

MỐI LIÊN KẾT VÀ HIỆU ỨNG LAN TỎA GIỮA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI VÀ VIỆT NAM TRONG HAI NHIỆM KỲ TỔNG THỐNG MỸ: DONALD TRUMP (2017-2020) VÀ JOE BIDEN (2021-2024)

● NGUYỄN MAI TRIỀU NGUYÊN¹ - NGUYỄN THỊ PHƯƠNG DUNG¹
- ĐỖ DUY KIÊN¹ - LÊ THỊ THU¹ - PHẠM THANH DUNG¹ - LÊ TUẤN BÁCH^{1*}

¹Phân hiệu Trường Đại học Ngoại thương tại Thành phố Hồ Chí Minh

*Tác giả liên hệ: letuanbach.hcmc@ftu.edu.vn

DOI: 10.62831/nckh.2026.397.v1

TÓM TẮT:

Nghiên cứu định lượng và so sánh mối liên kết tương quan động cùng cơ chế lan tỏa rủi ro giữa 5 thị trường chứng khoán: Hoa Kỳ (S&P 500), Anh (FTSE 100), Nhật Bản (Nikkei 225), Trung Quốc (Shanghai Composite) và Việt Nam (VN-Index). Sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian theo ngày qua hai nhiệm kỳ Tổng thống Mỹ Donald Trump (2017-2020) và Joe Biden (2021-2024), bài viết kết hợp mô hình GARCH(1,1), DCC-GARCH và phương pháp phân rã phương sai Diebold-Yilmaz (2012). Kết quả thực nghiệm chỉ ra chỉ số lan tỏa tổng thể (TCI) giảm mạnh từ 42,43% (thời Trump) xuống 19,43% (thời Biden), phản ánh xu hướng ổn định vĩ mô hậu đại dịch. Trong cả hai giai đoạn, S&P 500 luôn là nguồn phát tán rủi ro ròng lớn nhất toàn cầu. Ngược lại, Việt Nam (VN-Index) liên tục đóng vai trò bên tiếp nhận rủi ro ròng, cho thấy tính dễ bị tổn thương cao trước các cú sốc chính sách từ các trung tâm tài chính lớn bên ngoài, đặc biệt là Hoa Kỳ.

Từ khóa: mối liên kết, hiệu ứng lan tỏa, thị trường chứng khoán, thế giới, Việt Nam, Tổng thống Mỹ, Donald Trump, Joe Biden.

1. Đặt vấn đề

Trong xu thế toàn cầu hóa tài chính sâu rộng, thị trường chứng khoán (TTCK) không chỉ đóng vai trò là kênh huy động vốn, định giá tài sản quốc gia mà còn trở thành thực thể nhạy cảm trước các cú sốc xuyên biên giới. Sự liên thông giữa TTCK quốc tế và các thị trường mới nổi diễn ra thông qua các kênh

truyền dẫn đa dạng bao gồm thương mại, dòng vốn đầu tư gián tiếp, và hiệu ứng tâm lý lan tỏa của nhà đầu tư. Đặc biệt, giai đoạn từ năm 2017 đến năm 2024 chứng kiến những bước ngoặt chính trị lớn tại Hoa Kỳ gắn liền với hai nhiệm kỳ Tổng thống liên tiếp có trường phái kinh tế hoàn toàn đối lập: Donald Trump (2017-2020) và Joe Biden (2021-2024).

Nhiệm kỳ của Tổng thống Donald Trump đặc trưng bởi chiến lược bảo hộ thương mại mang tính đơn phương “Nước Mỹ trên hết” (America First), trực tiếp khơi mào cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung căng thẳng từ năm 2018, đồng thời khép lại với cú sốc y tế toàn cầu mang tên đại dịch COVID-19 vào đầu năm 2020 (Rana, 2025). Ngược lại, nhiệm kỳ của Tổng thống Joe Biden hướng tới tái thiết lập liên minh đa phương, triển khai các gói kích thích tài khóa quy mô lớn (như Kế hoạch Giải cứu Mỹ trị giá 1.900 tỷ USD) để phục hồi kinh tế sau đại dịch, song đồng thời phải đối mặt với áp lực lạm phát cao kỷ lục dẫn đến chiến dịch thắt chặt tiền tệ quyết liệt từ Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED), kết hợp cùng các bất ổn địa chính trị toàn cầu (BT, 2021).

Sự thay đổi căn bản trong hệ thống chính sách và môi trường kinh tế vĩ mô của Hoa Kỳ - trung tâm tài chính lớn nhất thế giới - đã tạo ra những dịch chuyển mang tính cấu trúc trong dòng vốn quốc tế và mức độ lan tỏa rủi ro hệ thống. Là một nền kinh tế mở đang hội nhập sâu rộng, Việt Nam không nằm ngoài quỹ đạo ảnh hưởng này. Chỉ số VN-Index ngày càng thể hiện mối tương quan chặt chẽ với diễn biến quốc tế. Do đó, nghiên cứu này được thực hiện nhằm định lượng hóa và so sánh một cách toàn diện mối liên kết tương quan động và cơ chế lan tỏa rủi ro giữa 4 trung tâm tài chính lớn (Hoa Kỳ, Vương quốc Anh, Nhật Bản, Trung Quốc) và thị trường mới nổi Việt Nam xuyên suốt hai thời kỳ chính trị mang tính lịch sử này.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Trong tài chính quốc tế, hiệu ứng lan truyền (Contagion Effect) mô tả quá trình các cú sốc, biến động hoặc thông tin bất lợi từ một thị trường nhanh chóng truyền sang các thị trường khác qua sự kết nối hệ thống. Hiện tượng này gắn liền với rủi ro lan tỏa (risk spillover) và sự truyền dẫn biến động (shock volatility transmission), nơi biến động tỷ suất sinh lợi của một loại tài sản kích hoạt sự biến động đồng điệu ở các tài sản khác. Khi hiệu ứng lan truyền xảy ra, mức độ tương quan giữa các tài sản gia tăng đột biến, làm suy giảm lợi ích của chiến lược đa dạng hóa danh mục và đẩy rủi ro hệ thống lên cao. Forbes & Rigobon (2002) lưu ý rằng hiện tượng này thường được đo bằng sự gia tăng đột ngột trong hệ số tương quan giai đoạn khủng hoảng, dù một phần của đà tăng chỉ là hệ

quả từ sự gia tăng biến động chung (volatility). Ở phạm vi toàn cầu, Baele (2005) ghi nhận hiệu ứng lan truyền rõ nét từ thị trường chứng khoán Mỹ sang châu Âu trong các giai đoạn biến động mạnh. Khi cú sốc xuất hiện tại các thị trường trọng điểm, dòng vốn quốc tế (đặc biệt là dòng vốn ngắn hạn) có xu hướng tháo chạy khỏi các thị trường mới nổi để tìm nơi trú ẩn an toàn, thúc đẩy làn sóng bán tháo và hành vi đồng pha giữa các thị trường tài chính.

Mối quan hệ giữa các thị trường được hình thành dựa trên liên kết kinh tế cơ bản (interdependence) như dòng vốn, thương mại xuyên biên giới và chính sách vĩ mô tự nhiên, chứ không phải do lây lan rủi ro. Hệ số tương quan ở mức thấp hoặc trung bình, tạo điều kiện cho việc phân tán rủi ro. Các gắn kết chính sách đóng vai trò như cơ chế "giảm xóc" trước các cú sốc ngắn hạn. Forbes & Rigobon (2002) khẳng định sự biến động đồng thời lúc này chỉ là hệ quả của hội nhập sâu rộng thay vì tâm lý hoảng loạn.

Ngược lại, các cú sốc lớn (khủng hoảng năm 2008, đại dịch COVID-19) khiến độ tương quan tăng mạnh. Quá trình lan truyền được thúc đẩy bởi: tâm lý hoảng loạn đám đông (herding behavior) dẫn đến hiện tượng dịch chuyển sang tài sản an toàn (flight-to-quality); sự cạn kiệt thanh khoản; và việc tái cơ cấu danh mục của các quỹ lớn. Theo lý thuyết Risk Premium, bất ổn chính sách làm tăng chi phí vốn và lãi suất yêu cầu, thúc đẩy hiệu ứng domino toàn cầu. Mnasri & Essaddam (2021) cùng nhiều bằng chứng (Jones & Banning, 2008; Bialkowski et al., 2008) chỉ ra bất định từ bầu cử và thay đổi chính sách Mỹ kích hoạt phản ứng tiêu cực và làm tăng biên độ biến động thị trường.

Bên cạnh kênh tâm lý đám đông đã đề cập, các tài liệu khác nhau về hiệu ứng lan truyền còn xác định hai cơ chế truyền dẫn mang tính cấu trúc hơn, có vai trò bổ sung quan trọng cho khung phân tích của nghiên cứu này. Forbes (2012) hệ thống hóa bốn kênh lan truyền hiệu ứng lan truyền: thương mại, ngân hàng/định chế tài chính, nhà đầu tư danh mục (portfolio investors), và hồi chuông cảnh tỉnh (wake-up calls). Theo kênh tái cơ cấu danh mục liên thị trường (cross-market rebalancing) của Kodres & Pritsker (2002), khi một nhà đầu tư nắm giữ đồng thời nhiều thị trường như một phần của cùng một danh mục toàn cầu, một cú sốc tại thị trường A sẽ buộc họ

điều chỉnh tỷ trọng phân bổ tại thị trường B để duy trì mức rủi ro trong tầm kiểm soát. Điều này có thể tạo ra hiệu ứng lan tỏa ngay cả khi hai thị trường không có liên kết kinh tế nền tảng trực tiếp. Cường độ tác động của kênh này được xác định có phụ thuộc trực tiếp vào quy mô vị thế mà nhà đầu tư nước ngoài đang nắm giữ tại thị trường tiếp nhận. Song song đó, lý thuyết hồi chuông cảnh tỉnh của Goldstein (1998) cho rằng một cú sốc tại thị trường này khiến nhà đầu tư đánh giá lại nền tảng vĩ mô của các thị trường có đặc điểm tương đồng. Tuy nhiên, cơ chế này chỉ vận hành hiệu quả khi tồn tại kênh truyền tải thông tin đủ nhanh và đủ phổ biến để nhà đầu tư nội địa tiếp nhận các tín hiệu cảnh báo từ bên ngoài.

Chu kỳ kinh tế chính trị (PBC) theo Nordhaus (1975) chỉ ra các chính trị gia thường nói lòng tài khóa - tiền tệ trước bầu cử để kích thích tăng trưởng ngắn hạn, đánh đổi bằng lạm phát hậu bầu cử, một mẫu hình biến động được Blomberg & Hess (2003) ủng hộ thực nghiệm. Đối với thị trường chứng khoán, Santa-Clara & Valkanov (2003) phát hiện lợi nhuận cổ phiếu Mỹ cao hơn khoảng 16% trong dài hạn dưới nhiệm kỳ của Đảng Dân chủ so với Đảng Cộng hòa. Sự khác biệt mang tính hệ thống này hàm ý rằng hai giai đoạn cầm quyền của Donald Trump (đại diện đảng Cộng hòa) và Joe Biden (đại diện đảng Dân chủ) sẽ thiết lập các xu hướng và mức độ biến động khác biệt cho thị trường tài chính toàn cầu.

2.2. Bằng chứng thực nghiệm và giả thuyết về mối liên kết giữa thị trường chứng khoán thế giới và Việt Nam

Lý thuyết Mô hình Định giá Tài sản Vốn (CAPM) chỉ ra rằng trong một thế giới thị trường tài chính (TTTC) tích hợp, các tài sản có đặc tính rủi ro tương đồng sẽ được định giá giống nhau ở mọi thị trường, dẫn đến tỷ suất sinh lợi hội tụ và cơ hội đa dạng hóa danh mục đầu tư giảm đi. Toàn cầu hóa kinh tế là động lực cốt lõi thúc đẩy sự hội nhập các thị trường vốn, khiến các thị trường mới nổi chịu ảnh hưởng mạnh mẽ từ các thị trường phát triển. Đối với Việt Nam, việc gia nhập các tổ chức và hiệp định thương mại lớn như WTO, APEC, TPP giúp nền kinh tế có độ mở cao, tạo điều kiện cho dòng vốn luân chuyển tự do đến nơi có lợi suất kỳ vọng cao nhất nhưng cũng khiến thị trường trong nước dễ tổn thương trước các cú sốc quốc tế.

Tuy nhiên, các bằng chứng thực nghiệm về mức độ liên kết này chưa đồng nhất và thay đổi theo từng bối cảnh. Xuân Vinh và Thanh Thảo (2014) tìm thấy mối tương quan chặt chẽ giữa VN-Index và S&P 500 trong thời kỳ khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2008, trong khi Yang et al. (2004) không phát hiện mối liên hệ có ý nghĩa thống kê trong giai đoạn trước đó (2002-2012). Ở góc độ khu vực, Kluaymai-Ngarm & Maharakkhaka (2018) chứng minh sự tồn tại của mối liên thông nhất định giữa Việt Nam và khối ASEAN. Sự trái ngược giữa phát hiện của Yang et al. (2004) - không tìm thấy liên kết có ý nghĩa thống kê giai đoạn 2002-2012 - và của Xuân Vinh và Thanh Thảo (2014) - ghi nhận sự tương quan chặt chẽ trong giai đoạn khủng hoảng 2007-2008 - có thể được lý giải qua lăng kính của kênh truyền tải thông tin và mức độ hội nhập tài chính. Gupta, Yang & Basu (2014), khi kiểm định tính hiệu quả thông tin (informational efficiency) của TTCK Việt Nam giai đoạn 2000-2012 bằng dữ liệu từ Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh, phát hiện thị trường chỉ đạt mức hiệu quả dạng yếu (weak-form efficient) ở giai đoạn sau, đồng thời nhận định tốc độ truyền tải thông tin trong giai đoạn đầu còn chậm. Bổ sung cho phát hiện này, Vo & Ellis (2018) đã chỉ ra rằng mức độ liên kết lợi suất và lan tỏa biến động giữa TTCK Việt Nam với các thị trường phát triển (Mỹ, Hồng Kông, Nhật Bản) gia tăng rõ rệt trong và sau giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, khi so sánh với giai đoạn trước đó. Hai phát hiện này cùng cho thấy quá trình hội nhập thông tin và tài chính của TTCK Việt Nam vào hệ thống toàn cầu là một quá trình tiến hóa theo thời gian chứ không phải một trạng thái cố định, và khủng hoảng 2007-2008 đóng vai trò bước ngoặt thúc đẩy quá trình này. Do đó, kết quả trái ngược giữa hai nghiên cứu nêu trên nhiều khả năng phản ánh hai chế độ hội nhập thông tin khác nhau hơn là một mâu thuẫn phát sinh giữa các phương pháp luận. Đây cũng là cơ sở củng cố cho việc nghiên cứu này lựa chọn giai đoạn 2017-2024 - thời điểm sau mốc chuyển đổi này - làm khung phân tích của nghiên cứu hiện tại, khi kênh truyền dẫn thông tin và mức độ hội nhập của VN-Index vào hệ thống tài chính toàn cầu đã đạt đủ sự tin cậy để các mô hình tương quan động có thể phản ánh chính xác các hiện tượng kinh tế xảy ra trong thực tiễn. Nhìn chung,

quan hệ dài hạn giữa TTCK Việt Nam và các thị trường phát triển còn hạn chế hoặc thiếu tính ổn định, trong khi xu hướng liên kết với các thị trường châu Á ngày càng rõ nét. Với các kết quả nghiên cứu trên, giả thuyết được xây dựng như sau:

H1: Tồn tại mối liên kết động giữa TTCK Việt Nam và các thị trường tài chính lớn trong bối cảnh hai nhiệm kỳ Tổng thống Mỹ Donald Trump (2017-2020) và Joe Biden (2021-2024).

2.3. Bằng chứng thực nghiệm và giả thuyết về mối liên kết giữa thị trường chứng khoán thế giới và Việt Nam

Các sự kiện chính trị quan trọng tại Mỹ, điển hình là các kỳ bầu cử Tổng thống, có khả năng gây ra cú sốc biến động mạnh mẽ và lan rộng toàn cầu thông qua kênh kỳ vọng chính sách. Các nghiên cứu của Bowes (2013), Mnasri & Essaddam (2021), cùng Nichita (2023) đồng thuận rằng sự bất định về chính sách kinh tế vĩ mô quanh các sự kiện chính trị làm gia tăng đáng kể phương sai có điều kiện của lợi suất chứng khoán, trực tiếp ảnh hưởng đến hành vi giao dịch và chiến lược quản lý rủi ro của nhà đầu tư quốc tế.

Hai nhiệm kỳ Tổng thống phân tích đại diện cho hai trường phái chính sách tài khóa và tiền tệ đối lập rõ rệt. Dưới thời Tổng thống Donald Trump, định hướng bảo hộ thương mại, chính sách “Nước Mỹ trước hết”, việc cắt giảm thuế và các cuộc xung đột thuế quan làm gia tăng bất định kinh tế, đẩy chi phí vốn lên cao và tạo áp lực giảm giá đáng kể lên thị trường cổ phiếu toàn cầu (Rana, 2025). Ngược lại, nhiệm kỳ của Tổng thống Joe Biden mang lại các gói kích thích tài khóa quy mô lớn hỗ trợ phục hồi kinh tế hậu đại dịch COVID-19. Tuy nhiên, hệ lụy lạm phát kéo theo hành động thắt chặt tiền tệ quyết liệt từ Cục Dự trữ Liên bang (Fed), thiết lập một môi trường tài chính thắt chặt đầy rủi ro nợ công. Nghiên cứu của Mnasri & Essaddam (2020) khẳng định chính sự khác biệt cốt lõi trong đường lối chiến lược này giữa các đảng cầm quyền đã tác động mạnh đến tâm lý thị trường và cấu trúc liên kết tài chính quốc tế.

Những kết quả này dẫn đến việc hình thành giả thuyết nghiên cứu sau:

H2: Sự biến động của thị trường chứng khoán thế giới có hiệu ứng lan tỏa đến thị trường Việt Nam trong hai nhiệm kỳ của Tổng thống Donald Trump (2017-2020) và Joe Biden (2021-2024).

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu phục vụ nghiên cứu bao gồm chuỗi giá đóng cửa hàng ngày của 5 chỉ số chứng khoán đại diện: S&P 500 (Hoa Kỳ), FTSE 100 (Vương quốc Anh), Nikkei 225 (Nhật Bản), Shanghai Composite (Trung Quốc) và VN-Index (Việt Nam). Nguồn dữ liệu được thu thập từ Investing.com trong giai đoạn từ năm 2017 đến năm 2024. Toàn bộ dữ liệu được đồng bộ hóa lịch giao dịch, xử lý các ngày nghỉ lễ. Dữ liệu được phân tách rõ rệt làm hai phân kỳ thực nghiệm: Phân kỳ 1 (Nhiệm kỳ Donald Trump) từ ngày 20/01/2017 đến ngày 20/01/2021; Phân kỳ 2 (Nhiệm kỳ Joe Biden) từ ngày 21/01/2021 đến ngày 31/12/2024.

3.2. Mô hình và các kỹ thuật phân tích

Nghiên cứu áp dụng quy trình định lượng gồm 3 bước:

Bước 1: Kiểm định tiền xử lý và ước lượng mô hình GARCH(1,1). Chuỗi tỷ suất sinh lợi trước tiên được kiểm định tính dừng bằng kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF) và kiểm định hiệu ứng ARCH-LM. Sau đó, mô hình GARCH(1,1) được triển khai cho từng thị trường đơn lẻ nhằm nắm bắt đặc tính tập trung biến động (volatility clustering) và ước lượng phương sai có điều kiện.

Bước 2: Mô hình tương quan điều kiện động DCC-GARCH (Engle, 2002). Mô hình này cho phép tính toán ma trận tương quan biến thiên theo thời gian, giúp nhận diện mức độ liên thông động giữa các cặp thị trường trong từng thời điểm cụ thể mà không bị giới hạn bởi giả định tương quan hằng số.

Bước 3: Khung phân tích mức độ liên kết Connectedness của Diebold và Yilmaz (2012). Dựa trên mô hình Vector Tự hồi quy (VAR) và phương pháp Phân rã phương sai sai số dự báo tổng quát Diebold-Yilmaz (KPPS-FEVD), phương pháp này lượng hóa chính xác: Chỉ số lan tỏa tổng thể (Total Connectedness Index - TCI); Chỉ số lan tỏa hướng đi từ hệ thống đến một thị trường (FROM) và từ một thị trường ra hệ thống (TO); từ đó xác định Chỉ số lan tỏa ròng (Net Spillover = TO - FROM). Nếu Net Spillover mang giá trị dương, thị trường đó là nguồn phát tán rủi ro ròng (net transmitter); nếu âm, đó là nơi tiếp nhận rủi ro ròng (net receiver).

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Các kiểm định sơ bộ và mô hình GARCH(1,1)

Kết quả kiểm định ADF khẳng định tất cả các chuỗi tỷ suất sinh lợi của 5 thị trường đều đạt tính dừng ở mức ý nghĩa 1% trong cả hai giai đoạn, đủ điều kiện đưa vào mô hình VAR và GARCH. Kiểm định ARCH-LM xác nhận sự tồn tại vững chắc của hiệu ứng ARCH (phương sai thay đổi). Kết quả ước lượng GARCH(1,1) cho thấy các hệ số đều có ý nghĩa thống kê cao, với tổng cận kề mức 1. Điều này phản ánh tính dai dẳng cao của biến động trên toàn cầu, tức là các cú sốc thông tin từ quá khứ có tác động kéo dài đến mức độ rủi ro hiện tại của thị trường.

4.2. Phân tích Tương quan điều kiện động (DCC-GARCH)

Kết quả từ mô hình DCC-GARCH chỉ ra rằng hệ số tương quan giữa các thị trường liên tục biến động và nhạy cảm cao trước các sự kiện chính trị vĩ mô. Đáng chú ý, mức độ tương quan giữa S&P 500 (Mỹ) và VN-Index (Việt Nam) có xu hướng đồng pha và tăng vọt trong các giai đoạn bất ổn hệ thống. Trong giai đoạn chiến tranh thương mại Mỹ - Trung (2018-2019), mối tương quan giữa thị trường Mỹ và Trung Quốc thể hiện tính phân hóa, phi đối xứng sâu sắc. Đặc biệt, khi đại dịch COVID-19 bùng phát toàn cầu vào tháng 3/2020, hệ số tương quan giữa VN-Index và các TTCK lớn đồng loạt dựng đứng, chạm mức cao kỷ lục, chứng minh hiện tượng đồng pha hóa rủi ro tài chính toàn cầu khi xuất hiện khủng hoảng lớn.

4.3. Định lượng hiệu ứng lan tỏa bằng mô hình Diebold-Yilmaz

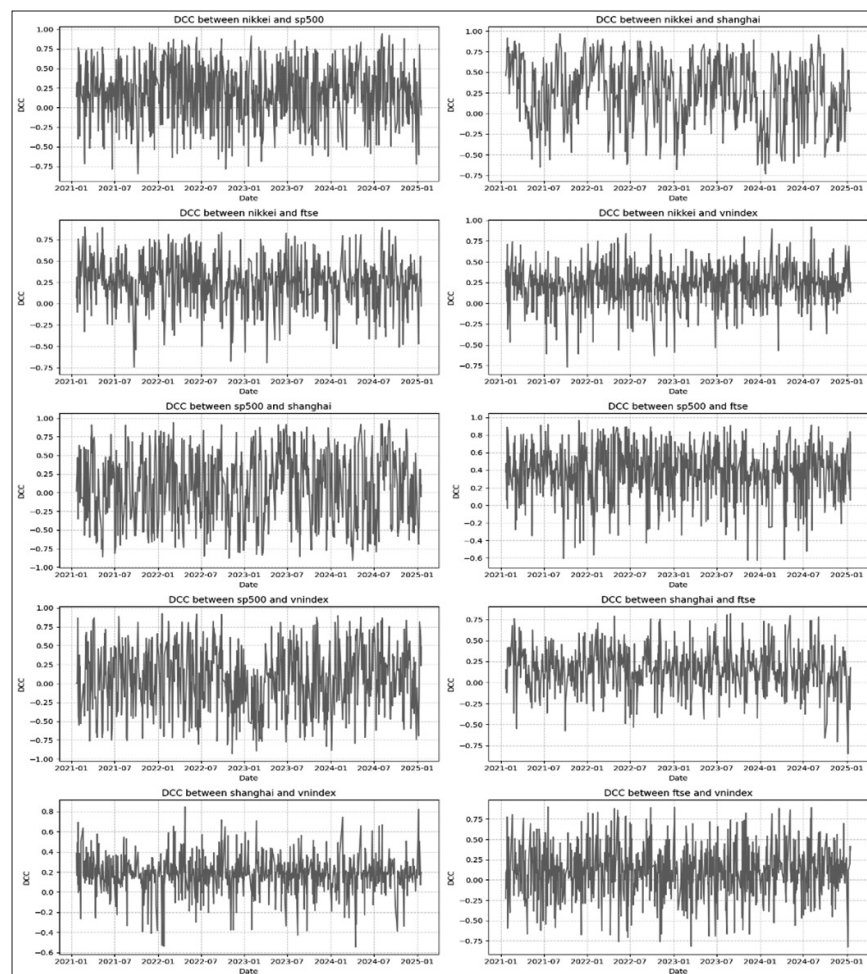
Để tổng hợp và so sánh cơ

chế truyền dẫn rủi ro, kết quả tính toán các chỉ số lan tỏa ròng (Net Spillover) và Chỉ số lan tỏa tổng thể (TCI) được trích xuất từ mô hình Diebold-Yilmaz và được trình bày chi tiết tại Bảng 1.

Số liệu thực nghiệm tại Bảng 1 bộc lộ những phát hiện cốt lõi mang tính cấu trúc:

Thứ nhất, Chỉ số lan tỏa tổng thể (Total Connectedness Index - TCI) của toàn bộ mạng lưới tài chính đạt mức rất cao là 42,43% dưới nhiệm kỳ Donald Trump (2017-2020). Điều này lý giải do bối cảnh thị trường liên tục bị oanh tạc bởi các cú sốc phi truyền thống từ căng thẳng thuế quan Mỹ - Trung cho đến sự hoảng loạn tột độ của đại dịch COVID-19. Tuy nhiên, sang đến nhiệm kỳ Joe Biden (2021-

Hình 1: Biểu đồ hệ số tương quan điều kiện động giữa các chỉ số của 5 thị trường chứng khoán theo thời gian trong giai đoạn 2021 - 2024



Nguồn: Kết quả ước lượng mô hình từ dữ liệu nghiên cứu

Bảng 1. Tổng hợp chỉ số lan tỏa rủi ro và vị thế tương tác giữa các thị trường

Thị trường (Chỉ số)	TO (Trump) %	FROM (Trump) %	NET (Trump) %	NET (Biden) %	Vị thế bản chất
S&P 500	39,84%	26,10%	+13,74%	+24,36%	Nguồn phát rủi ro lớn nhất (Net Transmitter)
FTSE 100	42,12%	31,09%	+11,03%	+2,78%	Nguồn phát rủi ro ròng (Net Transmitter)
Nikkei 225	25,14%	33,02%	-7,88%	-15,51%	Nguồn nhận rủi ro ròng (Net Receiver)
Shanghai Comp.	23,45%	31,50%	-8,05%	-3,50%	
VN-Index	26,10%	35,23%	-9,13%	-8,12%	

Nguồn: Kết quả ước lượng mô hình từ dữ liệu nghiên cứu

2024), TCI toàn cầu đã chứng kiến sự sụt giảm mạnh mẽ xuống còn 19,43%. Kết quả này chứng minh rằng các chính sách mang tính đa phương, ổn định vĩ mô và các gói hỗ trợ phục hồi sau dịch bệnh của chính quyền Biden đã phát huy tác dụng làm giảm mức độ bất định chung, giúp hệ thống tài chính quốc tế thiết lập lại trạng thái cân bằng và giảm bớt tính nhạy cảm lan truyền rủi ro đồng loạt.

Thứ hai, Hoa Kỳ (S&P 500) khẳng định vai trò thống trị tuyệt đối với tư cách là nguồn phát tán rủi ro hệ thống ròng lớn nhất toàn cầu. Đáng chú ý, chỉ số lan tỏa ròng (Net Spillover) của S&P 500 đã tăng gấp đôi, từ +13,74% (thời Trump) lên mức +24,36% (thời Biden). Phát hiện này phản ánh rằng, dù biên độ dao động tổng thể của mạng lưới toàn cầu giảm xuống (TCI giảm), các cú sốc chính sách tiền tệ quyết liệt từ FED (chu kỳ tăng lãi suất nhanh nhất lịch sử để kiềm lạm phát dưới thời Biden) đã biến nước Mỹ thành tâm điểm khuếch tán rủi ro đơn phương mạnh mẽ hơn bao giờ hết sang các nền kinh tế khác.

Thứ ba, thị trường chứng khoán Việt Nam (VN-Index) liên tục duy trì trạng thái là điểm tiếp nhận rủi ro ròng (Net Receiver) trong cả hai thời kỳ, với giá trị lan tỏa ròng lần lượt là -9,13% và -8,12%. Trong giai đoạn Trump, chỉ số tiếp nhận từ bên ngoài của Việt Nam (FROM) ở mức rất cao (35,23%), cho thấy VN-Index cực kỳ tổn thương trước các biến động từ cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung và dòng vốn ngoại rút ròng khỏi khu vực Đông Nam Á. Sang thời kỳ Biden, dù mức nhận rủi ro ròng có giảm nhẹ (-8,12%), Việt Nam vẫn chịu áp lực truyền dẫn rất lớn từ chính sách tỷ giá và chi phí vốn quốc tế do FED nâng lãi suất.

5. Kết luận

Kết quả thực nghiệm từ mô hình DCC-GARCH và phân rã phương sai Diebold-Yilmaz cung cấp bằng chứng đắt giá về tính dễ tổn thương của một TTCK mới nổi như Việt Nam. Vai trò tiếp nhận rủi ro ròng xuyên suốt (-9,13% và -8,12%) cho thấy cấu trúc nội tại của TTCK Việt Nam tuy có sự cải thiện lớn về thanh khoản và quy mô, nhưng mức độ chống chịu trước các cú sốc chính sách lớn từ Mỹ vẫn còn hạn chế. Khi FED thắt chặt tiền tệ dưới thời Biden, dòng vốn gián tiếp quốc tế có xu hướng rút ngược về các tài sản định giá bằng USD, gây áp lực trực tiếp lên tỷ giá hối đoái trong nước và buộc Ngân hàng Nhà nước Việt Nam phải cân đối chính sách lãi suất, từ đó tác động gián tiếp lên tâm lý nhà đầu tư trên sàn HOSE và HNX.

Tuy vậy, mặc dù nghiên cứu đã phản ánh sự thay đổi trong định hướng chính sách kinh tế vĩ mô tương ứng với các nhiệm kỳ tổng thống Mỹ khác nhau, nghiên cứu này vẫn chưa phân tích và làm rõ việc hai kênh truyền dẫn sau đây có thể cùng vận hành song song với nhau, bao gồm: kênh thông tin/chính sách (Goldstein, 1998) và kênh tái cơ cấu danh mục của khối ngoại theo chu kỳ dòng vốn riêng của thị trường Việt Nam (Kodres & Pritsker, 2002), vốn không nhất thiết trùng pha với nhiệm kỳ chính trị. Do đó, các hướng nghiên cứu trong tương lai cần cân nhắc đưa biến liên quan đến dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FPI) ròng vào mô hình VAR như một biến nội sinh, nhằm phân tách rõ đóng góp của từng kênh vào hiện tượng tiếp nhận rủi ro ròng liên tục của thị trường Việt Nam ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- BT (2021). Tổng thống Mỹ ký kế hoạch kích thích kinh tế 1.900 tỷ USD. Báo điện tử Chính phủ, <https://baohinhphu.vn/tong-thong-my-ky-ke-hoach-kich-thich-kinh-te-1900-ty-usd-102289011.htm>
- Võ Xuân Vinh & Nguyễn Thanh Thảo (2014). Mối quan hệ giữa thị trường chứng khoán Việt Nam và thị trường chứng khoán Hoa Kỳ: Bằng chứng từ kiểm định đồng tích hợp và nhân quả Granger. Tạp chí Phát triển Kinh tế, 25(8), 12-28.
- Agarwal, S., et al. (2024). Financial connectedness and dynamic spillover network among major global stock markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 91, 101118.
- Baele, L. (2005). Volatility spillover effects in European equity markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 373-401. <https://www.jstor.org/stable/27647202>
- Bialkowski, J., Gottschalk, K., & Wisniewski, T. P. (2008). Stock market volatility around national elections. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1941-1953. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.021>
- Blomberg, S. B., & Hess, G. D. (2003). Is the political business cycle for real? *Journal of Public Economics*, 87(5-6), 1091-1121. [https://doi.org/10.1016/S0047-2727\(01\)00142-6](https://doi.org/10.1016/S0047-2727(01)00142-6)
- Bowes, D. R. (2013). US presidential elections and stock market volatility. *Journal of Business and Economic Studies*, 19(1), 52-67.
- Diebold, F. X., & Yilmaz, K. (2012). Better to give than to receive: Predictive directional measurement of volatility spillovers. *International Journal of Forecasting*, 28(1), 57-66. <https://doi.org/10.1016/j.ijforecast.2011.02.006>
- Engle, R. (2002). Dynamic conditional correlation: A simple class of multivariate generalized autoregressive conditional heteroskedasticity models. *Journal of Business & Economic Statistics*, 20(3), 339-350. <https://www.jstor.org/stable/1392121>
- Forbes, K. J. (2012). The "Big C": Identifying contagion. NBER Working Paper No. 18465. <https://doi.org/10.3386/w18465>
- Forbes, K. J., & Rigobon, R. (2002). No contagion, only interdependence: Measuring stock market comovements. *The Journal of Finance*, 57(5), 2223-2261. <https://www.jstor.org/stable/3094510>
- Goldstein, M. (1998). The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications. Peterson Institute for International Economics.
- Gupta, R., Yang, J., & Basu, P. K. (2014). Market efficiency in emerging economies: Case of Vietnam. *International Journal of Business and Globalisation*, 13(1), 25-40.
- Jones, S. T., & Banning, K. C. (2008). US presidential elections and their impact on stock market volatility. *Journal of Business and Economic Studies*, 14(2), 45-62.
- Kluaymai-Ngarm, O., & Maharakkhaka, J. (2018). Stock market interdependence and contagion: Evidence from ASEAN countries. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 14(1), 89-112.
- Kodres, L. E., & Pritsker, M. (2002). A rational expectations model of financial contagion. *The Journal of Finance*, 57(2), 769-799.
- Mnasri, A., & Essaddam, N. (2021). Impact of U.S. presidential elections on stock markets' volatility: Does incumbent president's party matter? *Finance Research Letters*, 39, 101622. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101622>
- Nichita, A. (2023). Global political uncertainty and financial market spillovers. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 83, 101724.
- Nordhaus, W. D. (1975). The political business cycle. *The Review of Economic Studies*, 42(2), 169-190. <https://doi.org/10.2307/2296528>
- Rana, M. S. (2025). Trade policy uncertainty and asset pricing under protectionist regimes. *Journal of Financial Stability*, 76, 101345.

Santa-Clara, P., & Valkanov, R. (2003). The partisan bias in economic forecasts and stock returns. *The Journal of Finance*, 58(5), 1841-1872.

Vo, X. V., & Ellis, C. (2018). International financial integration: Stock return linkages and volatility transmission between Vietnam and advanced countries. *Emerging Markets Review*, 36, 19-27. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2018.03.007>

Yang, J., Kolari, J. W., & Min, I. (2004). Stock market integration and financial crises: A long-term perspective. *Journal of Banking & Finance*, 28(11), 2635-2653. <https://doi.org/10.1080/09603100210161965>

Ngày nhận bài: 24/4/2026

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 8/5/2026

Ngày chấp nhận đăng bài: 25/5/2026

**LINKAGES AND SPILLOVER EFFECTS BETWEEN
GLOBAL STOCK MARKETS AND VIETNAM ACROSS
TWO U.S. PRESIDENTIAL TERMS:
DONALD TRUMP (2017 - 2020) AND JOE BIDEN (2021 - 2024)**

● **NGUYEN MAI TRIEU NGUYEN**

● **NGUYEN THI PHUONG DUNG**

● **DO DUY KIEN**

● **LE THI THU**

● **PHAM THANH DUNG**

● **LE TUAN BACH***

¹Foreign Trade University, Ho Chi Minh City Branch

*Email: letuanbach.hcmc@ftu.edu.vn

ABSTRACT:

This study quantifies and compares the dynamic connectedness and risk spillover mechanisms among five stock markets: the United States (S&P 500), the United Kingdom (FTSE 100), Japan (Nikkei 225), China (Shanghai Composite), and Vietnam (VN-Index). Using daily time-series data spanning the two U.S. presidential terms of Donald Trump (2017 - 2020) and Joe Biden (2021 - 2024), the study combines the GARCH(1,1) model, the DCC-GARCH model, and the Diebold-Yilmaz (2012) variance decomposition approach. Empirical results indicate that the Total Connectedness Index (TCI) declined sharply, from 42.43% during the Trump administration to 19.43% under the Biden administration, reflecting greater post-pandemic macroeconomic stability. In both periods, the S&P 500 consistently remained the largest net transmitter of risk globally, whereas Vietnam's VN-Index consistently acted as a net receiver of risk, underscoring its high vulnerability to policy shocks originating from major external financial centers, particularly the United States.

Keywords: dynamic linkages, risk spillovers, global stock markets, Vietnam, U.S. presidential terms.