

ระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ จากแบบจำลองการกำหนดอัตราดอกเบี้ย

Degree of International Capital Mobility: The Model of Determination of Interest Rate

ชาญณรงค์ ชัยพัฒน์
Channarong Chaiphat

ABSTRACT

This study aimed to investigate factors affecting the determination of the interest rate, examine the level of international capital mobility, and measure the speed of adjusting interest rates in Thailand in accordance with the changes to interest rates in foreign countries. A comparison between two periods was conducted: the time during which Thailand used a fixed exchange rate, and the period of a floating exchange rate from the third quarter of 1990 to the first quarter of 2010.

The results of multiple regression analysis revealed that all independent variables were significantly associated with the interest rate in Thailand and had correct signs. Thus, the interest rate in Thailand was positively related to the foreign interest rate, a prediction of exchange rate change, real national income, and the domestic interest rate in previous years, but it was negatively related to real money supply and a prediction of inflation rate. In addition, the level of international capital mobility decreased when the floating exchange rate was used. However, the level of capital mobility still approached a value of one while the value of the coefficient of adaptation was close to zero. This indicated that there was slow adjustment of the interest rate in Thailand as a result of the interest rate change in foreign countries. In the long run, carrying out the monetary policy of the central bank might be less efficient. Therefore, the central bank should monitor and make prudent and careful decisions on international capital mobility in relation to stability in the domestic economic system.

Keywords: capital mobility, financial openness, interest rate

บทคัดย่อ

การวิจัยเรื่องนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีต่อการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในประเทศ และวัด

ระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศของประเทศไทย รวมทั้งวัดความเร็วในการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยในประเทศให้ทันกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศ โดยเปรียบเทียบ

ช่วงเวลาที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ และระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว ในไตรมาส 3 ปี พ.ศ. 2533 ถึง ไตรมาส 1 ปี พ.ศ. 2553

ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณพบว่าตัวแปรอิสระทุกตัวที่ศึกษามีอิทธิพลต่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีเครื่องหมายที่ถูกต้อง กล่าวคืออัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศรวมกับการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน รายได้ประชาชาติที่แท้จริง และอัตราดอกเบี้ยในประเทศย้อนหลัง 1 ช่วงเวลา และอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับปริมาณเงินที่แท้จริง และการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ การวัดระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศพบว่ามีค่าลดลง เมื่อเปลี่ยนเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว อย่างไรก็ตามระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศยังมีค่าเข้าใกล้หนึ่ง ส่วนค่าสัมประสิทธิ์การปรับตัวมีค่าเข้าใกล้ศูนย์ นั่นคือการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยในประเทศต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศมีความล่าช้าเกิดขึ้น จากผลการศึกษาดังกล่าวชี้ให้เห็นว่าในระยะยาวแล้วการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางจะมีประสิทธิภาพลดลง ดังนั้นธนาคารกลางควรจะต้องพิจารณาอย่างระมัดระวังและรอบคอบเพื่อดูแลการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศให้เกิดความสมดุลกับเสถียรภาพในระบบเศรษฐกิจของประเทศ

คำสำคัญ: การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ การเปิดเสรีทางการเงิน อัตราดอกเบี้ย

บทนำ

ความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจเป็นเป้าหมายสำคัญในลำดับต้นๆ ของการดำเนินนโยบายทางด้านเศรษฐศาสตร์มหภาค โดยเฉพาะประเทศที่มีระดับเงินออมภายในประเทศต่ำไม่เพียงพอต่อการลงทุน ต้อง

พึ่งพาเงินทุนจากต่างประเทศเพื่อนำมาลงทุนสร้างความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจด้วยเหตุนี้จึงเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้ประเทศไทยต้องเปิดเสรีทางการเงิน โดยในระยะแรกเริ่มจากการประกาศยอมรับพันธะข้อ 8 ในวันที่ 21 พฤษภาคม พ.ศ. 2533 มีสาระสำคัญคือผ่อนคลายการควบคุมธุรกรรมที่มีผลต่อการเคลื่อนย้ายเงินตราระหว่างประเทศ ต่อมาในปี พ.ศ. 2536 อนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ของไทยและสาขาของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศที่มีสาขาในประเทศไทยประกอบกิจการวิเทศธนกิจ (BIBF) (พรชัย, 2548) คือให้บริการด้านการกู้ยืมเงินระหว่างประเทศในรูปเงินตราต่างประเทศ จึงทำให้เงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้าประเทศไทยอย่างมาก โดยมีปัจจัยดึงดูดคืออัตราดอกเบี้ยภายในประเทศอยู่ในระดับสูงและไม่มีความเสี่ยงในเรื่องของอัตราแลกเปลี่ยน (ชาญณรงค์, 2548) เนื่องจากในช่วงเวลานั้นประเทศไทยมีระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ แม้ว่าการเปิดเสรีทางการเงินจะประสบความสำเร็จทำให้เศรษฐกิจไทยเจริญเติบโตอย่างต่อเนื่อง แต่ทำให้เกิดผลกระทบในทางลบเช่นกันคืออัตราเงินเฟ้อสูงมาก และการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเพิ่มขึ้นทุกๆ ปี รวมทั้งการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางมีประสิทธิภาพลดลง (พรายพล, 2547) จนกระทั่งนำไปสู่การเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินที่รุนแรงในปี พ.ศ. 2540 จึงจำเป็นต้องประกาศใช้อัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ ในวันที่ 2 กรกฎาคม พ.ศ. 2540 และทำให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศผันผวนมาก ประเทศไทยต้องใช้เวลาหลายปีในการปรับระบบเศรษฐกิจให้มีเสถียรภาพ ในยุคปัจจุบันประเทศต่างๆ เปิดเสรีทางการเงินมากขึ้นตามกระแสโลกาภิวัตน์ เช่น การทำข้อตกลงเขตการค้าเสรี (Free Trade Area) หรือการรวมเป็นประชาคมอาเซียน (ASEAN Community) ในปี พ.ศ. 2558 รวมถึงการพัฒนาของระบบเทคโนโลยีสารสนเทศ ทำให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศไหลเข้าออกอย่างเสรี และรวดเร็วมากขึ้น จึงเป็นที่น่าสนใจว่าผลกระทบดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อระดับการ

เคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศของประเทศไทย อย่างไรก็ตาม ทั้งสองจะส่งผลถึงปัจจัยที่มีต่อการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยอย่างไร ทั้งกรณีระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่และระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว และผลการศึกษาดังกล่าวทำให้ทราบว่าในการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางจะมีประสิทธิภาพมากน้อยเพียงใด

วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

1. เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทย
2. เพื่อวัดระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ หรือวัดค่าความเข้มข้นของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศของประเทศไทย โดยเปรียบเทียบกรณีระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ และระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว
3. เพื่อวัดความเร็วในการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยให้ทันกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศ โดยเปรียบเทียบกรณีระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ และระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว

การตรวจเอกสาร

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

Edwards and Khan (1985) กล่าวว่า “ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างสองประเทศย่อมเป็นเครื่องชี้ให้เห็นถึงระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ” (Degree of Capital Mobility) โดยแบ่งแบบจำลองออกเป็น 3 กรณี คือ

1. อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศที่มีระบบเศรษฐกิจแบบปิด (Closed Economy)

อัตราดอกเบี้ยจะถูกกำหนดโดยปัจจัยภายในประเทศทั้งหมด ตามความสัมพันธ์ที่เรียกว่า “Fisher Equation” กล่าวคืออัตราดอกเบี้ยภายในประเทศมีค่าเท่ากับผลรวมของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (rr_t) และอัตรา

เงินเพื่อที่คาดการณ์ (π_t^e) ดังสมการ (1)

$$i_t^{\text{เปิด}} = rr_t + \pi_t^e \quad (1)$$

กำหนดให้ $i_t^{\text{เปิด}}$ = อัตราดอกเบี้ยในนาม (Nominal Interest Rate)

rr_t = อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Interest Rate)

π_t^e = อัตราเงินเพื่อที่คาดการณ์ (Expected Inflation Rate)

2. อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศที่มีระบบเศรษฐกิจแบบเปิด (Opened Economy)

ระบบเศรษฐกิจแบบเปิดอย่างสมบูรณ์ อัตราดอกเบี้ยในประเทศจะถูกกำหนดโดยความสัมพันธ์ที่เรียกว่า “Uncovered Interest Parity” กล่าวคือหากเงินทุนสามารถไหลเข้าออกระหว่างประเทศได้อย่างเสรี ไม่มีการควบคุมการปริวรรตเงินตราต่างประเทศ ไม่มีต้นทุนการทำธุรกรรม มีความเท่าเทียมกันทางข้อมูลข่าวสาร อัตราดอกเบี้ยในประเทศจะมีค่าเท่ากับผลรวมของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ (i_t^*) และอัตราการอ่อนตัวที่คาดการณ์ไว้ของเงินสกุลประเทศนั้น (Δe_t) ดังสมการ (2)

$$i_t^{\text{เปิด}} = i_t^* + \Delta e_t \quad (2)$$

กำหนดให้ $i_t^{\text{เปิด}}$ = อัตราดอกเบี้ยในนาม (Nominal Interest Rate)

i_t^* = อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ (World Interest Rate)

e_t = อัตราแลกเปลี่ยนของเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐเทียบกับเงินสกุลท้องถิ่น

Δe_t = อัตราการอ่อนตัวที่คาดการณ์ของเงินสกุลประเทศนั้น

โดยทั่วไปพฤติกรรมของผู้ลงทุนมีลักษณะหลักเลี่ยงความเสี่ยงโดยการทำประกันความเสี่ยง ดังนั้นค่าธรรมเนียมการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า (Forward Premium, e^0) ซึ่งวัดรวมอัตราการอ่อนตัวที่คาดการณ์ไว้ของเงินสกุลประเทศนั้น กับค่าธรรมเนียมที่ต้องจ่ายเพิ่มเพื่อชดเชยความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน แสดงได้ดังสมการ (3)

$$i_t^{\text{เปิด}} = i_t^* + e_t^o \quad (3)$$

3. อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศที่มีระบบเศรษฐกิจแบบทั่วไป (General Case)

จาก 2 กรณีแรกที่กล่าวข้างต้นเป็นกรณีสุดโต่ง (Extreme Case) ในความเป็นจริงระบบเศรษฐกิจจะเป็นการผสมระหว่างระบบเศรษฐกิจแบบปิดและระบบเศรษฐกิจแบบเปิด ดังนั้นสามารถหาแบบจำลองอัตราดอกเบี้ยในนาม โดยการรวมแบบจำลองกรณีที่ 1 และกรณีที่ 2 เข้าด้วยกัน และเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักด้วยค่า $(1 - \psi)$ และ ψ ในลักษณะความสัมพันธ์เชิงเส้นตรง ดังแสดงในสมการ (4)

$$i_t = (1 - \psi) i_t^{\text{ปิด}} + \psi i_t^{\text{เปิด}} \\ i_t = (1 - \psi)(r_t + o_t^c) + \psi(i_t^* + e_t^o) \quad (4)$$

กำหนดให้ ψ = ค่าความเข้มข้นการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ

หรือระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ (Degree of Capital Mobility)

ความหมายของสมการที่ (4) คือ

- ถ้าค่า $\psi = 1$ นั่นคือ อัตราดอกเบี้ยในประเทศ (i_t) มีค่าเท่ากับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศรวมกับการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน ($i_t^* + e_t^o$) หมายความว่าปัจจัยทางการเงินนอกประเทศ (External Financial) จะมีผลในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในประเทศ ซึ่งเป็นกรณีของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศแบบเปิดเสรี (Completely Perfect Capital Mobility) ดังนั้นสมการที่ (4) จะเหมือนกับสมการที่ (3)

- ถ้าค่า $\psi = 0$ นั่นคือปัจจัยภายนอกประเทศไม่มีผลในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในประเทศ ซึ่งเป็นกรณีไม่มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ (Zero Capital Mobility) ดังนั้นสมการที่ (4) จะเหมือนกับสมการของ Fisher Equation ในสมการที่ (1)

- ถ้าค่า $0 < \psi < 1$, ค่า ψ อยู่ระหว่างศูนย์และหนึ่ง นั่นคือปัจจัยทางการเงินในประเทศและต่างประเทศจะมีผลต่อการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในประเทศจะเป็นกรณีระบบเศรษฐกิจกึ่งเปิด (Semi-Open

Economy) เมื่อค่า ψ มีค่าเข้าใกล้หนึ่ง (1) หรือระบบเศรษฐกิจกึ่งปิด (Semi-Closed Economy) เมื่อค่า ψ มีค่าเข้าใกล้ศูนย์ (0)

จากสมการที่ (4) พัฒนาเป็นแบบจำลองได้ดัง

สมการ (5) (Edwards & Khan, 1985: 389-393)

$$i_t = \delta_0 + \delta_1 (i_t^* + e_t^o) + \delta_2 \log y_t + \delta_3 \log m_{t-1} + \delta_4 \pi_t^c + \delta_5 i_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5)$$

กำหนดให้ $\delta_0 = (1 - \psi)[\rho + \lambda(1-\beta)(\alpha_0 - \alpha_2 \rho)]$

$$\delta_1 = \psi\theta; \quad \delta_1 > 0 \text{ (เป็นบวก)}$$

$$\delta_2 = (1 - \psi)\lambda(1-\beta)\alpha_1; \quad \delta_2 > 0 \text{ (เป็นบวก)}$$

$$\delta_3 = -(1 - \psi)\lambda(1 - \beta); \quad \delta_3 < 0 \text{ (เป็นลบ)}$$

$$\delta_4 = (1 - \psi)[1 - \lambda(1-\beta)(\alpha_2 + \alpha_3)]; \quad \delta_4 \text{ มีค่าเป็นบวก หรือลบ}$$

$$\delta_5 = \psi(1 - \theta); \quad \delta_5 > 0 \text{ (เป็นบวก)}$$

$$\varepsilon_t = \text{Random Error Term}$$

จากสมการที่ (5) พบว่าค่าพารามิเตอร์วัดระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ (Degree of Capital Mobility) หรือค่าความเข้มข้นการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศในระยะยาว (ψ) มีค่าเท่ากับ $\delta_1 + \delta_5$ แสดงความสัมพันธ์ดังสมการ (6)

$$\delta_1 + \delta_5 = \psi\theta + \psi(1 - \theta) \quad (6)$$

$$= \psi\theta + \psi - \psi\theta$$

$$= \psi$$

ความเร็วในการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศให้ทันกับระดับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ (Speed of Adjustment to Foreign Interest Rate) หรือค่าสัมประสิทธิ์ของการปรับตัว (θ) มีค่าเท่ากับ δ_1 หรือด้วย $\delta_1 + \delta_5$ ดังสมการ (7)

$$\delta_1 / (\delta_1 + \delta_5) = (\psi\theta) / \psi \quad (7)$$

$$= \theta$$

และค่าความเข้มข้นการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศในระยะสั้น มีค่าเท่ากับ $\psi\theta$

จากแบบจำลองที่กล่าวมาข้างต้น Edwards and Khan (1985) ได้พยายามศึกษากระบวนการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในประเทศกำลังพัฒนา โดยเลือกศึกษาประเทศกำลังพัฒนา 2 ประเทศคือ ประเทศโคลัมเบีย และประเทศสิงคโปร์ และใช้วิธีการประมาณค่ากำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS) ตามแบบจำลองในสมการที่ (5) โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาส กล่าวคือประเทศโคลัมเบียศึกษาในช่วงไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2511 ถึงไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2525 ส่วนประเทศสิงคโปร์ศึกษาในช่วงไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2519 ถึงไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2526 ผลการศึกษาค่าความเข้มข้นการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศของทั้ง 2 ประเทศ พบว่า กรณีของประเทศโคลัมเบียพบว่าทุกตัวแปรที่มีเครื่องหมายที่ถูกต้อง และมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าพารามิเตอร์ของการเปิดเสรีทางการเงิน (ψ) เท่ากับ 0.84 ซึ่งให้เห็นว่าตลาดเงินในประเทศโคลัมเบียมีความเชื่อมโยงกับประเทศอื่นๆ ในตลาดโลก ส่วนประเทศสิงคโปร์พบว่าปัจจัยต่างประเทศมีผลในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศเพียงอย่างเดียว ตัวแปรอื่นๆ ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าพารามิเตอร์ของการเปิดเสรีทางการเงิน (ψ) เท่ากับ 1 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการดำเนินนโยบายการเงินจะไม่มีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศโดยตรง

ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในช่วงเวลาที่ผ่านมา การศึกษาเพื่อวัดระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ (Degree of Capital Mobility) ส่วนใหญ่อ้างอิงกับแบบจำลองของ Edwards and Khan (1985) เช่น การศึกษาของ Hataiseree and Phipps (1996) ได้ศึกษาหาค่าดัชนีความเชื่อมโยงของระบบการเงินไทยกับต่างประเทศ โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสตั้งแต่ปี พ.ศ. 2523 – 2535 และใช้เทคนิค Cointegration and Error Correction ในการสร้างแบบจำลอง ผลการศึกษาที่ได้คือ ค่าของความเชื่อมโยงของระบบการเงินไทยกับต่างประเทศมีค่าเท่ากับ 0.85 การศึกษาของ อาจ (2547) ได้ศึกษาค่าความเข้มข้น

การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศและนโยบายการเงินในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2535 ถึงเดือน ธันวาคม พ.ศ. 2545 และใช้เทคนิค Cointegration and Error Correction ในการสร้างแบบจำลอง ผลการศึกษาพบว่าค่าความเข้มข้นการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศมีค่าเท่ากับ 0.98 และการศึกษาของ สรวรรณ (2549) ได้เปรียบเทียบระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางการเงินในปี พ.ศ. 2540 โดยใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2533 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2548 ประมาณค่าแบบจำลองด้วยวิธี Cointegration และ Error Correction Models ผลการศึกษาพบว่าระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางการเงินปี พ.ศ. 2540 มีค่าเท่ากับ 0.85 และในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางการเงินมีค่าเท่ากับ 0.37 นอกจากนี้ในการศึกษายังได้เพิ่มตัวแปรผลกระทบของนวัตกรรมทางการเงินตามแบบจำลองของ Hataiseree and Phipps (1996)

ดังนั้นในการศึกษานี้ จะใช้แบบจำลองของ Edwards and Khan (1985) เป็นพื้นฐานเพื่อศึกษาระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ โดยเปรียบเทียบกรณีระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ และกรณี ภายหลังการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว ซึ่งตัวแปรในการศึกษาประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนในต่างประเทศรวมกับการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน รายได้ประชาชาติที่แท้จริง ปริมาณเงินที่แท้จริง การคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ และอัตราดอกเบี้ยในประเทศย้อนหลัง 1 ช่วงเวลา เนื่องจากงานวิจัยของ Hataiseree and Phipps (1996) อาจ (2547) และ สรวรรณ (2549) มีการศึกษาไว้นานแล้ว อีกทั้งประเทศไทยได้เปลี่ยนมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวมา 13 ปีแล้ว

สมมติฐานการวิจัย

1. อัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยขึ้นอยู่กับ

อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศรวมกับการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน รายได้ประชาชาติที่แท้จริง และอัตราดอกเบี้ยในประเทศย้อนหลัง 1 ช่วงเวลา โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน

2. อัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยขึ้นอยู่กับปริมาณเงินที่แท้จริง และการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม

วิธีดำเนินการวิจัย

การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิแบบอนุกรมเวลา (Secondary Time Series Data) รายไตรมาส ระยะเวลาที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูลคือเริ่มตั้งแต่ประเทศไทยเปิดเสรีทางการเงินในไตรมาส 3 ปี พ.ศ. 2533 ถึง ไตรมาส 1 ปี พ.ศ. 2553 รวมทั้งหมด 79 ไตรมาส สามารถเก็บรวบรวมข้อมูลได้จากธนาคารแห่งประเทศไทย และสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ โดยแบ่งการวิเคราะห์ออกเป็นกรณีระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ คือไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2533 ถึง ไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2540 รวม 28 ไตรมาส และกรณีระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว คือไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2540 ถึง ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2553 รวม 51 ไตรมาส โดยข้อมูลที่ใช้ประกอบด้วยตัวแปรต้นคืออัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ ค่าธรรมเนียมการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า รายได้ประชาชาติที่แท้จริง ปริมาณเงินที่แท้จริง และการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ ส่วนตัวแปรตามคืออัตราดอกเบี้ยในประเทศ

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) จะใช้วิธีวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ แบบกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS) เพื่อหาระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ และผลกระทบต่อ การกำหนดอัตราดอกเบี้ยใน

ประเทศไทย โดยใช้แบบจำลองของ Edwards and Khan (1985) เป็นพื้นฐานในการวิจัย โดยมีแบบจำลองดังสมการ (8)

$$\begin{aligned} i_t &= (1 - \psi)(\pi_t + \pi_t^e) + \psi(i_t^* + e_t^o) \\ i_t &= \delta_0 + \delta_1 (i_t^* + e_t^o) + \delta_2 \log y_t + \delta_3 \log m_t + \delta_4 \pi_t^e + \delta_5 i_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (8)$$

กำหนดให้

i_t คืออัตราดอกเบี้ยในประเทศไทย (ร้อยละ) วัดโดยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร (Inter Bank Offer Rate)

i_t^* คืออัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ (ร้อยละ) วัดโดยอัตราดอกเบี้ยในตลาด LIBOR (London Interbank Offer Rate)

e_t^o คือการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน (ร้อยละ) วัดโดย Forward Premium หรือ Forward Discount

y_t คือรายได้ประชาชาติที่แท้จริง (พันล้านบาท) โดยใช้ปี พ.ศ. 2531 เป็นปีฐาน

m_t คือปริมาณเงินที่แท้จริง (พันล้านบาท) วัดโดยปริมาณเงินตามความหมายแคบ หาดด้วยดัชนีราคาผู้บริโภค โดยใช้ปี พ.ศ. 2531 เป็นปีฐาน

π_t^e คือการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ วัดโดยดัชนีราคาผู้บริโภคปี พ.ศ. 2531 เป็นปีฐาน

ε_t คือค่าความคลาดเคลื่อน

ผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์แบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือส่วนที่หนึ่งเป็นผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยและส่วนที่สองเป็นการวัดระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศของประเทศไทย และความเร็วในการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศให้ทันกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศ โดยเปรียบเทียบช่วงเวลาที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ และระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว มี

รายละเอียดดังนี้

ปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทย

จากผลการศึกษาในตารางที่ 1 พบว่า ค่าสถิติ F สำหรับการทดสอบนัยสำคัญโดยรวมของสมการถดถอยมีค่าเท่ากับ 66.553 โดยมีค่า p-value เท่ากับ 0.000 แสดงให้เห็นว่า สมการถดถอยที่ได้จากการประมาณนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .001 นอกจากนี้ ยังพบว่าค่าสัมประสิทธิ์การกำหนดมีค่าเท่ากับ 0.808 แสดงว่าตัวแปรอิสระในสมการถดถอยสามารถอธิบายความแปรผันในตัวแปรตาม คืออัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยได้คิดเป็นร้อยละ 80.80

ทั้งนี้พบว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระทั้ง 5 ตัวกล่าวคืออัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศรวมกับการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน รายได้ประชาชาติที่แท้จริง และอัตราดอกเบี้ยในประเทศย้อนหลัง 1 ช่วงเวลา ทั้งนี้ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวแปรดังกล่าวมีค่าเท่ากับ 0.302, 0.026 และ 0.663 ตามลำดับ และอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับปริมาณเงินที่แท้จริง และการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ ทั้งนี้ค่าสัมประสิทธิ์การ

ถดถอยของตัวแปรดังกล่าวมีค่าเท่ากับ -0.029 และ -0.059 ตามลำดับ ซึ่งทุกตัวล้วนมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ทั้งสิ้น และมีเครื่องหมายสอดคล้องกับแบบจำลองของ Edwards and Khan

จากค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวแปรอิสระดังกล่าว ทำให้สรุปได้ว่า หากอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศรวมกับการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 รายได้ประชาชาติที่แท้จริงเพิ่มขึ้น 1,000 ล้านบาท และอัตราดอกเบี้ยในประเทศย้อนหลัง 1 ช่วงเวลา เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.302, 0.026 และ 0.663 ตามลำดับ เมื่อปริมาณเงินที่แท้จริงเพิ่มขึ้น 1,000 ล้านบาท และการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น 1 จุด จะทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศลดลงร้อยละ 0.029 และ 0.059 ตามลำดับ

หากเปรียบเทียบอิทธิพลของตัวแปรอิสระทั้ง 5 ตัว ที่มีต่อการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทย โดยพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยที่ปรับให้เป็นค่ามาตรฐานแล้ว (Standardized Coefficient) พบว่ารายได้ประชาชาติที่แท้จริงมีอิทธิพลต่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยมากที่สุด โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยที่ปรับให้เป็นค่ามาตรฐานแล้วสูงถึง 0.863 ในขณะที่ตัวแปรที่มีอิทธิพลต่ออัตราดอกเบี้ยของประเทศไทยในอันดับที่สองได้แก่อัตราดอกเบี้ยใน

ตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทย

Variable	Coefficient	Std. Error	Standardized Coefficient	p
Constant	-1.429	2.702	-	0.599
$(i_t^* + e_t^o)$	0.302*	0.146	0.168	0.043
y_t	0.026*	0.007	0.863	0.001
m_t	-0.029*	0.013	-0.570	0.027
π_t^e	-0.059*	0.024	-0.354	0.015
$i_t - 1$	0.663*	0.075	0.669	0.000
Observation		78	Std. Error of the Estimates	2.329
F-Statistic for Overall Significance		66.553	R-Square	0.808
P-Value for Overall Significance		0.000	Durbin-Watson Statistic	1.680

หมายเหตุ : ตัวแปรตามคือ อัตราดอกเบี้ยในประเทศไทย (i_t)

* $p < .05$

ประเทศย้อนหลัง 1 ช่วงเวลา ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยที่ปรับให้เป็นค่ามาตรฐานแล้วเท่ากับ 0.669 จากนั้นตามด้วยปริมาณเงินที่แท้จริงการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ และอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศรวมกับการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยที่ปรับให้เป็นค่ามาตรฐานแล้วเท่ากับ -0.570, -0.354 และ 0.168 ตามลำดับ

การวัดระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศของประเทศไทย และความเร็วในการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศให้ทันกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศ

ในการวิเคราะห์ส่วนนี้ได้เพิ่มตัวแปรหุ่นเข้าไปในแบบจำลองเพื่อเปรียบเทียบช่วงเวลาที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่และระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว จากผลการศึกษาในตารางที่ 2 เมื่อนำไปคำนวณหาค่าระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศสามารถแบ่งออกเป็น 3 กรณี (ตารางที่ 3) พบว่า กรณีตลอดช่วงเวลาที่ศึกษาค่าความเข้มข้นการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศในระยะยาวมีค่าเท่ากับ 0.965 ซึ่งมีค่าเข้าใกล้หนึ่งแสดงให้เห็นถึงระบบเศรษฐกิจที่อนุญาตให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศในระยะยาวได้สูง ผลดังกล่าวสะท้อนให้เห็นถึงการดำเนินนโยบายการเงิน

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทย(i_t)เมื่อเพิ่มตัวแปรหุ่น (DUM)

Variable	Coefficient	Std. Error	Standardized Coefficient	p
Constant	2.755	3.615	-	0.449
$(i_t^* + e_t^o)$	0.338*	0.170	0.188	0.050
y_t	0.042*	0.011	1.406	0.000
m_t	-0.042*	0.016	-0.839	0.011
π_t^e	-0.152*	0.047	-0.917	0.002
i_{t-1}	0.647*	0.074	0.654	0.000
DUM_t	4.413	2.481	0.400	0.080
$DUM_t(i_t^* + e_t^o)$	-0.140	0.279	-0.065	0.617
Observation		78	Std. Error of the Estimates	2.278
F-Statistic for Overall Significance		50.427	R-Square	0.833
P-Value for Overall Significance		0.000	Durbin-Watson Statistic	1.755

หมายเหตุ : DUM = 0 คือระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ เป็นช่วงข้อมูล 2533: 03 – 2540: 02

DUM = 1 คือระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวเป็นช่วงข้อมูล 2540: 03 – 2553: 01

* $p < .05$

ตารางที่ 3 ระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ และค่าสัมประสิทธิ์ของการปรับตัว เปรียบเทียบระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่และระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว

กรณีศึกษา	ระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุน		ค่าสัมประสิทธิ์ของการปรับตัว (θ)
	ระยะยาว (ψ_L)	ระยะสั้น (ψ_S)	
ตลอดช่วงเวลาที่ศึกษา*	0.965	0.302	0.313
ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่**	0.985	0.338	0.343
ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว**	0.845	0.198	0.234

หมายเหตุ : * จากตารางที่ 1

** จากตารางที่ 2

มีประสิทธิภาพลดน้อยลง เพราะตลาดเงินในประเทศมีความเชื่อมโยงกับตลาดต่างประเทศสูง ดังนั้นธนาคารกลางจะต้องพิจารณาอย่างระมัดระวังและรอบคอบเพื่อดูแลการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศให้เกิดความสมดุลกับเสถียรภาพภายในระบบเศรษฐกิจของประเทศ ส่วนค่าความเข้มข้นการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศในระยะสั้นมีค่าเท่ากับ 0.302 แสดงให้เห็นถึงระบบเศรษฐกิจที่อนุญาตให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศในระยะสั้นได้ต่ำ แสดงว่าการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศในระยะสั้นยังถูกจำกัดด้วยมาตรการต่างๆ ของธนาคารกลางซึ่งนับว่าเป็นข้อดีและค่าสัมประสิทธิ์การปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยในประเทศให้ทันกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศมีค่าเท่ากับ 0.313 แสดงให้เห็นถึงความล่าช้าในการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยในประเทศ และกรณีระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่เปรียบเทียบกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว พบว่าค่าความเข้มข้นการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศในระยะยาวมีค่าเท่ากับ 0.985 และ 0.845 ตามลำดับ แสดงว่าเมื่อปรับเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวแล้วระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศมีค่าลดลงเนื่องจากภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่อัตราดอกเบี้ยในประเทศจะถูกติดกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศส่งผลให้ค่าความเข้มข้นการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศมากกว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว ส่วนค่าความเข้มข้นการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศในระยะสั้นมีค่าเท่ากับ 0.338 และ 0.198 ตามลำดับ แสดงว่าเมื่อปรับเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวแล้วระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศในระยะสั้นมีค่าลดลง และค่าสัมประสิทธิ์การปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยในประเทศให้ทันกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศมีค่าเท่ากับ 0.343 และ 0.234 ตามลำดับ แสดงว่าเมื่อปรับเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวแล้วค่าสัมประสิทธิ์การปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยในประเทศมี

ค่าลดลงเช่นกัน

บทสรุป วิเคราะห์ และข้อเสนอแนะ

ผลการวิเคราะห์สรุปได้ว่า อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศรวมกับการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน รายได้ประชาชาติที่แท้จริง ปริมาณเงินที่แท้จริง การคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ และอัตราดอกเบี้ยในประเทศย้อนหลัง 1 ช่วงเวลา มีอิทธิพลต่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติและมีเครื่องหมายที่ถูกต้องตามสมมติฐาน ซึ่งแบ่งเป็นตัวแปรภายในประเทศ ได้แก่ รายได้ประชาชาติที่แท้จริง ปริมาณเงินที่แท้จริง การคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ และตัวแปรภายนอกประเทศ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศรวมกับการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน ส่วนผลการศึกษาระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศของประเทศไทย ในงานวิจัยของ Robinson et al. (1991) พบว่ามีระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศระดับปานกลาง ต่อมาเมื่อประเทศไทยเริ่มเปิดเสรีทางการเงินในปี พ.ศ. 2533 ระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศสูงขึ้นเรื่อยๆ ผลการศึกษาในครั้งนี้ใกล้เคียงกับงานวิจัยของ Hataiseree and Phipps (1996) Cavoli (2005) อาจ (2547) และศรารรรณ (2549) จนกระทั่งเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในปี พ.ศ. 2540 ทำให้ต้องปรับเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบลอยตัวแบบมีการจัดการ ในงานวิจัยของศรารรรณ (2549) พบว่าผลจากการปรับระบบอัตราแลกเปลี่ยนทำให้ระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศลดลงต่ำมาก แต่การศึกษานี้กลับพบว่าระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศค่อนข้างสูง แสดงให้เห็นว่าในระยะแรกของการปรับระบบอัตราแลกเปลี่ยน ธนาคารกลางต้องตรึงอัตราดอกเบี้ยไว้ในระดับสูงทำให้ขาดความเชื่อมโยงของระบบการเงินประเทศไทยกับต่างประเทศ ส่วนระยะหลังโดยเฉพาะหลังจากปี พ.ศ. 2548 เป็นต้นมาระบบเศรษฐกิจ

ของประเทศไทยมีความแข็งแกร่งมากขึ้นจึงทำให้ระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศสูงขึ้นใกล้เคียงกับในช่วงก่อน ปี พ.ศ. 2540 ผลการศึกษานี้ชี้ให้เห็นว่าธนาคารกลางของประเทศจะต้องมีมาตรการในการกำกับดูแลการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศอย่างรอบคอบเพื่อมิให้เป็นปัญหาเหมือนดังเช่นในอดีต ถ้าเปรียบเทียบระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศกับประเทศในภูมิภาคอาเซียนพบว่า ประเทศสิงคโปร์มีระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศอย่างสมบูรณ์ (Edwards and Khan, 1985) ประเทศไทยมีระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศรองลงมา ส่วนประเทศอินโดนีเซีย และประเทศมาเลเซียมีระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศระดับปานกลาง (Haque and Montiel, 1991; Cavoli, 2005) อย่างไรก็ตาม การศึกษาที่ผ่านมายังไม่ครอบคลุมทุกประเทศในภูมิภาคอาเซียน รวมทั้งช่วงเวลาที่ศึกษาค่อนข้างล้าสมัย ดังนั้นน่าจะมีการศึกษาเพิ่มเติมเพื่อรองรับและเตรียมความพร้อมใน

การปรับระบบการเงินของประเทศต่างๆ โดยมีเป้าหมายเพื่อบรรลุการรวมตัวเป็น “ประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน” (ASEAN Economic Community - AEC) ในปี พ.ศ. 2558

จากผลการวิจัยที่ได้ในครั้งนี้อย่างสามารถสรุปข้อเสนอแนะได้ดังนี้

1. เมื่อพิจารณาปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยพบว่า รายได้ประชาชาติที่แท้จริงมีอิทธิพลต่ออัตราดอกเบี้ยมากที่สุด ดังนั้นความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่มั่นคงและยั่งยืนจึงเป็นสิ่งสำคัญที่สุดในการดึงดูดการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศให้เข้ามาภายในประเทศ โดยที่ธนาคารกลางไม่จำเป็นต้องใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยสูงเหมือนดังเช่นที่เคยเกิดขึ้นในช่วงก่อนปี พ.ศ. 2540

2. การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศของประเทศไทยค่อนข้างเสรี ดังนั้นธนาคารกลางจะต้องดูแลการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศอย่างรอบคอบ ระมัดระวัง และเฝ้าติดตามผลตลอดเวลา

ตารางที่ 4 ระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ในภูมิภาคอาเซียน

ประเทศ	ผู้ศึกษา	ระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ (ψ)	ช่วงเวลาที่ศึกษา
Indonesia	Haque and Montiel (1991)	0.865	1969 - 1987
	Cavoli (2005)	0.560	1990 - 1997
Malaysia	Haque and Montiel (1991)	0.636	1969 - 1987
	Cavoli (2005)	Not Significant	1990 - 1997
Philippines	Cavoli (2005)	Not Significant	1990 - 1997
Singapore	Edwards and Khan (1985)	1.000	1976 - 1983
Thailand	Robinson <i>et al.</i> (1991)	0.593	1978 - 1990
	Hataiseree and Phipps (1996)	0.850	1980 - 1992
	Cavoli (2005)	0.830	1990 - 1997
	อาจ ศรีสังจา (2547)	0.980	2535 - 2545
	ศรารวรรณ ด้วงทอง (2549)	0.850	2533 - 2540
		0.370	2541 - 2548
	ชาญณรงค์ ชัยพัฒน์ (2548)	0.985	2533 - 2540
		0.845	2540 - 2553

เพื่อให้ได้เงินทุนที่เป็นประโยชน์ต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศจริงๆ และสกัดกั้นเงินทุนที่ผันผวนไม่ให้ไหลทะลักเข้ามาจนเกินไป เพราะจะเป็นอันตรายต่อระบบเศรษฐกิจ

3. ระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศของประเทศไทยมีค่าค่อนข้างสูง แสดงถึงความเชื่อมโยงระบบเศรษฐกิจของประเทศไทยกับต่างประเทศสูงเช่นกัน และสะท้อนประสิทธิภาพของการดำเนินนโยบายการเงินลดลง ดังนั้นธนาคารกลางควรจะต้องพิจารณามาตรการอื่นๆ ในการดูแลการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศควบคู่ไปกับนโยบายอัตราดอกเบี้ยด้วย

เอกสารอ้างอิง

- ชาญณรงค์ ชัยพัฒน์. 2548. “ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อ การเคลื่อนย้ายเงินในบัญชีเงินบาทของประเทศไทย.” *วารสารพัฒนบริหารศาสตร์*, 45 (4): 105–119.
- พรชัย ชูณหจันดา. 2548. *การบริหารการเงินระหว่างประเทศ*. พิมพ์ครั้งที่ 3. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์เอเอ็ม เอ เอช พรินต์ติ้ง จำกัด.
- พรายพล คุ้มทรัพย์. 2547. *เศรษฐศาสตร์การเงินระหว่างประเทศ: ทฤษฎีและนโยบาย*. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ศรารธรรม ด่วงทอง. 2549. *การเปรียบเทียบระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางการเงินปี 2540*. กรุงเทพฯ: วิทยาลัยพนธ์ปริญญาโท, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- อาจ ศรีสังจา. 2547. *การศึกษาค่าความเข้มข้นการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศและนโยบายการเงินในประเทศไทย*. นนทบุรี: วิทยาลัยพนธ์ปริญญาโท, มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช.
- Cavoli, T. 2005. “Sterilization, Capital Mobility and Interest Rate Determination for East Asia.” *The University of Adelaide: School of Economics Working Papers*. Retrieved August 16, 2010, from <http://econpapers.repec.org/paper/adlwpaper/2005-05.htm>
- Edwards, S. and M. Khan. 1985. “Interest Rate Determination in Developing Countries: A Conceptual Framework.” *International Monetary Fund Staff Papers*, 32(9): 377–403.
- Haque, N. U. and P. Montiel. 1991. “Capital Mobility in Developing Countries: Some Empirical Tests.” *World Development*, 19(10): 1391–1398.
- Hataiseree, R. and A. Phipps. 1996. “The Degree of Capital Mobility in Thailand: Some Estimates Using a Cointegration Approach.” *Applied Economics Letters*, 3(1): 9–13.
- Robinson, D., Y. Byeon, and R. Teja. 1991. “Thailand: Adjusting to Success Current Policy Issues.” *International Monetary Fund, Washington DC, Occasional Paper*, (August): 39–48.