh mục đầu tư. Mức độ và xu hướng tác động của giá vàng lên nền kinh tế và thị trường chứng khoán khác nhau tùy thị trường.

Tương tự giá vàng và giá dầu, tỷ giá hối đoái có ảnh hưởng mạnh đến sản xuất, cán cân thương mại và tăng trưởng kinh tế. Tỷ giá hối đoái biến động tác động mạnh đến doanh thu doanh nghiệp xuất nhập khẩu. Nếu nội tệ mất giá (tỷ giá tăng), giá hàng xuất khẩu rẻ hơn, tăng sức cạnh tranh quốc tế, giúp doanh thu xuất khẩu tăng, làm giá cổ phiếu tăng. Tuy nhiên, doanh nghiệp gặp khó khăn với nợ bằng USD, giá hàng nhập khẩu tăng, điều chỉnh giảm giá cổ phiếu.

Nghiên cứu về mối quan hệ giữa thị trường hàng hóa (dầu và vàng), tỷ giá hối đoái và giá chứng khoán là cần thiết. Để làm rõ quan hệ này, nghiên cứu xem xét “Mối quan hệ biến động giá dầu thô, giá vàng quốc tế, tỷ giá hối đoái, thị trường chứng khoán Đông Nam Á.”

Nghiên cứu có kết cấu 5 phần: phần 1 giới thiệu; phần 2 tổng quan các nghiên cứu liên quan; phần 3 mô tả dữ liệu và phương pháp nghiên cứu; phần 4 trình bày kết quả nghiên cứu; phần 5 kết luận.

## 2. Tổng quan nghiên cứu ngoài nước và trong nước

### 2.1. Tổng quan tình hình nghiên cứu ngoài nước

#### Giá dầu và tỷ giá hối đoái

S.Chen và C.Chen (2007) khẳng định mối quan hệ dài hạn giữa giá dầu và tỷ giá hối đoái thực, cho thấy giá dầu là một công cụ mạnh mẽ để dự báo tỷ giá hối đoái thực. Al-mulali và Che Sab (2012) tập trung vào tác động của cú sốc giá dầu đối với tỷ giá hối đoái thực tại 12 quốc gia xuất khẩu dầu. Mensah và ctg. (2017) chứng minh sự tồn tại của mối quan hệ cân bằng dài hạn giữa tỷ giá hối đoái và giá dầu đối với các nền kinh tế phụ thuộc vào dầu mỏ, đặc biệt là sau khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008-2009, khi mối quan hệ này trở nên rõ ràng hơn và biến động tỷ giá hối đoái cùng với mối quan hệ giữa giá dầu và tỷ giá hối đoái tăng lên một cách đáng kể.

\* Trường Đại học Thái Bình Dương; email: Hh1.dtt@tbd.edu.vn

\*\* Đại học Kinh tế TP. HCM; email: minhhtcdn@ueh.edu.vn - anhtcdn@ueh.edu.vn

*Giá dầu thô và giá vàng*

Nhiều nghiên cứu cũng chỉ ra một mối quan hệ giữa giá vàng và giá dầu thô. Tuy nhiên, không có sự đồng nhất giữa các nghiên cứu, mà phụ thuộc vào thị trường thực nghiệm. Soytaş và ctg. (2009) cho thấy không có mối quan hệ nhân quả tồn tại giữa giá vàng và dầu trong ngắn hạn cũng như dài hạn. Trong khi đó, Naraya và ctg. (2010) đã tìm hiểu mối quan hệ lâu dài giữa giá dầu giao ngay, giao sau với giá vàng. Zhang và Wei (2010) cho thấy có xu hướng nhất quán và tương quan dương giữa giá dầu và giá vàng, giá dầu tác động đáng kể đến giá vàng nhưng không theo chiều ngược lại.

*Giá vàng và tỷ giá hối đoái*

Forrest Capie và ctg. (2005) phân tích mối quan hệ giữa giá vàng, tỷ giá bảng Anh và tỷ giá yên Nhật so với đô la Mỹ giai đoạn 1971 - 2004, kết quả cho thấy mối quan hệ tiêu cực giữa giá vàng và hai tỷ giá hối đoái này. Joscha Beckmanna và ctg. (2015) sử dụng mô hình GARCH và dữ liệu từ năm 1979 đến năm 2013 để khẳng định mối liên hệ giữa giá vàng và các tỷ giá hối đoái, kết quả cho thấy tỷ giá hối đoái có tác động tiêu cực đến giá vàng ở độ trễ 1, nhưng tác động tích cực ở độ trễ 2, và giá vàng thường tăng khi đồng đô la Mỹ mất giá.

*Giá dầu và thị trường chứng khoán*

Basher và Perry Sadorsky (2006) nghiên cứu trên 21 thị trường mới nổi cũng chỉ ra rằng rủi ro giá dầu ảnh hưởng đến lợi nhuận cổ phiếu, nhưng mức độ tác động phụ thuộc vào tần suất dữ liệu. Wei và Guo (2017) nghiên cứu tại Trung Quốc thấy rằng tác động của cú sốc giá dầu lên thị trường chứng khoán không ổn định qua các giai đoạn, có thể tích cực hoặc tiêu cực tùy thuộc vào thời kỳ, họ cũng chỉ ra rằng chính sách tiền tệ ít ảnh hưởng đến mối liên hệ này và đầu cơ là nguyên nhân chính gây ra biến động giá dầu gần đây.

*Tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán*

Pan và ctg. (2007) tìm thấy mối quan hệ nhân quả đáng kể từ tỷ giá hối đoái đến giá cổ phiếu ở nhiều quốc gia trong khu vực Châu Á. Các tác giả kết luận rằng tồn tại mối quan hệ khác nhau giữa các nền kinh tế là do chính sách tỷ giá hối đoái, quy mô thương mại, mức độ kiểm soát dòng vốn và quy mô thị trường chứng khoán.

*Giá vàng, giá dầu và tỷ giá hối đoái*

Hsiao-Fen và ctg. (2013) tìm hiểu mối tương quan của giá dầu, giá vàng và tỷ giá NTD/USD với bằng chứng thực nghiệm ở Đài Loan trong giai đoạn 03/09/2007 đến 28/12/2011. Kết quả chỉ ra rằng giá dầu, giá vàng và tỷ giá hối đoái độc lập với nhau và không có mối quan hệ dài hạn giữa chúng, điều này hàm ý các nhà hoạch định chính sách nên xem xét tách rời các chính sách năng lượng và tài chính.

*Giá dầu, tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán*

Aloui và Aïssa (2016) nghiên cứu từ năm 2000 đến 2013, kết luận rằng mối quan hệ giữa các yếu tố không ổn định theo thời gian, đặc biệt sau cuộc

khủng hoảng tài chính lớn năm 2007-2009. Sự tăng giá dầu thường đi kèm với sự mất giá của tỷ giá hối đoái và tăng giá cổ phiếu. Nancy và ctg. (2018) phân tích ảnh hưởng giữa giá dầu, tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán ở Mexico từ năm 1992 đến 2017. Kết quả chỉ ra rằng tỷ giá hối đoái ảnh hưởng tiêu cực đến thị trường chứng khoán, trong khi giá dầu tăng thì tỷ giá hối đoái cũng tăng.

*Giá dầu, giá vàng và thị trường chứng khoán*

Turgut và Faisal (2018) đã nghiên cứu mối quan hệ dài hạn và ngắn hạn giữa giá cổ phiếu, giá vàng và giá dầu thô bằng cách áp dụng dữ liệu hàng tháng từ Thổ Nhĩ Kỳ trong giai đoạn 1/1986 đến 11/2016. Kết quả chỉ ra trong ngắn hạn và dài hạn đều xác nhận mối quan hệ tiêu cực giữa giá vàng và giá cổ phiếu, giá dầu thô tác động cùng chiều lên giá cổ phiếu. Cuối cùng, kết quả kiểm định Granger xác nhận tồn tại mối quan hệ nhân quả giữa giá vàng với giá cổ phiếu nhưng giữa giá dầu và giá cổ phiếu thì không.

*Giá dầu, giá vàng, tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán*

Shelly và ctg. (2019) xem xét tác động qua lại lẫn nhau giữa giá dầu, giá vàng, tỷ giá hối đoái và chỉ số giá chứng khoán ở Mexico trong giai đoạn 1/2006 đến 4/2018, kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại mối quan hệ dài hạn giữa giá dầu thế giới, giá vàng thế giới, tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán trong trường hợp tỷ giá hối đoái, chỉ số giá chứng khoán là biến phụ thuộc.

**2.2. Tổng quan tình hình nghiên cứu trong nước**

Nguyễn Minh Kiều và Nguyễn Văn Điệp (2013) đã nghiên cứu mối quan hệ giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô và biến động thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 1/2004 đến 12/2011. Kết quả cho thấy trong dài hạn, chỉ số giá chứng khoán VNIndex, cung tiền M2 và giá vàng trong nước có mối quan hệ tích cực, trong khi giữa chỉ số giá chứng khoán VNIndex với lạm phát có mối quan hệ tiêu cực. Tuy nhiên, giữa tỷ giá hối đoái và chỉ số giá chứng khoán không tồn tại mối liên hệ nào. Trong ngắn hạn, chỉ số giá chứng khoán hiện tại có mối quan hệ cùng chiều với chỉ số giá chứng khoán tháng trước và quan hệ ngược chiều với tỷ giá hối đoái.

Nguyễn Thu Thủy (2018) nghiên cứu trong giai đoạn 5/2013 - 4/2018 đã chỉ ra giá vàng thế giới trong ngắn hạn không có tác động đến chỉ số thị trường chứng khoán Việt Nam, giá dầu thế giới một ngày hôm trước đóng góp tác động cùng chiều đến chỉ số của thị trường chứng khoán nhưng tỷ giá hối đoái thì có tác động âm. Trong dài hạn, giữa chỉ số thị trường chứng khoán với cả ba biến là tỷ giá hối đoái, giá vàng thế giới và giá dầu thế giới có mối quan hệ dài hạn với nhau.

**3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu****3.1. Dữ liệu**

Nghiên cứu sử dụng mẫu dữ liệu thu thập theo tháng của giá dầu, giá vàng, tỷ giá hối đoái và thị trường

chứng khoán trong giai đoạn 2010- 2023 từ 5 quốc gia ở khu vực Đông Nam Á: Việt Nam, Thái Lan, Indonesia, Malaysia, Philippines.

Dữ liệu 4 biến kinh tế lựa chọn nghiên cứu bao gồm:

(1) Giá dầu thô thế giới (OIL) là giá dầu thô WTI, tính bởi USD/thùng

(2) Giá vàng quốc tế (GOLD) là giá vàng quốc tế

(3) Tỷ giá hối đoái (EXR) là tỷ giá hối đoái tính theo tiền tệ địa phương, được định nghĩa là bao nhiêu nội tệ trên một đô la Mỹ (nội tệ/USD)

(4) Chỉ số giá chứng khoán (STOCK) là chỉ số chứng khoán tổng hợp, được tính trung bình tháng

### 3.2. Phương pháp nghiên cứu

Bài nghiên cứu dựa trên mô hình nghiên cứu của Shelly và ctg. (2019), áp dụng mô hình tự hồi quy phân phối trễ ARDL (AutoRegressive Distributed Lag) phát triển bởi Pesaran và Shin (1999). Bằng cách sử dụng phương pháp kiểm định đồng liên kết Bound ARDL, bài nghiên cứu làm rõ quan hệ giữa biến động giá dầu thô, giá vàng quốc tế, tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán.

Để làm rõ mối quan hệ giữa các biến nghiên cứu, mô hình ARDL(p,q) được xây dựng với p độ trễ và q=4 chuỗi thời gian bao gồm OIL, GOLD, EXR, STOCK. Các biến trên lần lượt là biến phụ thuộc và được ước lượng theo 4 phương trình hồi quy minh họa cho mô hình như sau:

$$\begin{aligned} \Delta OIL_t &= \alpha_0 + \alpha_1 OIL_{t-1} + \alpha_2 GOLD_{t-1} + \alpha_3 EXR_{t-1} + \alpha_4 STOCK_{t-1} + \sum_{i=1}^n \alpha_5 \Delta OIL_{t-i} \\ &+ \sum_{i=1}^n \alpha_6 \Delta GOLD_{t-i} + \sum_{i=1}^n \alpha_7 \Delta EXR_{t-i} + \sum_{i=1}^n \alpha_8 \Delta STOCK_{t-i} + e_{1t} \\ \Delta GOLD_t &= \beta_0 + \beta_1 GOLD_{t-1} + \beta_2 OIL_{t-1} + \beta_3 EXR_{t-1} + \beta_4 STOCK_{t-1} + \sum_{i=1}^n \beta_5 \Delta GOLD_{t-i} \\ &+ \sum_{i=1}^n \beta_6 \Delta OIL_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_7 \Delta EXR_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_8 \Delta STOCK_{t-i} + e_{2t} \\ \Delta EXR_t &= \xi_0 + \xi_1 EXR_{t-1} + \xi_2 OIL_{t-1} + \xi_3 GOLD_{t-1} + \xi_4 STOCK_{t-1} + \sum_{i=1}^n \xi_5 \Delta EXR_{t-i} \\ &+ \sum_{i=1}^n \xi_6 \Delta OIL_{t-i} + \sum_{i=1}^n \xi_7 \Delta GOLD_{t-i} + \sum_{i=1}^n \xi_8 \Delta STOCK_{t-i} + e_{3t} \\ \Delta STOCK_t &= \mu_0 + \mu_1 STOCK_{t-1} + \mu_2 OIL_{t-1} + \mu_3 GOLD_{t-1} + \mu_4 EXR_{t-1} + \sum_{i=1}^n \mu_5 \Delta STOCK_{t-i} \\ &+ \sum_{i=1}^n \mu_6 \Delta OIL_{t-i} + \sum_{i=1}^n \mu_7 \Delta GOLD_{t-i} + \sum_{i=1}^n \mu_8 \Delta EXR_{t-i} + e_{4t} \end{aligned}$$

Trong đó:

OIL là giá dầu thô WTI trung bình tháng

GOLD là giá vàng quốc tế, trung bình tháng

EXR là tỷ giá hối đoái tính theo tiền tệ địa phương trên một đô la Mỹ, trung bình tháng

STOCK là chỉ số giá chứng khoán tổng hợp, trung bình tháng

$\alpha_0, \beta_0, \xi_0, \mu_0$  là các hằng số của 4 phương trình hồi quy  
 $\alpha_5, \alpha_6, \alpha_7, \alpha_8, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8, \xi_5, \xi_6, \xi_7, \xi_8, \mu_5, \mu_6, \mu_7, \mu_8$  là ma trận hệ số góc

$e_{1t}, e_{2t}, e_{3t}, e_{4t}$  là các dãy nhiễu trắng chỉ sai số ngẫu nhiên  
 $t = 1, 2, 3, \dots, t$  là các giai đoạn nghiên cứu

## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1. Biến phụ thuộc là giá dầu

Kết quả ước lượng cho thấy giá vàng tác động tích cực lên giá dầu ở thị trường Việt Nam, tuy nhiên mức độ

tác động không lớn, kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Zhang và Wei (2010). Tuy nhiên ở các nước còn lại là Thái Lan, Malaysia, Indonesia, Philippines, giá vàng hầu như không tác động lên giá dầu hay nói cách khác giá vàng và giá dầu độc lập với nhau. Nghiên cứu của Soyta và ctg. (2009) cũng cho thấy không có mối quan hệ nhân quả tồn tại giữa giá dầu và giá vàng trong ngắn hạn cũng như dài hạn.

**Bảng 1. Kết quả ước lượng với biến phụ thuộc là OIL**

	Biến	Hệ số	Độ lệch chuẩn	Thống kê t	Xác suất
Việt Nam	GOLD	0,093134	0,018297	5,090078	0,0000
	EXRVIET	-0,011075	0,002116	-5,233159	0,0000
	STOCKVIET	0,042535	0,019706	2,158467	0,0325
	C	159,981307	24,96456	6,408337	0,0000
Thái Lan	Biến	Hệ số	Độ lệch chuẩn	Thống kê t	Xác suất
	GOLD	-0,027735	0,021493	-1,290409	0,1989
	EXRTHAI	-10,586737	2,706262	-3,911941	0,0001
	STOCKTHAI	-0,019987	0,010621	-1,881874	0,0618
C	479,269677	106,866751	4,484741	0,0000	
Malaysia	Biến	Hệ số	Độ lệch chuẩn	Thống kê t	Xác suất
	GOLD	-0,001575	0,012771	-0,12329	0,9020
	EXRMAL	-41,6912	6,789306	-6,14072	0,0000
	STOCKMAL	0,015022	0,013432	1,118381	0,2652
C	201,08224	26,028412	7,72549	0,0000	
Indonesia	Biến	Hệ số	Độ lệch chuẩn	Thống kê t	Xác suất
	GOLD	-0,004118	0,019241	-0,214003	0,8308
	EXRIN	-0,013601	0,003547	-3,83446	0,0002
	STOCKIN	0,011136	0,005863	1,89934	0,0594
C	185,323605	37,187027	4,983555	0,0000	
Philippines	Biến	Hệ số	Độ lệch chuẩn	Thống kê t	Xác suất
	GOLD	0,018752	0,017185	1,091198	0,2769
	EXRPHI	-2,98769	1,266548	-2,358923	0,0196
	STOCKPHI	-0,003872	0,002286	-1,694269	0,0923
C	210,325905	66,08347	3,182731	0,0018	

Nguồn: Theo tính toán của tác giả trên Eviews 9.0

Tỷ giá hối đoái đều có tác động âm lên giá dầu ở cả 5 quốc gia, tuy nhiên mức độ tác động ở mỗi nước có sự khác biệt. Giá dầu trong bài được định danh bằng đô la Mỹ, một cú sốc giá dầu tăng sẽ làm đồng nội tệ mất giá so với USD. Nghiên cứu của Mensah và ctg. (2017) cũng đưa ra kết quả tương tự rằng giá dầu và giá vàng có mối quan hệ dài hạn và biến động được chiều và mối quan hệ này mạnh mẽ hơn trong giai đoạn khủng hoảng.

Trong khi đó, chiều hướng tác động của thị trường chứng khoán lên giá dầu có sự khác nhau giữa các nhóm nước. Giá chứng khoán biến động cùng chiều với giá dầu ở thị trường Việt Nam và Indonesia. Kết quả này đồng nhất với bằng chứng phát hiện rằng giá dầu tăng do giá cổ phiếu tăng trong nghiên cứu của Aloui và Aïssa năm 2016. Với thị trường Thái Lan và Phillipies giá chứng khoán lại tác động âm lên giá dầu, riêng với Malaysia, giá chứng khoán không ảnh hưởng đến giá dầu. Điều này cho thấy rằng mối tương quan giữa thị trường chứng khoán và giá dầu có thể bị phá vỡ bởi tình hình chính trị - xã hội của từng quốc gia hay các sự kiện kinh tế trong khu vực.

### 4.2. Biến phụ thuộc là tỷ giá hối đoái

Với tỷ giá hối đoái là biến phụ thuộc cho thấy mối quan hệ giữa giá dầu, giá vàng, tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán ở Việt Nam, Malaysia, Indonesia. Ở cả 3 quốc gia, giá dầu đều tác động âm lên tỷ giá hối

đoái, tức là đồng nội tệ sẽ tăng giá so với USD khi giá dầu tăng. Al-mulali và Che Sab (2012) tìm thấy kết quả tương tự trong nghiên cứu của mình xem xét mối liên hệ của giá dầu và tỷ giá hối đoái thực cho các nước xuất khẩu dầu. Việc tăng giá dầu có khả năng thúc đẩy doanh thu của các nước xuất khẩu dầu và kết quả là kích hoạt sự tăng giá tiền tệ. Một nghiên cứu khác gần đây của Shelly Singhala và ctg. (2019) đã chứng minh tác động ngược chiều của giá dầu lên tỷ giá hối đoái ở thị trường Mexico.

**Bảng 2. Kết quả ước lượng với biến phụ thuộc là EXR**

	Biến	Hệ số	Độ lệch chuẩn	Thống kê t	Xác suất
Việt Nam	OIL	-78,759088	33,049001	-2,3831	0,0185
	GOLD	5,420585	2,431468	2,229347	0,0273
	STOCKVIET	-1,773567	4,462334	-0,397453	0,6916
	C	23393,2031	7680,938666	3,045618	0,0028
Malaysia	Biến	Hệ số	Độ lệch chuẩn	Thống kê t	Xác suất
	OIL	-0,019477	0,002664	-7,310024	0,0000
	GOLD	-0,000144	0,000241	-0,599337	0,5499
	STOCKMAL	0,000307	0,000252	1,22073	0,2242
Indonesia	Biến	Hệ số	Độ lệch chuẩn	Thống kê t	Xác suất
	OIL	-3,878651	14,703602	-0,263789	0,7923
	GOLD	-3,407077	1,041488	-3,271356	0,0013
	STOCKIN	1,536952	0,216231	7,107924	0,0000
	C	1.0397,023	1.091,786987	9,522941	0,0000

Nguồn: Theo tính toán của tác giả trên Eviews 9.0

Cùng giá dầu, giá vàng tác động tiêu cực lên tiền tệ Indonesia. Tại Việt Nam, giá vàng tác động cùng chiều lên tỷ giá hối đoái, kết quả này ủng hộ nghiên cứu của Joscha Beckmanna và ctg. (2015) khi cho rằng giá vàng bằng đồng đô la Mỹ có xu hướng tăng sau khi đồng đô la mất giá. Tuy nhiên, trái ngược với các nghiên cứu trước đó (Sjaastad, 2008; Jain và Ghosh, 2013; Jain và Biswal, 2016), giá vàng được cho là không tác động đáng kể đến tỷ giá hối đoái. Điều này cũng tương tự ở Malaysia, kết quả ước lượng cho thấy rằng không có mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái và giá vàng. Do đó, mặc dù vàng đã đóng vai trò như một hàng rào chống lại sự biến động của tỷ giá nhưng nó phụ thuộc nhiều vào tình hình và các sự kiện chính trị mà không thể dự đoán chính xác.

**4.3. Biến phụ thuộc là chỉ số giá chứng khoán**

Kết quả ước lượng mối quan hệ giữa các biến giá dầu, giá vàng, tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán được thể hiện ở bảng 4.3. Kết quả cho thấy mối quan hệ giữa giá vàng, tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán ở Việt Nam, trong đó giá vàng tác động tiêu cực lên giá chứng khoán. Việc giá tăng đầu tư vàng để giảm thiểu rủi ro, đa dạng hóa danh mục đầu tư và thói quen tiết kiệm vàng của người Việt làm giá vàng tăng cao dẫn đến giá chứng khoán có xu hướng giảm. Tỷ giá VND/USD lại biến động cùng chiều với giá chứng khoán. Khi đồng nội tệ mất giá, hoạt động xuất khẩu có lợi hơn do hàng hóa có tính cạnh tranh cao và mang lại nhiều lợi nhuận dẫn đến giá chứng khoán tăng. Nghiên cứu của Basher và ctg. (2012) đã chứng minh tác động ngược chiều của tỷ giá hối đoái lên giá chứng khoán ở những

thị trường mới nổi. Khác với Việt Nam, giá vàng có mối quan hệ với giá chứng khoán nhưng theo chiều dương ở thị trường Thái Lan và Indonesia.

**Bảng 3: Kết quả ước lượng với biến phụ thuộc là STOCK**

	Biến	Hệ số	Độ lệch chuẩn	Thống kê t	Xác suất
Việt Nam	OIL	-2,340439	3,195362	-0,732449	0,4650
	GOLD	-0,649373	0,304927	-2,129605	0,0348
	EXRVIET	0,072620	0,036980	1,963774	0,0514
	C	174,10104	640,666326	0,271750	0,7862
Thái Lan	Biến	Hệ số	Độ lệch chuẩn	Thống kê t	Xác suất
	OIL	-5,989357	9,168417	-0,653260	0,5146
	GOLD	3,012128	1,486556	2,026246	0,0445
	EXRTHAI	78,493495	153,127435	0,512602	0,6090
Indonesia	Biến	Hệ số	Độ lệch chuẩn	Thống kê t	Xác suất
	OIL	-11,72298	28,130552	-0,416735	0,6775
	GOLD	3,740197	1,529675	2,445092	0,0157
	EXRIN	0,358017	0,296179	1,208787	0,2287
	C	-2.324,8734	4.718,567152	-0,492707	0,6230

Nguồn: Theo tính toán của tác giả trên Eviews 9.0

**5. Kết luận**

Bài viết tập trung vào mối quan hệ giữa giá dầu thô, giá vàng, tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán ở năm quốc gia Đông Nam Á từ năm 2010-2023. Kết quả phân tích ARDL cho thấy sự tương tác giữa các biến này. Ở Việt Nam, giá vàng tác động tích cực lên giá dầu thô, trong khi tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán cũng gây biến động lên giá dầu, nhưng không đáng kể. Ở Thái Lan, tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán ảnh hưởng tiêu cực đến giá dầu, trong khi giá vàng ảnh hưởng tích cực lên thị trường chứng khoán. Tương tự, ở Malaysia, tỷ giá hối đoái ảnh hưởng tiêu cực đến giá dầu, và thị trường chứng khoán ảnh hưởng tích cực lên tỷ giá hối đoái. Ở Indonesia và Philippines, giá vàng độc lập với giá dầu, nhưng tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán tác động lẫn nhau. Cuối cùng, có thể kết luận rằng giá dầu thô và giá vàng là những yếu tố quan trọng đối với nền kinh tế Đông Nam Á. Nó đóng một vai trò quan trọng trong việc tạo áp lực lên tỷ giá hối đoái và chỉ số thị trường chứng khoán. Trong số các biến, dầu thô là biến nhạy cảm nhất, cụ thể là đối với thị trường Việt Nam.

**Tài liệu tham khảo:**

Aloui, R., Aïssa, M.S.B., 2016. Relationship between oil, stock prices and exchange rates: a vine copula based GARCH method. *North Am. J. Econ. Finance* 37, 458-471. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2016.05.002>

Al-mulali, U., Che Sab, C.N.B., 2012. Oil prices and the real exchange rate in oil-exporting countries. *OPEC Energy Rev* 36 (4), 375-382.

Joscha Beckmanna, Robert Czudaj, Keith Pilbeam, 2015. Causality and volatility patterns between gold prices and exchange rates. *North American Journal of Economics and Finance* 34, 292-300. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2015.09.015>

Mensah, L., Ohi, P., Bokpin, G., 2017. Cointegration test of oil price and us dollar exchange rates for some oil dependent economies. *Res. Int. Bus. Finance* 42, 304-311. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.141>

Nancy Areli Bermudez Delgado, Estefania Bermudez Delgado, Eduardo Saucedo. The relationship between oil prices, the stock market and the exchange rate: Evidence from Mexico. *North Am. J. Econ. Finance* 45, 266-275. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.03.006>

Nguyễn Minh Kiều, Nguyễn Văn Diệp, 2013. Quan hệ giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô và biến động thị trường chứng khoán: bằng chứng nghiên cứu từ thị trường Việt Nam. *Tạp chí Phát triển Khoa học và Công nghệ*, T. 16, S. 3Q.

Nguyễn Thu Thủy, 2018. Phân tích tác động của tỷ giá hối đoái, giá vàng thế giới và giá dầu thế giới đến chỉ số thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, Số 256 (II), tr. 40-49.

Pan, M.-S., Fok, C.-W., Liu, Y.A., 2007. Dynamic linkages between exchange rates and stock prices: evidence from East Asian markets. *Int. Rev. Econ. Finance* 16, 303-320. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2005.09.003>

Soytas, U., Sari, R., Hammoudeh, S., Hachisanoğlu, E., 2009. World oil prices, precious metal prices and macroeconomy in Turkey. *Energy Policy* 37 (12), 5557-5566. <https://doi.org/10.1016/j.enpol.2009.08.020>

Zhang, Y.J., Wei, Y.M., 2010. The crude oil market and the gold market: evidence for cointegration, causality and price discovery. *Resour. Policy* 35 (3), 168-177. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2010.05.003>