
TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ ĐẾN BONG BÓNG BẤT ĐỘNG SẢN TẠI HÀ NỘI

Lê Phương Lan¹

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Nguyễn Thu Uyên

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Phạm Thị Hường

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Nguyễn Sỹ Bin

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Nguyễn Tuấn Dũng

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Phạm Thị Thanh Vân

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Ngày nhận: 09/05/2022; Ngày hoàn thành biên tập: 12/09/2022; Ngày duyệt đăng: 19/09/2022

Tóm tắt: Bài nghiên cứu tập trung vào việc xác định và đo lường ảnh hưởng của chính sách tiền tệ gồm lãi suất, tín dụng và cung tiền tới bong bóng bất động sản tại Hà Nội. Bài nghiên cứu sử dụng mô hình vector tự hồi quy để xem xét mối quan hệ giữa các biến trong mô hình. Kết quả nghiên cứu cho thấy có sự tác động cùng chiều của lãi suất liên ngân hàng qua đêm và lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 6 tháng đến chỉ số giá bất động sản, trong khi những biến khác có tác động không rõ rệt. Các đề xuất rút ra từ kết quả nghiên cứu giúp Chính phủ và doanh nghiệp tham khảo để có những hành động đúng đắn và kịp thời trước biến động của thị trường bất động sản Việt Nam hiện tại và sau này.

Từ khóa: Bong bóng bất động sản, Chính sách tiền tệ, Lãi suất, Tín dụng, Cung tiền

THE IMPACT OF MONETARY POLICY ON REAL ESTATE BUBBLE IN HANOI

Abstract: This paper identifies and measures the influence of monetary policies including interest rates, credit, and money supply on the real estate bubble in Hanoi. The vector autoregression model estimation was employed to examine the

¹ Tác giả liên hệ, Email: lan.lp@ftu.edu.vn

relationship between the variables. The results show that the overnight interbank interest rate variable and 6-month term interbank interest rate have a positive impact on the bubble variable while the impact of other variables is insignificant. The recommendations drawn from the research results can help the government and businesses take appropriate and timely actions against negative trends in Vietnamese real estate market in the future.

Keywords: Real Estate Bubble, Monetary Policy, Interest Rate, Credit, Money Supply

1. Giới thiệu

Bong bóng bất động sản là một khái niệm được kết hợp từ hai khái niệm “bong bóng” và “bất động sản”. Case & Shiller (2003) quan niệm bong bóng bất động sản là một trạng thái của thị trường nhà đất, trong đó cầu và giá nhà đất tăng lên đáng kể so với giá trị nội tại, xuất phát từ sự kỳ vọng quá mức tích cực về giá trong tương lai đang lan rộng khắp thị trường. Lúc này, giá tài sản tăng vọt so với giá trị nội tại, tức giá trị thực của tài sản và việc giao dịch các tài sản này diễn ra sôi nổi trên thị trường. Điều này sẽ làm bong bóng ngày càng “phình to”, kéo theo lạm phát và khi đã đạt giá trị tối đa, bong bóng sẽ “vỡ”, gây ra sự sụt giảm đột ngột về giá. Bất động sản là một loại tài sản đặc biệt được định nghĩa khác nhau ở từng quốc gia. Đối với Việt Nam, bất động sản bao gồm đất đai, nhà, công trình xây dựng gắn liền với đất đai, các tài sản khác theo quy định của pháp luật. Khi kết hợp hai khái niệm này, ta có thể hiểu bong bóng bất động sản là hiện tượng tăng giá đột ngột vượt quá giá trị thực của tài sản trên thị trường bất động sản. Himmelberg & cộng sự (2005) cho rằng bong bóng bất động sản được hình thành do người mua sẵn sàng trả mức giá cao hôm nay với niềm tin về sự tăng giá trong tương lai. Tại Việt Nam, Nguyễn (2019) cho rằng bong bóng nhà đất là một loại bong bóng kinh tế diễn ra trên thị trường bất động sản, gắn liền với sự bùng nổ về đất đai. Theo đó, giá đất ngày càng tăng cao cho đến khi đạt hạn mức và giảm đột ngột. Dựa trên những quan điểm này, bong bóng bất động sản được hiểu là một hiện tượng kinh tế, đi kèm với tâm lý, kỳ vọng tích cực của nhà đầu tư trong tương lai trong một khoảng thời gian nhất định.

Nhận định các yếu tố ảnh hưởng đến sự hình thành bong bóng bất động sản, rất nhiều hướng tiếp cận đã được đưa ra, song còn nhiều tranh cãi về mức độ ảnh hưởng của từng yếu tố. Sau khi tìm hiểu những nghiên cứu trên thế giới cũng như đặc điểm thị trường bất động sản Việt Nam, nhóm tác giả đưa ra một vài nhân tố ảnh hưởng đến bong bóng bất động sản như: chỉ số GDP tăng cao, vốn đầu tư nước ngoài lớn, sự đầu cơ chi phối của thị trường, phân khúc thị trường không đồng đều,... và một trong những nhân tố chính tác động đến thị trường bất động sản chính là những chính sách vĩ mô, điển hình là chính sách tiền tệ. Các công cụ của chính sách tiền tệ đều có sự tương quan qua lại lẫn nhau, tuy nhiên không phải công cụ nào cũng phản ánh rõ nét tác động của nó đến việc hình thành bong bóng bất động sản. Tsatsaronis & Zhu (2004) đã nghiên cứu và khẳng định lãi suất cho vay ảnh hưởng tới 10,8% sự

thay đổi trong giá bất động sản. Xu & Chen (2012) đã phân tích sự ảnh hưởng của các biến: tăng trưởng cung tiền (M2), lãi suất dài hạn (R), và dư nợ tín dụng (REL) đến việc tăng giá nhà ở Trung Quốc. Đồng thời, Davis & Zhu (2004) khẳng định lãi suất cho vay ảnh hưởng cùng chiều đến việc tăng giá bất động sản và tín dụng tác động đến sự tăng giảm cung cầu và giá cả trên thị trường bất động sản. Có thể thấy, có 3 yếu tố thường thấy mà chính sách tiền tệ tác động đến bong bóng bất động sản, đó là: lãi suất, cung tiền và tín dụng bất động sản.

Ngoài phần giới thiệu, phần 2 của bài viết trình bày cơ sở lý thuyết về ảnh hưởng của chính sách tiền tệ đến bong bóng bất động sản. Phần 3 tổng quan tình hình nghiên cứu. Phần 4 trình bày mô hình và phương pháp nghiên cứu. Phần 5 trình bày kết quả nghiên cứu. Phần 6 thảo luận kết quả nghiên cứu. Cuối cùng, phần 7 đưa ra kết luận và khuyến nghị.

2. Cơ sở lý thuyết về ảnh hưởng của chính sách tiền tệ đến bong bóng bất động sản

Chính sách tiền tệ là một chính sách hữu dụng của Ngân hàng Nhà nước nhằm điều tiết thị trường tiền tệ của quốc gia, ảnh hưởng đến lượng tiền tệ lưu thông trong nền kinh tế và giữa các doanh nghiệp. Chính sách tiền tệ sử dụng các công cụ chính: lãi suất liên ngân hàng, cung tiền, tỷ lệ dự trữ bắt buộc và nghiệp vụ thị trường mở. Trong phạm vi bài nghiên cứu, nhóm tác giả chọn kênh lãi suất, cung tiền và tăng trưởng tín dụng làm công cụ chính để phân tích tác động của chính sách tiền tệ tới thị trường bất động sản. Chúng tôi đã tìm hiểu các nghiên cứu đi trước, đặc biệt là nghiên cứu của Yan (2019) để xây dựng nên khung lý thuyết về ảnh hưởng của các nhân tố lãi suất, cung tiền và tín dụng đến giá bất động sản.

Tác động của kênh lãi suất đến giá bất động sản

Đối với doanh nghiệp bất động sản, tăng lãi suất liên ngân hàng khiến cho chi phí vay vốn trên thị trường liên ngân hàng tăng lên. Điều này không chỉ làm cho các ngân hàng thương mại hạn chế vay các ngân hàng khác, mà còn làm tăng lãi suất cho vay của các ngân hàng để đảm bảo biên lợi nhuận. Lãi suất cho vay tăng lên ảnh hưởng trực tiếp tới doanh nghiệp có nhu cầu vốn, đặc biệt là doanh nghiệp bất động sản, một ngành đặc thù cần nhiều vốn để triển khai dự án. Chi phí đầu tư cũng vì đó mà tăng lên, khiến cho nguồn cung bất động sản giảm, dẫn đến giá bất động sản tăng lên.

Đối với người mua bất động sản, lãi suất cho vay của các ngân hàng tăng lên như đã phân tích ở trên khiến cho người dân khó tiếp cận nguồn vốn vay hơn, dẫn đến cầu bất động sản giảm, làm cho giá bất động sản từ đó cũng giảm theo.

Đối với các nhà đầu tư bất động sản, chỉ cần lãi suất tăng một mức nhỏ cũng đủ để lợi tức thay đổi đáng kể. Việc tăng lãi suất làm tăng chi phí đầu cơ ở một mức độ nhất định và chắc chắn sẽ dẫn đến giảm nhu cầu đầu tư. Các chủ thể đầu cơ bất động sản có khả năng giữ tiền hoặc chuyển sang các ngành khác và ở một mức độ nào đó sẽ kìm hãm nhu cầu đối với bất động sản. Bên cạnh việc kìm hãm nhu cầu

đầu cơ, biện pháp này cũng kìm hãm nhu cầu đầu tư và nhu cầu mua bán bất động sản ở của nhóm thu nhập thấp và trung bình với nhu cầu về bất động sản mạnh hơn nhu cầu của các nhà đầu cơ, đầu tư. Nhóm thu nhập thấp và trung bình sẽ không đáp ứng được giá bất động sản cao. Điều này được lý giải như sau: lãi suất tăng dẫn đến chi phí đầu cơ tăng và dẫn đến cầu bất động sản giảm (Yan, 2019).

Thị trường bất động sản Việt Nam có nguồn cung ngày càng tập trung vào phân khúc bất động sản diện tích lớn với giá cao khiến cho nguồn cung phân khúc bất động sản diện tích vừa và nhỏ với giá bán trung bình thấp không đủ đáp ứng lượng cầu đông đảo từ phía người dân ở phân khúc này. Điều này dẫn đến tình trạng giá bất động sản bị đẩy lên cao.

Tác động của kênh cung tiền đến giá bất động sản

Nhìn chung cung tiền và giá bất động sản có mối quan hệ thuận chiều. Độ co giãn của cầu bất động sản luôn lớn hơn cung, chính vì vậy khi cung và cầu tăng đã đẩy giá bất động sản tăng lên.

Tác động của kênh tín dụng đến giá bất động sản

Nói lỏng tín dụng vào thị trường bất động sản sẽ làm thị trường này nóng lên. Từ năm 2008 đến cuối năm 2010, tín dụng vẫn luôn ở mức tăng trưởng nóng, dòng tín dụng đổ vào bất động sản quá lớn góp phần tạo ra bong bóng bất động sản trong giai đoạn này.

Có thể thấy chính sách tiền tệ là một nhân tố có ảnh hưởng rõ ràng đến bong bóng bất động sản thông qua các kênh: cung tiền, lãi suất, tín dụng. Tuy nhiên, trước tình hình thị trường bất động sản đang không ngừng biến động hiện nay, việc làm rõ hơn về sự tồn tại của bong bóng bất động sản ở Hà Nội, đồng thời, luận giải tác động quan trọng của chính sách tiền tệ lên bong bóng bất động sản là vô cùng cần thiết và cấp bách, cả về lý luận và thực tiễn.

3. Tổng quan tình hình nghiên cứu

Thị trường bất động sản ở Việt Nam chính thức được xác lập năm 1993 khi Luật Đất đai ra đời. Kể từ đó đến nay đã có không ít lần thị trường rơi vào khủng hoảng, suy thoái, đóng băng và xuất hiện bong bóng bất động sản. Để tìm hiểu vấn đề, nhóm tác giả tổng kết lại những nghiên cứu về bong bóng bất động sản cũng như ảnh hưởng của chính sách tiền tệ đến bong bóng bất động sản ở Việt Nam và trên thế giới.

Trong hầu hết những nghiên cứu nước ngoài, các học giả đều sử dụng phương pháp định lượng để xác định liệu bong bóng bất động sản có bị ảnh hưởng bởi chính sách tiền tệ hay không. Xu & Chen (2012), Yan (2019), McDonald & Stokes (2013), Gerlach (2003), Lê (2014) đều sử dụng mô hình định lượng véc tơ tự hồi quy (VAR) để đo lường tác động của các biến chính sách tiền tệ tới thị trường nhà đất. Vì vậy, chúng tôi quyết định sử dụng phương pháp này cho bài nghiên cứu.

Bên cạnh việc nghiên cứu các tác động của chính sách tiền tệ lên bong bóng bất động sản, một số ít các nghiên cứu cũng tìm hiểu theo chiều hướng tác động ngược lại từ bong bóng bất động sản đến các quyết định của ngân hàng trung ương trong việc điều chỉnh các chính sách tiền tệ. Gerlach (2003) đã chỉ ra rằng sự ảnh hưởng của giá bất động sản đến tín dụng ngân hàng mạnh hơn so với chiều ngược lại. Tại Việt Nam cũng đã xuất hiện các nghiên cứu tìm hiểu về vấn đề này. Lê (2014) đã phân tích, đánh giá, luận giải mối quan hệ tương tác qua lại giữa biến bong bóng bất động sản và các biến tài chính – tiền tệ và phát hiện thấy mối quan hệ giữa biến nói trên ở chiều ngược lại. Biến bong bóng bất động sản nhà đất để ở ảnh hưởng đến các biến: tăng trưởng GDP, dư nợ tín dụng bất động sản, chỉ số giá tiêu dùng, lãi suất cho vay dài hạn. Nguyễn (2013) đã chỉ ra một số yếu tố của chính sách tiền tệ tác động tới thị trường bất động sản giai đoạn 2011-2013 gồm: dư nợ cho vay bất động sản và tăng trưởng tín dụng.

Xu & Chen (2012) cùng với mô hình VAR đã đo lường được tác động của các chính sách tiền tệ trong giai đoạn từ năm 1998 đến 2010 tới thị trường nhà đất Trung Quốc. Kết quả đo lường đã chỉ ra các biến chính sách tiền tệ là lãi suất cho vay ngân hàng dài hạn, chỉ số chính sách tín dụng thế chấp của ngân hàng và tăng trưởng cung tiền có tác động cùng chiều đến việc hình thành bong bóng bất động sản. Đồng thời các tác giả cũng khẳng định các công cụ của chính sách tiền tệ có tác động mạnh đến thị trường bất động sản gồm: (i) Tỷ lệ dự trữ bắt buộc; (ii) Lãi suất, bao gồm lãi suất chuẩn do ngân hàng trung ương đưa ra và lãi suất thả nổi dựa trên lãi suất chuẩn và (iii) Nghiệp vụ thị trường mở (OMO).

Yan (2019) đã sử dụng mô hình hồi quy VAR và khẳng định vai trò của chính sách tiền tệ là rất quan trọng đối với thị trường bất động sản. Tác giả chỉ ra rằng các biến chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến việc thay đổi giá bất động sản là cung tiền và lãi suất. Vì vậy ngân hàng trung ương có thể sử dụng công cụ lãi suất để điều tiết hành vi của các bên tham gia thị trường bất động sản, từ đó kiểm soát cung - cầu và kiểm soát được giá bất động sản. Đồng thời, chú trọng điều tiết cung tiền tới điểm cân bằng của thị trường bất động sản để hạn chế việc chênh lệch cung - cầu bất động sản.

Bên cạnh thị trường bất động sản Trung Quốc, Pillay & Rangel (2008) đã thành công trong việc kiểm chứng sự tồn tại của bong bóng bất động sản tại Singapore. Còn mô hình do Gerlach (2003) xây dựng đã thành công trong việc đánh giá ảnh hưởng của dòng vốn tín dụng ngân hàng đến giá bất động sản ở Hồng Kông.

Thornton (2009) và McDonald & Stokes (2013) đều chỉ ra rằng, việc Cục Dự trữ Liên bang (FED) quy định mức lãi suất thấp, cụ thể là dưới 2% từ cuối những năm 2001-2002 cho đến dưới 1% vào năm 2004, chính là nguyên nhân gây nên hiện tượng bong bóng nhà đất Hoa Kỳ vào năm 2008. Bên cạnh đó, việc thi hành chính sách tiền tệ không hiệu quả cũng là nguyên nhân dẫn đến tình trạng này.

Tại Việt Nam cũng có nhiều nghiên cứu về đề tài này. Lê (2014) cùng với phương pháp mô hình hóa và phương pháp quy nạp đã tìm hiểu nguyên nhân gây nên hiện tượng bong bóng bất động sản và ảnh hưởng ngược lại của bong bóng bất động sản đến nền kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh. Theo đó, tổng dư nợ cho vay bất động sản tăng mạnh nhất vào năm 2007, đây cũng là năm diễn ra cơn sốt giá nhà đất trên toàn địa bàn thành phố. Các năm sau đó, tỷ lệ này đã giảm đi kèm với sự sụt giảm của thị trường bất động sản. Bong bóng bất động sản tại Thành phố Hồ Chí Minh cũng chịu ảnh hưởng bởi cung tiền và nguồn vốn vào thị trường bất động sản. Tăng trưởng cung tiền M2 đạt đỉnh vào năm 2007 rồi sụt giảm, đi cùng với đó là sự suy thoái của thị trường bất động sản. Trong giai đoạn 2010-2012, cung tiền ở mức thấp và thị trường bất động sản rơi vào trạng thái đóng băng.

Ngoài ra, Đoàn (2013) cũng sử dụng mô hình VAR để phân tích thực trạng giá nhà đất tại Thành phố Hồ Chí Minh nói riêng và tại Việt Nam. Bằng phương pháp phân tích dữ liệu, nghiên cứu đã chỉ ra được hai chu kỳ bùng nổ - suy giảm tương đối rõ nét của bong bóng bất động sản tại Việt Nam.

Tổng kết lại, đa số các nghiên cứu liên quan đều đã chỉ ra tác động của chính sách tiền tệ đến bong bóng bất động sản thông qua ba công cụ chính bao gồm: lãi suất, cung tiền và tín dụng. Theo đó, những cuộc khủng hoảng nhà đất đều xuất phát từ việc điều chỉnh chính sách tiền tệ chưa hợp lý của nhà nước giai đoạn trước đó và đây cũng là một công cụ hữu hiệu để xử lý các vấn đề về bong bóng bất động sản.

4. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

4.1 Mô hình nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

Căn cứ vào tính chất của số liệu chuỗi thời gian và tính nội sinh, ngoại sinh của các biến, đồng thời, dựa vào mô hình trong các nghiên cứu đi trước của Lê (2014) và Yan (2019), nhóm tác giả lựa chọn mô hình VAR để kiểm định mối quan hệ giữa các biến, cụ thể là tác động của các biến lãi suất, cung tiền và tín dụng của chính sách tiền tệ đến chỉ số giá SPPI.

Dạng ma trận của mô hình VAR được biểu diễn như sau:

$$\begin{bmatrix} SPPI_t \\ R1_t \\ R6_t \\ TM_t \\ TM2_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} c_{1t} \\ c_{2t} \\ c_{3t} \\ c_{4t} \\ c_{5t} \end{bmatrix} + \sum \begin{bmatrix} \alpha_{1i} & \beta_{1i} & \delta_{1i} & \gamma_{1i} & \lambda_{1i} \\ \alpha_{2i} & \beta_{2i} & \delta_{2i} & \gamma_{2i} & \lambda_{2i} \\ \alpha_{3i} & \beta_{3i} & \delta_{3i} & \gamma_{3i} & \lambda_{3i} \\ \alpha_{4i} & \beta_{4i} & \delta_{4i} & \gamma_{4i} & \lambda_{4i} \\ \alpha_{5i} & \beta_{5i} & \delta_{5i} & \gamma_{5i} & \lambda_{5i} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} SPPI_{t-i} \\ R1_{t-i} \\ R6_{t-i} \\ TM_{t-i} \\ TM2_{t-i} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \\ \varepsilon_{3t} \\ \varepsilon_{4t} \\ \varepsilon_{5t} \end{bmatrix}$$

trong đó, $i = \overline{1, p}$ với p là độ trễ của mô hình; $SPPI_t$, $SPPI_{t-i}$ là chỉ số giá bất động sản Savills tại Hà Nội ở kỳ t và kỳ $t-1$; $R1_t$, $R1_{t-i}$ là lãi suất liên ngân hàng qua đêm ở kỳ t và kỳ $t-i$; $R6_t$, $R6_{t-i}$ là lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 6 tháng ở kỳ t và kỳ $t-i$; TM_t , TM_{t-i} là tăng trưởng tín dụng ở kỳ t và kỳ $t-i$; $TM2_t$, $TM2_{t-i}$ là tăng trưởng lượng cung

tiền M2 ở kỳ t và kỳ $t-i$; c_{jt} , α_{jt} , β_{jt} , γ_{jt} , δ_{jt} , λ_{jt} là các hệ số ước lượng, với $j = \overline{1,5}$; ε_{jt} là nhiễu trắng (white noise), với $j = \overline{1,5}$.

Cụ thể, 5 biến chính trong mô hình định lượng được giải thích như sau:

Chỉ số giá bất động sản Savills tại Hà Nội (Savills Property Price Index - SPPI) là chỉ số được đo lường bởi Savills Việt Nam, cho thấy sự biến động hàng quý của giá bất động sản ở các phân khúc khác nhau tại Hà Nội. Chỉ số này được tính toán dựa trên một rổ mẫu cố định gồm hơn 161 dự án trên thị trường sơ cấp và thứ cấp, song vẫn được cập nhật các dự án mới thường xuyên và áp dụng “tỷ số tính thanh khoản” để điều chỉnh mức giá chào bán và giá giao dịch giúp thu được kết quả mới và chính xác nhất. Sự tăng giảm của SPPI cho thấy sự biến động tương ứng của giá bất động sản được giao dịch trên thị trường và khi chỉ số này liên tục tăng cao quá mức trong khoảng thời gian nhất định rồi sau đó sụt giảm đột ngột, ta có thể khẳng định trong giai đoạn này có sự tồn tại của bong bóng. Đây là dấu hiệu về mặt định lượng giúp xác định sự tồn tại của bong bóng bất động sản (Lê, 2019). Lê (2015) nhận định SPPI là một chỉ số đáng tin cậy khi đánh giá thị trường bất động sản và cũng được ứng dụng khá rộng rãi ở Hồng Kông (Fan & Peng, 2003). Thực tế, bên cạnh các tổ chức trên thị trường, Bộ Xây dựng cũng đã ban hành Thông tư số 20/2010/TT-BXD ngày 27/10/2010 về hướng dẫn thí điểm xây dựng và công bố chỉ số đánh giá thị trường bất động sản của 04 thành phố là Thành phố Hà Nội, Thành phố Hồ Chí Minh, Đà Nẵng và Cần Thơ nhằm quản lý thị trường hiệu quả hơn với phương pháp tính và số lượng phân khúc khá tương tự chỉ số giá SPPI. Tuy nhiên, do nhiều khó khăn trong việc thu thập dữ liệu nên chỉ số này vẫn chưa được hoàn thành. Từ phân tích trên đây, giả thuyết liên quan đến biến chỉ số giá bất động sản được đề xuất như sau:

H1: Chỉ số giá bất động sản Savills tại Hà Nội (SPPI) ở quý $t-i$ có ảnh hưởng tích cực đến chính nó ở quý t .

Lãi suất liên ngân hàng (R1, R6 – Rate) là một trong những công cụ quan trọng của chính sách tiền tệ nhằm điều tiết nền kinh tế nói chung và thị trường bất động sản nói riêng. Việc lãi suất liên ngân hàng tăng cao cho thấy sự tăng lên tương ứng của cầu về vốn từ các ngân hàng thương mại, có thể xuất phát từ sự gia tăng trong cầu để vay vốn đầu tư bất động sản của các chủ thể kinh tế. Ngoài ra, trong giai đoạn 2009-2019, lãi suất liên ngân hàng là yếu tố lãi duy nhất có sự biến động rõ rệt, phù hợp với việc kiểm định. Do đó, các giả thuyết sau đây được đề xuất:

H2: Lãi suất liên ngân hàng qua đêm ở quý $t-i$ có ảnh hưởng tích cực đến chỉ số giá bất động sản Savills tại Hà Nội (SPPI) ở quý t .

H3: Lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 6 tháng ở quý $t-i$ có ảnh hưởng tích cực đến chỉ số giá bất động sản Savills tại Hà Nội (SPPI) ở quý t .

Tăng trưởng tín dụng (TM) là tỷ lệ gia tăng trong lượng tiền cho vay cung ứng cho chủ thể của nền kinh tế so với kỳ trước đó. Giá trị TM tăng cao phản ánh việc tín

dụng càng được nói lỏng, cầu về bất động sản càng tăng do tâm lý của người mua trong khi mức độ co giãn của cung bất động sản kém hơn sẽ khiến giá bất động sản bị đẩy cao, dẫn đến có thể hình thành bong bóng. Do đó, giả thuyết sau đây được đề xuất:

H4: Tăng trưởng tín dụng ở quý t-i có ảnh hưởng tích cực đến chỉ số giá bất động sản Savills tại Hà Nội (SPPI) ở quý t.

Tăng trưởng lượng cung tiền M2 (TM2) là đại diện cho tỷ lệ gia tăng của cung tiền M2 qua các kỳ và cũng là một công cụ truyền dẫn của chính sách tiền tệ. Khi ngân hàng trung ương tác động làm tăng lượng cung tiền, cho vay bất động sản cũng sẽ tăng, kéo theo sự tăng lên trong cả cung và cầu bất động sản. Tuy nhiên, như đã đề cập trước đó, cầu bất động sản luôn co giãn hơn cung, dẫn đến giá bất động sản tăng. Do đó, giả thuyết liên quan đến tác động của biến tăng trưởng cung tiền M2 được đề xuất như sau:

H5: Tăng trưởng lượng cung tiền M2 ở quý t-i có ảnh hưởng tích cực đến chỉ số giá bất động sản Savills tại Hà Nội (SPPI) ở quý t.

4.2 Phương pháp ước lượng và kiểm định

Trong phạm vi bài nghiên cứu, nhóm tác giả đã thực hiện ước lượng và kiểm định mô hình VAR bao gồm các bước. *Thứ nhất*, sử dụng kiểm định Dickey-Fuller (DF) để kiểm tra tính dừng của các biến. *Thứ hai*, dựa vào các tiêu chí thông tin Akaike (AIC), tỷ số khả dĩ (LR), sai số dự đoán cuối cùng (FPE), tiêu chí Hannan - Quinn (HQ) và tiêu chí Schwarz (SC) để lựa chọn độ trễ tối ưu cho mô hình. *Thứ ba*, sử dụng kiểm định nhân quả Granger để nhận định quan hệ tương quan hai chiều giữa các biến. *Thứ tư*, ước lượng các hệ số trong mô hình VAR. *Thứ năm*, sử dụng hàm phản ứng xung và phân rã phương sai để xác định và phân tích kết quả mô hình.

Ngoài ra, nhóm tác giả tiến hành kiểm định tính ổn định, phân phối chuẩn, tự tương quan và tính dừng của phần dư trước khi ước lượng mô hình VAR.

4.3 Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu được sử dụng trong bài nghiên cứu thuộc dạng thông tin thứ cấp, loại số liệu chuỗi thời gian (time series) trong khoảng thời gian từ Quý I năm 2009 đến Quý I năm 2019. Số liệu này được nhóm thu thập từ các nguồn khác nhau, cụ thể: (i) Chỉ số giá bất động sản Savills tại Hà Nội (SPPI): Tập đoàn Savills Việt Nam; (ii) Lãi suất liên ngân hàng (R1, R6): Website Ngân hàng Nhà nước Việt Nam; (iii) Tăng trưởng tín dụng (TM) và tăng trưởng cung tiền M2 (TM2): Website vietstock.vn.

Đồng thời, nhóm tác giả sử dụng phần mềm Microsoft Excel và Stata để quy đổi số liệu theo quý và thống kê mô tả các biến.

5. Kết quả nghiên cứu

5.1 Kiểm định tính dừng

Bảng 1 cho thấy ở chuỗi gốc các biến SPPI, R1, R6, TM, TM2 đều không dừng, song sau khi lấy sai phân bậc 1, tất cả các biến đều dừng ở mức ý nghĩa 5%.

Bảng 1. Kết quả kiểm định tính dừng của các biến

Biến	Chuỗi gốc		Sai phân bậc một		Biến sau khi sai phân
	DF	P-value	DF	P-value	
SPPI	-1,254	0,649	-3,754	0,003	DSPPPI
R1	-1,447	0,559	-4,739	0,000	DR1
R6	-0,866	0,799	-4,634	0,000	DR6
TM	-1,711	0,425	-6,840	0,000	DTM
TM2	-2,206	0,204	-7,493	0,000	DTM2

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Dựa vào ba tiêu chí FPE, AIC và HQIC, nhóm tác giả lựa chọn độ trễ tối ưu cho mô hình là $p = 4$.

5.2 Kiểm định nhân quả Granger

Kết quả kiểm định cho thấy có mối quan hệ nhân quả Granger giữa biến SPPI và biến R1, R6. Đồng thời, SPPI cũng có tác động đến các biến tăng trưởng tín dụng (TM) và biến tăng trưởng lượng cung tiền M2 (TM2) trong khi ở chiều ngược lại, không ghi nhận được tác động các biến này đến biến SPPI trong giai đoạn nghiên cứu.

Bảng 2. Kết quả kiểm định nhân quả Granger

Giả thuyết H_0	χ^2 (chi2)	P-value (Prob>chi2)
DSPPPI không tác động đến DR1	14,608	0,006
DR1 không tác động đến DSPPPI	46,054	0,000
DSPPPI không tác động đến DR6	9,569	0,048
DR6 không tác động đến DSPPPI	40,333	0,000
DSPPPI không tác động đến DTM	11,158	0,025
DTM không tác động đến DSPPPI	4,566	0,335
DSPPPI không tác động đến DTM2	12,381	0,015
DTM2 không tác động đến DSPPPI	1,695	0,791

Bác bỏ giả thuyết H_0 nếu P-value < 5%

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

5.3 Ước lượng mô hình VAR

Thông qua việc kiểm định tính ổn định, phân phối chuẩn, tự tương quan và tính dừng của phần dư, kết quả nghiên cứu cho thấy mô hình đã vượt qua các kiểm định của mô hình VAR ở mức ý nghĩa 5%. Kết quả ước lượng mô hình VAR được thể hiện trong Bảng 3.

Bảng 3. Kết quả ước lượng mô hình VAR

		Hệ số ước lượng	Sai số chuẩn	z	P-value (P> z)
DSPPI					
	DSPPI				
	L4.	0,712	0,224	-3,17	0,002
	DR1				
	L4.	-0,576	0,432	-1,33	0,182
	DR6				
	L4.	0,083	0,672	0,12	0,901
	DTM				
	L4.	0,099	0,166	0,60	0,549
	DTM2				
	L4.	-0,130	0,180	-0,72	0,469
	Hệ số chặn	-0,188	0,413	-0,46	0,649
DR1					
	DSPPI				
	L4.	-0,064	0,085	-0,76	0,447
	Hệ số chặn	0,105	0,157	0,67	0,502
DR6					
	DSPPI				
	L4.	0,058	0,039	1,45	0,146
	Hệ số chặn	0,011	0,073	0,16	0,873
DTM					
	DSPPI				
	L4.	0,107	0,327	0,33	0,741
	Hệ số chặn	-0,906	0,601	-1,51	0,132
DTM2					
	DSPPI				
	L4.	0,116	0,332	0,35	0,726
	Hệ số chặn	-0,810	0,611	-1,33	0,185

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

5.4 Thực hiện hàm phản ứng đầy

Kết quả thu được từ hàm phản ứng đầy cho thấy biến SPPI có phản ứng trước cú sốc từ các biến được lựa chọn trong mô hình ngay từ những kỳ đầu tiên theo chiều dương và ở các mức độ, cũng như kéo dài trong khoảng thời gian khác nhau. Tuy nhiên so với các biến SPPI, TM, TM2, biến SPPI có mức độ phản ứng mạnh hơn với hai biến R1 và R6.

5.5 Thực hiện phân rã phương sai

Kết quả phân rã phương sai theo biến SPPI cho thấy: những cú sốc nội sinh từ chính thị trường bất động sản đóng vai trò tương đối lớn trong việc lý giải sự thay đổi của biến SPPI (67-79%). Kế đó, biến R1 giải thích được khoảng 15-17% sự biến thiên trong khi các biến còn lại R6, TM, TM2 chỉ giải thích một phần rất nhỏ với các giá trị lần lượt là: 0,3-5%; 0,4-4% và 2-7%.

6. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Thứ nhất, kết quả thu được từ mô hình VAR và các kiểm định của biến lãi suất liên ngân hàng qua đêm (R1) và kỳ hạn 6 tháng (R6) phù hợp với lý thuyết mà nhóm đã nghiên cứu cũng như kết quả nghiên cứu của Yan (2019). Năm 2008, trước áp lực từ cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã thực hiện linh hoạt các chính sách phục hồi nền kinh tế. Chính sách tiền tệ nói lỏng giai đoạn này là hạ lãi suất, bao gồm lãi liên ngân hàng và lãi suất huy động. Mặc dù, tới cuối tháng 10/2008 mức lãi suất trần mới dần được hạ xuống nhưng với các can thiệp cương quyết bình ổn thị trường của Chính phủ và áp lực thanh khoản giảm đáng kể của hệ thống ngân hàng thương mại, mặt bằng lãi suất đã bắt đầu giảm từ nửa cuối tháng 7/2008. Trong Quý IV năm 2008, chính sách tiền tệ được Ngân hàng Nhà nước nói lỏng. Lãi suất cơ bản được điều chỉnh giảm đều đặn mỗi tháng 1%. Từ ngày 05/12/2008, lãi suất cơ bản ở mức 10%/năm (Vương, 2009). Tuy nhiên, việc hạ lãi suất khiến cho doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận nguồn vốn tín dụng hơn, dẫn đến tình trạng dư thừa tín dụng trong nền kinh tế, cùng với đó là đẩy giá bất động sản giảm xuống. Giai đoạn từ 2009 đến nửa đầu năm 2011, sự tăng mạnh chỉ số giá nhà tại Hà Nội SPPI (từ 100 lên 138,5 điểm) khi đó là dấu hiệu của bong bóng xuất hiện. Trước tình hình đó, Ngân hàng Nhà nước thực hiện điều tiết lãi suất theo chiều hướng thắt chặt, bao gồm cả R1 và R6 để hạn chế tình trạng bong bóng bất động sản. Khi lãi suất liên ngân hàng tăng, dẫn đến nhu cầu vay vốn giữa các ngân hàng để bù đắp tỷ lệ dự trữ bắt buộc cũng như cho vay giảm đi, khiến cho các ngân hàng trở nên thận trọng hơn trong chính sách cho vay của họ. Từ đó các ngân hàng thương mại phải tăng lãi suất huy động và cho vay lên để tối đa lợi nhuận, khiến cho các doanh nghiệp và nhà đầu tư khó khăn hơn trong việc tiếp cận nguồn vốn vay. Hơn nữa, kết quả phân rã phương sai cho thấy R1 giải thích được 15-17% sự biến thiên của bong bóng, trong khi R6 chỉ giải thích được 0,3-5%. Kết quả này được nhóm tác giả cho hợp lý, bởi lãi suất dài hạn thường có tác động chậm hơn so với lãi suất ngắn hạn trong việc điều phối bong bóng (Đoàn & Lê, 2013).

Thứ hai, về biến tăng trưởng tín dụng (TM), nhóm tác giả cho rằng việc sử dụng biến tăng trưởng tín dụng chung thay vì tăng trưởng tín dụng bất động sản nói riêng chưa thể phản ánh chính xác ảnh hưởng của tín dụng lên bong bóng bất động sản, bởi trong giai đoạn 2009 đến 2011, suy giảm tăng trưởng tín dụng bất động sản trễ hơn so với suy giảm tổng tín dụng trong nền kinh tế. Vì vậy xảy ra việc thiếu ý nghĩa về mặt thống kê của biến TM trong mô hình và kết quả kiểm định thu được. Tuy nhiên về mặt lý thuyết, nhóm tác giả cho rằng biến TM có tác động tới bong bóng bất động sản. Số liệu nhóm thu thập được cho thấy biến này đã tăng từ 22,04% (Quý I/2009) lên 31,57% (Quý I/2011). Tín dụng tăng khiến cho nguồn vốn đổ vào nền kinh tế nói chung và thị trường bất động sản nói riêng tăng theo, khiến cho lượng tiền lưu thông trong nền kinh tế nhiều, đẩy giá nhà đất lên cao. Trước tình hình đó, Ngân hàng Nhà nước thực hiện một số chính sách tiền tệ thắt chặt để kiểm soát cung vốn tín dụng, và kết quả là từ nửa cuối năm 2011, tăng trưởng tín dụng giảm, điều đó khiến cho giá nhà đất giảm theo. Có thể kết luận rằng, điều tiết tín dụng tỏ ra có hiệu quả trong việc kiềm chế bong bóng bất động sản.

Thứ ba, mặc dù kết quả mô hình VAR cho thấy biến TM2 không có ý nghĩa về mặt thống kê khi xem xét tác động của nó lên biến SPPI, tuy nhiên các kiểm định nhận thấy SPPI có phản ứng trước cú sốc từ TM2 và biến này có lý giải phần nào cho sự biến động của biến chỉ số giá bất động sản. Theo nghiên cứu của Xu & Chen (2012) và Yan (2019), sự tăng trưởng của cung tiền M2 so với cùng kỳ theo quý có tác động tích cực đến giá bất động sản. Thực tế, vào cuối năm 2010 và đầu năm 2011 do các chính sách tiền tệ nới lỏng, các gói kích cầu, các chính sách hỗ trợ lãi suất từ năm 2009 trước đó đã bơm một lượng lớn tiền vào nền kinh tế. Cụ thể, Chính phủ thực hiện gói kích cầu trị giá 143 nghìn tỷ VND tương đương 8 tỷ USD (Báo Điện tử Chính phủ, 2009). Cùng với đó, từ năm 2009 đến năm 2010 cung tiền M2 tăng từ 28,99% lên 33,3% (Đoàn & Lê, 2013). Điều này dẫn đến hệ quả là một lượng vốn lớn đổ vào thị trường bất động sản, khiến cho giá bất động sản tăng cao. Trước tình hình đó, Ngân hàng Nhà nước thực hiện chính sách thắt chặt, với mục tiêu giảm lượng tiền đang lưu thông quá nhiều trong nền kinh tế. Tăng trưởng cung tiền giảm từ 34% năm 2010 xuống còn 8% cuối năm 2011. Tăng trưởng M2 trong năm 2011 là quá thấp (8%), cộng với tín dụng bị thắt chặt, khiến cho phần lớn các doanh nghiệp, trong đó có doanh nghiệp bất động sản, rất khó tiếp cận nguồn vốn, nhiều doanh nghiệp rơi vào đình trệ hoặc phá sản, nguồn cung bất động sản bị thắt chặt.

Thứ tư, bên cạnh các biến đại diện cho chính sách tiền tệ thì biến SPPI cũng góp phần giải thích cho sự biến động của chỉ số giá bất động sản. Điều này phù hợp với thực tế rằng bong bóng hình thành từ chính tâm lý đầu cơ trên thị trường bất động sản. Khi giá bất động sản tăng đến một mức giá đủ hấp dẫn, sẽ lôi kéo nhiều nhà đầu tư với tâm lý đầu cơ, khiến cho thanh khoản và cầu bất động sản tăng đột biến. Nhu cầu gia tăng trong khi nguồn cung không tăng nhiều khiến cho giá bất động sản tiếp tục tăng mạnh và neo ở mức cao (Đoàn & Lê, 2013). Điều đó lại dẫn đến trạng thái neo tư ở mức giá cao trong người dân, cùng với tâm lý sợ thua lỗ dẫn đến nhu

cầu đầu cơ bất động sản tăng vọt. Điều này giải thích cho sự ảnh hưởng của SPPI tới chính nó, 67-79% theo kết quả hàm phân rã phương sai mà nhóm tác giả đã thực hiện. Bên cạnh đó, các biến chính sách tiền tệ đóng góp một phần khá khiêm tốn trong việc giải thích sự tăng lên của SPPI. Điều này nói lên rằng chính sách tiền tệ như là một chất xúc tác cho thị trường bất động sản, còn nguyên nhân chính dẫn đến bong bóng đến từ chính tâm lý, hành vi của của những nhà đầu tư bất động sản.

7. Kết luận và khuyến nghị

Nhóm tác giả đã tiến hành thu thập dữ liệu có liên quan và tiến hành phân tích định lượng mô hình VAR để xác định và đo lường ảnh hưởng của chính sách tiền tệ gồm lãi suất, tín dụng và cung tiền tới bong bóng bất động sản tại Hà Nội. Kết quả nghiên cứu cho thấy tác động cùng chiều của lãi suất liên ngân hàng lên bong bóng bất động sản trong khi tăng trưởng tín dụng và cung tiền không có nghĩa thống kê. Tuy nhiên, kết quả hàm phản ứng đẩy cho thấy bong bóng bất động sản phản ứng nhanh khi chịu cú sốc từ các biến độc lập được chọn. Qua quá trình thảo luận, phân tích kết quả nghiên cứu, nhóm tác giả đề xuất những giải pháp cụ thể như sau.

Chính phủ đóng một vai trò quan trọng trong việc điều tiết thị trường bất động sản khi có dấu hiệu quá nóng. Trước hết là xây dựng khung pháp lý minh bạch đối với thị trường bất động sản, thiết lập một bộ phận kiểm tra rà soát để phát hiện ra những trường hợp sai phạm và xử lý thích đáng. Bên cạnh đó, việc quy định dư nợ cho vay bất động sản cũng cần phải được giám sát nghiêm ngặt. Ngân hàng Nhà nước cần cẩn thận, chủ động và linh hoạt trong việc giảm tỷ lệ cho vay bất động sản. Thời điểm tốt nhất để thực hiện là ngay khi thị trường đang có biểu hiện nóng lên để có thể ngăn chặn kịp thời việc hình thành bong bóng bất động sản. Còn khi thị trường bất động sản phát triển ổn định hoặc đóng băng thì không nên giảm tỷ lệ cho vay bất động sản vì nó sẽ làm giảm tính thanh khoản trên thị trường và khiến cho thị trường ngày càng trở nên trì trệ. Khi thị trường bất động sản có dấu hiệu vỡ bong bóng, cụ thể là giá bất động sản giảm đột ngột, thanh khoản giảm, thì cũng cần có những biện pháp khắc phục như áp dụng chính sách tiền tệ mở rộng để đưa thị trường bất động sản trở lại điểm cân bằng. Bên cạnh đó, ban hành các gói hỗ trợ vay vốn tín dụng bất động sản nhằm kích cầu và tăng đầu tư vào bất động sản cũng là một giải pháp hợp lý trong giai đoạn suy thoái của thị trường.

Đối với các doanh nghiệp bất động sản, việc lập kế hoạch, chiến lược cụ thể để đối phó với các tình huống khi bong bóng bất động sản xuất hiện cũng như sự điều chỉnh từ chính sách tiền tệ là vô cùng cấp thiết. Một trong những khía cạnh quan trọng của doanh nghiệp bất động sản là khả năng quản trị về vốn. Đối với các doanh nghiệp bất động sản, phần lớn nguồn vốn được huy động từ những tổ chức tài chính, vì vậy cần phải có chiến lược quản trị nguồn vốn thật hiệu quả trước những biến động của chính sách hay thị trường. Các doanh nghiệp cũng cần nâng cao năng lực chuyên môn cũng như hiệu quả kinh doanh, liên tục theo dõi thị trường, đánh giá tiềm năng phát triển của dự án để có những chiến lược đầu tư khôn ngoan nhất.

Nghiên cứu do nhóm tác giả thực hiện đã có những đóng góp nhất định cả về lý luận lẫn thực tiễn, cụ thể:

Về mặt lý luận, nghiên cứu đã hệ thống hóa một cách khoa học cơ sở lý thuyết về bong bóng bất động sản, chính sách tiền tệ và mối liên hệ giữa chúng thông qua 3 kênh công cụ chính là lãi suất, tín dụng và cung tiền, làm tiền đề cho việc chọn biến của mô hình định lượng. Đồng thời, bài viết đã đánh giá khái quát các công trình nghiên cứu trong và ngoài nước liên quan. Bên cạnh đó, thông qua mô hình VAR, nghiên cứu đã chỉ ra tác động cùng chiều của kênh lãi suất và chính nó lên bong bóng bất động sản trong khi tăng trưởng tín dụng và cung tiền không có nghĩa thống kê. Nhóm tác giả cũng đã kiểm định tác động nhân quả giữa các biến, phản ứng của bong bóng bất động sản trước các cú sốc của các biến còn lại và phân tách tỷ trọng ảnh hưởng của các công cụ chính sách tiền tệ lên bong bóng bất động sản.

Về mặt thực tiễn, thứ nhất, kết quả phân tích định lượng đã cung cấp nhiều thông tin hữu ích về tác động của các công cụ chính sách tiền tệ đến bong bóng bất động sản, đóng góp vào kho dữ liệu nghiên cứu ứng dụng cũng như là nguồn tham khảo đáng tin cậy cho các cơ quan Nhà nước có liên quan và các đề tài nghiên cứu sau. Thứ hai, hàm ý nghiên cứu đề xuất một số giải pháp cho hai chủ thể chính trên thị trường là Chính phủ và các doanh nghiệp bất động sản trong việc ứng phó với bong bóng. Đối với Chính phủ, các nhóm giải pháp đều xuất phát từ việc điều chỉnh chính sách tiền tệ hợp lý nhằm hạn chế, đối phó cũng như xử lý những hậu quả của bong bóng bất động sản. Đối với các doanh nghiệp, nhóm tác giả đã đưa ra các biện pháp giúp doanh nghiệp phản ứng kịp thời với sự điều chỉnh chính sách tiền tệ mở rộng hay thắt chặt từ phía Nhà nước.

Lời cảm ơn

Bài báo là sản phẩm của đề tài cấp Bộ: “Nghiên cứu mối quan hệ giữa bong bóng chứng khoán và bong bóng bất động sản tại Việt Nam”, mã số: B2022-NTH-03.

Tài liệu tham khảo

- Báo Điện tử Chính phủ (2009), “Gói kích cầu trị giá 8 tỷ USD: cần được tính toán khoa học, thận trọng”, https://mof.gov.vn/webcenter/portal/btcvn/pages_r/l/tin-bo-tai-chinh?dDocName=BTC333327&fbclid=IwAR3Bg9c41wvcSaet0Yqk14YI9uBjejLrY6nW6Twn1y_CR1o8SQuFam_Pko, truy cập ngày 01/05/2022.
- Case, K.E. & Shiller, R.J. (2003), “Is there a bubble in the housing market?”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2003 No. 2, pp. 299-362.
- Davis, E.P. & Zhu, H. (2004), “Bank lending and commercial property cycles: some cross-country evidence”, *BIS Working Papers*, No. 150.
- Đoàn, T.H. (2013), “Các biện pháp tài chính nhằm hạn chế bong bóng bất động sản trên thế giới và vận dụng cho Việt Nam”, *Tạp chí Ngân Hàng*, Số 23, tr. 50-57.
- Đoàn, T.H. & Lê, T.N. (2013), “Mối quan hệ giữa tín dụng ngân hàng và giá nhà đất”, *Tạp chí Phát triển & Hội nhập*, Số 11, tr. 51-54.
- Fan, K. & Peng, W. (2003), “Các loại chỉ số giá bất động sản ở HongKong”, Hội thảo “*Xây dựng chỉ số thị trường bất động sản tại Hong Kong*”, Bản dịch tiếng Việt của Viện Kinh tế xây dựng.

- Gerlach, S. (2003), *Hong Kong Monetary Authority*, Hong Kong Institute for Monetary Research and the CEPR.
- Himmelberg, C., Mayer, C. & Sinai, T. (2005), “Assessing high house prices: bubbles, fundamentals and misperceptions”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 19 No. 4, pp. 67-92.
- Lê, T.N. (2014), *Bong bóng bất động sản nhà đất để ở tại TP. Hồ Chí Minh*, Luận án tiến sĩ Kinh tế, Trường Đại học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh.
- Lê, V.C. (2015), *Nghiên cứu xây dựng chỉ số thị trường bất động sản (Ứng dụng tại thành phố Hà Nội)*, Luận án tiến sĩ, Viện Nghiên cứu quản lý kinh tế Trung ương.
- McDonald, J.F. & Stokes, H.H. (2013), “Monetary policy and the housing bubble”, *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 46, pp. 437-451.
- Nguyen, H.T. (2009), “Determinants of the real estate bubble in Vietnam”, *International Journal of Research in Finance and Management*, Vol. 2019, pp. 75-80.
- Nguyễn, M.N. (2013), *Thị trường bất động sản Việt Nam giai đoạn 2011-2013*, Khoa Bất động sản và Kinh tế tài nguyên.
- Pillay, S.S. & Rangel, G.J. (2008), “Evidence and determinants of real estate bubbles: the case of Singapore”, *SSRN*.
- Thornton, M. (2009), “The economics of housing bubbles”, in Powell, B. & Holcombe, R. (Eds.), *America’s Housing Crisis: A Case of Government Failure*.
- Tsatsaronis, K. & Zhu, H. (2004), “What drives housing price dynamics: cross-country evidence”, *BIS Quarterly Review*.
- Vương, Q.H. (2009), “Nhìn lại nền kinh tế Việt Nam 2008 phải trong bối cảnh khủng hoảng tài chính thế giới”, *Tạp chí Công sản*, <https://tapchicongsan.org.vn/nghien-cu/-/2018/1961/nhin-lai-nen-kinh-te-viet-nam-2008-phai-trong-boi-canhh-khung-hoang-tai-chinh-the-gioi.aspx>, truy cập ngày 28/04/2022.
- Xu, X.E. & Chen, T. (2011), “The effect of monetary policy on real estate price growth in China”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 20 No. 2012, pp. 62-77.
- Yan, N. (2019), “Study on the influence of monetary policy on real estate price in China”, *Journal of Service Science and Management*, Vol. 12, pp. 152-171.