

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาท
เทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในช่วงที่ประเทศไทย
ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ
Factors Influencing Exchange Rate of Baht against U.S. Dollar
under the Managed Float Exchange Rate Regime in Thailand

พรภัทร อินทรวรพัฒน์*

คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสวนดุสิต

*e-mail: bulbou@hotmail.com

Phonphat Intaravorrachaphat

Faculty of Management Science; Suan Dusit University

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อค้นหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในช่วงที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ กลุ่มตัวอย่างการวิจัย คือ ข้อมูลทุติยภูมิของอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทต่อเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาและปัจจัยทางเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องในการประมาณแบบจำลองซึ่งจัดเก็บและรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลขององค์กรทางเศรษฐกิจของประเทศไทยและสหรัฐอเมริกา ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2540 ถึง ไตรมาสที่ 2 ปีพ.ศ. 2556 จำนวน 63 ไตรมาส และวิเคราะห์ผลวิจัยด้วยสมการถดถอยเชิงซ้อน (OLS)

ผลการศึกษาพบว่า การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ได้รับอิทธิพลเชิงบวกจากปริมาณเงินตามความหมายแคบเปรียบเทียบระหว่างประเทศ บัญชีเดินสะพัดของสหรัฐอเมริกา อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินเปรียบเทียบระหว่างประเทศ และอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์เปรียบเทียบระหว่างประเทศ ขณะที่ได้รับอิทธิพลเชิงลบจากรายได้ที่แท้จริงเปรียบเทียบระหว่างประเทศและบัญชีเดินสะพัดของไทย ตามลำดับของขนาดของอิทธิพล โดยตัวแปรอิสระทั้งหมดในแบบจำลองสามารถอธิบายอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในช่วงที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ ได้ประมาณร้อยละ 83.7 ($R^2 = 0.837$, $P < .01$) ดังนั้นในการรักษาเสถียรภาพของค่าเงินบาท ผู้มีอำนาจในการดำเนินนโยบายจึงต้องคำนึงถึงการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยทางเศรษฐกิจของประเทศไทยและสหรัฐอเมริกาไปพร้อมกัน

คำสำคัญ: อัตราแลกเปลี่ยน เงินบาท เงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ระบบลอยตัวแบบมีการจัดการ



Abstract

This research aimed to investigate the factors that influencing exchange rate of Baht against U.S. dollar under the managed float exchange rate regime in Thailand. We used quarterly data from economic database of Thailand and U.S. for period 1997: Q4 -2013: Q2 (63 quarters) to be the sample in this research, based on a multiple regression technique (OLS). As a whole, the fluctuation in spot exchange rate of Baht against U.S. dollar was positively influenced by money supply differential, U.S.'s current account, nominal interest rates and expected inflation rate differential, in rank order. On the other hand, exchange rate of Baht against U.S. dollar was negatively influenced by real income differential and Thailand's current account, in rank order. All these factors accounted for 84 percent of the variance explained by exchange rate of baht against U.S. dollar under the managed float system in Thailand ($R^2 = 0.84$, $P < .01$). Therefore, the policymaker should perceive about the effect of economic factors of Thai and U.S. to stabilize exchange rate of Baht at the same time.

Key words: Exchange Rate; Baht; U.S. Dollar; Managed Float

บทนำ

ตั้งแต่วันที่ 2 กรกฎาคม พ.ศ. 2540 ประเทศไทยได้เปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากเดิมที่ค่อนข้างคงที่อย่างระบบตะกร้าเงิน (Basket of Currencies) มาเป็นระบบที่ค่าเงินบาทสามารถเคลื่อนไหวไปตามอุปสงค์และอุปทานของเงินตราต่างประเทศได้มากขึ้น อย่างระบบลอยตัวแบบมีการจัดการ (Managed Float) ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เกิดการผันผวนอย่างรุนแรง จากที่ค่าเงินบาทมีค่าเฉลี่ยประมาณ 25-26 บาทต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงของระบบอัตราแลกเปลี่ยนตะกร้าเงิน กลับเสื่อมค่าลงเป็น 47.15 บาทต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในไตรมาสที่ 1 ของปีพ.ศ. 2541 หลังจากนั้นค่าเงินบาทจึงค่อย ๆ ปรับตัวแข็งค่าขึ้น จนในปี พ.ศ. 2557 อยู่ที่ประมาณ 32 บาทต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าถึงร้อยละ 32 นับจากปี พ.ศ. 2541 (Bank of Thailand, 2014) สะท้อนถึงความเสี่ยงในการดำเนินธุรกรรมของผู้ที่เกี่ยวข้องกับตลาดเงินตราต่างประเทศ เช่น นักลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินระหว่างประเทศ ผู้ส่งออกและนำเข้า ฯลฯ ได้เป็นอย่างดี

นอกจากนั้นในช่วงเวลาที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการนั้น ก็เกิดเหตุการณ์ความผันผวนและเปลี่ยนแปลงในระบบเศรษฐกิจไทยและเศรษฐกิจโลกหลายเหตุการณ์ เช่น การดำเนินนโยบายการเงินของประเทศไทยมีความเป็นอิสระมากขึ้น (Independent Monetary Policy) เพราะไม่ต้องผูกติดกับการแทรกแซงค่าเงินบาทโดยกองทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราเหมือนในระบบตะกร้าเงิน โดยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2543 เป็นต้นมา ประเทศไทยได้ดำเนิน

นโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเพื่อแบบยืดหยุ่น (Flexible Inflation Targeting) ซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยมีหน้าที่ดูแลอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ในกรอบที่กำหนดไว้ ไปพร้อมกับการดูแลการขยายตัวทางเศรษฐกิจร่วมกันไป (Bank of Thailand, 2015) นอกจากนั้นในช่วงเวลาดังกล่าวยังได้เกิดความผันผวนของเศรษฐกิจโลกมาโดยตลอด ทั้งการเกิดวิกฤติเศรษฐกิจของประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2540 ที่รู้จักกันในชื่อ “วิกฤติต้มยำกุ้ง” ตลอดจนการเกิดวิกฤติซับไพร์มของประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงปี พ.ศ. 2551 ซึ่งรายได้ประชาชาติของสหรัฐฯ เริ่มถดถอยมาตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2548 จนทำให้ประเทศสหรัฐฯ ต้องใช้มาตรการ Quantitative Easing (QE) หรือมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ เพื่อใช้ในการพิมพ์ธนบัตรดอลลาร์สหรัฐฯ และอัดฉีดปริมาณเงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจ ซึ่งส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจทั่วโลก อีกทั้งในปี พ.ศ. 2552 วิกฤติเศรษฐกิจได้ลุกลามเข้าสู่สหภาพยุโรปจนถึงปัจจุบัน (Financial Institutions Policy Group, 2011) ซึ่งปรากฏการณ์ทางเศรษฐกิจต่าง ๆ ที่กล่าวมา ยิ่งเห็นความเป็นไปได้ในระดับสูงที่ค่าเงินบาทในระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการจะเกิดความผันผวนไปตามความผันผวนของเศรษฐกิจของโลก โดยเฉพาะเมื่อเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เนื่องจากปริมาณการซื้อขายแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศในการทำธุรกรรมผ่านธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทยที่มีสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 85 (ปี พ.ศ. 2556) ก็คือ เงินดอลลาร์สหรัฐฯ อีกทั้งสหรัฐอเมริกายังเป็นคู่ค้าของไทยที่มีมูลค่าการค้าระหว่างประเทศกับไทยระดับต้น ๆ (ปี พ.ศ. 2557 อยู่ลำดับที่ 3) โดยมีมูลค่าถึง 1,241,986 ล้านบาท (Bank of Thailand, 2014) นอกจากนั้นในระบบอัตราแลกเปลี่ยน

ลยตัวแบบมีการจัดการ การเข้าซื้อขายเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ยังเป็นวิธีการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้แทรกแซงค่าเงินบาทในกรณีที่เกิดความผันผวนมากเกินไป (Financial Institutions Policy Group, 2011)

จากการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทที่ได้อิทธิพลจากตัวแปรปัจจัยทางเศรษฐกิจต่าง ๆ ตามที่ได้กล่าวมาในช่วงต้น จึงมีความจำเป็นอย่างยิ่งที่ผู้ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกรรมระหว่างประเทศต้องรับรู้อิทธิพลจากปัจจัยที่กำหนดค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นอย่างดี เพื่อนำมาเป็นข้อมูลในการวางแผนบริหารความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Risk) รวมทั้งภาครัฐก็จำเป็นต้องรับรู้อิทธิพลของปัจจัยที่กำหนดค่าเงินบาทเพื่อรักษาเสถียรภาพของค่าเงินและสร้างกลยุทธ์ในการป้องกันผลกระทบจากการดำเนินนโยบายทางการเงิน การคลัง การค้าและการลงทุนระหว่างประเทศ จากเหตุผลทั้งหมดที่ได้กล่าวมาแล้วจึงเป็นที่มาของสำคัญและปัญหาที่นำมาสู่การศึกษา “ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ” ในครั้งนี้

วัตถุประสงค์

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อค้นหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ทั้งขนาดและทิศทางของความสัมพันธ์ของอิทธิพลในช่วงที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ

สมมติฐานของการวิจัย

การวิจัยนี้ได้ใช้แบบจำลองตามทฤษฎีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของสำนักการเงินและความสมดุลของตะกร้าสินทรัพย์ (Monetary & Portfolio Balance Approach (Homkachorn, 2013; Husted, et al., 2010) ในการอธิบายการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งทฤษฎีนี้ได้เชื่อมโยงองค์ความรู้ของทฤษฎีสถิติการเงิน (Monetary Approach) ซึ่งมุ่งเน้นอธิบายค่าของเงินตราต่างประเทศด้วยดุลยภาพของตลาดเงิน ทั้งปริมาณเงินและความต้องการถือเงิน ร่วมกับทฤษฎีความสมดุลของตะกร้าสินทรัพย์ (Portfolio Balance) ซึ่งมีมุมมองว่า พันธบัตรภายในประเทศและพันธบัตรต่างประเทศ ไม่สามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ อีกทั้งยังมองว่าปริมาณเงินเป็นเพียงสินทรัพย์ทางการเงินชนิดหนึ่งที่นักลงทุนจะเลือก

ลงทุนไว้ใน Portfolio ร่วมไปกับพันธบัตรในประเทศและพันธบัตรต่างประเทศ โดยการวิจัยนี้แตกต่างจากการวิจัยที่เกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยนทั่วไป เพราะการวิจัยได้ใช้ตัวแปรงบประมาณการใช้จ่ายภาครัฐบาลแทนปริมาณพันธบัตรภายในประเทศ เนื่องจาก เมื่อรัฐบาลขาดดุลงบประมาณรายจ่าย รัฐบาลก็จะต้องก่อหนี้สาธารณะด้วยการขายพันธบัตรรัฐบาลให้กับภาคเอกชน ส่งผลให้ปริมาณพันธบัตรภายในประเทศในมือภาคเอกชนมีจำนวนมากขึ้น นอกจากนั้นการวิจัยยังได้ใช้ตัวแปรบัญชีเดินสะพัดแทนปริมาณพันธบัตรต่างประเทศ เนื่องจากเมื่อบัญชีเดินสะพัดเกินดุล สินทรัพย์และพันธบัตรต่างประเทศก็จะไหลเข้าภายในประเทศที่พิจารณาโดยสุทธิ (Husted, et al., 2010) เพื่อให้แบบจำลองฯ มีตัวแปรที่สะท้อนนโยบายการเงิน การคลัง และภาคระหว่างประเทศ (บัญชีเดินสะพัด ซึ่งเป็นตัวแทนดุลยภาพตลาดพันธบัตร) ของทั้งประเทศไทยและสหรัฐอเมริกาในการประมาณการ โดยสมมติฐานการวิจัยมีรายละเอียดดังนี้

1. ปริมาณเงินตามความหมายแคบเปรียบเทียบระหว่างประเทศไทยและสหรัฐอเมริกาอัตราเงินเพื่อคาดการณ์เปรียบเทียบระหว่างประเทศไทยและสหรัฐอเมริกา งบประมาณการใช้จ่ายของรัฐบาลประเทศสหรัฐอเมริกาและบัญชีเดินสะพัดของประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ 1 หน่วย

2. ระดับรายได้ที่แท้จริงเปรียบเทียบระหว่างประเทศไทยและสหรัฐอเมริกา อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินเปรียบเทียบระหว่างประเทศไทยและสหรัฐอเมริกา งบประมาณการใช้จ่ายของรัฐบาลประเทศไทยและบัญชีเดินสะพัดของประเทศไทย เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลเชิงลบต่ออัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ 1 หน่วย

วิธีการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่างของการวิจัย คือ ข้อมูลของอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ และปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ประกอบด้วย ปริมาณเงิน อัตราดอกเบี้ย ผลผลิตมวลรวมภายในประเทศ อัตราเงินเฟ้อ งบประมาณการใช้จ่ายของรัฐบาลและบัญชีเดินสะพัดของประเทศไทยและประเทศสหรัฐอเมริกา ในช่วงที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 ปีพ.ศ. 2540 ถึง ไตรมาสที่ 2 ปีพ.ศ. 2556 จำนวน 63 ไตรมาส



การเก็บรวบรวมข้อมูล ได้จัดเก็บข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ทางเศรษฐกิจแบบอนุกรมเวลา (Time Series Data) รายไตรมาส จากแหล่งข้อมูล คือ (1) ฐานข้อมูลสถิติเศรษฐกิจและการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย (ข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ 1 หน่วย อัตราดอกเบี้ย ปริมาณเงิน งบประมาณการใช้จ่ายของรัฐบาล และบัญชีเดินสะพัดของประเทศไทย) (2) ฐานข้อมูลสถิติของสำนักดัชนีสถิติการค้า (ข้อมูลอัตราเงินเฟ้อของประเทศไทย) (3) รายงานผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศรายไตรมาสของสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (ข้อมูลผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศของประเทศไทย) (4) ฐานข้อมูล Economic Research ของ Federal Reserve Bank of St. Louis (ข้อมูลอัตราดอกเบี้ย ปริมาณเงินตามความหมายแคบ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ และบัญชีเดินสะพัดของประเทศไทย) และ (5) ฐานข้อมูลสถิติเศรษฐกิจของ

องค์การพัฒนาและความร่วมมือทางเศรษฐกิจ (Organization for Economic Co-operation and Development, OECD) (ข้อมูลอัตราเงินเฟ้อ และงบประมาณการใช้จ่ายของรัฐบาลประเทศสหรัฐฯ)

สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลนั้น การวิจัยได้ใช้สมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression Model) ด้วยวิธีการกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS) เพื่อประมาณการค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพลของตัวแปรอิสระในแบบจำลองตามทฤษฎี Monetary and Portfolio Balance นอกจากนั้นยังทดสอบปัญหา Autocorrelation ด้วยวิธี Breusch–Godfrey Serial Correlation LM Test และ ทดสอบปัญหา Heteroskedasticity ด้วยวิธี Autoregressive Conditional Heteroskedasticity ในการประมาณการแบบจำลอง โดยแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษามีรายละเอียดดังนี้

$$EX_t = a + b_1 DNI_t + b_2 DM_t + b_3 DGDP_t + b_4 DINFLA_t^E + b_5 THBG_t + b_6 USBG_t + b_7 THCA_t + b_8 USCA_t + eEX_t$$

โดยที่	a	คือ	ค่าคงที่ของสมการ (Constant Term)
	b_i	คือ	ค่าสัมประสิทธิ์ที่แสดงอิทธิพลของปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ
	EX_t	คือ	ค่า Logarithm ของอัตราแลกเปลี่ยนทันที (Spot Rate) ของค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ 1 หน่วยในช่วงเวลาปัจจุบัน (ตัวแปรตามในการวิจัย)
	DNI_t	คือ	ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน (Nominal Interest Rate) เปรียบเทียบของประเทศไทยกับประเทศสหรัฐฯ ในช่วงเวลาปัจจุบัน (หน่วยเป็นร้อยละต่อปี) โดยใช้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทยลบด้วยอัตราดอกเบี้ย Federal Funds ของประเทศสหรัฐฯ
	DM_t	คือ	ส่วนต่างของปริมาณเงินตามความหมายแคบ (Narrow Money: M1) เปรียบเทียบของประเทศไทยกับประเทศสหรัฐฯ ในช่วงเวลาปัจจุบัน (หน่วยเป็นค่า Logarithm)
	$DGDP_t$	คือ	ส่วนต่างของรายได้ (ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Product: GDP) ที่แท้จริงเปรียบเทียบของประเทศไทยกับประเทศสหรัฐฯ ในช่วงเวลาปัจจุบัน (หน่วยเป็นค่า Logarithm) โดยใช้ดัชนีราคาผู้บริโภค ณ ปีฐาน พ.ศ. 2554 ในการคำนวณผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงของทั้งสองประเทศ
	$DINFLA_t^E$	คือ	ส่วนต่างของอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์เปรียบเทียบของประเทศไทยกับประเทศสหรัฐฯ ในช่วงเวลาปัจจุบัน (หน่วยเป็นค่าร้อยละต่อไตรมาส) ซึ่งการวิจัยนี้ใช้อัตราเงินเฟ้อในช่วงอดีตที่ผ่านมาหนึ่งไตรมาส เป็นตัวแทน (Proxy) อัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ในไตรมาสปัจจุบัน (Yong & Ling, 2000;; Patosa & Cruz, 2013)
	$THBG_t$	คือ	งบประมาณการใช้จ่ายของรัฐบาลประเทศไทยในช่วงเวลาปัจจุบัน (หน่วย 1 ล้านล้านบาท)
	$USBG_t$	คือ	งบประมาณการใช้จ่ายของรัฐบาลประเทศสหรัฐฯ ในช่วงเวลาปัจจุบัน (หน่วย 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)
	$THCA_t$	คือ	ดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศไทยในช่วงเวลาปัจจุบัน (หน่วย 1 พันล้านบาท)
	$USCA_t$	คือ	ดุลบัญชีเดินสะพัดของสหรัฐฯ ในช่วงเวลาปัจจุบัน (หน่วย 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)
	eEX_t	คือ	ค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณการในช่วงเวลาปัจจุบัน (Error Term)

ผลการวิจัย

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงที่ประเทศ

ไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการแสดงได้ตามผลการประมาณการแบบจำลองดังนี้

$$EX_t = 12.7633 + 0.0078 DNI_t + 0.4672 DM_t - 1.1026 DGDPT_t + 0.0220 DINFLA_t^E \\ (12.76)^{***} \quad (2.67)^{**} (4.51)^{***} \quad (-9.51)^{***} \quad (1.79)^* \\ -0.0098 THBG_t + 0.0097 USBG_t - 0.0096 THCA_t + 0.0007 USCA_t \\ (-0.13)^{NS} \quad (0.36)^{NS} \quad (-3.49)^{**} \quad (2.06)^{**}$$

R-Squared = 0.8581 Adjusted R-Squared = 0.8370

F-Statistics = 40.8194*** Prob. (F-Statistics) = 0.0000

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-Statistics = 3.0002^{NS} Prob. = 0.0890

Obs*R-squared = 3.3753^{NS} Prob. = 0.0661

Autoregressive Conditional Heteroskedasticity Test:

F-Statistics = 0.4942^{NS} Prob. = 0.4847

Obs*R-squared = 0.5065^{NS} Prob. = 0.4766

หมายเหตุ: * คือ มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ .10
** คือ มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ .05
*** คือ มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ .01
NS คือ ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ
() ในวงเล็บคือค่าสถิติคำนวณของสถิติ t

จากผลการประมาณการแบบจำลองสรุปได้ว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการที่มีนัยสำคัญทางสถิติ (ทดสอบค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระในแบบจำลองด้วยค่าสถิติ t) ประกอบไปด้วย

1. อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินเปรียบเทียบของประเทศไทยกับประเทศสหรัฐฯ ในช่วงเวลาปัจจุบัน (DNI_t) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ .05 โดยถ้าอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินของประเทศไทยปรับตัวสูงขึ้นมากกว่าประเทศสหรัฐฯ ร้อยละ 1 ค่าเงินบาทจะเสื่อมค่าลงทันทีร้อยละ 0.0078 เมื่อเปรียบเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในไตรมาสปัจจุบัน

2. ปริมาณเงินตามความหมายแคบเปรียบเทียบของประเทศไทยกับประเทศสหรัฐฯ ในช่วงเวลาปัจจุบัน (DM_t) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ .01 ถ้าปริมาณเงินตามความหมายแคบของประเทศไทยปรับตัวสูงขึ้นมากกว่าประเทศสหรัฐฯ ร้อยละ 1 ค่าเงินบาทจะเสื่อมค่าลงทันทีร้อยละ 0.4672 เมื่อเปรียบเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในไตรมาสปัจจุบัน

3. ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเปรียบเทียบของประเทศไทยกับประเทศสหรัฐฯ ในช่วงเวลาปัจจุบัน ($DGDPT_t$) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ .01 ถ้าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงของไทยปรับตัวสูงขึ้นมากกว่าสหรัฐฯ ร้อยละ 1 ค่าเงินบาทจะแข็งค่าขึ้นทันทีร้อยละ 1.1026 เมื่อเปรียบเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในไตรมาสปัจจุบัน

4. อัตราเงินเฟ้อคาดการณ์เปรียบเทียบของประเทศไทยกับประเทศสหรัฐฯ ในช่วงเวลาปัจจุบัน ($DINFLA_t^E$) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ .10 ถ้าอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ของประเทศไทยปรับตัวสูงขึ้นมากกว่าประเทศสหรัฐฯ ร้อยละ 1 จะส่งผลให้ค่าเงินบาทเสื่อมค่าลงทันทีร้อยละ 0.0220 เมื่อเปรียบเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในไตรมาสปัจจุบัน

5. บัญชีเดินสะพัดของประเทศไทยในช่วงเวลาปัจจุบัน ($THCA_t$) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ .05 ถ้าบัญชีเดินสะพัดของประเทศไทยเกินดุลเพิ่มขึ้น 1 พันล้านบาท ค่าเงินบาทต่อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จะแข็งค่าขึ้นทันทีร้อยละ 0.0096 ในไตรมาสปัจจุบัน

6. บัญชีเดินสะพัดของประเทศไทยในช่วงเวลาปัจจุบัน ($USCA_t$) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ .05 ถ้า



บัญชีเดินสะพัดของประเทศสหรัฐอเมริกา เติบโตมากขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จะส่งผลให้ค่าเงินบาทเสื่อมค่าลงทันทีร้อยละ 0.0007 เมื่อเปรียบเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในไตรมาสปัจจุบัน

ขณะที่งบประมาณการใช้จ่ายของรัฐบาลไทยและรัฐบาลสหรัฐฯ ซึ่งใช้เป็นตัวแทนของปริมาณของพันธบัตรภายในประเทศของทั้งสองประเทศตามลำดับ ค่าสัมประสิทธิ์ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติทั้งสองตัวแปร

จากผลการประมาณการแบบจำลองข้างต้น พบว่าตัวแปรอิสระทุกตัวในสมการสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการได้สูงถึงร้อยละ 83.70 ณ ระดับนัยสำคัญ .01 ขณะที่การทดสอบ Breusch-Godfrey Serial Correlation LMTest (ใช้ความล่าช้า (lag) ของค่า Error Term เท่ากับ 1 ไตรมาส) พบว่า ค่าสถิติ F และค่าของผลคูณของจำนวน Observations และ R-squared ตกอยู่ในสมมติฐานหลัก ณ ระดับนัยสำคัญ .05 จึงสามารถปฏิเสธปัญหา Autocorrelation ในการประมาณการแบบจำลองได้ อีกทั้งการทดสอบ Autoregressive Conditional Heteroskedasticity โดยใช้ความล่าช้า (lag) ของค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนในการทดสอบ 1 ช่วงเวลา (ไตรมาส) พบว่า ค่าสถิติ F และค่าของผลคูณของจำนวน Observations และ R-squared ตกอยู่ในสมมติฐานหลัก ณ ระดับนัยสำคัญ .05 จึงสามารถปฏิเสธปัญหา Heteroskedasticity ในการประมาณการแบบจำลองข้างต้นได้เช่นกัน

นอกจากนั้นผลการประมาณการค่าสัมประสิทธิ์แบบ Standardized Coefficients ยังพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลสูงสุดในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ คือ (1) ผลผลิตมวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเปรียบเทียบ (2) ปริมาณเงินตามความหมายแคบเปรียบเทียบ (3) ดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศสหรัฐฯ (4) อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินเปรียบเทียบ (5) บัญชีเดินสะพัดของประเทศไทย และ (6) อัตราเงินเฟ้อคาดการณ์เปรียบเทียบตามลำดับ (ค่าสัมประสิทธิ์ Standardized Coefficients ของตัวแปรอิสระทั้ง 6 ตัวข้างต้นมีค่าเท่ากับ -1.301, 0.790, 0.268, 0.222, -0.213 และ 0.135 ตามลำดับ) โดยที่ตัวแปรปัจจัยข้างต้น มี 4 ตัวแปรปัจจัยที่ส่งผลให้ค่าเงินบาทเสื่อมค่าลงเมื่อปัจจัยเหล่านั้นเพิ่มค่าขึ้น เมื่อเรียงลำดับตามขนาดของอิทธิพล คือ ปริมาณเงินตาม

ความหมายแคบเปรียบเทียบ ดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศสหรัฐฯ อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินเปรียบเทียบ อัตราเงินเฟ้อคาดการณ์เปรียบเทียบ ตามลำดับ ขณะเดียวกันมีตัวแปรปัจจัยอีก 2 ตัวแปรที่ส่งผลให้ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นเมื่อปัจจัยเหล่านั้นเพิ่มค่าขึ้น เมื่อเรียงตามขนาดของอิทธิพล คือ ผลผลิตมวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงเปรียบเทียบ และดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศไทย ตามลำดับ

อภิปรายผลการวิจัย

1. การที่อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินของประเทศไทยปรับตัวสูงขึ้นมากกว่าประเทศสหรัฐฯ ส่งผลให้ค่าเงินบาทเสื่อมค่าลงทันทีเมื่อเปรียบเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งผิดไปจากสมมติฐานการวิจัย ซึ่งปรากฏการณ์นี้อาจเกิดขึ้นจากการที่การวิจัยนี้ได้ใช้อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน (Nominal Interest Rate) ซึ่งได้รวมค่าคาดการณ์ของอัตราเงินเฟ้อไว้แล้ว จึงเป็นไปได้ว่า เมื่ออัตราดอกเบี้ยของประเทศไทยสูงขึ้นกว่าสหรัฐฯ ผู้ที่เกี่ยวข้องกับตลาดเงินตราต่างประเทศจะลดความต้องการถือเงินบาทลง เพราะคาดการณ์ว่าอัตราเงินเฟ้อที่แฝงอยู่ในอัตราดอกเบี้ยไทยสูงขึ้น จะทำให้ปริมาณเงินที่แท้จริงลดลง ค่าของเงินบาทจึงเสื่อมค่าลงในที่สุด ประกอบกับในปัจจุบันประเทศไทยได้ดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ นักลงทุนจึงอาจคาดการณ์ว่าการที่อัตราดอกเบี้ยของไทยเพิ่มสูงขึ้น เป็นเพราะอัตราเงินเฟ้อของประเทศไทยสูงกว่ากรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ จึงคาดการณ์ว่าค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่เหมาะสมตามดุลยภาพของทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อ (Purchasing Power Parity: PPP) ควรจะเสื่อมค่าลง ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Patosa & Cruz (2013) ที่พบว่า อัตราดอกเบี้ยเปรียบเทียบระหว่างประเทศ ส่งผลเชิงบวกต่ออัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทและค่าเงินเปโซฟิลิปปินส์เมื่อเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ Patosa & Cruz (2013) ได้ให้ความเห็นว่า ปรากฏการณ์นี้อาจเกิดขึ้นจากในช่วงเวลาที่ศึกษาทั้งประเทศไทยและประเทศฟิลิปปินส์ได้ใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวร่วมไปกับการดำเนินนโยบายการเงินตามเป้าหมายของกรอบเงินเฟ้อทั้งคู่ อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นจึงอาจเป็นภาพสะท้อนของการเกิดเงินเฟ้อภายในประเทศที่กำลังเพิ่มสูงขึ้น ขณะที่ Baljinnayam & Lu (2013) พบว่า เมื่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศมองโกเลียสูงขึ้นกว่าประเทศจีน จะส่งผลให้ค่าเงินมองโกเลียเสื่อมค่าลง เพราะนักลงทุนในตลาดเงินตราต่างประเทศคาดการณ์ว่า ดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้นเป็นเพราะ

เกิดเงินเพื่อเพิ่มสูงขึ้น ส่วน Islam & Raza (2014) พบว่า อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินที่สูงขึ้น ส่งผลให้ค่าเงินของประเทศปากีสถานเสื่อมค่าลง เนื่องจากนักลงทุนในตลาดเงินตราต่างประเทศมีมุมมองว่า อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินที่สูงขึ้น คือ เครื่องมือในการแก้ปัญหาเงินเฟ้อของธนาคารกลางประเทศปากีสถาน

2. การที่ปริมาณเงินตามความหมายแคบของประเทศไทยปรับตัวสูงขึ้นมากกว่าประเทศสหรัฐอเมริกา ส่งผลให้ค่าเงินบาทเสื่อมค่าลงทันทีเมื่อเปรียบเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย เมื่อปริมาณเงินภายในประเทศเพิ่มสูงขึ้นมากกว่าปริมาณเงินของต่างประเทศ จะส่งผลให้อุปทานของเงินเพิ่มขึ้น และความต้องการถือเงินภายในประเทศลดลงเมื่อเปรียบเทียบกับต่างประเทศ ทำให้ค่าเงินภายในประเทศเสื่อมค่าลงในที่สุด อีกทั้งปรากฏการณ์ข้างต้น ยังสะท้อนให้เห็นถึงความเปราะบางในการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศ (Independent Monetary Policy) ในช่วงที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้มากขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับแบบจำลองของทฤษฎี Mundell-Fleming Model Flodén (2010); Polito & Brendon (2014) ในประเด็นที่ในประเทศที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว (Floating Exchange Rates) การเพิ่มปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ จะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินภายในประเทศเสื่อมค่าลง โดยธนาคารกลางไม่จำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวดในการเข้าซื้อเงินภายในประเทศไปพร้อมกับการขายเงินตราต่างประเทศ เพื่อให้ค่าเงินภายในประเทศแข็งค่าเข้าสู่ค่าเดิม ค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพลของปริมาณเงินเปรียบเทียบกับระหว่างประเทศจึงส่งผลเชิงบวกต่ออัตราแลกเปลี่ยน

3. การที่ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงของประเทศไทยปรับตัวสูงขึ้นมากกว่าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริงของประเทศสหรัฐอเมริกา ส่งผลให้ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นทันทีเมื่อเปรียบเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เพราะความต้องการถือเงินบาทใน Portfolio ที่เพิ่มสูงขึ้นของผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดเงินตราต่างประเทศ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย

ประเด็นที่น่าสนใจอย่างยิ่งจากผลของค่าสัมประสิทธิ์แบบ Standardized คือ ขนาดของอิทธิพลของตัวแปรรายได้ดังกล่าวมีค่าสูงที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับตัวแปรอิสระอื่น ๆ ในแบบจำลอง ซึ่งเมื่อพิจารณาจากสถานการณ์ทางเศรษฐกิจของประเทศไทยและประเทศสหรัฐฯ ในช่วงที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยน

ลอยตัวแบบมีการจัดการจนถึงปัจจุบัน พบว่า เป็นช่วงเวลาที่ประเทศสหรัฐฯ ได้เกิดวิกฤติซับไพรม์ โดยวิกฤติดังกล่าวสะท้อนผ่านการปรับตัวลดลงของอัตราการเจริญเติบโต (Growth Rate) ของประเทศสหรัฐฯ มาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548 เป็นต้นมา จนติดลบสูงสุดในปี พ.ศ. 2552 ถึงร้อยละ 3 ทำให้รัฐบาลประเทศสหรัฐฯ ต้องใช้มาตรการ Quantitative Easing (QE) เพื่อแก้ไขปัญหา มาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551 จนถึงปี พ.ศ. 2557 (Financial Institutions Policy Group, 2011) นอกจากนั้นตั้งแต่ปี พ.ศ. 2543 จนถึงปี พ.ศ. 2556 อัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศของไทยก็ขยายตัวสูงกว่าสหรัฐฯ มาโดยตลอด ซึ่งสถานการณ์นี้อาจเป็นแรงกระตุ้นให้นักลงทุนลดความต้องการถือเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ลง ขณะเดียวกันก็เพิ่มความต้องการถือเงินบาทมากขึ้น เพื่อลดความเสี่ยงใน Portfolio ของตนเองจึงมีความเป็นไปได้สูงที่ผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดเงินตราต่างประเทศจะใช้ผลิตภัณฑ์มวลรวมที่แท้จริงภายในประเทศ ซึ่งสะท้อนถึงการเกิดวิกฤติเศรษฐกิจของแต่ละประเทศ มาเป็นปัจจัยหลักในการตัดสินใจปรับเปลี่ยนความต้องการถือเงินในแต่ละสกุล สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Patosa & Cruz (2013) ที่พบว่า ค่าเงินในภูมิภาคเอเชียทุกประเทศที่ได้คัดเลือกมาศึกษา (ค่าเงินประเทศฟิลิปปินส์ จีน มาเลเซีย สิงคโปร์ ไทย เมื่อเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ 1 หน่วย) ได้รับอิทธิพลเชิงลบจากรายได้เปรียบเทียบกับระหว่างประเทศทั้งสิ้น เนื่องจากทุก ๆ ประเทศที่กล่าวมา มีนโยบายที่มุ่งเน้นการกระตุ้นรายได้ประชาชาติเพื่อดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศเป็นหลัก จึงส่งผลให้รายได้เปรียบเทียบกับประเทศมีอิทธิพลในระดับสูงต่อการเคลื่อนไหวค่าเงินในแต่ละประเทศในภูมิภาคเอเชียตามที่กล่าวมาแล้วในช่วงต้น และด้วยข้อสรุปดังกล่าว อาจเป็นผลให้ตัวแปรปริมาณเงินเปรียบเทียบกับประเทศไทยและสหรัฐอเมริกา มีอิทธิพลสูงสุดเป็นลำดับที่ 2 รองจากตัวแปรผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเปรียบเทียบกับในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทต่อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เนื่องจากปริมาณเงินของประเทศสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นอย่างมากในช่วงปี พ.ศ. 2551 จนถึงปี พ.ศ. 2557 เพราะประเทศสหรัฐฯ ได้ใช้มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) เป็นเครื่องมือหลักในการแก้ปัญหาวิกฤติเศรษฐกิจของประเทศ

4. อัตราเงินเฟ้อคาดการณ์เปรียบเทียบกับประเทศไทยและสหรัฐฯ ซึ่งเป็นปัจจัยที่เป็นตัวแทนของทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อโดยเปรียบเทียบ (Relative PPP) มีอิทธิพลทางบวกต่อค่าเงินบาทเทียบกับ



ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย ดังนั้นถ้าประเทศไทยมีอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์สูงกว่าประเทศสหรัฐฯ ค่าของเงินบาทก็จะตอบสนองโดยการเสื่อมค่าลงทันที เพราะผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดเงินตราต่างประเทศจะมีความต้องการถือเงินบาทลดลง เนื่องจากคาดว่าศักยภาพของเงินบาทหนึ่งหน่วยในการบริโภคสินค้าและบริการจะมีค่าลดลง ถ้าสมมติให้รายได้ของผู้ที่ถือเงินบาทคงที่ ผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดเงินตราต่างประเทศก็จะเลือกถือเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่มีอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ต่ำกว่า ซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับผลการวิจัยส่วนใหญ่ที่ได้ตรวจเอกสาร เช่น Parveen, et. al., (2012); Baljinnyam & Lu (2013); Ruan (2013); Twarowska & Kakol (2014) & Bouraouia & Phisutthiwatcharavongb (2015)

5. การที่ดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศไทยขาดดุลจะส่งผลให้ค่าเงินบาทเสื่อมค่าลงทันทีเมื่อเปรียบเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย เนื่องจาก สินทรัพย์ของต่างประเทศในมือภาคเอกชนไทย เช่น พันธบัตรต่างประเทศ จะไหลออกนอกประเทศโดยสุทธิ ส่งผลให้ภาคเอกชนไทยมีความต้องการถือสินทรัพย์ต่างประเทศสูงขึ้นและลดความต้องการถือเงินบาทลง จนค่าเงินบาทเสื่อมค่าลงในที่สุด เพื่อเป็นการปรับให้ดุลการค้าของประเทศไทยมีการขาดดุลลดลงตามการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพระยะยาวของค่าเงินภายในประเทศของทฤษฎี Portfolio Balance (Pilbeam, 2013) ที่ในระยะยาวบัญชีเดินสะพัดของประเทศจะเข้าสู่ภาวะสมดุลจากอิทธิพลของอัตราแลกเปลี่ยนในระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว ขณะที่ดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศสหรัฐฯ ในช่วงเวลาปัจจุบัน ก็มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินบาทเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เช่นกัน โดยถ้าดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศสหรัฐฯ เกินดุลมากขึ้น ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ก็จะแข็งค่าขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับค่าเงินบาทในไตรมาสปัจจุบัน ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยเช่นกัน สอดคล้องกับ Bouraouia & Phisutthiwatcharavongb (2015) ที่พบว่า การที่ราคาสินค้าส่งออกของประเทศไทย สูงขึ้นมากกว่าราคาสินค้านำเข้า ส่งผลให้มูลค่าของสินค้าส่งออกเพิ่มสูงขึ้นมากกว่าการนำเข้า ดังนั้นดุลการค้าจึงมีแนวโน้มดีขึ้น จึงทำให้ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้น ประเด็นที่น่าสนใจอีกประการ คือ Baljinnyam & Lu (2013) พบว่า การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินมองโกเลียเทียบกับค่าเงินหยวนไม่ได้รับอิทธิพลจากการส่งออกและการนำเข้าของประเทศมองโกเลียและประเทศจีน ซึ่งอาจ

เกิดเพราะตามทฤษฎี Portfolio Balance สินทรัพย์จากต่างประเทศไหลเข้าออกผ่านบัญชีเดินสะพัดของประเทศในภาพรวม จึงเป็นไปได้สูงที่ค่าเงินมองโกเลียอาจไม่ได้ถูกกำหนดเพียงจากอิทธิพลของการส่งออกและนำเข้าจากประเทศจีนเท่านั้น อาจต้องพิจารณาสินทรัพย์ไหลเข้าออกในภาพรวมที่เกิดจากการค้าระหว่างประเทศกับประเทศคู่ค้าอื่น ๆ ที่จะส่งผลต่อการเคลื่อนไหวของทั้งค่าเงินมองโกเลียและค่าเงินหยวนควบคู่กันไปซึ่งต่างกับการวิจัยนี้ที่พิจารณาทั้งตัวแปรดุลบัญชีเดินสะพัดของทั้งประเทศไทยและประเทศสหรัฐฯ ซึ่งเป็นการคำนึงถึงอิทธิพลของการไหลเข้าออกของสินทรัพย์ต่างประเทศของทั้งสองประเทศควบคู่กันไปในการวิจัย

6. งบประมาณการใช้จ่ายของรัฐบาลประเทศไทยและสหรัฐฯ ที่เป็นตัวแทนการเปลี่ยนแปลงของปริมาณอุปทานพันธบัตรภายในประเทศของทั้งสองประเทศ ไม่นับสำคัญต่อการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ ปรากฏการณ์นี้อาจเกิดขึ้นจากเหตุผลคือ ในทฤษฎี Monetary and Portfolio Balance อิทธิพลของนโยบายการคลังที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินภายในประเทศนั้น มีทั้งทำให้ค่าเงินเสื่อมค่าและแข็งค่าได้ทั้ง 2 กรณี จึงเป็นไปได้ว่าเมื่อรัฐบาลใช้นโยบายการคลังแบบขยายตัว โดยการออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อกู้ยืมเงินจากภาคเอกชนทั้งในและนอกประเทศ (Bond Financing) จะส่งผลให้อุปทานของพันธบัตรภายในประเทศเพิ่มสูงขึ้น ราคาพันธบัตรภายในประเทศลดลง ความต้องการถือพันธบัตรต่างประเทศจึงเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้ทุนภาคเอกชนปรับ Portfolio ของตนเองด้วยการขายพันธบัตรภายในประเทศและซื้อพันธบัตรต่างประเทศ ค่าเงินภายในประเทศจึงมีแนวโน้มที่จะเสื่อมค่าลง อย่างไรก็ตาม ถ้าราคาพันธบัตรภายในประเทศที่ลดลง ทำให้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรภายในประเทศเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ จนส่งผลให้ความต้องการถือพันธบัตรและเงินภายในประเทศเพิ่มขึ้น ค่าเงินภายในประเทศก็จะกลับแข็งค่าขึ้นเข้าสู่ระดับเดิม เป็นเหตุให้การใช้นโยบายการคลังไม่มีความสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินภายในประเทศ นอกจากนั้น Flodén (2010) เสริมว่า การใช้นโยบายการคลังในระบบเศรษฐกิจแบบเปิดและใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบยืดหยุ่นได้จะไม่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินตามแบบจำลอง Mundell-Fleming เนื่องจากการใช้งบประมาณรายจ่ายรัฐบาลแบบขาดดุล จะส่งผลให้เกิด Crowding Out Effect ขึ้น คือ เมื่ออัตราดอกเบี้ย

กั๊ยมีภายในประเทศสูงขึ้น ค่าเงินในประเทศก็จะแข็งค่าขึ้น ดุลการค้าจึงขาดดุลมากขึ้น ส่งผลให้บัญชีดุลการค้าชำระเงิน มีแนวโน้มขาดดุล นำไปสู่การเสื่อมค่าลงของเงิน ภายในประเทศจนกลับเข้าสู่ค่าเดิมก่อนใช้นโยบายการคลังแบบขยายตัว อาจเป็นสาเหตุที่ทำให้ตัวแปรนโยบาย การคลังของทั้งสองประเทศไม่มีอิทธิพลในการวิจัยนี้

สรุป

ในช่วงที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยน ลอยตัวแบบมีการจัดการนั้น อัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงิน บาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จะเสื่อมค่าลง ถ้า ปริมาณเงินตามความหมายแคบเปรียบเทียบกับระหว่าง ประเทศ บัญชีเดินสะพัดของสหรัฐฯ อัตราดอกเบี้ยที่เป็น ตัวเงินเปรียบเทียบระหว่างประเทศและอัตราเงินเพื่อ คาคาการณ์เปรียบเทียบระหว่างปรับค่าสูงขึ้น และในทาง ตรงกันข้าม ถ้ารายได้ที่แท้จริงเปรียบเทียบระหว่าง ประเทศและบัญชีเดินสะพัดของไทยปรับค่าสูงขึ้น อัตรา แลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ก็ จะแข็งค่าขึ้น โดยผลการศึกษาที่มีข้อบ่งชี้บางประการว่าตัว แปรที่สะท้อนภาพและเกี่ยวข้องกับวิกฤติเศรษฐกิจของ ประเทศสหรัฐฯ เช่น ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่ แท้จริงและปริมาณเงินเปรียบเทียบระหว่างประเทศไทย และสหรัฐฯ มีอิทธิพลในระดับสูงต่อการเคลื่อนไหวของ ค่าเงินบาทเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ

ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

การใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัวในขณะที่ ประเทศไทยสามารถใช้นโยบายการเงินได้อย่างเป็นอิสระ มากขึ้น รัฐบาลและผู้มีอำนาจในการดำเนินนโยบาย การเงินควรต้องระวังปัญหาเงินเฟ้อจากการขยายตัวของ อุปสงค์รวมทั้งจากการขยายตัวของปริมาณเงินโดยตรง และการเสื่อมค่าลงของค่าเงินบาท ที่จะร่วมกันผลักดันให้ อัตราเงินเฟ้อของประเทศเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อ ต้นทุนในการผลิตสินค้าและบริการเพื่อส่งออกของ ประเทศไทย จนลดความสามารถในการแข่งขันด้านการค้า ระหว่างประเทศลง และนำไปสู่การขาดดุลการค้าและ บัญชีเดินสะพัดในระยะยาว ซึ่งจากผลการศึกษาจะเห็น ชัดเจนว่า ความพยายามจะทำให้ค่าเงินเสื่อมค่ามากกว่า ประเทศคู่ค้าหรือคู่แข่ง จะไม่มีประโยชน์ในการทำให้ ดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลได้ในระยะยาวในระบบอัตรา แลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ เพราะการเกินดุล บัญชีเดินสะพัด จะส่งผลให้ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้น อีกทั้ง เมื่อบัญชีเดินสะพัดเกินดุลก็จะส่งผลให้ผลิตภัณฑ์มวลรวม ภายในประเทศปรับค่าสูงขึ้น ก็จะนำไปสู่การแข็งค่าของ

เงินบาทอีกเช่นกัน ซึ่งล้วนแต่ส่งอิทธิพลเชิงลบต่อบัญชี เดินสะพัดของประเทศไทยในอนาคตอยู่ดี ดังนั้นการใช้ นโยบายค่าเงินเพื่อรักษาภาวะของการเกินดุลบัญชี เดินสะพัด แม้อาจยังเป็นเรื่องที่สามารถปฏิบัติได้ แต่ควร จะเป็นนโยบายในการจัดการปัญหาในระยะสั้นเท่านั้น ดังนั้นผู้มีอำนาจในการดำเนินนโยบายควรเน้นรักษา เสถียรภาพของค่าเงินบาทเป็นสำคัญ ไม่ให้เกิดการผันผวน มากเกินไป จนสร้างความเสี่ยงให้กับผู้ประกอบการธุรกิจ ส่งออกหรือนำเข้า รวมถึงผู้ที่ต้องทำธุรกรรมการลงทุนใน สินทรัพย์ทางการเงินระหว่างประเทศด้วยเช่นกัน

นอกจากนั้นผลการศึกษา ยังบ่งชี้ว่า ปัจจัยทาง เศรษฐกิจระหว่างประเทศที่สะท้อนภาพของการเกิดวิกฤติ เศรษฐกิจของประเทศสหรัฐฯ มีอิทธิพลสูงต่อการ เปลี่ยนแปลงของค่าเงินบาทเทียบกับค่าเงินดอลลาร์ สหรัฐฯ แสดงให้เห็นได้ว่า ในระบบอัตราแลกเปลี่ยนนี้ ปัจจัยเศรษฐกิจของต่างประเทศมีอิทธิพลในระดับสูงต่อ การตัดสินใจปรับความต้องการถือเงินบาทและสินทรัพย์ ทางการเงินอื่น ๆ ใน Portfolio ของนักลงทุน (ซึ่งในช่วง ที่ศึกษาค่าเงินบาทมีแนวโน้มแข็งค่าไปพร้อมกับการเกิด วิกฤติเศรษฐกิจและการใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัว ด้วยการใช้นโยบาย QE ของประเทศสหรัฐฯ) แสดงให้เห็น ว่าการใช้นโยบายใด ๆ ของรัฐบาลนั้น ผู้มีอำนาจในการ ดำเนินนโยบายจำเป็นต้องถ่วงน้ำหนักความสำคัญของการ เปลี่ยนแปลงของค่าเงินบาทที่เกิดจากปัจจัยทางเศรษฐกิจ ของต่างประเทศในการรักษาเสถียรภาพของค่าเงินบาท ด้วยเช่นกัน

ข้อเสนอแนะเพื่อการวิจัยครั้งต่อไป

1. ควรศึกษาข้อมูลในช่วงที่ประเทศสหรัฐฯ ใช้นโยบาย QE และ/หรือในช่วงเลิกใช้นโยบาย QE ที่ส่วน ต่างของอัตราดอกเบี้ยของไทยและสหรัฐฯ เริ่มปรับตัว แคบลง เพื่อทำความเข้าใจกับอิทธิพลของปัจจัยทาง เศรษฐกิจที่มีต่อค่าเงินบาทและดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วง เวลาดังกล่าวได้ชัดเจนมากขึ้น

2. ควรศึกษาในช่วงที่ประเทศสหรัฐฯ เกิดวิกฤติ เศรษฐกิจหรือวิกฤติเศรษฐกิจในประเทศอื่น ๆ ในยุค ปัจจุบัน เพราะการศึกษาครั้งนี้พบว่า สัญญาณที่บ่งชี้การ เกิดวิกฤติของประเทศสหรัฐฯ มีอิทธิพลในลำดับต้น ๆ ต่อ การเปลี่ยนแปลงของค่าเงินบาท



References

- Baljinnyam, B., & Lu, D. H. (2013). Analysis on influencing factors of the exchange rate between Chinese Yuan (CNY) and Mongolian Tögrög (MNT). *International Journal of Development and Sustainability*, 2(3), 1636-1644.
- Bank of Thailand. (2014). *Macro-Economic Indicator*. Retrieved August 11, 2015 from <http://www2.bot.or.th/statistics/Report> Page. [in Thai]
- _____ . (2015). *Question and Answer about Inflation Targeting*. Bangkok: Bank of Thailand. [in Thai]
- Bouraouia, T., & Phisutthiwatcharavongb, A. (2015). On the determinants of the THB/USD exchange rate. *Procedia Economics and Finance*, 30(2), 137-145.
- Financial Institutions Policy Group. (2011). *Basel III: Financial Institution Regulation after the Global Financial Crisis*. Bangkok: Financial Institutions Policy Group, Bank of Thailand. [in Thai]
- Flodén, M. (2010). *The Open Economy Revisited: The Mundell-Fleming Model and the Exchange-Rate Regime*. Stockholm: Stockholm School of Economics.
- Homkachorn, K. (2013). *International Monetary Theories*. Bangkok: Ramkhamhaeng University Press. [in Thai]
- Husted, S., & Melvin, M. (2010). *International Economics*. (9th ed.). Boston: Addison Wesley Longman.
- Islam, M. Z., & Raza, H. (2014). An empirical study on the factors affecting foreign exchange markets of Pakistan. *International Affairs and Global Strategy*, 24, 11-21.
- Parveen, S., Khan, A. Q., & Ismail, M. (2012). Analysis of the factors affecting exchange rate variability in Pakistan. *Academic Research International*, 2(3), 670-675.
- Patosa, J. B., & Cruz, A. T. (2013). Factors affecting exchange rate movements in selected Asian countries. *International Journal of Research in Economics and Social Sciences*, 5(3), 1-17.
- Pilbeam, K. (2013). *International Finance*. (9th ed.). London: Addison Wesley Longman.
- Polito, V., & Brendon, C. (2014). *Macroeconomics*. London: University of London.
- Ruan, S. (2013). *Determinants of Chinese RMB Exchange Rate*. Unpublished Master's Thesis, Assumption University, Bangkok.
- Twarowska, K., & Kakol, M. C. (2014). Analysis of factors affecting fluctuations in the exchange rate of polish zloty against Euro, *Management, Knowledge and Learning Make Learn International Conference*. (pp. 889-898). Slovenia: EMUNI University Press.
- Yong, C., & Ling, O. W. (2000). *PPP & The Monetary Model of Exchange-Rate Determination: The Case of Singapore*. Nanyang: Nanyang Business School, Nanyang Technological University.