

CƠ CHẾ TRUYỀN DẪN CỦA CÁC CÚ SỐC KINH TẾ VĨ MÔ HOA KỲ ĐẾN CÁN CÂN THANH TOÁN CỦA VIỆT NAM: CÁCH TIẾP CẬN ARDL

NGUYỄN THÀNH TRUNG

Khoa Tài chính - Kế toán, Trường Đại học Nguyễn Tất Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

Faculty of Finance and Accounting, Nguyen Tat Thanh University, Ho Chi Minh city

Email: nthanhtrung@ntt.edu.vn

Ngày nhận bài: 10/8/2026

Ngày sửa bài: 25/8/2026

Ngày duyệt đăng bài: 8/9/2026

Tóm tắt:

Nghiên cứu phân tích cơ chế truyền dẫn của các cú sốc kinh tế vĩ mô Hoa Kỳ đến cán cân thanh toán của Việt Nam bằng dữ liệu quý 2010Q1-2025Q4 và mô hình ARDL-ECM. Kiểm định Bounds xác nhận quan hệ dài hạn trong cả 3 mô hình. Trong dài hạn, lãi suất thực và lạm phát Hoa Kỳ tác động cùng chiều, có ý nghĩa thống kê đến tài khoản vãng lai; lãi suất thực Hoa Kỳ tác động ngược chiều đến tài khoản vốn-tài chính. Tác động lên cán cân thanh toán tổng thể yếu hơn, cho thấy sự bù trừ giữa các cấu phần đối ngoại. Trong ngắn hạn, phản ứng của tài khoản vãng lai và vốn-tài chính chủ yếu xuất hiện với độ trễ; hệ số hiệu chỉnh sai số âm và có ý nghĩa trong cả 3 mô hình, xác nhận điều chỉnh về cân bằng dài hạn. Kết quả nhấn mạnh vai trò của kênh lãi suất-dòng vốn và sự phối hợp giữa các cấu phần đối ngoại trong hấp thụ cú sốc bên ngoài.

Từ khóa: cú sốc kinh tế vĩ mô, Hoa Kỳ, lãi suất thực, lạm phát, sản lượng thực, cán cân thanh toán, ARDL-ECM

Transmission mechanisms of U.S. macroeconomic shocks to Vietnam's balance of payments: An ARDL approach

Abstract:

This study examines the transmission mechanisms through which U.S. macroeconomic shocks affect Vietnam's balance of payments using quarterly data from 2010Q1 to 2025Q4 and an ARDL-ECM approach. Bounds testing confirms the existence of long-run relationships in all three models. In the long run, the U.S. real interest rate and inflation have positive and statistically significant effects on the current account, while the U.S. real interest rate has a negative effect on the capital and financial account. The effects on the overall balance of payments are weaker, suggesting offsetting movements among external-sector components. In the short run, responses in the current account and the capital and financial account mainly occur with lags. The negative and statistically significant error-correction coefficients in all three models confirm adjustment toward long-run equilibrium. The findings highlight the importance of the interest rate-capital flow channel and the interaction among external-sector components in absorbing external shocks.

Keywords: U.S. macroeconomic shocks, real interest rate, inflation, real output, balance of payments, ARDL-ECM

1. Đặt vấn đề

Trong bối cảnh hội nhập kinh tế và tài chính quốc tế, các nền kinh tế mới nổi chịu ảnh hưởng ngày càng lớn từ biến động kinh tế vĩ mô bên ngoài. Thay đổi về lãi suất, lạm phát và hoạt động kinh tế của Hoa Kỳ có thể tác động đến điều kiện tài chính, dòng vốn, tỷ giá và thương mại.

Việt Nam có độ mở thương mại cao và hội nhập sâu vào thị trường tài chính quốc tế. Giai đoạn 2021-2023, lạm phát Hoa Kỳ tăng mạnh, thúc đẩy Fed nâng lãi suất quỹ liên bang lên 5,25-5,50%, tạo áp lực lên dòng vốn, tỷ giá và điều kiện tài chính tại các nền kinh tế mới nổi. Năm 2025, khi lạm phát hạ nhiệt và Fed chuyển sang nới lỏng, điều kiện quốc tế tiếp tục thay đổi (FRED, 2026).

Nghiên cứu đánh giá tác động của lãi suất thực, lạm phát và sản lượng thực Hoa Kỳ đến cán cân thanh toán Việt Nam giai đoạn 2010Q1-2025Q4, sử dụng ARDL-ECM để phân biệt tác động ngắn hạn và dài hạn.

2. Cơ sở lý thuyết, nghiên cứu thực nghiệm và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Khung lý thuyết dựa trên Mundell-Fleming, ngang giá lãi suất không bảo hiểm (UIP) và ngang giá sức mua (PPP), nhằm giải thích cơ chế truyền dẫn của cú sốc kinh tế vĩ mô đến cán cân thanh toán.

Trong mô hình của Mundell (2001), nền kinh tế mở được mô tả thông qua cân bằng trên thị trường hàng hóa, tiền tệ:

$$Y = C(Y - T) + I(i) + NX(e, Y, Y^*),$$

$$M/P = L(Y, i)$$

$$\text{Và công thức tính cán cân thanh toán: } BOP = [CA(Y, e) + KA(i - i^*) + OM] - OFB = 0$$

Trong đó, Y và Y^* là sản lượng trong nước và nước ngoài; C là tiêu dùng; T là thuế; I là đầu tư; i và i^* là lãi suất; NX là xuất khẩu ròng; e là tỷ giá; M/P là cung tiền thực; $L(Y, i)$ là cầu tiền; CA và KA là tài khoản vãng lai, vốn và tài chính; OM là lỗi và sai sót; OFB là cán cân bù đắp chính thức; BOP là cán cân tổng thể.

Mundell-Fleming cho thấy, thay đổi điều kiện tài chính quốc tế làm thay đổi chênh lệch lãi suất và dòng vốn. Khi lãi suất Hoa Kỳ tăng tương đối, mức sinh lợi của tài sản bằng đô la Mỹ tăng, làm thay đổi phân bổ danh mục và gây áp lực lên dòng vốn, tỷ giá.

UIP bổ sung rằng chênh lệch lãi suất gắn với kỳ vọng thay đổi tỷ giá (Engel, 2014). Cú sốc lãi suất Hoa Kỳ có thể truyền dẫn:

Cú sốc lãi suất Hoa Kỳ $\rightarrow$ chênh lệch lãi suất $\rightarrow$ kỳ vọng tỷ giá $\rightarrow$ dòng vốn quốc tế $\rightarrow$ tỷ giá $\rightarrow$ cán cân vốn và tài chính (KA).

Kênh tài chính liên kết với khu vực thực qua PPP (Dornbusch, 1985): $\Delta \ln e_t = \pi_t - \pi_t^*$, trong đó e_t là tỷ giá danh nghĩa, π_t và π_t^* là lạm phát trong nước và nước ngoài. Chênh lệch lạm phát làm thay đổi giá tương đối, ảnh hưởng sức cạnh tranh xuất khẩu và nhu cầu nhập khẩu.

Kênh lạm phát được mô tả:

Cú sốc lạm phát Hoa Kỳ $\rightarrow$ chênh lệch giá $\rightarrow$ tỷ giá $\rightarrow$ giá tương đối $\rightarrow$ xuất nhập khẩu $\rightarrow$ tài khoản vãng lai (CA).

Sản lượng Hoa Kỳ phản ánh cầu bên ngoài đối với hàng hóa và dịch vụ Việt Nam. Khi kinh tế Hoa Kỳ thay đổi, nhu cầu nhập khẩu và xuất khẩu Việt Nam có thể thay đổi, ảnh hưởng tài khoản vãng lai.

3 kênh gồm: (i) lãi suất thực $\rightarrow$ chênh lệch lãi suất, dòng vốn và tỷ giá; (ii) lạm phát $\rightarrow$ chênh lệch giá, tỷ giá và thương mại; (iii) sản lượng $\rightarrow$ cầu hàng hóa và dịch vụ xuất khẩu.

Do đó, cơ chế truyền dẫn tổng quát được mô tả:

Cú sốc kinh tế vĩ mô Hoa Kỳ $\rightarrow$ lãi suất/chênh lệch lãi suất và điều kiện cầu $\rightarrow$ dòng vốn và tỷ giá $\rightarrow$ thương mại $\rightarrow$ tài khoản vãng lai và tài khoản vốn - tài chính $\rightarrow$ cán cân thanh toán Việt Nam.

Khung lý thuyết là cơ sở kiểm định tác động ngắn hạn và dài hạn của các biến kinh tế vĩ mô Hoa Kỳ đến cán cân thanh toán bằng ARDL-ECM.

2.2. Nghiên cứu thực nghiệm liên quan

Các nghiên cứu cho thấy, cú sốc kinh tế và chính sách từ Hoa Kỳ tác động đến các nền kinh tế mới nổi qua nhiều kênh. Ascari et al. (2024) cho rằng, cú sốc chuỗi cung ứng toàn cầu góp phần vào lạm phát năm 2022 và nhấn mạnh yêu cầu thận trọng trong điều hành tiền tệ.

Nguyen The Khang et al. (2024) cho thấy, chính sách tài khóa tác động đáng kể đến tăng trưởng Việt Nam, nhấn mạnh vai trò của chi tiêu công trong nền kinh tế nhỏ và mở và khả năng hấp thụ cú sốc bên ngoài.

Ngô Hoàng Thảo Trang và Ngô An (2025) chỉ ra cú sốc thắt chặt tiền tệ Hoa Kỳ làm lãi suất Việt Nam tăng ngắn hạn trước khi điều chỉnh dài hạn, trong khi phản ứng tỷ giá không có ý nghĩa. Nguyễn Thành Trung (2025) nhấn mạnh vai trò của chênh lệch lãi suất và tỷ giá linh hoạt trong hạn chế dòng vốn chảy ra.

Các nghiên cứu cung cấp bằng chứng về truyền dẫn cú sốc Hoa Kỳ đến thị trường tài chính và kinh tế vĩ mô Việt Nam. Tuy nhiên, tác động đồng thời của lãi suất thực, lạm phát và sản lượng Hoa Kỳ đến cán cân thanh toán tổng thể chưa được làm rõ; đây là khoảng trống nghiên cứu.

2.3. Dữ liệu và Phương pháp nghiên cứu

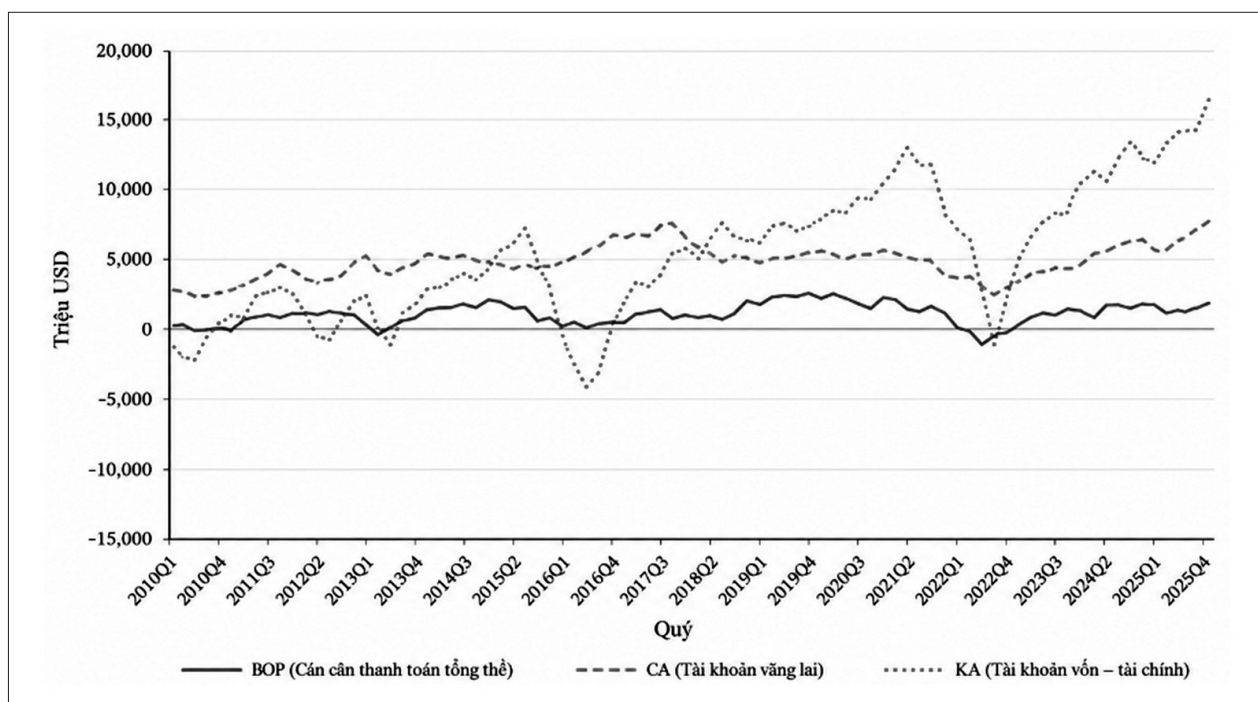
2.3.1. Dữ liệu và biến nghiên cứu

Dữ liệu chuỗi thời gian theo quý giai đoạn 2010Q1-2025Q4 được thu thập từ Federal Reserve, BEA, IMF, World Bank, GSO và NHNN.

Do cán cân thanh toán tuân theo hạch toán kép, tổng giao dịch đối ngoại sau các khoản tài trợ luân cân bằng ($BOP = OB + OFB = 0$). Nghiên cứu dùng cán cân tổng thể (Overall Balance - OB) làm biến phụ thuộc chính vì phản ánh thặng dư hoặc thâm hụt trước giao dịch tài trợ.

Biến phụ thuộc gồm BOPVN, CA và KA; biến độc lập gồm lãi suất thực Hoa Kỳ (RIR^*), lạm phát (INF^*) và sản lượng thực (GDP^*), tương ứng 3 kênh truyền dẫn.

Hình 1. Diễn biến BOP, CA và KA của Việt Nam giai đoạn 2010Q1-2025Q4



Nguồn: Tính toán của tác giả từ IMF

BOP, CA và KA biến động đáng kể và không hoàn toàn đồng biến. Khác biệt giữa CA và KA gợi ý cơ chế bù trừ, khiến phản ứng BOP tổng thể có thể khác từng tài khoản. Nghiên cứu vì vậy ước lượng riêng 3 mô hình ARDL.

2.3.2. Mô hình nghiên cứu

Mối quan hệ giữa BOPVN và các cú sốc Hoa Kỳ: $BOPVN_t = f(RIR^*_t, INF^*_t, GDP^*_t)$.

Các cấu phần: $CA = f(RIR^*_t, INF^*_t, GDP^*_t)$ và $KA = f(RIR^*_t, INF^*_t, GDP^*_t)$.

Dạng ARDL tổng quát:

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^{q1} \beta_j \Delta RIR^*_{t-j} + \sum_{k=0}^{q2} \gamma_k \Delta INF^*_{t-k} + \sum_{l=0}^{q3} \delta_l \Delta GDP^*_{t-l} + \varepsilon_t$$

Yt lần lượt là BOPVNt, CA_t hoặc KA_t; RIR*_t, INF*_t và GDP*_t là lãi suất thực, lạm phát và sản lượng thực Hoa Kỳ. Các độ trễ phản ánh quá trình truyền dẫn và điều chỉnh.

2.3.3. Phương pháp ước lượng

Nghiên cứu sử dụng ARDL, ECM và kiểm định Bounds của Pesaran, Shin & Smith (2001). Quy trình gồm kiểm định tính dừng, chọn độ trễ, Bounds test, ước lượng dài hạn và ECM, sau đó kiểm định chẩn đoán và ổn định.

2.3.4. Giả thuyết nghiên cứu

H1. Kênh lãi suất - dòng vốn: Lãi suất thực Hoa Kỳ có tác động đáng kể đến cán cân thanh toán tổng thể của Việt Nam thông qua chênh lệch lãi suất, dòng vốn quốc tế và tỷ giá:

$RIR^* \rightarrow \text{Dòng vốn} \rightarrow \text{Cán cân vốn và tài chính KA} \rightarrow BOPVN$

H2. Kênh lạm phát - Thương mại: Lạm phát Hoa Kỳ có tác động đáng kể đến cán cân thanh toán tổng thể của Việt Nam thông qua xuất nhập khẩu, cán cân vãng lai:

$INF^* \rightarrow \text{Thương mại} \rightarrow \text{Cán cân vãng lai CA} \rightarrow BOPVN$

H3. Kênh sản lượng - cầu bên ngoài: Sản lượng Hoa Kỳ có tác động đáng kể đến BOPVN thông qua cầu đối với hàng hóa và dịch vụ xuất khẩu, qua đó ảnh hưởng đến tài khoản vãng lai:

$GDP^* \rightarrow \text{Cầu xuất khẩu} \rightarrow \text{Cán cân vãng lai CA} \rightarrow BOPVN$

ARDL-ECM kiểm định các mối quan hệ và phân biệt tác động ngắn hạn, dài hạn của từng cú sốc Hoa Kỳ đến cán cân thanh toán.

3. Kết quả nghiên cứu

3.1. Tính dừng, lựa chọn độ trễ và quan hệ dài hạn

Bảng 1. Thống kê mô tả và kiểm định tính dừng¹

Biến	Mean	SD	Min	Max	ADF Level	p-value	ADF Δ	p-value	I(d)
BOP	-1,162.69	3,939.39	-9,259.88	15,598.54	-3.06	0.0296	—	—	I(0)
CA	2,177.59	3,601.25	-4,571.00	13,159.00	-1.327	0.6169	-4.012	0.0014	I(1)
KA	710.19	3,368.20	-6,908.12	13,873.06	-2.966	0.0382	—	—	I(0)
RIR*	-1.16	2.23	-7.82	2.47	-2.278	0.1791	-3.46	0.0091	I(1)
INF*	2.59	1.89	-0.11	8.59	-1.845	0.3581	-3.354	0.0126	I(1)
GDP*	19,977.95	2,217.30	16,582.71	24,055.75	0.782	0.9913	-4.486	0.0002	I(1)

Nguồn: Tính toán của tác giả từ dữ liệu IMF, FRED và BEA.

ADF cho thấy các biến có bậc tích hợp hỗn hợp I(0) và I(1). BOP và KA dừng tại mức 5%; CA, lãi suất thực, lạm phát và sản lượng thực Hoa Kỳ dừng sau sai phân bậc nhất. Không biến I(2), đáp ứng điều kiện ARDL. Theo AIC, độ trễ tối ưu là (1,0,0,0) cho BOP, (1,4,4,3) cho CA và (3,2,2,1) cho KA. Bounds cho F = 8,998; 9,261 và 10,929, t = -5,721; -6,023 và -6,355 lần lượt cho BOP, CA và KA. Tất cả vượt cận trên 1%, xác nhận quan hệ dài hạn trong 3 mô hình.

3.2. Tác động dài hạn

Bảng 2. Kết quả ước lượng ARDL-ECM²

Biến / chỉ tiêu	BOP	CA	KA
Độ trễ ARDL	(1,0,0,0)	(1,4,4,3)	(3,2,2,1)
Hệ số dài hạn			
RIR*	555.879	1,567.550***	-791.546***
INF*	1,464.774*	2,048.937***	-152.151
GDP*	-0.549	-0.285	0.299
Hệ số hiệu chỉnh sai số (ECT _{t-1})	-0.7295*	-0.8424*	-1.4582*
Hệ số ngắn hạn có ý nghĩa			
ΔRIR^*_{t-1}	—	-3,472.553**	3,973.201**
ΔRIR^*_{t-3}	—	-2,456.698**	—
ΔINF^*_{t-1}	—	-4,971.282***	3,113.399*
ΔINF^*_{t-3}	—	-3,275.200**	—
ΔGDP^*_{t-2}	—	-3.068**	—
Quan hệ dài hạn (Bounds test)	Có***	Có***	Có***

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Stata 16.

Ước lượng cho thấy, cơ chế truyền dẫn khác nhau giữa các cấu phần. Với BOP, chỉ lạm phát Hoa Kỳ có hệ số dương, có ý nghĩa 10% (1.464,774; $p = 0,065$); lãi suất và sản lượng không có ý nghĩa. CA: lãi suất thực tác động dương ở 1% (1.567,550; $p = 0,002$) và lạm phát tác động dương ở 1% (2.048,937; $p = 0,001$). KA: lãi suất thực tác động âm ở 1% (-791,546; $p = 0,007$); lạm phát và sản lượng không có ý nghĩa.

Cú sốc Hoa Kỳ không truyền dẫn đồng nhất. Kênh lãi suất rõ nhất ở KA, còn CA nhạy cảm hơn với lãi suất và lạm phát. Hướng tác động trái chiều giữa CA và KA làm yếu tác động lên BOP.

3.3. Động thái ngắn hạn và kiểm định chẩn đoán

Hệ số hiệu chỉnh sai số đều âm và có ý nghĩa 1%: -0,7295 (BOP), -0,8424 (CA), -1,4582 (KA), xác nhận điều chỉnh về cân bằng dài hạn. KA có trị tuyệt đối lớn hơn 1, hàm ý overshooting. Tác động ngắn hạn của lãi suất và lạm phát chủ yếu xuất hiện với độ trễ, nhất là ở CA và KA.

Breusch-Godfrey không cho thấy tự tương quan. Kiểm định phương sai thay đổi không phát hiện vấn đề ở CA và KA; với BOP, $p = 0,0962$ chưa đủ bác bỏ phương sai không đổi ở 5%, dù có dấu hiệu yếu ở 10%. CUSUM và CUSUMSQ xác nhận mô hình ổn định.

3.4. Thảo luận kết quả

Cú sốc kinh tế vĩ mô Hoa Kỳ truyền dẫn chủ yếu qua các cấu phần cán cân thanh toán thay vì tạo phản ứng đồng nhất ở BOP. Tác động âm, có ý nghĩa của lãi suất thực Hoa Kỳ lên KA phù hợp với kênh lãi suất-dòng vốn trong Mundell-Fleming và UIP: điều kiện tài chính Hoa Kỳ thay đổi mức sinh lợi tương đối của tài sản và gây áp lực lên dòng vốn.

Tác động dương của lãi suất thực và lạm phát Hoa Kỳ lên CA cho thấy khu vực đối ngoại thực phản ứng với điều kiện tài chính và giá quốc tế. Do không đưa tỷ giá, xuất khẩu và nhập khẩu trực tiếp vào mô hình, nghiên cứu chưa xác định riêng các mắt xích của kênh thương mại; kết quả là bằng chứng phù hợp với cơ chế lý thuyết, không phải bằng chứng trực tiếp về nhân quả.

Lãi suất Hoa Kỳ tác động trái chiều lên CA và KA, góp phần giải thích phản ứng yếu của BOP. Chỉ xem

xét BOP có thể bỏ qua điều chỉnh giữa các tài khoản; chính sách ứng phó cần quan tâm đồng thời dòng vốn, tỷ giá và nền tảng đối ngoại.

4. Kết luận

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu quý 2010Q1-2025Q4 và ARDL-ECM để phân tích truyền dẫn của lãi suất thực, lạm phát và sản lượng Hoa Kỳ đến cán cân thanh toán Việt Nam. Bounds xác nhận quan hệ dài hạn trong BOP, CA và KA, nhưng mức độ truyền dẫn khác nhau. Lãi suất thực Hoa Kỳ có bằng chứng rõ nhất đối với KA; lãi suất và lạm phát có quan hệ dài hạn có ý nghĩa với CA. Hướng tác động khác nhau làm phản ứng BOP yếu hơn.

Về chính sách, Việt Nam cần theo dõi điều kiện tài chính Hoa Kỳ, nhất là khi Fed điều chỉnh lãi suất nhanh. Tỷ giá linh hoạt, củng cố dự trữ ngoại hối và tăng khả năng hấp thụ biến động dòng vốn có thể giảm tác động ngắn hạn. Duy trì CA và nâng sức cạnh tranh xuất khẩu cũng tăng khả năng chống chịu. Nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng ARDL để kiểm định trực tiếp tỷ giá, dòng vốn và thương mại ■

Lời cảm ơn:

Nghiên cứu này được tài trợ bởi Trường Đại học Nguyễn Tất Thành, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

TÀI LIỆU TRÍCH DẪN:

¹ADF là kiểm định Augmented Dickey-Fuller; Δ biểu thị sai phân bậc nhất; Ho: chuỗi có nghiệm đơn vị. Các giá trị p-value được báo cáo theo kiểm định MacKinnon. N = 64 đối với thống kê mô tả; kiểm định ADF ở mức sử dụng 60 quan sát và ở sai phân bậc nhất sử dụng 58 quan sát do độ trễ 4 quý.

² Δ biểu thị sai phân bậc nhất. ***, ** và * lần lượt biểu thị mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%. Dấu “-” biểu thị hệ số không xuất hiện hoặc không có ý nghĩa thống kê trong mô hình tương ứng. Các kiểm định Bounds cho thấy tồn tại quan hệ mức dài hạn ở mức ý nghĩa 1% trong cả 3 mô hình.

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

Ngô Hoàng Thảo Trang và Ngô An (2025). Tác động của chính sách tiền tệ Mỹ đến các yếu tố vĩ mô ở Việt Nam và hàm ý chính sách. Tạp chí Kinh tế và Phát triển, 336, 2-13.

Nguyễn Thành Trung (2025). Ảnh hưởng của lãi suất thực đến dòng chảy vốn vào Việt Nam. Tạp chí Tài chính, 28, 302-309.

Ascari, G., Bonam, D., & Smadu, A. (2024). Global supply chain pressures, inflation, and implications for monetary policy. Journal of International Money and Finance, 142, 103029.

Dornbusch, R. (1985). Purchasing power parity. National Bureau of Economic Research, w1591

Engel, C. (2014). Exchange Rates and Interest Parity. In Gopinath et al. (Eds.), Handbook of International Economics, Vol 4 Chap 8.

Federal Reserve Bank of St. Louis. (2026). FRED: Federal Reserve Economic Data. Federal Reserve Bank of St. Louis.

International Monetary Fund (2025). The Global Financial Stability Report.

Nguyen The Khang, Do Gioan Hao, Nguyen Thi To Nga & Le Thi My Ngan (2024). The impacts of monetary and fiscal policies on economic growth in Vietnam. Montenegrin Journal of Economics, 20(4), 19-26.

Mundell, R. A. (2001). On the history of the Mundell-Fleming model. IMF Staff Papers, 47(Special Issue), 215-227.

Pesaran, H., & Shin, Y. Richard Smith (2001). Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships. Journal of Applied Econometrics, 16, 289.

Pesaran, M. H. & Shin, Y. (1995). An autoregressive distributed lag modelling approach to cointegration analysis (Vol. 9514). Cambridge, UK: Department of Applied Economics, University of Cambridge.

U.S. Bureau of Economic Analysis. (2026). Gross domestic product. U.S. Department of Commerce. <https://www.bea.gov/data/gdp/gross-domestic-product?>