ẢNH HƯỞNG CỦA CÁC NHÂN TỐ KINH TẾ VĨ MÔ ĐẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN Ở MỘT SỐ QUỐC GIA ĐÔNG NAM Á

PGS, TS. VŨ THỊ THANH XUÂN(*)
TS. NGUYỄN THỊ HOÀNG ANH(**)
ThS. NGUYỄN THỊ THANH PHƯƠNG(***)

Tóm tắt: *Bài viết nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán ở một số quốc gia Đông Nam Á (Singapore, Thái Lan, Indonesia, Malaysia và Philippines (gọi tắt là các nước ASEAN 5)). Kết quả nghiên cứu cho thấy, sự thay đổi chính sách vĩ mô ở các nước ASEAN 5 có ảnh hưởng đến lợi suất của thị trường chứng khoán tại các nước này, trong đó chính sách tiền tệ (cung tiền, lãi suất, tỷ giá) có ảnh hưởng lớn. Ngoài ra, các thị trường ASEAN 5 cũng chịu ảnh hưởng lớn từ biến động thị trường chứng khoán quốc tế và khu vực. Ảnh hưởng này đặc biệt lớn với các thị trường có tính mở, như Singapore hay Thái Lan.*

Từ khóa: *ASEAN 5; chính sách tiền tệ; thị trường chứng khoán*

1. Đặt vấn đề

Những thập kỷ qua, thị trường chứng khoán thế giới có sự phát triển mạnh mẽ, trong đó các thị trường mới nổi đóng vai trò quan trọng trong sự bùng nổ này. Tốc độ và mức độ phát triển của thị trường chứng khoán ở các nước đang phát triển chưa từng có, dẫn đến sự thay đổi cơ bản về cấu trúc tài chính của các nước đang phát triển và thu hút được dòng vốn lớn từ các nước phát triển. Trong các thị trường kinh tế mới nổi, thị trường Đông Nam Á nổi lên là điểm sáng cung cấp nhiều cơ hội hấp dẫn cho các nhà đầu tư nước ngoài và trở thành thị trường có sức hấp dẫn lớn trên thị trường tài chính toàn cầu.

Các nhà đầu tư trên thế giới quan tâm nhiều hơn đến các thị trường ở Đông Nam Á, như Singapore và Malaysia, theo sau là Thái Lan, Indonesia, Philippines và Việt Nam. Trong khi tổng thu nhập của khu vực tăng 279%, từ 331 tỷ USD lên đến 1.257 tỷ USD (1990 - 2007), vốn hóa thị trường chứng khoán huy động trong năm 2007 tăng 901%, từ 121 tỷ USD lên đến 1.210 tỷ USD năm 2007. Theo báo cáo của OECD (năm 2017), khu vực ASEAN tiếp tục cho thấy sự phát triển mạnh mẽ về vốn hóa thị trường và tăng về sự phát triển mạnh mẽ và hội nhập thị trường tài chính của ASEAN thể hiện qua mức vốn hóa thị trường của 05 nước ASEAN là Singapore (787 tỷ USD), Thái Lan (549 tỷ USD), Indonesia (521 tỷ USD), Malaysia (453 tỷ USD), Philippines (290 tỷ USD). 04 quốc gia Đông Nam Á cũng lọt vào danh sách 10 nền kinh tế phát triển nhanh nhất năm 2017[1].

Sự tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán ở một số thị trường chứng khoán ASEAN trong hơn 03 thập kỷ qua đã đặt ra câu hỏi về mối liên hệ giữa giá cổ phiếu và biến số của nền kinh tế ở các thị trường đó như thế nào; các thị trường này có mối liên hệ với sự biến động

(*) Học viện Chính trị quốc gia Hồ Chí Minh
(**) và (***) Trường Đại học Ngoại thương

của thị trường trên thế giới và thị trường trong khu vực hay không? Bài viết này sẽ xem xét ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô trong nước và quốc tế có tác động như nào đến thị trường chứng khoán tại 05 quốc gia Đông Nam Á là Singapore, Thái Lan, Indonesia, Malaysia và Philippines (gọi tắt là các nước ASEAN 5).

2. Ảnh hưởng nhân tố vĩ mô đến lợi suất cổ phiếu

Nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến lợi suất cổ phiếu đã thu hút được sự quan tâm của nhiều nhà nghiên cứu trên toàn thế giới. Sharpe (1964) và Lintner (1965) đã xây dựng mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) để dự đoán lợi suất kỳ vọng của tài sản dựa trên rủi ro thị trường với thước đo hệ số beta. Mặc dù đơn giản, nhưng mô hình CAPM còn nhiều hạn chế, do giá chứng khoán chịu tác động của nhiều nhân tố khác, chứ không chỉ rủi ro thị trường. Ross (1976) đã đề xuất mô hình kinh doanh chênh lệch giá (APT) khi đưa mô hình đa nhân tố giải thích lợi suất cổ phiếu…

Nghiên cứu của Fama và French (1992) áp dụng mô hình APT vào thị trường chứng khoán Mỹ (1963 - 1990) cho thấy, lợi suất kỳ vọng của chứng khoán có mối quan hệ với các nhân tố: tỷ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường, đòn bẩy tài chính và P/E. Khác với Fama và French (1992), nghiên cứu của Flannery và Protopapadakis (2002) sử dụng nhiều hơn các biến số kinh tế vĩ mô và 06 trong 08 chỉ số được chọn là cán cân thương mại, số lượng nhà ở, chỉ số việc làm, CPI, cung tiền, chỉ số sản xuất công nghiệp có tác động đến lợi suất chứng khoán Mỹ, trong khi GDP thực và giá trị sản lượng công nghiệp là hai thước đo phổ biến đo lường mức độ hoạt động của nền kinh tế không tác động đến thị trường chứng khoán Mỹ.

Có thể thấy, các nghiên cứu về nhân tố ảnh hưởng đến lợi suất cổ phiếu tập trung vào 02 nhóm nhân tố chính: nhóm nhân tố bên trong doanh nghiệp, như các nghiên cứu của Fama (1992)… và các nhóm nhân tố vĩ mô. Nhân tố kinh tế vĩ mô của các nước có ảnh hưởng đến sự biến động của giá chứng khoán được đề cập trong nhiều nghiên cứu (Bilson và cộng sự 2001, Fified và Power 2006), hay các nghiên cứu của Fama (1981), Chen và cộng sự (1986), Rapach và cộng sự (2005) cho thấy ảnh hưởng của nhân tố vĩ mô trong quá khứ đến lợi suất cổ phiếu hiện tại. Nhiều phương pháp kiểm định được áp dụng để phân tích mối quan hệ này, như kiểm định đồng liên kết trong nghiên cứu của Nasseh và Straus, 2000; Acikalin và cộng sự, 2008), mô hình véc tơ tự hồi quy -VAR (Abugri, 2008).

Mức độ ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô đến giá chứng khoán ở các thị trường là khác nhau. Theo Poon và Taylor (1991), ảnh hưởng nhân tố vĩ mô đến giá chứng khoán tại Anh khác với ảnh hưởng tại thị trường Mỹ. Humpe và Macmillan (2009) chứng minh biến số kinh tế vĩ mô như GDP, lạm phát, lãi suất dài hạn ở Mỹ có ảnh hưởng dài hạn đến giá chứng khoán, trong khi ở thị trường Nhật Bản, chỉ số sản xuất công nghiệp (IPI), cung tiền có ảnh hưởng dài hạn đến giá cổ phiếu. Birz và Lott (2011) nghiên cứu về tốc độ tăng trưởng GDP, tỷ lệ thất nghiệp, doanh số bán lẻ hàng hóa và nhận thấy rằng, những thông tin liên quan đến tăng trưởng GDP và thất nghiệp có ảnh hưởng đáng kể đến lợi suất chứng khoán ở thị trường Mỹ.

Cùng với các nghiên cứu ảnh hưởng của nhân tố kinh tế vĩ mô đến giá chứng khoán, nhiều biến số kinh tế toàn cầu cũng được áp dụng trong các nghiên cứu tại thị trường mới nổi. Harvey (1995) và Fifieldet al. (2002) cho rằng, lợi suất của thị trường toàn cầu về giá dầu và chỉ số sản xuất công nghiệp, lạm phát của toàn cầu có ảnh hưởng đến biến động giá chứng khoán ở một số quốc gia. Một số tác giả khác đưa các yếu tố hội nhập tài chính thế giới vào nghiên cứu, như Montes và Tiberto (2012) với hai mục tiêu: xem xét mức độ ảnh hưởng của các biến kinh tế vĩ mô và các chính sách kinh tế của Brazil; ảnh hưởng của các biến vĩ mô và rủi ro quốc gia lên hiệu quả hoạt động của thị trường chứng khoán (từ tháng 12/2001 đến tháng 9/2010). Bài viết dùng chỉ số đo lường rủi ro quốc gia, chênh lệch giữa lợi suất các loại trái phiếu và lợi suất trái phiếu chính phủ có cùng kỳ hạn, tỷ lệ nợ công trên GDP, cán cân tài khoản vãng lai, dự trữ ngoại hối, mức tín nhiệm về lạm

phát mục tiêu, danh tiếng của ngân hàng trung ương, lãi suất, tỷ giá hối đoái, tốc độ tăng trưởng kinh tế, chỉ số Dow Jones và S&P 500.

Kết quả nghiên cứu cho thấy, chính sách tiền tệ, quản lý nợ công và uy tín quốc gia có ảnh hưởng đáng kể đến rủi ro quốc gia và hiệu quả hoạt động của thị trường chứng khoán Brazil. Cùng thời gian này, Nader và Alraimony (2012) xem xét tác động của biến cung tiền, GDP, CPI, tỷ giá hối đoái, lãi suất và biến giả biến động chính trị thế giới đến thị trường chứng khoán Jordan từ tháng 01/1999 đến tháng 12/2010. Có thể nói, cung tiền, CPI, tỷ giá hối đoái, lãi suất và biến động chính trị có tương quan ngược chiều đối với biến động giá chứng khoán; ngược lại, tốc độ tăng trưởng GDP có ảnh hưởng tích cực đến lợi suất chứng khoán của Jordan.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Để nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố vĩ đến thị trường chứng khoán của các nước khu vực Đông Nam Á, bài viết thu thập dữ liệu theo tháng về các chỉ số của thị trường chứng khoán các nước từ cơ sở dữ liệu Thomson Reuters Eikon và CEIC (từ tháng 01/2001 đến tháng 01/2020). Chúng tôi thu thập dữ liệu của các cổ phiếu niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán đại diện cho 05 quốc gia lựa chọn quan sát, bao gồm Singapore (SGP), Malaysia (MYS), Thái Lan (THA), Indonesia (IDN), Philippines (PHL). Trong nghiên cứu này, lợi suất hằng tháng được tính theo chênh lệch logarit của giá chỉ số đóng cửa của thị trường cuối tháng. Khi một thị trường nào đó đóng cửa vào ngày cuối tháng do kỳ nghỉ, chúng tôi sử dụng dữ liệu của ngày giao dịch gần nhất trước đó. Mẫu nghiên cứu bao gồm 20 năm lợi suất tháng, với tổng số 229 quan sát.

Do số lượng các biến vĩ mô quan sát tương đối lớn, nên nhóm tác giả áp dụng phương pháp phân tích thành phần chính (PCA - Principal Component Analysis) để xác định nhân tố chính từ số lượng lớn dữ liệu được thu thập. Mục tiêu của phương pháp này nhằm giảm số lượng các biến có tương quan từ p xuống số lượng nhỏ các biến không có tương quan k PCs.

06 biến số kinh tế vĩ mô của các nước (gọi là biến địa phương - local variables) được lựa chọn nghiên cứu dựa trên phân tích tổng thể nền kinh tế gồm: biến tăng trưởng kinh tế (đo bằng sản lượng đầu ra của nền kinh tế - IPI Index), lạm phát (theo chỉ số CPI), lãi suất (IR - được tính theo trái phiếu chính phủ của các nước), cung tiền (MS), độ mở của nền kinh tế (đo bằng tăng trưởng cán cân thương mại - TB), tỷ giá hối đoái (FX) - tỷ giá đồng nội tệ của các nước ASEAN với USD.

Để nghiên cứu mức độ ảnh hưởng của nhân tố toàn cầu và khu vực đối với giá chứng khoán của các nước Đông Nam Á, nghiên cứu lựa chọn 09 biến (world variables) khác nhau, gồm: lợi suất chứng khoán toàn cầu - WMSCI (sử dụng chỉ số MSCI toàn cầu), sản lượng đầu ra toàn cầu (GIPI), lãi suất toàn cầu - WR (sử dụng lãi suất Chính phủ Mỹ làm đại diện), giá dầu thô (OIL), giá vàng quốc tế (GOL) và chỉ số thị trường chứng khoán Mỹ (USA), Nhật Bản (JPN), Hàn Quốc (KOR) và Hồng Kông (HKG).

4. Kết quả nghiên cứu

Sự gia tăng hoạt động của thị trường vốn châu Á từ năm 2000 đã kích hoạt một số quốc gia và các sáng kiến khu vực nhằm tăng cường hội nhập trong thị trường vốn khu vực và toàn cầu. Theo báo cáo của OECD (2020), đến cuối tháng 10/2019, các công ty từ thị trường mới nổi ở châu Á chiếm 72% thị phần trong chỉ số thị trường mới nổi MSCI (chỉ số MSCI EM). Các nền kinh tế ASEAN chiếm 8,3% thị phần trong chỉ số, đáng chú ý là Thái Lan chiếm 2,9%, Indonesia chiếm 2,2%, Malaysia chiếm 2,1% và Philippines chiếm 1,1% của chỉ số[2]. Trong số các nước ASEAN, thị trường Singapore chiếm tỷ lệ cao chỉ số MSCI - Chỉ số phát triển thị trường mới nổi.

Bảng 1 cho thấy thống kê về lợi suất của thị trường ASEAN 5 từ tháng 01/2001 đến tháng 01/2020. Lợi suất được tính theo tháng và bằng chênh lệch logarit giữa các chỉ số đóng cửa cuối tháng. Lợi suất trung bình và độ lệch chuẩn (rủi ro) được tính theo năm. Trong số các thị trường nghiên cứu, trong giai đoạn 2000 - 2020, thị trường Indonesia có mức lợi suất tốt cao nhất (13,93%), trong khi thị trường, Singapore chỉ

Bảng 1: Lợi suất thị trường chứng khoán ASEAN 5 (giai đoạn 2000 - 2020)

Thị trường	Lợi suất trung bình (%)	Độ lệch chuẩn (%)	Độ lệch	Độ nhọn	Min (%)	Max (%)	JB test
IND	13,93	20,71	-1,26	10,27	-37,7	18,3	565,75
MYS	4,26	13,30	-0,45	5,27	-16,5	12,7	56,78
PHL	8,24	19,00	-0,58	5,71	-27,5	15,4	82,93
SGP	3,70	20,95	-0,89	6,80	-30,7	21,8	168,11
THA	9,05	20,92	-0,99	9,03	-35,9	21,2	384,55

Nguồn: Nhóm tác giả tính toán dựa trên dữ liệu thu thập

đạt mức lợi suất trung bình chỉ 3,7%. Có thể thấy, rủi ro cao không hàm ý lợi nhuận cao hơn. Các thị trường, như Singapore, Malaysia... tạo ra lợi nhuận thấp với rủi ro cao. *Bảng 2* tóm tắt thống kê mô tả các yếu tố vĩ mô của các nước ASEAN 5. Có thể thấy, cung tiền ở các nước đều tăng trong giai đoạn nghiên cứu, trong đó Singapore và Philippines tăng bình quân 1%/tháng. Malaysia tăng cung tiền thấp nhất, bình quân 0,7%/tháng. Thái Lan có mức lạm phát cao nhất, bình quân 1,1%/tháng nhưng sự biến động này lại ổn định hơn do mức phương sai là 0,15%. Ngược lại, Indonesia có mức lạm phát cao thứ 2 trong số các nước (0,5%/tháng), nhưng bộc lộ mức độ biến động của lạm phát cao (phương sai 0,7%) so với các nước trong ASEAN 5. Trong giai đoạn nghiên cứu lãi suất của các thị trường ASEAN 5, chỉ có Thái Lan và Malaysia có lãi suất tăng nhẹ, đặc biệt Singapore mức giảm lớn nhất so với các nước còn lại. Tổng sản lượng công nghiệp Thái Lan đứng đầu các nước (tăng trung bình đạt 1,18%/tháng), tiếp sau đó là Singapore (0,6%/tháng). Các quốc gia Indonesia, Malaysia và Philippines có mức tăng sản lượng đầu ra bằng 50% Singapore và 30% Thái Lan (trung bình tăng 0,3%/tháng). Điều này cho thấy, Thái Lan và Singapore là 02 nền kinh tế vẫn duy trì vị thế tăng trưởng tốt của ASEAN 5. Singapore là quốc gia tham gia mạnh mẽ vào dòng chảy thương mại toàn cầu, giữ được vị trí trong các chuỗi cung ứng hàng chế tạo quốc tế nên duy trì tăng trưởng. Đồng nội tệ của các quốc gia đều cho thấy xu hướng giảm giá trị so với USD trong thời gian nghiên cứu, ngoại trừ SGD có sự tăng giá nhẹ so với USD.

Để lượng hóa mức độ ảnh hưởng các nhân tố (06 biến số kinh tế vĩ mô của các nước và 09 biến số lựa chọn xem xét tác động thị trường toàn cầu) đến giá cổ phiếu ở thị trường ASEAN 5, bài viết sẽ áp dụng phương pháp phân tích thành phần chính (PCA- Principal Component Analysis) để xác định nhân tố chính từ số lượng lớn dữ liệu được thu thập.

Các thành phần chính (PC) được xây dựng gồm 06 PC khác nhau cho các biến kinh tế vĩ mô, tuy nhiên, sau khi chạy mô hình PCA, nghiên cứu chỉ giữ lại 04 PC chính, lần lượt từ PC1 đến PC4 đối với thị trường Indonesia, Malaysia, Philippines và Singapore, riêng thị trường Thái Lan chỉ giữ lại 02 thành phần chính PC1 và PC2. Đối với các biến số kinh tế toàn cầu, đề tài sẽ giữ lại phân tích gồm 04 PC chính từ PC1 đến PC4. Các PCA được chọn giải thích lần lượt 83,3%, 75,73%, 81,87%, 82,23% và 98% biến động của các biến vĩ mô của các nước Indonesia, Singapore, Malaysia, Philippines và Thái Lan. *Bảng 3* tóm tắt kết quả từ việc áp dụng PCA cho các biến số kinh tế vĩ mô của các nước và vĩ mô toàn cầu cho 05 thị trường mới nổi Đông Nam Á giai đoạn 2001 - 2020. Thứ tự của các biến trong mỗi ô dựa trên kích thước của tải nhân tố và chiều ảnh hưởng của mỗi PC nằm trong ngoặc đơn. Việc sắp xếp các

Bảng 2: Thống kê các biến vĩ mô của 5 quốc gia ASEAN

		CPI	FX	IPI	IR	MS	TB
IND	Mean	0.005	0.002	0.003	-0.001	0.009	-0.229
	Std.Dev.	0.008	0.031	0.039	0.079	0.035	3.869
MYS	Mean	0.002	0.001	0.003	0.001	0.008	0.150
	Std.Dev.	0.004	0.019	0.022	0.032	0.024	0.988
PHL	Mean	0.003	0.000	0.002	-0.003	0.011	-0.448
	Std.Dev.	0.003	0.016	0.041	0.071	0.021	3.356
SGN	Mean	0.001	-0.001	0.006	0.000	0.011	0.138
	Std.Dev.	0.005	0.016	0.073	0.092	0.047	1.281
THA	Mean	0.011	0.000	0.012	0.029	0.000	0.000
	Std.Dev.	0.002	0.000	0.003	0.003	0.000	0.000

Nguồn: Nhóm tác giả tính toán dựa trên dữ liệu thu thập

biến thành các cột dựa vào nhân tố thành phần chính và tên của mỗi biến thành phần chính là PC1, PC2, PC3, PC4.

Có thể thấy, biến cung tiền (MS) chiếm tỷ trọng chính trong PC1 của hầu hết các nước (ngoại trừ Philippines) và MS có ảnh hưởng tích cực đến PC1 đối với các nước Singapore, Malaysia và Thái Lan, ảnh hưởng ngược chiều với PC1 của Indonesia. Bên cạnh cung tiền, tỷ giá cũng là nhân tố chính trong PC1 của các nước (ngoại trừ Singapore) và có tác động cùng chiều với PC1 tại các nước Indonesia, Thái Lan và Philippines, nhưng tác động ngược chiều đối với PC1 của Malaysia.

Đối với PC2, IPI, CPI đóng góp vào thành phần chính của các nước Indonesia, Malaysia, Philippines, cán cân thương mại TB chiếm tỷ trọng duy nhất trong PC2 của Thái Lan và cũng là thành phần chính của Malaysia và Philippines. Riêng lãi suất có tác động cùng chiều đối với PC2 của Singapore, Philippines và Malaysia, nhưng tác động ngược chiều với PC2 của Indonesia.

PC3 có tỷ trọng lớn gồm CPI của Indonesia và Singapore, IPI có tỷ trọng và tác động cùng chiều với PC3 của Singapore và Philippines. Tuy nhiên, PC3 có đóng góp của cán cân thương mại ở các nước Indonesia và Philippines, nhưng ảnh hưởng của cán cân thương mại đến PC3 Indonesia cùng chiều và ngược chiều của thị trường Philippines.

PC4 chỉ có tỷ trọng thành phần của 02 thành phần chính là TB (cán cân thương mại) và IPI (sản lượng đầu ra). TB thặng dư đối với các nước Indonesia, Malaysia và Philippines, IPI có tỷ trọng và biến động cùng chiều với PC4 tại các nước Indonesia và Singapore.

Mặc dù tỷ trọng thành phần của mỗi PC ở các nước là khác nhau, nhưng nhìn chung, các PC này đều bao gồm thành phần chính: IPI, CPI, TB, IR, FX và MS. Những nhân tố này đều là các nhân tố chính của nền kinh tế và phản ánh chỉ số về tài chính, tiền tệ và sản xuất của nền kinh tế.

Kết quả chạy mô hình PCA phân tích thành phần chính trong nhóm các biến số toàn cầu (World PCA) cho thấy, PC1 có tỷ trọng 44,42%, PC2, PC 3, 4 chiếm tỷ trọng khoảng 11%, tổng 04 PCA đầu tiên chiếm tỷ trọng 80,22% trong PCA toàn cầu. Theo *Bảng 3*, thành phần chính trong PC1 toàn cầu là lợi suất chứng khoán thị trường toàn cầu (MSCI) và các thị trường chứng khoán Hồng Kông, Mỹ, Nhật Bản và Hàn Quốc. PC2 bao gồm lợi suất giá vàng quốc tế (tác động cùng chiều) và sản lượng công nghiệp toàn cầu (tác động ngược chiều). PC3 bao gồm dầu, sản lượng công nghiệp toàn cầu (tác động cùng chiều) và lãi suất toàn cầu (tác động ngược

Bảng 3: Bảng tóm tắt tỷ trọng các thành phần chính trong PCA của ASEAN 5 và thế giới

	PC1	PC2	PC3	PC4
IND	FX (+) MS (-)	IPI, CPI (+) IR (-)	CPI, TB (+)	IPI, TB (+)
SGP	MS (+) TB (-)	FX, IR (+)	CPI, IPI (+)	IPI (+)
MYS	FX (-) MS (+)	CPI, IPI, TB (+)	IR (+)	TB (+)
PHL	FX, IR (+)	CPI, IPI, TB, IR (+)	IPI (+) TB (-)	TB (+)
THA	CPI, IPI, MS, FX (+) IR (-)	TB (+)		
Thế giới	HK, JP, KOR, US, WMSI (+)	GOL (+)	WIPI, OIL (+) WR (-)	WR, OIL V

Nguồn: Kết quả chạy mô hình PCA dựa trên dữ liệu từ các thị trường ASEAN và toàn cầu

chiều). PC4 đóng góp của 02 thành phần chính là OIL và WR có tương quan chặt chẽ với PC4. PC1 có tương quan nhiều nhất đến lợi suất thị trường toàn cầu và được coi là nhân tố để đo lường ảnh hưởng của kinh tế thế giới.

Để nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô đến thị trường các nước ASEAN 5, bài viết sử dụng phương pháp hồi quy tự tương quan (Autoregressive - AR). Phương trình hồi quy này được biểu diễn như sau:

$$R_{it} = \alpha_i + \sum_{l}^{p} \beta_{il} R_{it-l} + \gamma_{1i} LPC1_{it-1} + \gamma_{2i} LPC2_{it-1} + ... + \gamma_{ki} LPCk_{it-1} +$$
$$+ \lambda_{1i} WPC1_{t-1} + \lambda_{2i} WPC2_{t-1} + ... + \lambda_{hi} LPCh_{t-1} + v_{it}$$

Trong đó R_{it} là lợi suất cổ phiếu của quốc gia *i* tại thời điểm *t*; R_{it-l} là lợi suất cổ phiếu của quốc gia *i* với độ trễ *l*; $LPCk_{it}$ là thành phần PCA thứ *k* nội địa của quốc gia *i* tại thời điểm *t*; $WPCh_t$ là thành phần PCA thứ *h* toàn cầu tại thời điểm *t*.

Bảng 4 cho thấy, các biến số kinh tế vĩ mô có ảnh hưởng đến lợi suất của các thị trường ASEAN 5. Thị trường Indonesia chịu ảnh hưởng bởi biến PC1 (cung tiền và tỷ giá). Cung tiền tăng kích thích kinh tế tăng trưởng, các doanh nghiệp thu được kết quả kinh doanh tốt hơn khiến lợi suất cổ phiếu tăng. Tỷ giá giảm cũng thu hút được dòng vốn nước ngoài vào nhiều hơn khiến lợi suất cổ phiếu tăng. Tương tự, thị trường Indonesia, thị trường Malaysia cũng chịu ảnh hưởng của biến cung tiền, tỷ giá (PC1) và biến lãi suất (PC3). Cung tiền tăng, lãi suất giảm sẽ kích thích kinh tế phát triển, làm tăng lợi suất cổ phiếu. Thị trường chứng khoán Philippines cũng chịu ảnh hưởng từ biến tỷ giá và lãi suất. Riêng đối với Singapore, thị trường mở nhất khu vực, còn chịu ảnh hưởng bởi biến độ mở của nền kinh tế.

Nền kinh tế càng mở cửa, thị trường chứng khoán càng chịu ảnh hưởng mạnh từ những biến động trên thị trường thế giới toàn cầu, điều này khiến mức lợi suất thị trường biến động tương ứng với lợi suất trên thị trường toàn cầu hơn. Trong các thị trường ASEAN 5, hoàn toàn dễ hiểu khi thị trường Singapore chịu ảnh hưởng nhiều nhất bởi các biến kinh tế vĩ mô toàn cầu. Các biến như tỷ lệ sản xuất nội địa hay lạm phát trong nước chỉ có ảnh hưởng ở thị trường Thái Lan.

Với biến quốc tế, cả 05 thị trường đều chịu ảnh hưởng bởi biến WPC1 (biến đại diện cho các thị trường chứng khoán quốc tế và trong khu vực), trong đó thị trường Singapore là thị trường chịu ảnh hưởng mạnh nhất. Ngoài ra, một số thị trường chứng khoán ASEAN 5 (Singapore, Thái Lan, Indonesia) cũng chịu ảnh hưởng từ biến động giá vàng (biến WPC2).

Bảng 4: Kiểm định lợi suất cổ phiếu theo tháng của các nước ASEAN 5

	IND	MYS	PHL	SGN	THA
C	**0.012***** (0.003)	**0.004*** (0.002)	**0.007***** (0.003)	0.003 (0.002)	
LPC1	**-0.017** (0.003)	**0.004***** (0.001)	**-0.012***** (0.003)	**-0.003*** (0.001)	**0.004**** (0.001)
LPC2	0.003 (0.005)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.003)	**-0.009***** (0.002)	0.002 (0.005)
LPC3	-0.003 (0.003)	**0.006***** (0.002)	0.000 (0.003)	0.000 (0.002)	
LPC4	0.000 (0.004)	0.000 (0.001)	0.007 (0.004)	0.000 (0.002)	
WPC1	**0.014***** (0.002)	**0.009***** (0.002)	**0.012***** (0.002)	**0.024***** (0.001)	**0.020***** (0.002)
WPC2	**0.006*** (0.003)	0.002 (0.003)	0.001 (0.003)	**0.005**** (0.002)	**0.008***** (0.003)
WPC3	-0.003 (0.003)	0.000 (0.002)	0.002 (0.002)	-0.001 (0.002)	0.000 (0.003)
WPC4	0.001 (0.003)	0.001 (0.001)	0.004 (0.003)	0.000 (0.002)	0.002 (0.002)
R squared	0.503	0.325	0.371	0.725	0.476
Adj R squared	0.485	0.301	0.348	0.715	0.461
Số quan sát	229	229	229	229	229

Nguồn: Kết quả chạy mô hình dựa trên dữ liệu từ các thị trường ASEAN

5. Kết luận

Nghiên cứu cho thấy, sự thay đổi chính sách vĩ mô ở các nước ASEAN 5 có ảnh hưởng đến lợi suất của thị trường chứng khoán tại các nước này. Trong đó, chính sách tiền tệ (cung tiền, lãi suất, tỷ giá) có ảnh hưởng lớn. Lãi suất cao khiến nhà đầu tư thấy hấp dẫn hơn với kênh tiền gửi ngân hàng và ít đầu tư vào thị trường chứng khoán. Cả hai yếu tố này đều làm cho lợi suất cổ phiếu giảm. Ngược lại, với lãi suất, tăng trưởng cung tiền cho thấy chính phủ đang thực thi chính sách tiền tệ mở rộng. Vậy nên, tăng trưởng cung tiền càng cao thì tăng lợi suất cổ phiếu càng cao. Bên cạnh đó, tỷ giá hối đoái tăng cho thấy sự mất giá của đồng tiền và các nhà đầu tư sẽ rút vốn khỏi thị trường chứng khoán. Mặt khác, tỷ giá tăng làm chi phí đầu vào đối với các doanh nghiệp nhập khẩu nguyên vật liệu sẽ cao hơn, lợi nhuận cũng như giá trị cổ phiếu doanh nghiệp sẽ bị ảnh hưởng. Như vậy, cả 03 công cụ của chính sách tiền tệ đều giải thích cho biến động trên thị trường chứng khoán. Ngoài ra, các thị trường ASEAN 5 cũng chịu ảnh hưởng lớn từ biến động trên thị trường chứng khoán quốc tế và khu vực. Ảnh hưởng này đặc biệt lớn với các thị trường có tính mở, như Singapore hay Thái Lan❑

[1] K Nguyễn, *04 quốc gia Đông Nam Á lọt vào top 10 nền kinh tế phát triển nhanh nhất năm 2017, http://cafef.vn/, ngày 23/6/2017*

[2] OECD (2020), *Equity Asia Report OECD-Equity-Market-Review-Asia-2019.pdf*