

Vàng có phải là công cụ phòng ngừa rủi ro lạm phát ở Việt Nam?

ThS. HỒ THỊ LAM

Học viện Hành chính Quốc gia

Bài nghiên cứu điều tra đặc tính phòng ngừa rủi ro lạm phát của vàng ở Việt Nam trong suốt giai đoạn từ 2005- 2014. Bằng mô hình ARIMA để đo lường lạm phát kỳ vọng và ngoài kỳ vọng, nghiên cứu xem xét đồng thời mối quan hệ của vàng và các thành phần của lạm phát. Phù hợp với niềm tin truyền thống, nghiên cứu cho thấy, vàng cung cấp một công cụ phòng ngừa an toàn cho lạm phát, đặc biệt là lạm phát ngoài kỳ vọng ở nước ta. Nghiên cứu này có ý nghĩa cho cả các nhà đầu tư và các nhà hoạch định chính sách của Việt Nam trong việc xây dựng và thực hiện chính sách tiền tệ có hiệu quả và các chính sách vĩ mô khác để sử dụng nguồn vốn tích lũy từ vàng cho phát triển kinh tế.





Từ khóa: *Giả thuyết Fisher; lạm phát ngoài kỳ vọng, phòng ngừa rủi ro, vàng.*

1. Giới thiệu

Năm 2008, cả thế giới chứng kiến cuộc khủng hoảng kinh tế- tài chính toàn cầu với phạm vi rộng lớn và tốc độ lan truyền nhanh chóng. Cuộc khủng hoảng đã gây nên những tổn thất to lớn cho hầu hết các quốc gia trên thế giới với tốc độ tăng trưởng kinh tế suy giảm và lạm phát liên tục ở mức cao. Việt Nam cũng không nằm ngoài những tác động đó. Lạm phát tác động không nhỏ tới mọi hoạt động của nền kinh tế nước ta, từ sản xuất đến thương mại hay hoạt động đầu tư.

Duy trì sức mua của tài sản đầu tư theo thời gian luôn là mối quan tâm lớn của các nhà đầu tư dài hạn (Roache và Attie, 2009). Ngoài việc bảo vệ chống lại lạm phát kỳ vọng, các nhà đầu tư dài hạn cũng cho thấy mong muốn bảo tồn tài sản của họ trước lạm phát ngoài kỳ vọng, đặc biệt là trong thời kỳ bất ổn. Những đòi hỏi tất yếu này dẫn đến một cuộc tranh luận về các loại tài sản bảo vệ hiệu quả nhất tài sản của các nhà đầu tư để tránh lạm phát, cả lạm phát kỳ vọng và ngoài kỳ vọng.

Vàng là một loại hàng hóa đặc biệt trên thị trường. Vàng vừa là tiền tệ vừa là hàng hóa. Với vai trò của nó hoặc như một tài sản đầu tư (Chua và Woodward, 1982) hoặc lưu giữ giá trị, vàng sở hữu một số đặc điểm thu hút người dân nói chung và các nhà đầu tư nói riêng. Vàng được xem như là một công cụ tốt cho việc bảo vệ danh mục đầu tư chống lại lạm phát và đồng tiền mất giá (Huỳnh Thị Thúy Vy, 2014). Vàng lại nổi trội hơn các hàng hóa khác bằng đặc tính bền, dễ dàng vận chuyển, phổ biến chấp nhận và dễ dàng xác thực (Worthington và Pahlavani, 2007). Ngoài ra, lợi nhuận của vàng phân phối lệch phải (*positively skewed*) có thể cung cấp cho nó thuộc tính trú ẩn an toàn (Lucey, 2011). Việt Nam là một trong những nước tiêu dùng vàng lớn nhất thế giới (World Gold Council, 2011; 2012). Tâm lý người dân Việt Nam nói chung và các nhà đầu tư nói riêng từ lâu đời là thích cất trữ vàng. Sự biến động của kinh tế thế giới và trong nước khiến cho người dân càng có xu hướng tích trữ

vàng để bảo vệ giá trị tài sản của mình. Như vậy phải chăng vàng là một tài sản phòng ngừa an toàn cho lạm phát ở Việt Nam?

Nhằm mục đích trả lời câu hỏi trên, trong nghiên cứu này, tác giả sẽ xem xét vai trò của vàng như là một tài sản phòng ngừa cho lạm phát và các thành phần của lạm phát (lạm phát kỳ vọng và lạm phát không kỳ vọng) ở Việt Nam.

Nghiên cứu này đóng góp một số điểm như sau: *Thứ nhất*, hầu hết các nghiên cứu trước đây chỉ tập trung ở Mỹ và các nước phát triển. Nghiên cứu này giúp lấp đầy khoảng trống bằng cách nghiên cứu khả năng phòng ngừa rủi ro lạm phát của vàng cho một quốc gia đang phát triển- Việt Nam, nơi mà thị trường tài chính kém phát triển hơn nhiều và không có sẵn các công cụ phòng ngừa rủi ro lạm phát; *Thứ hai*, Levin, Montagnoli và Wright (2006) cho rằng giữ vàng nhiều hơn là cần thiết để phòng ngừa lạm phát cho các nhà đầu tư ở các nước phát triển và các nước tiêu thụ vàng lớn. Việt Nam là nước tiêu thụ vàng lớn, vàng được sử dụng rộng rãi và trong phạm vi tương tự như đồng tiền quốc gia (VND) với mục đích tiết kiệm, thanh toán và giao dịch với các ngân hàng thương mại (Hau và ctg, 2013). Do đó, nghiên cứu này cung cấp cái nhìn sâu sắc về khả năng phòng ngừa rủi ro lạm phát của vàng trong một môi trường khác biệt; *Thứ ba*, mối quan hệ giữa suất sinh lợi của vàng và lạm phát phản ánh mức độ mà vàng phổ biến hơn tương đối so với các đồng tiền pháp định và các tài sản đầu tư khác trong nền kinh tế. Do đó, nghiên cứu này có thể phần nào giúp các cơ quan hoạch định chính sách của Việt Nam trong việc xây dựng và thực hiện chính sách tiền tệ có hiệu quả và các chính sách vĩ mô khác để sử dụng nguồn vốn tích lũy từ vàng cho phát triển kinh tế. Cuối cùng, các nghiên cứu về vàng như là công cụ phòng ngừa rủi ro lạm phát là tương đối hạn chế so với các tài sản khác như cổ phiếu, trái phiếu và ngoại hối (Lucey, 2011), nghiên cứu này có thể làm phong phú thêm các tài liệu về vai trò của vàng.

2. Tổng quan nghiên cứu

Nghiên cứu về các tài sản phòng ngừa rủi ro lạm phát đã là mối quan tâm của nhiều nhà



Bảng 1. Tóm tắt các kết quả nghiên cứu trước về vai trò phòng ngừa rủi ro của vàng đối với các thành phần của lạm phát

Tác giả (năm)	Thời gian nghiên cứu	Tần suất dữ liệu	Đo lường lạm phát kỳ vọng	Vàng phòng ngừa rủi ro cho?	Ghi chú
Sherman (1983)	1970-1980	Năm	Trung bình trượt của CPI	Lạm phát ngoài kỳ vọng	Hồi quy giá vàng hàng năm với lạm phát ngoài kỳ vọng. Tìm thấy mối tương quan dương có ý nghĩa ($t=2,06$).
Moore (1990)	1970-1988	Tháng	N/A	Lạm phát kỳ vọng	Vàng là công cụ phòng ngừa cho lạm phát.
Cecchetti và ctg (2000)	1975-1984	Quý	N/A	Không	Vàng không cung cấp một công cụ phòng ngừa cho lạm phát.
Christie-David và ctg (2000)	1992-1995	15 phút	Dự báo MMS	Lạm phát ngoài kỳ vọng	Giá vàng trong tương lai phản ứng với những thay đổi bất ngờ trong CPI trong khoảng 15 phút sau thông báo.
Adrangi và ctg (2003)	01/1968-12/1999	Tháng	ARIMA	Lạm phát kỳ vọng	Vàng tương quan dương với lạm phát kỳ vọng nhưng không tương quan với lạm phát ngoài kỳ vọng.
Blose (2010)	03/1988-02/2008	Tháng	N/A	Không	Kết quả hồi quy bác bỏ giả thuyết lạm phát ngoài kỳ vọng tác động đến giá vàng tương lai.

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

nghiên cứu trước đây. Với các nghiên cứu được thực hiện ở các nước khác nhau và xem xét các tài sản khác nhau, các tác giả tìm thấy sự khác biệt giữa tính năng phòng ngừa rủi ro của các loại tài sản.

Một số nghiên cứu tìm hiểu về các chứng khoán như là công cụ phòng ngừa rủi ro lạm phát, như nghiên cứu của Bodie (1976), Fama và Schwert (1977), Firth (1979), Luintel và Paudyal (2006) đều cho rằng hoặc trái phiếu Chính phủ hoặc hối phiếu hay những cổ phiếu phổ biến là những công cụ phòng ngừa rủi ro tốt cho lạm phát.

Các nghiên cứu về vai trò của vàng đối với phòng ngừa lạm phát có một khối lượng khá đáng kể, có thể được chia thành hai nhóm: (i) Những phân tích về các mối quan hệ dài hạn giữa giá vàng và lạm phát; và (ii) những phân tích về các tác động của các thành phần lạm phát đến giá vàng.

Rất nhiều bài báo được công bố trong cả các tạp chí khoa học và các báo chí tài chính cho thấy tồn tại một mối quan hệ giữa giá vàng và lạm phát thực tế theo thời gian. Ví dụ, Chua và Woodward (1982), Jaffe (1989), và McCown và Zimmerman (2006) tất cả tìm thấy một mối

quan hệ có ý nghĩa giữa các chỉ số lạm phát và giá vàng. Ghosh và ctg (2004), Worthington và Pahlavani (2007) đều đưa ra bằng chứng của mối quan hệ đồng liên kết trong dài hạn giữa vàng và lạm phát. Ngược lại, Tully và Lucey (2007) sử dụng phương pháp tiếp cận PGARCH đã không tìm thấy một mối quan hệ có ý nghĩa giữa lạm phát và vàng.

Trong khi có khá nhiều lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa giá vàng và lạm phát, mối quan hệ giữa giá vàng và các thành phần của lạm phát là chưa rõ ràng. Các nghiên cứu về tác động của những thay đổi trong lạm phát kỳ vọng và ngoài kỳ vọng lên giá vàng cung cấp những kết quả khác nhau. Bảng 1 trình bày hệ thống các nghiên cứu đã xem xét vai trò phòng ngừa rủi ro đối với các thành phần của lạm phát.

Một số nghiên cứu cho thấy mối quan hệ giữa vàng và lạm phát kỳ vọng như Moore (1990) và Adrangi và ctg (2003). Một số khác cho thấy vàng phòng ngừa tốt cho lạm phát ngoài kỳ vọng như Sherman (1983) hay Christie-David và ctg (2000). Bên cạnh đó, Cecchetti và ctg (2000) và Blose (2010) lại không tìm thấy mối quan hệ



giữa giá vàng và lạm phát.

Như vậy, đã có rất nhiều các nghiên cứu trước đây nghiên cứu về đặc tính phòng ngừa rủi ro lạm phát của vàng ở nhiều giai đoạn, với tần suất dữ liệu khác nhau và phương pháp đo lường lạm phát kỳ vọng khác nhau, tuy nhiên kết quả là không rõ ràng. Hơn nữa, như đã trình bày trước đó, các nghiên cứu chủ yếu tập trung vào Mỹ và các quốc gia phát triển, các nước đang phát triển như Việt Nam chưa được quan tâm. Vấn đề trên sẽ được xem xét trong nghiên cứu này.

Nổi tiếp các nghiên cứu trước đây và xem xét vai trò của vàng trong bối cảnh của Việt Nam, nghiên cứu kỳ vọng một mối quan hệ cùng chiều giữa vàng và lạm phát ở Việt Nam vì hai lý do: *Trước tiên* là do văn hóa thích nắm giữ vàng; *thứ hai* là do mối quan hệ cùng chiều giữa lạm phát và tăng trưởng kinh tế, do đó làm tăng nhu cầu đối với vàng do sự gia tăng của cái.

3. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

3.1. Cơ sở lý thuyết

Fisher (1930) đã phát biểu rằng lãi suất danh nghĩa kỳ vọng sẽ bằng tổng của lãi suất thực kỳ vọng và lạm phát kỳ vọng, đồng thời khu vực tiền tệ và khu vực thực của nền kinh tế thì phần lớn là độc lập. Do đó, lạm phát kỳ vọng nên được phản ánh đầy đủ vào lãi suất danh nghĩa kỳ vọng, điều này tương ứng với lãi suất danh nghĩa sẽ di chuyển một đối một (1:1) với lạm phát kỳ vọng. Phát biểu này được gọi là giả thuyết Fisher:

$$i_t = r_t^e + \pi_t^e \quad (1)$$

trong đó i_t là lãi suất danh nghĩa tại thời điểm t ; r_t^e là lãi suất thực dự kiến tại thời điểm t và π_t^e là lạm phát dự kiến (lạm phát kỳ vọng) tại thời điểm t .

Giả thuyết Fisher được khái quát hóa với lợi nhuận danh nghĩa của bất kỳ tài sản nào, ngụ ý rằng lợi nhuận danh nghĩa kỳ vọng của bất kỳ tài sản đầu tư nào cũng nên bằng lợi nhuận thực của nó cộng với tỷ lệ lạm phát kỳ vọng (Fama và Schwert, 1977). Theo đó, nếu thị trường là hiệu quả, khi đó giá của bất kỳ tài sản j nào sẽ được thiết lập sao cho lợi nhuận danh nghĩa kỳ vọng của tài sản từ thời điểm $t-1$ đến thời điểm t là tổng của lợi nhuận thực kỳ vọng và lạm phát kỳ

vọng từ thời điểm $t-1$ đến thời điểm t . Công thức được trình bày như sau:

$$R_{j,t}^e = r_{j,t}^e + \pi_t^e \quad (2)$$

lúc này $r_{j,t}^e$ là suất sinh lợi thực dự kiến và $R_{j,t}^e$ là suất sinh lợi danh nghĩa của tài sản j tại thời điểm t .

3.2. Mô hình thực nghiệm

Theo Chua và Woodward (1982), nghiên cứu điều tra mối quan hệ giữa suất sinh lợi danh nghĩa của vàng và lạm phát sử dụng mô hình hồi quy sau:

$$R_t = \alpha + \beta\pi_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

Trong đó R_t là suất sinh lợi của vàng tại thời điểm t ; π_t là lạm phát danh nghĩa tại thời điểm t ; ε_t là sai số của ước lượng. Nếu vàng cung cấp một bảo hiểm cho lạm phát thì hệ số ước lượng của β phải dương và có ý nghĩa thống kê, hàm ý sự tăng lên trong lạm phát dẫn đến sự tăng lên đồng thời trong suất sinh lợi danh nghĩa của vàng (Chua và Woodward, 1982).

Sau khi ước lượng phương trình (3), nghiên cứu đồng thời xem xét suất sinh lợi của vàng liệu có phản ánh những thành phần của lạm phát (lạm phát ngoài kỳ vọng và lạm phát kỳ vọng) trong bước thứ hai bằng cách ước lượng mô hình sau:

$$R_t = \mu + \gamma\pi_t^e + \tau\pi_t^u + u_t \quad (4)$$

trong đó π_t^u là lạm phát ngoài kỳ vọng tại thời điểm t và u_t là thành phần sai số ước lượng.

Theo Fama và Schwert (1977), khi một ước lượng hồi quy giá trị kỳ vọng có điều kiện của biến phụ thuộc như là một hàm của biến độc lập, ước lượng của hệ số hồi quy γ không khác 1 và có ý nghĩa thống kê sẽ hỗ trợ giả thuyết cho rằng lợi nhuận danh nghĩa kỳ vọng của tài sản j di chuyển tương ứng một đối một với tỷ lệ lạm phát kỳ vọng. Hơn nữa, bởi vì giá trị lợi nhuận thực kỳ vọng của tài sản bằng lợi nhuận danh nghĩa kỳ vọng của chính nó trừ đi tỷ lệ lạm phát, do đó ước lượng hệ số γ không khác 1 cũng chấp nhận giả thuyết rằng lợi nhuận thực kỳ vọng của tài sản và tỷ lệ lạm phát kỳ vọng là không tương quan.

Trong phương trình (4), có 3 trường hợp cho tiềm năng phòng ngừa rủi ro lạm phát của vàng (Fama Schwert, 1977) như sau:



(a) Nếu $\gamma = 1.0$, tài sản được xem là một công cụ phòng ngừa hoàn toàn tránh lạm phát kỳ vọng (suất sinh lợi danh nghĩa của vàng quan hệ đồng biến 1:1 với lạm phát kỳ vọng và suất sinh lợi thực của vàng không tương quan với lạm phát kỳ vọng).

(b) Nếu $\tau = 1.0$, tài sản được xem là một công cụ phòng ngừa hoàn toàn tránh lạm phát ngoài kỳ vọng.

(c) Nếu $\gamma = \tau = 1.0$, tài sản được xem là một công cụ phòng ngừa hoàn toàn tránh lạm phát (suất sinh lợi danh nghĩa của vàng quan hệ đồng biến 1:1 với cả lạm phát kỳ vọng và lạm phát ngoài kỳ vọng; suất sinh lợi thực của vàng không tương quan với lạm phát).

Cần lưu ý rằng cách tiếp cận như Fama Schwert (1977) yêu cầu lạm phát kỳ vọng và lạm phát ngoài kỳ vọng cần được đo lường phù hợp. Có nhiều phương pháp khác nhau để đo lường lạm phát kỳ vọng và từ đó đo lường lạm phát ngoài kỳ vọng như là hiệu số của lạm phát thực tế và lạm phát kỳ vọng. Nghiên cứu sử dụng mô hình ARIMA được đề xuất bởi Box và Jenkins (1970) để ước lượng lạm phát kỳ vọng và lạm phát ngoài kỳ vọng cho nghiên cứu này. Tác giả ước lượng tất cả các phương trình hồi quy bằng phương pháp OLS (Ordinary Least Squares- Bình phương nhỏ nhất), bởi vì trọng tâm của nghiên cứu là xem xét ảnh hưởng trong ngắn hạn của lạm phát tới suất sinh lợi tài sản mà không quan tâm tới chiều phản hồi từ suất sinh lợi tài sản tới lạm phát. Nghiên cứu sử dụng ma trận hiệp phương sai điều chỉnh Newey-West để tính toán giá trị thống kê kiểm định trong kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan của phần dư (Newey và West, 1987).

3.3. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng chỉ số giá tiêu dùng (CPI) theo tháng được thu thập từ Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF), mục thống kê tài chính quốc tế (IFS) để ước tính cho tỷ lệ lạm phát. Tỷ lệ lạm phát, π_t , được tính bằng logarit tự nhiên của tỷ lệ giá trị CPI tại thời điểm t so với thời điểm $t-1$.

$$\pi_t = \ln(CPI_t / CPI_{t-1}) \quad (5)$$

Bảng 2. Thống kê mô tả

	R	π	π^u	π^c
Mean	0.012632	0.007817	1.62E-05	0.007802
Maximum	0.161822	0.03823	0.02124	0.02701
Minimum	-0.08878	-0.00745	-0.02104	-0.00201
Std. Dev.	0.044765	0.008689	0.006782	0.005489
Skewness	0.685584	1.21296	0.453713	1.159907
Kurtosis	4.534947	4.48858	5.111068	4.500783
Jarque-Bera	20.29828	38.81709	25.30014	36.57902
Probability	0.000039	0,0000	0.000003	0,0000
Observations	115	115	115	115

Ghi chú: Lạm phát kỳ vọng (π^e) và lạm phát ngoài kỳ vọng (π^u) được phân rã từ tỷ lệ lạm phát thực tế bởi mô hình ARMA(2,1), trong đó tỷ lệ lạm phát kỳ vọng là giá trị ước lượng của mô hình (fitted value) và lạm phát ngoài kỳ vọng là phần dư từ mô hình ($\pi_t = 0,008 + 0,367\pi_{t-2} + 0,6579\vartheta_{t-1}$, với ϑ_t là sai số từ phương trình ước lượng này).

Nghiên cứu tiến hành ước lượng tỷ lệ lạm phát kỳ vọng và lạm phát ngoài kỳ vọng bằng mô hình ARMA(2,1)¹ trên tỷ lệ lạm phát.

Suất sinh lợi của vàng là sự thay đổi giá của nó (G_Price) từ thời điểm $t-1$ đến thời điểm t . Công thức tính toán như sau:

$$R_t = \ln(G_Price_t / G_Price_{t-1}) \quad (6)$$

trong đó giá vàng là giá bán ra của vàng SJC được tính bằng VND/lượng, dữ liệu được cung cấp bởi Công ty TNHH MTV Vàng Bạc Đá quý Sài Gòn (www.sjc.com.vn).

Tất cả hai chuỗi dữ liệu được thu thập vào ngày cuối cùng của tháng để đại diện cho tháng, với thời gian từ tháng 01/2005 đến tháng 10/2014, tổng cộng 118 quan sát. Kết quả kiểm định bằng phương pháp Phillips-Perron và KPSS cho thấy cả chuỗi suất sinh lợi của vàng và tỷ lệ lạm phát đều dừng ở mức ý nghĩa thống kê 1%.

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả cho suất sinh lợi của vàng và tỷ lệ lạm phát. Như vậy trong giai đoạn nghiên cứu, vàng có suất sinh lợi trung bình dương và độ lệch chuẩn khá cao trong khi lạm phát khá ổn định theo thời gian. Ngoài ra, cả hai chuỗi đều có đặc tính lệch dương (positive skewness) và phân phối cực nhọn (lepkurtosis). Kiểm định Jarque-Bera cũng bác bỏ giả thuyết phân phối chuẩn của hai biến ở mức ý nghĩa 1%.

4. Kết quả nghiên cứu

¹ Độ trễ p, q của mô hình ARMA(p,q) được lựa chọn theo tiêu chuẩn SBC



Bảng 3. Kết quả hồi quy suất sinh lợi của vàng trên lạm phát thực tế, lạm phát kỳ vọng và lạm phát ngoài kỳ vọng

Mô hình: $R_t = \alpha + \beta\pi_t + \varepsilon_t$								
α	β	\bar{R}^2	S.E	ρ_1	ρ_2	ρ_3	ρ_4	
0,007	0,676*	0,009	0,044	0.059	-0.013	0.141	-0.102	
Giá trị kiểm định F cho giả thuyết cho rằng $\beta = 1$: 0,792158								
Mô hình: $R_t = \mu + \gamma\pi_t^e + \tau\pi_t^u + u_t$								
μ	γ	τ	\bar{R}^2	S.E	ρ_1	ρ_2	ρ_3	ρ_4
0,0131*	-0,059	1,217**	0,017	0,044	0,043	-0,013	0,139	-0,114
Giá trị kiểm định F cho giả thuyết cho rằng $\gamma = 1$: 2,960146*								
Giá trị kiểm định F cho giả thuyết cho rằng $\tau = 1$: 0,201627								
Giá trị kiểm định F cho giả thuyết cho rằng $\mu = \tau = 1$: 1,548036								

Ghi chú: \bar{R}^2 là R^2 điều chỉnh theo số bậc tự do, S.E là sai số chuẩn của hồi quy và ρ_1 là tự tương quan của phần dư tại độ trễ m. Ký hiệu *, ** thể hiện mức ý nghĩa thống kê 10% và 5% tương ứng.

Kết quả ước lượng phương trình (3) và (4) được trình bày ở Bảng 3. Suất sinh lợi của vàng tương quan dương với lạm phát thực tế tại mức ý nghĩa 10%. Mặc dù hệ số ước lượng $\beta = 0,676$ là nhỏ hơn 1, song kết quả kiểm định F không thể bác bỏ giả thuyết $\beta = 1$ ở mức ý nghĩa 1%. Do đó có thể kết luận rằng, vàng cung cấp một công cụ phòng ngừa rủi ro tốt cho lạm phát ở Việt Nam.

Khi xem xét mối tương quan của vàng với các thành phần của lạm phát, tác giả tìm thấy mối quan hệ cùng chiều có ý nghĩa thống kê giữa suất sinh lợi của vàng và lạm phát ngoài kỳ vọng tại mức ý nghĩa 1%. Hệ số ước lượng $\tau = 1,217$ là lớn hơn 1 tuy nhiên kết quả kiểm định F với giả thuyết $\tau = 1$ cũng không bị bác bỏ. Riêng với lạm phát kỳ vọng, hệ số ước lượng γ không có ý nghĩa thống kê, đồng thời kết quả kiểm định giả thuyết $\gamma = 1$ cũng bị bác bỏ ở mức ý nghĩa 10%. Do đó, vàng bảo hiểm hoàn toàn cho lạm phát ngoài kỳ vọng, tuy nhiên không phải là một công cụ phòng ngừa hoàn chỉnh cho lạm phát kỳ vọng. Kết quả bác bỏ giả thuyết Fisher về tương quan cùng chiều 1:1 giữa suất sinh lợi của vàng và lạm phát kỳ vọng ở thị trường Việt Nam. Tuy nhiên, cả hệ số ước lượng lạm phát kỳ vọng và lạm phát ngoài kỳ vọng được tìm thấy là đồng thời có ý nghĩa thống kê không khác 1 khi sử dụng kiểm định F ($H_0: \beta = \gamma = 1$). Kiểm định tự tương quan của phần dư cho thấy các phần

dư từ mô hình ước lượng hoàn toàn là nhiễu trắng và do đó mô hình là phù hợp. Tóm lại, nghiên cứu tìm thấy bằng chứng về vai trò phòng ngừa rủi ro hoàn toàn cho lạm phát ở Việt Nam, đặc biệt là những thay đổi bất ngờ trong lạm phát.

5. Kết luận

Nghiên cứu nhằm trả lời cho câu hỏi liệu vàng có phải là một công cụ phòng ngừa rủi ro lạm phát ở Việt Nam. Sử dụng dữ liệu hàng tháng

về suất sinh lợi của vàng và tỷ lệ lạm phát trong giai đoạn tháng 01/2005 đến tháng 10/2014, tác giả tìm thấy vàng là một tài sản an toàn để tránh lạm phát. Khi lạm phát tăng lên 1%, suất sinh lợi danh nghĩa của vàng cũng tăng lên tương ứng. Kết quả nghiên cứu không thể bác bỏ mối quan hệ đồng biến 1:1 giữa suất sinh lợi danh nghĩa của vàng và lạm phát, do đó suất sinh lợi thực tế của vàng hoàn toàn không tương quan với lạm phát. Hơn nữa, tác giả cũng tìm thấy rằng, vàng có khả năng phòng ngừa rủi ro hoàn toàn cho tỷ lệ lạm phát bất ngờ (lạm phát ngoài kỳ vọng) ở thị trường Việt Nam.

Kết quả của nghiên cứu có thể có ích cho các nhà đầu tư và Chính phủ Việt Nam. Các nhà đầu tư hoàn toàn có thể đầu tư vào vàng để bảo toàn tài sản trước tác động của lạm phát, đặc biệt là trong những thời kỳ bất ổn khi mà lạm phát thay đổi bất ngờ và không lường trước được. Mặt khác, trên thực tế, công chúng có xu hướng nắm giữ hay đầu tư vào vàng như là một kênh để bảo vệ tài sản và kết quả nghiên cứu của Huỳnh Thị Thúy Vy (2014) cũng cho thấy vàng là một kênh trú ẩn an toàn cho VND trong điều kiện thị trường biến động mạnh. Điều này có thể gây khó khăn cho Chính phủ trong việc thực thi chính sách tiền tệ. Từ kết quả nghiên cứu này, tác giả khuyến nghị rằng Chính phủ nên xem xét về tác động của vàng trong nền kinh tế để từ đó giới



thiếu nhiều kênh đầu tư hơn nhằm thu hút lượng vàng tích trữ trong công chúng. Bên cạnh đó, việc nỗ lực hơn để khôi phục niềm tin vào đồng tiền pháp định VND của dân chúng là việc làm cần thiết hiện nay. ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Adrangi, B., Chatrath, A., & Raffiee., 2003. *Economic activity, inflation, and hedging: The case of gold and silver investments. The Journal of Wealth Management*, 6, 60–77
2. Bodie, Z., 1976. *Common stocks as a hedge against inflation. The Journal of Finance*, 31, 2, 459–470
3. Blose, L.E., 2010. *Gold prices, cost of carry, and expected inflation. Journal of Economics and Business*, 62, 35–47.
4. Box, G. E. P., and G. M. Jenkins, 1970. *Time Series Analysis, Forecasting and Control (Holden Day, San Francisco)*
5. Cecchetti, S. G., Chu, R. S., & Steindel, C., 2000. *The unreliability of inflation indicators. Current Issues in Economics & Finance*, 6, 1–6
6. Christie-David, R., Chaudhry, M., & Koch, T. W., 2000. *Do macroeconomics news releases affect gold and silver prices? Journal of Economics and Business*, 52, 405–421
7. Chua, J., and R.S. Woodward, 1982, *Gold as an inflation hedge: a comparative study of six major industrial countries. Journal of Business Finance & Accounting*, 9, 191-197.
8. Fama, E.F., and G.W. Schwert, 1977. *Asset returns and inflation. Journal of Financial Economics*, 5, 115-146
9. Firth, M., 1979. *The relationship between stock market returns and rate of inflation. The Journal of Finance*, 34, 3, 743–749
10. Fisher, Irving, 1930. *The Theory of Interest (MacMillan, New York)*
11. Ghosh, D., Levin, E. J., Macmillan, P., & Wright, R. E., 2004. *Gold as an inflation hedge? Studies in Economics and Finance (Charlotte, NC)*, 22, 1–25
12. Hau, L.L., Marc J.K. De Ceuster, M.J.K.D, Annaert, J., Amonhaemanon, D., 2013. *Gold as a Hedge against Inflation: The Vietnamese Case. Procedia Economics and Finance*, 5, 502 – 511
13. Huỳnh Thị Thúy Vy, 2014. *Đánh giá vai trò của vàng trong sự biến động của VND. Tạp chí Thông tin và Dự báo Kinh tế - Xã hội. Số 106, trang 28-36*
14. Jaffe, J. F., 1989. *Gold and gold stocks as investments for institutional portfolios. Financial Analysts Journal*, 45, 53
15. Levin, E.J., A. Montagnoli, and RE Wright, 2006. *Short-run and Long-run Determinants of the Price of Gold. World Gold Council*
16. Lucey, B.M., 2011. *What do academics think they know about gold. The Alchemist*, 62, 12-14.
17. Luintel, K.B., Paudyal, K., 2006. *Are common stocks a hedge against inflation? Journal of Financial Research*,

SUMMARY

Is gold a hedge for inflation in Vietnam?

This paper investigate the inflation-hedging properties of gold in Vietnam during the period from 2005 to 2014. By ARIMA model to measure expected and unexpected inflation, the study consider the relationship between gold and the components of inflation. Consistent with traditional beliefs, the study showed that gold provides a safe hedge against, especially in unexpected inflation in our country. This study has implications for both investors and policy makers of Vietnam in the development and implementation of monetary policy to be effective and other macroeconomic policies to use accumulated funds from gold to economic development.

THÔNG TIN TÁC GIẢ

Hồ Thị Lam, Thạc sỹ

Đơn vị công tác: Học viện Hành chính Quốc gia

Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kinh tế, Tài chính- Ngân hàng

Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải: Tạp chí Kinh tế và Phát triển, Tạp chí Công nghệ Ngân hàng, Tạp chí Phát triển và Hội nhập

Email: lamhothi@gmail.com



29, 1, 1–19

18. McCown, J. R., & Zimmerman, J. R., 2006. *Is gold a zero-beta asset? analysis of the investment potential of precious metals*. Social Science Research Network Working Paper no. 920396

19. Moore, G. H., 1990. *Gold prices and a leading index of inflation*. *Challenge*, 33, 52–56

20. Newey, W.K., and K.D. West, 1987, *A simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix*, *Econometrica: Journal of the Econometric Society* 703-708

21. Roache, S.K., and A.P. Attie, 2009. *Inflation Hedging for Long-Term Investors (International Monetary Fund)*.

22. Sherman, E. J., 1983. *A gold pricing model*. *Journal of Portfolio Management*, 9, 68–70

23. Tully, E., & Lucey, B. M., 2007. *A power GARCH examination of the gold market*. *Research in International Business and Finance*, 21, 316–325

24. World Gold Council, 2011, 2012. *Gold Demand Trends: Full year 2010, 2011*

25. Worthington, A.C., and M. Pahlavani, 2007, *Gold investment as an inflationary hedge: Cointegration evidence with allowance for endogenous structural breaks*, *Applied Financial Economics Letters*, 3, 259-262

tiếp theo trang 11

Supervision (BCBS), 2014, “*Basel III: The Net Stable Funding Ratio*”, BIS, October

5. Bindseil, U., Lamoot, J., 2011, “*The Basel III Framework for Liquidity Standards and Monetary Policy Implementation*”, SFB 649 Discussion Paper 2011-041

6. Brunnermeier, Markus, and Lasse Pedersen, 2009, “*Market Liquidity and Funding Liquidity*,” *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 6, pp. 2201–38.

7. Federico, P.M., (2012). “*Developing an Index of Liquidity-Risk Exposure: An Application to Latin American and Caribbean Banking Systems*”. Technical note, No.IDB-TN-426, Inter-American Development Bank.

8. IMF (2010), *Global Financial Stability Report*, Chapter 2, “*Systemic Liquidity Risk: Improving the Resilience of Financial Institutions and Markets*,” (Washington, April).

9. IMF(2011), *Global Financial Stability Report*, Chapter 2, “*How to Address the Systemic Part of Liquidity Risks*,” (Washington, April).

10. Gorton, Gary B., and Andrew Metrick, 2009, “*Securitized Banking and the Run on the Repo*,” NBER Working Paper No. 15223 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

11. Severo, Tiago (2012), “*Measuring systemic liquidity risk and the cost of liquidity insurance*”. IMF working paper, No WP/12/94.

12. Shleifer, Andrei, and Robert Vishny, 2010, “*Fire Sales in Finance and Macroeconomics*,” NBER Working Paper 16642 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

13. Basel Committee on Banking Supervision (2013). “*Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools*” BIS Consultative Document. Basel Switzerland: Bank for International Settlements.



Vui cười

Trông gà hóa cuốc

Anh chồng say xỉn khất khưỡng bước vào nhà, ngồi phịch xuống ghế bành rồi đăm đăm nhìn về phía tivi.

Rất lâu sau, anh ta cầu nhậu với vợ:

- *Máy nhà đài hôm nay bị sao thế?*

- *Có chuyện gì à? - Bà vợ hỏi ngược lại.*

- *Sao này giờ bất kênh nào tôi cũng thấy chiếu mãi một cảnh rừng cháy thế này?*

Nghe đến đây cô vợ cầu nhậu:

- *Ừng vừa thôi, tivi bán rồi, còn trơ lại cái lò sưởi đấy!*

- *!?!*

(Sưu tầm)