

NGHIÊN CỨU VỀ SỰ LAN TỎA TÀI CHÍNH THÔNG QUA LÃI SUẤT CHÍNH SÁCH Ở CÁC NƯỚC ĐÔNG NAM Á

Ths. Nguyễn Kim Thái Ngọc* - TS. Vương Thị Hương Giang** - PGS.TS. Lê Đình Hạc**

Bài viết này nghiên cứu mức độ lan tỏa tài chính thông qua kênh lãi suất chính sách từ các nền kinh tế trung tâm thế giới (Mỹ) và trung tâm khu vực (Singapore) đến các quốc gia Đông Nam Á trong giai đoạn 2001 - 2023. Thông qua mô hình hồi quy tuyến tính vững, nghiên cứu tiến hành ước lượng hệ số nhạy cảm của lãi suất chính sách tại các quốc gia ngoại vi đối với lãi suất từ các quốc gia trung tâm. Kết quả cho thấy, Mỹ có ảnh hưởng lan tỏa mạnh và ổn định hơn so với Singapore. Bên cạnh đó, mức độ lan tỏa cũng khác biệt đáng kể giữa các quốc gia, trong đó Việt Nam và Indonesia phản ứng mạnh hơn so với Malaysia và Singapore. Hiệu ứng lan tỏa biến động theo thời kỳ và chịu ảnh hưởng bởi bối cảnh kinh tế toàn cầu. Từ kết quả nghiên cứu, bài viết đề xuất các quốc gia trong khu vực cần xây dựng khung theo dõi biến động chính sách tiền tệ quốc tế và nâng cao năng lực phản ứng chính sách trong nước nhằm hạn chế rủi ro lan tỏa.

• Từ khóa: lan tỏa tài chính, lãi suất chính sách, lý thuyết bàn tay vô hình, trilemma.

This paper investigates the extent of financial spillovers through policy interest rate channels from global (the United States) and regional (Singapore) financial centers to Southeast Asian countries over the period 2001 - 2023. Using robust linear regression, the study estimates the sensitivity of peripheral countries' policy interest rates to those of the central economies. The results indicate that the U.S. exerts a stronger and more stable spillover effect compared to Singapore. Moreover, the degree of spillover varies significantly across countries, with Vietnam and Indonesia reacting more strongly than Malaysia and Singapore. The spillover effects also fluctuate over time and are influenced by the global economic context. Based on these findings, the paper suggests that countries in the region should establish monitoring frameworks for international monetary policy movements and enhance domestic policy response capacity to mitigate external spillover risks.

• Key words: financial spillovers, policy interest rate, invisible hand theory, trilemma.

Ngày gửi bài: 27/4/2025

Ngày gửi phản biện: 03/5/2025

Ngày nhận kết quả và sửa phản biện: 10/6/2025

Ngày chấp nhận đăng: 28/7/2025

DOI: <https://doi.org/10.71374/jfar.v25.i293.21>

1. Đặt vấn đề nghiên cứu

Trong bối cảnh toàn cầu hóa tài chính ngày càng sâu rộng, các nền kinh tế - đặc biệt là các nước đang phát triển - ngày càng chịu ảnh hưởng lớn hơn từ các biến động chính sách tiền tệ của các quốc gia

trung tâm. Khi các thị trường tài chính trở nên liên kết mạnh mẽ, những điều chỉnh về lãi suất tại Mỹ hay sự biến động lãi suất ở các trung tâm tài chính khu vực như Singapore có thể gây ra ảnh hưởng đáng kể tại PHs thông qua kênh lãi suất, dòng vốn, tỷ giá, ... Đối với các nước Đông Nam Á, đặc điểm có độ mở thương mại và tài chính cao khiến các cú sốc từ bên ngoài dễ dàng lan truyền vào hệ thống tài chính nội địa, làm gia tăng áp lực lên việc điều hành chính sách tiền tệ. Trong bối cảnh đó, câu hỏi về mức độ tự chủ của chính sách lãi suất nội địa và khả năng ứng phó với các cú sốc từ bên ngoài trở nên cấp thiết hơn bao giờ hết. Mặc dù Lý thuyết “Bộ ba bất khả thi” chỉ ra rằng không thể đồng thời đạt được ổn định tỷ giá, tự do dòng vốn và độc lập chính sách tiền tệ nhưng trên thực tế thì các quốc gia vẫn đang tìm cách cân bằng giữa ba mục tiêu này. Hiện tại, bằng chứng thực nghiệm về mức độ lan tỏa lãi suất tại các nước Đông Nam Á vẫn còn hạn chế, đặc biệt là trong việc so sánh ảnh hưởng giữa các trung tâm tài chính toàn cầu (Mỹ) và trung tâm tài chính khu vực (Singapore).

Chính vì vậy, nghiên cứu này hướng đến việc đo lường mức độ lan tỏa tài chính thông qua lãi suất chính sách từ Mỹ và Singapore đến các nước Đông Nam Á trong giai đoạn 2001 - 2023. Kết quả nghiên cứu được kỳ vọng sẽ cung cấp bằng chứng thực nghiệm làm sáng tỏ mối quan hệ này, từ đó đưa ra các hàm ý chính sách phù hợp nhằm tăng cường khả năng thích ứng của các nền kinh tế trong khu vực trước các cú sốc từ bên ngoài.

* NCS, Trường Đại học Ngoại ngữ - Tin học TP. Hồ Chí Minh (Nghiên cứu sinh, Trường Đại học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh)

** Trường Đại học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh (Tác giả liên hệ: ledinhac.banking.hub@gmail.com)

2. Tổng quan lý thuyết

Khái niệm “lan tỏa tài chính” đề cập đến hiện tượng các cú sốc tài chính tại một nền kinh tế lan sang các nền kinh tế khác thông qua các kênh liên kết toàn cầu. Theo Agénor và Pereira da Silva (2018), lan tỏa tài chính khác với hiện tượng lây lan trong khủng hoảng ở chỗ nó có thể xảy ra ngay cả trong điều kiện bình thường, phản ánh mối liên kết cấu trúc giữa các nền kinh tế. Trong bối cảnh toàn cầu hóa tài chính ngày càng sâu rộng, các liên kết này trở nên phức tạp hơn, làm gia tăng rủi ro truyền dẫn qua biên giới. Gelos và Surti (2016) nhấn mạnh rằng các dòng vốn và biến động lãi suất là những kênh lan tỏa phổ biến, đặc biệt tại các nền kinh tế mới nổi.

Lý thuyết “bàn tay vô hình” của Smith (1869) cho rằng thị trường có cơ chế tự điều chỉnh thông qua động cơ lợi ích cá nhân. Tuy nhiên, các cuộc khủng hoảng trong quá khứ như Mexico (1994), châu Á (1997), Argentina (2001) cho thấy cơ chế này có giới hạn, nhất là khi các cú sốc vĩ mô truyền dẫn nhanh chóng qua mạng lưới tài chính toàn cầu. Những thất bại thị trường này đòi hỏi vai trò chủ động của nhà nước trong việc ổn định kinh tế vĩ mô. Một lý thuyết quan trọng khác là Lý thuyết “Bộ ba bất khả thi” (Trilemma) do Mundell (1963) phát triển từ mô hình IS - LM - BP. Lý thuyết này chỉ ra rằng một quốc gia không thể đồng thời đạt được ba mục tiêu: ổn định tỷ giá hối đoái, tự do dòng vốn và độc lập chính sách tiền tệ. Khi nền kinh tế mở rộng dòng vốn, đặc biệt là các nước Đông Nam Á với độ mở thương mại cao, việc cố định tỷ giá sẽ làm suy giảm khả năng kiểm soát lãi suất nội địa. Các nghiên cứu sau này của Krugman (1979), Frankel (1999), Obstfeld, Shambaugh và Taylor (2009) đều xác nhận rằng mức độ mở tài khoản vốn ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng điều hành chính sách tiền tệ của một quốc gia.

Các bằng chứng thực nghiệm gần đây cho thấy sự điều chỉnh lãi suất tại các CE, đặc biệt là Mỹ, có tác động lan tỏa đáng kể đến PHs. Aizenman, Chinn và Ito (2020) cho thấy chính sách lãi suất của Mỹ ảnh hưởng trực tiếp đến lãi suất của các nước đang phát triển, làm gia tăng tính dễ tổn thương của nhóm nước này. Beirne và cộng sự (2013) và Rey (2015) cũng nhấn mạnh rằng trong điều kiện mở cửa tài chính, chính sách tiền tệ tại các nước đang phát triển không còn hoàn toàn độc lập mà chịu sự chi phối từ bên ngoài thông qua lãi suất toàn cầu, dòng vốn và biến động tài sản.

Trên cơ sở kế thừa các lý thuyết kinh điển và bằng chứng thực nghiệm nêu trên, nghiên cứu này tiếp cận sự lan tỏa tài chính thông qua lãi suất chính sách từ

các CE đến khu vực Đông Nam Á. Đây là hướng đi có ý nghĩa trong bối cảnh các nền kinh tế trong khu vực ngày càng liên kết, phụ thuộc lẫn nhau và chịu ảnh hưởng rõ rệt từ các cú sốc chính sách của các nền kinh tế lớn.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mẫu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu bao gồm 6 quốc gia Đông Nam Á: Việt Nam, Indonesia, Malaysia, Thái Lan, Philippines và Singapore (khi xem xét Singapore là nền kinh tế ngoại vi trong mô hình thì CE chỉ bao gồm Mỹ). Đây đều là những nền kinh tế có hệ thống tài chính cởi mở và chịu tác động rõ nét từ các biến động toàn cầu. Các quốc gia này được lựa chọn nhằm phản ánh sự đa dạng trong mức độ phát triển, cơ chế điều hành chính sách tiền tệ và mức độ hội nhập tài chính.

Bên cạnh đó, nghiên cứu sử dụng lãi suất chính sách của hai CE là Mỹ (trung tâm toàn cầu) và Singapore (trung tâm khu vực) để đánh giá tác động lan tỏa đến các nước ngoại vi. Việc kết hợp cả hai cấp độ trung tâm giúp phân tích sâu hơn sự khác biệt về cường độ và phạm vi ảnh hưởng trong bối cảnh toàn cầu hóa tài chính.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Để đo lường mức độ lan tỏa tài chính thông qua lãi suất chính sách, nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính, trong đó biến phụ thuộc là lãi suất chính sách của từng quốc gia Đông Nam Á và biến độc lập là lãi suất của các CE (Mỹ và Singapore). Mô hình được ước lượng riêng biệt cho từng quốc gia qua từng giai đoạn, nhằm phản ánh sự khác biệt về cường độ lan tỏa giữa các nước theo thời gian.

Để nâng cao độ tin cậy và hạn chế ảnh hưởng của các giá trị ngoại lai, phương pháp hồi quy tuyến tính vững được áp dụng. Đồng thời, nghiên cứu sử dụng kỹ thuật cửa sổ trượt 24 tháng với dữ liệu hàng tháng để ước lượng hệ số lan tỏa theo từng năm. Cách tiếp cận này giúp làm mượt các biến động ngắn hạn, kiểm tra tính ổn định của mối liên hệ giữa lãi suất và cho phép quan sát sự thay đổi của mức độ lan tỏa tài chính trong suốt giai đoạn nghiên cứu 2001 - 2023.

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \gamma_{it}^{US} x_t^{US} + \gamma_{it}^{SG} x_t^{SG} + \beta_T Z_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó:

Y_{it} là lãi suất chính sách của nền kinh tế ngoại vi i ,
 $\gamma_{it}^{US}, x_t^{US}, x_t^{SG}$ lần lượt là lãi suất chính sách lãi suất chính sách của nền kinh tế ngoại vi i , Mỹ, Singapore

$\gamma_{it}^{US}, \gamma_{it}^{SG}$ lần lượt là hệ số thể hiện sự phụ thuộc về mặt lãi suất của nền kinh tế ngoại vi i đối với CE là Mỹ, Singapore

β_T là ma trận hệ số tương ứng với Z_t
 Z_t là các biến kiểm soát liên quan tới tình hình vĩ mô của nền kinh tế,
 α_{it} hệ số chặn
 ε_{it} là sai số (nhiều) của ước lượng.

Bảng 1. Mô tả và nguồn gốc của các biến số

Ký hiệu	Tên biến	Cách tính	Nguồn dữ liệu
Y_{it}	lãi suất của nền kinh tế ngoại vi i vào thời điểm t	sử dụng trực tiếp dữ liệu sơ cấp	IMF DATABASE
x_{it}^{US}	lãi suất của Mỹ	sử dụng trực tiếp dữ liệu sơ cấp	Đối với Mỹ, Nhật và các nước thuộc liên minh EU, theo Aizenman, Chinn và Ito (2022) không lấy trực tiếp từ IMF DATABASE mà sử dụng "shadow interest rates" để phản ánh đúng lập trường chính sách tiền tệ trong trường hợp lãi suất sắp chạm ngưỡng 0%.
x_{it}^{SNG}	lãi suất của Singapore		
oc_prices	thành phần chính thứ nhất của giá đầu và hàng hóa	Sử dụng kỹ thuật thống kê "Phân tích thành phần chính (PCA)" tính toán	Tác giả thực hiện
VIX INDEX	chỉ số đo lường mức độ biến động kỳ vọng của thị trường chứng khoán Mỹ (chỉ số S&P 500) trong 30 ngày tới	sử dụng trực tiếp dữ liệu sơ cấp	Website Sở Giao dịch Quyền chọn Chicago
TEDSpread	chênh lệch giữa lãi suất liên ngân hàng ngắn hạn bằng USD (thường là lãi suất LIBOR kỳ hạn 3 tháng) và lãi suất trái phiếu kho bạc Mỹ kỳ hạn 3 tháng	Khi LIBOR _{3m} còn được sử dụng: $TED\ Spread = LIBOR_{3m} - Thrill_{3m}$, hay khi LIBOR _{3m} bị loại bỏ: $TED\ Spread = SOFR_{3m} - Thrill_{3m}$	Tác giả thực hiện
FSIndex	chỉ số căng thẳng tài chính của CE thế giới (Mỹ) vào thời điểm t	Sử dụng trực tiếp dữ liệu sơ cấp	IMF DATABASE
γ^c_{it}	hệ số thể hiện sự phụ thuộc lãi suất của nền kinh tế ngoại vi i đối với CE thế giới/khu vực (kỳ hiệu là C, là Mỹ hoặc Singapore)	tính được thông qua việc dùng mô hình hồi quy tuyến tính (1)	Tác giả thực hiện

Nguồn: Tác giả thực hiện

3.3. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu bao gồm chuỗi lãi suất chính sách hàng tháng của 6 quốc gia Đông Nam Á (Việt Nam, Indonesia, Malaysia, Thái Lan, Philippines và Singapore), cùng với lãi suất của hai CE là Mỹ và Singapore. Giai đoạn nghiên cứu kéo dài từ tháng 01/2001 đến tháng 12/2023, đảm bảo bao quát cả các thời kỳ bình thường lẫn khủng hoảng kinh tế như khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 và đại dịch COVID-19.

Nguồn dữ liệu được thu thập từ các báo cáo chính thức của ngân hàng trung ương các nước, cơ sở dữ liệu của IMF, World Bank và CEIC.

Trong một số trường hợp, khi lãi suất chính sách không còn phản ánh đầy đủ lập trường điều hành tiền tệ, nghiên cứu xem xét sử dụng lãi suất bóng "shadow rate" để phản ánh mức độ nới lỏng chính sách thực chất tại các CE.

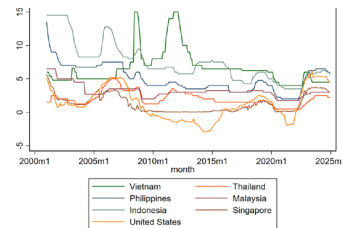
4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

4.1. Phân tích kết quả thống kê mô tả biến lãi suất chính sách và một số biến điều kiện vĩ mô

Đồ thị Hình 1 cho thấy lãi suất phản ứng mạnh với các cú sốc vĩ mô như khủng hoảng tài chính và đại dịch COVID-19. Các nước phát triển (Mỹ, Singapore) linh hoạt hạ lãi suất sâu để hỗ trợ tăng trưởng trong khi các nước đang phát triển (Việt Nam, Indonesia) giữ lãi suất cao hơn để kiểm soát rủi ro vĩ mô. Tại Việt Nam, giai đoạn 2008 - 2011 ghi nhận lãi suất vượt 10% nhằm kiềm chế lạm phát gần 23%, nhập siêu

lớn và áp lực tỷ giá. Chính sách tiền tệ khi đó buộc phải thắt chặt dù ảnh hưởng đến tăng trưởng. Xét toàn kỳ 2001 - 2023, sự phụ thuộc chính sách lãi suất vào Mỹ chưa rõ nét nhưng xu hướng này nổi lên trong 7 năm gần đây khi mức độ hội nhập tài chính khu vực gia tăng.

Hình 1. Biến động lãi suất của các nền kinh tế Đông Nam Á và Mỹ giai đoạn 2001 - 2024



Nguồn: Tác giả thực hiện

Phân tích thống kê mô tả cho thấy có sự chênh lệch đáng kể về mặt chính sách lãi suất giữa các quốc gia trong khu vực Đông Nam Á. Các quốc gia như Việt Nam và Indonesia có mức lãi suất bình quân cao hơn, phản ánh sự khác biệt trong điều hành chính sách tiền tệ và điều kiện vĩ mô. Trong khi đó, các nước như Singapore và Malaysia có lãi suất ổn định và dao động trong biên độ hẹp hơn, thể hiện cơ chế điều hành linh hoạt và khả năng kiểm soát lạm phát tốt hơn.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến lãi suất chính sách và các biến điều kiện vĩ mô

	Biến	Quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
Lãi suất (r)	Vietnam	288	6.556424	2.525984	4	15
	Thailand	288	2.043403	1.034395	0.5	5
	Philippines	288	4.998264	1.960964	2	13.5
	Malaysia	288	3.185069	0.9883393	1.75	6.5
	Indonesia	288	7.426215	2.953248	3.5	14.5
	Singapore	288	1.25973	1.312404	0.0283478	5.7195
	UnitedStates	288	1.271208	2.373364	-2.985643	6.258902
	VIX	288	19.72632	8.184681	10.13	62.67
Biến điều kiện vĩ mô	TEDSpread	288	0.3256829	0.4211789	-0.872626	3.35
	STLFSI4	288	0.0231052	1.103816	-1.1075	8.3924
	oc_prices	288	-6.65E-17	5.85145	-11.46288	14.73066

Nguồn: Tác giả thực hiện

4.2. Hệ số nhạy đo lường lan tỏa tài chính qua từng giai đoạn ở từng nền kinh tế Đông Nam Á

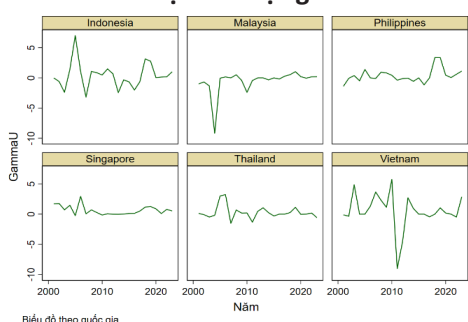
Kết quả kiểm tra outliers với hồi quy tuyến tính OLS cho thấy có khá nhiều outliers xuất hiện ở hầu hết các quốc gia và phân bố trên toàn bộ khung thời gian nghiên cứu nên việc lựa chọn mô hình hồi quy tuyến tính vững là hợp lý để khắc phục nhược điểm.

Kết quả hồi quy tuyến tính vững cho thấy hệ số nhạy (GammaU, GammaS) giữa lãi suất chính sách của các nước Đông Nam Á và các CE có sự khác biệt đáng kể theo quốc gia và theo thời kỳ. Tác động từ Mỹ nhìn chung có xu hướng lớn hơn so với Singapore, cho thấy vai trò trung tâm tài chính toàn cầu của Mỹ

vẫn chi phối hệ thống tài chính khu vực. Tuy nhiên, mức độ phản ứng không đồng đều giữa các nước. Điển hình, Việt Nam và Indonesia có hệ số nhạy cao và biến động trong khi Malaysia và Singapore phản ứng nhẹ hơn hoặc không đáng kể.

Kết quả theo từng giai đoạn cho thấy hệ số lan tỏa tài chính có sự dao động đáng kể, đặc biệt tăng mạnh trong các thời kỳ bất ổn như khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 và giai đoạn sau đại dịch COVID-19. Điều này phản ánh rằng lan tỏa tài chính không phải là hiện tượng ngẫu nhiên, mà mang tính cấu trúc, chịu ảnh hưởng mạnh từ điều kiện toàn cầu và tâm lý nhà đầu tư quốc tế.

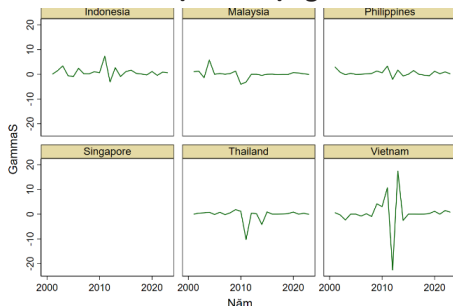
Hình 2. Giá trị ước lượng của GammaU



Biểu đồ theo quốc gia

Nguồn: Tác giả thực hiện

Hình 3. Giá trị ước lượng GammaS



Biểu đồ theo quốc gia

Nguồn: Tác giả thực hiện

Ngoài ra, việc áp dụng kỹ thuật hồi quy vững đã giúp loại bỏ ảnh hưởng của các outliers trong dữ liệu, từ đó đảm bảo độ chính xác và ổn định của kết quả. Việc sử dụng cửa sổ trượt theo năm cũng cho phép quan sát xu hướng biến đổi hệ số nhạy theo thời gian một cách linh hoạt và trực quan hơn.

Nhìn chung, kết quả nghiên cứu khẳng định sự tồn tại của hiệu ứng lan tỏa tài chính từ các CE đến Đông Nam Á thông qua kênh lãi suất trong bối cảnh toàn cầu hóa tài chính. Tuy nhiên, chiều hướng lan tỏa khá phức tạp, không nhất quán trong khi cường độ lan tỏa có sự biến động đáng kể theo thời gian.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Bài viết này đã nghiên cứu mức độ lan tỏa tài

chính thông qua lãi suất chính sách từ các CE (Mỹ và Singapore) đến các nước Đông Nam Á trong giai đoạn 2001 -2023. Kết quả hồi quy tuyến tính vững cho thấy tác động từ Mỹ là mạnh và ổn định hơn so với Singapore, phản ánh vai trò trung tâm tài chính toàn cầu của Mỹ. Mức độ lan tỏa khác nhau đáng kể giữa các quốc gia, với Việt Nam và Indonesia có hệ số lan tỏa rõ rệt hơn so với Malaysia và Singapore. Ngoài ra, hệ số lan tỏa có xu hướng tăng lên trong các giai đoạn bất ổn toàn cầu, cho thấy sự phụ thuộc của chính sách tiền tệ nội địa vào điều kiện bên ngoài trong môi trường tài chính toàn cầu hóa.

Từ các kết quả nghiên cứu, một số hàm ý chính sách được đưa ra. Thứ nhất, các quốc gia Đông Nam Á cần xây dựng các cơ chế theo dõi và cảnh báo sớm về các thay đổi trong chính sách tiền tệ của các CE, đặc biệt là Mỹ. Việc nắm bắt kịp thời xu hướng lãi suất toàn cầu sẽ giúp nhà điều hành phản ứng chủ động hơn. Thứ hai, cần tăng cường năng lực tự chủ chính sách tiền tệ thông qua việc chú trọng vào các công cụ phòng ngừa rủi ro nhằm giảm sự phụ thuộc từ bên ngoài và tạo dư địa thuận lợi để thực thi chính sách. Thứ ba, việc phối hợp giữa chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa và các công cụ an toàn vĩ mô là cần thiết nhằm tăng khả năng ứng phó với các cú sốc từ thị trường tài chính quốc tế, đặc biệt trong bối cảnh độ mở tài chính ngày càng gia tăng. Điều này gợi mở hướng nghiên cứu liên quan đến hiệu quả của chính sách an toàn vĩ mô trong việc hạn chế lan tỏa tài chính hay nói khác hơn là tăng cường tự chủ trong chính sách tiền tệ cho các nước Đông Nam Á.

LỜI CẢM ƠN: Bài viết này là một phần trong luận án tiến sĩ của nghiên cứu sinh Nguyễn Kim Thái Ngọc tại Trường Đại học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh, dưới sự hướng dẫn của PGS.TS. Lê Đình Hạc và TS. Vương Thị Hương Giang.

Tài liệu tham khảo:

- Agénor, P. R. and Pereira da Silva, L. A. 2018, "Financial spillovers, spillbacks, and the scope for international macroprudential policy coordination", *International Economics and Economic Policy*, vol. 19, pp. 79-127.
- Aizenman, J., Chinn, M. D. and Ito, H. (2020). 'Financial spillovers and macroprudential policies', *Open Economies Review*, vol. 31, pp. 529-563.
- Beirne, J., Caporale, G. M., Schulze-Ghattas, M. and Spagnolo, N. 2013, 'Volatility spillovers and contagion from mature to emerging stock markets', *Review of International Economics*, vol. 21, no. 5, pp. 1060-1075.
- Frankel, J. A. (1999). No single currency regime is right for all countries or at all times. *NBER Working Paper*, 7338.
- Gelos, G., & Surti, J. (2016). The growing importance of financial spillovers from emerging market economies. *International Monetary Fund Global Financial Stability Report: Potent Policies for a Successful Normalization*, 57-86.
- Krugman, P. (1979). 'A model of balance-of-payments crises', *Journal of money, credit and banking*, vol. 11, no. 3, pp. 311-325.
- Obstfeld, M., Shambaugh, J. C., & Taylor, A. M. (2009). Financial instability, reserves, and central bank swap lines in the panic of 2008. *American economic review*, 99(2), 480-486.
- Mundell, R. A. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science/Revue canadienne de économiques et science politique*, 29(4), 475-485.
- Smith, A. (1869). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, volume 1 (Vol. 1). Clarendon Press, Oxford.
- Rey, H. (2015). Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence (No. w21162). *National Bureau of Economic Research*.
- "shadow interest rates" sử dụng đối với các nền kinh tế thuộc một trong số các nền kinh tế Mỹ, Nhật, khu vực đồng tiền chung EURO: <https://sites.google.com/view/jingcynthiawu/shadow-rates?authuser=0>