

ẢNH HƯỞNG CỦA SỰ BÙNG PHÁT DỊCH COVID-19 ĐẾN MỐI QUAN HỆ GIỮA TỶ SUẤT LỢI NHUẬN CỦA THỊ TRƯỜNG VÀNG VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

● NGUYỄN THỊ UYÊN UYÊN - PHẠM DƯƠNG KHOL - LÊ QUANG VŨ

TÓM TẮT:

Dựa trên mẫu nghiên cứu là giá đóng cửa của vàng và cổ phiếu từ ngày 4/01/2010 đến ngày 24/3/2021, chia thành hai giai đoạn trước và sau khi bùng phát dịch Covid-19 với điểm dừng là ngày 12/12/2019, bài nghiên cứu cho thấy, tồn tại mối tương quan âm giữa tỷ suất sinh lợi (TSSL) của vàng và cổ phiếu trong giai đoạn trước khi đại dịch Covid-19 bùng phát. Điều này ủng hộ các nhà đầu tư đưa thêm vàng vào danh mục đầu tư để đa dạng hóa đầu tư và phòng ngừa rủi ro. Tuy nhiên, sau khi chịu tác động của sự bùng phát dịch Covid-19, mối tương quan giữa TSSL của vàng và cổ phiếu trở thành mối tương quan dương. Lúc này, sự phát triển của thị trường vàng (TTV) tạo điều kiện cho thị trường chứng khoán (TTCK) phát triển. Kết quả nghiên cứu có ý nghĩa tham khảo cho các nhà đầu tư trong việc đối phó với các sự kiện hay các cú sốc cực đoan trong tương lai.

Từ khóa: Covid-19, thị trường vàng, thị trường chứng khoán, phòng ngừa rủi ro.

1. Đặt vấn đề

Sự bùng phát của đại dịch Covid-19 đã tạo nên sự không chắc chắn và không ổn định lên thị trường tài chính (Zhang & cộng sự, 2020), nghiêm trọng hơn so với cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 (GFC)* (Mensi & cộng sự, 2020). Trong bối cảnh đó, vàng đã trở thành một trong những công cụ phòng ngừa rủi ro được sử dụng phổ biến nhất để hạn chế sự gia tăng mạnh trong rủi ro thị trường do sự bùng phát dịch Covid-19 mang lại (Ji & cộng sự, 2020; Bhatia & cộng sự, 2020; Adekoya & cộng sự, 2021; Gharib & cộng sự, 2021; Salisu & cộng sự, 2021; Mensi & cộng sự, 2021; Drake, 2022). Để nhận diện được mối tương quan giữa TSSL của TTV và TTCK trước và sau khi bùng phát đại dịch Covid-19, bài nghiên cứu này được

thực hiện với mong muốn giúp nhà đầu tư có được những giải pháp ứng phó với các sự kiện hoặc các cú sốc trong tương lai.

2. Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết kỳ vọng

Quy mô của TTV và TTCK đã tăng lên mạnh mẽ do sự phát triển nhanh chóng của nền kinh tế toàn cầu và do đó các thị trường này luôn phản ánh nhiều thông tin về nền kinh tế thế giới (El-Wassal, 2005; Salisu & cộng sự, 2021). Tuy nhiên, sự bùng phát dịch Covid-19 đã đem đến tác động tiêu cực cho nền kinh tế toàn cầu cũng như hai thị trường này (Mensi & cộng sự, 2020; Liang & cộng sự, 2022). Trong nỗ lực bảo vệ các khoản đầu tư, các nhà đầu tư sẽ phải điều chỉnh lại danh mục đầu tư theo hướng đầu tư vào các tài sản được xem là tài

sản trú ẩn an toàn, nổi bật trong số đó là vàng. Ý tưởng cho rằng vàng là tài sản đầu tư an toàn thay cho cổ phiếu trong thời gian bùng phát dịch Covid-19 đã nhận được nhiều sự ủng hộ, đồng tình (Ji & cộng sự, 2020; Adekoya & cộng sự, 2021; Akhtaruzzaman & cộng sự, 2021 Benlagha & El Omari, 2021; Hung & Vo, 2021; Omane-Adjepong & Alagidede, 2021; Salisu & cộng sự, 2021). Trên thực tế, do sự liên kết chặt chẽ giữa vàng và chứng khoán, rủi ro của chứng khoán sẽ được chuyển sang TTV (Akhtaruzzaman & cộng sự, 2021). Mối liên kết trung bình giữa cả hai thị trường trong thời kỳ dịch bệnh sẽ mạnh mẽ hơn trước (Bouri & cộng sự, 2021). Từ các bằng chứng thực nghiệm, nhóm tác giả đưa ra các kỳ vọng cho bài nghiên cứu này.

Trước tiên, nhóm tác giả kỳ vọng mối quan hệ giữa TSSL của TTV và TTCK của thế giới cũng như TTCK Việt Nam trước khi bùng phát dịch Covid-19 là tương quan âm. Nói cách khác, sự tăng trưởng của TTCK sẽ làm giảm TSSL của TTV và ngược lại, nếu TTCK bị suy yếu sẽ tạo điều kiện cho TTV vàng phát triển.

Tiếp theo, do sự bùng phát dịch Covid-19 có những diễn biến bất ngờ, không thể lường trước và sức ảnh hưởng lớn dẫn đến các diễn biến của nền kinh tế bị đảo ngược giống như trong cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, mối quan hệ giữa TSSL của vàng và cổ phiếu cũng không phải ngoại lệ. Vì vậy, nhóm tác giả kỳ vọng mối tương quan giữa TSSL của TTV và TTCK là tương quan dương. Lúc này, hai thị trường sẽ cùng tăng trưởng hoặc sẽ cùng suy yếu trong từng giai đoạn thời gian.

3. Phương pháp nghiên cứu

Để kiểm tra mối quan hệ nhân quả giữa TSSL của TTV và TTCK dưới tác động của sự bùng phát Covid-19, nhóm tác giả phân tích giá đóng cửa hàng ngày của vàng và cổ phiếu từ ngày 4/01/2010 đến ngày 24/3/2021. Nhóm tác giả thu thập dữ liệu về giá vàng ở thị trường Hoa Kỳ - Thị trường có khối lượng giao dịch vàng hàng ngày lớn nhất thế giới (Choudhry & cộng sự, 2015). Đối với cổ phiếu, nhóm tác giả chọn chỉ số S&P 500 (Sharif & cộng sự, 2020). Khi phân tích cho thị trường ở Việt Nam, do vàng là chỉ số hàng hóa toàn cầu, nhóm tác giả sử dụng chỉ số VN-Index thay thế cho chỉ số S&P 500 trong việc kiểm tra mối quan hệ giữa TSSL giữa vàng và cổ phiếu. Tiếp theo, nhóm tác giả chia các mẫu: (i) trước Covid-19, từ ngày 4/01/2010 đến ngày 11/12/2019 (2.503 quan sát); và (ii) sau

Covid-19, từ ngày 12/12/2019 đến ngày 28/3/2021 (323 quan sát). Điểm dừng là ngày 12/12/2019, được công nhận là điểm bắt đầu bùng phát Covid-19. TSSL là sự chênh lệch giá giữa hai thời điểm tại t và $t-1$.

Để kiểm tra xem vàng có thực sự là một công cụ phòng ngừa rủi ro hiệu quả hay không, nhóm tác giả thực hiện mô hình ước tính TSSL của vàng theo TSSL của cổ phiếu. Nếu dấu của biến TSSL của vàng và biến TSSL của cổ phiếu trong mô hình là ngược nhau thì vàng có thể xem là một công cụ phòng ngừa rủi ro lý tưởng. Nhóm tác giả tiến hành phân tích đa biến đối với TSSL của vàng. Mô hình hồi quy thứ nhất có dạng:

$$R_{Gt} = \alpha + \beta_G R_{Mt} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Trong đó, biến TSSL của TTV (R_{Gt}) là mức chênh lệch giá vàng giữa hai thời điểm tại t và $t-1$. Biến đo lường TSSL hằng ngày của chứng khoán, được xác định bằng cách tính chênh lệch phần trăm giá cổ phiếu tại thời điểm t đối với giá cổ phiếu tại thời điểm $t-1$. Biến α là hệ số chặn. Biến β_G ký hiệu cho độ dốc, đo lường khả năng đa dạng hóa của mô hình. Nếu mô hình (1) không có khả năng đa dạng hóa thì độ dốc được xác định bằng một. Hơn nữa, giá trị của biến độ dốc này dao động từ một trở lên, giá trị càng lớn thì tiềm năng đa dạng hóa càng lớn. Với việc kiểm tra giả thuyết vàng là công cụ phòng ngừa rủi ro hiệu quả cho TTCK nên nhóm tác giả kỳ vọng Biến R_{Gt} có mối tương quan âm với biến R_{Mt} .

Nắm bắt được sự biến động của thị trường, nhóm tác giả thêm vào mô hình biến tương tác VIXMKT lấy giá trị 1 khi biến động của thị trường là tăng trưởng, nếu không thì nhận giá trị bằng 0:

$$R_{Gt} = \alpha + \beta_G R_{Mt} + \delta VIXMKT_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

Hệ số δ trên biến VIXMKT cho phép kiểm tra xem vàng có phải là nơi trú ẩn an toàn hay không. Nếu hệ số này có ý nghĩa và dương, điều này cho thấy tác động qua lại của mối quan hệ giữa TSSL của TTV và TTCK là do sự biến động chung trên thị trường.

Để kiểm tra xem liệu mối tương quan giữa TSSL của TTCK và TTV có dựa trên việc thiếu cơ hội đầu tư hay không, mô hình hồi quy thứ ba được mở rộng để bao gồm một biến tương tác, MR, biến này nhận giá trị của TSSL của thị trường khi lãi suất thực âm, ngược lại biến MR bằng 0.

$$R_{Gt} = \alpha + \beta_G R_{Mt} + \delta VIXMKT_t + \gamma MR_t \varepsilon_t \quad (3)$$

Để nghiên cứu mối quan hệ giữa TSSL của TTV

và TTCK có bị thay đổi trong giai đoạn bùng phát đại dịch Covid-19 so với mối quan hệ đã được quan sát trong quá khứ hay không, nhóm tác giả bắt đầu bài nghiên cứu bằng cách áp dụng các bài kiểm tra tổng quan liên quan đến mối quan hệ giữa TSSL của vàng và TTCK cho hai giai đoạn trước và sau khi bùng phát đại dịch Covid-19. Các bài kiểm tra tổng quan dựa vào mô hình ước tính TSSL của vàng theo TSSL của TTCK. Kết quả của bài kiểm tra này sẽ là bằng chứng thực nghiệm về vai trò phòng ngừa rủi ro của vàng trong thị trường có thực sự hiệu quả hay không. Nếu TSSL của vàng dao động trái ngược so với TSSL của cổ phiếu thì vàng có thể xem là một công cụ phòng ngừa rủi ro lý tưởng.

Tiếp theo, bài kiểm tra quan hệ nhân quả Granger được nhóm tác giả áp dụng để có thể phát hiện ra bất kỳ mối quan hệ nào về độ trễ giữa hai chuỗi dữ liệu thời gian này. *Thứ nhất*, nhóm tác giả kiểm tra xem liệu TSSL của TTCK có tác động “nhân quả Granger” đến TSSL của TTV hay không và liệu TSSL của TTV có ảnh hưởng “nhân quả Granger” tới TSSL của TTCK hay không. *Thứ hai*, nhóm tác giả muốn quan sát tác động trong ngắn hạn và dài hạn giữa TSSL của vàng và TSSL của cổ phiếu, vì vậy nhóm tác giả không chỉ tập trung vào mối quan hệ trong miền thời gian và còn trong miền tần số. *Cuối cùng*, nhóm tác giả quan tâm đến tác động của sự bùng phát của Covid-19 đến mối quan hệ giữa TSSL của vàng và cổ phiếu.

Để thiết lập mối tương quan cho những khoảng thời gian khác nhau, bước cuối cùng là kiểm tra mối quan hệ lâu dài của 2 chuỗi thời gian bằng cách sử dụng các bài kiểm tra đồng liên kết của Robert & Granger (1987); Johansen (1988); Johansen & Juselius (1990). Bài kiểm tra đồng liên kết là một thử nghiệm về mối quan hệ lâu dài của mối quan hệ giữa 2 chuỗi cùng chuyển động trong chuỗi đứng yên. Tuy nhiên, các bài kiểm tra này yêu cầu chuỗi phải đứng yên, vì vậy kiểm tra Augmented Dickey-Fuller (ADF) được thực hiện cho từng chuỗi (Dickey & Fuller, 1979). ADF được sử dụng để kiểm tra xem một chuỗi có kiểm định nghiệm đơn vị hay không; việc không bác bỏ giả thuyết rỗng trong phép thử ADF chỉ ra rằng chuỗi thời gian là không cố định.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Có thể thấy, giá trị trung bình TSSL của 2 thị trường có sự tăng trưởng sau khi đại dịch Covid-19

bùng phát và giá trị trung bình TSSL của vàng thấp hơn giá trị trung bình TSSL của cổ phiếu trong cả hai giai đoạn. Bên cạnh đó, độ lệch và biến động của TSSL của vàng và cổ phiếu đã có những thay đổi lớn sau khi bùng phát Covid-19, cho thấy sự bất đối xứng và sự biến động của 2 thị trường. (Bảng 1)

Có thể nhận thấy, có một sự dao động đáng kể trong TSSL hằng ngày của 2 thị trường trong giai đoạn sau Covid-19 và sự dao động mạnh mẽ hơn đối với chỉ số S&P 500. Bên cạnh đó, phân nhóm biến động (volatility clustering) có ý nghĩa hơn trong giai đoạn sau Covid-19 so với giai đoạn trước Covid-19. Do đó, mối quan hệ nhân quả của vàng và chứng khoán có thể bị ảnh hưởng bởi các cú sốc khác nhau trong các giai đoạn khác nhau. (Hình 1)

4.2. Phân tích tương quan giữa các biến

Trong giai đoạn trước dịch Covid-19 bùng phát, mối tương quan giữa TSSL của vàng và S&P 500 là âm và khác không. Trong giai đoạn nền kinh tế ổn định, giữa 2 thị trường có mối tương quan âm. Tuy sự tương quan âm giữa 2 thị trường là không đáng kể, nhưng dựa vào số liệu này nhà đầu tư có thể tin vào nhận định vàng có thể được xem như là một loại tài sản đa dạng hóa và phòng ngừa rủi ro trong thị trường. (Bảng 2)

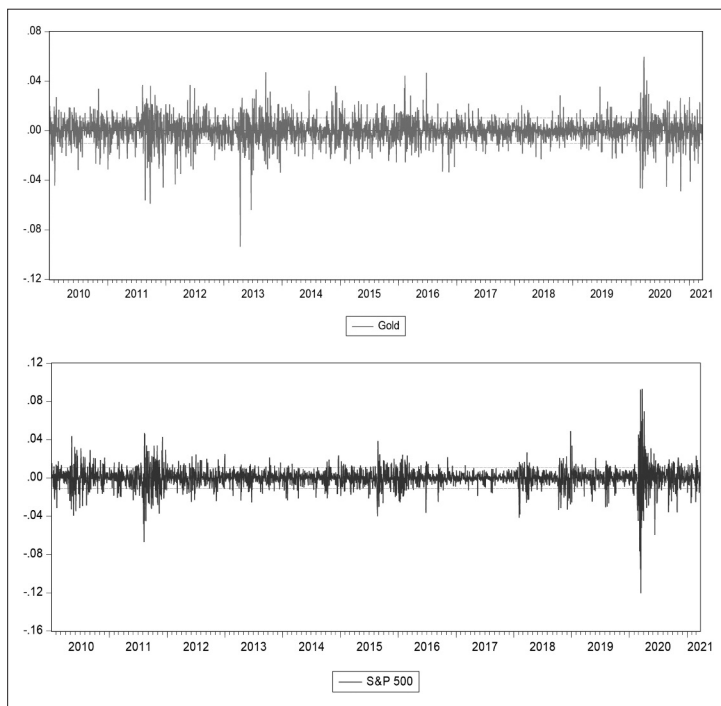
Chỉ số tương quan giữa TSSL của 2 thị trường sau khi bùng phát Covid-19 là 0.0864. Đây là chỉ số dương và khác không, thể hiện mối tương quan hệ dương và đáng kể giữa TSSL của TTV và TTCK. Có thể nhận định rằng, vàng là một công cụ phòng ngừa rủi ro hiệu quả trong các quan sát trong quá khứ. Tuy nhiên, chức năng phòng ngừa rủi ro của vàng ít hiệu quả trong cuộc khủng hoảng Covid-19. Kết quả này không ủng hộ lập luận rằng, vàng là một hàng rào hay một nơi trú ẩn an toàn trong thời kỳ căng thẳng kinh tế. Điều này phản bác các bằng chứng ủng hộ vàng là nơi trú ẩn an toàn theo nghiên cứu của Baur & McDermott (2010), nhưng lại phù hợp với các bằng chứng trong nghiên cứu của Choudhry & cộng sự (2015).

4.3. Kiểm tra nhân quả Granger

Bằng cách sử dụng kiểm định Granger về quan hệ nhân quả, với kết quả được trình bày trong Hình 2 (giai đoạn trước bùng phát Covid-19) và Hình 3 (giai đoạn sau bùng phát Covid-19). Giả thuyết vô hiệu là các biến phụ thuộc được giải thích bằng các giá trị quá khứ của chính các biến đó và giả thuyết thay thế là các biến phụ thuộc được giải thích bởi các giá trị trong quá khứ của chính các biến phụ

Bảng 1. Thống kê mô tả cho TSSL của vàng và cổ phiếu

	Gold		Stock	
	Trước COVID-19	Sau COVID-19	Trước COVID-19	Sau COVID-19
Max	0.0473	0.0597		0.0496
Min	-0.0934	-0.0487		-0.0666
Mean	0.0002	0.0006		0.0005
Std.Dev	0.0098	0.0128		0.0093
Skew	-0.6169	-0.1284		-0.4063
Kurt	6.5313	4.1109		4.4271

Hình 1: TSSL hằng ngày của Vàng và S&P 500

thuộc và của các biến khác. Độ trễ tối ưu trong mô hình được xác định bằng 1.

Trong giai đoạn trước dịch Covid-19, giả thuyết không có quan hệ nhân quả Granger từ TSSL của vàng đối với TSSL của cổ phiếu không bị bác bỏ ở mức ý nghĩa 5%, hàm ý TSSL của vàng có khả năng gây ra tác động quan hệ nhân quả đến TSSL của cổ phiếu. Các nhà đầu tư có thể dựa vào giá hay TSSL của vàng để dự đoán xu hướng dao động trong giá cổ phiếu. Bên cạnh đó, kết quả bài kiểm tra nhân quả Granger cho thấy giai đoạn trước Covid-19 bùng phát, biến động trong giá và TSSL

Bảng 2. Mối tương quan giữa TSSL của vàng và S&P 500 trong hai giai đoạn

	S&P 500	GOLD
Trước COVID-19		
S&P500	1.0000 ----	
GOLD	-0.0296 0.1391	1.0000 ----
Sau COVID-19		
S&P500	1.0000 ----	
GOLD	0.0864 0.1216	1.0000 ----

Nguồn: Tính toán từ dữ liệu nghiên cứu

của cổ phiếu cũng gây ra tác động nhân quả Granger đối với chỉ số giá vàng. Do quá trình toàn cầu hóa nền kinh tế và hội nhập TTTC, mối quan hệ giữa TSSL của vàng và TTCK đã được thúc đẩy, điều này cũng làm tăng rủi ro thị trường giữa hai danh mục đầu tư này khi phải đối mặt với các cú sốc lớn (Berben & Jansen, 2005; Billio & Caporin, 2010; Briere & cộng sự, 2012). Do đó, vàng và cổ phiếu có thể có cùng xu hướng giá và TSSL dưới những cú sốc giống nhau. Đặc biệt, có một lý do có thể chứng minh cho mối quan hệ tích cực giữa TSSL của vàng và cổ phiếu. Khi lãi suất thực tế thấp hơn 0, các ưu đãi rủi ro cho các nhà đầu tư sẽ được tạo ra theo cú sốc này. Tại thời điểm

này, các nhà đầu tư ưu tiên chọn vàng và cổ phiếu để đầu tư hiệu quả hơn (Drake, 2022).

Tuy nhiên, có một số khám phá mới thể hiện ở Hình 3. Mặc dù mối quan hệ nhân quả Granger từ TSSL của cổ phiếu sang TSSL của vàng vẫn chưa rõ ràng và không có sự thay đổi đáng kể trong giai đoạn sau Covid-19, nhưng quan hệ nhân quả Granger từ TSSL của vàng sang TSSL của cổ phiếu có sự thay đổi tương đối lớn (Drake, 2022). Nhìn chung, có tồn tại quan hệ nhân quả giữa TSSL của cổ phiếu và vàng, thể hiện như mối quan hệ nhân quả dài hạn từ cú sốc vàng tác động đến cú sốc

chứng khoán trong khi tác động thường xuyên của cú sốc chứng khoán đối với cú sốc vàng. Kết quả thực nghiệm cũng cho thấy quan hệ nhân quả của chúng được thúc đẩy rất nhiều sau đại dịch này.

4.4. Kiểm tra kết quả nghiên cứu ở thị trường Việt Nam

Bảng 3 cho thấy giá trị lớn nhất của TSSL của chỉ số VN-Index tăng gần 1% sau khi Covid-19 bùng phát, giá trị bé nhất của TSSL giảm 0.8%. Có nghĩa độ lệch và biến động trong TSSL của VN-Index dao động mạnh hơn sau khi Covid-19 bùng phát, cho thấy sự bất đối xứng và sự biến động của TTCK Việt Nam.

Hình 4 hiển thị TSSL hằng ngày của VN-Index có biến động mạnh hơn và liên tục trong giai đoạn sau dịch Covid-19. Tuy nhiên, sự dao động và khoảng giá trị của TSSL của VN-Index vẫn bé hơn đáng kể so với TSSL của chỉ số S&P 500 và TSSL của vàng. Có thể là do TTCK ở Việt Nam còn khá non trẻ so với TTCK thế giới, nên thị trường này phản ứng chậm và yếu hơn dưới tác động của các cuộc khủng hoảng.

Kết quả cho thấy, trước khi Covid-19 bùng phát, mối tương quan giữa TSSL của vàng và VN-Index là -0.0226, âm và khác không hàm ý mối quan hệ nhân quả giữa TSSL của 2 thị trường trong giai đoạn nền kinh tế ổn định, trước khi đại dịch Covid-19 bùng phát là mối tương quan âm. Theo đó, nhà đầu tư Việt Nam có thể dịch chuyển đầu tư qua vàng thay cho chứng khoán để tránh né các rủi ro trong thị trường. (Bảng 4)

Chỉ số tương quan giữa TSSL của vàng và chỉ số VN-Index trong khoảng thời gian đại dịch Covid-19 là -0.0865, đây là chỉ số âm và khác không. Chỉ số này trái ngược với chỉ số tương quan giữa TSSL của vàng và chỉ số S&P 500 (là 0.0864). Điều này thể hiện mối quan hệ nghịch chiều và đáng kể giữa

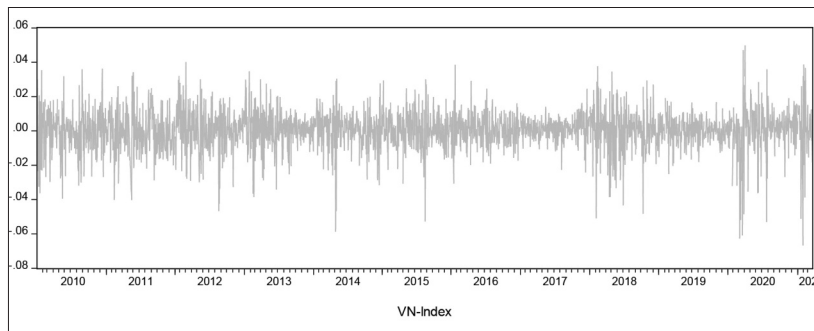
Hình 2: Kiểm tra nhân quả Granger giữa TSSL của vàng và S&P 500 trước khi bùng phát Covid-19

Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 1 2567			
Lags: 1			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
PRE_SP500 does not Granger Cause PRE_GOLD	2502	0.30527	0.5806
PRE_GOLD does not Granger Cause PRE_SP500		0.02334	0.8786

Hình 3: Kiểm tra nhân quả Granger giữa TSSL của vàng và S&P 500 sau khi bùng phát COVID-19

Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 1 2567			
Lags: 1			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
POST_SP500 does not Granger Cause POST_GOLD	321	0.28031	0.5969
POST_GOLD does not Granger Cause POST_SP500		0.82542	0.3643

Hình 4: TSSL hằng ngày của VN-Index



TTV và TTCK Việt Nam. Có thể nhận xét rằng, vai trò phòng ngừa rủi ro của vàng được củng cố và phát huy đáng kể trong cuộc khủng hoảng dịch Covid-19 so với các quan sát trong quá khứ. Dựa vào kết quả này, các nhà đầu tư ở thị trường Việt Nam nên chuyển đầu tư qua vàng để tránh né các rủi ro do sự bùng phát của đại dịch Covid-19 và các cuộc khủng hoảng gây ra.

Bảng 5 cho thấy, mối quan hệ nhân quả Granger từ TSSL của TTCK Việt Nam sang TSSL của vàng

Bảng 3. Thống kê mô tả cho TSSL của chỉ số VN-Index

VN-Index	Trước COVID-19	Sau COVID-19
Max	0.0400	0.0498
Min	-0.0587	-0.0667
Mean	0.0003	0.0007
Std.Dev	0.0110	0.0150
Skew	-0.4321	-1.1700
Kurt	2.1236	4.5919

có sự thay đổi giảm tương đối, làm cho mối quan hệ này càng thiếu rõ ràng trong giai đoạn sau Covid-19. Trong khi đó, mối quan hệ nhân quả Granger từ TSSL của vàng sang TSSL của chỉ số VN-Index cũng thay đổi giảm và giảm tương đối lớn, trái ngược với sự tăng mạnh trong mối quan hệ nhân quả Granger giữa TSSL của vàng và TSSL của chỉ số S&P 500. Nhưng nhìn chung, tác động nhân quả Granger từ TSSL của vàng đối với TSSL của chỉ số VN-Index sau khi chịu sự tác động của sự bùng phát dịch Covid-19 vẫn rõ ràng và đáng kể, phù hợp với kết quả đã được nghiên cứu. Ở thị trường Việt Nam, vàng từ trước đến nay vẫn được xem là một công cụ phòng ngừa lạm phát, đặc biệt là trong các giai đoạn khủng hoảng. Sự gia tăng trong giá vàng giúp bảo vệ và chống lại sự mất giá của đồng Việt Nam và sự gia tăng giá dầu thô, điều này trực tiếp làm tăng chi phí công nghiệp và dẫn đến tỷ lệ lạm phát cao, tiếp tục làm giảm giá cổ phiếu. Khác với mối quan hệ nhân quả Granger giữa TSSL của vàng và TSSL của chỉ số S&P 500, mối quan hệ nhân quả Granger giữa TSSL của vàng và TSSL của TTCK Việt Nam xuất hiện từ trước đại dịch và bị giảm trong khi đại dịch bùng phát.

Nhìn chung, có tồn tại quan hệ nhân quả giữa TSSL của vàng và

Bảng 4. Mối tương quan giữa TSSL của vàng và S&P 500 trong hai giai đoạn

	VN-Index	GOLD
Trước COVID-19		
VN-Index	1.0000 ----	
GOLD	-0.0226 0.2604	1.0000 ----
Sau COVID-19		
VN-Index	1.0000 ----	
GOLD	-0.0865 0.1229	1.0000 ----

Nguồn: Tính toán từ dữ liệu nghiên cứu

Hình 5: Kiểm tra nhân quả Granger giữa TSSL của vàng và VN-Index trước khi bùng phát Covid-19

Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 1 2567			
Lags: 1			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
PRE_VNINDEX does not Granger Cause PRE_GOLD	2477	0.66797	0.4138
PRE_GOLD does not Granger Cause PRE_VNINDEX		1.87062	0.1715

Bảng 5: Kiểm tra nhân quả Granger giữa TSSL của vàng và VN-Index sau khi bùng phát Covid-19

Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 1 2567			
Lags: 1			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
POST_VNINDEX does not Granger Cause POST_GOLD	318	0.01983	0.8881
POST_GOLD does not Granger Cause POST_VNINDEX		0.03896	0.8437

TSSL của TTCK Việt Nam. Mối quan hệ Granger từ TSSL của vàng qua TSSL của cổ phiếu đã rất rõ ràng từ trước khi dịch bệnh bùng phát. Nhưng quan hệ đó bị hạn chế sau đại dịch theo như kết quả thực nghiệm. Tuy vậy, sự thay đổi này phù hợp với tình hình nền kinh tế quốc tế.

5. Kết luận

Bài nghiên cứu này đã phát hiện ra một số khám phá mới và cung cấp những ý nghĩa quan trọng. *Thứ nhất*, từ trước tới nay, các nhà đầu tư thường có niềm tin rằng vàng có thể được sử dụng để đa dạng hóa danh mục đầu tư và làm công cụ phòng ngừa rủi ro trong các thời kỳ căng thẳng kinh tế vì mối tương quan âm giữa TSSL của vàng đối với thị trường kinh tế nói chung và TTCK nói riêng. Tuy nhiên, nhận định này có thể bị bác bỏ trong thời kỳ bùng phát đại dịch Covid-19. *Thứ hai*, xuất hiện những thay đổi năng động theo thời gian, hiển thị dưới dạng quan hệ nhân quả dài hạn giữa TSSL của vàng với cổ phiếu trong khi tác động thay đổi của cú sốc chứng khoán đối với cú sốc vàng. Những phát hiện này không chỉ phản ánh sự bất ổn của

kinh tế vĩ mô mà còn thể hiện tính linh hoạt của hoạt động đầu tư. *Thứ ba*, sự bùng phát dịch Covid-19 thúc đẩy sự thay đổi trong tiến trình truyền rủi ro từ vàng qua cổ phiếu. Có thể tác động hiện tại mà các nhà đầu tư bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh này sẽ tiếp tục mở rộng nếu nhà đầu tư chỉ quan tâm đến các mối quan hệ trong miền thời gian. Trong khi đó, những thay đổi năng động như vậy về quan hệ nhân quả nhấn mạnh sự cần thiết của việc giám sát thời gian thực của các cơ quan quản lý đối với thị trường tài chính. Một động lực khả thi của mối quan hệ giữa TSSL của TTCK và TTV có thể là tỷ lệ lãi suất thực tế; khi tỷ giá hối đoái thực tế giảm xuống dưới 0%, mối tương quan giữa TSSL của vàng và TSSL của TTCK có xu hướng tích cực, chuyển động cùng chiều, hàm ý khi tỷ giá hối đoái thực tế giảm xuống dưới 0%, các nhà đầu tư dịch chuyển đầu tư sang cả TTV và TTCK. Bằng chứng thực nghiệm từ mối quan hệ giữa TSSL của vàng và TSSL của TTCK trong cuộc khủng hoảng Covid-19 sẽ khiến các nhà đầu tư nghi ngờ về vai trò của vàng như một phương tiện phòng hộ ■

TÀI LIỆU TRÍCH DẪN:

(*) Các TTCK lớn trên thế giới bị sụt giảm mạnh bao gồm chứng khoán Mỹ, châu Âu, Brazil và Trung Quốc. Trong đợt bùng phát Covid-19, chỉ số Dow Jones trải qua mức giảm mạnh nhất kể từ tháng 02/2018 trong khi chỉ số S&P 500 giảm 3,35% (Lai & Hu, 2021).

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. AlAmeer, M., Hammad, W., Ismail, A., Hamdan, A., (2018). The relationship of gold price with the stock market: The case of Frankfurt Stock Exchange. *Int. J. Energy Econ. Policy* 8 (5), 357-371.
2. Baur, DG., McDermott, TK., (2010). Is gold a safe haven? International evidence. *J. Bank. Finance* 34 (8), 1886-1898 (August).
3. Bouri, E., Cepni, O., Gabauer, D., Gupta, R., (2021). Return connectedness across asset classes around the COVID-19 outbreak. *Int. Rev. Financ. Anal.* 73, 101646.
4. Choudhry, T., Hassan, S.S., Shabi, S., (2015). Relationship between gold and stock markets during the global financial crisis: evidence from nonlinear causality tests. *Int. Rev. Financ. Anal.* 41, 247-256.
5. Dickey, DA., Fuller, WA., (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *J. Am. Stat. Assoc.* 74, 427-431.
6. Drake, (2022). The gold-stock market relationship during COVID-19. *Finance Res. Lett.*
7. Gharib, C., Mefteh-Wali, S., Jabeur, S.B., (2021). The bubble contagion effect of COVID-19 out break: evidence from crude oil and gold markets. *Finance Res. Lett.* 38, 101703.
8. Granger, C.W., (1980). Testing for causality: A personal viewpoint. *J. Econ. Dynam. Control* 2, 329-352.
9. Hung, Vo, (2021). Directional spillover effects and time-frequency nexus between oil, gold and stock markets: evidence from pre and during COVID-19 outbreak. *Int. Rev. Financ. Anal.*

10. Mensi, Sensoy, Vo, Kang, (2020). Impact of COVID-19 outbreak on asymmetric multifractality of gold and oil prices. *Resour. Pol.* 69, 101829.

11. Sharif, A., Aloui, C., Yarovaya, L., (2020). COVID-19 pandemic, oil prices, stock market, geopolitical risk and policy uncertainty nexus in the US economy: fresh evidence from the wavelet-based approach. *Int. Rev. Financ. Anal.* 70, 101496.

Ngày nhận bài: 5/10/2022

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 5/11/2022

Ngày chấp nhận đăng bài: 15/11/2022

Thông tin tác giả:

1. TS. NGUYỄN THỊ UYÊN UYÊN

Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

2. ThS. PHẠM DƯƠNG KHOL

Công ty Cổ phần Indefol Solar

3. CN. LÊ QUANG VŨ

THE COVID-19 PANDEMIC'S IMPACTS ON THE ORRELATION BETWEEN THE RETURNS OF GOLD AND STOCKS

● Ph.D NGUYEN THI UYEN UYEN¹

● Master. PHAM DUONG KHOL²

● LE QUANG VU

¹University of Economics Ho Chi Minh City

²Indefol Solar Joint Stock Company

ABSTRACT:

In this study, the research samples are the closing price of the daily stock and gold from January 4, 2010, to March 24, 2021. The data are collected into two phases, namely before and after the outbreak of COVID-19. This study finds out that there was a negative correlation between the returns of gold and stocks in the period before the COVID-19 pandemic. It suggested that investors should had more gold in their portfolios to diversify investments and hedge risks. However, after the outbreak of COVID-19, there was a positive correlation between the returns of gold and stocks. At that time, the development of the gold market created favorable conditions for the growth of the stock market. This study's findings are expected to provide investors and policymakers with useful information to deal with extreme shocks or events in markets in the future.

Keywords: COVID-19, gold market, stock market, hedging.