

Phân tích ảnh hưởng của các nhân tố tài chính đến bong bóng bất động sản tại TP. Hồ Chí Minh

THS. LÊ THANH NGỌC

Đại học Ngân hàng TP.HCM

Dựa trên quan điểm của thuyết tài chính hành vi và thuyết ABC, tác giả vận dụng mô hình VAR để phân tích ảnh hưởng của những nhân tố tài chính – tiền tệ đến bong bóng bất động sản nhà đất ở trên địa bàn TP.HCM. Kết quả phân tích cho thấy, chỉ số PR (giá nhà chia cho tiền thuê nhà, chỉ số đại diện tính bong bóng) phụ thuộc vào những thay đổi của chính biến đó trong quá khứ cũng như những cú sốc đến từ các biến tốc độ tăng trưởng kinh tế, dư nợ tín dụng bất động sản và đầu tư nước ngoài vào bất động sản.

Từ khóa: Bong bóng bất động sản, nhà đất ở.

1. Đặt vấn đề

Trong giai đoạn từ năm 2004 đến nay, giá nhà đất ở tại TP.HCM tăng rất cao, vượt xa thu nhập bình quân đầu người và tiền cho thuê nhà ở, khiến thị trường bất động sản hình thành trạng thái bong bóng (Đoàn Thanh Hà, 2013). Về bản chất, bong bóng bất động sản là một hiện tượng có tính chất đầu cơ, song để những cơn sóng đầu cơ xảy ra phải có những điều kiện hỗ trợ để dòng tiền chảy mạnh vào thị trường bất động sản. Nghiên cứu này phân tích ảnh hưởng của những nhân tố tài chính – tiền tệ đến sự hình thành và phát triển bong bóng bất động sản nhà đất ở trên địa bàn TP.HCM.

2. Cơ sở lý thuyết và các giả thuyết

Thuyết tài chính hành vi

(Barlevy, 2007) giải thích cơ chế hình thành các bong bóng tài sản thông qua sự phân tích các đặc tính tâm lý của con người. Sự bùng nổ giá xảy ra khi các nhà đầu tư quá lạc quan vào nền kinh tế. Sự lạc quan thái quá có thể khiến mọi người chấp nhận rủi ro cao hơn. Giá tài sản và theo đó là lợi tức gia tăng làm nảy sinh hành vi đầu cơ và hệ quả là các quyết định kinh tế không còn dựa trên những quy tắc truyền thống. Từ đó, một lượng vốn đầu tư khổng lồ đổ vào thị trường ngày càng tăng và qua đó thúc đẩy bong bóng ngày càng phình to. Thuyết tài chính hành vi cho rằng tâm lý con người bị chi phối bởi các đặc tính “neo tư duy”, sợ thua lỗ, tính bầy đàn, tự thiên vị và lạc quan quá mức. Dựa trên các đặc tính tâm lý này, một số nhà nghiên cứu đã phát triển các mô hình giải thích cơ chế

bên trong thúc đẩy hoạt động đầu cơ, qua đó bong bóng tài sản được hình thành và phát triển.

Mô hình sự khác biệt niềm tin và rào cản bán khống (Diether & cộng sự, 2002) giả định thị trường tồn tại hai nhóm người với 2 quan điểm khác biệt nhau, điều này giải thích vì sao một giao dịch có thể xảy ra ngay cả khi giá tài sản được định giá quá cao.

Mô hình giao dịch phản hồi (Anna, 2012) giải thích hiện tượng bong bóng tài sản thông qua sự phân tích hành vi của một nhóm nhà đầu tư, những người hình thành nhu cầu giao dịch hoàn toàn dựa trên cơ sở sự chuyển động giá trong quá khứ. Theo mô hình này, sự tăng giá ban đầu sẽ được một nhóm nhà giao dịch phản hồi chú ý, khi sự tăng giá diễn ra đủ lâu để hình thành một trạng thái neo tư

duy thì nhà đầu tư có thể kỳ vọng giá tài sản sẽ duy trì xu hướng tăng trong tương lai, qua đó thúc đẩy họ mua vào tài sản, khiến giá tiếp tục tăng và vượt xa giá trị cơ bản. Sự tăng giá cao hơn thu hút thêm những nhà giao dịch phản hồi khác tiếp tục mua vào tài sản và kích thích giá tăng cao hơn nữa, do đó lại tiếp tục thu hút những nhà giao dịch phản hồi mới, và quá trình cứ tiếp tục. Giá tiếp tục tăng miễn là dòng vốn vẫn đổ vào thị trường. Khi dòng vốn giảm dần và tốc độ tăng giá tài sản suy giảm, đến một thời điểm nào đó, xu hướng tăng giá đảo chiều, dòng vốn bị rút ra khỏi thị trường khiến bong bóng xì hơi hoặc sụp đổ.

Mô hình tự thiên vị (Shiller, 2007) cho rằng nhà đầu tư thường có xu hướng tìm kiếm các bằng chứng củng cố niềm tin của mình và bỏ qua hoặc xem nhẹ các thông tin có tính chất mâu thuẫn với niềm tin ban đầu. Thoạt đầu, những tín hiệu tốt về nền kinh tế giải thích sự gia tăng giá trị cơ bản của BĐS giữ vai trò định hình niềm tin ban đầu của nhà đầu tư. Sau đó, nhà đầu tư nhận được một loạt các thông tin trái chiều nhau. Do tâm lý tự thiên vị, những thông tin tích cực có tác dụng củng cố niềm tin ban đầu được ghi nhận và chú ý trong khi những thông tin tiêu cực thường bị xem nhẹ hoặc bỏ qua. Kết quả là chuỗi các thông tin nhận được bên ngoài được kỳ vọng là tác động làm cho giá tài sản thay đổi theo hướng với niềm tin ban đầu.

Thuyết ABC (Austrian Business Cycle Theory) giải thích nguyên nhân hình thành bong bóng BĐS là do sự mở rộng cung tiền quá mức của NHTW (Rechard, 2012). Theo thuyết ABC, nếu NHTW không theo đuổi chính sách tiền tệ

nới lỏng thì bong bóng giá tài sản không thể phát triển. Ngược lại, nếu NHTW theo đuổi chính sách nới lỏng tiền tệ, bong bóng giá tài sản có thể phát triển ở một nơi nào đó trong nền kinh tế, chẳng hạn như nhà ở hoặc chứng khoán, phụ thuộc vào dòng tiền hướng vào nơi đó. Nếu dòng tiền hướng trực tiếp vào thị trường BĐS, thì bong bóng BĐS sẽ phát triển. Trong lý thuyết ABC, bong bóng giá BĐS được biểu hiện bởi sự gia tăng cao một cách bất thường của chỉ số giá nhà trên tiền thuê nhà (PR).

Sự tăng giá BĐS chưa hẳn là biểu hiện của bong bóng BĐS. Bong bóng BĐS chỉ xảy ra nếu sự tăng giá BĐS tách rời khỏi những nhân tố cơ bản tạo nên giá trị thực của BĐS, cụ thể là tách rời khỏi thu nhập của dân cư hoặc tiền thuê BĐS (Kindleberger, 1996). Trên cơ sở các bằng chứng về sự tồn tại của bong bóng bất động sản tại TP.HCM (Đoàn Thanh Hà, 2013), và dựa vào mô hình giao dịch phản hồi cũng như quan điểm của lý thuyết ABC, bài nghiên cứu này sử dụng chỉ số giá nhà trên tiền thuê nhà (PR) đại diện cho trạng thái bong bóng BĐS nhà ở và đưa ra một số giả thuyết sau:

- Thay đổi của chỉ số giá nhà trên tiền thuê nhà (PR) phụ thuộc vào chính sự thay đổi của biến này trong quá khứ (Anna, 2012).

- Tốc độ tăng GDP và chỉ số giá nhà trên tiền thuê nhà (PR) có mối tương tác hai chiều. Nói cụ thể hơn, GDP thay đổi tác động làm PR thay đổi. Mặt khác, PR thay đổi cũng tác động trở lại làm GDP thay đổi (Rechard, 2012).

- Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) thay đổi tác động làm PR thay đổi. Ngược lại, PR thay đổi cũng tác động trở lại làm CPI thay đổi

(Rechard, 2012).

- Tín dụng BĐS:

+ Xét về khía cạnh tín dụng tạo lập cung BĐS: Trong dài hạn, khi dư nợ cho vay BĐS tăng sẽ giúp tăng cung và tác động làm giảm giá BĐS. Tuy nhiên trong ngắn hạn, cung BĐS chưa tăng kịp trong khi để nhận được nhiều hơn nguồn vốn tín dụng từ ngân hàng, các chủ đầu tư thường thực hiện chiêu kích giá để làm tăng giá trị thị trường của dự án, qua đó có thể đặt ra giả thuyết rằng dư nợ cho vay BĐS tăng không có tác dụng làm giảm giá BĐS trong ngắn hạn. Trong dài hạn, việc ngân hàng cho vay nghiêng nhiều về các dự án cao cấp sẽ làm cung dư thừa và áp lực giảm giá mạnh là khó tránh khỏi;

+ Xét về khía cạnh tín dụng tạo lập cầu BĐS: Khi dư nợ cho vay ngắn hạn tăng sẽ tạo nguồn tài chính cho hoạt động đầu cơ. Đầu cơ tăng trong khi cung ngắn hạn không điều chỉnh kịp gây áp lực lên giá BĐS, sự tăng giá BĐS lại thu hút lượng đầu cơ mới, dẫn đến cầu tín dụng tăng. Như vậy, sự tương tác giữa giá BĐS và tín dụng tạo cầu BĐS là mang tính hai chiều. Giá BĐS tăng thúc đẩy cầu tín dụng tăng. Ngược lại, dư nợ tín dụng tăng tác động làm cầu đầu cơ tăng, qua đó đẩy giá BĐS và chỉ số PR đều tăng (Đoàn Thanh Hà, 2013).

- Lãi suất cho vay bình quân dài hạn: Lãi suất cho vay giảm có nghĩa là chi phí vay nợ giảm, qua đó kích thích cầu tín dụng tăng. Ngược lại, lãi suất cho vay tăng làm chi phí vay nợ tăng, dẫn đến cầu tín dụng giảm. Thông qua sự tác động đến dư nợ tín dụng BĐS, lãi suất có ảnh hưởng nhất định đến giá bất động sản lẫn chỉ số PR (Đoàn Thanh Hà, 2013).

- Cung tiền M2 tác động đến lãi suất và dư nợ cho vay BĐS, qua đó tác động lên giá BĐS và chỉ số PR.

- Vốn đầu tư nước ngoài vào BĐS: Về lý thuyết, vốn đầu tư nước ngoài vào BĐS tăng sẽ giúp tăng cung trong dài hạn, qua đó làm giảm giá BĐS và chỉ số PR xuống. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, cung BĐS chưa tăng kịp trong khi vốn đầu tư nước ngoài chủ yếu tập trung vào phân khúc hạng sang và cao cấp (Lê Xuân Nghĩa, 2011). Sự khan hiếm cung trong ngắn hạn kết hợp thực tế sản phẩm cao cấp là đối tượng chính của giới đầu cơ dẫn đến giả thuyết, vốn đầu tư nước ngoài vào BĐS có quan hệ tương quan dương với giá BĐS và chỉ số PR;

- Chỉ số chứng khoán VN-Index: Kênh đầu tư chứng khoán và kênh đầu tư bất động sản có tính chất thay thế lẫn nhau, do đó, sự thay đổi của VN-Index có thể tác động đến chỉ số PR và ngược lại, thay đổi của chỉ số PR có thể tác động đến VN-Index.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu thu thập

Nghiên cứu sử dụng các biến kinh tế vĩ mô bao gồm: tổng thu nhập quốc dân, lạm phát, dư nợ cho vay BĐS, lãi suất cho vay dài hạn, cung tiền M2, vốn đầu tư nước ngoài vào BĐS, chỉ số chứng khoán VN để đánh giá mối tương quan với chỉ số PR. Số liệu được sử dụng là chuỗi số liệu hàng quý, bắt đầu từ quý 1 năm 2004 đến quý 2 năm 2013. Chuỗi số liệu PR được tính cho phân khúc chung cư và nhà liền kề trong các dự án khu đô thị dựa trên cơ sở bộ dữ liệu của Phòng thị trường BĐS-BXD. Đầu tiên, chỉ số PR được tính riêng

cho từng phân khúc chung cư và nhà liền kề, sau đó căn cứ vào tỷ trọng nhà chung cư và nhà liền kề trong tổng số nhà ở tùy từng năm để tính lại chuỗi chỉ số bình quân PR có trọng số là tỷ trọng từng loại nhà ở làm đại diện cho thị trường. Tăng trưởng GDP đại diện cho hoạt động kinh tế thực và được lấy từ nguồn Tổng cục Thống kê VN (GSO); chỉ số giá tiêu dùng CPI được xem là chỉ tiêu đo lường lạm phát cũng được lấy từ nguồn GSO; dư nợ cho vay BĐS tại TP.HCM lấy từ Ngân hàng Nhà nước Chi nhánh TP. HCM; lãi suất cho vay dài hạn, cung tiền M2 lấy từ Ngân hàng Nhà nước VN; vốn đầu tư nước ngoài vào BĐS lấy từ Sở Kế hoạch và Đầu tư TP.HCM; chỉ số chứng khoán VN lấy từ Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM.

4. Mô hình nghiên cứu và các kiểm định

Nghiên cứu sử dụng mô hình VAR (Vector Auto Regression) để kiểm tra mối tương quan giữa các biến trong mô hình. Cụ thể, nghiên cứu sử dụng kiểm định nghiệm đơn vị, kiểm định nhân quả Granger và phân tích phân rã phương sai. Bên cạnh đó, nghiên cứu còn sử dụng phương pháp ước lượng VAR để tìm độ trễ tối ưu cho các biến vĩ mô.

4.1. Mô hình vector tự hồi quy (Vector Auto Regression)

Mối quan hệ giữa các biến số có thể không chỉ đơn thuần một chiều là các biến giải thích tác động đến biến phụ thuộc mà trong nhiều trường hợp biến phụ thuộc cũng có tác động ngược trở lại đến các biến giải thích. Do đó, ta phải xem xét mối quan hệ qua lại giữa các biến cùng một lúc. Như vậy, mô hình kinh tế lượng mà ta xem xét đến không phải là mô hình chỉ một phương trình mà bao gồm nhiều phương trình. Để ước lượng được mô hình này ta phải đảm bảo rằng các phương trình trong hệ được định dạng với một số biến được gọi là biến nội sinh và một số biến khác được coi là ngoại sinh. Việc định dạng này thường được thực hiện bằng cách giả thiết rằng một số biến được xác định trước chỉ có mặt trong một số phương trình. Cách làm này thường mang tính chủ quan và bị phê phán bởi Sims (1980). Theo Sims, nếu thực sự tồn tại mối quan hệ đồng thời giữa các biến này thì chúng phải được xem xét với vai trò như nhau, nói cách khác là tất cả các biến được xét đến đều là biến nội sinh. Trên ý tưởng đó mà Sims đã xây dựng nên mô hình vector tự hồi quy VAR.

Bảng 1: Mô tả các biến

STT	Tên biến	Mô tả các biến	Đơn vị
1	PR	Chỉ số giá nhà/tiền thuê nhà tại TP.HCM	Điểm
2	GDP	Tốc độ tăng trưởng GDP cả nước	%
3	CPI	Chỉ số giá tiêu dùng cả nước	%
4	REL	Dư nợ cho vay BĐS trên địa bàn TP.HCM	Tỷ đồng
5	R	Lãi suất cho vay dài hạn bình quân trên thị trường	%
6	M2	Cung tiền M2	Tỷ đồng
7	FDI	Dòng vốn đầu tư nước ngoài vào BĐS tại TP.HCM	Tỷ USD
8	VNI	Chỉ số chứng khoán VN	Điểm

Để phân tích mối quan hệ giữa chỉ số PR, tốc độ tăng GDP, lạm phát, cung tiền M2, lãi suất cho vay dài hạn, dư nợ cho vay BĐS, FDI vào BĐS, chỉ số chứng khoán VN-Index, nghiên cứu sử dụng mô hình VAR. Mô hình này cho rằng chỉ số PR và các biến vĩ mô có sự tương tác qua lại lẫn nhau. Một cách cụ thể, mô hình VAR được viết như sau:

$$PR_t = \alpha_{1t} + \sum \beta_{1i} PR_{t-i} + \sum \delta_{1i} GDP_{t-i} + \sum \gamma_{1i} CPI_{t-i} + \sum \rho_{1i} M2_{t-i} + \sum \lambda_{1i} R_{t-i} + \sum \mu_{1i} REL_{t-i} + \sum \kappa_{1i} FDI_{t-i} + \sum \varepsilon_{1i} VNI_{t-i} + U_{1t} \quad (i = 1, p) \quad (1)$$

$$GDP_t = \alpha_{2t} + \sum \beta_{2i} PR_{t-i} + \sum \delta_{2i} GDP_{t-i} + \sum \gamma_{2i} CPI_{t-i} + \sum \rho_{2i} M2_{t-i} + \sum \lambda_{2i} R_{t-i} + \sum \mu_{2i} REL_{t-i} + \sum \kappa_{2i} FDI_{t-i} + \sum \varepsilon_{2i} VNI_{t-i} + U_{2t} \quad (i = 1, p) \quad (2)$$

$$CPI_t = \alpha_{3t} + \sum \beta_{3i} PR_{t-i} + \sum \delta_{3i} GDP_{t-i} + \sum \gamma_{3i} CPI_{t-i} + \sum \rho_{3i} M2_{t-i} + \sum \lambda_{3i} R_{t-i} + \sum \mu_{3i} REL_{t-i} + \sum \kappa_{3i} FDI_{t-i} + \sum \varepsilon_{3i} VNI_{t-i} + U_{3t} \quad (i = 1, p) \quad (3)$$

$$M2_t = \alpha_{4t} + \sum \beta_{4i} PR_{t-i} + \sum \delta_{4i} GDP_{t-i} + \sum \gamma_{4i} CPI_{t-i} + \sum \rho_{4i} M2_{t-i} + \sum \lambda_{4i} R_{t-i} + \sum \mu_{4i} REL_{t-i} + \sum \kappa_{4i} FDI_{t-i} + \sum \varepsilon_{4i} VNI_{t-i} + U_{4t} \quad (i = 1, p) \quad (4)$$

$$R_t = \alpha_{5t} + \sum \beta_{5i} PR_{t-i} + \sum \delta_{5i} GDP_{t-i} + \sum \gamma_{5i} CPI_{t-i} + \sum \rho_{5i} M2_{t-i} + \sum \lambda_{5i} R_{t-i} + \sum \mu_{5i} REL_{t-i} + \sum \kappa_{5i} FDI_{t-i} + \sum \varepsilon_{5i} VNI_{t-i} + U_{5t} \quad (i = 1, p) \quad (5)$$

$$REL_t = \alpha_{6t} + \sum \beta_{6i} PR_{t-i} + \sum \delta_{6i} GDP_{t-i} + \sum \gamma_{6i} CPI_{t-i} + \sum \rho_{6i} M2_{t-i} + \sum \lambda_{6i} R_{t-i} + \sum \mu_{6i} REL_{t-i} + \sum \kappa_{6i} FDI_{t-i} + \sum \varepsilon_{6i} VNI_{t-i} + U_{6t} \quad (i = 1, p) \quad (6)$$

$$FDI_t = \alpha_{7t} + \sum \beta_{7i} PR_{t-i} + \sum \delta_{7i} GDP_{t-i} + \sum \gamma_{7i} CPI_{t-i} + \sum \rho_{7i} M2_{t-i} + \sum \lambda_{7i} R_{t-i} + \sum \mu_{7i} REL_{t-i} + \sum \kappa_{7i} FDI_{t-i} + \sum \varepsilon_{7i} VNI_{t-i} + U_{7t} \quad (i = 1, p) \quad (7)$$

$$VNI_t = \alpha_{8t} + \sum \beta_{8i} PR_{t-i} + \sum \delta_{8i} GDP_{t-i} + \sum \gamma_{8i} CPI_{t-i} + \sum \rho_{8i} M2_{t-i} + \sum \lambda_{8i} R_{t-i} + \sum \mu_{8i} REL_{t-i} + \sum \kappa_{8i} FDI_{t-i} + \sum \varepsilon_{8i} VNI_{t-i} + U_{8t} \quad (i = 1, p) \quad (8)$$

Trong đó:

PR: Chỉ số giá nhà trên tiền thuê nhà trên địa bàn TP.HCM

GDP: Tốc độ tăng trưởng GDP

CPI: Chỉ số giá tiêu dùng

M2: Cung tiền

R: Lãi suất cho vay dài hạn

REL: Dư nợ cho vay BĐS trên địa bàn TP.HCM của hệ thống NHTM

FDI: Vốn FDI vào BĐS trên địa bàn TP. HCM

VNI: Chỉ số chứng khoán

U: Sai số ngẫu nhiên

$\alpha, \beta, \delta, \gamma, \rho, \lambda, \mu, \kappa, \varepsilon$: Các hệ số ước lượng

4.2. Phân rã phương sai

Phân rã phương sai là một cách tiếp cận để phân tích cấu trúc mô hình VAR. Phân rã phương sai phân tích sự biến thiên của một biến do tác động bởi cú sốc của chính biến đó và cú sốc của các biến nội sinh khác. Phương pháp này cung cấp thông tin về mức độ quan trọng của các sai

số ngẫu nhiên đến các biến trong mô hình VAR, qua đó cho thấy xu hướng tác động lẫn nhau giữa các biến (Pedro, 2001).

Nghiên cứu này sử dụng phương pháp phân rã phương sai như một cách tiếp cận của mô hình VAR nhằm đánh giá mức độ ảnh hưởng đến sự biến thiên của chỉ số PR bởi cú sốc của chính biến đó và các biến vĩ mô khác, bao gồm: GDP, CPI, M2, R, REL, FDI, VNI.

4.3. Tiến trình thực hiện

Đầu tiên, nghiên cứu trình bày kiểm định nghiệm đơn vị (Unit Root Test) nhằm cung cấp thông tin về tính dừng của các biến và được thực hiện bằng cách sử dụng kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF). Sau khi xem xét tính dừng của các biến, việc tìm kiếm độ trễ tối ưu cho mô hình VAR được thực hiện dựa trên tiêu chí Akaike (AIC) và Schwarz. Tiếp theo là việc sử dụng kiểm định nhân quả Granger để xác định xem liệu các biến kinh tế vĩ mô được lựa chọn có mối tương quan với chỉ số PR tại TP.HCM hay không. Cuối cùng, nghiên cứu trình bày kết quả mô hình VAR để xem xét mức độ ảnh hưởng của những thay đổi trong các biến kinh tế vĩ mô đến chỉ số PR và ngược lại, ảnh hưởng của sự thay đổi chỉ số PR đến các biến kinh tế vĩ mô.

5. Kết quả và thảo luận

5.1. Thống kê mô tả

Bảng 2 trình bày các số liệu thống kê mô tả các biến kinh tế vĩ mô được sử dụng trong mô hình VAR. Tất cả các biến đều có giá trị trung bình và độ lệch chuẩn dương. Xét hệ số bất đối xứng thì các biến CPI, M2, R và VNI có giá trị dương cho thấy các biến này có phân phối lệch phải; các biến FDI, GDP, REL và PR

Bảng 2: Thống kê các biến

	CPI	FDI	GDP	M2	PR	R	REL	VNI
Trung bình	0.122497	234.1267	0.026892	1698112.	3.632132	0.140047	61570.35	488.9444
Trung vị	0.104400	224.7430	0.027700	1455000.	3.704995	0.130650	71002.00	480.0000
Tối đa	0.248600	398.0000	0.034900	3687078.	4.218391	0.211400	102930.0	980.0000
Tối thiểu	0.059400	68.20000	0.016600	445000.0	3.070271	0.095500	14080.00	250.0000
Độ lệch chuẩn	0.051581	107.8265	0.005376	1002209.	0.346804	0.035306	27798.52	200.2603
Hệ số bất đối xứng	0.941989	-0.033727	-0.613833	0.404767	-0.170847	0.346439	-0.453364	1.088205
Hệ số nhọn	2.907982	1.547259	2.257991	1.841922	1.715293	1.719378	1.821130	3.819770
Thống kê JB	1.336760	3.172510	3.086613	2.994735	2.650840	3.180108	3.117835	2.113176
Mức xác suất	0.368862	0.137681	0.110662	0.223718	0.265691	0.163915	0.217745	0.317839
Tổng	4.409900	8428.561	0.968100	61132044	130.7567	5.041700	2216533.	17602.00
Tổng bình phương chênh lệch	0.093121	406929.7	0.001012	3.52E+13	4.209566	0.043628	2.70E+10	1403646.
Số quan sát	38	38	38	38	38	38	38	38

Nguồn: Kết quả trích xuất từ Eview

có giá trị âm cho thấy các biến này có phân phối lệch trái. Giá trị P-value của kiểm định Jarque-Bera cho thấy các biến đều theo phân phối chuẩn.

5.2. Kiểm định nghiệm đơn vị

Các nghiên cứu kinh tế lượng chỉ ra rằng hầu hết các biến chuỗi thời gian kinh tế vĩ mô là không có tính dừng, nếu sử dụng các biến không có tính dừng sẽ dẫn đến sự hồi quy giả (Granger, 1969). Kiểm định nghiệm đơn vị trong nghiên cứu này được sử dụng để kiểm tra xem liệu các biến chuỗi thời gian: PR, GDP, M2, R, REL, CPI, FDI, VNI có tính dừng hay không. Bảng 3 thể hiện kết quả kiểm định nghiệm đơn vị cho các biến theo tiêu chuẩn Augmented Dickey-Fuller (ADF).

Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị theo tiêu chuẩn ADF cho thấy ngoại trừ biến CPI dừng ở chuỗi gốc với mức ý nghĩa 5%, các biến còn lại đều không dừng. Tuy nhiên, khi lấy sai phân bậc 1,

các biến CPI, REL, R, FDI, VNI đều dừng ở mức ý nghĩa 1%, các biến PR, GDP dừng ở mức ý nghĩa 5% còn biến M2 dừng ở mức ý nghĩa 10%.

5.3. Lựa chọn độ trễ tối ưu của mô hình VAR

Có nhiều phương pháp nhằm chọn độ trễ cho mô hình VAR. Nghiên cứu trình bày phương pháp VAR lag Order Selection Criteria nhằm tìm độ trễ thích hợp cho mô hình. Kết quả được

trình bày trong Bảng 4

Theo kết quả thu được, có 3 tiêu chí đề nghị độ trễ là 2, đó là: (1) lỗi dự báo cuối cùng (FPE: Final prediction error); (2) tiêu chí thông tin Akaike (AIC: Akaike information criterion); tiêu chí thông tin Hannan-Quinn (HQ: Hanan-Quinn information criterion). Do vậy, độ trễ 2 sẽ được lựa chọn để ước lượng mô hình VAR và kiểm định nhân quả Granger.

Bảng 3: Kiểm định tính dừng các biến theo tiêu chuẩn ADF

Biến	Chuỗi gốc		Sai phân bậc 1	
	ADF	P-value	ADF	P-value
PR	-1.707355	0.4186	-3.171829	0.0306
GDP	-0.649152	0.8461	-3.382180	0.0187
CPI	-3.251361	0.0255	-3.653512	0.0098
REL	-1.539199	0.5023	-5.270574	0.0001
R	-1.841465	0.3551	-5.310786	0.0001
M2	3.943587	0.9999	-2.863999	0.0602
FDI	-1.321850	0.6084	-4.614850	0.0008
VNI	-2.445895	0.1371	-6.496387	0.0000

Nguồn: Kết quả trích xuất từ Eview

Bảng 4: Lựa chọn độ trễ tối ưu cho mô hình Var

Các biến nội sinh: DCPI DFDI DGDP DPR DR DREL DVNI

Biến ngoại sinh: C

Mẫu: 2004Q1 2013Q2

Số quan sát: 35

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-337.3478	NA	2.730687	20.86956	21.18700*	20.97637
1	-272.8615	97.70649*	1.144302	19.93100	22.47053	20.88547
2	-212.4512	65.90210	0.883820*	19.23947*	24.00108	20.84161*

Nguồn: Kết quả trích xuất từ Eview

Bảng 5: Kiểm định nhân quả Granger

Mẫu: 2004Q1 2013Q2

Giả thuyết không:	Obs	F-Statistic	Prob.
DPR không tác động đến DCPI	35	6.80381	0.0039
DCPI không tác động đến DPR		1.86934	0.1730
DPR không tác động đến DFDI	35	0.16527	0.4485
DFDI không tác động đến DPR		2.24154	0.0420
DPR không tác động đến DGDP	35	5.14175	0.0094
DGDP không tác động đến DPR		4.62245	0.0244
DPR không tác động đến DM2	35	1.27347	0.2956
DM2 không tác động đến DPR		3.19661	0.0375
DR không tác động đến DPR	35	1.83269	0.1787
DPR không tác động đến DR		4.04772	0.0286
DREL không tác động đến DPR	35	5.28572	0.0053
DPR không tác động đến DREL		5.80885	0.0042
DVNI không tác động đến DPR	35	0.55138	0.5823
DPR không tác động đến DVNI		1.68271	0.2041

Nguồn: Kết quả trích xuất từ Eview

5.4. Kiểm định nhân quả Granger

Chọn độ trễ là hai, kết quả kiểm định nhân quả Granger cho ở Bảng 5:

Kết quả cho thấy:

- Biến PR có tác động đến chỉ số giá tiêu dùng, trong khi đó chỉ số giá tiêu dùng không tác động đến biến PR. Điều này được lý giải bởi biến PR được tính bằng cách lấy giá nhà chia cho tiền thuê nhà, do tiền thuê nhà tương đối ổn định trong ngắn hạn nên sự thay đổi của PR chủ yếu đến từ sự thay đổi của giá nhà. Trong

khi đó, nhà ở là một loại hàng hóa quan trọng khi tính chỉ số giá CPI, do đó, khi biến PR thay đổi sẽ tác động đến CPI. Tuy nhiên, CPI thay đổi hầu như không tác động đến biến PR. Điều này phù hợp với quan sát trong thực tiễn khi có một số năm CPI thấp tương ứng với giá nhà tăng cao (giai đoạn 2000-2003) và một số năm khác CPI thấp nhưng giá nhà hầu như không tăng hoặc tăng nhẹ (giai đoạn 2004-2006). Như vậy, PR biến động ít chịu ảnh hưởng bởi CPI mà chủ yếu do sự tác động của các biến khác.

- Biến PR không tác động đến

biến FDI, ngược lại, biến FDI có tác động đến biến PR. Như vậy, biến PR không có tác dụng trực tiếp thúc đẩy dòng vốn FDI mà sự gia tăng dòng vốn này chủ yếu đến từ các yếu tố khác như chính sách BĐS, môi trường vĩ mô ổn định,... Tuy nhiên, kết quả cho thấy, dòng vốn FDI đã đóng một vai trò nhất định đối với sự biến thiên của biến PR.

- Biến PR tác động đến tăng trưởng GDP và tăng trưởng GDP có tác động trở lại lên biến PR. Nói cách khác, sự tương tác giữa biến PR và tăng trưởng GDP mang tính hai chiều. Khi bong bóng BĐS phát triển, giá nhà ở tăng nhanh thu hút một lượng vốn lớn vào thị trường BĐS, nhiều công ăn việc làm được tạo ra góp phần làm tăng GDP. Tuy nhiên, khi bong bóng đổ vỡ, thị trường BĐS đình trệ và giá BĐS đổ dốc, nhiều doanh nghiệp kinh doanh BĐS lẫn những doanh nghiệp trong các ngành nghề liên quan phải phá sản hoặc thu hẹp sản xuất đã tác động làm GDP suy giảm. Ngược lại, tăng trưởng GDP cao là nhân tố làm gia tăng nhu cầu thực về nhà đất khiến giá BĐS tăng. Sự tăng giá ban đầu do những nhân tố cơ bản có thể tạo ra hiệu ứng quan tâm quá mức của giới đầu cơ khiến giá nhà ở thoát lý khỏi nhân tố cơ bản, hình thành hiện tượng bong bóng BĐS.

- Biến PR không làm thay đổi mức cung tiền M2 song sự thay đổi mức cung tiền có tác động nhất định đến biến PR. Kết quả này hoàn toàn phù hợp với lý thuyết cũng như quan sát thực tiễn trên thị trường BĐS ở VN.

- Lãi suất dường như không tác động đến biến PR song biến

PR có tác động đến lãi suất. Kết quả này cho thấy sự hình thành và phát triển bong bóng là một quá trình tích tụ lâu dài và chịu ảnh hưởng bởi nhiều biến số. Khi bong bóng hình thành, do tâm lý lạc quan quá mức, người mua sẵn sàng trả một mức lãi suất cao hơn bình thường để có được nguồn vốn và đầu cơ vào thị trường với mục đích bán lại trong thời gian ngắn. Ngược lại, trạng thái bong bóng tác động đến chính sách cho vay của các ngân hàng, trong đó có chính sách lãi suất. Khi bong bóng phát triển hết cỡ và rủi ro dần lộ diện, các ngân hàng đối phó lại bằng cách tăng lãi suất cho vay nhằm hạn chế bớt dòng vốn tín dụng vào thị trường bất động sản.

- Bong bóng BĐS và dư nợ cho vay BĐS có sự tương tác qua lại lẫn nhau. Biến PR tác động đến biến REL và ngược lại, biến REL tác động trở lại đến biến PR. Kết quả này cho thấy tín dụng ngân hàng đã đóng một vai trò nhất định đối với sự phát triển của bong bóng BĐS. Ngược lại, khi bong bóng xảy ra, tâm lý đầu cơ lan khắp thị trường có tác

dụng thúc đẩy cầu tín dụng BĐS tăng.

- Biến PR và VNI không có mối quan hệ qua lại lẫn nhau.

5.5. Kiểm định phân rã phương sai *Variance Decomposition*

Kết quả phân tích phân rã phương sai biến PR cho thấy sự thay đổi của biến PR, biến đo lường mức độ bong bóng BĐS, chủ yếu đến từ những cú sốc nội sinh từ chính thị trường BĐS (30 - 40%). Biến FDI, GDP và REL giải thích một phần tương đối lớn sự biến thiên của bong bóng BĐS. Cụ thể, biến FDI giải thích từ 17 - 24%, biến GDP giải thích từ 13 - 17% và biến REL giải thích từ 19 - 27% sự biến thiên của biến PR. Trong ngắn hạn, biến M2 không có sự tác động đến sự biến thiên của biến PR, tuy nhiên trong dài hạn, biến M2 giải thích từ 2 - 8% sự biến thiên của bong bóng BĐS. Các biến chỉ số giá tiêu dùng CPI, lãi suất cho vay dài hạn R, chỉ số chứng khoán VNI giải thích một phần rất nhỏ sự biến thiên của bong bóng BĐS.

6. Kết luận

Kết quả kiểm định nhân quả Granger và phân tích phân rã phương sai cho thấy sự phát triển bong bóng BĐS ở VN, ngoài ảnh hưởng bởi các biến số vĩ mô, phụ thuộc vào sự thay đổi của chính biến PR trong quá khứ. Nói cách khác, việc giá nhà tăng nhanh vượt xa tiền thuê nhà và tốc độ tăng được duy trì trong một thời gian khá lâu đã tác động mạnh đến tâm lý nhà đầu cơ, khiến kỳ vọng “giá BĐS tiếp tục tăng nhanh trong tương lai” lan khắp thị trường. Tâm lý này được hỗ trợ bởi dòng tiền dồi dào từ nhiều nguồn có tác dụng thúc đẩy cầu BĐS tăng nhanh. Sự gia tăng đột biến của cầu BĐS, đến lượt nó, có tác dụng thúc đẩy trở lại đến giá BĐS, khiến giá BĐS vượt xa các nhân tố cơ bản, hình thành trạng thái bong bóng BĐS●

(Xem tiếp trang 67)

Bảng 6: Kết quả phân rã phương sai cho biến PR

Kỳ	S.E.	DCPI	DFDI	DGDP	DM2	DPR	DR	DREL	DVNI
1	0.091043	0.000000	24.02615	17.19822	0.001182	39.21919	0.000000	19.55525	0.000000
2	0.105263	0.228282	19.55271	14.07825	0.030556	37.94362	0.222578	27.48369	0.460316
3	0.115733	1.191258	18.93048	14.13513	0.143042	40.44464	0.210242	24.50976	0.435442
4	0.124531	2.815782	17.00881	15.48633	2.804527	36.01961	0.299332	23.44583	2.119779
5	0.128174	3.701173	16.88131	14.72566	3.803802	34.29798	0.282837	24.27461	2.032626
6	0.132606	3.618998	17.35434	13.85871	6.079602	32.97247	0.400868	23.81597	1.899032
7	0.136502	3.417172	17.40510	13.68328	6.506631	31.38161	0.400866	25.22732	1.978017
8	0.137875	3.350849	17.31421	13.90283	7.535358	30.76694	0.437596	24.74414	1.948080
9	0.138404	3.335366	17.26790	14.10863	7.669613	30.54194	0.434477	24.69269	1.949377
10	0.139044	3.367117	17.10971	14.15847	8.097870	30.34260	0.459817	24.50206	1.962348

Nguồn: Kết quả trích xuất từ Eview