

รายงานฉบับสมบูรณ์

เรื่อง

การติดตามสถานการณ์ และผลกระทบจากการเคลื่อนย้าย
ทุนจากต่างประเทศ



เสนอต่อ

สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง กระทรวงการคลัง

โดย

มูลนิธิสถาบันวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลัง

มิถุนายน 2552

การติดตามสถานการณ์ และผลกระทบจากการเคลื่อนย้ายทุนจากต่างประเทศ

-บทสรุปผู้บริหาร-

การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจไทย การเคลื่อนไหวเข้าและออกของเงินทุนจำนวนมาก และรวดเร็วจะส่งผลกระทบต่อความต้องการเงินบาท และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ซึ่งส่งผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันของภาคการส่งออก ภาคการผลิต และเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจของประเทศในที่สุด ดังนั้น คณะผู้วิจัยได้ดำเนินการพัฒนา ระบบในการติดตามสถานการณ์ โดยทำการรวบรวมข้อมูลทั้งที่มีได้มีการรวบรวมไว้แล้ว และที่ต้องรวบรวมเพิ่มเติม และแบบจำลองเพื่อช่วยในการคาดการณ์เกี่ยวกับสถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศสู่ประเทศ และผลกระทบจากเหตุการณ์ดังกล่าวต่อเสถียรภาพของประเทศไทย และเพื่อทำให้เกิดการกำหนดยุทธศาสตร์และนโยบายเพื่อรับมือสถานการณ์ได้อย่างทันทั่วทั้งที่ การดำเนินการสร้างระบบติดตามสถานการณ์นี้ยังครอบคลุมถึงการตั้งระบบรายงานแก่ผู้บริหารที่เกี่ยวข้อง และบทวิเคราะห์เพื่อทำให้เกิดความรู้และความเข้าใจในสถานการณ์ที่เกิดขึ้นนี้

ระบบการติดตามข้อมูลการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศ และแบบจำลองเพื่อวิเคราะห์และคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงที่เกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ผลกระทบที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยน และความสามารถในการแข่งขันของประเทศที่ได้จัดสร้างขึ้น โดยอ้างอิงโครงสร้าง และความสัมพันธ์ระหว่างหน่วยเศรษฐกิจที่อยู่ในระบบการเงิน (Financial System) และในกระแสเงินทุนเคลื่อนย้าย (Flow of Fund) และได้ข้อสรุปว่าการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ซึ่งส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน และความสามารถในการแข่งขันของประเทศนั้นมีที่มาจากพฤติกรรมของหน่วยเศรษฐกิจต่อไปนี้

- การแทรกแซง และการบริหารเงินสำรองของธนาคารกลาง ในฐานะหน่วยงานที่มีหน้าที่รักษาเสถียรภาพในระบบการเงิน และเศรษฐกิจของประเทศ
- การเคลื่อนย้ายเงินทุนที่เกิดจากการดำเนินการกิจกรรมในภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงที่ประกอบด้วยกิจกรรมดังต่อไปนี้
 - การลงทุนเพื่อการผลิต
 - การค้าสินค้าและบริการ รายได้ รวมทั้งเงินโอน
 - ตลาดเงินทุนเพื่อการให้กู้ยืม
- การเคลื่อนย้ายเงินทุนภายในตลาดเงิน
- การเคลื่อนย้ายเงินทุนภายในตลาดตราสารทุน
- การเคลื่อนย้ายเงินทุนภายในตลาดตราสารหนี้

คณะผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของพฤติกรรม การเคลื่อนย้ายเงินทุนในช่องทางเหล่านี้โดยใช้เครื่องมือเศรษฐมิติเพื่อพิจารณาปัจจัยที่มีผลในการกำหนดพฤติกรรม การเคลื่อนย้ายเงินทุนตามโครงสร้างดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญ และจัดสร้างแบบจำลองเพื่อติดตามและคาดการณ์พฤติกรรม การเคลื่อนย้ายเงินทุนรายสัปดาห์ตามผลความสัมพันธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์เชิงปริมาณเหล่านี้ แบบจำลองที่ได้จัดสร้างขึ้นนี้มีประสิทธิภาพในการติดตาม และคาดการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนได้อย่างใกล้เคียงกับสถานการณ์ที่เกิดขึ้นในความเป็นจริง ซึ่งเป็นที่คาดการณ์ว่าจะช่วยให้ความสามารถในการเสนอแนะเชิงนโยบายทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนของสำนักงานเศรษฐกิจการคลังเพิ่มขึ้น รวมทั้งสามารถกำหนดนโยบายที่มีส่วนช่วยในการบริหารเศรษฐกิจได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ยุทธศาสตร์เชิงนโยบายที่ได้จากการสรุปการวิเคราะห์แบบจำลองเพื่อติดตามและคาดการณ์พฤติกรรม การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศนี้ ได้เสนอแนะว่า ในระยะสั้นผู้ที่ทำหน้าที่ในการบริหารเศรษฐกิจสามารถใช้แบบจำลองที่ได้จัดสร้างขึ้นนี้ในการพิจารณาพฤติกรรม การเคลื่อนย้ายเงินทุน และดำเนินการจัดการเมื่อพบความผิดปกติในการเคลื่อนย้ายเงินทุนโดยทันที เพื่อป้องกันผลกระทบต่อเสถียรภาพของเศรษฐกิจ ขณะที่ในระยะยาวควรมีการพัฒนาระบบในการคัดกรอง ดูดซับ และถ่ายโอนเงินทุนเคลื่อนย้าย เพื่อสร้างความยืดหยุ่นในการบริหาร และส่งเสริมประเภทของการเคลื่อนย้ายเงินทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ ขณะที่มาตรการสอดคล้องที่ทำให้สามารถบรรลุตามยุทธศาสตร์ในการพัฒนาดังกล่าวนี้ ประกอบด้วย มาตรการระยะสั้นที่ครอบคลุมเกี่ยวกับการดำเนินการของธนาคารแห่งประเทศไทยในการจัดการกับเงินทุนระยะสั้นที่มีความเคลื่อนไหวผิดปกติเพื่อป้องกันผลกระทบต่อเสถียรภาพของประเทศ ขณะที่มาตรการระยะยาวจะครอบคลุมการสร้างระบบพื้นฐานเพื่อรองรับสถานการณ์การเคลื่อนไหวที่ผิดปกติได้อย่างทันทั่วที่รวมทั้งการดำเนินการร่วมมือกันของผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องในการบริหารเศรษฐกิจในการรับมือกับสถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศเพื่อประโยชน์สูงสุดในการบริหารเศรษฐกิจ

มูลนิธิสถาบันวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลัง

มิถุนายน 2552

Monitoring on Status and Impacts from Foreign Capital Mobilization

-Executive Summary-

Foreign capital mobilization is a deterministic factor to an economic stability of Thai economy. Massive and rapid capital inflows and outflows will have strong impact to the demand for Baht and foreign exchange rate which would affect the competitiveness of export sector, production sector and economic stability consequently. This research is devoted to developing the monitoring system for capital mobilization by collecting data from both secondary and primary sources; and also establishing model to forecast the foreign capital mobilization to Thailand and effects to Baht, and to the Thai economic stability. The monitoring system and model were aimed to help the related authorities in determining appropriated and quick policy suggestions and strategies to handle the foreign capital mobilization for Thailand. The monitoring system also includes establishing executive report system regarding the weekly capital mobilization situation and monthly and quarterly in-depth analyses.

The monitoring system and model for estimating the capital mobilization and forecasting the exchange rate as well as analyzing impacts to the competitiveness of the Thai economy were established referring to the structure and relationships between economic units in financial system and flow of funds. The research found that the following behaviors of these economic units had influenced foreign capital mobilization:

- Intervention and foreign reserve management of the central bank according to its role in maintaining the stability in financial system and the economy
- The foreign capital mobilizations from activities in the real sector, which include:
 - Production investment
 - Goods and services trade, receipt and transfer
 - Loanable fund market
- Capital mobilization in the money market
- Capital mobilization in the equity market
- Capital mobilization in the bond market

The research team has analyzed the capital mobilization relationships through the above mentioned channels by using the econometric tools to determine the factors that have significant impacts to capital mobilization behaviors. Then, the team used the factors determined from the quantitative analysis to establish the model to weekly monitor, estimate and forecast the capital mobilization behaviors and their consequences. The founded system and model can effectively monitor and forecast the situation that they are expected to improve the efficient of the Fiscal Policy Office in exchange rate policy suggestion as well as the economic management policies.

The strategic policies which were derived from the model suggest that in the short term, the authorities related in economic management can use the model to monitor the capital mobilization behaviors and take action promptly when there is any irregular detected to prevent impacts to the economic stability, while in the long run,

the foreign capital selection, absorption and transfer systems should be established to enhance flexibility in capital flow management. The measures that are corresponding the strategic mentioned are the roles of the Bank of Thailand in dealing with the irregular short term capital flows in the short term; and the infrastructures that can quickly respond to the irregular flow and the cooperation between the relating authorities in handling the situations.

Fiscal Policy Research Institute Foundation (FPRI)
June 2009

รายงานฉบับสมบูรณ์
การติดตามสถานการณ์ และผลกระทบจากการเคลื่อนย้ายทุนจากต่างประเทศ

-สารบัญ-

หน้า

บทสรุปผู้บริหาร

Executive Summary

สารบัญ

1. บทนำ.....	1-1
1.1 หลักการและความสำคัญ	1-1
1.2 วัตถุประสงค์การศึกษา	1-5
1.3 ขอบเขตการศึกษา	1-6
1.4 ผลที่คาดว่าจะได้รับ	1-6
1.5 ระยะเวลาและแผนการดำเนินการ	1-6
2. กรอบแนวความคิดและวิธีการศึกษา.....	2-1
2.1 ภาพรวมแนวความคิดในการศึกษา	2-1
2.2 แนวทางการจัดระบบรายงานสถานการณ์การเคลื่อนย้ายทุนจากต่างประเทศ	2-3
2.3 แนวทางการสร้างระบบการติดตาม วิเคราะห์ผลกระทบจากการเคลื่อนย้าย	2-4
เงินทุนจากประเทศ	
2.4 กรอบแนวความคิดและวิธีการเสนอยุทธศาสตร์เชิงนโยบาย และมาตรการที่	2-5
จำเป็นในการรับมือกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศของประเทศไทย	
3. วรรณกรรมปริทัศน์ที่เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์เกี่ยวกับผลกระทบของเงินทุน	3-1
เคลื่อนย้าย.....	
3.1 การวิเคราะห์พฤติกรรมกรรมการบริหารเงินสำรองของธนาคารกลาง	3-1
3.2 การวิเคราะห์การเคลื่อนย้ายเงินทุนในภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง	3-9
3.2 การวิเคราะห์ตลาดเงิน	3-13
3.3 การวิเคราะห์เกี่ยวกับตลาดตราสารหนี้	3-25
3.4 การวิเคราะห์เกี่ยวกับตลาดตราสารทุน	3-35

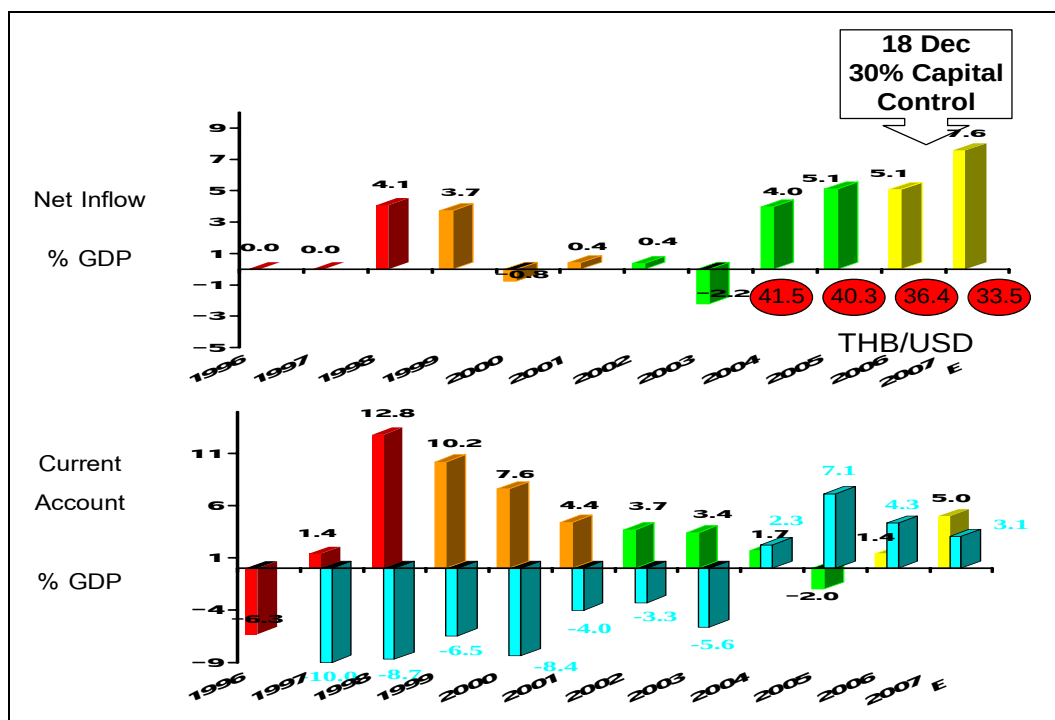
	หน้า
4. แบบจำลองเพื่อติดตาม วิเคราะห์ผลกระทบจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศ.	4-1
4.1 กรอบแนวความคิดในการจัดสร้างแบบจำลองเพื่อวิเคราะห์ผลกระทบจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศ	4-1
4.2 การจัดสร้างผังแสดงการไหลของเงิน (Flow of Fund)	4-15
4.3 สมการเพื่อวิเคราะห์ผลกระทบจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศ	4-33
5. ระบบการรายงานสถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศ.....	5-1
5.1 ระบบการรายงานสถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศรายสัปดาห์	5-1
5.2 การจัดทำทวิเคราะห์สถานการณ์การเงินและเงินทุนระหว่างประเทศรายเดือน	5-3
5.3 การจัดทำทวิเคราะห์สถานการณ์การเงินและเงินทุนระหว่างประเทศรายไตรมาส	5-5
6. ยุทธศาสตร์เชิงนโยบาย และมาตรการที่จำเป็นในการรับมือกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศของประเทศไทย.....	6-1
6.1 ยุทธศาสตร์เชิงนโยบาย	6-1
6.2 มาตรการระยะสั้น	6-2
7. สรุปผลการศึกษา ข้อจำกัดในการศึกษา และข้อเสนอแนะ.....	7-1
เอกสารอ้างอิง.....	
ภาคผนวก.....	
ก. รายงานสถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศรายสัปดาห์.....	
ข. บทวิเคราะห์สถานการณ์การเงินและเงินทุนระหว่างประเทศรายเดือน.....	
ค. บทวิเคราะห์สถานการณ์การเงินและเงินทุนระหว่างประเทศรายไตรมาส.....	

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความสำคัญของปัญหา

การเคลื่อนไหวของเงินทุนระหว่างประเทศมีผลที่สำคัญต่อเสถียรภาพของเศรษฐกิจไทยอย่างต่อเนื่อง เราจะเห็นได้ว่า สาเหตุสำคัญส่วนหนึ่งของวิกฤติการเงินที่เกิดขึ้นกับประเทศไทยในปี 2540 และความผันผวนของสถานะเศรษฐกิจการเงินในช่วงปี 2549-2550 ก็มาจากการที่มีปริมาณเงินทุนจำนวนมากไหลออกและเข้าประเทศไทยในจำนวนมหาศาลตามลำดับ นอกจากนี้ การที่ประเทศไทยปล่อยให้การรับมือกับการไหลเข้าออกของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศจำนวนมากตกเป็นภาระของธนาคารแห่งประเทศไทยแต่เพียงผู้เดียว ทั้งที่ผลกระทบจากการไหลเข้าออกของเงินที่เกินปกติดังกล่าว อาจมีศักยภาพอยู่ในระดับที่สามารถทำอันตรายกับเศรษฐกิจไทยได้ทั้งระบบ นอกเหนือจากระบบการเงินการธนาคารที่อยู่ในความดูแลของธนาคารแห่งประเทศไทย ดังนั้น หน่วยงานที่มีความเกี่ยวข้องในการสร้างเสริมเสถียรภาพทางเศรษฐกิจอื่น นอกเหนือจากธนาคารแห่งประเทศไทยจึงควรมีการร่วมกันในการติดตาม วิเคราะห์สถานการณ์ เพื่อทำให้สามารถทราบถึงสถานการณ์ความรุนแรงของเหตุการณ์ ผลกระทบที่เกิดขึ้น รวมทั้งสามารถเสนอมาตรการในส่วนที่เกี่ยวข้องเพื่อให้การรับมือกับสถานการณ์ที่มีขนาดของผลกระทบรุนแรงสามารถเป็นไปได้อย่างทันท่วงที และมีประสิทธิภาพ



ภาพที่ 1-1: เงินทุนไหลเข้าสุทธิ และดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศไทยช่วงปี 2539-2550

การเปลี่ยนแปลงในกระแสเงินทุนเคลื่อนย้ายครั้งสำคัญเกิดขึ้นกับประเทศไทยในปี 2549 ในรูปของการที่มีเงินตราต่างประเทศไหลเข้าประเทศไทยเป็นจำนวนมาก เนื่องจากกำไรที่ได้จากการค้าสินค้าและบริการ และเงินลงทุนจากต่างประเทศทั้งทางตรงและทางอ้อม ซึ่งส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนให้มีการแข็งค่าขึ้น ความสามารถในการแข่งขันด้านการส่งออกของประเทศไทยที่ลดลง และกระทบเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจไทยในที่สุด ในช่วงแรก ธนาคารแห่งประเทศไทยได้พยายามรับมือกับปัญหาดังกล่าวผ่านการกำหนดมาตรการกันสำรองเงินตราระหว่างประเทศร้อยละ 30 แต่ผลกระทบข้างเคียงที่เกิดขึ้นก่อนข้างรุนแรง อีกทั้งเป็นมาตรการดังกล่าวเป็นมาตรการที่ควบคุมเงินทุนไหลเข้าใหม่ จึงไม่มีผลต่อเงินทุนที่หมุนเวียนอยู่ภายในประเทศอยู่แล้ว การออกมาตรการดังกล่าวจึงไม่เพียงไม่ส่งผลให้เงินทุนไหลออก แต่ยังสร้างแรงจูงใจไม่ให้นักลงทุนออกนอกประเทศด้วย เพราะเมื่อเอาเงินตราออกไปแล้ว การที่จะเอากลับเข้ามานั้นยากกว่าเดิม ต่อมา แม้ว่าธนาคารแห่งประเทศไทยได้ออกมาตรการผ่อนคลายการโอนเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศโดยมีผลตั้งแต่วันที่ 24 กรกฎาคม 2550 เป็นต้นมา มาตรการดังกล่าว แม้ในระยะยาวจะทำให้การโอนเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศมีความสมดุลมากขึ้นแต่ในขณะเดียวกันก็จะทำให้การติดตามการเคลื่อนย้ายของเงิน ยากลำบากมากขึ้น

ต่อมาในวันที่ 29 กุมภาพันธ์ 2551 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ประกาศยกเลิกมาตรการกันสำรองเงินตราระหว่างประเทศร้อยละ 30 ดังกล่าว และได้กำหนดให้มีผลตั้งแต่วันที่ 3 มีนาคม 2551 เป็นต้นไป โดยให้เหตุผลว่า มีการเปลี่ยนแปลงอุปสงค์ในประเทศฟื้นตัวขึ้นอย่างชัดเจน และการส่งออกที่ผ่านมายาวตัวในเกณฑ์สูง ในขณะที่ปริมาณเงินตราต่างประเทศเข้า-ออก มีความสมดุลมากขึ้น จากการเกินดุลการค้าเริ่มชะลอลงในเดือนมกราคม 2551 ประกอบกับปริมาณเงินลงทุนของไทยในต่างประเทศได้ปรับตัวสูงขึ้นตามการผ่อนคลายข้อจำกัดด้านการลงทุนในต่างประเทศ รวมทั้งการอนุญาตให้บุคคลในประเทศฝากเงินตราต่างประเทศที่ธนาคารพาณิชย์ได้เพิ่มขึ้น ซึ่งมีผลเมื่อต้นเดือนกุมภาพันธ์ 2551 ภาคการผลิตและภาคการส่งออกได้รับตัวรองรับการเปลี่ยนแปลงค่าเงินได้ดีขึ้น จากการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนที่เพิ่มขึ้นมาก รวมทั้งได้มีการปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิต การจัดการ และการกระจายตลาด รวมทั้ง ในระยะหลังมีการคาดการณ์กันอย่างกว้างขวางว่าจะมีการยกเลิกมาตรการดังกล่าว ทำให้ผู้เกี่ยวข้องได้ปรับเปลี่ยนพฤติกรรมไปตามคาดการณ์ดังกล่าว จนทำให้ประสิทธิผลของมาตรการลดลงตามลำดับ

แม้ว่าการประกาศดังกล่าวจะเป็นการเสริมสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อระบบเศรษฐกิจไทยก็ตาม หน่วยงานที่เกี่ยวข้องได้มีการคาดการณ์ว่าจะมีความผันผวนในช่วงภายหลังจากการประกาศยกเลิก จึงได้มีการกำหนดมาตรการรองรับผลกระทบดังกล่าว โดยในส่วนของธนาคารแห่งประเทศไทยนั้น ได้มีการกำหนดมาตรการรองรับการบริหารจัดการการไหลเข้า-ออกของเงินทุนภายหลังการยกเลิกมาตรการ รวมทั้งมีมาตรการติดตามข้อมูลและป้องกันการเก็งกำไรค่าเงินบาท. ซึ่งได้แก่ การสนับสนุนการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศ โดยเพิ่มวงเงินให้

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เป็น 30 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ เพื่อจัดสรรให้กับบริษัทหลักทรัพย์ และบริษัทหลักทรัพย์จัดการ (บล. และ บลจ.) รวมทั้งบุคคลธรรมดาที่ลงทุนผ่านกองทุนส่วนบุคคลหรือผ่าน บล. ในการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศ

นอกจากนี้ ยังได้มีการปรับปรุงมาตรการป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาทที่สำคัญ คือ ปรับเกณฑ์การกู้ยืมเงินบาทของสถาบันการเงินในประเทศจากผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ โดยลดวงเงินกู้ยืมโดยไม่มีธุรกรรมรองรับทุกอายุสัญญาให้มีขีดคงค้างแต่ละ สถาบันการเงินไม่เกิน 10 ล้านบาทต่อกลุ่มผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ เพื่อจำกัดช่องทางการเก็งกำไร รวมทั้ง ปรับเกณฑ์การจำกัดการปล่อยสภาพคล่องเงินบาทของสถาบันการเงินในประเทศแก่ผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ โดยไม่มีธุรกรรมรองรับ ให้มีขีดคงค้างแต่ละธนาคารไม่เกิน 300 ล้านบาทต่อกลุ่มผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศเพื่อเพิ่มความต้องการซื้อเงินตราต่างประเทศ

ยิ่งไปกว่านั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยยังปรับปรุงโครงสร้างบัญชีผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ โดยแยกประเภทบัญชีเงินบาทออกเป็นบัญชีเพื่อการลงทุนในหลักทรัพย์และตราสารทางการเงินอื่น และบัญชีเพื่อวัตถุประสงค์อื่น เพื่อประโยชน์ในการติดตามการไหลเข้า-ออกของเงินทุน โดยเงินบาทในแต่ละประเภทบัญชีสามารถโอนระหว่างประเภทบัญชีเดียวกันได้ แต่ห้ามโอนข้ามประเภทบัญชี

ในขณะที่ กระทรวงการคลังได้มีการกำหนดมาตรการทั้งระยะสั้น และระยะยาว เพื่อรับมือผลกระทบจากการประกาศดังกล่าว ดังต่อไปนี้

มาตรการระยะสั้น—เพื่อทำการดูแลการปรับตัวระยะสั้น ประกอบด้วย

- เร่งแปลงหนี้ต่างประเทศของรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจที่มีอยู่ในปัจจุบันที่เป็นสกุลเงินตราต่างประเทศให้เป็นสกุลเงินบาท (Swap และ Refinancing) ในวงเงินรวมทั้งสิ้นประมาณ 3 พันล้านเหรียญสหรัฐ หรือประมาณ 1 แสนล้านบาท ซึ่งเป็นการช่วยชะลอการแข็งค่าของเงินบาทในระยะสั้น
- ชะลอการกู้เงินต่างประเทศสำหรับการระดมทุนใหม่ของรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจในระยะสั้น และระดมทุนจากแหล่งเงินภายในประเทศเป็นหลัก เพื่อไม่ให้เป็นเหตุให้เงินบาทแข็งค่าขึ้นเพิ่มเติม
- เพิ่มวงเงินการออกพันธบัตรออมทรัพย์ให้แก่ประชาชนรายย่อย และจัดโควตาพิเศษสำหรับผู้รับบำนาญ วงเงินประมาณ 12,000 ล้านบาท เพื่อเป็นการช่วยประชาชนรายย่อยให้มีโอกาสเข้าถึงแหล่งเงินออมที่มีคุณภาพ และได้รับผลตอบแทนที่เหมาะสม ในขณะเดียวกัน ทำการออกพันธบัตรระยะยาวอายุ 30 ปี เพื่อเป็นการเตรียมการระดมทุนสำหรับการลงทุนในโครงการขนาดใหญ่ (Mega Projects) ต่อไป
- เร่งออกพันธบัตรกู้เงินบาทเพื่อระดมเงินจากในประเทศไปลงทุนในตราสารหนี้ต่างประเทศทันทีที่พระราชบัญญัติการบริหารหนี้สาธารณะ ฉบับที่ 2 พ.ศ. 2551 มีผลบังคับใช้ ซึ่งเป็น

กลไกใหม่ของกระทรวงการคลังในการระดมเงินทุนเคลื่อนย้ายที่เข้ามาลงทุนในประเทศให้ออกไปลงทุนในต่างประเทศได้เพิ่มขึ้น และเป็นกลไกของรัฐบาลในการช่วยสร้างเสถียรภาพของค่าเงินในอนาคต

- ออกพันธบัตรกู้เงินในประเทศและปล่อยกู้ต่อภาครัฐวิสาหกิจ ภายใต้พระราชบัญญัติการบริหารหนี้สาธารณะฉบับใหม่นี้เช่นเดียวกัน เพื่อนำไปลงทุนในโครงการ Mega Projects ซึ่งจะเป็นการบริหารหนี้ที่มีประสิทธิภาพ และช่วยพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ
- ดูแลให้สถาบันการเงินของรัฐบาล ขยายการลงทุนในต่างประเทศและดำรงสถานะเป็นผู้ถือสินทรัพย์ต่างประเทศสุทธิ เพื่อช่วยลดภาระในการรักษาเสถียรภาพของค่าเงินบาทของธนาคารแห่งประเทศไทย
- สนับสนุนให้กองทุนต่างๆ ของภาครัฐ เช่น กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ (กบข.) กองทุนประกันสังคม และกองทุนรวมที่รัฐบาลกำกับดูแล นำเงินไปลงทุนในแหล่งที่เหมาะสมในต่างประเทศมากขึ้น
- ปรับปรุงกฎระเบียบต่างๆ และขยายกฎเกณฑ์ต่างๆ ที่จะช่วยส่งเสริมให้สถาบันและบุคคลในประเทศสามารถถือเงินตราต่างประเทศหรือนำเงินไปลงทุนในต่างประเทศได้สะดวกยิ่งขึ้น ซึ่งเป็นการดำเนินการต่อเนื่องจากมาตรการผ่อนคลายการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่ได้ประกาศใช้มาก่อนหน้านี้

มาตรการระยะยาว--วางรากฐานในการสร้างความสมดุลระหว่างเงินทุนไหลเข้าและไหลออก และมาตรการกระตุ้นและเร่งฟื้นฟูเศรษฐกิจ เพื่อสร้างให้เศรษฐกิจไทยมีการเติบโตอย่างสมดุลทั้งจากแรงขับเคลื่อนภายในประเทศและต่างประเทศ มาตรการเหล่านี้ ประกอบด้วย

- สนับสนุนให้ภาคเอกชนเร่งลงทุนเพื่อเพิ่มศักยภาพในการผลิตมากขึ้น โดยให้ผู้ลงทุนสามารถหักค่าเสื่อมราคาของสินค้านำเข้าได้เร็วขึ้น ไม่ว่าจะเป็นผู้ลงทุนที่เป็นธุรกิจขนาดใหญ่ หรือธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs)
- กำกับดูแลการเบิกจ่ายเงินลงทุนในโครงการขนาดใหญ่ (Mega Projects) ของภาครัฐให้เป็นไปตามกำหนดเวลา รวมทั้งช่วยจัดหาแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมโดยให้มีความสอดคล้องกับสภาพแวดล้อมการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศและการรักษาเสถียรภาพของค่าเงินบาท
- เร่งรัดการเบิกจ่ายงบประมาณของรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจให้เป็นไปตามเป้าหมายและผลักดันให้องค์กรปกครองส่วนท้องถิ่นมีส่วนร่วมในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจผ่านการใช้จ่ายเงินให้เกิดประสิทธิภาพมากขึ้น
- ใช้กลไกสถาบันการเงินเฉพาะกิจและสถาบันการเงินของรัฐบาลเป็นแหล่งเงินทุนในอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมเพื่อสนับสนุนการเงินให้แก่ประชาชนในระดับฐานราก และให้แก่ผู้ประกอบการที่ไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนในระบบธนาคารพาณิชย์ได้ตามปกติ

จะเห็นได้ว่า แม้ว่าสถานการณ์เงินทุนเคลื่อนย้ายในช่วงที่ผ่านมาจะสามารถควบคุมได้แล้วก็ตาม สิ่งที่เกิดขึ้นแสดงให้เห็นว่า การที่ระบบเศรษฐกิจไทยเป็นระบบเศรษฐกิจเปิด แต่มีขนาดเล็ก และอยู่ท่ามกลางสถานะแวดล้อมทางการเงินของโลกที่นับวันมีแต่จะผันผวนมากขึ้น จึงจำเป็นอย่างยิ่งที่หน่วยงานผู้ดูแลนโยบายทางเศรษฐกิจทุกหน่วยงาน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง กระทรวงการคลัง ซึ่งเป็นหน่วยงานรับผิดชอบนโยบายเศรษฐกิจหลักหน่วยงานหนึ่ง จะต้องเข้าไปร่วมในการติดตามภาวะการณ์การไหลเข้าออกของเงินตราต่างประเทศอย่างใกล้ชิด เพื่อร่วมประเมินผลกระทบที่จะเกิดขึ้นทั้งต่อภาคเศรษฐกิจการเงินและภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง วิเคราะห์ประสิทธิผล ความเหมาะสม และผลได้ผลเสียของนโยบายที่ออกโดยหน่วยงานหลักเช่นธนาคารแห่งประเทศไทย รวมทั้งเสนอความเห็น และนโยบายทางเลือกที่เป็นประโยชน์เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่จะมีต่อความผันผวนของระบบเศรษฐกิจ ทั้งประเทศไทย และประเทศเพื่อนบ้านในภูมิภาค นอกจากนี้ การดำเนินการดังกล่าวยังเป็นการพัฒนาองค์ความรู้เพื่อต่อยอดแนวทางในการบริหารจัดการเศรษฐกิจของประเทศให้ครบถ้วน กระชับ และรวดเร็ว ทั้งนี้เพื่อให้ประเทศสามารถรับมือกับภาวะวิกฤติได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้นภายใต้ความเสี่ยงที่สูงขึ้นจากภาวะทางการเงินของโลกที่ผันผวนมากขึ้นทั้งในปัจจุบันและอนาคต

เพื่อให้สามารถบรรลุได้ตามเป้าหมายที่กล่าวมาข้างต้นนี้ สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง กระทรวงการคลังได้มอบหมายให้มูลนิธิสถาบันวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลังทำหน้าที่เป็นทีปรึกษาเพื่อพัฒนาระบบการติดตามสถานการณ์ และผลกระทบจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศขึ้นในสำนักงานฯ เพื่อทำหน้าที่ติดตามสถานการณ์ ประเมินผลกระทบที่เกิดขึ้น และสามารถรายงานให้แก่ผู้บริหารของสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง และกระทรวงการคลังได้อย่างทันทั่วทั้งที่ รวมทั้งเพื่อพัฒนาบุคลากรของสำนักงานเศรษฐกิจการคลังให้สามารถดำเนินการในเรื่องดังกล่าวได้ในระยะยาว

1.2 วัตถุประสงค์

โครงการวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ดังต่อไปนี้

- 1) เพื่อจัดสร้างระบบติดตามสถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศให้กับกระทรวงการคลัง และเสนอแนะการจัดเก็บข้อมูลเพิ่มเติมจากที่ธนาคารแห่งประเทศไทยดำเนินการอยู่ เพื่อให้ระบบการวิเคราะห์ข้อมูลมีความครบถ้วน ถูกต้องและรวดเร็วมากยิ่งขึ้น
- 2) เพื่อจัดทำรายงานสรุปและวิเคราะห์ผลที่ครบถ้วน กระชับ รวดเร็วและง่ายต่อการทำความเข้าใจ นำเสนอต่อผู้บริหารของกระทรวงการคลัง เป็นรายสัปดาห์และรายไตรมาส ซึ่งจะทำให้ผู้บริหารสามารถรับรู้สถานการณ์ได้อย่างทันทั่วทั้งที่ อันจะนำไปสู่การตัดสินใจที่ถูกต้อง รวดเร็ว และเหมาะสม

- 3) เพื่อวางยุทธศาสตร์เชิงนโยบายให้พร้อมสำหรับการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้น
- 4) เพื่อพัฒนาองค์ความรู้ที่เกี่ยวข้องให้กับบุคลากรของกระทรวงการคลัง

1.3 ขอบเขตการดำเนินงาน

- 1) รวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้อง ออกแบบระบบติดตามการไหลเข้าออกของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ และจัดวางแนวทางการปรับปรุงข้อมูลให้ทันสมัย และสะดวกในการติดตาม รวมถึงเสนอแนวทางในการรวบรวมข้อมูลเพิ่มเติมจากที่มีอยู่เดิม หากเห็นว่าการเพิ่มเติมดังกล่าวเป็นสิ่งจำเป็น
- 2) วางแนวทางการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อให้ทราบถึงสาเหตุและผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศที่เกิดขึ้นและอาจเกิดขึ้นกับระบบเศรษฐกิจของประเทศ
- 3) จัดทำระบบการรายงานการติดตามและสรุปผลวิเคราะห์ให้กับผู้บริหารกระทรวงการคลัง เป็นรายสัปดาห์และรายไตรมาส
- 4) เสนอยุทธศาสตร์เชิงนโยบายให้พร้อมสำหรับการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้น
- 5) พัฒนาองค์ความรู้ที่เกี่ยวข้องให้กับบุคลากรของกระทรวงการคลัง โดยจัดฝึกอบรมให้กับบุคลากรของกระทรวงการคลังอย่างน้อย 3 คน

1.4 ผลที่คาดว่าจะได้รับ

- 1) สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง กระทรวงการคลังมีระบบติดตามเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศที่มีประสิทธิภาพ
- 2) สำนักงานเศรษฐกิจการคลังมีระบบการรายงาน และสรุปผลวิเคราะห์ให้กับผู้บริหารกระทรวงการคลัง เป็นรายสัปดาห์และรายไตรมาส
- 3) สำนักงานเศรษฐกิจการคลังมีบุคลากรที่มีความรู้ความเข้าใจในระบบการเงินของประเทศ และมีส่วนร่วมในการเสนอแนะนโยบายเพื่อรับมือการกระแสเงินทุนเคลื่อนย้ายเพื่อรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นพันธกิจตามยุทธศาสตร์กระทรวงการคลัง

1.5 ระยะเวลาและแผนการดำเนินการ

ในการดำเนินการเพื่อให้สามารถบรรลุตามวัตถุประสงค์การศึกษานั้น คณะผู้วิจัยได้มีการแบ่งกิจกรรมหลักออกเป็น

- (1) การพัฒนาระบบการติดตามสถานการณ์เงินทุนเคลื่อนย้าย ซึ่งมีความครอบคลุมทั้งในส่วนที่เกี่ยวกับการวางกรอบการติดตาม ข้อมูลที่ต้องการ และการจัดสร้างระบบเพื่อเก็บ และแสดงข้อมูล รวมทั้งการประมาณการ

รายงานฉบับสมบูรณ์: การติดตามสถานการณ์ และผลกระทบจากการเคลื่อนย้ายทุนจากต่างประเทศ

(2) การพัฒนาระบบการรายงานแก่ผู้บริหาร ซึ่งครอบคลุมทั้งการรายงานข้อมูลสถานการณ์เงินทุนเคลื่อนย้าย และการนำเสนอบทวิเคราะห์ประเด็นที่เกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนในช่วงเวลาที่ทำกรนำเสนอข้อมูล

(3) การจัดทำข้อเสนอยุทธศาสตร์เชิงนโยบาย และมาตรการที่จำเป็นในการรับมือกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศของประเทศไทย

(4) การพัฒนาบุคลากรของสำนักงานเศรษฐกิจการคลังในการติดตาม และวิเคราะห์สถานการณ์เงินทุนเคลื่อนย้าย เพื่อเป็นการสร้างฐานองค์ความรู้ที่ยั่งยืน

คณะผู้วิจัยได้มีการวางแผนการดำเนินกิจกรรมการดำเนินโครงการที่ได้กล่าวมาข้างต้นในกรอบเวลาดังนี้

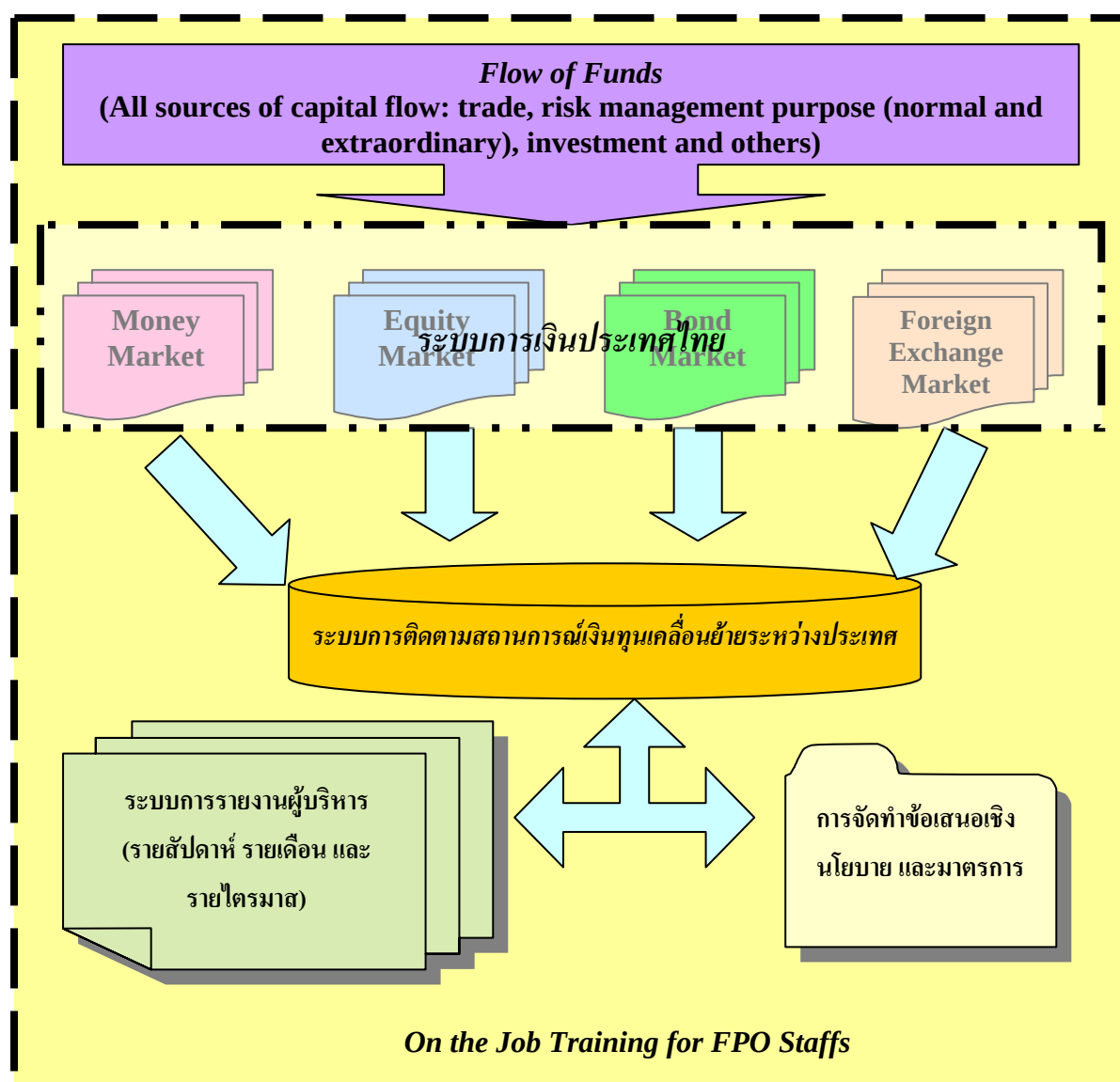
การทำงาน	เดือนที่											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1. รวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องเพื่อกำหนดกรอบในการจัดสร้างระบบติดตามเงินทุนเคลื่อนย้าย												
2. กำหนดรูปแบบในการรายงานสรุปวิเคราะห์ให้กับผู้บริหารของกระทรวงการคลัง												
3. จัดทำรายงานเริ่มต้นการทำงาน												
4. จัดสร้างระบบการติดตามเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ												
5. จัดทำรายงานการศึกษาขั้นกลาง												
6. สัมมนากับผู้ที่เกี่ยวข้อง												
7. วิเคราะห์ประเมินและเสนอแนะแนวทางเพื่อจัดการกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ												
8. จัดทำรายงานการวิจัยฉบับสมบูรณ์												
9. จัดฝึกอบรมให้กับบุคลากรของกระทรวงการคลังในลักษณะ On the Job Training												
10. สัมมนาเพื่อเผยแพร่ผลงาน												

บทที่ 2

กรอบแนวความคิดและวิธีการศึกษา

2.1 ภาพรวมแนวความคิดในการศึกษา

ในการดำเนินการเพื่อพัฒนาระบบการติดตามสถานการณ์ และข้อมูลการเคลื่อนย้ายเงินทุนของประเทศไทยนั้น คณะผู้วิจัยได้มีการกำหนดกิจกรรมการวิจัยหลักตามที่ได้แสดงก่อนหน้านี้ (หัวข้อที่ 1.5) และได้มีการกำหนดกรอบการดำเนินการดังนี้



ภาพที่ 2-1 ภาพรวมแนวความคิดในการดำเนินการศึกษา

รายละเอียดการดำเนินการในแต่ละกิจกรรมเป็นดังนี้

1. พิจารณาที่มาของการเคลื่อนย้ายเงินทุน รูปแบบการเคลื่อนย้ายเงินทุน และจัดทำโครงสร้างการวิเคราะห์ระบบการเงินของประเทศไทย ใน 4 ตลาดหลักที่มีความเกี่ยวข้องกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนในรูปแบบต่างๆ คือ ตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (Foreign Exchange Market) ตลาดเงิน (Money Market) ตลาดตราสารทุน (Equities Market) และตลาดตราสารหนี้ (Bond Market) โดยมีแนวทางการดำเนินงานดังนี้

1.1. รวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้อง

1.2. จัดทำโครงสร้างของตลาดต่างๆ ทั้ง 4 ตลาด โดยศึกษาและวิเคราะห์พฤติกรรมของผู้ที่มีบทบาทต่อการกำหนดระดับราคาของแต่ละตลาดทั้งด้าน Demand และ Supply โดยวิเคราะห์จะดำเนินการทั้งในเชิงปริมาณ ความสัมพันธ์ ตัวแปรที่เกี่ยวข้องต่อพฤติกรรม การเคลื่อนย้ายเงินทุนในตลาดต่างๆ และการวิเคราะห์ในเชิงคุณภาพ โดยมีรายละเอียดแนวทางในการวิเคราะห์ของแต่ละตลาดดังนี้

- ตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (Foreign Exchange Market)--ศึกษาและวิเคราะห์พฤติกรรมจากข้อมูลการซื้อขายเงินตราต่างประเทศของผู้ซื้อและผู้ขาย กลุ่มต่างๆ เช่น กลุ่มลูกค้าของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งประกอบด้วย ผู้ส่งออก ผู้นำเข้า นักลงทุน เป็นต้น กลุ่มธนาคารพาณิชย์เอง และธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นผู้ซื้อขายรายใหญ่ในตลาดนี้ โดยการซื้อขายเงินสกุลต่างประเทศของกลุ่มต่างๆ ข้างต้นทั้งในตลาดซื้อขายทันที (spot market) และตลาดซื้อขายล่วงหน้า (forward market) จะส่งผลโดยตรงกับค่าเงินบาท ซึ่งเป็นระดับราคาในตลาดนี้
- ตลาดเงิน (Money Market)--ศึกษาและวิเคราะห์พฤติกรรมจากข้อมูลการทำธุรกรรมทางการเงินในตลาดเงินของธนาคารพาณิชย์ ธนาคารแห่งประเทศไทย และสถาบันการเงินอื่นที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์ เพื่อทราบถึงความเหมาะสมในนโยบายอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นซึ่งเป็นระดับราคาของตลาดนี้ รวมถึงกลไกการส่งผ่านของการกำหนดอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไปยังภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง
- ตลาดตราสารทุน (Equity Market)--ศึกษาและวิเคราะห์พฤติกรรมจากข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของกลุ่มผู้ซื้อขาย 3 กลุ่มคือ นักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนประเภทสถาบัน และนักลงทุนรายย่อย รวมไปถึงการวิเคราะห์ระดับราคาของตลาดทุนซึ่งเป็นระดับราคาของตลาดนี้และเกี่ยวข้องโดยตรงกับความน่าสนใจในการออกหุ้นใหม่ของธุรกิจที่ออกขายให้กับประชาชนโดยทั่วไป
- ตลาดตราสารหนี้ (Bond Market)--ศึกษาและวิเคราะห์พฤติกรรมจากข้อมูลการซื้อขายตราสารหนี้ทั้งในตลาดแรกและในตลาดรองของกลุ่มผู้ซื้อขายที่เกี่ยวข้อง เช่น กระทรวงการคลัง ธนาคารแห่งประเทศไทย บริษัทเอกชน ธนาคารพาณิชย์ สถาบัน

การเงินอื่นที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์ กองทุนรวม และนักลงทุนรายย่อย รวมไปถึงการวิเคราะห์อัตราดอกเบี้ยระยะปานกลางและระยะยาวซึ่งเป็นระดับราคาของตลาดนี้

- 1.3. วิเคราะห์ความเชื่อมโยง และผลกระทบระหว่างกันของตลาดต่างๆ ข้างต้น
2. วิเคราะห์ความเชื่อมโยงระหว่างระบบการเงินและภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง ผ่านการวิเคราะห์ผังแสดงการไหลของเงิน (Flow of Fund) เพื่อทำให้เกิดความสามารถในการวิเคราะห์ผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการเคลื่อนย้ายเงินทุน
3. จัดทำระบบการรายงานการติดตามและสรุปผลวิเคราะห์ให้กับผู้บริหารกระทรวงการคลัง เป็นรายสัปดาห์รายเดือน และรายไตรมาส รายละเอียดเกี่ยวกับแนวทางการดำเนินการดังกล่าวจะได้กล่าวถึงอย่างละเอียดในลำดับต่อไป
4. เสนอยุทธศาสตร์เชิงนโยบาย และมาตรการที่จำเป็นเพื่อใช้ในการรับมือ และจัดการกับผลกระทบจากการเคลื่อนย้ายเงินทุน เพื่อเป็นการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ และเป็นการรักษาขีดความสามารถทางการแข่งขันของประเทศ
5. จัดฝึกอบรมให้กับบุคลากรของกระทรวงการคลังอย่างน้อย 3 คน โดยเป็นการอบรมในขณะปฏิบัติงาน (on the job training) โดยมีแนวทางในการดำเนินการให้ตัวแทนจากสำนักงานเศรษฐกิจการคลังเข้าร่วมในการดำเนินโครงการ ตั้งแต่ช่วงแรกของการดำเนินการ

2.2 แนวทางการจัดระบบรายงานสถานการณ์การเคลื่อนย้ายทุนจากต่างประเทศ

การจัดระบบการรายงานสถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศ เป็นเป้าหมายที่สำคัญประการหนึ่งของการดำเนินโครงการศึกษานี้ ระบบรายงานที่ออกแบบมามีวัตถุประสงค์เพื่อให้ผู้บริหารของกระทรวงการคลัง รวมทั้งบุคคลอื่นที่มีความสนใจมีความทันเหตุการณ์เกี่ยวกับสถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุน และเกิดความเข้าใจ รวมทั้งสามารถดำเนินการที่เกี่ยวข้องในการรับมือกับการเปลี่ยนแปลงของการเคลื่อนย้ายเงินทุนได้อย่างทันทั่วถึง ซึ่งหน้าที่ดังกล่าวเป็นของหน่วยงานที่เกี่ยวข้องในการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจอื่นๆ นอกเหนือจากธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.)

ในการดำเนินการดังกล่าว คณะผู้วิจัยซึ่งประกอบด้วยบุคลากรจากมูลนิธิสถาบันวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลัง และสำนักงานเศรษฐกิจการคลังได้ร่วมมือในการออกแบบการนำเสนอรายงานแก่ผู้บริหารของกระทรวงการคลัง และกำหนดแผนการ และผู้รับผิดชอบในการนำเสนอในรูปแบบของการหมุนเวียนกันจัดทำ เพื่อเป็นการเปิดโอกาสให้เจ้าหน้าที่ทั้งสองฝ่ายได้มีการฝึกฝนในการจัดทำรายงานร่วมกัน โดยรูปแบบในการนำเสนอจะเป็นการนำเสนอในรูปแบบของเอกสารอิเล็กทรอนิกส์ ผ่านจดหมายอิเล็กทรอนิกส์ (E-mail) โดยในช่วงแรกของการดำเนินการ เพื่อทำการประเมินผลกระทบจากการดำเนินการ และเพื่อกำหนดขอบเขตการนำเสนอที่เหมาะสม ในช่วงแรกของการนำเสนอ ถือเป็นช่วงทดลองการดำเนินการ (Pilot Test Run) ซึ่งเป็นการนำเสนอรายงาน

เฉพาะผู้บริหารของสำนักงานเศรษฐกิจการคลังก่อน จากนั้นจะทำการปรับปรุงเนื้อหา และระดับความเหมาะสมของการนำเสนอข้อมูลให้เหมาะสมก่อนที่จะทำการเขียนให้กับทุกคนที่มีความสนใจต่อไป

คณะผู้วิจัยได้มีการกำหนดรายละเอียด และความครอบคลุมของเนื้อหารายงานในแต่ละประเภทได้มีการกำหนด และจัดประเภทการนำเสนอเอาไว้ ดังต่อไปนี้

- **การจัดทำรายงานรายสัปดาห์**

รายงานรายสัปดาห์ (Weekly Report)--เป็นรายงานที่มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ผู้ที่เกี่ยวข้องเกิดความเข้าใจในสถานการณ์การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่ผ่านมาอย่างละเอียด ดังนั้นในรายงานจะมีการอภิปรายถึงที่มาของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในสัปดาห์ที่รายงาน อ้างอิงกับที่มาของการเคลื่อนย้ายเงินทุนประเภทต่างๆ ที่มาจากการวิเคราะห์ฝั่งการเคลื่อนย้ายเงินทุน และมีการรวบรวมข้อมูลการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในตลาดการเงินประเภทต่างๆ

- **การจัดทำรายงานรายเดือน**

รายงานรายเดือน (Monthly Report)--เป็นรายงานที่ถูกออกแบบมาเพื่อทำการเสนอบทวิเคราะห์เชิงลึก (In-depth Analysis) ในประเด็นสำคัญที่มีความเชื่อมโยงกับสถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศที่เกิดขึ้นในเดือนนั้น เพื่อเพิ่มความรู้ความเข้าใจของกลุ่มเป้าหมายเกี่ยวกับสถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุน

- **การจัดทำรายงานรายไตรมาส**

รายงานรายไตรมาส (Quarterly Report)--เป็นรายงานที่มีวัตถุประสงค์เพื่อสรุปสถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุน และการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้นในรอบไตรมาสที่ผ่านมา และเสนอบทวิเคราะห์ในเชิงลึกที่เกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศในเชิงเศรษฐศาสตร์ หรือการวิเคราะห์เชิงลึกเกี่ยวกับประเด็นการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่เกิดขึ้นในช่วงไตรมาสที่ผ่านมา และการวิเคราะห์ในรอบเดือนจากรายงานรายเดือนไม่สามารถให้รายละเอียดที่เป็นการวิเคราะห์เจาะลึกที่มากพอ

2.3 แนวทางการสร้างระบบการติดตาม วิเคราะห์ผลกระทบจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากประเทศ

เพื่อให้ประเทศมีความสามารถในการจัดการกับปัญหาที่อาจเกิดจากการไหลเข้าออกของเงินทุนระหว่างประเทศที่สามารถเกิดขึ้นได้อย่างรวดเร็วและรุนแรงได้อย่างทันทั่วถึง คณะผู้วิจัยเห็นว่าการสร้างระบบติดตามการไหลเข้าออกของเงินทุนระหว่างประเทศเป็นสิ่งจำเป็นอย่างมาก โดยในเบื้องต้น รัฐบาลโดยหน่วยงานที่รับผิดชอบควรเริ่มให้มีการติดตามการไหลเข้าออกของเงินทุนระหว่างประเทศเพิ่มเติมจากช่องทางที่ดำเนินการอยู่ รวมถึงเพิ่มความรวดเร็วในการติดตาม และประเมินผลข้อมูล ดังนี้

1. เพิ่มความรวดเร็วในการรายงานข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการไหลเข้าออกของเงินทุนระหว่างประเทศสำหรับข้อมูลเดิมที่มีอยู่แล้วของธนาคารแห่งประเทศไทย เช่น ปรับปรุงรายงานดุลการชำระเงินตามตาราง EC_XT_013 รายงานหนี้ต่างประเทศตามตาราง EC_XT_032 จากเดิมที่รายงานผลเป็นรายไตรมาสให้เป็นรายเดือน รายงานเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิภาคเอกชนตามตาราง EC_XT_015 จากเดิมรายงานผลเป็นรายเดือน โดยมีความล่าช้าของข้อมูลประมาณ 1 ถึง 2 เดือน ให้เปลี่ยนเป็นรายงานสัปดาห์ละ 1 ครั้ง โดยมีความล่าช้าของข้อมูลไม่เกิน 1 สัปดาห์ รวมถึงเช่นเดียวกับการรายงานเงินสำรองระหว่างประเทศของธนาคารแห่งประเทศไทยเอง ซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถกำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ซึ่งอยู่ในความรับผิดชอบของธนาคารแห่งประเทศไทยส่งข้อมูลให้กับธนาคารแห่งประเทศไทยได้เป็นรายวัน
2. รายงานการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเป็นรายวันเช่นเดียวกับที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรายงานการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นรายวัน
3. เพิ่มการสำรวจข้อมูลในช่องทางต่างๆ ดังต่อไปนี้
 - ปริมาณการซื้อขายในตลาดสัญญาล่วงหน้า (forward market)
 - เงินฝากเป็นเงินสกุลต่างประเทศในธนาคารพาณิชย์ที่อยู่ในประเทศไทย
 - สินทรัพย์สภาพคล่องสูงที่เป็นสกุลต่างประเทศของผู้มีถิ่นฐานในประเทศที่เก็บไว้ในต่างประเทศ
 - ปริมาณเงินบาทในต่างประเทศ
4. เพิ่มความสามารถในการคาดการณ์การไหลเข้าออกของเงินทุนระหว่างประเทศ ด้วยการสำรวจความต้องการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศในอนาคตของผู้ซื้อขายรายใหญ่ ซึ่งจะช่วยเพิ่มขีดความสามารถในการคาดการณ์ผลต่อเนื้อที่จะเกิดขึ้นในอนาคต
5. จัดสร้างแบบจำลองเพื่อทำการติดตาม และวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ผลกระทบที่เกิดขึ้นกับปริมาณเงินสำรองระหว่างประเทศ และอัตราแลกเปลี่ยน รวมทั้งวิเคราะห์พฤติกรรมของการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านการวิเคราะห์ระบบบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนเคลื่อนย้ายที่นำไปสู่การคาดการณ์พฤติกรรมของการเคลื่อนย้ายเงินทุน ผลกระทบที่มีต่อเงินสำรองระหว่างประเทศ ความสามารถในการแข่งขัน และอัตราแลกเปลี่ยน

2.4 กรอบแนวคิด และวิธีการเสนอยุทธศาสตร์เชิงนโยบายและมาตรการที่จำเป็นในการบริหารจัดการเรื่องการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศของประเทศไทยเพื่อรักษาระดับค่าเงินบาทที่เหมาะสมและให้ค่าเงินบาทมีเสถียรภาพ

คณะผู้วิจัยได้กำหนดแนวทางที่ควรดำเนินการสำหรับปัญหาที่เกี่ยวข้องกับการบริหารจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ โดยกำหนดขั้นตอนที่ควรดำเนินการไว้ในเบื้องต้น 3 ขั้นตอน ดังต่อไปนี้

1. Qualitative Analysis

เริ่มต้นด้วยการวิเคราะห์สาเหตุ รูปแบบ ขนาด และความผันผวนของการไหลเข้าออกอย่างผิดปกติของเงินทุนระหว่างประเทศในช่องทางหลัก 4 ช่องทางได้แก่ ช่องทางการลงทุนโดยตรง (FDI) ช่องทางการลงทุนในตราสารทุน ช่องทางการลงทุนในตราสารหนี้ และช่องทางการให้กู้

สำหรับประเทศที่เพิ่งเปลี่ยนจากการเป็นประเทศที่ขาดดุลบัญชีเดินสะพัดมาเป็นประเทศที่เกินดุลบัญชีเดินสะพัดและเริ่มมีขนาดของการสะสมเงินสำรองระหว่างประเทศที่มากขึ้นจนอาจกลายเป็นปัญหา (ค.ศ. 2007 ของไทย) คงต้องเริ่มศึกษาว่ายังจำเป็นอยู่หรือไม่ที่จะต้องควบคุมการปริวรรตเงินตราอย่างเข้มงวดดังเช่นในอดีตที่มีปัญหาเกี่ยวกับการไหลออกของเงินทุนระหว่างประเทศที่มากเกินไป (ค.ศ. 1997 ของไทย) และควรหรือไม่ที่จะเริ่มผ่อนคลายมาตรการที่เข้มงวดต่างๆ เหล่านั้นให้มากขึ้นตามเวลาที่ผ่านไป (ค.ศ. 2008 ของไทย) การเริ่มต้นที่เร็วเกินไปน่าจะดีกว่าการเริ่มต้นที่ช้าเกินไปสำหรับกรณีนี้

เป็นสิ่งจำเป็นสำหรับประเทศที่เกินดุลการค้าที่จะต้องตระหนักอยู่เสมอว่า การไหลของเงินทุนมีสองทาง ถ้าเงินไหลเข้ามากกว่าไหลออก ค่าเงินของประเทศตนเองก็จะแข็งขึ้น และหากไหลเข้าสู่ภูมิภาคไปจนทำให้ค่าเงินแข็งมากกว่าประเทศคู่แข่ง ผู้ส่งออกก็จะได้รับผลกระทบ ตัวอย่างที่ดีสำหรับปัญหานี้ได้แก่ประเทศญี่ปุ่นในทศวรรษ 1950 ได้หันในทศวรรษ 1960 และเกาหลีใต้ในทศวรรษ 1970 ที่แสดงให้เห็นถึงการดำเนินนโยบายอย่างชาญฉลาดสำหรับประเทศที่เน้นการส่งออกและต้องการการเติบโตของเศรษฐกิจที่มากพอ ด้วยการพอใจที่จะทำให้ค่าเงินของตัวเองอ่อนมากกว่าที่จะปล่อยให้แข็งและส่งผลกระทบต่อผู้ส่งออก

การสร้างกลไกขึ้นมาผ่อนเบาแรงกระทบที่เกิดขึ้นอย่างทันทีทันใด (shock-absorbing mechanism) อันเนื่องจากการไหลเข้าออกอย่างผิดปกติ สามารถทำได้ด้วยการเร่งสะสมทุนสำรองระหว่างประเทศ และตั้ง sovereign wealth funds ขึ้นมาโดยธนาคารกลางหรือกระทรวงการคลังเพื่อทำหน้าที่บริหารจัดการกองทุนที่ได้สะสมขึ้นมานั้น ตัวอย่างที่ดีสำหรับกรณีนี้ประกอบด้วยกระทรวงการคลังของประเทศญี่ปุ่นที่ทำหน้าบริหารจัดการเงินสำรองระหว่างประเทศของตัวเอง ซึ่งอาจถือได้ว่าเป็น sovereign wealth fund กองแรก เทมาเส็กของสิงคโปร์ ซึ่งอาจถือได้ว่าเป็น sovereign wealth fund ของประเทศขนาดเล็กกองแรกในเอเชีย นอกจากนี้ยังมี sovereign wealth funds ของประเทศอย่างเช่น มาเลเซีย เกาหลีใต้ จีน และประเทศในแถบตะวันออกกลาง เป็นต้น

2. Quantitative Measurement and Monitoring

นอกเหนือจากการเฝ้าติดตามการไหลเข้า-ออกของเงินทุนระหว่างประเทศในช่องทางต่างๆ แล้ว จำเป็นอย่างยิ่งที่ผู้รับผิดชอบจะต้องจัดให้มีรายงานการซื้อขายเงินตราต่างประเทศทั้งในตลาด spot และ forward ในทำนองเดียวกันกับรายงานการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ การซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ และทำการรายงานปริมาณการซื้อขายรายวันแยกตามกลุ่มผู้ซื้อ

ขาย เช่น ผู้ส่งออก ผู้นำเข้า นักลงทุน บริษัทขนาดใหญ่ ลูกค้านายย่อย เป็นต้น ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อผู้มีส่วนรวมทุกกลุ่มในการที่จะมีข้อมูลเพื่อรองรับการตัดสินใจซื้อขายที่เป็นธรรมและเท่าเทียมกันมากขึ้น การขาดซึ่งความโปร่งใสในการซื้อขายดังเช่นที่เป็นอยู่มีแต่จะทำให้ผู้ซื้อขายรายใหญ่ได้เปรียบผู้ซื้อขายรายย่อย ยิ่งไปกว่านี้ เมื่อมีการกำหนดช่วงของอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมอย่างเป็นทางการแล้ว ผู้รับผิดชอบก็ควรที่จะประกาศเป้าหมายดังกล่าวให้สาธารณะได้รับทราบ และปริมาณการซื้อขายของธนาคารกลางและกระทรวงการคลังเองก็จะต้องเป็นหนึ่งในข้อมูลสรุปการซื้อขายรายวันตามที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น

3. Policy Menu

หลังจากประเมินสถานการณ์ที่เป็นไปได้สำหรับการไหลเข้า-ออกของเงินทุนระหว่างประเทศ พร้อมๆ กับประเมินพฤติกรรมกรเข้าซื้อขายของผู้ซื้อขายหลักในตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศแล้ว ผู้กำกับดูแลระบบการเงินของประเทศ จะต้องตัดสินใจว่าจะเข้าแทรกแซงในตลาดเงินตราต่างประเทศเมื่อใด เท่าใด และวิธีไหน โดยการแทรกแซงดังกล่าวจะต้องช่วยให้ช่วงห่างระหว่างอุปสงค์และอุปทานในตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศของภาคเอกชนหายไป และทำให้อัตราแลกเปลี่ยนอยู่ในกรอบที่ต้องการ ซึ่งจะเป็นเท่าใดนั้น ผู้รับผิดชอบจะต้องทำการประเมินผลกระทบของค่าเงินดังกล่าวที่มีต่อเป้าหมายสุดท้ายทางเศรษฐกิจตามที่กล่าวไว้ข้างต้น ซึ่งหากพิจารณาจากข้อมูลเชิงประจักษ์ จากการดำเนินนโยบายของหลายรัฐบาลและธนาคารกลางในเอเชีย ก็พอจะสรุปได้ว่า เป้าหมายสำคัญที่สุดคือการกำหนดค่าเงินที่เป็นประโยชน์ต่อความสามารถในการแข่งขันของผู้ส่งออกของประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งประเทศที่อยู่ในช่วงของการพัฒนาอุตสาหกรรม

บทที่ 3

ทฤษฎีและวรรณกรรมปริทัศน์เกี่ยวกับการวิเคราะห์ผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้าย

เพื่อให้ได้มาซึ่งกรอบแนวความคิดในการจัดสร้างระบบการติดตาม และวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงที่เกิดจากการเคลื่อนย้ายเงินทุน คณะผู้วิจัยได้ทำการตรวจสอบทฤษฎี และวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง โดยมีกรอบในการสำรวจอ้างอิงจากโครงสร้าง และหน่วยเศรษฐกิจที่อยู่ในระบบการเงิน (Financial System) และกรอบที่เกี่ยวกับกระแสเงินทุนเคลื่อนย้าย (Flow of Fund) ดังนี้

- พฤติกรรมการแทรกแซง และการบริหารเงินสำรองของธนาคารกลาง ในฐานะหน่วยงานที่มีหน้าที่รักษาเสถียรภาพในระบบการเงิน และเศรษฐกิจของประเทศ
- พฤติกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่เกิดจากการดำเนินการกิจกรรมในภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงที่ประกอบด้วยกิจกรรมดังต่อไปนี้
 - การลงทุนเพื่อการผลิต
 - การค้าสินค้าและบริการ รายได้ รวมทั้งเงินโอน
 - ตลาดเงินทุนเพื่อการให้กู้ยืม
- พฤติกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุนภายในตลาดเงิน
- พฤติกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุนภายในตลาดตราสารทุน
- พฤติกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุนภายในตลาดตราสารหนี้

3.1 การวิเคราะห์พฤติกรรมกรรมการแทรกแซงและบริหารเงินสำรองของธนาคารกลาง

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

สำหรับในกรณีของประเทศไทยนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) มีหน้าที่ดำเนินธุรกิจของธนาคารกลาง และหน้าที่อื่นๆ ซึ่งจะกำหนดโดยการตราพระราชกฤษฎีกา โดยในกฎหมายปัจจุบันมีการกำหนดให้คณะกรรมการธนาคารแห่งประเทศไทยมีอำนาจในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยที่ ธปท. เรียกเก็บจากการเป็นแหล่งเงินกู้แห่งสุดท้าย (Lender of the last resort) ของสถาบันการเงิน นอกจากนี้ยังให้อำนาจ ธปท. ในการซื้อขายตราสารหนี้และเงินตราต่างประเทศ ตลอดจนให้สินเชื่อแบบมีหลักทรัพย์ค้ำประกันแก่สถาบันการเงิน ซึ่ง ธปท. จะดำเนินการโดยมิได้กระทำเพื่อการค้ากำไร

จากบทบาทและหน้าที่ดังกล่าว ธปท. จึงถือเป็นผู้ดำเนินนโยบายการเงินอย่างชัดเจน และในทางปฏิบัติ ธปท. จะดำเนินธุรกิจของธนาคารกลางโดยคำนึงถึง เสถียรภาพทางการเงินและระบบการเงิน ซึ่งหมายถึง ภาวะที่อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำและเหมาะสมต่อการเติบโตและการ

ขยายตัวทางเศรษฐกิจในระยะยาว ซึ่งจะเอื้อต่อการตัดสินใจและวางแผนการบริโภค การผลิต การออม และการลงทุน ในระยะยาว โดย

- รักษาอำนาจซื้อของผู้บริโภคและผู้ออม
- รักษาขีดความสามารถในการแข่งขันของสินค้าส่งออก
- ลดแรงกดดันต่ออัตราแลกเปลี่ยน
- ลดความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง
- ลดความไม่แน่นอนซึ่งเป็นปัจจัยลบต่อการวางแผนและตัดสินใจทางเศรษฐกิจ
- ช่วยสร้างบรรยากาศเศรษฐกิจที่ดีโดยรวม

ปัจจุบัน ธปท. ดำเนินนโยบายการเงินโดยการกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) และดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวที่มีการจัดการ (Managed float) ทั้งนี้ในการดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนในแนวทางดังกล่าว ธปท. จะไม่กำหนดระดับอัตราแลกเปลี่ยน ณ ค่าใดค่าหนึ่ง และดูแลไม่ให้อัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไหวผันผวนมากเกินไป โดยเฉพาะการเคลื่อนไหวจากเงินทุนไหลเข้าเพื่อเก็งกำไร โดยการดูแลอัตราแลกเปลี่ยนต้องไม่ขัดกับนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ ซึ่ง ธปท. สามารถแทรกแซงผ่านช่องทางต่างๆ ได้แก่ ช่องทางการเงิน ช่องทางการถือสินทรัพย์ระหว่างประเทศ และช่องทางการคาดการณ์ของตลาด โดยช่องทางที่ธนาคารมักใช้แทรกแซง คือการเปลี่ยนแปลงปริมาณสินทรัพย์ระหว่างประเทศในมือประชาชน อย่างไรก็ตาม ในบางช่วงเวลาความต้องการระหว่างอุปสงค์และอุปทานมิได้พอดีกัน ทำให้ค่าเงินบาทแกว่งขึ้นลงตลอดเวลา ดังนั้น ธปท. จึงมีนโยบายให้อัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไหวตามภาวะตลาดภายใต้เงื่อนไขดังนี้ (1) ดูแลความผันผวน (Volatility) ของค่าเงินให้อยู่ในระดับที่เศรษฐกิจรับได้ (2) รักษาขีดความสามารถในการแข่งขันโดยพิจารณาจาก Nominal effective exchange rate (NEER) เป็นหลัก และ (3) ไม่ฝืนแนวโน้มที่สอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ เพราะจะนำไปสู่การสะสมความไม่สมดุล (Imbalances) ภายใต้กรอบนโยบายดังกล่าว ค่าเงินบาทมีการเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงไปตามภาวะตลาด ซึ่งสะท้อนความต้องการ และอุปทานของเงินบาทเทียบกับเงินตราต่างประเทศ

ตามแนวคิดในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนในระบบการเงินนั้น ความไม่สมดุลระหว่างความต้องการถือเงินและปริมาณเงินในประเทศในตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศจะเกิดขึ้นเมื่อผลรวมของความต้องการสินทรัพย์และสินค้าต่างประเทศโดยผู้ที่อาศัยอยู่ในประเทศไม่เท่ากับความต้องการสินทรัพย์และสินค้าในประเทศของผู้ที่อาศัยอยู่ต่างประเทศ ทั้งนี้ การทำให้ตลาดอยู่ในภาวะสมดุลสามารถทำได้โดยการหมุนเวียนของราคาหรือปริมาณสินทรัพย์ในประเทศ นั่นคืออัตราแลกเปลี่ยนหรือปริมาณเงินต้องเปลี่ยน โดยการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินจะขึ้นอยู่กับ

กับเงินและการแทรกแซงเงินตราต่างประเทศของธนาคารกลางในประเทศ ผลรวมทั้งหมดของอุปสงค์หรืออุปทานส่วนเกินของเงินตราในประเทศจะสามารถวัดในเชิงปริมาณได้จากการสรุปสถิติจากการสังเกตการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยน สินเชื่อในประเทศ และเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ ซึ่งขนาดของความไม่สมดุลในตลาดการเงินนี้เรียกว่า ความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange market pressure)

ความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนเกิดจากความไม่สมดุลภายนอก นั่นคือเกิดจากอุปสงค์หรืออุปทานส่วนเกินของเงินในประเทศในตลาดเงินตราต่างประเทศ โดยแรงกดดันนี้จะถูกบรรเทาลงด้วยการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน เงินสำรองระหว่างประเทศ สินเชื่อในประเทศ การขยายปริมาณเงิน อัตราดอกเบี้ยระยะยาว เป็นต้น ด้วยเหตุนี้ ธปท. จึงเข้ามามีบทบาทในการใช้เครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน โดยดำเนินการผ่านตลาดการเงิน (Open Market Operations) ซึ่งเครื่องมือที่เห็นได้ชัดจนว่ามีผลกระทบโดยตรงต่ออัตราแลกเปลี่ยน คือ การ Swap เงินตราต่างประเทศ

ตารางที่ 3-1-- การ Swap เงินตราต่างประเทศ

ประเภทของเครื่องมือ	วัตถุประสงค์	หลักทรัพย์ที่สามารถใช้เป็นหลักประกัน	ความถี่ของการทำธุรกรรม	ผู้ค้า/คู่สัญญา
Buy-Sell FX swap	เพื่อปล่อยสภาพคล่องเงินบาทระยะสั้น	เงินดอลลาร์ สรอ.	รายวัน (11.00-12.30 น.)	ธนาคารพาณิชย์ในประเทศ
Sell-Buy FX swap	เพื่อดูดซับสภาพคล่องเงินบาทระยะสั้น	เงินดอลลาร์ สรอ.	ไม่ได้มีการกำหนดไว้แน่นอน	ธนาคารพาณิชย์ในประเทศและต่างประเทศ

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

นอกจากนี้ ธปท. ยังคงมีเครื่องมืออื่นๆ ในการรักษาเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนควบคู่ไปกับการใช้เครื่องมือการดำเนินนโยบายการเงินผ่านตลาดการเงิน เช่น ระเบียบควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศในเรื่องของธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศในการรับฝากเงินของธนาคารพาณิชย์ การค้า การลงทุนจากต่างประเทศ การโอนเงิน โดยบุคคลที่มีถิ่นที่อยู่ในประเทศไทย และการลงทุนในทองคำ เป็นต้น

ในส่วนของแนวคิดที่เกี่ยวกับการพิจารณาการดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนของ ธปท. (ธนาคารกลาง) นั้น แนวความคิดหนึ่งที่สามารถนำมาใช้พิจารณาระดับการแทรกแซงของ ธปท. ในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศได้ คือ การวัดความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยน โดย

แนวความคิดเกี่ยวกับความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนที่รู้จักกันดีที่สุด คือรูปแบบการวัดอุปสงค์ส่วนเกินของเงินของ Griton and Roper's (1977) ซึ่งใช้รูปแบบความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนโยงไปทิศทางของความไม่สมดุลในตลาดการเงินที่จะถูกกำจัดผ่านการเปลี่ยนแปลงของทุนสำรองระหว่างประเทศหรือผ่านการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน แต่ข้อเสียของแนวคิดนี้คือตัววัดมาจากแบบจำลองทางการเงินที่มีข้อจำกัดสูง และไม่ได้ใช้ตัววัดบนพื้นฐานของค่านิยมแบบจำลองอิสระของความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยน

ต่อมา Weymark (1997) จึงได้ขจัดลักษณะ model-dependent ของแบบจำลองนั้น โดยการสร้าง model-independent ขึ้นมาตามค่านิยมของความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งเป็นการวัดผลรวมของอุปสงค์ส่วนเกินของเงินในตลาดเงินตราต่างประเทศ ที่การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนจะเป็นตัวเคลื่อนย้ายอุปสงค์ส่วนเกินนี้ โดยการมีอยู่ของอุปสงค์ส่วนเกินในตลาดจะนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงในตัวแปรภายในเพื่อให้อัตราแลกเปลี่ยนกลับสู่ดุลยภาพ ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรภายในที่สังเกตได้สามารถใช้เป็นตัววัดขนาดของอุปสงค์ส่วนเกินในระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีการจัดการ ซึ่งอุปสงค์ส่วนเกินต่อเงินสามารถบรรเทาลงได้ด้วยการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน ทุนสำรองระหว่างประเทศ และการปรับตัวในการเปลี่ยนแปลงของสินเชื่อ

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนของ Weymark เป็นการสังเกตการณ์เปลี่ยนแปลงทั้งในอัตราแลกเปลี่ยนและทุนสำรองระหว่างประเทศที่ถูกใช้เป็นเครื่องมือในการแทรกแซง และมีการสร้าง index of intervention activity ขึ้นมาจากการวิเคราะห์โดยใช้แนวความคิดการเปิดประเทศของประเทศขนาดเล็กและมีการคาดการณ์อย่างมีเหตุผล โดยดัชนีการแทรกแซงเป็นตัววัดสัดส่วนของความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งถูกบรรเทาโดยกิจกรรมการแทรกแซงของผู้ดำเนินนโยบาย ซึ่งความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนคือผลสรุปทางสถิติที่วัดจากผลรวมอุปสงค์ส่วนเกินต่อเงินในตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ดังนั้นความหมายของความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนของ Weymark จึงมี 2 ส่วนที่สำคัญ คือ 1) ความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนคืออุปสงค์ส่วนเกินของเงินในประเทศในตลาดระหว่างประเทศ และ 2) การวัดอุปสงค์ส่วนเกินของเงินนั้นมีความสัมพันธ์กับการคาดการณ์ภายใต้้นนโยบายที่เกิดขึ้นจริง

จากแนวคิดของ Weymark ถ้าเงินถูกปล่อยลอยตัวอย่างเสรี ความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนจะสังเกตได้โดยตรง แต่ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนถูกกำหนดให้คงที่ การเปลี่ยนแปลงในทุนสำรองระหว่างประเทศและสินเชื่อจะสะท้อนให้เห็นถึงขนาดความไม่สมดุลภายนอก ส่วนอัตราแลกเปลี่ยนที่อยู่ระหว่างเสรีกับคงที่ ขนาดของความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนต้องถูกคำนวณจากการสังเกตการณ์การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน ทุนสำรองระหว่างประเทศและสินเชื่อ ดังนั้นสมการความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยน คือ

$$EMP_t = \Delta e_t + \eta \Delta r_t$$

โดยที่

Δe_t คือ การเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยน

Δr_t คือ การเปลี่ยนแปลงในเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ

η^d คือ ความยืดหยุ่นของการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนเมื่อเทียบกับ
การเปลี่ยนแปลงของทุนสำรองระหว่างประเทศ

ดังนั้นในการศึกษาเรื่องบทบาทของธนาคารกลางที่มีการเข้ามาแทรกแซงในตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ เพื่อควบคุมให้ระดับอัตราแลกเปลี่ยนอยู่ในระดับที่เหมาะสมจะพิจารณาจากการเปลี่ยนแปลงในทุนสำรองระหว่างประเทศเป็นสำคัญ โดยดูจากการเข้าซื้อขายทั้งในตลาดซื้อขายปัจจุบันและตลาดซื้อขายล่วงหน้าของอัตราแลกเปลี่ยนของธนาคารกลาง

อย่างไรก็ตาม การเข้าแทรกแซงในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศของธนาคารนั้นส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนได้ในอีก 3 ช่องทาง ซึ่งสามารถพิจารณา นอกเหนือไปจากการเปลี่ยนแปลงในทุนสำรองระหว่างประเทศเพียงเครื่องมือเดียว โดยได้แก่ (1) ด้านปริมาณเงิน (Monetary approach) (2) ด้านการลงทุนและการจัดการสินทรัพย์ (Portfolio approach) และ (3) ด้านการส่งสัญญาณ (Signaling approach) โดยในช่องทางด้านปริมาณเงินนั้น ธนาคารกลางจะตัดสินใจดำเนินนโยบายผ่านการกำหนดระดับเงินสำรองของสถาบันการเงินภายในประเทศ ซึ่งในช่องทางนี้อัตราแลกเปลี่ยนจะถูกกระทบผ่านทางอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นสำหรับช่องทางด้านการลงทุนและการจัดการสินทรัพย์นั้น เมื่อนักลงทุนมีการเลือกถือสินทรัพย์ระหว่างสินทรัพย์ในประเทศและสินทรัพย์ต่างประเทศ ซึ่งไม่สามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ ธนาคารกลางสามารถจูงใจให้นักลงทุนเลือกถือสินทรัพย์ที่คาดว่าจะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า โดยการเข้าแทรกแซงเพื่อเปลี่ยนแปลงระดับอัตราแลกเปลี่ยน ในกรณีนี้มักเป็นกรณีที่สามารรถเกิดขึ้นในตลาดใหม่ (emerging market) เนื่องจากปริมาณเงินทุนสำรองระหว่างประเทศของธนาคารกลางมีจำนวนคิดเป็นสัดส่วนที่สูงเมื่อเทียบกับปริมาณเงินตราต่างประเทศที่หมุนเวียนอยู่ในตลาดปริวรรตเงินตราในประเทศ และสำหรับในช่องทางสุดท้าย คือ ด้านการส่งสัญญาณ ซึ่งเป็นการคาดการณ์ของประชาชนและนักลงทุนถึงการเปลี่ยนแปลงที่คาดว่าจะเกิดขึ้นของนโยบายการเงินหรือนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตของธนาคารกลาง และจะเกิดเป็นพฤติกรรมเพื่อตอบสนองนโยบายที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคตนั้น ส่งผลให้เกิดเป็นผลกระทบทางอ้อมที่จะเกิดขึ้นต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยน

วรรณกรรมปริทัศน์

ภายหลังจากการล่มสลายของระบบ Bretton Wood หลายประเทศหันมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่อยู่กึ่งกลางระหว่างแบบคงที่และแบบลอยตัวกันมากขึ้น เนื่องจากผู้ดำเนินนโยบายการเงินสามารถแทรกแซงเพื่อให้บรรลุเป้าหมายได้ ดังนั้น Waymark (1995,1997) จึงได้ใช้ดัชนีของอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการของ Frenkel และ Aizenman (1982) มาพัฒนาเป็นการวัดระดับการแทรกแซงในตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ โดยดัชนีการแทรกแซงได้นำมาจากลักษณะของนโยบายในการแทรกแซง ซึ่งอยู่ในรูปแบบสัดส่วนของความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนที่ถูกบรรเทาลงด้วยการแทรกแซงของธนาคารกลาง ส่วนการวัดความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนได้มาจากการคำนวณดัชนีโดยใช้แนวทางของ Girton และ Roper (1977) โดยในข้อสมมติที่ผู้ดำเนินนโยบายไม่มีการใช้การเปลี่ยนแปลงสินเชื่อในประเทศ

ในขณะที่ Roper และ Turnovsky (1980) ได้ใช้แบบจำลองที่ต่างกัน กล่าวคือยอมให้การแทรกแซงของธนาคารกลางมีรูปแบบของการเปลี่ยนแปลงสินเชื่อในประเทศเช่นเดียวกับการเปลี่ยนแปลงในทุนสำรองระหว่างประเทศ อย่างไรก็ตามแบบจำลองทั้งสองที่มาจาก specific model นั้น ไม่สามารถที่จะสร้างความหมายโดยทั่วไปของความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนได้ ดังนั้น Waymark จึงได้นิยามความหมายและสร้าง model-independent ขึ้นมาเพื่อใช้ในการศึกษา โดยจะแสดงให้เห็นว่าการวัดความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนและกิจกรรมการแทรกแซงสามารถนำมาประยุกต์เป็นเครื่องมือสำหรับการวิเคราะห์นโยบายได้ โดยการใช้แนวคิดของการเปิดประเทศขนาดเล็กกับการคาดการณ์อย่างมีเหตุผล ซึ่งความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนและระดับการแทรกแซงถูกคำนวณจากเศรษฐกิจรายไตรมาสของประเทศแคนาดาในช่วงปี 1975 ถึง 1990 โดยแบบจำลองการวัดความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนและระดับการแทรกแซงของธนาคารกลางถูกสร้างจากการประมาณขนาดการเปิดประเทศกับสหรัฐอเมริกา และจากขนาดการเปิดประเทศกับกลุ่ม G-10 ซึ่งผลจากการศึกษาแสดงให้เห็นว่าธนาคารกลางของแคนาดามีการจัดการกับอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงนี้ และยังชี้ให้เห็นว่าอัตราแลกเปลี่ยนของแคนาดาเทียบกับสหรัฐอเมริกาคือเป้าหมายในการแทรกแซงมากกว่าอัตราแลกเปลี่ยนของแคนาดาเทียบกับในกลุ่ม G-10

ส่วนบางประเทศที่หันมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว ซึ่งในทางปฏิบัติที่แท้จริงแล้วยังคงเป็นการลอยตัวแบบอิสระหรือมีการจัดการ Mikko (1999) จึงได้ทำการศึกษาถึงตัววัดความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนและนโยบายการแทรกแซงของธนาคารกลางที่มีระบบการเงินแบบลอยตัวและมีบางส่วนถูกแทรกแซงโดยการทำให้ sterilized โดยการใช้แบบจำลองที่ถูกปรับให้สอดคล้องกับประเทศเปิดขนาดเล็กและการคาดการณ์อย่างมีเหตุผล เพื่อที่จะใช้ศึกษากับข้อมูลทางการเงินของประเทศฟินแลนด์ในช่วงปี 1992-1996 ซึ่งจากผลการศึกษาพบว่าระดับการแทรกแซงโดยทั่วไปลดลง และในทุก ๆ ปี ระดับของความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนจะมีค่าลดลงมากกว่า

การเพิ่มค่าของแรงกดดันในแต่ละเดือน แสดงว่าธนาคารกลางตอบโต้การลดค่าของแรงกดดันมากกว่า และดูเหมือนว่าการแทรกแซงในตลาดเงินตราระหว่างประเทศจะเป็นเพียงส่วนน้อยจากการทำ sterilized ในประเทศอุตสาหกรรมหลัก โดยธนาคารกลางค่อนข้างจะปล่อยให้ค่าเงินลอยตัวอย่างอิสระ ลดกิจกรรมการแทรกแซง และมีความต้องการที่จะให้ค่าเงินเพิ่มค่ามากกว่าเสื่อมค่า

Pentecost, Hooydonk และ Poeck (2001) ได้ทำการศึกษาการวัด EMP ทั่วไปที่สามารถใช้วัดได้ทั้งในช่วงวิกฤตและในช่วงที่ไม่ใช่วิกฤต ซึ่งแตกต่างจากงานการศึกษาต่างๆ ที่เคยมีมา โดยใช้ components principle analysis ที่ได้จากการวัดแรงกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนมาใช้ในการวิเคราะห์ โดยแบ่งออกเป็น 3 ส่วน คือ อัตราแลกเปลี่ยน การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย และทุนสำรองระหว่างประเทศ จากการศึกษาข้อมูลโดยทั่วไปของ EU ในช่วง 1980-1994 พบว่ามีเพียง 8 ประเทศจาก 13 ประเทศ ที่มีเครื่องหมายถูกต้อง แล้วจึงนำมาหาจำนวนและสัดส่วนของวิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้น อีกทั้งยังอธิบายการวัดความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนโดยการขยายความมั่งคั่งในรูปแบบทางการเงิน ซึ่งผลจากการวิเคราะห์สมาชิกของ EU 5 ประเทศ ที่มีข้อมูลสมบูรณ์ ได้แก่ เบลเยียม ฝรั่งเศส อิตาลี สเปน และฟินแลนด์ ได้แสดงให้เห็นว่าความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนสามารถถูกอธิบายได้จากการเปลี่ยนแปลงของการขยายปริมาณเงิน การเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยระยะยาว การลดค่าเงินที่แท้จริง งบประมาณขาดดุล และดุลบัญชีเดินสะพัด

สำหรับในการศึกษาของ Tanner (2001) ได้พิจารณาถึงความสัมพันธ์ระหว่างความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนและนโยบายการเงิน โดยศึกษาในประเทศที่กำลังเปิดตลาดในช่วงปี 2533 เช่น บราซิล, ชิลี, เม็กซิโก, อินโดนีเซีย, เกาหลี และประเทศไทย ที่ไม่ได้มีอัตราแลกเปลี่ยนที่คงที่อย่างตายตัวหรือลอยตัวแบบเสรี ด้วยการใช้ VAR (Vector Autoregressive) ซึ่งผลการศึกษาพบว่าเครื่องมืออย่างหนึ่งของนโยบายการเงิน คือการขยายสินเชื่อมีผลต่อความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยน การลดลงของสินเชื่อที่เป็นส่วนหนึ่งของปริมาณเงินช่วยลดความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยน (ไม่ก็เป็นการเพิ่มของปริมาณเงินในประเทศหรือปริมาณเงินทุนสำรอง หรือทั้งคู่) ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยนั้นไม่ชัดเจน นอกจากนี้ยังมีการศึกษาของ Clarcia (2005) ที่ศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนและนโยบายการเงิน และได้เพิ่มการขยายตัวของผลผลิตในการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยน การขยายสินเชื่อ และอัตราดอกเบี้ย โดยทำการศึกษากฎของประเทศอาเซียนในช่วงปี 1993-2004 ซึ่งจากการศึกษาพบว่ามีหลักฐานบางอย่างบอถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันระหว่างความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนและการขยายสินเชื่อ อีกทั้งการขยายตัวของผลผลิตยังมีบทบาทในการกำหนดความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนมากกว่าการขยายตัวของสินเชื่อหรืออัตราดอกเบี้ย

จากการศึกษา Hiroya (2002) ได้มีการคิด The new index ขึ้นมาใหม่ โดยมาจากการนำแนวคิดเบื้องต้น intervention index ของ Waymark (1995, 1997, 1998) และ crisis index ของ Eichengreen, Rose และ Wyplosz (1995, 1996) มาร่วมกับการใช้ Mundel-Fleming model สำหรับประเทศเปิดขนาดเล็ก และแนวคิดการใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยในการตอบโต้การเก็งกำไร ดังนั้นสมการ EMP จึงไม่ใช่เพียงแค่การสังเกตการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยและการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนจากการแทรกแซง แต่ยังรวมการเปลี่ยนแปลงในการใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยโดยคำนวณจากการใช้ข้อมูลรายเดือนของประเทศมาเลเซียตั้งแต่เดือนมีนาคม ปี 1993 ถึงเดือนธันวาคม ปี 1999 และข้อมูลรายไตรมาสของประเทศไทยตั้งแต่ไตรมาสแรกในปี 1994 ถึงไตรมาสที่สี่ในปี 1999 โดยสิ่งที่น่าสนใจของการศึกษานี้ คือการศึกษาถึงผลกระทบจากการใช้นโยบายการแทรกแซงและการใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางทั้งกรณีของประเทศมาเลเซียและประเทศไทย ซึ่งส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนของริงกิตและบาทในตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ โดยการคำนวณดัชนี new index ในประเทศมาเลเซียเน้นมีทั้งการแทรกแซงของธนาคารกลางในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ค่าเงินในเอเชียและการปรับนโยบายอัตราดอกเบี้ยในช่วงที่เกิดวิกฤต ส่วนประเทศไทยนั้นดัชนีมีความสัมพันธ์ตามที่ตั้งสมมติฐานไว้ เว้นแต่ในช่วงที่เกิดวิกฤตทั้งนี้อาจมีสาเหตุจากความแตกต่างระหว่างระบบอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงก่อนและหลังการเกิดวิกฤตการณ์

สำหรับการศึกษาของ Baig, Narasimhan และ Ramachandran (2003) ได้ทำการศึกษาวัดความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยนและดัชนีการแทรกแซงกิจกรรมที่เหมาะสม ซึ่งถือเป็นตัวชี้วัดที่มีประโยชน์ในการทำความเข้าใจถึงทิศทางของความกดดันในตลาดเงินตราระหว่างประเทศ ลักษณะการดำเนินนโยบายการแทรกแซงของผู้ดำเนินนโยบาย และประเมินขนาดและธรรมชาติของการแทรกแซงทางการที่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของผู้ดำเนินนโยบายในการปกป้องอัตราแลกเปลี่ยนและการจัดการทุนสำรองระหว่างประเทศ โดยศึกษาจากข้อมูลรายเดือนของประเทศอินเดียในช่วงปี 1993-2002 พบว่าธนาคารกลางของอินเดียมีการแทรกแซงแบบทางการประมาณ 73% แต่ผลของการแทรกแซงไม่ค่อยมีประสิทธิภาพ

3.2 การวิเคราะห์การเคลื่อนย้ายเงินทุนในภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง

▪ พฤติกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่เป็นผลมาจากการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment: FDI)

การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment: FDI) เป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยผลักดันกิจกรรมต่าง ๆ ในระบบเศรษฐกิจให้ดำเนินไปอย่างราบรื่น แม้ในขณะที่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยและกำลังตกต่ำ FDI กลายเป็นเครื่องมือสำคัญที่จะทำให้เศรษฐกิจกลับฟื้นคืนสู่การเจริญเติบโตอีกครั้ง เนื่องจากประโยชน์ที่สำคัญของการลงทุนจากต่างประเทศ ดังนี้

1. เป็นแหล่งที่มาของเงินทุนภายใน ซึ่งประเทศกำลังพัฒนาส่วนใหญ่รวมทั้งประเทศไทยมีความต้องการและมีความจำเป็นต่อการพัฒนาประเทศ
2. เป็นแหล่งเงินทุนภายนอกที่มีความผันผวนต่ำ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนทางอ้อม
3. เป็นตัวกลางหรือสิ่งที่จะนำไปสู่การถ่ายทอดเทคโนโลยี และความรู้ (Know-How) ซึ่งประเทศกำลังพัฒนามีความต้องการในการพัฒนาขีดความสามารถในการแข่งขันของอุตสาหกรรม และขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศ
4. สร้างงาน และพัฒนาทุนมนุษย์ของประเทศตลอดจนการพัฒนาทักษะ

สำหรับประเทศไทย ความไม่เพียงพอของปริมาณเงินออมภายในประเทศที่จะตอบสนองความต้องการลงทุนเพื่อพัฒนาประเทศ ทำให้ FDI เป็นปัจจัยที่สำคัญในการที่ทำให้เกิดความเจริญเติบโตที่ยั่งยืน เนื่องจากการลงทุนที่ก่อให้เกิดการผลิตในภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง รัฐบาลไทยได้มีการกำหนดนโยบายเพื่อดึงดูดให้เงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้ามาในรูปของการลงทุนทางตรงอย่างมากมาย โดยได้มีการเริ่มส่งเสริมการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ อย่างจริงจังภายใต้พระราชบัญญัติส่งเสริมการลงทุนปี พ.ศ. 2517 จากการศึกษาในช่วงปี 2513 - 2533 พบว่าการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศเพิ่มสูงขึ้นเฉลี่ยปีละประมาณ 30.79% โดยมีประเทศญี่ปุ่นเป็นประเทศที่เข้ามาลงทุนมากที่สุด รองลงมาได้แก่ ประเทศสหรัฐฯ และกลุ่มประชาคมยุโรป ตามลำดับ โดยสาขาอุตสาหกรรมเป็นสาขาที่มีการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศสูงสุดรองลงมา ได้แก่ ธุรกิจการค้า การก่อสร้าง เหมืองแร่ สถาบันการเงิน และการเกษตร ตามลำดับ

ในส่วนของปัจจัยในเชิงทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนในรูปของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศนั้น พบว่า นักลงทุนจะพิจารณาปัจจัยดังต่อไปนี้ในการตัดสินใจที่จะเคลื่อนย้ายเงินทุนไปสู่ประเทศเป้าหมายผู้รับการลงทุนโดยการพิจารณาจากวัตถุประสงค์ต่อไปนี้

(1) การแสวงหาโอกาส หรือตลาด โดยทำการพิจารณาจากปัจจัยดังต่อไปนี้

- ขนาดของตลาดและโอกาสในการเติบโต
- การเข้าถึงตลาดในภูมิภาค
- อำนาจซื้อและโครงสร้างตลาด

(2) การแสวงหาปัจจัยการผลิต โดยทำการพิจารณาจากปัจจัยดังต่อไปนี้

- การพิจารณาในด้านคุณภาพ และปริมาณของแหล่งวัตถุดิบ
- ความสามารถในการเข้าถึงเทคโนโลยีที่ทันสมัยของประเทศผู้รับการลงทุน

วรรณกรรมปริทัศน์

ในการศึกษาที่เกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศนั้น Bruce Blonigen (2005) ได้ทำการศึกษาถึงตัวแปรสำคัญในการกระตุ้นการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศพบว่า อัตราแลกเปลี่ยน ภาษี การเคลื่อนไหวเสรีของการค้าระหว่างประเทศ มีนัยสำคัญต่อปริมาณการลงทุนจากต่างประเทศ นอกจากนี้ การศึกษาโดย สุรพล เมมินทร์อนุกุล พบว่า โดยใช้แบบจำลองนโยบายทางเศรษฐกิจ อันได้แก่ อัตราภาษี พบว่า หากรัฐบาลเพิ่มอัตราภาษี 1% จะส่งผลให้ การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ การบริโภคภาคเอกชน การลงทุนภาคเอกชน การนำเข้าและการขาดดุลการค้ามีแนวโน้มลดลง ขณะที่การส่งออก การขาดดุลการชำระเงินและผลผลิตมวลประชาชาติมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น ขณะที่รายได้ที่ใช้จ่ายได้แท้จริงไม่เปลี่ยนแปลง ในทางตรงกันข้าม หากรัฐบาลลดอัตราภาษีลง 1% จะส่งผลให้การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ การบริโภคภาคเอกชน รายได้ที่ใช้จ่ายได้แท้จริง การลงทุนภาคเอกชน การส่งออก การนำเข้า ดุลการชำระเงินและผลผลิตมวลรวมประชาชาติ มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น ขณะที่การขาดดุลการค้ามีแนวโน้มลดลง ในขณะที่ผลการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยอื่นๆที่มีอิทธิพลจากแบบจำลอง คือ อัตราค่าจ้างแรงงาน พบว่า หากรัฐบาลเพิ่มอัตราค่าจ้างแรงงาน 1% จะส่งผลให้การลงทุนจากต่างประเทศ การบริโภคภาคเอกชน การส่งออก การนำเข้า การขาดดุลการค้าและดุลการชำระเงินมีแนวโน้มลดลง ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนและผลผลิตมวลรวมประชาชาติ มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น โดยที่รายได้ที่ใช้จ่ายได้แท้จริง ไม่เปลี่ยนแปลง

ในทางตรงกันข้าม หากรัฐบาลลดอัตราค่าจ้างแรงงานลง 1% จะส่งผลให้การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ และการขาดดุลการค้า มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น ขณะที่การบริโภคภาคเอกชน การลงทุนภาคเอกชน การส่งออก การนำเข้า ดุลการชำระเงิน และผลผลิตมวลรวมประชาชาติ มีแนวโน้มลดลง โดยที่รายได้ที่ใช้จ่ายได้แท้จริงไม่เปลี่ยนแปลง

ดร.ภูมิฐาน รั้งกฤษณวัฒน์ และ อาชน พดด้วง (2008) ได้ทำการศึกษาถึงตัวแปรที่มีนัยสำคัญในการกระตุ้นการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศพบว่า การเคลื่อนไหวเสรีของการค้าระหว่างประเทศมีนัยสำคัญสูงสุดในการกระตุ้นการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศ

Peter Brimble (2002) ได้ทำการศึกษาถึงนโยบายของรัฐบาลที่มีนัยสำคัญในการกระตุ้นการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศ โดยพบว่าการลงทุนจากต่างประเทศจะช่วยนำเทคโนโลยีใหม่ๆและช่วยให้ประเทศที่ได้รับการลงทุนมีการเพิ่มของผลผลิตมวลรวมในประเทศ (GDP) และช่วยเสริมศักยภาพขีดความสามารถในการแข่งขันให้กับประเทศที่ได้รับการลงทุนโดยรัฐบาลของประเทศนั้นๆควรมีนโยบายทั้งทางตรงและทางอ้อมในการส่งเสริมการลงทุนในระดับมหภาคและจุลภาค

Ammar Siamwalla, Yos Vajragupta and Pakorn Vichyanond (1999) และสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง (2550) ได้ทำการศึกษาถึงปัจจัยหลักที่มีนัยสำคัญในการเคลื่อนย้ายของการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศ (FDI) โดยพบว่า อัตราแลกเปลี่ยน การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP) ความพร้อมในด้านคุณภาพ ปริมาณและค่าจ้างแรงงานและวัตถุดิบ นโยบายพิเศษในการส่งเสริมการลงทุน และความมีเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ เป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญในการเคลื่อนย้ายของการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศ (FDI)

■ **พฤติกรรมกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่เป็นผลมาจากการค้าสินค้าและบริการ รายได้ และเงินโอน (การเปลี่ยนแปลงในดุลบัญชีเดินสะพัด)**

การเคลื่อนไหวของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศที่เป็นผลมาจากการทำธุรกรรมการค้าสินค้าและบริการ รายได้และเงินโอนนั้น สามารถสะท้อนผ่านธุรกรรมที่บันทึกในระบบบัญชีเดินสะพัด (Current Account) ซึ่งมีวิธีการบันทึกดังต่อไปนี้

1) ดุลการค้า (Trade Balance) บันทึกธุรกรรมด้านการค้าสินค้านระหว่างประเทศ โดยสินค้านำเข้า (Import Goods) จะถูกบันทึกลงบัญชีในส่วน Debit สำหรับสินค้าส่งออก (Export Goods) จะถูกบันทึกลงบัญชีในส่วน Credit

2) ดุลบริการ รายได้ และเงินโอน (Net Services Income & Transfers) ได้แก่

2.1) ดุลบริการ (Net Service) บันทึกธุรกรรมด้านการค้าบริการระหว่างประเทศ โดยรายจ่ายจากการซื้อบริการจากต่างประเทศจะถูกบันทึกลงบัญชีในส่วน Debit สำหรับรายได้จากการค้าบริการให้ต่างประเทศจะถูกบันทึกลงบัญชีในส่วน Credit ทั้งนี้ค่าบริการต่างๆ ที่ถูกบันทึกได้แก่ ค่าขนส่ง ค่าประกันภัย ค่าบริการการท่องเที่ยว ค่าบริการโทรคมนาคมและการสื่อสาร ค่าลิขสิทธิ์และเครื่องหมายการค้า ค่าบริการการก่อสร้าง ค่าบริการและค่าใช้จ่ายทางภาครัฐ ฯลฯ

2.2) ดุลรายได้ (Income) บันทึกธุรกรรมทางด้านรายได้ระหว่างผู้มีถิ่นฐานในประเทศกับผู้มีถิ่นฐานอยู่ต่างประเทศ กล่าวคือ รายได้ที่ผู้มีถิ่นฐานในประเทศจ่ายให้ผู้มีถิ่นฐานอยู่ต่างประเทศจะถูกบันทึกลงบัญชีในส่วน Debit ส่วนรายได้ที่ผู้มีถิ่นฐานในประเทศได้รับจากต่างประเทศจะถูกบันทึกลงบัญชีในส่วน Credit ทั้งนี้รายได้ต่างๆ ที่บันทึกได้แก่ รายได้จากการลงทุน เงินเดือนค่าจ้างและสวัสดิการอื่นๆ ฯลฯ

2.3) ดุลเงินโอนและเงินบริจาค (Current Transfers) บันทึกธุรกรรมเกี่ยวกับเงินโอนและเงินบริจาคระหว่างประเทศ โดยเงินโอนและเงินบริจาคที่ผู้มีถิ่นฐานในประเทศบริจาคให้ต่างประเทศจะถูกบันทึกลงบัญชีในส่วน Debit ส่วนเงินโอนและเงินบริจาคที่ผู้มีถิ่นฐานในประเทศได้รับจากต่างประเทศจะถูกบันทึกลงบัญชีในส่วน Credit ทั้งนี้ เงินโอนและเงินบริจาคที่บันทึกจะมีทั้งเงินโอนและเงินบริจาคภาครัฐและภาคเอกชน¹

¹ อย่างไรก็ตามในบางประเทศได้บันทึกแยกดุลเงินโอนและเงินบริจาคออกจากดุลบัญชีเดินสะพัดเป็นอีกบัญชีหนึ่ง โดยไม่นำมารวมกันเหมือนอย่างในประเทศไทย

จากโครงสร้างที่แสดงข้างต้นจะเห็นได้ว่าปัจจัยที่กำหนดการเปลี่ยนแปลงของธุรกรรมดังกล่าวข้างต้นจะเป็นปัจจัยที่กำหนดให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนในส่วนนี้นั่นเอง

▪ พฤติกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่เป็นผลมาตลาดเงินทุนเพื่อการกู้ยืม

วรรณกรรมปริทัศน์

Gupta and Islam (1983) ได้ศึกษาเรื่อง Foreign Capital, Savings and Growth เพื่อแบ่งการศึกษาออกเป็นสองวัตถุประสงค์ได้แก่ การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศกับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศกับการออมภายในประเทศ โดยการสร้างสมการเชิงซ้อนและทำการประมาณค่าด้วยวิธี Two Stage Least Squares ผลการศึกษาพบว่า เงินทุนต่างประเทศรวมถึงการกู้ยืมระยะยาว อัตราเงินทุนไหลเข้าประเภทอื่นๆ และเงินโอนสุทธิ เงินลงทุนระยะสั้นของภาคเอกชน มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกันกับอัตราการออมภายในประเทศเบื้องต้น ส่วนเงินทุนต่างประเทศที่มีผลต่ออัตราการเจริญเติบโตของมูลค่าผลิตภัณฑ์ประชาชาติเบื้องต้นพบว่า อัตราเงินโอนสุทธิที่รัฐบาลได้รับจากต่างประเทศรวมถึงการกู้ยืมระยะยาว อัตราเงินทุนไหลเข้าอื่นๆ และเงินโอนสุทธิ เงินลงทุนระยะสั้นของภาคเอกชนจากต่างประเทศ มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกับอัตราการเจริญเติบโตของมูลค่าผลิตภัณฑ์ประชาชาติเบื้องต้น แต่อัตราการลงทุนโดยตรงของภาคเอกชนจากต่างประเทศ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราการเจริญเติบโตของมูลค่าผลิตภัณฑ์ประชาชาติเบื้องต้น

ขวัญชนก (2544) ศึกษาเรื่อง ปัจจัยกำหนดการกู้ยืมเงินทุนจากต่างประเทศ เพื่อแก้ปัญหาการขาดแคลนเงินทุนภายในประเทศและปัญหาการขาดดุลการค้า โดยพิจารณาทั้งของภาครัฐบาลและภาคเอกชน ด้วยการวิเคราะห์การถดถอยพหุเชิงซ้อน แล้วประมาณค่าด้วยวิธี OLS ผลการศึกษาพบว่า ความสัมพันธ์ของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ ช่องว่างการออมและการลงทุน มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับปริมาณการกู้ยืมเงินทุนจากต่างประเทศ ส่วนมูลค่าการส่งออกสุทธิและอัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ในประเทศมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับปริมาณการกู้ยืมเงินทุนจากต่างประเทศ

อุเทน (2546) ศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่กำหนดการไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศ โดยแบ่งออกเป็นเงินลงทุนโดยตรง เงินลงทุนในหลักทรัพย์ และเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ ใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุเชิงซ้อน แล้วประมาณค่าด้วยวิธี OLS ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่กำหนดการไหลเข้าของเงินลงทุนโดยตรง คือ อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม และดุลบัญชีเดินสะพัด ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดเงินลงทุนในหลักทรัพย์ คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศและต่างประเทศ และอัตราเงินเฟ้อของไทย ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ คือ ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศและต่างประเทศ อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม

3.3 การวิเคราะห์ตลาดเงิน

ประเทศไทยมีการติดต่อซื้อขายและลงทุนกับต่างประเทศมาเป็นเวลานาน ทำให้เงินตราสกุลต่างประเทศมีการไหลเข้าออกประเทศอยู่ตลอดเวลา แต่เนื่องจากการทำธุรกรรมดังกล่าว จำเป็นต้องใช้เวลาในการส่งมอบเงินเพื่อชำระบัญชีตามธุรกรรมดังกล่าว เช่น เมื่อ ประเทศไทยส่งสินค้าเข้าจากประเทศสหรัฐอเมริกาในวันนี้ แต่การส่งมอบเงินไปยังสหรัฐอเมริกา อาจจะเป็นอีก 1 เดือนข้างหน้า เป็นต้น การส่งมอบเงินเป็นเงินตราต่างประเทศ ในขณะที่อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาสถาบันสามารถเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลาทำให้ผู้ส่งสินค้าเข้าและผู้ส่งออกต้องเผชิญกับความเสี่ยงที่เกิดจากความไม่แน่นอนของอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Risk) ดังนั้นเพื่อเป็นการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นจากความผันผวนของค่าเงินในอนาคตจึงเกิดตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าเพื่อมาทำหน้าที่ในการจัดการความเสี่ยงนี้ ในการติดตามและวิเคราะห์พฤติกรรม การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศที่เกี่ยวกับตลาดเงินนี้นั้นจะทำการพิจารณาการเคลื่อนย้ายที่เกิดขึ้นในตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้านี้เป็นสำคัญ

ตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าเป็นสถานที่ต่าง ๆ ที่มีการซื้อและขายเงินตราต่างประเทศที่จะมีการส่งมอบกันตามเวลาที่ตกลงกันซึ่งมีระยะเวลาไม่เกิน 1 ปี และ อัตราแลกเปลี่ยนที่ใช้คือ อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward rate) เช่น มีการตกลงซื้อเงินดอลลาร์ ซึ่งจะไม่มีการส่งมอบเงินดอลลาร์ จำนวน 1 ล้านดอลลาร์ ระยะเวลา 3 เดือน จากที่ตกลงกันในวันนี้ในอัตรา 38.00 บาท ต่อดอลลาร์ ซึ่งไม่มีการส่งมอบเงินดอลลาร์ ณ เวลาที่ตกลงกัน แต่จะได้รับเงินหลังจากนั้นอีก 3 เดือน จะได้รับเงิน 1 ล้านดอลลาร์ โดยจ่ายเงิน 38 ล้านบาท ไม่ว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีขณะนั้นจะเป็นเท่าใด

ตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศ หรือตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ เป็นเพียงการตกลงซื้อขายระหว่างคู่สัญญา 2 ฝ่าย ติดต่อกันทางสื่อโทรคมนาคมต่าง ๆ โดยไม่ต้องมาพบปะกัน ไม่มีตัวตลาด ไม่มีกฎเกณฑ์ กติกา การซื้อขายเป็นไปตามความพอใจของทั้งสองฝ่าย หรือเรียกว่า Over-the Counter (OTC) market

หน้าที่ของตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ

1.หน้าที่การโอนอำนาจแห่งการซื้อ--การโอนอำนาจแห่งการซื้อถือได้ว่าเป็นหน้าที่อันจำเป็นของการดำเนินธุรกรรมทางการค้าระหว่างประเทศ เพราะเป็นการดำเนินธุรกรรมทางการค้า และการเคลื่อนย้ายของเงินทุนของคู่กรณีที่มีถิ่นฐานอยู่คนละประเทศ และมีหน่วยเงินตราที่แตกต่างกัน ตามปกติแล้วคู่กรณีต่างมีความต้องการถือเงินตราของประเทศของตน แม้ว่าในช่วงระหว่างการค้าหรือการเคลื่อนย้ายของทุนนั้น จะสามารถส่งไปเรียกเก็บเงินในเงินตราสกุลใดสกุลหนึ่งที่สะดวกซึ่งอาจจะไม่ใช่เงินตราสกุลท้องถิ่นของตนได้ก็ตาม ตัวอย่างเช่น พ่อค้าชาวไทยผู้

ส่งออกไปขายให้พ่อค้าชาวเวียดนามซึ่งเป็นผู้นำเข้า ผู้ส่งออกชาวไทยอาจส่งไปเรียกเก็บเงินให้พ่อค้าชาวเวียดนามผู้นำเข้าให้จ่ายเป็นเงินบาทของไทย หรือเงินดอลลาร์ของเวียดนาม หรือเงินตราของประเทศที่สาม เช่นเงินดอลลาร์สหรัฐก็ได้ ซึ่งเป็นเรื่องที่ได้ตกลงกันล่วงหน้าไว้แล้ว

ไม่ว่าเงินตราสกุลใดที่ถูกใช้ก็ตาม คู่ค้าแต่ละฝ่ายจะต้องมีการโอนอำนาจการซื้อไปจากเงินตราสกุลของตน หรือโอนอำนาจการซื้อมายังสกุลของตนแล้วแต่กรณี ถ้าเป็นกรณีการชำระหนี้ด้วยเงินบาท พ่อค้าชาวเวียดนามผู้นำเข้าจะต้องนำเงินดอลลาร์ของตนที่มีอยู่ออกมาซื้อเงินบาทแล้วส่งมาชำระหนี้แก่พ่อค้าไทยผู้ส่งออก แต่ถ้าเป็นกรณีการชำระหนี้ด้วยเงินดอลลาร์ ในกรณีที่ใช้เงินตราสกุลของประเทศที่ 3 เช่น ดอลลาร์สหรัฐอเมริกา พ่อค้าชาวเวียดนามผู้นำเข้าจะต้องนำเงินของตนออกมาซื้อ เงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา แล้วนำมาชำระหนี้ให้แก่พ่อค้าไทยผู้ส่งออก เมื่อพ่อค้าไทยได้รับเงินดอลลาร์สหรัฐจากการชำระหนี้ก็นำมาขายเป็นเงินบาทอีกต่อหนึ่ง ดังนั้นตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศจึงได้ทำหน้าที่การโอนอำนาจแห่งการซื้อดังที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้น

2.หน้าที่ให้บริการสินเชื่อ--การขนส่งสินค้าระหว่างประเทศจะกินเวลายาวนานพอสมควร ดังนั้นอาจมีความจำเป็นในเรื่องค่าใช้จ่ายระหว่างที่สินค้าที่อยู่ในช่วงการเดินทางหรืออยู่ในห้องแสดงสินค้าที่ยังไม่มีลูกค้ามาสั่งซื้อ เช่น ในกรณีการขนส่งชิ้นส่วนคอมพิวเตอร์จากไทยไปยังอินเดีย แม้จะกินเวลาไม่มากนักเพราะขนส่งโดยทางอากาศ แต่ชิ้นส่วนคอมพิวเตอร์นั้นมีราคาสูงตลอดจนต้องตรงกับความต้องการของคนซื้อ ดังนั้นในขณะที่ชิ้นส่วนคอมพิวเตอร์ยังหาลูกค้าไม่ได้ ผู้ส่งออกไทยอาจให้สินเชื่อทางการค้าแก่ผู้ส่งชิ้นส่วนชาวอินเดียผู้เป็นลูกหนี้ โดยจะคิดดอกเบี้ยหรือไม่ก็ตาม หรือผู้ส่งเข้าชาวอินเดียอาจชำระค่าชิ้นส่วนเป็นเงินสดเมื่อได้รับสินค้ามาแล้ว และอาจจะจัดหาสินเชื่อโดยใช้สินค้าคงคลังเป็นประกันก็ได้ ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศเป็นแหล่งที่ให้บริการสินเชื่อแหล่งที่สาม โดยใช้เครื่องมือทางการเงินบางชนิด เช่น ตัวเงินที่ธนาคารรับรอง เป็นต้น

3.หน้าที่ในการลดความเสี่ยงอันเกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน--ทุกประเทศนั้นเมื่อมีการซื้อขายสินค้าต่อกัน ย่อมไม่พึงประสงค์ที่จะต้องเผชิญกับความเสี่ยงอันเกิดจากการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนอย่างปัจจุบันทันด่วน ทั้งสองฝ่ายอาจจะต้องการกำไรตามปกติอันเกิดจากการค้าเท่านั้น ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศมีบริการในธุรกรรมเพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงที่เรียกว่า "hedging facilities" เพื่อโอนความเสี่ยงอันเกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนไปยังผู้ชำนาญพิเศษในเรื่องนี้

ประเภทของการซื้อขายเงินตราต่างประเทศ

1. การซื้อขายทันที (Spot trading)-- เป็นการซื้อขายในปัจจุบันหรือวันนี้ โดยจะมีการส่งมอบกันในอีก 2 วันข้างหน้าหลังจากการซื้อขาย เช่น 35.10 บาท ต่อดอลลาร์สหรัฐฯ หลังจากเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบลอยตัวมิได้ผูกติดกับเงินสกุลเงินหรือตะกร้าเงินใด แล้ว

อัตรา spot rate จะถูกกำหนดโดยกลไกตลาดตามอุปสงค์และ/หรืออุปทานของเงินตราในประเทศ และต่างประเทศซึ่งธนาคารพาณิชย์แต่ละแห่งจะเป็นผู้กำหนดอัตรา spot rate เอง โดยดูจากอัตราอ้างอิง (reference rate) ที่ธนาคารแห่งประเทศไทย ประกาศทุกเช้าซึ่งเป็นอัตราแลกเปลี่ยนที่มีการซื้อขายกันของวันก่อนหน้าและราคาที่มีการซื้อขายในตลาดอินเตอร์แบงก์เป็นพื้นฐานในการกำหนดแลกเปลี่ยน (counter rate) ของธนาคาร

2. การซื้อขายล่วงหน้า (Forward trading)-- เป็นการซื้อขายเงินตราต่างประเทศในอนาคตที่ตกลงกันในปัจจุบัน เช่น forward 3 เดือนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ วันนี้ เท่ากับ 37.50 บาท หมายความว่า ผู้ซื้อ forward นี้ในอีก 3 เดือน ข้างหน้าจะสามารถแลกเปลี่ยนเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐฯ ได้ในอัตรา 37.50 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ไม่ว่าในขณะนั้นอัตราแลกเปลี่ยนจะเป็นเท่าใดก็ตาม การกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน forward rate นี้ก็ขึ้นอยู่กับความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเป็นสำคัญ ทั้งนี้เพื่อไม่ให้เกิดโอกาสเงินฟรี (arbitrage opportunity) ขึ้น ตัวอย่างเช่น อัตราดอกเบี้ยอินเตอร์แบงก์เงินดอลลาร์สหรัฐฯ อยู่ที่ 5.5% ต่อปี อัตราดอกเบี้ยอินเตอร์แบงก์บาทอยู่ที่ 12% ต่อปี ซึ่งต่างกันอยู่ 6.5% ต่อปี ซึ่งถ้า spot rate อยู่ที่ 37.08 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา และ forward rate 3 เดือน อยู่ที่ 37.50 บาท แล้วจะเห็นว่าอัตราดอกเบี้ยของ forward rate คือ $37.50 - 37.08 = 0.42$ บาทต่อ 3 เดือนต่อเงินต้น 37.08 บาท หรือคิดเป็นประมาณ 6.4% ต่อปีซึ่งเท่ากับส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยดอลลาร์กับบาทพอดี

3. การซื้อขายเงินตราต่างประเทศพร้อม ๆ กัน (Swap trading)-- เป็นองค์ประกอบของการดำเนินกิจกรรมของการซื้อขายทันที (spot purchase) ในเงินตราสกุลหนึ่งและขายล่วงหน้าออกไป (forward sale) หรือในทางกลับกัน หมายถึง การขายทันที (spot sale) และซื้อล่วงหน้า (forward purchase) ในเงินตราสกุลเดียวกัน เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน เมื่อถึงกำหนดเวลาชำระหนี้ การทำ swap ทุกครั้งจะไม่มีผลทำให้ฐานะเงินตราต่างประเทศสุทธิ (net foreign exchange position) เปลี่ยนแปลงไป เนื่องจากปริมาณการซื้อ (ขาย) จะถูก covered โดยปริมาณขาย (ซื้อ) เงินตราในตลาดตามลำดับ

กระบวนการและขั้นตอนในตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า

ในการดำเนินธุรกิจด้านเงินตราต่างประเทศของธนาคารพาณิชย์จะพยายามปิดฐานะเงินตราต่างประเทศให้เป็นศูนย์ หรือ square position ซึ่งฐานะการเงินระหว่างประเทศของธนาคารพาณิชย์จะมีด้วยกัน 3 แบบ คือ

1) Square Position คือ สถานะที่ธนาคารไม่มีสินทรัพย์หรือหนี้สินที่เป็นเงินตราต่างประเทศเลย ดังนั้น สถานะเงินตราต่างประเทศจึงเท่ากับศูนย์ หรือ เรียกว่ามี square position นั่นคือ ผลต่างระหว่างสินทรัพย์กับหนี้สินที่เป็นเงินตราต่างประเทศเท่ากับศูนย์

2) Long Position คือ สมมติว่าต่อมามีลูกค้าผู้ส่งออกมาขายตัวสินค้าออกเป็นจำนวน 1,000,000 ดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ธนาคารรับซื้อไว้โดยจ่ายให้ลูกค้า 36.70 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา และนำตัวสินค้าออกนั้นไปเข้าบัญชีเงินฝากที่ธนาคาร A ซึ่งเป็นธนาคารตัวแทนในต่างประเทศ จึงมีผลให้สินทรัพย์ที่เป็นเงินตราต่างประเทศเพิ่มขึ้นเป็น 1,000,000 ดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ดังนั้นฐานะเงินตราต่างประเทศจะไม่สมดุล คือ มีสินทรัพย์มากกว่าหนี้สินที่เป็นเงินตราต่างประเทศ

3) Short Position คือ ในทางตรงกันข้าม หากรายการที่เกิดขึ้นข้างต้นเป็นทางด้านสินค้าเข้า โดยมีลูกค้ามาซื้อเงินจำนวน 1,000,000 ดอลลาร์สหรัฐอเมริกา จากธนาคารเพื่อนำไปชำระตัวสินค้าเข้า ในอัตรา 36.70 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา โดยธนาคารสั่งให้ธนาคาร B ซึ่งเป็นธนาคารตัวแทนในต่างประเทศจ่ายเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา จากบัญชีธนาคารให้ผู้ขายสินค้าในต่างประเทศ ดังนั้นจะเกิด short position ขึ้น คือ หนี้สินที่เป็นเงินตราต่างประเทศมากกว่าสินทรัพย์ที่เป็นเงินตราต่างประเทศ

ในการดำเนินงานเกี่ยวกับฐานะเงินตราต่างประเทศนี้ โดยทั่วไปธนาคารจะมีนโยบายที่จะรักษาสถานะสมดุลอยู่ตลอดเวลา ทั้งนี้เพื่อตัดความเสี่ยงต่อการขาดทุนอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน ตัวอย่างเช่น ในขณะนั้น ธนาคารมีฐานะเป็น square position ต่อมาอัตราแลกเปลี่ยนเปลี่ยนเป็น 35.80 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา เมื่อสินทรัพย์เท่ากับ 1,000,000 ดอลลาร์สหรัฐอเมริกา และหนี้สินเท่ากับ 1,000,000 ดอลลาร์สหรัฐอเมริกา มูลค่าของสินทรัพย์และหนี้สินที่คิดเป็นเงินบาทจะเท่ากับ 35,800,000 บาท ทั้งคู่ จะเห็นได้ว่าไม่มีการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าของสินทรัพย์และหนี้สินเลย นั่นคือ จะไม่มีการได้กำไรหรือขาดทุนเกิดขึ้น

ดังนั้น ความพยายามที่จะปรับฐานะเงินตราต่างประเทศให้อยู่ในสถานะสมดุล จึงเป็นข้อจำกัดด้านหนึ่งของพฤติกรรมของธนาคารในตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า เช่น เมื่อ

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีค่าเสมอภาคของอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Parity Theory)

ทฤษฎีนี้มีบทบาทต่อตลาดเงินตราต่างประเทศ โดยจะช่วยเชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างตลาดเงินในประเทศกับตลาดเงินตราต่างประเทศเข้าด้วยกัน ทฤษฎีนี้นับเป็นพื้นฐานที่สำคัญในการอธิบายความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยกับค่าของเงินสกุลใดสกุลหนึ่ง เมื่อเทียบกับอีกสกุลหนึ่งว่ามีค่าเป็นส่วนเพิ่ม (Premium) หรือส่วนลด (discount) โดยทฤษฎีนี้อธิบายว่า ถ้าไม่มีการพิจารณาเรื่องต้นทุนในการธุรกรรม (transaction costs) แล้ว หลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงเหมือนกันและมีกำหนดระยะเวลาใกล้เคียงกันของแต่ละประเทศ อาจจะมีอัตราดอกเบี้ยแตกต่างกัน และความแตกต่างกันนี้มีค่าเท่ากับ premium หรือ discount ของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ

โดยทั่วไปแล้ว การใช้นโยบายการเงินของประเทศจะมีอิทธิพลอย่างมากต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ โดยจะมีผลกระทบทั้งในตลาดแลกเปลี่ยนทันที (spot exchange market) และตลาดแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (forward exchange market) และการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยในประเทศจะก่อให้เกิดความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ ซึ่งจะมีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนที่ต้องการแสวงหากำไรจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนระยะสั้นในแต่ละประเทศ โดยเงินทุนจะเคลื่อนย้ายไปสู่สถานที่ที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า เช่นถ้าไม่มีความเสี่ยงในเรื่องของอัตราแลกเปลี่ยน (exchange risk) เข้ามาเกี่ยวข้องแล้ว หากอัตราดอกเบี้ยในประเทศสหรัฐฯ สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทย นักลงทุนชาวไทยก็จะซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ อัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน (spot rate) เพื่อนำเข้าไปลงทุนในสหรัฐฯ แต่ในความเป็นจริงนั้น นักลงทุนยังต้องเผชิญกับความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งอาจเพิ่มขึ้นหรือลดลงในช่วงเวลาใด ๆ ก็ได้ ดังนั้นนักลงทุนชาวไทยที่ไม่ชอบความเสี่ยงก็จะทำการขายเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่ได้จากการลงทุน (เงินต้นบวกอัตราผลตอบแทน) กลับมาเป็นเงินบาท ณ อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าในขณะนั้น (forward rate) ซึ่งเรียกการกระทำในลักษณะนี้ว่า Covered Interest Arbitrage โดยสามารถจะอธิบายได้ในรายละเอียดดังนี้

กำหนดให้

1. มี 2 ประเทศ คือ ประเทศสหรัฐฯ (ใช้เงินดอลลาร์) และประเทศไทย (ใช้เงินบาท)
2. ประเทศทั้ง 2 มีอัตราดอกเบี้ยไม่เท่ากันคือ ประเทศสหรัฐฯ มีอัตราดอกเบี้ยเท่ากับ i_a และประเทศไทยมีอัตราดอกเบี้ยเท่ากับ i_b

จากนั้น สมมติว่า อัตราดอกเบี้ยในประเทศสหรัฐฯ ต่ำกว่าในประเทศไทย คือ $i_a < i_b$ แล้ว นักลงทุนในประเทศสหรัฐฯ จะนำเงินไปลงทุนในประเทศไทย อย่างไรก็ตามการเคลื่อนย้ายเงินทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนสูงสุดนั้น นอกจากจะคำนึงถึงอัตราดอกเบี้ยแล้ว ยังต้องคำนึงถึงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงิน 2 สกุลนี้ด้วย นั่นคือ

1. กรณีที่ไม่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน (no exchange risk) นักลงทุนจะเคลื่อนย้ายเงินไปลงทุนในประเทศไทย เพราะจะได้รับผลตอบแทนสูงสุด
2. กรณีที่มีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน (exchange risk) นักลงทุนนอกจากจะคำนึงถึงความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศดังกล่าวแล้วยังต้องคำนึงถึงอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราด้วย โดยถ้าหากในอนาคต 1 ปีข้างหน้า ค่าเงินของประเทศสหรัฐฯ มีค่าสูงขึ้นมากกว่าส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเมื่อเทียบกับค่าเงินบาท นักลงทุนจะขาดทุนจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากประเทศสหรัฐฯ ไปยังประเทศไทย ในทางตรงกันข้ามถ้าค่าเงินบาทมีค่าสูงขึ้น เมื่อเทียบกับค่าเงินดอลลาร์ นักลงทุนนอกจากจะได้กำไรจากความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยแล้ว ยังได้กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนอีกด้วย

จากความเล็งดังกล่าว นักลงทุนสามารถทำ Hedging ในตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าได้ โดยการขายเงินบาทล่วงหน้า เนื่องจากทราบว่าการลงทุนในประเทศไทย ด้วยเงิน 1 บาท ตอนต้นปี เมื่อถึงปลายปีจะได้รับผลตอบแทนเป็นเงิน $1 + i_b$ บาท ซึ่งนักลงทุนสามารถหลีกเลี่ยงความเสี่ยงด้วยการขายเงินจำนวนนี้ให้กับธนาคารในอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ดังนั้นจากที่กล่าวมาข้างต้นพอจะแยกได้เป็น 3 ประเด็น คือ

1. ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า = อัตราแลกเปลี่ยนทันที นักลงทุนจะเคลื่อนย้ายเงินไปลงทุนในประเทศไทย
2. ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า < อัตราแลกเปลี่ยนทันที นักลงทุนจะเคลื่อนย้ายเงินไปลงทุนในประเทศไทย กรณีนี้ค่าเงินบาทมีค่าสูงขึ้น
3. ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า > อัตราแลกเปลี่ยนทันที นักลงทุนจะเปรียบเทียบผลตอบแทนจากความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยกับการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนคือค่าเงินบาทที่ลดลงเพื่อหาแหล่งลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสุทธิสูงกว่า

จากที่กล่าวมา จะเห็นว่าปัจจัยที่มีผลต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศจะมีอยู่ 2 ประการ คือ

1. ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยทั้งสองประเทศ ($i_a - i_b$)
2. การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน ($F_{t+n} - S_t$)

โดยที่ F_{t+n} คือ อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า n เดือน (forward rate) หรือเป็นราคาของเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ในรูปเงินบาท (บาท/ดอลลาร์) ที่มีการซื้อขายทันที แต่ส่งมอบใน n เดือนข้างหน้า

S_t คือ อัตราแลกเปลี่ยนทันที (spot rate) ซึ่งเป็นราคาของเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ในรูปของเงินบาทที่มีการซื้อขายและส่งมอบกัน ณ เวลา t ดังนั้น

$$\text{Forward Premium} = \frac{F_{t+n} - S_t}{S_t}$$

กำหนดให้

$$FP = \frac{F_{t+n} - S_t}{S_t} \quad \dots(1)$$

$$FP = \frac{F_{t+n}}{S_t} - 1 \quad \dots(2)$$

$$\frac{F_{t+n}}{S_t} = FP + 1 \quad \dots(3)$$

จะได้ว่า

ถ้า $FP > 0$ แสดงว่าเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา มีค่าเป็นส่วนเพิ่ม (premium) เมื่อเทียบกับเงินบาท

ถ้า $FP < 0$ แสดงว่าเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา มีค่าเป็นส่วนลด (discount) เมื่อเทียบกับเงินบาท และถ้าสมมติให้มีเงินลงทุนเท่ากับ X ดอลลาร์

1. การลงทุนหาผลประโยชน์ในประเทศสหรัฐฯ ได้ผลตอบแทน (R_a) เมื่อครบกำหนดเท่ากับ

$$R_a = (1 + i_a)X \quad \dots(4)$$

2. การลงทุนหาผลประโยชน์ในประเทศ จะต้องนำเงินจำนวน X ดอลลาร์ ซื้อเงินบาทในอัตราแลกเปลี่ยนทันทีจะได้เท่ากับ XS_t บาท เพื่อนำไปลงทุน เมื่อครบกำหนดจะได้ผลตอบแทน (R_b) เป็นเงินบาทเท่ากับ

$$R_b = (XS_t)(1 + i_b) \quad \dots(5)$$

ดังนั้น นักลงทุนจะป้องกันความเสี่ยงโดยการขาย R_b ล่วงหน้าในอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (F_{t+n}) และจะได้รับผลตอบแทนกลับมาเป็นเงิน \$ เท่ากับ

$$R_b^* = \frac{(XS_t)(1 + i_b)}{F_{t+n}} \quad \dots(6)$$

โดยที่ R_b^* คือ ผลตอบแทนจากการนำเงินไปลงทุนในประเทศไทย หลังจากการทำ Covered Interest Arbitrage แล้ว (โดยการขาย R_b ล่วงหน้าในอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (F_{t+n}))

ดังนั้น นักลงทุนสามารถเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการนำเงินจำนวน X ดอลลาร์ไปหาผลประโยชน์ในประเทศและต่างประเทศได้โดย

ถ้า $R_a > R_b^*$ จะมีการลงทุนจากไทยไปสหรัฐฯ

$R_a < R_b^*$ จะมีการลงทุนจากสหรัฐฯ ไปไทย

$R_a = R_b^*$ จะไม่มีแรงจูงใจในการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างสหรัฐฯ กับ

ไทยซึ่งภายใต้เงื่อนไขนี้เรียกว่า neutrality condition

นั่นคือจากเงื่อนไข neutrality condition จะได้ว่า

$$R_a = R_b^* \quad \dots(7)$$

จากสมการ (4) และ (6) แทนค่าใน (7) จะได้

$$\begin{aligned} (1 + i_a)X &= \frac{(XS_t)(1 + i_b)}{F_{t+n}} \\ (1 + i_a) \left(\frac{F_{t+n}}{S_t} \right) &= (1 + i_b) \end{aligned} \quad \dots(8)$$

จากสมการที่ (3) แทนค่าใน (8) จะได้

$$\begin{aligned} (1 + i_a)(FP + 1) &= (1 + i_b) \\ FP + 1 + FPI_a + i_a &= (1 + i_b) \\ FP &= i_b - i_a - FPI_a \end{aligned} \quad \dots(9)$$

แต่เนื่องจากค่า FPI_d มีค่าต่ำมาก สามารถเขียนสมการที่ (9) ได้ใหม่คือ

$$FP = i_b - i_a \quad \dots(10)$$

จากสมการที่ (10) สามารถกล่าวได้ว่า

ถ้า $R_a < R_b^*$ จะทำให้ $i_b - i_a > FP$ ทำให้มีการลงทุนจากสหรัฐฯ ไปไทย

ถ้า $R_a > R_b^*$ จะทำให้ $i_b - i_a < FP$ ทำให้มีการลงทุนจากไทยไปสหรัฐฯ

การทำ Covered Interest Arbitrage นี้จะดำเนินไปจนกระทั่งความแตกต่างของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยนทันทีเท่ากับความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ย 2 ประเทศที่พิจารณา ซึ่ง ณ จุดนี้เรียกว่าเกิด neutrality condition หรือ Interest Rate Parity นั้นเอง แต่อย่างไรก็ตาม สภาพที่เกิดขึ้นจริงในตลาดเงินตราต่างประเทศนั้น เงื่อนไข neutrality condition หรือการทำ arbitrage ไม่สามารถทำได้ง่ายนัก เนื่องจากรัฐบาลของแต่ละประเทศจะมีกฎหมายควบคุมดูแลการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศรวมทั้งในการทำ arbitrage และการเคลื่อนย้ายเงินทุนทุกครั้งจะเกิดต้นทุนขึ้น เช่นต้นทุนการโอนเงิน ต้นทุนการซื้อขายเงิน เป็นต้น และนอกจากนี้อาจเนื่องมาจากความไม่รู้หรือความพอใจในการถือเงินตราสกุลใดสกุลหนึ่งอีกด้วย

ทฤษฎี Rational Expectation

Rational Expectation แนวคิดที่อธิบายพฤติกรรมการคาดการณ์ของมนุษย์ภายใต้สถานการณ์ที่มีความเสี่ยง โดยบุคคลพยายามที่จะขจัดความเสี่ยงออกไปโดยการคาดการณ์ตัวแปรที่สนใจให้มีความผิดพลาดน้อยที่สุด โดยในการคาดคะเนจะใช้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องทั้งหมดทั้งในอดีต ปัจจุบันและอนาคต มาวิเคราะห์อย่างชาญฉลาดและอย่างรวดเร็ว เพื่อมาสร้างการคาดคะเนอย่างมีเหตุผลในการกำหนดพฤติกรรมปัจจุบัน

การคาดการณ์แบบ Rational หมายถึง การคาดการณ์อย่างมีเหตุ เป็นการคาดคะเนที่มีการรวบรวมข้อมูลต่าง ๆ เพื่อนำข้อมูลต่าง ๆ เพื่อนำข้อมูลเหล่านั้นไปใช้ให้เกิดประโยชน์ในการคาดการณ์เกี่ยวกับพฤติกรรมของตัวแปรที่ต้องการ โดยนำแหล่งข้อมูล (Information set) ของผู้คาดการณ์อย่างมีประสิทธิภาพ การคาดการณ์แบบ Rational นี้จะประกอบไปด้วยข้อมูลในอดีตของตัวแปรที่ต้องการพยากรณ์และตัวแปรอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง ข้อมูลเกี่ยวกับโครงสร้างทางเศรษฐกิจ และข้อมูลเกี่ยวกับนโยบายของภาครัฐบาล

ในการพยากรณ์แบบนี้ ผู้คาดการณ์จะนำข้อมูลเหล่านี้มาใช้อย่างมีประสิทธิภาพหากมีความผิดพลาดเกิดขึ้น ผู้คาดการณ์จะเรียนรู้ถึงความผิดพลาดดังกล่าวอย่างรวดเร็วและนำมาแก้ไขในการคาดการณ์ครั้งต่อไป ซึ่งจะส่งผลให้การคาดการณ์เกี่ยวกับตัวแปรที่กำลังสนใจโดยเฉลี่ยแล้วถูกต้องเสมอ

ในแง่ของการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต (future spot rate) นั้น ถ้าผู้อยู่ในตลาดใช้การคาดการณ์แบบ “Rational” จะได้ว่าโดยเฉลี่ยแล้วเขาจะคาดการณ์ได้ถูกต้องกล่าวคือ อัตรา

แลกเปลี่ยนทันทีที่คาดการณ์ไว้ (expected future spot rate) จะเท่ากับอัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้นจริงในอนาคต ดังสมการ

$$S_{t+1} = E[s_{t+1}/I(t) + a_t \quad \dots(11)$$

เมื่อ

- S_{t+1} คือ อัตราการแลกเปลี่ยนในอนาคต (future spot rate)
- $I(t)$ คือ ข้อมูลต่าง ๆ ที่ถูกรวบรวมขึ้นเพื่อใช้เป็นประโยชน์ต่อการคาดการณ์ตัวแปรที่สนใจ
- a_t คือ ความผิดพลาดในการคาดการณ์ ซึ่งมีค่าเฉลี่ยเท่ากับศูนย์ และไม่มีความสัมพันธ์กับข้อมูลที่ใช้ในการคาดการณ์ ณ เวลา t รวมทั้งไม่มีความสัมพันธ์กัน แต่การที่ a_t เกิดขึ้น ได้ก็เนื่องมาจากการเบี่ยงเบนจากค่าเฉลี่ยของ a ในช่วงเวลา t ซึ่งไม่สามารถคาดการณ์ หรือ ไม่สามารถรู้ได้ (unanticipated shocks) โดยการเบี่ยงเบนอันนี้เกิดจากความไม่เป็นระบบของการดำเนินนโยบายของภาครัฐบาล หรือ เกิดจาก random shocks อื่นๆ ซึ่งไม่อาจรู้ได้ในเวลาที่ทำกรคาดการณ์ (t)

วรรณกรรมปริทัศน์

ลลิตพันธุ์ (2535) ได้ศึกษาเรื่อง ค่าพรีเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า (Forward Premium) ในประเทศไทย โดยศึกษาว่า ระดับความสูงต่ำของค่าพรีเมียมได้รับอิทธิพลจากปัจจัยใด โดยเป็นกรณีศึกษาของค่าพรีเมียมในการซื้อขายล่วงหน้า ระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ทั้งนี้จะเป็นการ ศึกษาทั้งในเชิงพรรณนา และเชิงปริมาณ โดยเริ่มต้นจากการพิจารณาสภาพของตลาดบิรวรรตเงินตราต่างประเทศ ล่วงหน้าในด้านต่างๆ อันได้แก่ ผู้เกี่ยวข้องในตลาด ปริมาณ ธุรกรรมในตลาด ค่าพรีเมียม การแทรกแซงตลาดของทางการ ตลอดจนปัญหาและอุปสรรคในการพัฒนาตลาด เพื่อจะได้นำ ไปประกอบในการพิจารณาการเคลื่อนไหวของค่าพรีเมียม ในช่วงเวลาที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ (Fixed exchange rate) และระบบอัตราแลกเปลี่ยน แบบตะกร้า (Basket of currencies) ในการศึกษาเชิงพรรณนา ได้นำทฤษฎี Interest Rate Parity มาใช้ประกอบกับการพิจารณาสภาพทางเศรษฐกิจ และ นโยบายเศรษฐกิจทั้งของไทย และสหรัฐฯ รวมทั้งการสัมภาษณ์ ธนาคารพาณิชย์ซึ่งเป็นผู้ให้บริการในตลาด เพื่อหาคำตอบว่า ค่าพรีเมียมดังกล่าวถูกกำหนดขึ้นจากปัจจัยใด และได้ นำ ผลการศึกษาเชิงพรรณนานี้ไปใช้ประกอบในการปรับปรุง แบบจำลองของการศึกษาเชิงปริมาณ ซึ่งได้แบ่งปัจจัยที่คาดว่าจะมีส่วนในการกำหนดค่าพรีเมียมออกเป็นปัจจัย ทางด้านส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศและ การคาดการณ์ค่าของเงินในอนาคต

ผลจากการศึกษาพบว่า ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย ระหว่างประเทศเป็นปัจจัยสำคัญในการทำให้ค่าฟรีเมียม มีการเคลื่อนไหวขึ้นลงในแต่ละวัน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ในช่วงที่ใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้า ในขณะที่การ คาคการณ์ค่าของเงินในอนาคตก็มีส่วนอย่างมากที่ทำให้ค่าฟรีเมียมมีการผันผวนไปจากระดับปกติ เกินกว่า ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ อย่างเห็นได้ชัด โดยปัจจัยที่ส่งผลต่อการคาคการณ์ค่าของ เงินบาทเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ในอนาคต ก็คือ ดุลบัญชีเดินสะพัด และเงินสำรองระหว่างประเทศของไทย และ ปัจจัยภายนอกประเทศ อันได้แก่ ภาวะเศรษฐกิจ การเงิน และสภาพทางการเมืองของประเทศ สหรัฐฯ และ ประเทศมหาอำนาจต่าง ๆ ซึ่งจะส่งผลกระทบโดยตรง ต่อค่าเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ในตลาดโลก นอกจากนั้น การเข้าแทรกแซงตลาดของทางการในยามที่เกิดสภาวะ ผิดปกติขึ้นในตลาด ก็มีผลสำคัญที่ทำให้ค่าฟรีเมียมมีการ เคลื่อนไหวไปในทิศทางที่ทางการต้องการ อย่างไรก็ตาม การที่ประเทศมีการเปิดกว้างทาง การเงินมากขึ้นก็อาจส่งผลให้อิทธิพลของส่วนต่างของ อัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศที่มีต่อค่าฟรีเมียมลดน้อยลง ตามการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในและนอกประเทศ ที่มีแนวโน้มใกล้เคียงกันมากขึ้น ในขณะที่การคาคการณ์ ค่าของเงินจะเข้ามามีบทบาทต่อการเปลี่ยนแปลงของ ค่าฟรีเมียมมากขึ้น เนื่องจากการเปิดกว้างทางการเงิน ที่ทำให้การเคลื่อนไหวต่าง ๆ ทางการเงินของโลก ส่งผลกระทบต่อตลาดเงินของไทยในขนาดที่มากขึ้น ซึ่งจะ ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนมีความผันผวนมากขึ้นกว่าเดิม ส่วนการเข้าแทรกแซงค่าฟรีเมียมของทางการ นั้นคาดว่า จะไม่เกิดขึ้นอีก เนื่องจากนโยบายเปิดเสรีทางการเงิน ควรดำเนินควบคู่ไปกับการปล่อยให้ทุกอย่างเป็นไปตาม กลไกตลาด

พิเชษฐ์ (2540) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงค่าฟรีเมียม ซึ่งเป็นการ ใช้ข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยนของสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาทเทียบกับค่าเงินบาท ในการศึกษาของพิเชษฐ์ได้วิเคราะห์อยู่บนพื้นฐานที่ว่า มี risk premium เกิดขึ้นในตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศของไทย และได้แบ่งการศึกษาออกเป็น 3 ส่วนคือ

1. การศึกษาการคาดคะเนอัตราแลกเปลี่ยน ใช้ข้อมูลช่วงเดือน มกราคม 2528 ถึง ธันวาคม 2535 มาทำการคาดคะเนอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเดือนมกราคม 2536 ถึงเดือนธันวาคม 2538 โดยใช้เทคนิค Co-integration และ Error Correction ซึ่งผลการศึกษาพบว่า อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า สัดส่วนของอัตราดอกเบี้ยระหว่างไทยกับสหรัฐอเมริกา และเงินสำรองระหว่างประเทศเทียบกับมูลค่าการนำเข้าของไทยในระยะยาวแล้วมีบทบาทต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต ในขณะที่ในระยะสั้นพบว่าอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาก่อนหน้า อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า สัดส่วนของอัตราดอกเบี้ยระหว่างไทยกับสหรัฐอเมริกา ดุลบัญชีเดินสะพัดเทียบกับ GDP และเงินสำรองระหว่างประเทศเทียบกับมูลค่าการนำเข้าของไทย มีบทบาทต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต และนอกจากนี้ยังพบว่า การคาดคะเนอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตเป็นไปตามสมมติฐานของ Rational Expectation

2. การทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ expected risk premium ใช้ข้อมูลในช่วงเดือนมกราคม 2536 – ธันวาคม 2538 โดยทดสอบตัวแปรที่ได้จากการศึกษาของ Domowitz and Hakkio, Fama (Domowitz & Hakkio, 1985 Fama, 1984) ซึ่งผลการทดสอบพบว่า ความแปรปรวนของปริมาณเงินทั้งในและต่างประเทศมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของ risk premium ในขณะที่ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงระหว่างไทยกับสหรัฐอเมริกา ไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของ risk premium ได้

3. ทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อค่าพรีเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าของไทย ซึ่งใช้ข้อมูลของค่าพรีเมียมชนิด 1 เดือน ทำการทดสอบในช่วงเดือนมกราคม 2536 – ธันวาคม 2538 โดยการทดสอบพบว่าค่าพรีเมียมในอดีต สัดส่วนของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ และดุลบัญชีเดินสะพัดเทียบกับ GDP มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าพรีเมียมในปัจจุบัน

นภาพร (2542) ศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่กำหนดอัตราประกันความเสี่ยงการศึกษาครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงพฤติกรรมของธุรกรรมในตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า ซึ่งการทำธุรกรรมด้านนี้ จะเกี่ยวเนื่องกับการรับ และชำระเงินตราต่างประเทศในอนาคต ที่ต้องเผชิญกับความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน และทำการศึกษาปัจจัยที่กำหนดอัตราประกันความเสี่ยง ในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า เพื่อให้ผู้ที่มีธุรกรรมเกี่ยวเนื่องกับตลาดเงินตราต่างประเทศใช้เป็นทางเลือกในการป้องกันความเสี่ยง เมื่อมีการเคลื่อนไหวของค่าประกันความเสี่ยง อันเกิดจากปัจจัยต่างๆ ที่เข้ามากระทบ หรือทราบถึงการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยต่างๆ ที่มีผลให้ค่าประกันความเสี่ยงเปลี่ยนแปลงไป

ค่าประกันความเสี่ยงในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า ถือเป็นต้นทุนอย่างหนึ่งของธุรกิจ ในการประกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน การเพิ่มสูงขึ้นของค่าประกันความเสี่ยงจึงเป็นอุปสรรคต่อการป้องกันความเสี่ยงของธุรกิจ ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้ จึงได้ทำการศึกษาว่า ปัจจัยใดที่มีอิทธิพล ทำให้ค่าประกันความเสี่ยงมีการเคลื่อนไหวขึ้นลง โดยศึกษาค่าประกันความเสี่ยงในการซื้อขายล่วงหน้า ระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา โดยทำการศึกษาธุรกรรมในตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า และศึกษาแบบจำลองทางเศรษฐมิติเพื่อหาปัจจัยที่กำหนดค่าประกันความเสี่ยง

ผลการศึกษาปรากฏว่า ปัจจัยหลักที่มีอิทธิพลต่ออัตราประกันความเสี่ยงในแต่ละวัน คือ ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินบาทเทียบกับอัตราดอกเบี้ยของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว และขณะเดียวกัน การคาดการณ์ค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ก็มีความสำคัญต่อการเคลื่อนไหวของค่าประกันความเสี่ยง และผลของการคาดการณ์ค่าเงินนี้เป็นตัวที่ทำให้ค่าประกันความเสี่ยงล่วงหน้าผันผวนขึ้นลง ที่รุนแรงกว่าความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ

ดังนั้น เมื่อตลาดเงินตราต่างประเทศดำเนินต่อไปอย่างเสรี ทั้งด้านข้อมูลข่าวสาร และการเข้าแทรกแซงตลาดของทางการในขณะที่ตลาดเคลื่อนไหวอย่างผิดปกติ ไม่น่าจะเกิดขึ้นอีก ควรให้ผู้ที่อยู่ในตลาดสามารถนำปัจจัยต่างๆ มาเป็นบรรทัดฐานเบื้องต้น ในการตัดสินใจอย่างเต็มที่ ในการที่จะเข้าสู่ตลาดประกันความเสี่ยงล่วงหน้า หรือเข้าซื้อขายเงินตราต่างประเทศอย่างเสรี โดยไม่มีตัวแปรชี้้นำให้ตลาดบิดเบือนไปจากความเป็นจริง

ปัญญา (2543) ได้ศึกษาเสถียรภาพของตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศของไทย โดยได้ศึกษาว่าการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศทั้งอัตราแลกเปลี่ยนทันทีและอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าได้รับอิทธิพลจากปัจจัยใดบ้าง และเมื่อตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศได้รับผลกระทบจาก shock จากปัจจัยต่างๆ ที่เกิดขึ้น จะส่งผลต่อการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนอย่างไร โดยอาศัยการวิเคราะห์แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) นอกจากนี้ยังศึกษาถึงส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานในการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ โดยใช้วิธี Ordinary Least Squares (OLS) และวิธี Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity In Mean Model (GARCH-M) โดยศึกษาในช่วงก่อนและหลังใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว

ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (spot rate) ข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 1 เดือน (forward rate) อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร (call rate) อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมในตลาดยูโร ระยะเวลา 1 เดือน (LIBOR) ดัชนีราคาสินค้าของประเทศไทยและประเทศสหรัฐอเมริกา (CPI)

ผลการศึกษาพบว่าในช่วงก่อนใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยของเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา เป็นปัจจัยสำคัญในการทำให้ค่าพรีเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าเคลื่อนไหวขึ้นลงในแต่ละวัน ขณะที่ค่าพรีเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าเอง ก็เป็นปัจจัยสำคัญในการทำให้อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศในอนาคตเปลี่ยนแปลงเคลื่อนไหวขึ้นลงด้วย ส่วนในช่วงหลังใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวทั้งค่าพรีเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้ากับอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศในอนาคตต่างก็เป็นปัจจัยสำคัญซึ่งมีอิทธิพลต่อกันและกัน ในการทำให้เกิดการเคลื่อนไหวขึ้นลงของสองปัจจัย และยังพบว่าเมื่อเกิด shock จากปัจจัยต่างๆ จะทำให้การคาดการณ์เปลี่ยนแปลงไปจากค่าเฉลี่ยเดิมในระยะแรก แต่ในที่สุดก็สามารถปรับตัวเข้าค่าเฉลี่ยเดิมได้ โดยที่ shock ของตัวมันเองจะมีอิทธิพลสูงสุด เนื่องจากพฤติกรรมคาดการณ์ของมนุษย์ที่มักจะใช้ข้อมูลข่าวสารในอดีตคาดคะเน

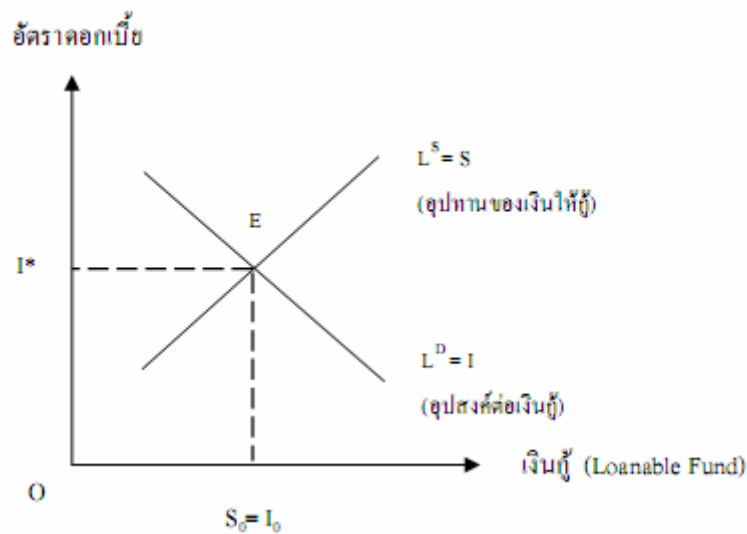
เอกราช (2547) ศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อค่าพรีเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า เพื่อให้ผู้ที่มีธุรกรรมเกี่ยวกับตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าใช้เป็นทางเลือกในการป้องกันความเสี่ยงจากการเคลื่อนไหวของค่าพรีเมียม อันเกิดจากปัจจัยต่างๆ ที่เข้ามากระทบ หรือทราบถึงการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยต่างๆ ที่มีผลให้ค่าพรีเมียมมีการเปลี่ยนแปลง

โดยวิธีการศึกษาในครั้งนี้เป็นกรณีศึกษาของค่าพรีเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า ระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา โดยทำการศึกษาในเชิงพรรณนาและเชิงปริมาณ โดยใช้วิธีการประมาณค่าโดย OLS ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อค่าพรีเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า คือ ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา และค่าพรีเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าในช่วงเวลาก่อนหน้านี้ โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับค่าพรีเมียม ทั้งนี้ ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกามีผลกระทบกับค่าพรีเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า มากกว่าค่าพรีเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศในช่วงเวลาก่อนหน้านี้ ดังนั้น ผู้ที่ทำการธุรกรรมเกี่ยวกับการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า ควรนำปัจจัยต่างๆ ที่มีอิทธิพลต่อค่าพรีเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้ามาเป็นบรรทัดฐานเบื้องต้นในการตัดสินใจ ก่อนที่จะเข้าสู่ตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า

3.4 การวิเคราะห์เกี่ยวกับตลาดตราสารหนี้

สำหรับการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศเพื่อเข้ามาลงทุนในตลาดตราสารหนี้ในประเทศไทยนั้น ในการศึกษาครั้งนี้จะพิจารณาจากทฤษฎีอุปสงค์ต่อเงินกู้ (Demand for Loanable Funds) และอุปทานของเงินให้กู้ (Supply of Loanable Funds) มาเป็นหลัก โดยการแทนอุปสงค์ต่อเงินกู้ด้วยอุปทานของตราสารหนี้ เนื่องจากการที่หน่วยธุรกิจหรือรัฐบาลมีอุปสงค์ต่อเงินกู้ก็เพื่อนำไปใช้ในการลงทุนโดยการออกตราสารหนี้ ดังนั้นฟังก์ชันอุปทานของตราสารหนี้จึงใช้แทนฟังก์ชันอุปสงค์ต่อเงินกู้ได้ และแทนอุปทานของเงินกู้ด้วยอุปสงค์ของตราสารหนี้ เนื่องจากการที่ประชาชนนำเงินออมมาให้กู้โดยการซื้อหลักทรัพย์ ประชาชนจะถือตราสารหนี้ไว้ ดังนั้นฟังก์ชันอุปสงค์ของตราสารหนี้จึงใช้แทนฟังก์ชันอุปทานของเงินกู้ได้

ในทฤษฎีของนักเศรษฐศาสตร์สำนักคลาสสิก อัตราดอกเบี้ยเป็นตัวแปรที่สำคัญที่จะทำให้ระบบเศรษฐกิจอยู่ในภาวะดุลยภาพที่ระดับการจ้างงานเต็มที่ได้ ซึ่งเห็นได้จากทฤษฎีอัตราดอกเบี้ย ได้แก่ ทฤษฎีเงินกู้ (Loanable fund theory) ตามแนวคิดของทฤษฎีนี้ อัตราดอกเบี้ยจะถูกกำหนดโดยอุปสงค์ต่อเงินกู้และอุปทานของเงินกู้ อัตราดอกเบี้ยดุลยภาพ หมายถึง อัตราดอกเบี้ยที่ทำให้อุปสงค์ต่อเงินกู้เท่ากับอุปทานของเงินกู้พอดี (รัตน, 2537: 42)

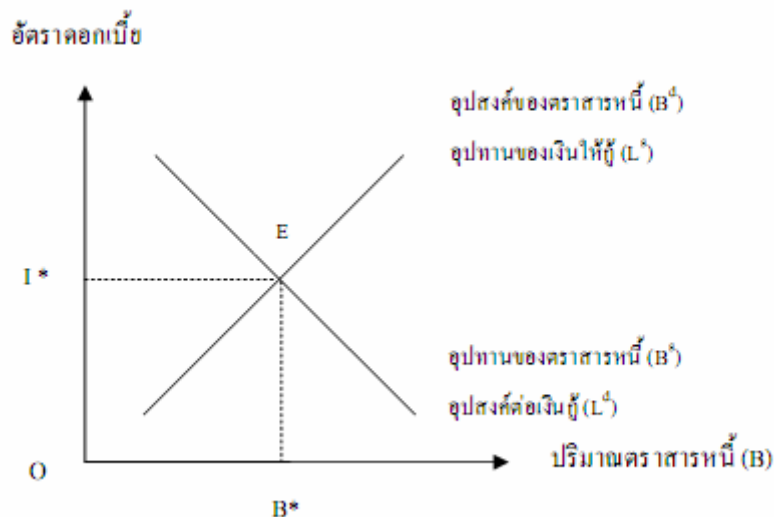


ภาพที่ 3-1 อัตราดอกเบี้ยดุลยภาพ

จากภาพที่ 3-1 L^D แทนอุปสงค์ต่อเงินกู้ L^S แทนอุปทานของเงินให้กู้ I แทนการลงทุน S แทนการออม แสดงดุลยภาพในตลาดเงินซึ่งจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่ออัตราดอกเบี้ยปรับตัวมาอยู่ที่อัตราดอกเบี้ยดุลยภาพ OI^* ทำให้อุปสงค์ต่อเงินกู้เท่ากับอุปทานของเงินให้กู้ หรือกล่าวได้ว่าอุปทานของตราสารหนี้เท่ากับอุปสงค์ของตราสารหนี้ ที่อัตราดอกเบี้ยดุลยภาพยังเป็นอัตราดอกเบี้ยที่ทำให้การออมเท่ากับการลงทุนซึ่งเป็นเงื่อนไขสำคัญที่ทำให้อุปสงค์รวมเท่ากับอุปทานรวม

อุปสงค์ต่อเงินกู้ หมายถึง จำนวนเงินที่หน่วยธุรกิจหรือรัฐบาลต้องการกู้เพื่อนำไปลงทุนในโครงการต่างๆ ซึ่งหน่วยธุรกิจกู้เงินโดยการออกหุ้นกู้จำหน่ายให้ประชาชน รัฐบาลกู้เงินโดยการออกพันธบัตรจำหน่ายให้ประชาชน ทั้งหน่วยธุรกิจและรัฐบาลจะต้องจ่ายดอกเบี้ยในอัตราที่กำหนดไว้ในใบหุ้นหรือพันธบัตรให้แก่ประชาชนผู้ถือหุ้นหรือพันธบัตรเป็นการตอบแทน จึงถือว่าอัตราดอกเบี้ยเป็นต้นทุนของเงินกู้ หน่วยธุรกิจจึงต้องเปรียบเทียบระหว่างอัตราดอกเบี้ยซึ่งเป็นต้นทุนของเงินกู้กับอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ โดยอัตราผลตอบแทนอย่างน้อยจากการลงทุนต้องเท่ากับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นต้นทุน ดังนั้นเมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นโอกาสที่ผลตอบแทนจากการลงทุนจะคุ้มกับต้นทุนจึงมีน้อย ส่งผลให้อุปสงค์ต่อเงินกู้มีน้อย ในขณะที่ถ้าอัตราดอกเบี้ยต่ำลง โอกาสที่ผลตอบแทนจากการลงทุนจะคุ้มกับต้นทุนจึงมีมาก ส่งผลให้อุปสงค์ต่อเงินกู้มีมาก

อุปทานของเงินให้กู้ หมายถึง จำนวนเงินที่ประชาชนนำมาซื้อหุ้นกู้หรือพันธบัตร เพื่อหวังผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ย ถ้าอัตราดอกเบี้ยสูง ประชาชนจะยินดีซื้อหลักทรัพย์มากขึ้นในขณะที่ถ้าอัตราดอกเบี้ยต่ำ ประชาชนจะยินดีซื้อหลักทรัพย์น้อยลง



ภาพที่ 3-2 ดุลยภาพของตลาดตราสารหนี้

จากภาพที่ 3-2 ดุลยภาพของตลาดตราสารหนี้เกิดขึ้นเมื่ออุปสงค์ของตราสารหนี้ (Demand for Bonds, B^d) เท่ากับอุปทานของตราสารหนี้ (Supply of Bonds, B^s)

$$B^d = B^s$$

โดยที่ B^d คือ อุปสงค์ของตราสารหนี้ (Demand for Bonds: B^d) หรืออุปทานของเงินให้กู้ (Supply of Loanable Funds, L^s)

B^s คือ อุปทานของตราสารหนี้ (Supply of Bonds: B^s) หรืออุปสงค์ต่อเงินกู้ (Demand for Loanable Funds, L^d)

ถ้าอุปทานของเงินกู้มากกว่าอุปสงค์ต่อเงินกู้จะทำให้เกิดอุปทานส่วนเกิน การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยจึงมีผลต่อดุลยภาพในตลาดเงิน ซึ่งเกิดจากสาเหตุหลายประการดังนี้คือ (Mishkin, 2003,p.95)

1. การเคลื่อนย้ายเส้นอุปสงค์ของตราสารหนี้ (Shift in the Demand for Bonds)--มาจากปัจจัยต่างๆ ดังนี้

1.1 ความมั่งคั่ง (wealth) เมื่อเศรษฐกิจอยู่ในช่วงขยายตัว ความมั่งคั่งจะเพิ่มขึ้น ส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของอุปสงค์ในตราสารหนี้ ในวัฏจักรธุรกิจถ้าความมั่งคั่งเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้อุปสงค์ในตราสารหนี้สูงขึ้น เส้นอุปสงค์ของตราสารหนี้จะเคลื่อนย้ายไปทางขวา แต่ถ้าในช่วงเศรษฐกิจถดถอยความมั่งคั่งลดลงจะทำให้อุปสงค์ของตราสารหนี้ลดลง เส้นอุปสงค์ของตราสารหนี้จะเคลื่อนไปทางซ้าย ส่วนปัจจัยที่ทำให้ความมั่งคั่งเพิ่มขึ้น ได้แก่ การออม ถ้าการออมของประชาชนเพิ่มขึ้นความมั่งคั่งจะเพิ่มขึ้น อุปสงค์ในตราสารหนี้จะเพิ่มขึ้น เส้นอุปสงค์จะเคลื่อนย้ายไปทางขวา

หากประชาชนลดการออม ความมั่งคั่งและอุปสงค์ในตราสารหนี้ก็จะลดลงและเส้นอุปสงค์จะเคลื่อนย้ายไปทางซ้าย

1.2 ผลตอบแทนที่คาดหวังของตราสารหนี้เมื่อเทียบกับทรัพย์สินอื่นๆ (expected returns on bonds relative to alternative assets)

1.2.1 อัตราดอกเบี้ยที่คาดการณ์ในอนาคต แบ่งได้เป็น 2 กรณี คือ

- การคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยจากการซื้อตราสารหนี้สูงขึ้น อุปสงค์ในตราสารหนี้จะลดลง เส้นอุปสงค์ของตราสารหนี้จะเคลื่อนย้ายไปทางซ้าย

- การคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยจากการซื้อตราสารหนี้ลดลง อุปสงค์ในตราสารหนี้จะเพิ่มขึ้น เส้นอุปสงค์ของตราสารหนี้จะเคลื่อนย้ายไปทางขวา

1.2.2 อัตราผลตอบแทนที่คาดการณ์ของทรัพย์สินอื่นๆ มีผลกระทบต่ออุปสงค์ในตราสารหนี้ เช่น ถ้าประชาชนคาดการณ์ว่าในอนาคตระดับราคาหลักทรัพย์จะสูงขึ้น ผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์ (capital gains) และเงินปันผล (dividend yields) น่าจะสูงขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกันจะทำให้ผลตอบแทนของตราสารหนี้ต่ำกว่าเพราะผลตอบแทนที่ได้รับจากการซื้อตราสารหนี้จะคงที่ มีผลให้อุปสงค์ของตราสารหนี้ปรับตัวลดลง เส้นอุปสงค์จะเคลื่อนย้ายไปทางซ้าย

1.2.3 อัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ มีลักษณะคล้ายกับผลตอบแทนที่คาดการณ์ของทรัพย์สินการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์จะส่งผลกระทบต่อการเพิ่มขึ้นของราคาทรัพย์สินในอนาคต นั่นคือผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์จะสูงขึ้น ส่งผลให้มีการคาดการณ์ผลตอบแทนจากทรัพย์สินเพิ่มขึ้น และทำให้ผลตอบแทนจากตราสารหนี้โดยเปรียบเทียบลดลงส่งผลให้อุปสงค์ของตราสารหนี้ลดลง อาจกล่าวได้ว่าอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของตราสารหนี้ลดลง เมื่ออัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้โดยเปรียบเทียบปรับตัวลดลงจึงทำให้เส้นอุปสงค์เคลื่อนย้ายไปทางซ้าย

1.3 ความเสี่ยงของตราสารหนี้เมื่อเปรียบเทียบกับทรัพย์สินอื่นๆ (risk of bonds relative to alternative assets) ถ้าราคาตราสารหนี้ในตลาดมีความผันผวนมาก จะทำให้ความเสี่ยงของการซื้อตราสารหนี้สูงขึ้น ส่งผลให้อุปสงค์ในตราสารหนี้ลดลง เส้นอุปสงค์จะเคลื่อนย้ายไปทางซ้าย ในทางกลับกันความผันผวนของราคาทรัพย์สินในตลาดอื่น เช่น ตลาดหุ้นจะส่งผลต่ออุปสงค์ในตราสารหนี้ให้สูงขึ้น เส้นอุปสงค์ของตราสารหนี้จะเคลื่อนย้ายไปทางขวา

1.4 สภาพคล่องของตราสารหนี้เมื่อเปรียบเทียบกับทรัพย์สินอื่นๆ (liquidity of bonds relative to alternative assets) ณ ระดับอัตราดอกเบี้ยคงที่ เมื่อนักลงทุนสามารถซื้อขายในตลาดตราสารหนี้ได้ง่ายขึ้น จะทำให้อุปสงค์ในตราสารหนี้สูงขึ้น เส้นอุปสงค์จะเคลื่อนย้ายไปทางขวา ในทางกลับกันเมื่อสภาพคล่องของทรัพย์สินอื่นๆ เพิ่มขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับสภาพคล่องของตราสารหนี้ จะทำให้อุปสงค์ในตราสารหนี้ลดลง เส้นอุปสงค์จึงเคลื่อนย้ายไปทางซ้าย

2. การเคลื่อนย้ายเส้นอุปทานของตราสารหนี้ (Shift in the Supply of Bonds)--มาจากปัจจัยต่างๆ ดังนี้

2.1 การคาดการณ์โอกาสของความสามารถในการทำกำไรจากการลงทุน (expected profitability of investment opportunities) การที่ธุรกิจที่ทำการลงทุนคาดว่าจะสามารถทำกำไรจากการลงทุน และต้องการการกู้ยืมเพื่อนำไปลงทุนในช่วงที่เศรษฐกิจขยายตัว โอกาสที่คาดว่าจะได้กำไรจากการลงทุนจะเพิ่มขึ้น ส่งผลให้อุปทานของตราสารหนี้สูงขึ้น เส้นอุปทานจะเคลื่อนย้ายไปทางขวาในทางกลับกันถ้าเศรษฐกิจอยู่ในภาวะถดถอย การคาดการณ์ว่าจะทำกำไรจากการลงทุนจะลดลงส่งผลให้ธุรกิจที่ต้องการระดมทุนด้วยการออกตราสารหนี้ชะลอการออกตราสารหนี้ อุปทานของตราสารหนี้จะลดลง เส้นอุปทานจึงเคลื่อนย้ายไปทางซ้าย

2.2 อัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ (expected inflation) เมื่อต้นทุนที่แท้จริงของผู้กู้ลดลงจากอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์จะส่งผลให้ผู้ระดมทุนด้วยการออกตราสารหนี้เพิ่มขึ้น อุปทานตราสารหนี้จึงสูงขึ้น เส้นอุปทานจะเคลื่อนย้ายไปทางขวา

2.3 กิจกรรมของรัฐบาล (government activities) ถ้ารัฐบาลมีงบประมาณขาดดุล รัฐบาลจะชดเชยการขาดดุลด้วยการออกตราสารหนี้เพื่อการระดมทุน ทำให้เส้นอุปทานเคลื่อนย้ายไปทางขวาในทางกลับกันถ้ารัฐบาลมีงบประมาณเกินดุลก็จะลดการระดมทุนโดยการลดการออกตราสารหนี้ ทำให้อุปทานของตราสารหนี้ลดลง เส้นอุปทานของตราสารหนี้จะเคลื่อนย้ายไปทางซ้าย

วรรณกรรมปริทัศน์

นินนาท (2532) ศึกษาเรื่องปัจจัยกำหนดการลงทุนในหลักทรัพย์และแนวทางการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ในอนาคต เพื่อศึกษาวิวัฒนาการของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บทบาทและความสำคัญของตลาดหลักทรัพย์เทียบกับตลาดหุ้นต่างประเทศและสถาบันการเงินอื่นภายในประเทศวิเคราะห์โครงสร้างการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์รวมทั้งมาตรการต่างๆ ที่รัฐบาลและตลาดหลักทรัพย์ใช้ควบคุมและส่งเสริมการลงทุนในหลักทรัพย์นอกจากนั้นยังได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งการศึกษาครั้งนี้ใช้ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์เป็นตัวแปรของความต้องการลงทุนในหลักทรัพย์กับตัวแปรอิสระอื่นๆ ได้แก่ รายได้ประชาชาติ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากสุทธิเฉลี่ย อัตรากู้ยืมระหว่างธนาคาร ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน อัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝาก และดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะ เป็น โดยแบ่งการศึกษาเป็น 3 ช่วง คือ ช่วงแรกตั้งแต่กลางปี พ.ศ.2520 ถึงปลายปี พ.ศ.2530 ช่วงที่สองและสามเป็นช่วงที่ดัชนีราคาหุ้นสูงขึ้นอย่างมาก คือ ช่วงกลางปี พ.ศ.2520 ถึงกลางปี พ.ศ. 2522 และช่วงต้นปี พ.ศ.2529 ถึงปลายปี พ.ศ.2530 เพื่อหาความแตกต่างของปัจจัยที่กำหนดการลงทุนในหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงเวลา และศึกษาอิทธิพลของตัวแปรดังกล่าวที่มีต่อการลงทุนในหลักทรัพย์

ผลการศึกษาพบว่า ระยะเวลาตั้งแต่กลางปี พ.ศ.2520 ถึงปลายปี พ.ศ.2530 ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์มากที่สุด ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากสุทธิ ในขณะที่อัตรากู้ยืมระหว่างธนาคารและอัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝาก ไม่มีส่วนกำหนดการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนช่วงกลางปี พ.ศ.2520 ถึงกลางปี พ.ศ.2522 นั้น ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ รายได้ประชาชาติ และอัตรากู้ยืมระหว่างธนาคารเท่านั้น สำหรับช่วงต้นปี พ.ศ.2529 ถึงปลายปี พ.ศ.2530 ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะเป็นอย่างนั้น การทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าว โดยการวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้นตรงนั้น ยังมีตัวแปรอิสระบางตัวมีความสัมพันธ์อย่างไม่มีนัยสำคัญกับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ จึงมีการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์กับตัวแปรอิสระอีกครั้งหนึ่ง ด้วยวิธี stepwise multiple regression เพื่อศึกษาว่ามีตัวแปรใดบ้างที่มีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่กำหนด

บัณฑิต (2539) ศึกษาเรื่องลักษณะและปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์คือ ศึกษาปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดให้นักลงทุนต่างประเทศนำเงินมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจะเลือกตัวแปรทางเศรษฐกิจที่สำคัญและตัวแปรตามทฤษฎี เช่น อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับและความเสี่ยงของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและในตลาดหุ้นนิวยอร์ก ค่าประกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (forward premium) การคาดหวังเกี่ยวกับอัตราเงินเฟ้อ (แทนด้วยค่าดัชนีราคาผู้บริโภค) ดัชนีการลงทุนของภาคเอกชน (private investment index) อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิของการลงทุนในหลักทรัพย์ (P/E ratio) และส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศ โดยใช้ข้อมูลรายเดือน ตั้งแต่เดือนมกราคม 2533 – มิถุนายน 2539 จำนวน 78 เดือน โดยใช้วิธี co-integration และ error correlation model ซึ่งการทดสอบสถานะ stationary ของตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลองจะใช้วิธี unit root test แบบ Augmented Dickey Fuller (ADF) เพื่อหาว่าตัวแปรแต่ละตัวนั้น stationary ในอันดับเดียวกันหรือไม่ ถ้าตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในแบบจำลองเป็น stationary ในอันดับเดียวกันแล้ว จึงจะนำตัวแปรทั้งหมดมาหาความสัมพันธ์ในระยะยาว (co-integration) โดยใช้วิธีของ Johansen เพื่อหาจำนวน co-integration vector หลังจากพบว่าตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการสร้างแบบจำลองมีความสัมพันธ์ในระยะยาวแล้ว จึงจะสร้างแบบจำลองที่แสดงให้เห็นถึงการปรับตัวเข้าหาดุลยภาพระยะสั้น โดยใช้วิธี Error Correlation Model (ECM)

ผลการศึกษา พบว่าปัจจัยที่มีผลต่อมูลค่าสุทธิของเงินลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วยดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index : CPI) ค่าประกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward Premium : FP) ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารในประเทศไทยกับอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารในสหรัฐฯ (IND) อัตราส่วนราคาปิด

ต่อกำไรสุทธิ (P/E ratio :PE) ดัชนีหลักทรัพย์ของตลาดหุ้นนิวยอร์ก (NYSE) และสัดส่วนระหว่างความเสี่ยงของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดนิวยอร์กที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าสุทธิของเงินลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ยกเว้นดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index : SET) เท่านั้นที่ไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าสุทธิของเงินลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในแบบจำลองมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (cointegrated) แสดงให้เห็นว่าตัวแปรต่างๆ ที่กล่าวในแบบจำลองมีผลในการกำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้สรุปได้ว่านักลงทุนจากต่างประเทศจะคำนึงถึงผลตอบแทนที่จะได้รับเป็นหลักก่อนการตัดสินใจลงทุนและตัวแปรอิสระที่มีนัยสำคัญทางสถิติทั้งหมดเป็นตัวแปรที่มีผลต่อผลตอบแทนและความมั่งคั่งที่นักลงทุนจะได้รับ

สุชาติ (2542) ศึกษาเรื่องผลกระทบของปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีต่อดัชนีตราสารหนี้ เพื่อศึกษาดัชนีตราสารหนี้มีความสัมพันธ์ระยะยาวกับปัจจัยทางเศรษฐกิจหรือไม่ โดยใช้เทคนิค cointegration ในการทดสอบความสัมพันธ์ระยะยาว และประมาณการแบบจำลองการปรับตัวระยะสั้นของดัชนีตราสารหนี้ กับตัวแปรที่เกี่ยวข้องในรูปแบบของ Error Correction Model (ECM) โดยมีตัวแปรที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ยของบริษัทหลักทรัพย์เอกร้ารง จำกัด (มหาชน) และดัชนีตราสารหนี้ของธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน) เป็นตัวแปรตาม ส่วนตัวแปรอิสระที่ใช้ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ ปริมาณเงิน มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ภาคเอกชนและภาครัฐ อัตราดอกเบี้ยที่คาดการณ์ในอนาคต อัตราผลตอบแทนที่คาดการณ์ของทรัพย์สินอื่นๆ อัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ อัตราเงินเฟ้อ ปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการขาดดุลของรัฐบาลเป็นตัวแปรอิสระ โดยใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่พฤศจิกายน 2537 ถึงกันยายน 2541

ผลการศึกษาพบว่า เมื่อทดสอบด้วย co-integration แล้ว ความสัมพันธ์ระยะยาวระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระ ได้แก่ ปัจจัยดังกล่าวข้างต้น ยกเว้นอัตราดอกเบี้ยที่คาดการณ์ในอนาคต อัตราผลตอบแทนที่คาดการณ์ของทรัพย์สินอื่นๆ อัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ และการขาดดุลของรัฐบาล จะมีความสัมพันธ์ตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ สำหรับการปรับตัวในระยะสั้นของดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ยในรูปแบบ ECM พบว่าแบบจำลองที่ประมาณการ ไม่มีปัญหา Autocorrelation, Heteroskedasticity และ Misspecification เมื่อนำมาทดสอบความสามารถในการคาดการณ์ พบว่ามีคุณสมบัติในการคาดการณ์ได้ดี นอกจากนี้ยังได้ศึกษาความสัมพันธ์ในเชิงเหตุและผลด้วยวิธีการศึกษา Causality Test ของ Granger

นอกจากนี้ ยังพบว่า ดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ยของบริษัทหลักทรัพย์เอ็กชาริง จำกัด (มหาชน) มี 5 ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ย ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ ปริมาณเงิน มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ภาคเอกชนและภาครัฐ ปริมาณการซื้อขายของตราสารหนี้ และดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยล้วนมีอิทธิพลที่กำหนดการเปลี่ยนแปลงดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ย ส่วนระดับอัตราเงินเฟ้อมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม ถือเป็นปัจจัยที่กำหนดการเปลี่ยนแปลงในดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ย และถูกกำหนดจากการเปลี่ยนแปลงในดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ยเช่นเดียวกัน สำหรับกรณีที่ตัวแปรตามเป็นดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ยของธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน) พบว่ามีเพียง 3 ปัจจัย ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ภาคเอกชนและภาครัฐ และปริมาณการซื้อขายของตราสารหนี้ที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ย ส่วนดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอัตราเงินเฟ้อมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม ถือเป็นปัจจัยที่กำหนดการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ย และถูกกำหนดจากการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ยเช่นเดียวกัน ส่วนปริมาณเงินไม่ได้เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ยของธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)

จะเห็นว่าปริมาณเงิน ปริมาณการซื้อขายของตราสารหนี้ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ อัตราเงินเฟ้อ และมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ภาคเอกชนและภาครัฐมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ยของบริษัทหลักทรัพย์เอ็กชาริง จำกัด (มหาชน) และธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน) ตามความสัมพันธ์ดังกล่าว

เบญจพล (2546) ศึกษาเรื่องผลกระทบของปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีต่อดัชนีตลาดตราสารหนี้ และปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ของไทย เพื่อศึกษาปัจจัยที่กำหนดดัชนีตราสารหนี้และปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ว่ามีความสัมพันธ์ระยะยาวกับปัจจัยทางเศรษฐกิจหรือไม่ นอกจากนั้นยังศึกษาการปรับตัวระยะสั้นของดัชนีตราสารหนี้และปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้เมื่อปัจจัยทางเศรษฐกิจที่กำหนดมีการเปลี่ยนแปลงด้วยการใช้ข้อมูลทฤษฎีแบบอนุกรมเวลา ในส่วนของดัชนีตราสารหนี้และปัจจัยทางเศรษฐกิจจะเก็บข้อมูลเป็นรายเดือน ตั้งแต่เดือนมกราคม 2542 – กันยายน 2545 รวม 45 เดือน ส่วนปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้และปัจจัยทางเศรษฐกิจจะเก็บข้อมูลเป็นรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม 2539- กันยายน 2543 รวม 81 เดือน โดยการวิเคราะห์เชิงปริมาณทดสอบความสัมพันธ์ระยะยาว (co-integration) ระหว่างดัชนีตราสารหนี้กับตัวแปรทางเศรษฐกิจ นอกจากนั้นยังใช้ Error Correlation Model (ECM) ทดสอบการปรับตัวระยะสั้นระหว่างดัชนีตราสารหนี้และปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้กับตัวแปรทางเศรษฐกิจ

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ในระยะยาว (co-integration Test) จากการประมาณการดัชนีตราสารหนี้กับปัจจัยทางเศรษฐกิจ พบว่าตัวแปรอิสระ ซึ่งได้แก่ ดัชนีพ้องเศรษฐกิจ ปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้มีผลต่อการกำหนดดัชนีตราสารหนี้ในทิศทางเดียวกัน ส่วนดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม และพบว่าไม่เกิดปัญหา Multicollinearity และ Autocorrelation ส่วนการประมาณการการซื้อขายตราสารหนี้กับ

ปัจจัยทางเศรษฐกิจ พบว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปี ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีพ้องเศรษฐกิจ ปริมาณการออกตราสารหนี้ใหม่และปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้เมื่อ 1 เดือนที่ผ่านมา สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตราสารหนี้ได้ และพบว่าไม่เกิดปัญหา Multicollinearity และ Autocorrelation เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปี และดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีส่วนกำหนดปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ในทิศทางตรงกันข้าม ส่วนดัชนีพ้องเศรษฐกิจ ปริมาณการออกตราสารหนี้ใหม่ และปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้เมื่อ 1 เดือนที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับดัชนีตราสารหนี้

ผลการทดสอบการปรับตัวระยะสั้น จากการทดสอบ Diagnostic ของสมการดัชนีตราสารหนี้ และปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ พบว่าแบบจำลอง ECM ของดัชนีตราสารหนี้และปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ไม่เกิดปัญหา Autocorrelation, Heteroskedasticity และ Misspecification Test ผลการทดสอบจึงทำให้สามารถเชื่อถือผลการอนุมานทางสถิติของแบบจำลองที่สร้างขึ้นมา ผลการศึกษาด้านสมการดัชนีตราสารหนี้ พบว่าการเปลี่ยนแปลงของดัชนีพ้องเศรษฐกิจ และดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตราสารหนี้ ในขณะที่ปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ และดอกเบี้ยเงินกู้ยืมมีนัยสำคัญที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตราสารหนี้ได้เป็นอย่างดี สำหรับการปรับตัวระยะสั้นในการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตราสารหนี้ มีทิศทางเดียวกันกับขนาดของการเสียดุลภาพในช่วงเวลาที่ผ่านมา

ส่วนผลการศึกษาด้านสมการปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ พบว่าการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรทางเศรษฐกิจมีนัยสำคัญทางสถิติที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ได้ทุกปัจจัย ซึ่งการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปีมีความสามารถในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ได้ในทิศทางตรงกันข้าม นอกจากนี้การเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ในเดือนที่ผ่านมา มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงต่อปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ ในขณะที่ปัจจัยที่ส่งผลต่อปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ในทิศทางเดียวกัน ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงดัชนีพ้องเศรษฐกิจ และการเปลี่ยนแปลงปริมาณการออกตราสารหนี้ใหม่ สำหรับการปรับตัวระยะสั้นในการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้มีทิศทางเดียวกันกับขนาดของการเสียดุลภาพในช่วงเวลาที่ผ่านมา

Linda Goldberg and Deborah Leonard (2003) ศึกษาเรื่องปัจจัยที่ทำให้ตลาดตราสารหนี้เกิดการเปลี่ยนแปลง โดยทำการวิเคราะห์ตลาดตราสารหนี้ในสหรัฐอเมริกา เยอรมนีและสหภาพยุโรปโดยพิจารณาการเปลี่ยนแปลงภาวะเศรษฐกิจในสหรัฐอเมริกา เยอรมนีและสหภาพยุโรปที่มีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ โดยใช้ข้อมูลทศวรรษของอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ระยะเวลา 2 ปี และ 10 ปี จำนวน 30 เดือน ตั้งแต่วันที่ 3 มกราคม ค.ศ.2000 ถึง 28 มิถุนายน ค.ศ.2002

ผลการศึกษาพบว่า การแถลงภาวะเศรษฐกิจส่งผลอย่างยิ่งต่อตลาดตราสารหนี้ในสหรัฐอเมริกาและเยอรมนี ในขณะที่อัตราการว่างงาน การเรียกร้องสิทธิของผู้ว่างงานส่งผลกระทบต่อผลิตภัณฑ์ประชาชาติที่แท้จริงและความเชื่อมั่นของผู้บริโภค การแถลงภาวะเศรษฐกิจส่งผลให้มีการเปลี่ยนแปลงระดับการจ้างงานเป็นรายเดือน พบว่าในช่วงปี ค.ศ. 2000 การจ้างงานเพิ่มขึ้น และเริ่มลดลงช่วงใกล้ ค.ศ.2001 และคงที่(flat) ช่วงใกล้ ค.ศ.2002 สำหรับผลกระทบจากการแถลงภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกาที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ในเยอรมนีนั้น พบว่า อัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้จะสูงขึ้นเมื่อเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกาแข็งแกร่ง หรือเมื่อเกิดภาวะเงินเฟ้อ การเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์ประชาชาติที่แท้จริง และความเชื่อมั่นของผู้บริโภค ภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกาส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ในเยอรมนีภายในเวลา 1 ชั่วโมง และการคาดการณ์ภาวะเงินเฟ้อจะส่งผลกระทบต่อระดับราคาตราสารหนี้ ซึ่งเป็นตัวบ่งชี้สำคัญที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ในตลาดสหรัฐอเมริกาและเยอรมนี ส่วนอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ในสหรัฐอเมริกานั้น พบว่าจำนวนแถลงการณ์ภาวะเศรษฐกิจที่มีมากสามารถกระตุ้นให้เกิดการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนของตราสารหนี้ในช่วงอายุ 2 ปี และ 10 ปี โดยทั่วไปปริมาณของการแถลงเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจจำนวนมากจะส่งผลกระทบต่อเส้นอัตราผลตอบแทน (yield curve) ในช่วงสั้นๆ เมื่ออัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้เพิ่มขึ้นในช่วงที่เศรษฐกิจแข็งแกร่ง อัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ระยะเวลา 2 ปี และ 10 ปี จะเพิ่มขึ้น และจะลดลงเมื่อแถลงการณ์ภาวะเศรษฐกิจเป็นไปในทางลบ

การแถลงเกี่ยวกับภาวะการจ้างงาน ผลผลิตและความเชื่อมั่นของผู้บริโภคจะส่งผลกระทบมากที่สุดต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ ในขณะที่การแถลงเกี่ยวกับผู้บริโภคและราคาผู้ผลิตจะมีผลกระทบน้อยกว่า โดยเฉพาะอย่างยิ่งการแถลงการณ์ภาวะเศรษฐกิจจะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้มากกว่าผลิตภัณฑ์ประชาชาติที่แท้จริงและดัชนีการจ้างงาน ในขณะที่การเรียกร้องสิทธิของผู้จ้างจะเป็นสาเหตุให้อัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ลดลง ในสหรัฐอเมริกาถ้ามีการแถลงภาวะเศรษฐกิจจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้อายุ 2 ปี มีการเปลี่ยนแปลงมากกว่า 3 basis points (bps.) จากการสำรวจจากการประชุมคณะกรรมการผู้บริโภคพบว่าดัชนีการจ้างงาน พฤติกรรมการซื้อสินค้าและอัตราการว่างงาน ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้อายุ 2 ปี มากกว่า 2 basis points (bps.) สำหรับตราสารหนี้อายุ 1 ปี จะมีการเปลี่ยนแปลงอย่างน้อย 1 basis point (bp.) และพบว่าดัชนีราคาผู้ผลิตส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้มากกว่าดัชนีราคาผู้บริโภค ส่วนภาวะเศรษฐกิจของเยอรมนีโดยมากจะไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ของสหรัฐอเมริกา ส่วนอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ระยะเวลา 2 ปี และ 10 ปี ในเยอรมนีส่วนใหญ่จะได้รับผลกระทบจากการแถลงภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกามากกว่าสหภาพยุโรป ทำให้

การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ในเยอรมนีใกล้เคียงกับสหรัฐอเมริกา แต่อย่างไรก็ตามยังเปลี่ยนแปลงน้อยกว่าตลาดตราสารหนี้ในสหรัฐอเมริกา ผลกระทบที่ประชากรที่แท้จริง ผลผลิตอุตสาหกรรมและสถิติการจ้างงานในเยอรมนีไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อคาดการณ์จะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ในระยะยาว และการแถลงภาวะเศรษฐกิจของสหภาพยุโรปจะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ในระยะสั้น

สิ่งที่พบในตลาดตราสารหนี้ของสหรัฐอเมริกา คือ ความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของธนาคารกลางแห่งสหรัฐอเมริกา (Fed Funds rate) และอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ระยะเวลา 10 ปี การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้มากกว่าการแถลงภาวะเศรษฐกิจเพียงอย่างเดียว ผลการสำรวจตั้งแต่เดือนมกราคม ค.ศ.2000 ถึง มิถุนายน ค.ศ.2002 พบว่าการตัดสินใจใช้นโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐอเมริกาส่งผลต่อราคาสินทรัพย์ทางการเงิน จากความสัมพันธ์ระหว่างภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกาและอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ในเยอรมนีพบว่า สหรัฐอเมริกามีการเจริญเติบโตในระดับโลกซึ่งเพิ่มขึ้นทุกปี ยิ่งไปกว่านั้นภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกาก็ทำให้เกิดผลกระทบอย่างมากต่อตลาดการเงินของโลก ปัจจัยที่ทำให้ภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกามีผลต่ออัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ ได้แก่ ข้อมูลต่างๆของสหรัฐอเมริกา นโยบายการเงิน ซึ่งล้วนมีผลกระทบต่อภาพรวมเศรษฐกิจ ภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกาส่งผลกระทบเป็นอย่างมากต่ออัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ในเยอรมนี การแถลงภาวะเศรษฐกิจของเยอรมนีและสหภาพยุโรปมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ในสหรัฐอเมริกา ปัจจัยที่มีผลกระทบอย่างมากต่ออัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ในสหรัฐอเมริกาและเยอรมนี ได้แก่ ตลาดแรงงาน อัตราการว่างงาน การเรียกร้องสิทธิของผู้ว่างงาน ฯลฯ

3.5 การวิเคราะห์เกี่ยวกับตลาดตราสารทุน

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

สำหรับการพิจารณาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศในตลาดตราสารทุนนั้นเราจะเลือกพิจารณาแนวคิดเกี่ยวกับการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (International Portfolio Diversification) ซึ่งเป็นทฤษฎีที่มีการพัฒนามาจากทฤษฎีการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ (portfolio Selection) ของ Markowitz (1952) ซึ่งได้กล่าวไว้ว่า หากผู้ลงทุนมีการกระจายการลงทุนอย่างเหมาะสม นั่นคือการลงทุนไปในหลักทรัพย์ที่มีจำนวนมากพอและหลักทรัพย์ที่ลงทุนนั้นความสัมพันธ์กันค่อนข้างต่ำแล้ว จะช่วยลดความเสี่ยงที่เรียกว่าความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Firm Specific Risk) ลงได้ส่วนความเสี่ยงที่ยังเหลืออยู่คือความเสี่ยงที่เป็นระบบ

(Market Risk) ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่ไม่สามารถทำให้หายหรือลดลงได้ ซึ่งความเสี่ยงทั้ง 2 ประเภท มีลักษณะที่แตกต่างกันดังนี้

1. ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Firm Specific Risk)

เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยภายในบริษัท แหล่งที่มาของความเสี่ยงเฉพาะตัวแต่ละบริษัท ความเสี่ยงประเภทนี้เป็นความเสี่ยงที่สามารถหลีกเลี่ยงได้โดยการกระจายการลงทุนอย่างเหมาะสม เช่น

- ความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Financial Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงฐานะทางการเงินของบริษัท ซึ่งการวัดความเสี่ยงดังกล่าวมักใช้อัตราส่วนทางการเงินเป็นตัวชี้วัด เช่น ความสามารถในการทำกำไร อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน สภาพคล่องทางการเงิน เป็นต้น

- ความเสี่ยงจากการจัดการ (Management Risk) คือ ความเสี่ยงอันเกิดจากการบริหารงานของบริษัท เช่น ความผิดพลาดของผู้บริหาร การทุจริตของผู้บริหาร ซึ่งจะส่งผลให้นักลงทุนขาดความเชื่อมั่นในบริษัท

- ความเสี่ยงจำเพาะอุตสาหกรรม (Industry Risk) คือ ความเสี่ยงในปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อกำไรของอุตสาหกรรมหนึ่งโดยเฉพาะ เช่น การเปลี่ยนแปลงในเทคโนโลยีการผลิต การเปลี่ยนแปลงในรสนิยมของผู้บริโภค เป็นต้น

2. ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Market risk)

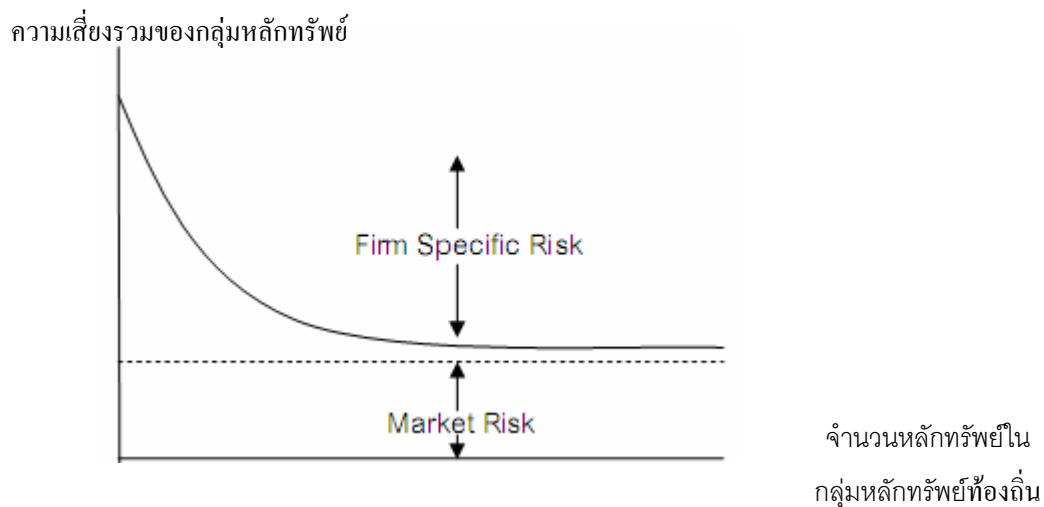
เป็นความเสี่ยงที่หากเกิดขึ้นแล้วจะส่งผลกระทบต่อทุกๆ หลักทรัพย์ในตลาด ความเสี่ยงประเภทนี้เป็นความเสี่ยงที่ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ (Non-diversifiable or Un-avoidable) เช่น

- ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ย ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ต่างๆ โดยจะพบว่าเมื่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดสูงขึ้นอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้น แต่มูลค่าปัจจุบันของหลักทรัพย์จะลดลงซึ่งจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงด้วย นั่นคือการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์จะมีทิศทางตรงข้ามกับการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ย

- ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงอำนาจซื้อ (Purchasing Power Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเมื่ออำนาจซื้อของเงินลดลง อันเนื่องมาจากการลดลงของค่าเงินซึ่งมีสาเหตุมาจากการเพิ่มขึ้นของภาวะเงินเฟ้อ (Inflation)

- ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของตลาด (Market Risk) เป็นการเปลี่ยนแปลงภาวะเศรษฐกิจ การเมืองและสังคม ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์

ภาพที่ 3-3--ความเสี่ยงที่ลดลงจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์

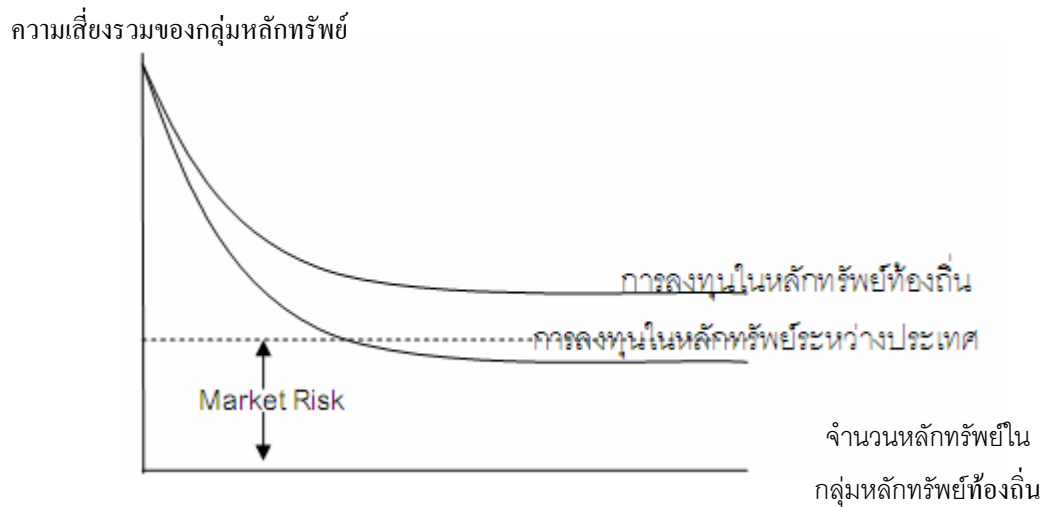


จากข้อจำกัดของการลงทุนในประเทศดังกล่าวส่งผลทฤษฎีให้การลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศเป็นที่สนใจของนักลงทุนทั่วโลกมากขึ้น ดังที่จะกล่าวต่อไปนี้

ทฤษฎีการเลือกถือหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (*International Diversification of Investment Portfolio*)

การเลือกถือหลักทรัพย์ระหว่างประเทศนั้น Grubel (1986) ได้เสนอทฤษฎีที่เรียกว่า “International Diversification of Investment Portfolio” ซึ่งอาศัยหลักพื้นฐานเดียวกันกับทฤษฎีการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Selection) ของ Markowitz (1952) นั่นคือ การที่นักลงทุนพยายามกระจายการถือหลักทรัพย์ไปในหลายประเทศหรือการที่นักลงทุนเลือกลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศนั้น จะทำให้นักลงทุนสามารถกระจายความเสี่ยงได้ดีกว่าการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์เพียงประเทศเดียว เนื่องจากแต่ละประเทศที่ลงทุนนั้นต่างมีความสัมพันธ์ในด้านของอัตราผลตอบแทนน้อย หรือไม่มีความสัมพันธ์กันเลย ซึ่งช่วยเพิ่มอัตราผลตอบแทนรวมจากการลงทุนให้สูงขึ้นและยังสามารถช่วยลดความเสี่ยงจากการลงทุนได้จริง โดยความเสี่ยงที่สามารถลดลงได้นั้นเป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบ (firm specific risk) ในระดับท้องถิ่น ที่ได้กลายมาเป็นความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (market risk) เมื่อพิจารณาในระดับระหว่างประเทศ จึงทำให้สามารถขจัดความเสี่ยงกลุ่มนี้ออกไปได้ ตัวอย่างเช่น ความเสี่ยงทางด้านนโยบายการเงินและการคลังระบบปัวรรตเงินตราต่างประเทศ และทรัพยากรธรรมชาติที่แต่ละประเทศมีอยู่ ที่เคยเป็นปัจจัยความเสี่ยงที่เป็นระบบสำหรับการวิเคราะห์ในระดับท้องถิ่นหรือภายในประเทศ แต่เมื่อพิจารณาในระดับระหว่างประเทศปัจจัยเหล่านี้ได้กลายเป็นความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบไป

ภาพที่ 3-4—ความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศที่ลดลงจากการเพิ่มจำนวนหลักทรัพย์



Railo (2000) ได้ทำการศึกษาถึงความเสี่ยงที่เกิดจากการกระจายการลงทุนไปยังกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศของนักลงทุนสถาบันพบว่า ถึงแม้ความเสี่ยงหลายประเภทที่เกิดขึ้นจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศนี้จะไม่สามารถทำให้หมดไปได้ แต่อย่างน้อยสามารถควบคุมผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นได้ โดยความเสี่ยงกลุ่มนี้ได้แก่

1. ความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Risk)

โดยจะพบว่าเมื่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดสูงขึ้นอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้น แต่มูลค่าปัจจุบันของหลักทรัพย์จะลดลงซึ่งจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง นอกจากนั้นยังส่งผลเสียต่อตราสารประเภทพันธบัตรที่มีอายุครบกำหนดไถ่ถอนนานด้วยเช่นกัน ดังนั้นการจะลดความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ยนี้จึงสามารถทำได้โดยการหลีกเลี่ยงการลงทุนในตราสารประเภทพันธบัตรที่มีอายุครบกำหนดไถ่ถอนนานในช่วงที่เกิดภาวะเงินเฟ้อสูง และหลีกเลี่ยงการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ไวต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย

2. ความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน (Foreign Exchange Risk)

เนื่องจากการลงทุนระหว่างประเทศผู้ลงทุนนั้นจะได้มาซึ่งสินทรัพย์ที่เป็นสกุลเงินอื่น ดังนั้นการที่จะลดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนลงนั้น จะสามารถทำได้โดยการกระจายการลงทุนไปในสินทรัพย์ที่เป็นเงินสกุลอื่น ที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์กันในระดับต่ำ Tobin (1967) การลงทุนระหว่างประเทศจะเป็นกลยุทธ์ที่มีประโยชน์อย่างมากสำหรับนักลงทุน แต่ในทางปฏิบัติพบว่าตลาดมิได้มีการรวมตัวกันอย่างสมบูรณ์ ส่งผลให้การลงทุนระหว่างประเทศยังคงมีอุปสรรคอยู่ โดยเฉพาะอุปสรรคทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน อย่างไรก็ตามมีงานศึกษาหลายงานที่สนับสนุนการลงทุนระหว่างประเทศ โดยพบว่านักลงทุนจะได้รับผลประโยชน์มากขึ้น ขณะที่ความเสี่ยงโดยรวม (Total Risk) ของกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศลดลงได้มากเนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ระหว่างประเทศมีความสัมพันธ์กันค่อนข้างต่ำ (Partially Positively Correlation)

3. ความเสี่ยงด้านการเมือง (Political Risk)

เป็นความเสี่ยงที่สะท้อนถึงเสถียรภาพและความมั่นคงของรัฐบาล เนื่องจากประเทศกำลังพัฒนาทั้งหลายมีความจำเป็นอย่างยิ่งในการอาศัยนโยบายทางเศรษฐกิจที่สำคัญที่เป็นการส่งเสริมและพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ภายในประเทศ ดังนั้นหากประเทศใดที่มีปัญหาเรื่องเสถียรภาพทางการเมือง ตลอดจนปัญหาทุจริตในวงราชการ (Corruption) แล้วย่อมส่งผลต่อการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ภายในประเทศนั้นได้

4. ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง (Liquidity Risk)

เป็นความเสี่ยงที่สะท้อนถึงต้นทุนการจัดการ (Transaction Cost) อย่างหนึ่ง เนื่องจากปริมาณเงินลงทุนที่ใหญ่มากของนักลงทุนต่างชาติ ทำให้ในการลงทุนแต่ละครั้งอาจส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่บิดเบือนจากราคาตลาด ณ เวลานั้นได้ หากสภาพคล่องไม่เพียงพอต่อความต้องการลงทุน ในการวัดสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์นั้น มักใช้อัตราส่วนที่เรียกว่า “การวัดการกระจุกตัวของมูลค่าตลาด (Market Concentration)” ซึ่งคำนวณจากอัตราส่วนมูลค่าตลาดของบริษัทขนาดใหญ่สุด 10 แห่ง เทียบกับมูลค่าตลาดรวม และอัตราส่วน ดังกล่าวนี้อาจเป็นตัวสะท้อนถึงโอกาสในการกระจายความเสี่ยงจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ กล่าวคือ หากอัตราส่วนนี้มีค่าสูง แสดงว่าโอกาสในการกระจายความเสี่ยงของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้นมีค่าน้อย เนื่องจากมีหลักทรัพย์ขนาดใหญ่เพียงไม่กี่บริษัทที่มีอิทธิพลมากต่อตลาดหลักทรัพย์นั้นๆ

5. ความเสี่ยงด้านการทำราคา (Manipulation Risk)

เป็นความเสี่ยงทางด้านราคาหลักทรัพย์อย่างหนึ่ง ซึ่งเป็นการทำให้ราคาหลักทรัพย์บิดเบือนจากความเป็นจริง และราคาหลักทรัพย์ ณ เวลานั้นไม่ได้สะท้อนถึงปัจจัยพื้นฐานที่แท้จริง ซึ่งความเสี่ยงนี้จัดอยู่ในความเสี่ยงที่ Liljeblom (2000) เรียกว่า “Home Bias” อย่างหนึ่ง ซึ่งมีสาเหตุมาจากการที่นักลงทุนต่างชาติได้รับข้อมูลข่าวสารไม่เท่าเทียมกับนักลงทุนในประเทศ

6. ความเสี่ยงด้านข้อมูลข่าวสาร (Information Risk)

แสดงให้เห็นในรูปแบบของความไม่เท่าเทียมกันทางด้านผลประโยชน์ หรือข้อมูลข่าวสารระหว่างนักลงทุนในประเทศและนักลงทุนต่างประเทศ (Information Asymmetries) ทำให้นักลงทุนต่างชาติเกิดความเสียเปรียบในการซื้อขายหลักทรัพย์ ดังนั้นหากในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไหนมีความเสี่ยงประเภทนี้ย่อมส่งผลให้นักลงทุนต่างชาติมีทัศนคติที่ไม่ดีต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของนักลงทุนชาวต่างชาติ และความเสี่ยงด้านข้อมูลข่าวสารถือเป็นความเสี่ยงหนึ่งใน “Home Bias” เช่นกัน

7. ความเสี่ยงด้านอัตราเงินเฟ้อ (Inflation Risk)

เป็นความเสี่ยงที่สะท้อนถึงอำนาจซื้อของนักลงทุนต่างชาติ ไม่ว่าจะเป็นอำนาจซื้อสินค้าวัตถุดิบ หรือแม้กระทั่งการลงทุนในหลักทรัพย์ก็ตาม เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อสามารถสะท้อนผ่านราคาหลักทรัพย์ได้ เปรียบเสมือนว่าหลักทรัพย์เป็นสินค้าประเภทหนึ่งในระบบเศรษฐกิจดังนั้นการ

ที่นักลงทุนต่างชาติเข้ามาลงทุนในประเทศเหล่านั้น ในขณะที่อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับสูงนั้น ทำให้อำนาจการลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติลดลงได้

จากแนวคิดทางทฤษฎีการเลือกถือหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (International Diversification of Investment Portfolio) พบว่าความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นมาจากทฤษฎีการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ (portfolio Selection) ของ Markowitz (1952) ได้แก่ ความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน ความเสี่ยงทางการเมือง ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง ความเสี่ยงในเรื่องของอัตราเงินเฟ้อ หรือแม้กระทั่งความเสี่ยงที่เรียกว่าเป็น “Home Bias” ได้แก่ ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร, ข้อจำกัดทางด้านภาษี ข้อจำกัดในการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ ข้อจำกัดเรื่องต้นทุนการจัดการ เป็นต้น

ดังนั้นในการศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการไหลเข้าของเงินทุนเพื่อมาลงทุนในตลาดตราสารทุนนั้นจึงอาศัยทฤษฎีการเลือกถือหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (International Diversification of Investment Portfolio) มาเป็นพื้นฐานในการศึกษาหาปัจจัยที่เป็นปัจจัยที่สะท้อนถึงความเสี่ยงจากการลงทุนและอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากการกระจายการลงทุนในประเทศต่างๆ เหล่านี้ อันนำไปสู่การตัดสินใจในการเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย

วรรณกรรมปริทัศน์

งานศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของนักลงทุนชาวต่างชาตินั้นพบว่ามีการศึกษาทั้งในและต่างประเทศ โดยงานศึกษาในประเทศส่วนใหญ่เป็นการศึกษาหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการลงทุนของนักลงทุนในประเทศและชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนงานศึกษาต่างประเทศนั้นพบว่าส่วนใหญ่เป็นการศึกษาหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศกำลังพัฒนา (Developing Countries) หรือตลาดหลักทรัพย์ประเทศเกิดใหม่ (Emerging Market)

ในงานศึกษานั้น ล้วนเป็นตัวแปรด้านความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในทฤษฎีการลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Selection) และทฤษฎีการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (International Portfolio Diversification) ทั้งสิ้น ดังนั้นในส่วนนี้จึงได้แบ่งแนวคิดในการศึกษาออกเป็น 2 แนวคิดหลักได้แก่ แนวคิดที่ใช้ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย และแนวคิดที่ใช้ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการลงทุนในตลาดของประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

แนวคิดที่หนึ่ง เป็นงานศึกษาหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ของนักลงทุนในประเทศและนักลงทุนชาวต่างชาติ โดยงานศึกษาในกลุ่มนี้แบ่งออก 2 ประเภท คือ

1. งานศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดการลงทุนของนักลงทุนในประเทศ

โดยมีพื้นฐานการศึกษามาจากทฤษฎีการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio Selection) ของ Markowitz (1952) เป็นหลัก ซึ่งในทฤษฎีนี้ได้พูดถึงความเสี่ยง 2 แบบจากการลงทุนในหลักทรัพย์ท้องถิ่นที่เป็นปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนต้องคำนึงถึง ได้แก่ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) เป็นความเสี่ยงเฉพาะตัวบริษัท เช่น ความเสี่ยงที่เกี่ยวกับฐานะการเงินของกิจการ, ความเสี่ยงในการจัดการของผู้บริหารกิจการ และความเสี่ยงจำเพาะอุตสาหกรรม ส่วนความเสี่ยงอีกประเภทหนึ่งคือ ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกี่ยวกับเศรษฐกิจในประเทศ เช่น ความเสี่ยงเรื่องการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย, ความเสี่ยงเรื่องการเปลี่ยนแปลงของอำนาจซื้อ และความเสี่ยงเรื่องการเปลี่ยนแปลงของตลาดรวมอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของรัฐบาล เศรษฐกิจและสังคมงานศึกษาที่เกี่ยวข้องได้แก่

นินนาท (2532) ได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์และอิทธิพลของปัจจัยทางเศรษฐกิจและการเงินที่มีต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งแบบจำลองที่ศึกษาได้อาศัยแนวความคิดทฤษฎีของอุปสงค์ และอุปทานมาดัดแปลงให้เป็นรูปแบบสมการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างความต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ (Demand for Securities) ซึ่งเป็นตัวแปรตาม (Dependent Variable) กับตัวแปรทางเศรษฐกิจและการเงิน ซึ่งเป็นตัวแปรอิสระ (Independent Variable) ประกอบด้วยตัวแปรทั้งหมด 6 ตัวได้แก่ ตัวแปรด้านอัตราดอกเบี้ย, การเติบโตทางเศรษฐกิจ, ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน, สภาพคล่องทางการเงินของระบบการเงินและผู้ลงทุน, อัตราภาษีระหว่างธนาคาร และการคาดการณ์ของราคาหลักทรัพย์ จากงานศึกษานี้พบว่า ตัวแปรที่ศึกษาทั้งหมด 3 ตัวแปร คือ อัตราดอกเบี้ย, การเติบโตทางเศรษฐกิจ และการคาดการณ์ของราคาหลักทรัพย์ นั้นเป็นตัวแปรที่ทำให้เกิดความต้องการการลงทุนในหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. งานศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดการลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติ

มีพื้นฐานการศึกษามาจากทฤษฎีการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio Selection) ของ Markowitz และทฤษฎีการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (International Portfolio Diversification) เป็นหลัก ซึ่งทฤษฎีการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศต่างจากทฤษฎีการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ตรงที่ได้กล่าวถึงความเสี่ยงประเภทต่างๆดังนี้ ความเสี่ยงทางเศรษฐกิจ (Economic Risk) ได้แก่ ความเสี่ยงในเรื่องอัตราดอกเบี้ย (Interest rate Risk), ความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อ (Inflation Risk), ความเสี่ยงทางการเมือง (Political Risk), ความเสี่ยงทางด้านสภาพคล่อง (Liquidity

Risk) นอกจากนั้นยังได้รวมความเสี่ยงอีก 2 ประเภทเข้ามาด้วย คือ ความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange rate Risk) และความเสี่ยงที่เรียกว่า “Home Bias” ได้แก่กฎระเบียบข้อบังคับ (Regulation Risk) ของนักลงทุนชาวต่างชาติในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์, ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร (Information Risk) เป็นต้น เนื่องจากความเสี่ยงทั้ง 2 นี้สามารถส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต่างชาติจะได้รับจากการลงทุนในต่างประเทศเช่นกันงานศึกษาที่เกี่ยวข้องได้แก่

บัณฑิต (2539) มีต้นแบบของวิธีการศึกษามาจากงานศึกษาของ Mukherjee and Naka (1995) ที่ศึกษาหาปัจจัยมหภาคที่มีผลต่อดัชนีหลักทรัพย์โดยใช้วิธีการ Co-integration ในการประมาณค่าตัวแปรต่างๆ โดยงานศึกษาของบัณฑิตได้ใช้ข้อมูลตั้งแต่เดือนมกราคม 2533 ถึงเดือนมิถุนายน 2539 และแบบจำลองที่สร้างขึ้นโดยอาศัย 2 ทฤษฎี โดยตัวแปรตามได้แก่ มูลค่าสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (พินล้านบาท) และตัวแปรอิสระประกอบไปด้วย อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สัดส่วนระหว่างความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่น ค่าประกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (สตางค์ต่อดอลลาร์) อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิ การคาดหวังเกี่ยวกับอัตราเงินเฟ้อ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ และภาวะทางการเมือง

ในขั้นตอนแรกทดสอบว่าตัวแปรดังกล่าว Stationary หรือไม่ด้วยวิธีการทดสอบ Augmented Dickey-Fuller หลังจากนั้นจึงใช้วิธีการทดสอบ Co-integration test เพื่อหาความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวของตัวแปร ผลที่ได้จากงานศึกษาพบว่าตัวแปรอัตราความเสี่ยงที่เกิดจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก, อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่น, ความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยน, อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาด, อัตราเงินเฟ้อ และส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศ เป็นตัวแปรที่สามารถอธิบายได้ ส่วนตัวแปรที่ไม่สามารถใช้อธิบายงานศึกษาครั้งนี้ได้ คือ ปัจจัยที่เป็นตัวแปรด้านอัตราผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน และตัวแปรการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองในประเทศ

Soonthornchawakan (1990) ที่ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่กำหนดการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดทุนไทยตั้งแต่เดือนมกราคมปี 1985 ถึงธันวาคมปี 1988 ซึ่งอาศัยทฤษฎี The Portfolio-Adjustment ร่วมกับทฤษฎี International Portfolio Diversification มาสร้างแบบจำลองและในขั้นแรกได้ทำการประมาณค่าสมการด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square

(OLS)) พบว่าตัวแปรเกือบทุกตัวไม่สามารถใช้อธิบายได้ ดังนั้นจึงได้ทำการทดลองใหม่โดยอาศัยความล่าช้าในการปรับตัว (Lag) ของตัวแปรต่าง ๆ โดยตัวแปรตามได้แก่ มูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ ตัวแปรอิสระประกอบไปด้วย การคาดหวังเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยน ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Lag time 2 เดือน) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Lag time 3 เดือน) อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Lag time 5 เดือน) Domestic Political Shock และรายได้ของนักลงทุนต่างชาติ

จากผลที่ได้จากแบบจำลองพบว่าปัจจัยทั้งหมดนั้นเป็นปัจจัยที่สามารถกำหนดการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดทุนไทยได้ และยังพบอีกว่ายังมีปัจจัยเชิงคุณภาพอื่นๆ ที่เป็นปัจจัยพื้นฐานที่เป็นตัวแสดงถึงภาพรวมของเศรษฐกิจของประเทศ เช่น ปัจจัยทางด้านจิตวิทยาหรือความเป็นอิสระ และความเป็นสากลของตลาดหลักทรัพย์ที่สามารถเป็นปัจจัยที่กำหนดการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดทุนไทยได้เช่นกัน

Rangkasiri (1996) ที่ศึกษาหาปัจจัยที่นำไปสู่การตัดสินใจเข้ามาลงทุนในประเทศไทยโดยทำการประมาณค่าตัวแปรด้วยวิธี OLS พบว่าในส่วน of ตลาดหลักทรัพย์นั้น จากปัจจัยที่ศึกษาทั้งหมด 5 ปัจจัย ได้แก่ ผลผลิตมวลรวมภายในประเทศ , ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย , อัตราผลตอบแทนของตลาด , การเบี่ยงเบนของอัตราแลกเปลี่ยน และสถานการณ์ทางการเมือง มีเพียง 2 ปัจจัยเท่านั้นที่สามารถนำมาอธิบายได้ ซึ่งก็คือ ตัวแปรผลผลิตมวลรวมภายในประเทศ และตัวแปรการเบี่ยงเบนของอัตราแลกเปลี่ยน

กุลสุดา (2551) ได้ศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเข้ามาลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ 3 ประเทศ ได้แก่ ไทย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ โดยใช้ข้อมูลผสมตัดขวางและอนุกรมเวลา (Panel Data) ที่เป็นรายไตรมาสตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี 2000 (พ.ศ. 2543) ถึงไตรมาสที่ 4 ปี 2005 (พ.ศ. 2548) ของทั้ง 3 ประเทศรวมทั้งสิ้น 72 ข้อมูล วิเคราะห์โดยใช้ Model for Panel Data แบบ Fixed Effect (Covariance) Model ผลการศึกษาหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเข้ามาลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 3 ประเทศ พบว่าปัจจัยทางด้านอัตราผลตอบแทนมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจลงทุนระยะสั้นของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ทั้ง 3 ประเทศมากกว่าปัจจัยทางด้านความเสี่ยง กล่าวคือตัวแปรราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาด และตัวแปรอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล เป็นปัจจัยทางด้านอัตราผลตอบแทนที่สำคัญสำหรับนักลงทุนชาวต่างชาติใช้ในการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียง

เชิงได้ทั้ง 3 ประเทศ โดยปัจจัยความเสี่ยงที่นักลงทุนต่างชาติให้ความสำคัญสำหรับการเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศเหล่านี้มีเพียงปัจจัยทางด้านสภาพคล่องของตลาดเท่านั้น

ดังนั้น งานศึกษาในกลุ่มแนวคิดที่หนึ่งทั้งหมดพบว่า ตัวแปรที่สามารถอธิบายถึงการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยของนักลงทุนทั้งในประเทศและนักลงทุนต่างประเทศได้ส่วนใหญ่เป็นปัจจัยที่เกี่ยวกับความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนในอดีตทั้งสิ้น โดยที่ปัจจัยที่เกี่ยวกับความเสี่ยงนั้นส่วนใหญ่เป็นความเสี่ยงของภาวะเศรษฐกิจ เช่น การเติบโตของเศรษฐกิจ ภาวะเงินเฟ้อในประเทศ และความเสี่ยงของอัตราดอกเบี้ย ส่วนด้านของอัตราผลตอบแทนนั้นจะเป็นอัตราผลตอบแทนในอดีตของตลาดไทยและตลาดของประเทศพัฒนาแล้วอย่างสหรัฐอเมริกาเป็นต้น และปัจจัยที่เป็นความเสี่ยงที่สำคัญ คือ ปัจจัยความเสี่ยงในเรื่องของอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งเป็นปัจจัยที่สามารถนำมาอธิบายถึงการตัดสินใจเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยของนักลงทุนชาวต่างชาติได้เป็นอย่างดี

แนวคิดที่สอง เป็นงานศึกษาหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนในทวีปสหรัฐอเมริกา และยุโรปเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศกำลังพัฒนาที่ถือว่าเป็นตลาดเกิดใหม่ทั้งในแถบเอเชียและลาตินอเมริกา โดยมีงานศึกษาหลายงานซึ่งมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

Taylor and Sarno (1997) ได้ทำการศึกษาหาปัจจัยที่ทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายของเงินลงทุนจากประเทศสหรัฐอเมริกา ทั้งเงินลงทุนในพันธบัตร (Bond flow) และเงินลงทุนในหลักทรัพย์ (Equity flows) มายังประเทศแถบลาตินอเมริกา 9 ประเทศ (อาร์เจนตินา, บราซิล, ชิลี, โคลัมเบีย, เอกวาดอร์, จาไมกา, เม็กซิโก, อุรุกวัย และ เวเนซุเอลา) และประเทศแถบเอเชีย 9 ประเทศ (จีน, อินเดีย, อินโดนีเซีย, สาธารณรัฐเกาหลี, มาเลเซีย, ปากีสถาน, ฟิลิปปินส์, ไต้หวัน และ ไทย) ในช่วงปี 1988-1992 โดยทำการศึกษาต่อจากงานศึกษาของ Chohan, Claessens, and Mamingi (1993) ที่ได้ศึกษาถึงการปรับตัวของพอร์ตการลงทุนโดยใช้วิธี Seemingly Unrelated Error-Correction Model ตัวแปรตามที่ใช้ในงานศึกษานี้ได้ถูกแบ่งออกเป็น 2 กลุ่มโดยอาศัยทฤษฎี International Capital Asset Pricing Model (ICAPM) ตามงานศึกษาของ Calvo, Leiderman, and Reinhart (1993 and 1996) ดังนี้

1. Country-specific factors (pull factors) เป็นปัจจัยที่แสดงความสำคัญของการเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจภายในประเทศซึ่งเป็นปัจจัยที่สะท้อนถึงความเสี่ยงที่เกิดจากการลงทุนในประเทศนั้น และมีผลกระทบต่อการไหลเข้าของเงินลงทุนจากต่างชาติ ได้แก่ ตัวแปรด้านอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศ, ตัวแปร premium ของอัตราแลกเปลี่ยนนอกระบบ

2. Global factors (push factors) เป็นปัจจัยที่แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ทั้งการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยและการชะลอตัวของภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ในขณะที่เศรษฐกิจของประเทศกำลังพัฒนามีเสถียรภาพมากขึ้น ทำให้เกิดการไหลเข้าของเงินลงทุนจากต่างชาติ ได้แก่ ตัวแปรอัตราดอกเบี้ยตัวเงินคลัง อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล ระดับผลผลิตภาคอุตสาหกรรมที่แท้จริงของสหรัฐฯ

จากผลการศึกษาโดยใช้วิธี Augmented Dickey-Fuller test เพื่อศึกษาหาการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพระยะยาว พบว่ากลุ่มของ push-pull factors นั้นต่างเป็นตัวแปรที่สำคัญที่สามารถใช้อธิบายแบบจำลองได้นอกจากนั้นยังได้ศึกษาการปรับตัวของพอร์ตลงทุนโดยใช้วิธี Seemingly Unrelated Error-Correction Model พบว่า การปรับตัวของเงินลงทุนในพันธบัตร (bond flows) นั้นไวต่อ push factors (Global Factors) มากกว่า ส่วนการปรับตัวของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ (equity flows) นั้นจะไวต่อ pull factors (Country-specific Factors) ซึ่งจากผลการศึกษาที่ได้นั้นขัดแย้งกับผลการศึกษาของ Chunhan, Claessens, and Mamingi (1993) ที่ได้ผลสรุปได้ว่าเงินลงทุนในหลักทรัพย์ (Equity flows) นั้นไวต่อ push factors (Global Factors) มากกว่า ส่วนเงินลงทุนในพันธบัตร (bond flows) นั้นไวต่อ pull factors (Country-specific Factors)

Griffin, Nardari and Stulz (2002) ที่ได้ศึกษาถึงปัจจัยที่เป็นสิ่งที่น่าสนใจไปสู่การไหลเข้าของเงินทุนสุทธิมายังประเทศกำลังพัฒนา โดยใช้ข้อมูลเงินทุนไหลเข้าสุทธิรายวัน (Net Equity Flows) ของประเทศเกิดใหม่ (Emerging Market Countries) ทั้ง 9 ประเทศได้แก่ อินโดนีเซีย เกาหลีฟิลิปปินส์ ใต้หวัน ไทย อินเดีย ศรีลังกา สโลวาเนีย และแอฟริกาใต้ ผลการศึกษพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเข้ามาลงทุน หรือการเพิ่มขึ้นของเงินทุนไหลเข้าสุทธิ (Net Equity Flows) ของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ของเกิดใหม่เหล่านี้ ได้แก่ ผลตอบแทนในตลาดหุ้นในประเทศกำลังพัฒนา และยังขึ้นกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้นโลกในขณะนั้น นอกจากนี้ปัจจัยที่ทำให้นักลงทุนจากต่างประเทศจะเข้ามาลงทุนในประเทศขนาดเล็ก (Small Countries) คือ ภาพลักษณ์และมุมมองของนักลงทุนต่างชาติต่อตลาดหุ้นประเทศกำลังพัฒนาที่เป็นบวก เช่น ความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยน สถานการณ์ทางการเมือง และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้นประเทศเหล่านั้น เป็นต้น โดยที่ภาพลักษณ์ในอดีตของตลาดหุ้นเหล่านั้นมีผลต่อการเข้ามาลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ และการไหลเข้าของเงินทุนต่างชาติจะมากขึ้นและรวดเร็วอย่างไรนั้น ก็จะขึ้นอยู่กับอัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกาเช่นกัน

Liljebloom and Löflund (2000) ได้ศึกษาถึงปัจจัยกำหนดการเข้ามาลงทุนของชาวต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศฟินแลนด์ตั้งแต่ปี 1993-1998 ซึ่งอาศัยสมการ Multivariate Regressions ในการศึกษา ประกอบด้วยปัจจัยที่สนับสนุนการเข้ามาลงทุนของชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ฟินแลนด์ทั้ง 12 ปัจจัย คือ 1. อัตราเงินปันผล (Dividend Yield) 2.

ขนาดของธุรกิจ (Size) 3. ยอดการส่งออก (Export to total sales) 4. สภาพคล่องของหลักทรัพย์ (Liquidity) 5. อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Return on investment (ROI)) 6. มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book-to-Market) 7. กำไรต่อหุ้น (Earnings per share (E/P)) 8. อัตราผลตอบแทนในอดีต (Past Excess Return) 9. Leverage 10. อัตราส่วนกระแสเงินสด (Current Ratio) 11. ความแตกต่างในความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Difference in systematic risk) 12. ตัวแปรอื่นๆ (Residual Variance) ที่มีผลกับ สัดส่วนมูลค่าการถือครองหลักทรัพย์โดยนักลงทุนชาวต่างประเทศต่อมูลค่าของตลาดหลักทรัพย์โดยรวมทั้งหมดของประเทศ

ผลการศึกษาพบว่า การเข้ามาลงทุนของชาวต่างประเทศนั้นมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับข้อจำกัดในการลงทุนในตลาด, อัตราเงินปันผล, สภาพคล่องของหลักทรัพย์, ขนาดของธุรกิจ, และขอบเขตความสามารถในการทำกำไร เป็นต้น นอกจากนี้ยังได้พบถึงข้อจำกัดต่างๆ ในการลงทุนของนักลงทุนชาวต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศฟินแลนด์ เช่น ข้อจำกัดเรื่องต้นทุนในการจัดการ, ความแตกต่างทางด้านภาษี, อัตราแลกเปลี่ยน และกฎระเบียบข้อบังคับต่างๆ สำหรับนักลงทุนชาวต่างประเทศ รวมถึงความแตกต่างทางด้านข้อมูลข่าวสาร, สิ่งกีดกันอื่นๆ ที่มีต่อทัศนคติของนักลงทุนชาวต่างประเทศ โดยที่

Railo (2000) เป็นงานการศึกษาเชิงพรรณนาที่สนับสนุนการลงทุนในหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ โดยชี้ให้เห็นปัจจัยที่เป็นข้อดีของการลงทุนต่างประเทศ คือ

1. ขนาดของกลุ่มตลาดที่ใหญ่ขึ้น เนื่องจากการเพิ่มขนาดของมูลค่าตลาดนั้นช่วยเพิ่มโอกาสของการลงทุนให้มากขึ้น

2. Performance ที่หลากหลายของตลาด เพราะเนื่องจากการที่แต่ละตลาดมีความแตกต่างกัน นำไปสู่หลักการกระจายการลงทุนที่ดี

3. การกระจายความเสี่ยง เพราะเป็นหนึ่งในเหตุผลของการลงทุนในต่างประเทศเพราะการกระจายการลงทุนที่ดี นำไปสู่ความเสี่ยงที่ลดลงและโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้น

4. โอกาสในการลงทุนของนักลงทุน โดยไม่จำเป็นที่จะต้องลงทุนในตลาดเกิดใหม่เพียงกลุ่มเดียวก็ได้

5. ช่วยถ่วงน้ำหนักในการลงทุน เห็นได้ชัดจากกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ (Pension fund) ของสหรัฐอเมริกา ที่เพิ่มสัดส่วนการลงทุนนอกจากนี้ยังได้กล่าวถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศว่ามี 4 ประเภทหลัก ได้แก่

1. ความเสี่ยงของตลาดรวม (Market Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของสถานการณ์โลกที่ส่งผลกระทบต่อตลาด ทั้งตลาดหลักทรัพย์, ตลาดพันธบัตรและตลาดอื่นๆ

2. ความเสี่ยงจากการกระจายการลงทุน (Diversification Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการกระจายการลงทุนที่มากเกินไป ซึ่งอาจจะส่งผลทำให้เกิดความเสี่ยงต่อการจัดการที่ผิดพลาดได้

3. อัตราความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ย (Interest rate Risk) เป็นความเสี่ยงที่สามารถส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และมูลค่าของพันธบัตร โดยเฉพาะอย่างยิ่งพันธบัตรที่มีอายุยาว แต่ความเสี่ยงนี้สามารถทำให้ลดลงได้โดยการหลีกเลี่ยงจากการลงทุนในพันธบัตรที่มีอายุยาว และหลีกเลี่ยงจากหลักทรัพย์ที่ไวต่ออัตราดอกเบี้ย

4. ความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนต่างประเทศ (Foreign Exchange Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเนื่องจากการลงทุนในต่างประเทศซึ่งมักจะได้อัตราดอกเบี้ยที่เป็นสกุลเงินท้องถิ่น ดังนั้นจึงไม่สามารถหลีกเลี่ยงจากความเสี่ยงประเภทนี้ได้ แต่สามารถทำให้ลดลงได้ โดยการกระจายการลงทุนไปยังสินทรัพย์ที่เป็นสกุลเงินที่สำคัญๆ จึงจะช่วยลดความเสี่ยงประเภทนี้ได้ Chorafas, D.N. (1992)

บทที่ 4

แบบจำลองเพื่อติดตาม วิเคราะห์ผลกระทบจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศ

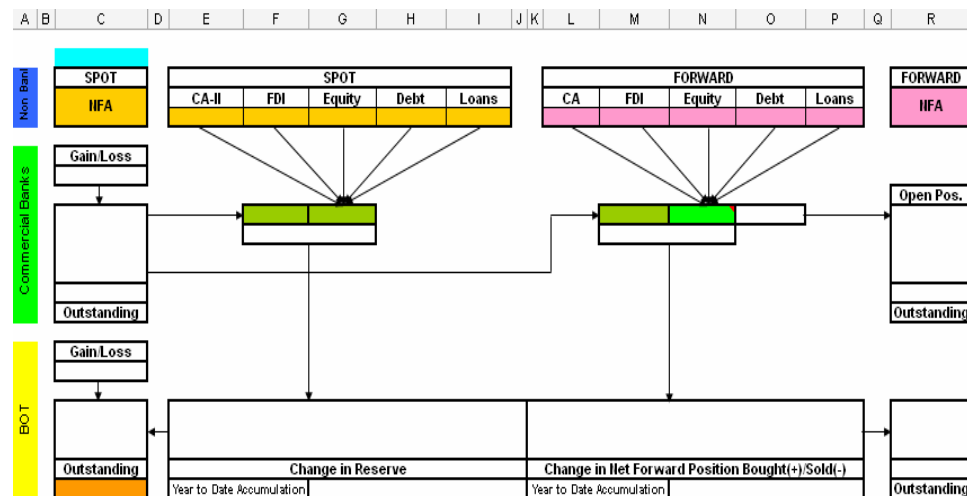
การดำเนินการเพื่อติดตาม วิเคราะห์ ประเมินการผลกระทบ รวมทั้งคาดการณ์แนวโน้มที่เกิดจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศ ทั้งในส่วนที่เกี่ยวข้องที่มาของเงินทุนเคลื่อนย้าย เงินสำรองระหว่างประเทศ และการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนนั้น คณะผู้วิจัยได้ดำเนินการจัดสร้างระบบการติดตาม และวิเคราะห์สถานการณ์ผ่านการจัดสร้างแผนผังแสดงการไหลของเงิน (Flow of Fund) และการสร้างแบบจำลองเพื่อวิเคราะห์เกี่ยวกับพฤติกรรมของการเคลื่อนย้ายเงินทุน รวมทั้งเพื่อคาดการณ์เกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนและผลที่จะเกิดขึ้นในอนาคตผ่านการวิเคราะห์เชิงปริมาณ เพื่อเพิ่มสามารถในการวิเคราะห์เชิงลึก ทำให้การดำเนินการติดตามสถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ และสามารถใช้ในการประกอบการนำเสนอ และจัดทำยุทธศาสตร์ที่เกี่ยวกับการจัดการเงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพของกระทรวงการคลังต่อไป

4.1 การจัดสร้างแผนผังแสดงการไหลของเงิน (Flow of Fund)

ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง และภาคการเงินของประเทศ เพื่อทำการระบุถึงความสัมพันธ์ รวมทั้งเพื่อรวบรวมประเด็นข้อมูลที่สำคัญเพื่อใช้ในการสร้างระบบการติดตามสถานการณ์เงินทุนเคลื่อนย้าย คณะผู้วิจัยได้เริ่มดำเนินการจัดสร้างแบบจำลองเพื่อใช้ในการวิเคราะห์พฤติกรรมของระบบการเงินไทยตามได้แสดงในกรอบการศึกษา โดยเริ่มจากการจัดสร้างผังแสดงการไหลของเงิน ซึ่งเป็นการแสดงส่วนประกอบ และความสัมพันธ์ของเงินทุนที่ได้มีการไหลเข้าออกประเทศไทยผ่านช่องทางต่างๆ

จากนั้น ดำเนินการสร้างแบบจำลองเพื่อวิเคราะห์พฤติกรรมการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ในชื่อของ แบบจำลองเพื่อการวิเคราะห์อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (FX Determination Model) คณะผู้วิจัยได้อาศัยการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ผ่านการจัดสร้างผังแสดงการไหลของเงิน (Flow of Fund) และได้จัดออกแบบแบบจำลองให้มีรูปแบบ และส่วนประกอบดังต่อไปนี้

รูปแบบของแบบจำลอง



ภาพที่ 4-1 แสดงการไหลของเงิน

แบบจำลอง FX Determination เป็นแบบจำลองที่แสดงการไหลเข้า/ออกของเงินตราต่างประเทศทั้งในตลาดปัจจุบัน (spot) และ ตามสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (forward) ผ่าน 5 ช่องทาง คือ

- 1) ดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account: CA)
- 2) การลงทุนโดยตรงหรือซื้อขายตราสารทุนจำนวนมากกว่าร้อยละ 10 ของปริมาณตราสารทุนทั้งหมดที่ออกโดยกิจการที่ถูกซื้อ (Foreign Direct Investment: FDI)
- 3) การซื้อขายตราสารทุนทั้งในตลาดหลักทรัพย์และนอกตลาดหลักทรัพย์ แต่มีจำนวนน้อยกว่าร้อยละ 10 ของปริมาณตราสารทุนทั้งหมดที่ออกโดยกิจการที่ถูกซื้อ (Equity Market: SET and non-SET)
- 4) การซื้อขายตราสารหนี้ทั้งของรัฐบาล รัฐวิสาหกิจ และเอกชน ทั้งในตลาดและนอกตลาด (Debt Market: OTC and BEX)
- 5) การกู้ยืมเงินจากต่างประเทศหรือให้เงินกู้ยืมกับต่างประเทศ รวมถึงรายการย่อยอื่นๆ (Loans) ซึ่งประกอบด้วย การกู้ยืมของรัฐบาล รัฐวิสาหกิจ และภาคเอกชน

โดยแบบจำลองจะทำการศึกษาถึงการเคลื่อนไหวของเงินทุนสำรองระหว่างหน่วยงานที่เกี่ยวข้องต่างๆ ในประเทศไทย ออกเป็น 2 กลุ่มหลัก ได้แก่ หน่วยงานภาคเอกชน และหน่วยงานภาครัฐบาล ในส่วนของภาคเอกชน ธนาคารพาณิชย์ (Commercial bank) มีบทบาทหลักในการเป็นตัวกลางทางการเงิน ทำหน้าที่เสมือนตัวแทนของ ธปท. ในการทำธุรกรรมซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศ

กับประชาชนและภาคเอกชนทั่วไป และทำการซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศให้กับ ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) โดยธนาคารพาณิชย์จะทำการเลือกถือสินทรัพย์เงินตราต่างประเทศให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม สอดคล้องกับการดำเนินงานและวัตถุประสงค์ของธนาคารพาณิชย์นั้นๆ ในการจัดทำแบบจำลอง ได้กำหนดสมมติฐานสำคัญให้ธนาคารพาณิชย์ไม่มี Net Foreign Asset กล่าวคือจะต้องมี $\text{foreign asset} = \text{foreign liability}$ เนื่องจากธนาคารพาณิชย์ควรมีวัตถุประสงค์หลักของการถือครองเงินตราต่างประเทศเพื่อการดำเนินงาน โดยไม่ควรมีวัตถุประสงค์เพื่อการเก็งกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน ส่งผลให้ ธนาคารที่มีการซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศในตลาด spot ให้แก่ ธปท. ทางธนาคารจะต้องรักษาสถานะของ Net Foreign Asset ไว้ โดยการขาย/ซื้อเงินตราต่างประเทศในตลาด forward ในจำนวนที่เท่ากัน

ในขณะเดียวกัน ธนาคารแห่งประเทศไทย เป็นผู้ที่มีหน้าที่หลัก และบทบาทสำคัญต่ออุปสงค์และอุปทานของตลาดเงินตราต่างประเทศ โดยสามารถพิจารณาบทบาทของธนาคารแห่งประเทศไทยผ่านปริมาณการเปลี่ยนแปลงของปริมาณทุนสำรองระหว่างประเทศทั้งตลาดปัจจุบัน และ ตามสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ในรายการต่างๆ ดังนี้

- 1) ดอกเบี้ยที่เกิดจากการนำทุนสำรองระหว่างประเทศในปัจจุบัน ไปฝากไว้ในธนาคารต่างประเทศ หรือนำไปซื้อสินทรัพย์ต่างประเทศที่มีสภาพคล่องสูง และการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า
- 2) รายได้จากการบริหารจัดการทุนสำรองระหว่างประเทศในปัจจุบันที่มีอยู่
- 3) การเข้าซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศสุทธิในตลาดปัจจุบันของ ธปท.
- 4) การเข้าซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศสุทธิในตลาดซื้อขายล่วงหน้าของ ธปท.

องค์ประกอบ การกำหนดตัวแปรต่างๆ ในแบบจำลอง

แบบจำลอง FX Determination เป็นแบบจำลองในรูปกระดานทำการ (worksheet) ซึ่งจะรวบรวมข้อมูลด้านต่างๆ ที่มีผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน อาทิเช่น ปริมาณเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ การหมุนเวียนของเงินตราต่างประเทศ อัตราผลตอบแทนของเงินฝากในสกุลเงินต่างๆ ฯลฯ โดยแผนผังแสดงการไหลของเงินนี้ มีองค์ประกอบที่สำคัญประกอบ ดังนี้

1. ปริมาณทุนสำรองระหว่างประเทศ

ปริมาณเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ แสดงถึงสินทรัพย์ต่างประเทศที่ถือครองโดยธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.)¹ โดยธปท. จะทำการประกาศปริมาณทุนสำรองระหว่างประเทศเป็นรายสัปดาห์ ในตาราง EC_XT_031 การเพิ่มขึ้น/ลดลงของเงินทุนสำรองสะสมในแต่ละสัปดาห์จะแสดงถึงการได้มา/ใช้ไปของเงินตราต่างประเทศในสัปดาห์ที่ผ่านมา ทั้งนี้ ในการพิจารณาการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ จะพิจารณาจากข้อมูลทั้งจากตลาดปัจจุบัน (spot) และ ตามสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (forward) โดยแต่ละรายการมีรายละเอียด ดังนี้

- การเคลื่อนไหวของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศในตลาดปัจจุบัน (spot) ระหว่างสัปดาห์ ประกอบด้วย 3 ส่วน คือ
 1. ดอกเบี้ยที่เกิดจากการนำทุนสำรองระหว่างประเทศในปัจจุบัน ไปฝากไว้ในธนาคารต่างประเทศ หรือนำไปซื้อสินทรัพย์ต่างประเทศที่มีสภาพคล่องสูง เช่น ธนบัตรระยะสั้น โดยผลตอบแทนดอกเบี้ยจะทำการประมาณจากสัดส่วนการถือครองสินทรัพย์ในสกุลเงินต่างๆ และอัตราดอกเบี้ย T-Bill ของสกุลเงินต่างๆ และจะทำการแปลงกลับให้อยู่ในรูปเงินเหรียญสหรัฐฯ ซึ่งผลตอบแทนดอกเบี้ยรับในแบบจำลองจะแสดงถึงรายได้ดอกเบี้ยที่เกิดระหว่างสัปดาห์ที่ผ่านมา
 2. รายได้สุทธิจากการบริหารจัดการทุนสำรองระหว่างประเทศในปัจจุบันที่มีอยู่ ซึ่งจะทำการประมาณการจากการปรับเปลี่ยนสัดส่วนการถือครองเงินทุนสำรองในรูปสกุลเงินต่างๆ โดยรายได้สุทธิจากการจัดการเงินทุนสำรองระหว่างประเทศในแบบจำลองจะแสดงถึงรายได้สุทธิที่เกิดระหว่างสัปดาห์ที่ผ่านมา
 3. การเข้าซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศสุทธิในตลาดปัจจุบันของ ธปท. หากธปท. ทำการขายสุทธิเงินตราต่างประเทศในสัปดาห์ที่ผ่านมา ตัวเลขการเปลี่ยนแปลงจะเป็นลบ (-) โดยการเข้าซื้อ/ขายสุทธิเงินตราต่างประเทศในแบบจำลองจะแสดงถึงรายการที่เกิดขึ้นระหว่างสัปดาห์ที่ผ่านมา

¹ สินทรัพย์ต่างประเทศที่ถือครองหรือควบคุมโดยธนาคารกลางและสามารถนำมาใช้ประโยชน์ที่จำเป็น เช่น การชดเชยการขาดดุลการชำระเงินหรือใช้เป็นเครื่องมือหนึ่งในการดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน เงินสำรองระหว่างประเทศ ประกอบด้วย ทองคำ สิทธิพิเศษถอนเงิน (Special Drawing Rights : SDR) สินทรัพย์ส่งมอบกองทุนการเงินระหว่างประเทศ และสินทรัพย์ในรูปเงินตราต่างประเทศหรือหลักทรัพย์ที่อยู่ในสกุลเงินต่างๆ

- การเคลื่อนไหวของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศในตลาดซื้อขายล่วงหน้า (forward) ระหว่างสัปดาห์

อย่างไรก็ตาม เพื่อให้การพิจารณาเงินทุนสำรองระหว่างประเทศสามารถสะท้อนระดับเงินทุนต่างประเทศที่เป็นผลมาจากการเข้าดูแลค่าเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยได้อย่างถูกต้องแบบจำลองนี้ จึงได้รวมข้อมูลฐานะเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าสุทธิ (Net Forward Position) เข้าไว้ด้วย หาก ธปท. ทำการขายสุทธิเงินตราต่างประเทศในสัปดาห์ที่ผ่านมา ตัวเลขการเปลี่ยนแปลงจะเป็นลบ (-) โดยการเข้าซื้อ/ขายสุทธิเงินตราต่างประเทศในแบบจำลองจะแสดงถึงรายการที่เกิดขึ้นระหว่างสัปดาห์ที่ผ่านมา ทั้งนี้ รายการ Net Forward Position เป็นรายการที่ควรมีการศึกษาเพิ่มเติมถึงแนวทางการทำธุรกรรม ความโปร่งใสในการรายงานข้อมูล ฯลฯ

2. ช่องทางการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ

ประเทศไทยนับเป็นประเทศที่เปิดเสรีทางการค้า และมีการเปิดรับต่อเงินทุนระหว่างประเทศ โดยช่องทางหลักของการไหลเข้าออกของเงินตราต่างประเทศ สามารถแบ่งออกเป็น 5 ช่องทาง แยกตามกิจกรรมทางเศรษฐกิจ 5 กิจกรรมหลัก โดยมีรายละเอียดโดยย่อดังนี้

- 1) ผ่านการค้าและบริการ ซึ่งจะบันทึกไว้ในดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account: CA) ซึ่งประมาณการตัวเลข CA ได้จากการประมาณการโดยแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคที่พัฒนาขึ้นโดยความร่วมมือของสถาบันวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลังและสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง
- 2) ผ่านการลงทุนโดยตรงหรือซื้อขายตราสารทุนจำนวนมากกว่าร้อยละ 10 ของปริมาณตราสารทุนทั้งหมดที่ออกโดยกิจการที่ถูกซื้อ (Foreign Direct Investment: FDI) ในเบื้องต้นนี้ ข้อมูลจะอ้างอิงจากการประมาณการลงทุนในอดีต
- 3) ผ่านการซื้อขายตราสารทุนทั้งในตลาดหลักทรัพ์และนอกตลาดหลักทรัพ์ แต่มีจำนวนน้อยกว่าร้อยละ 10 ของปริมาณตราสารทุนทั้งหมดที่ออกโดยกิจการที่ถูกซื้อ (Equity Market: SET and non-SET) โดยข้อมูลจะนำมาจากปริมาณการซื้อขายรายวันในตลาดหลักทรัพ์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนต่างชาติ ทั้งนี้ ข้อมูลดังกล่าวอาจมิได้สะท้อนถึงการได้มา/ใช้ไปของเงินตราต่างประเทศที่แท้จริง เพราะแม้ว่าการซื้อขายจะเกิดขึ้นในสัปดาห์นั้น แต่การซื้อก็อาจใช้เงินที่มีอยู่เดิมในประเทศ ส่วนการขายก็อาจจะยังไม่นำเงินออกในทันที ดังนั้น การประมาณเงินทุนเคลื่อนย้ายจากช่องทางตลาดทุนจึงควรมีการศึกษาเพิ่มเติมต่อไป
- 4) ผ่านการซื้อขายตราสารหนี้ทั้งของรัฐบาล รัฐวิสาหกิจ และเอกชน ทั้งในตลาดและนอกตลาด (Debt Market: OTC and BEX) ข้อมูลจะนำมาจากปริมาณการซื้อขายใน

ตลาดตราสารหนี้ของนักลงทุนต่างชาติ เช่นเดียวกับตลาดทุน ข้อมูลดังกล่าวอาจมิได้สะท้อนถึงการได้มา/ใช้ไปของเงินตราต่างประเทศที่แท้จริง ดังนั้น การประมาณการเงินทุนเคลื่อนย้ายจากช่องทางตลาดตราสารหนี้จึงควรมีการศึกษาเพิ่มเติมต่อไป

- 5) ผ่านการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศหรือให้เงินกู้ยืมกับต่างประเทศ รวมถึงรายการย่อยอื่นๆ (Loans) ซึ่งปริมาณเงินกู้ยืมนี้จะประกอบไปด้วยการกู้ยืมของรัฐบาล รัฐวิสาหกิจ และภาคเอกชน โดยเบื้องต้นนี้ จะอ้างอิงจากการประมาณการเงินกู้ยืมในอดีต

	A	AR	AS	AT
	(Millions of US Dollars)	18-Apr-08	25-Apr-08	2-May-08
19	CA from custom (trade+non FC service) + FC service (	100.00	0.00	0.00
20	From trade & non FC service	19.69	-80.61	-80.66
21	From FC service (BOT & CB)	80.31	80.61	80.66
22	of which BOT	60.31	60.61	60.66
23	of which CB	20.00	20.00	20.00
24	Withholding USD sell from CB&BOT	-80.31	-80.61	-80.66
25	Withholding USD sell (mostly from exporters)			
26	Expected net USD inflow from CA	19.69	-80.61	-80.66
27	Expected net flow from FDI	125.00	125.00	125.00
28	Inflow from MNC			
29	Outflow from Thai company			
30	Expected net flow from equities	38.64	24.13	-24.52
31	Inflow from foreigner	56.60	35.36	-35.92
32	Outflow			
33	Outflow from foreigner			
34	Outflow from Thai investor	-17.97	-11.22	11.40
35	Switching between equities and bonds			
36	Expected net flow from debts	68.78	69.21	69.45
37	Net inflow from foreigner (+)			
38	Net outflow by Thai investor (-)			
39	Expected net flow from loans	57.55	57.55	57.55
40	From SUE			
41	Loan draw down			
42	Loan repayment (including policy induce)			
43	From other sources (net)			
45	forward sell (by exporters) - spot withheld (reference	219.43	-2,005.53	-606.68
48	Total natural flow (spot+forward)	529.08	-1,810.25	-459.87

ภาพที่ 4-2 การคาดประมาณการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านทางช่องทางต่างๆ

การไหลเข้าของเงินตราต่างประเทศใน 5 ช่องทางดังกล่าว อาจเป็นการไหลเข้าในทันที ซึ่งในกรณีนี้การแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศก็จะเกิดขึ้นในทันที (spot market) หรืออาจเป็นลักษณะของสัญญาที่ทำขึ้นระหว่างคู่สัญญาที่สัญญาว่าจะแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกันในอีก 3 เดือน 6 เดือน หรือ 1 ปีข้างหน้า หรือแล้วแต่ระยะเวลาที่มีการตกลงกันระหว่างคู่สัญญา ซึ่งในกรณีนี้การแลกเปลี่ยนจริงอาจเกิดขึ้นในอนาคตแต่ต้องมีการทำสัญญากำหนดอัตราแลกเปลี่ยนที่จะใช้ในการทำธุรกรรมกันในปัจจุบัน (forward market) ผลรวมของการไหลเข้าของเงินตราต่างประเทศทั้งในตลาด spot และ forward นับเป็นอุปทานของเงินตราต่างประเทศในตลาดแลกเปลี่ยนเงินตรา

ต่างประเทศ และเป็นปัจจัยสำคัญปัจจัยหนึ่งที่มีผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนในตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศในประเทศไทย (on shore FX market)

หากช่วงเวลาใดที่มีเงินตราต่างประเทศไหลเข้ามาทั้งในตลาด spot และ forward เป็นจำนวนมาก (ตัวเลขเป็นบวก) ก็จะมีแรงกดดันต่ออัตราแลกเปลี่ยนในทิศทางที่ทำให้แข็งค่ามากขึ้น แต่หากช่วงเวลาใดที่มีเงินตราต่างประเทศไหลออกทั้งในตลาด spot และ forward เป็นจำนวนมาก (ตัวเลขเป็นลบ) แรงกดดันต่ออัตราแลกเปลี่ยนจะเป็นในทิศทางที่ทำให้อ่อนค่าลง

3. การเข้าซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศของ ธปท. ทั้งในตลาด Spot และ Forward

การเข้าซื้อ/ขาย เงินตราต่างประเทศทั้งในตลาด spot และ forward ของ ธปท.เป็นผลรวมตามรายการการเข้าซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศในตลาด spot ของ ธปท. และการเข้าซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศที่จะเกิดขึ้นตามสัญญา forward ของ ธปท. ในสัปดาห์เดียวกัน โดยจะเป็นตัวกำหนดอุปสงค์ (ในกรณีที่ ธปท. เข้าซื้อสุทธิ ตัวเลขนี้จะเป็นบวก) หรือ อุปทาน (ในกรณีที่ ธปท. ขายสุทธิ ตัวเลขจะเป็นลบ) ที่สำคัญมากตัวหนึ่งในตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศ หากในช่วงเวลาใด ธปท. มีการเข้าซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศจำนวนมาก (ตัวเลขเป็นบวก/ลบ) เมื่อเทียบกับเงินตราต่างประเทศที่ไหลเข้า/ออก จะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนไม่เปลี่ยนแปลงมากนัก (แข็งค่า/อ่อนค่า) ในทางกลับกันหาก ธปท. เข้าซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศน้อยเมื่อเทียบกับเงินตราต่างประเทศที่ไหลเข้า/ออกเป็นจำนวนมาก ก็จะส่งผลให้ค่าเงินบาทแข็งค่า/อ่อนค่าได้

	A	AR	AS	AT
2	(Millions of US Dollars)	18-Apr-08	25-Apr-08	2-May-08
3	Total Reserve (spot+forward)	130,556.25	129,827.67	129,237.14
4	Change	-463.22	-728.58	-590.53
5	cross check (change in spot and forward reserves)			
6	Change in spot reserve	512.89	279.42	-595.53
7	change in forward reserve	-976.11	-1,008.00	5.00
8	BOT sell USD spot/buy USD forward (sell-buy transaction)			5.00
9	BOT buy USD spot/sell USD forward (buy-sell transaction)	512.89	279.42	
10	BOT net buy USD outright spot (ไม่มีรายการคู่)			-590.53
11	BOT net buy USD outright forward (ไม่มีรายการคู่)	-463.22	-728.58	
12	Total change in spot and forward reserves	-463.22	-728.58	-590.53
13	Estimated interest receipt	60.31	60.61	60.66
14	Reserve management profit	-625.49	-563.68	-837.64
15	Total net buy USD outright spot and forward minus estimated interest	101.96	-225.51	186.45
16	of which intervention in spot (intervention policy 1)	1,078.07	782.49	181.45
17	of which intervention in forward (intervention policy 2)	-976.11	-1,008.00	5.00

ภาพที่ 4-3 การประมาณการการเข้ามาซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศของธนาคารแห่งประเทศไทย

การจัดทำประมาณการอัตราแลกเปลี่ยน และรายงานเงินทุนเคลื่อนย้ายประจำสัปดาห์

กรณีที่ 1 ปรับค่าประมาณการอัตราแลกเปลี่ยนในสัปดาห์ที่ผ่านมา

ในขั้นแรกจะพิจารณาผลการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้นจริง โดยสามารถแบ่งกลุ่มปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนออกเป็น 2 กลุ่ม คือ

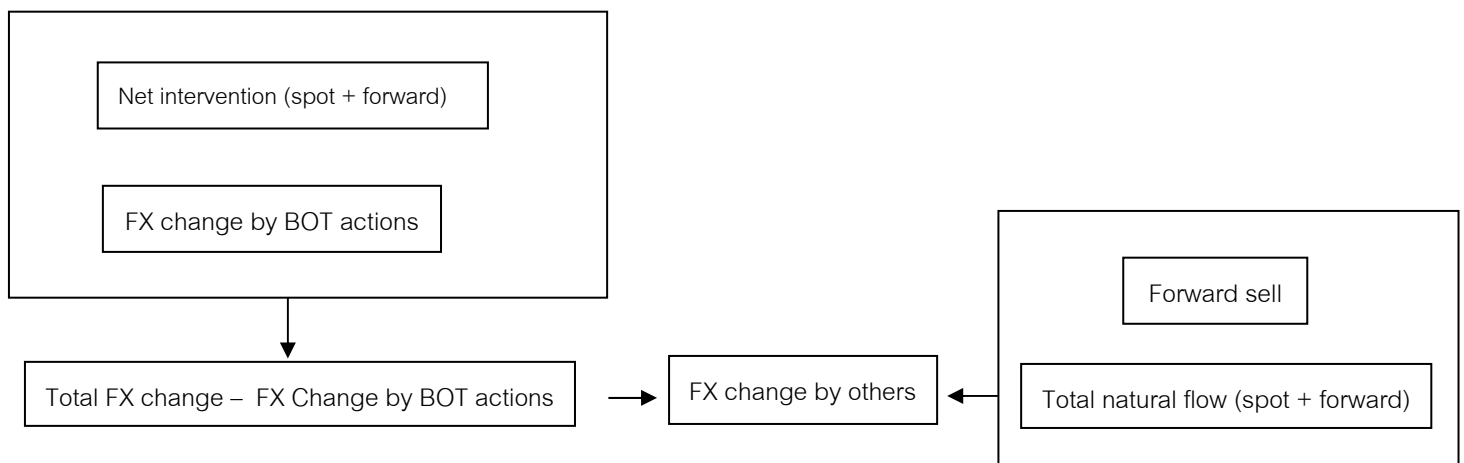
- ประมาณการอัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงจากการเข้าซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศของ ธปท.
- ประมาณการอัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงจากปัจจัยอื่นๆ

	A	AU	AV	AW	AX
2	(Millions of US Dollars)	2-May-08	9-May-08	16-May-08	23-May-08
40	forward sell (by exporters) - spot withheld (reference)	-240.89	-1,603.56	-4,957.18	591.30
43	Total natural flow (spot+forward)	-148.10	-671.96	-4,112.62	1,362.37
44					
45		31.67	31.85	32.30	32.00
46	XR change	0.07	0.18	0.46	-0.30
47	Estimated change in XR due to BOT action	0.04	0.03	-0.45	0.00
48	Estimated change in XR due to other factors	0.03	0.15	0.90	-0.30

ภาพที่ 4-4 การปรับการประมาณการอัตราแลกเปลี่ยนในสัปดาห์ที่ผ่านมา

การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเนื่องมาจากการเข้าทำธุรกรรมของ ธปท. จะทำการประมาณการจากประมาณการเข้าซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศสุทธิของ ธปท. ระหว่างสัปดาห์ ทั้งในตลาด spot และ forward

ดังนั้น อัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงจากปัจจัยอื่น จะเท่ากับส่วนต่างระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้นจริงกับอัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงจากการเข้าซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศของ ธปท. โดยอัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงจากปัจจัยอื่นๆ จะถูกกำหนดโดยการไหลเข้าออกของเงินตราต่างประเทศ ตามกิจกรรมหลักทางเศรษฐกิจ 5 ช่องทาง ทั้งในตลาด spot และ forward (total natural flow (spot+forward)) โดยจะใช้ตัวเลขการขายเงินตราต่างประเทศในตลาด forward เป็นตัวปรับค่าตามสมการความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงจากปัจจัยอื่นๆ กับ Total natural flow (spot+forward)



ภาพที่ 4-5 กรอบแนวความคิดการปรับประมาณการ

กรณีที่ 2 ประเมินการอัตราแลกเปลี่ยนในสัปดาห์ปัจจุบัน

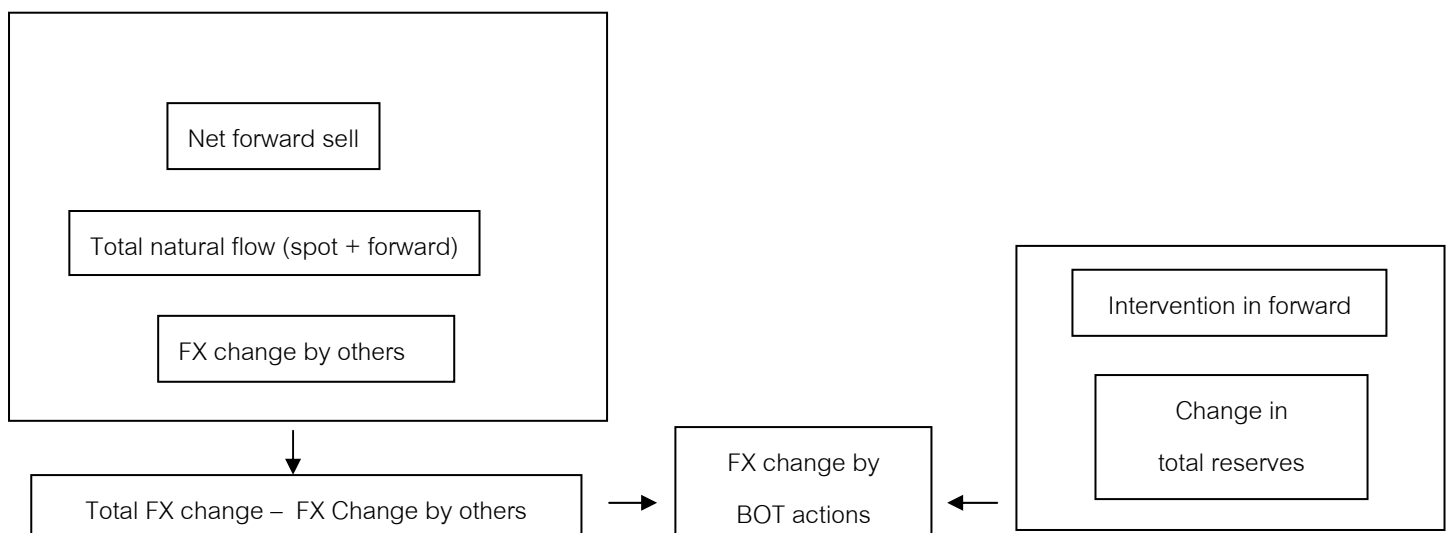
ในขั้นแรกจะคล้ายกับกรณีที่ 1 คือ จะเริ่มพิจารณาจากผลการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้นจริง และแบ่งกลุ่มปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนออกเป็น 2 กลุ่ม เช่นเดียวกัน แต่จะแตกต่างจากกรณีที่ 1 โดยจะพิจารณาอัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงจากปัจจัยอื่นๆ ก่อน

	A	AU	AV	AW
2	(Millions of US Dollars)	2-May-08	9-May-08	16-May-08
3	Total Reserve (spot+forward)	129,237.14	129,790.59	128,194.91
4	Change	-590.53	553.45	-1,595.68
5	Change in spot reserve	-595.53	153.45	-1,004.20
6	change in forward reserve	5.00	400.00	-591.48
7	BOT sell USD spot/buy USD forward (sell-buy transaction)	5.00	0.00	0.00
8	BOT buy USD spot/sell USD forward (buy-sell transaction)	0.00	0.00	0.00
9	BOT net buy USD outright spot (ไม่มีรายการ)	0.00	153.45	-1,004.20
10	BOT net buy USD outright forward (ไม่มีรายการ)	-590.53	400.00	-591.48
11	Total change in spot and forward reserves	-590.53	553.45	-1,595.68
12	Estimated interest receipt	60.66	60.56	60.67
13	Reserve management profit	-837.64	350.30	381.27
14	Total net buy USD outright spot and forward minus estimated interest	186.44	142.58	-2,037.62
15	of which intervention in spot (intervention policy 1)	181.44	-257.42	-1,446.14
16	of which intervention in forward (intervention policy 2)	5.00	400.00	-591.48
17				
44				
45		31.67	31.85	32.30
46	XR change	0.07	0.18	0.46
47	Estimated change in XR due to BOT action	0.04	0.03	-0.45
48	Estimated change in XR due to other factors	0.03	0.15	0.90

ภาพที่ 4-6 การประมาณการอัตราแลกเปลี่ยนในสัปดาห์ปัจจุบัน

อัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงจากปัจจัยอื่นๆ จะถูกกำหนดโดยการไหลเข้าออกของเงินตราต่างประเทศ ตามกิจกรรมหลักทางเศรษฐกิจ 5 ช่องทาง ทั้งในตลาด spot และ forward (total natural flow (spot+forward)) โดยจะประมาณการตัวเลขการขายเงินตราต่างประเทศในตลาด forward เพื่อประมาณการ total natural flow (spot+forward) และทำให้สามารถประมาณการอัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงจากปัจจัยอื่นๆ ได้ ดังนั้น อัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงจากการเข้าซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศของ ธปท. จะเท่ากับส่วนต่างระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้นจริงกับอัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงจากปัจจัยอื่นๆ

อัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงจากการเข้าซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศของ ธปท. จะถูกกำหนดจากการเข้าซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศสุทธิของ ธปท. ในสัปดาห์เดียวกัน ทั้งในตลาด spot และ forward ของ ธปท. ในที่นี้จะประมาณการค่าเฉพาะในส่วนการแทรกแซงของ ธปท. ในตลาด forward โดยประมาณการจากสมการความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงจากการดำเนินการของ ธปท. กับทุนสำรองระหว่างประเทศที่เปลี่ยนแปลงในสัปดาห์เดียวกัน ทำให้สามารถคำนวณได้ว่าทุนสำรองระหว่างประเทศในสัปดาห์นั้น ทั้งจากการดำเนินการในตลาด spot และ forward มีการเปลี่ยนแปลงเป็นจำนวนเท่าใดเพื่อรักษาอัตราแลกเปลี่ยนให้อยู่ในระดับที่เกิดขึ้นจริงในสัปดาห์นั้น



ภาพที่ 4-7 กรอบแนวความคิดการประมาณการ

ข้อมูลจากตารางสรุป

A. ตารางที่ 1: Thailand's FX Determination and BOT FX Intervention & Reserve Management System

ประกอบด้วยข้อมูลที่สำคัญทั้งหมด 9 ส่วน ดังนี้

1. Gross International Reserve

เป็นผลรวมของทุนสำรองระหว่างประเทศใน 2 ส่วน คือ

1.1 ทุนสำรองระหว่างประเทศในตลาดปัจจุบัน (spot) ระหว่างสัปดาห์ ซึ่งประกอบด้วย 3 ส่วน คือ

1.1.1 รายได้สุทธิจากการบริหารจัดการทุนสำรองระหว่างประเทศในปัจจุบันที่มีอยู่

1.1.2 ดอกเบี้ยที่เกิดจากการนำทุนสำรองระหว่างประเทศในปัจจุบัน ไปฝากไว้ในธนาคารต่างประเทศ หรือนำไปซื้อสินทรัพย์ต่างประเทศที่มีสภาพคล่องสูง

1.1.3 การเข้าซื้อขายเงินตราต่างประเทศสุทธิในตลาดปัจจุบันของ ธปท.

1.2 ทุนสำรองระหว่างประเทศในตลาดซื้อขายล่วงหน้า (forward) ระหว่างสัปดาห์

2. Total Natural Flow of Foreign Currency

แสดงช่องทางการไหลเข้า/ออกของเงินตราต่างประเทศผ่าน 5 ช่องทางหลักแยกตามกิจกรรมทางเศรษฐกิจ โดยแสดงผลตาม 4 กลุ่มกิจกรรมได้ดังนี้

2.1 ผ่านการค้าและบริการ ซึ่งจะบันทึกไว้ในดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account : CA)

2.1.1 ในจำนวนนี้จะมีรายการดอกเบี้ยรับของธนาคารแห่งประเทศไทย และธนาคารพาณิชย์แฝงอยู่ตามรายการนี้ ซึ่งในการนำไปคำนวณปริมาณเงินไหลเข้าสุทธิ จำต้องหักเงินก้อนนี้ออกไป

2.2 ผ่านการซื้อขายตราสารทุนทั้งในตลาดหลักทรัพย์และนอกตลาดหลักทรัพย์ แต่มีจำนวนน้อยกว่าร้อยละ 10 ของปริมาณตราสารทุนทั้งหมดที่ออกโดยกิจการที่ถูกซื้อ (Equity Market : SET and non-SET)

2.3 ผ่านการซื้อขายตราสารหนี้ทั้งของรัฐบาล รัฐวิสาหกิจ และเอกชน ทั้งในตลาดและนอกตลาด (Debt Market : OTC and BEX)

2.4 ผ่านการลงทุนโดยตรงหรือซื้อขายตราสารทุนจำนวนมากกว่าร้อยละ 10 ของปริมาณตราสารทุนทั้งหมดที่ออกโดยกิจการที่ถูกซื้อ (Foreign Direct Investment : FDI) รวมทั้ง ผ่านการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศหรือให้เงินกู้ยืมกับต่างประเทศ รวมถึงรายการย่อยอื่นๆ (Loan)

2.5 ผ่านการซื้อขายเงินตราต่างประเทศตามสัญญาซื้อขายล่วงหน้า รวมถึงปริมาณการซื้อขายของธนาคารพาณิชย์เอง

3. Total Natural Flow of USD

เป็นรายการเดียวกันกับ natural flow of foreign currency ตามส่วนที่ 2 แต่ในส่วนของการรายการที่ 3 นี้มีวัตถุประสงค์เพื่อแยกบางรายการที่แฝงอยู่ในส่วนที่ 2 ออกไป ซึ่งรายการดังกล่าวเป็นเงินตราต่างประเทศที่ไม่ได้ไหลเข้ามาในตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศประกอบด้วย

3.1 รายการธุรกรรมโดยตรงของ ธปท. ในต่างประเทศ กล่าวคือ เป็นรายการตามหัวข้อ

2.1.1 (รายรับจากดอกเบี้ยที่เกิดจากทุนสำรองระหว่างประเทศนับถึงสัปดาห์ก่อนหน้า) ซึ่งตามนิยามของ CA (ส่วนที่ 2.1) จะรวมรายการนี้ไว้ด้วย แต่ในความเป็นจริงรายการนี้ไม่ได้ไหลเข้ามาในตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศภายในประเทศไทย ดังนั้น จึงควรหักรายการนี้ออกไป เหลือเป็นจำนวนที่ไหลเข้ามาในตลาดเงินตราต่างประเทศจริงตามรายการ 3.2

3.2 จำนวนเงินตราต่างประเทศที่ไหลเข้ามาในตลาดเงินตราต่างประเทศที่แท้จริง คำนวณได้จากการนำตัวเลขตามรายการที่ 3 ลบด้วยรายการที่ 3.1

4. Estimated net buy USD by BOT

เป็นส่วนที่แสดงการเข้าซื้อขายเงินตราต่างประเทศของ ธปท. ทั้งในตลาด Spot และ Forward ซึ่งเป็นผลรวมของการเข้าซื้อเงินตราต่างประเทศสุทธิในตลาดปัจจุบันของ ธปท. (รายการ 1.1.3) และส่วนเปลี่ยนแปลงของทุนสำรองระหว่างประเทศในตลาดซื้อขายล่วงหน้า (forward) ระหว่างสัปดาห์ (รายการเปลี่ยนแปลงของรายการ 1.2)

4.1 ผลรวมของการเข้าซื้อหรือขายในช่วงเวลาที่พิจารณา (ผลบวกของรายการที่ 4 ในช่วงเวลาที่พิจารณา) ซึ่งสอดคล้องกับช่วงเวลาที่กำหนดตามรายการที่ 3.3

5. BOT intervention demand of USD – natural flow of USD into onshore FX market

รายการนี้แสดงถึงผลต่างระหว่างปริมาณเงินตราต่างประเทศ (USD equivalent) ที่ ธปท. เข้าซื้อ (รายการที่ 4) กับปริมาณเงินตราต่างประเทศที่ไหลเข้ามาในตลาด Onshore ซึ่งรวมทั้งตลาด Spot และ Forward (รายการที่ 3.2) ตัวอย่างเช่น ในกรณีที่ตัวเลขนี้เป็นลบ แสดงว่า ธปท. เข้าซื้อเงินตราต่างประเทศน้อยกว่าที่ไหลเข้ามา ซึ่งจะส่งผลให้ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้น

6. Exchange Rate (THB/USD)

เป็นอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ณ วันทำการสุดท้ายของสัปดาห์ โดยข้อมูลประกอบด้วย

การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ณ วันทำการสุดท้ายของสัปดาห์เทียบกับวันก่อนหน้า

แสดงผลรวมของการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินบาทในช่วงเวลาที่พิจารณา ซึ่งสอดคล้องกับช่วงเวลาที่กำหนดตามรายการที่ 3.3

7. **BOT's SWAP (buy-sell) operation**

การทำ swap (buy/sell) ของธนาคารแห่งประเทศไทย เป็นการเข้าแทรกแซงค่าเงินบาทในทิศทางที่จะทำให้ค่าเงินบาทไม่แข็งค่ามากเกินไปกว่าค่าที่กำหนด โดย ธปท. จะต้องดำเนินการหาเงินบาทมาเพื่อใช้ซื้อเงินตราต่างประเทศในปริมาณและจังหวะที่เหมาะสม จึงจะทำให้ค่าเงินบาทไม่แข็งกว่าที่กำหนดไว้ ซึ่งการหาเงินบาทเพื่อใช้ในการดำเนินการนั้น ธปท. สามารถดำเนินการได้จาก 3 ช่องทาง คือ

- 1) การขายพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย (BOT Bond) ตามรายการที่ 8.2 ซึ่งการขาย BOT Bond จะทำให้ ธปท. ได้เงินบาทมาเพื่อใช้ในการดำเนินการ และ ธปท. มีภาระที่จะต้องจ่ายดอกเบี้ยให้กับผู้ถือพันธบัตรตามที่กำหนดไว้
- 2) การกู้เงินผ่านตลาดซื้อคืน (RP) โดยมีอัตราดอกเบี้ย RP ระยะสั้น (RP 1 day) เป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง ในกรณีนี้การทำสัญญากู้เงินผ่านตลาด RP จะถูกจำกัดไว้ด้วยปริมาณพันธบัตรรัฐบาลที่เป็นสินทรัพย์ของ ธปท. ซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่ ธปท. จะต้องนำไปเป็นหลักประกันในการกู้เงินดังกล่าว
- 3) การซื้อเงินบาทในตลาด spot โดยตรง ในกรณีนี้แม้ว่า ธปท. จะไม่มีภาระในการจ่ายดอกเบี้ยเหมือน 2 กรณีข้างต้นแต่การเข้าซื้อเงินบาทในตลาด spot ของ ธปท. จะกระทบกับอัตราแลกเปลี่ยนทันที ด้วยเหตุนี้ เพื่อไม่ให้เกิดการดำเนินการดังกล่าวกระทบกับอัตราแลกเปลี่ยน ธปท. จะต้องทำการขายเงินบาทในตลาด forward เป็นรายการคู่ไปในเวลาเดียวกัน เพื่อให้ผลกระทบต่อค่าเงินบาทในทิศทางตรงกันข้ามของทั้งสองธุรกรรมหักล้างกันไปเอง

โดยรายการที่แสดงถึงธุรกรรมดังกล่าวข้างต้น มีรายละเอียดดังนี้

การขาย USD ในตลาด spot (ซื้อเงินบาท) ของ ธปท. และในขณะเดียวกันก็ซื้อ USD ในตลาด forward (ขายเงินบาท) ซึ่งเงินจำนวนนี้จะถูกทยอยนำไปใช้ในการเข้าซื้อเงินตราต่างประเทศในจังหวะที่เหมาะสมต่อไป

² ในทางตรงกันข้าม กรณีที่มีการแทรกแซงไม่ให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าลงไปกว่าที่กำหนด ธปท. จะต้องหาเงินสกุลต่างประเทศมาเพื่อใช้ซื้อเงินบาทในตลาดเงินตราต่างประเทศ

การซื้อ USD ในตลาด spot (ขายเงินบาท) ของ ธปท. และขาย USD ในตลาด forward โดยรายการนี้จะเป็นรายการตรงข้ามกับรายการที่ 7.1

การซื้อสุทธิ USD ในตลาด spot ที่ไม่มีอยู่ในรายการคู่ ตัวเลขในรายการนี้จึงเป็นตัวเลขการเข้าซื้อที่จะกระทบกับค่าเงินบาทโดยตรง โดยในกรณีที่ตัวเลขในรายการนี้เป็นบวกมาก ก็จะเป็นแรงพุงไม่ให้เงินบาทแข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็ว

การซื้อสุทธิ USD ในตลาด forward ที่ไม่มีรายการคู่ ซึ่งจะส่งผลกระทบเช่นเดียวกับรายการที่ 7.3

8. BOT bond

แสดงการออกพันธบัตรของธนาคารแห่งประเทศไทย ประกอบด้วย

อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่ ธปท. ใช้ในการออกพันธบัตร (RP 1d)

ประมาณการการออกพันธบัตรสุทธิของ ธปท. ในแต่ละสัปดาห์

ประมาณการยอดการออกพันธบัตรสะสมของ ธปท.

B. ตารางที่ 2: อัตราแลกเปลี่ยนเงินสกุลสำคัญ

ประกอบด้วยข้อมูลที่สำคัญ 5 ส่วน คือ

1. อัตราแลกเปลี่ยนของสกุลเงินของประเทศคู่ค้าและคู่แข่งที่สำคัญของไทย ณ วันสิ้นสุดสัปดาห์
2. ดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เมื่อเทียบกับเงินบาทของไทย เงินริงกิตของมาเลเซีย เงินดอลลาร์สิงคโปร์ และเงินหยวนของจีน โดยใช้ค่าเงินของแต่ละสกุล ณ วันสิ้นปี 2550 เป็นปีฐาน (ดัชนี=100) ทั้งนี้ หากดัชนีค่าเงินของประเทศใดมีค่าสูงกว่า 100 แสดงว่าค่าเงินของประเทศนั้นแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับปีฐาน
3. ดัชนีเงินตราต่างประเทศรวม 3 สกุลเงินคือ เงินดอลลาร์สหรัฐฯ เงินยูโร และเงินเยน เมื่อเทียบกับค่าเงินบาท (composite index) โดยน้ำหนักของแต่ละสกุลที่นำมาคำนวณจะขึ้นอยู่กับสัดส่วนทุนสำรองระหว่างประเทศที่กระจายเป็นสินทรัพย์สกุลนั้นๆ เช่น ทุนสำรองระหว่างประเทศร้อยละ 100 คิดเป็นสินทรัพย์สกุล USD จำนวนร้อยละ 55 เป็นสินทรัพย์สกุล EURO จำนวนร้อยละ 35 และสินทรัพย์สกุล JPY จำนวนร้อยละ 10 ดังนั้น น้ำหนักของค่าเงินแต่ละสกุลที่นำมาคำนวณเป็นดัชนีรวม คือ 0.55:0.35:0.1 ตามลำดับ โดยตัวเลขดัชนีที่มากกว่า 100 จะแสดงถึงค่าเงินต่างประเทศรวม 3 สกุลเงินอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับเงินบาท ทั้งนี้ ตัวเลขตามรายการนี้เป็นตัวเลขที่บ่งชี้ถึงความสามารถในการจัดการทุนสำรองระหว่างประเทศของ ธปท. โดยตรง หาก ธปท. มีการจัดการที่ดี composite index จะลดลง (เช่น เงินบาทอ่อนค่าเมื่อเทียบกับ 3 สกุลเงิน) และ ธปท. จะมีกำไรตามรายการที่ 1.1.1 มากขึ้น ในทางกลับกันหาก ธปท. ไม่มีการจัดการที่ดี composite index อาจเพิ่มสูงขึ้น (เช่น ค่าเงินบาทแข็งค่าเมื่อเทียบกับ 3 สกุลเงิน) และจะทำให้ ธปท. มีกำไรตามรายการที่ 1.1.1 น้อยหรืออาจขาดทุน

ทั้งนี้ รายการที่ 3.5 จะเป็นช่วงเป้าหมายที่ควรจะเป็นของค่าเงินบาทเมื่อเทียบกับ 3 สกุล เพราะหากค่าเงินแข็งค่าเกินกว่าช่วงเป้าหมายมาก อาจส่งผลให้ ธปท.ขาดทุนจากการแปลงมูลค่าสินทรัพย์ต่างประเทศเป็นเงินบาท โดยช่วงเป้าหมายนี้สามารถคำนวณจากการประเมินการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินของทั้ง 3 สกุลในวันสิ้นปี 2550 และใช้การประมาณการเชิงเส้นในการคำนวณค่าเงินที่คาดว่าจะควรจะเป็นของทั้ง 3 สกุลในแต่ละสัปดาห์ จากนั้นนำผลการคำนวณมาคิดเป็นดัชนีรวม

4. ดัชนีเงินตราต่างประเทศรวม 3 สกุลสำคัญเมื่อเทียบกับค่าเงินริงกิตของมาเลเซีย เงินดอลลาร์ของสิงคโปร์ และค่าเงินหยวนของจีนซึ่งเป็นคู่ค้าและคู่แข่งที่สำคัญในภูมิภาค โดยหลักการและวิธีการคำนวณนี้เหมือนกันกับกรณี composite index กรณีเทียบกับค่าเงินบาท (ตามรายการที่ 3)
5. ดัชนีค่าเงินของ 11 ประเทศคู่ค้าและคู่แข่งที่สำคัญเปรียบเทียบกับค่าเงินบาท โดยกำหนดให้ค่าเงินบาท ณ วันที่ 28 ธ.ค.2550 เป็นปีฐาน (มีดัชนีเท่ากับ 100) ดังนั้น หากตัวเลขดัชนีมีค่ามากกว่า 100 แสดงว่าเงินสกุลดังกล่าวอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับเงินบาท ทั้งนี้ ในส่วนของรายการที่ 5.9 จะแสดงดัชนี NEER THB เทียบ 11 สกุล โดยให้นำน้ำหนักของแต่ละประเทศตามมูลค่าการค้ากับประเทศไทย (ผลรวมมูลค่าการส่งออกและมูลค่าการนำเข้า) ณ ปี 2549 ส่วนการคำนวณช่วงเป้าหมายที่ควรจะเป็นตามรายการที่ 5.10 นั้น ใช้วิธีเดียวกันกับการคำนวณช่วงเป้าหมายของ composite index แต่จุดประสงค์ในการควบคุมไม่ให้เงินบาทออกจากเป้าหมาย (ตามรายการที่ 3) แต่มีวัตถุประสงค์ที่แตกต่างกัน กล่าวคือ มีวัตถุประสงค์เพื่อให้สินค้าส่งออกของไทยไม่เสียเปรียบด้านค่าเงินในการแข่งขันด้านการค้าระหว่างประเทศ (competitiveness) ไม่ใช่เพื่อป้องกันการขาดทุนของ ธปท. ดังเช่นรายการที่ 3.5

4.2 กรอบสมการเพื่อวิเคราะห์ผลกระทบจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศ

ในการวิเคราะห์พฤติกรรมกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศของหน่วยเศรษฐกิจและโครงสร้างต่างๆ ที่แสดงในผังแสดงการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่ได้จัดสร้างขึ้นนั้นเพื่อประโยชน์ในการประมาณการ และคาดการณ์การเปลี่ยนแปลง และผลกระทบที่เกิดจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนนั้น คณะผู้วิจัยได้วางกรอบให้มีการศึกษาในเชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) ที่เกี่ยวกับพฤติกรรมเหล่านั้น โดยได้วางกรอบในการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยแต่ละกลุ่มที่มีผลในการกำหนดพฤติกรรมอ้างอิงกับผังแสดงการเคลื่อนย้ายเงินทุน ดังนี้

- ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อพฤติกรรมกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านการทำธุรกรรมการค้าสินค้าและบริการ รายได้ และเงินโอน (ธุรกรรมบัญชีเดินสะพัด)

- ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อพฤติกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุนโดยการลงทุนทางตรง
- ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อพฤติกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุนในตลาดตราสารทุน
- ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อพฤติกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุนในตลาดตราสารหนี้
- ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อพฤติกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุนโดยการกู้ยืมเงินตราต่างประเทศ

4.2.1 แนวคิดในการจัดสร้างสมการช่องทางการเคลื่อนย้ายเงินทุนในการศึกษานี้

ในการจัดสร้างแบบจำลองคาดการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนในการศึกษานี้ ที่ปรึกษาได้คำนึงถึงปัจจัยที่สำคัญ 2 ประการได้แก่ ทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ ข้อมูล และวิธีการประมาณการที่จะนำมาใช้ โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

- 1) ข้อมูลที่นำมาใช้ในแบบจำลองควรคำนึงถึงคุณภาพและความน่าเชื่อถือของข้อมูลเป็นหลัก โดยในงานศึกษานี้ ที่ปรึกษาได้จัดสร้างแบบจำลองคาดการณ์เป็นแบบรายไตรมาส โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2536 ถึงไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2552 ในการวิเคราะห์สมการถดถอย ซึ่งจำนวนข้อมูลถือว่าพอเพียงสำหรับการประมาณการทางสถิติ
- 2) วิธีการประมาณการ อยู่บนหลักการทางเศรษฐมิติ โดยใช้วิธีวิเคราะห์สมการการปรับตัวในรูปแบบของ Error Correction Model (ECM) ซึ่งช่วยขจัดปัญหาความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นจริง (spurious correlation) และสามารถแสดงให้เห็นถึงการปรับตัวของระบบเศรษฐกิจทั้งในระยะสั้น และการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาวของตัวแปรที่ต้องการศึกษา

ทั้งนี้ ตามโครงสร้างของแบบจำลองที่ได้จัดสร้างขึ้น สามารถสรุปข้อดีและข้อจำกัดได้ ดังแสดงในตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1: ข้อดีและข้อจำกัดของแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

ข้อดี	ข้อจำกัด
1. ข้อสมมติตามแบบจำลองเหมาะสมกับลักษณะของระบบเศรษฐกิจไทย ได้แก่ ◇ ประเทศขนาดเล็กที่มีระบบเศรษฐกิจเปิด	1. ข้อมูลตัวแปรภายนอกที่ใช้ในแบบจำลองบางตัว เป็นข้อมูลที่มีการเผยแพร่ล่าช้า เช่น ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม ทำให้ในบางกรณีอาจต้องใช้ค่าคาดการณ์ของตัวแปรภายนอกเพื่อใช้ในการพยากรณ์
2. แสดงการปรับตัวของการเคลื่อนย้ายเงินทุนทั้งในระยะสั้น และการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาว	2. แบบจำลองนี้อาจไม่สามารถอธิบายผลกระทบของตัวแปรต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของช่องทางการไหลผ่านของเงินทุนได้ครบทุกช่องทาง
3. แบบจำลองมีขนาดเล็ก ทำให้มีจำนวนตัวแปรที่ไม่มากนัก จึงง่ายและสะดวกต่อการใช้งานและปรับปรุง (update) แบบจำลอง รวมทั้งในการพยากรณ์จะอาศัยดุลยพินิจน้อยกว่าแบบจำลองขนาดใหญ่	

ที่มา: สถาบันวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลัง

4.2.2 โครงสร้างของสมการช่องทางการเคลื่อนย้ายเงินทุน

ในการศึกษานี้สมมติให้ความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ต้องการศึกษา (ตัวแปรภายใน) และตัวแปรอธิบายต่างๆ (ตัวแปรภายนอก) เป็นไปในรูปแบบของแบบจำลอง autoregressive distributed lag model (ADL) ซึ่งสามารถเขียนสมการช่องทางการเคลื่อนย้ายเงินทุนให้อยู่ในรูปแบบจำลอง ADL ได้ดังนี้

$$Y_t = \Pi_0 + \Pi_1 Y_{t-1} + \Pi_2 X_{1t} + \Pi_3 X_{2t} + \Pi_4 X_{3t} + \varepsilon_t^d \quad (4.1)$$

โดยในดุลยภาพระยะยาวเชิงสถิต (long-run static equilibrium) สมมติให้ $Y_t = Y_{t-1} = \bar{Y}_t$ และ $\varepsilon_t^d = 0$ จะได้

$$(1 - \Pi_1)\bar{Y}_t = \Pi_0 + \Pi_2(\bar{X}_{1t}) + \Pi_3(\bar{X}_{2t}) + \Pi_4(\bar{X}_{3t}) \quad (4.2)$$

สมการ (4.2) นี้ หมายถึงดุลยภาพในระยะยาวของระบบเศรษฐกิจ หรือ สภาวะ steady state ทั้งนี้ สามารถจัดรูปสมการใหม่ (reparameterization) โดยการแทนค่า Y_t ด้วย $Y_{t-1} + \Delta Y_t$ รวมถึงแทนค่าตัวแปรอื่นๆ ในลักษณะเดียวกันลงในสมการ (4.1) ซึ่งการจัดรูปสมการใหม่นี้จะทำให้สามารถวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในรูปของสมการการปรับตัว (error correction model: ECM) ได้ดังนี้

$$\Delta Y_t = \Pi_0 + \Pi_2(\Delta X_{1t}) + \Pi_3(\Delta X_{2t}) + \Pi_4(\Delta X_{3t}) + (\Pi_1 - 1)Y_{t-1} + \Pi_2(X_1)_{t-1} + \Pi_3(X_2)_{t-1} + \Pi_4(X_3)_{t-1} \quad (4.3)$$

หรือสามารถเขียนได้เป็น

$$\begin{aligned} \Delta Y_t = & \Pi_2(\Delta X_{1t}) + \Pi_3(\Delta X_{2t}) + \Pi_4(\Delta X_{3t}) - (1 - \Pi_1)[Y_{t-1} + \frac{\Pi_2}{1 - \Pi_1}(X_1)_{t-1} + \frac{\Pi_3}{1 - \Pi_1}(X_2)_{t-1} \\ & + \frac{\Pi_4}{1 - \Pi_1}(X_3)_{t-1}] + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (4.4)$$

จากสมการ (4.3) และ (4.4) จะเห็นได้ว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนขึ้นอยู่กับ การเปลี่ยนแปลงของ 2 ส่วน คือ

(1) การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรภายนอก ณ เวลาปัจจุบัน ได้แก่ $\Delta(X_1)_t$, $\Delta(X_2)_t$ และ $\Delta(X_3)_t$

(2) การปรับตัว (partial correction) ของส่วนเบี่ยงเบนไปจากดุลยภาพของ Y_{t-1} ไปจากค่าดุลยภาพที่เกิดขึ้นจากตัวแปรภายนอกในอดีต ซึ่งแสดงโดยค่าในทอมในเครื่องหมายวงเล็บใหญ่ [...] ในสมการ (4.4) โดยการปรับตัวดังกล่าวหมายความว่าระบบเศรษฐกิจมีการปรับตัวให้เข้าสู่ดุลยภาพระยะยาวนั่นเอง ซึ่งเครื่องหมายลบหน้าทอมในเครื่องหมายวงเล็บใหญ่ [...] แสดงให้เห็นว่าหากส่วนเบี่ยงเบนไปจากดุลยภาพนี้เป็นบวก จะทำให้มีการปรับตัวลดลง (downward correction) ในช่วงเวลาปัจจุบัน ในทางตรงกันข้ามหากส่วนเบี่ยงเบนไปจากดุลยภาพมีค่าเป็นลบ จะทำให้มีการปรับตัวเพิ่มขึ้น (upward correction) ภายใต้อิทธิพลของความมีเสถียรภาพของจุดดุลยภาพของตัวแปรที่ต้องการศึกษา

แบบจำลองนี้แสดงให้เห็นถึงความเป็นพลวัต (dynamics) ที่สามารถจัดให้อยู่ในรูปของ Autoregressive Distributed Lag (ADL) Model ได้ ทำให้สามารถวิเคราะห์สมการการปรับตัวในรูปแบบของ Error Correction Model (ECM) ที่แสดงให้เห็นถึงการปรับตัวเป็นพลวัตของตัวแปรที่ต้องการศึกษาทั้งในระยะสั้น และการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาว

4.2.3 สมการช่องทางการเคลื่อนย้ายเงินทุน

❖ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของดุลบัญชีเดินสะพัด

ในการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดพฤติกรรมกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุนการทำธุรกรรมบัญชีเดินสะพัดได้มีการกำหนดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาดังนี้

ตัวแปรตาม (Dependent Variable)—ในที่นี้จะใช้ดุลบัญชีเดินสะพัด (CA) จากบัญชีดุลการชำระเงิน ซึ่งแสดงเป็นผลรวมสุทธิของ ดุลการค้าและบริการ รายได้เงินโอนและบริจาค จากบัญชีรายได้ประชาชาติ

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)--โดยเป็นตัวแปรที่ได้จากการสรุปงานศึกษาที่เกี่ยวข้อง เช่น งานของ วาสนา (2543) Herrman and Jochem (2005) และ Aristovnik (2007) ซึ่งประกอบด้วย อัตราการเจริญเติบโตของ Real GDP สหรัฐอเมริกา (RGDP_US) และ Real GDP ญี่ปุ่น (RGDP_JP) ซึ่งเป็นตัวแทนการเติบโตของประเทศคู่ค้าของไทย ปริมาณเงินหมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจ (M2_TH) ปริมาณการลงทุนโดยตรงสุทธิจากต่างประเทศ (FDI_IN) และดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET_TH)

ในการศึกษาครั้งนี้ จะได้ใช้สมการอธิบายพฤติกรรมซึ่งประกอบด้วย 2 สมการ เพื่ออธิบายการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านช่องทางดุลบัญชีเดินสะพัด โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. สมการดุลยภาพระยะยาวของดุลบัญชีเดินสะพัด

$$CA_t = a_0 + a_1RGDP_US_t + a_2RGDP_JP_t + a_3RGDP_TH_t + a_4M2_TH_t + a_5FDI_IN_t + a_6SET_TH_t + e_t \quad (4.5)$$

โดยที่	CA_t	คือ	เงินทุนเคลื่อนย้ายผ่านช่องทางดุลบัญชีเดินสะพัด
	$RGDP_US_t$	คือ	ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของสหรัฐอเมริกา
	$RGDP_JP_t$	คือ	ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของญี่ปุ่น
	$RGDP_TH_t$	คือ	ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของไทย

$M2_TH_t$	คือ	ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจของไทย
FDI_IN_t	คือ	เงินทุนไหลเข้าผ่านช่องทางการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ
SET_TH_t	คือ	ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ของไทย

3. สมการแสดงพลวัตการเปลี่ยนแปลงในระยะสั้นของดุลบัญชีเดินสะพัด

$$\Delta CA_t = b_0 + b_1 \Delta RGDP_US_t + b_2 \Delta RGDP_JP_t + b_3 \Delta RGDP_TH_t + b_4 \Delta M2_TH_t + b_5 \Delta FDI_IN_t + b_6 \Delta SET_TH_t + b_7 ecm_{t-1} + e_t \quad (4.6)$$

โดยที่ CA_t	คือ	เงินทุนเคลื่อนย้ายผ่านช่องทางดุลบัญชีเดินสะพัด
$RGDP_US_t$	คือ	ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของสหรัฐอเมริกา
$RGDP_JP_t$	คือ	ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของญี่ปุ่น
$RGDP_TH_t$	คือ	ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของไทย
$M2_TH_t$	คือ	ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจของไทย
FDI_IN_t	คือ	เงินทุนไหลเข้าผ่านช่องทางการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ
SET_TH_t	คือ	ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ของไทย
ecm_t	คือ	error term ของสมการดุลยภาพระยะยาวของดุลบัญชีเดินสะพัด

สมมติฐานความสัมพันธ์ของตัวแปรในสมการการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากดุลบัญชีเดินสะพัด

1.) อัตราการเจริญเติบโตของ Real GDP สหรัฐอเมริกา ($RGDP_US$) และ Real GDP ญี่ปุ่น ($RGDP_JP$) ซึ่งเป็นประเทศคู่ค้าหลักของประเทศไทย มีความสัมพันธ์กับการไหลเข้าของดุลบัญชีเดินสะพัดในทิศทางเดียวกัน เนื่องจากอัตราการเจริญเติบโตของ Real GDP สะท้อนความสามารถในการบริโภคของคนในประเทศ ดังนั้นหากอัตราการเจริญเติบโตของ Real GDP มีแนวโน้มสูงขึ้น (ลดลง) จะทำให้มีปริมาณความต้องการสินค้าของประเทศไทยเพิ่มสูงขึ้น (ลดลง) ส่งผลให้มีเงินทุนไหลเข้าผ่านช่องทางทางดุลบัญชีเดินสะพัดมากขึ้น (ลดลง)

2.) อัตราการเจริญเติบโตของ Real GDP ไทย ($RGDP_TH$) มีความสัมพันธ์กับมีความสัมพันธ์กับการไหลออกของดุลบัญชีเดินสะพัดในทิศทางเดียวกัน เนื่องจากอัตราการเจริญเติบโตของ Real GDP สะท้อนถึงเสถียรภาพทางเศรษฐกิจที่แท้จริงของประเทศ สะท้อนความสามารถในการบริโภคของคนในประเทศ ดังนั้นหากอัตราการเจริญเติบโตของ Real GDP มีแนวโน้มสูงขึ้น (ลดลง) ซึ่งส่งผลให้อำนาจซื้อของคนในประเทศสูงขึ้น (ลดลง) จึงมีแนวโน้มในการนำเข้าสินค้าและบริการจากต่างประเทศมากขึ้น (ลดลง)

3.) ปริมาณเงินหมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจ (M2_TH) มีความสัมพันธ์กับการไหลออก(เข้า)ของดุลบัญชีเดินสะพัดในทิศทางเดียวกัน (ตรงกันข้าม) โดยหมายถึงปริมาณเงินที่หมุนเวียนในมือประชาชน นอกจากประกอบด้วยธนบัตรและเหรียญกษาปณ์ในมือประชาชนและเงินฝากเพื่อเรียกแล้ว ยังรวมเงินฝากประจำและออมทรัพย์ที่ระบบธนาคารอีกด้วย ซึ่งการเพิ่มขึ้นของ M2 โดยการควบคุมของธนาคารแห่งประเทศไทยจะทำให้เกิดเงินเฟ้อระดับอ่อนๆ ซึ่งถือเป็นบรรยากาศทางเศรษฐกิจที่ดี กระตุ้นให้เกิดการใช้จ่ายของผู้บริโภค ทำให้มีความต้องการนำเข้าสินค้าและบริการมากขึ้น (ลดลง) ส่งผลให้เงินทุนไหลออก ผ่านช่องทางดุลบัญชีเดินสะพัดมากขึ้น (ลดลง)

4.) ปริมาณการลงทุนโดยตรงสุทธิจากต่างประเทศ (FDI_IN) มีความสัมพันธ์กับการไหลออก(เข้า)ของดุลบัญชีเดินสะพัดในทิศทางเดียวกัน (ตรงกันข้าม) เนื่องจากการลงทุนโดยตรงสุทธิจากต่างประเทศถือเป็นการชดเชยการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ซึ่งในแง่ดีเกิดจากมีความต้องการลงทุนในประเทศมากกว่าการออมในประเทศ (หรือขาดแคลนเงินทุน) ซึ่งความต้องการลงทุนดังกล่าวอาจเกิดจากแนวโน้มอุตสาหกรรมที่จะลงทุนมีแนวโน้มสดใส จึงเป็นแรงดึงดูดเงินลงทุนจากต่างประเทศ ด้วยสภาพของเงินลงทุนโดยตรงนั้นถือเป็นการลงทุนระยะยาว และนำไปสู่การถ่ายโอนความรู้ และเทคโนโลยีต่างๆ ซึ่งจะส่งผลโดยตรงต่อการนำเข้าสินค้าทุนและสินค้าขั้นกลางจากต่างประเทศทำให้เกิดการขาดดุล (เกินดุล)บัญชีเดินสะพัดเพิ่มขึ้น (ลดลง)

5.) ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย (SET_TH) มีความสัมพันธ์กับการไหลออก (เข้า) ของดุลบัญชีเดินสะพัดในทิศทางเดียวกัน (ตรงกันข้าม) เนื่องถ้าดัชนีตลาดหลักทรัพย์สูงขึ้น (ลดลง) จะสะท้อนถึงความมั่งคั่งของผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น ทั้งนี้ผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้น ครอบคลุมผู้ประกอบการ บริษัทธุรกิจที่สามารถใช้ประโยชน์จากการที่ความมั่งคั่งของตนเองเพิ่มสูงขึ้น (ลดลง) โดยการนำเข้าสินค้าทุนและวัตถุดิบมากขึ้นส่งผลให้เงินทุนไหลออก (เข้า) ผ่านช่องทางดุลบัญชีเดินสะพัดมากขึ้น (ลดลง)

❖ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อพฤติกรรมกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุนโดยการลงทุนทางตรง

ทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดการลงทุนจากต่างประเทศจะมีพื้นฐานมาจาก 2 ทฤษฎี ได้แก่ Product Life Cycle Theory และ Location Theory โดยทฤษฎีแรกมีแนวคิดว่าการลงทุนทางตรงมีแนวโน้มที่จะไหลเข้าไปในประเทศที่มีการใช้แรงงานเข้มข้น (Labor Intensive) เพื่อที่จะทำการผลิตสินค้าในระยะเวลาดังกล่าวไม่จำเป็นที่จะต้องอาศัยเทคโนโลยีสูงมากนัก นอกจากนี้การเคลื่อนย้ายการลงทุนทางตรงไปยังเป็นการลดต้นทุนในการผลิต ไม่ว่าจะเป็นค่าจ้างที่ต่ำ และทรัพยากรที่อุดมสมบูรณ์ ซึ่งรวมไปถึงการขยายตลาดสินค้าให้กว้างมากขึ้น ขณะที่ทฤษฎี Location Theory อธิบายว่า การเคลื่อนย้ายการลงทุนทางตรงไปยังต่างประเทศจะเกิดขึ้นจากปัจจัยต่างๆ ประกอบด้วย ผลผลิต ผลตอบแทนจากการลงทุน ขนาดของ

ตลาด ราคาของปัจจัยการผลิตที่ต่ำ ความเสี่ยงของประเทศ การดำเนินนโยบายของรัฐบาล และ
กำแพงภาษี เป็นต้น

ในการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดพฤติกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุนโดยการลงทุนทางตรง
จากต่างประเทศได้มีการกำหนดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาดังนี้

ตัวแปรตาม (Dependent Variable)--ได้แก่ ปริมาณการลงทุนโดยตรง (FDI) ซึ่ง
ประกอบด้วย เงินลงทุนในส่วนของผู้อื้อหุ้น (Equity Investment) และ/ หรือเงินกู้จากบริษัทในเครือ
(Loans from Parent Companies) รวมทั้งการลงทุนในรูปแบบของบริษัทข้ามชาติ (International
Company)

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)--คณะผู้วิจัยอ้างอิงใช้แนวคิด Product Life Cycle
Theory และ Location Theory เป็นหลักในการกำหนดตัวแปร และจากงานศึกษาของ Siamwalla,
Vajragupta and Vichyanond (1999) Brimble (2002) Blonigen (2005) ปิยะภรณ์ (2549) ภูมิฐานและ
อาชน (2008) คณะผู้วิจัยสามารถกำหนดตัวแปรที่จะใช้ศึกษาได้ดังนี้ อัตราการเจริญเติบโตของ
Real GDP ญี่ปุ่น (RGDP_JP) อัตราการเจริญเติบโตของ Real GDP สหรัฐอเมริกา (RGDP_US)
ดัชนีค่าเงินแท้จริงของไทย (REER) และปริมาณการจำหน่ายยานยนต์(ทุกประเภท) (MOTOR)

ในการศึกษาครั้งนี้ จะได้ใช้สมการอธิบายพฤติกรรมซึ่งประกอบด้วย 2 สมการ เพื่ออธิบายการ
เคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านช่องทางการลงทุนโดยตรง โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. สมการดุลยภาพระยะยาวของการลงทุนทางตรง

$$FDI_t = a_0 + a_1RGDP_US_t + a_2RGDP_JP_t + a_3REER_t + a_4MOTOR_t + e_t$$

(4.7)

โดยที่	FDI_t	คือ	เงินทุนเคลื่อนย้ายผ่านช่องทางการลงทุนทางตรง
	$RGDP_US_t$	คือ	ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของสหรัฐอเมริกา ใช้เป็น proxy แทนเศรษฐกิจโลก
	$RGDP_JP_t$	คือ	ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของญี่ปุ่น
	$REER_t$	คือ	ดัชนีค่าเงินแท้จริงของไทย
	$MOTOR_t$	คือ	ปริมาณการจำหน่ายยานยนต์(ทุกประเภท) ในไทย

2. สมการแสดงพลวัตการเปลี่ยนแปลงในระยะสั้นของการลงทุนโดยตรง

$$\Delta FDI_t = b_0 + b_1 \Delta RGDP_US_t + b_2 \Delta RGDP_JP_t + b_3 \Delta REER_t + b_4 \Delta MOTOR_t + ecm_{t-1} + e_t \quad (4.8)$$

โดยที่ FDI_t	คือ	เงินทุนเคลื่อนย้ายผ่านช่องทางการลงทุนทางตรง
$RGDP_US_t$	คือ	ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของสหรัฐอเมริกา ใช้เป็น proxy แทนเศรษฐกิจโลก
$RGDP_JP_t$	คือ	ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของญี่ปุ่น
$REER_t$	คือ	ดัชนีค่าเงินแท้จริงของไทย
$MOTOR_t$	คือ	ปริมาณการจำหน่ายยานยนต์(ทุกประเภท) ในไทย
ecm_t	คือ	error term ของสมการดุลยภาพระยะยาวของการลงทุนโดยตรง

สมมติฐานความสัมพันธ์ของตัวแปรในสมการการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากการลงทุนทางตรง

1.) อัตราการเจริญเติบโตของ Real GDP ญี่ปุ่น ($RGDP_JP$) มีความสัมพันธ์กับการไหลเข้า(ออก)ของการลงทุนทางตรงในทิศทางเดียวกัน (ตรงกันข้าม) ทั้งนี้ประเทศญี่ปุ่นถือเป็นประเทศคู่ค้าหลักของประเทศไทยและมีสัดส่วนการลงทุนทางตรงในประเทศไทยสูงที่สุดเมื่อเทียบกับประเทศอื่น เนื่องจากอัตราการเจริญเติบโตของ Real GDP สะท้อนรายได้และความสามารถในการบริโภคและการลงทุนของคนในประเทศ ดังนั้นหากอัตราการเจริญเติบโตของ Real GDP ของประเทศญี่ปุ่นมีแนวโน้มสูงขึ้น (ลดลง) จะทำให้มีแนวโน้มขยายการลงทุนเพิ่มขึ้น (ลดลง) ซึ่งประเทศไทยเป็นฐานการผลิตที่ได้เปรียบในด้านค่าจ้างแรงงานและความสามารถในการถ่ายทอดเทคโนโลยี เมื่อเศรษฐกิจของประเทศผู้ลงทุนมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น (ลดลง) จึงสามารถดึงดูดเงินลงทุนทางตรงจากต่างประเทศได้มากขึ้น (ลดลง) ส่งผลให้มีเงินทุนไหลเข้าผ่านช่องทางทางการลงทุนโดยตรงมากขึ้น (ลดลง)

2.) เศรษฐกิจโลกซึ่งในการศึกษารั้งนี้ได้อัตราการเจริญเติบโตของ Real GDP สหรัฐอเมริกา ($RGDP_US$) เป็นตัวแทน มีความสัมพันธ์กับการไหลออก (เข้า) ของการลงทุนทางตรงในทิศทางเดียวกัน (ตรงกันข้าม) เนื่องจากเศรษฐกิจโลกจะสะท้อนบรรยากาศการลงทุน หากเศรษฐกิจโลกดีขึ้น (แย่ลง) ก็จะทำให้นักลงทุนไทยแสวงหาฐานการผลิตที่มีต้นทุนค่าใช้จ่ายที่ต่ำกว่าการลงทุนในประเทศไทย ซึ่งจะส่งผลให้มีการย้ายฐานการผลิตมากขึ้น (ลดลง) ส่งผลให้มีเงินทุนไหลออก (เข้า) ผ่านช่องทางทางการลงทุนทางตรงมากขึ้น (ลดลง)

3.) ดัชนีค่าเงินแท้จริงของไทย ($REER$) มีความสัมพันธ์กับการไหลเข้า(ออก)ของการลงทุนทางตรงในทิศทางตรงกันข้าม (เดียวกัน) เนื่องจากดัชนีค่าเงินแท้จริงจะสะท้อนความสามารถ

ในการแข่งขันของสินค้าส่งออกของไทยในตลาดโลก หมายถึง หากดัชนีค่าเงินแท้จริงปรับตัวสูงขึ้น (ลดลง) ซึ่งแสดงถึงการที่ค่าเงินบาทได้แข็งค่าขึ้น (อ่อนค่าลง) เมื่อเทียบกับค่าเงินของประเทศคู่ค้า ส่งผลให้ความสามารถในการแข่งขันด้านการส่งออกลดลง (เพิ่มขึ้น) ทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายเม็ดเงินลงทุนในการเข้ามาขยายฐานการผลิตเดิมในประเทศไทยลดลง (เพิ่มขึ้น) ส่งผลให้มีเงินทุนไหลเข้า (ออก) ผ่านช่องทางทางการลงทุนทางตรงน้อยลง (มากขึ้น)

4.) อำนาจซื้อของผู้บริโภคในการซื้อสินค้าคงทนถาวร โดยใช้ปริมาณการจำหน่ายยานยนต์(ทุกประเภท) (MOTOR) เป็นตัวแทน มีความสัมพันธ์กับการไหลเข้า(ออก)ของการลงทุนทางตรงในทิศทางเดียวกัน (ตรงกันข้าม) เนื่องจากการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศมักมีขนาดการลงทุนขนาดใหญ่ซึ่งนอกจากจะผลิตเพื่อส่งออกแล้วยังต้องคำนึงถึงตลาดภายในประเทศ ดังนั้นอำนาจซื้อของคนในประเทศจะเป็นแรงดึงดูดการเข้ามาลงทุนผลิตสินค้าในประเทศไทย ซึ่งที่ผ่านมามีเงินลงทุนทางตรงที่มีสัดส่วนขนาดใหญ่คือ เข้ามาตั้งฐานการผลิตรถยนต์ในประเทศ ดังนั้นอำนาจซื้อของผู้บริโภคที่สามารถใช้จ่ายเงินเพื่อซื้อรถยนต์จึงเป็นปัจจัยที่น่าจะมีอิทธิพลต่อการไหลเข้าของเงินลงทุนทางตรงจากต่างประเทศ หากว่าอำนาจซื้อหรือปริมาณการจำหน่ายยานยนต์ในประเทศเพิ่มขึ้น (ลดลง) ย่อมดึงดูดเงินลงทุนจากต่างประเทศมากขึ้น (ลดลง) ส่งผลให้มีเงินทุนไหลเข้า (ออก) ผ่านช่องทางทางการลงทุนทางตรงมากขึ้น (ลดลง)

❖ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจลงทุนในตลาดตราสารทุน

วัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจลงทุนในตลาดตราสารทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตัวแปรที่นำมาวิเคราะห์ถึงการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในงานศึกษานี้ประกอบด้วย

ตัวแปรตาม (Dependent Variable) เป็นตัวแปรที่สะท้อนถึงผลการตัดสินใจของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งใช้มูลค่าเงินลงทุนในตลาดตราสารทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศ (EQUITY)

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) หรือตัวแปรที่มีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นตัวแปรสร้างขึ้นโดยอาศัยทฤษฎีการเลือกถือหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (International Diversification of Investment Portfolio) มาเป็นพื้นฐานในการศึกษาหาปัจจัยที่เป็นปัจจัยที่สะท้อนถึงความเสี่ยงจากการลงทุนและอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากการกระจายการลงทุนในประเทศต่างๆ เหล่านี้ และเป็นตัวแปรที่ได้จากการสรุปงานศึกษาที่เกี่ยวข้อง เช่น งานของ Railo (2000), Griffin Nadari and Stulz (2002), Liljeblom and Löflund (2000), Taylor and Sarno (1997), บัณฑิต (2539) โดยตัวแปรอิสระมีดังนี้ อัตราการเจริญเติบโตของ Real GDP ไทย (RGDP_TH) มูลค่าตลาดของราคาหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ของไทย (SETCAP_TH) อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์

ไทย (DIY_TH) ราคาทองคำ (Gold) ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา (DJI) อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารในตลาดสหรัฐอเมริกา ระยะเวลา 3 เดือน (LIBOR) และวิกฤตการณ์เศรษฐกิจของประเทศไทย (DUM_TH)

ในการศึกษาครั้งนี้ จะได้ใช้สมการอธิบายพฤติกรรมซึ่งประกอบด้วย 2 สมการ เพื่ออธิบายการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านช่องทางการลงทุนในตลาดตราสารทุน โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. สมการดุลยภาพระยะยาวของการลงทุนในตราสารทุน

$$EQUITY_t = a_0 + a_1RGDP_TH_t + a_2SETCAP_TH_t + a_3DIY_TH_t + a_4GOLD_t + a_5DJI_t + a_6LIBOR3M_t + a_7DUM_TH_t + e_t$$

(4.9)

โดยที่	$EQUITY_t$	คือ	เงินทุนเคลื่อนย้ายผ่านช่องทางการลงทุนในตราสารทุน
	$RGDP_TH_t$	คือ	ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของไทย
	$SETCAP_TH_t$	คือ	มูลค่าตลาดของราคาหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ของไทย
	DIY_TH	คือ	อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ไทย
	$GOLD_t$	คือ	ราคาทองคำในตลาดโลก
	DJI_t	คือ	ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา
	$LIBOR3M_t$	คือ	อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารในตลาดสหรัฐอเมริกา ระยะเวลา 3 เดือน
	DUM_TH_t	คือ	วิกฤตการณ์เศรษฐกิจของประเทศไทย

2. สมการแสดงพลวัตการเปลี่ยนแปลงในระยะสั้นของการลงทุนในตราสารทุน

$$\Delta EQUITY_t = b_0 + b_1\Delta RGDP_TH_t + b_2\Delta SETCAP_TH_t + b_3\Delta DIY_TH_t + b_4\Delta GOLD_t + b_5\Delta DJI_t + b_6\Delta LIBOR3M_t + b_7\Delta DUM_TH_t + ecm_{t-1} + e_t$$

(4.10)

โดยที่ $EQUITY_t$	คือ	เงินทุนเคลื่อนย้ายผ่านช่องทางการลงทุนในตราสารทุน
$RGDP_TH_t$	คือ	ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของไทย
$SETCAP_TH_t$	คือ	มูลค่าตลาดของราคาหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ ของไทย
DIY_TH	คือ	อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ ไทย
$GOLD_t$	คือ	ราคาทองคำในตลาดโลก
DJI_t	คือ	ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา
$LIBOR3M_t$	คือ	อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารในตลาดสหรัฐอเมริกา ระยะเวลา 3 เดือน
DUM_TH_t	คือ	วิกฤตการณ์เศรษฐกิจของประเทศไทย
ecm_t	คือ	error term ของสมการดุลยภาพระยะยาวของการลงทุน ตราสารทุน

สมมติฐานความสัมพันธ์ของตัวแปรในสมการการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากการลงทุนในตราสารทุน

1.) อัตราการเจริญเติบโตของ Real GDP ไทย ($RGDP_TH$) มีความสัมพันธ์กับการไหลออก (เข้า) ของการลงทุนในตราสารทุนในทิศทางตรงกันข้าม (เดียวกัน) เนื่องจากมูลค่าที่แท้จริงของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศนั้นเป็นตัวแปรหนึ่งซึ่งสามารถสะท้อนถึงภาวะเศรษฐกิจภายในประเทศ ซึ่งส่งผลต่อผลการดำเนินงานและผลประกอบการของบริษัทต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจ นำไปสู่อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน ดังนั้นประเทศใดก็ตามที่มีมูลค่าที่แท้จริงของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเพิ่มขึ้น (ลดลง) ย่อมส่งผลต่อการลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในระดับที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) ส่งผลให้มีเงินทุนไหลออก (เข้า) ผ่านช่องทางทางการลงทุนในตราสารทุนลดลง (เพิ่มขึ้น)

2.) มูลค่าตามราคาตลาดของราคาหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ของไทย ($SETCAP_TH$) มีความสัมพันธ์กับการไหลเข้า(ออก)ของการลงทุนในตราสารทุนในทิศทางเดียวกัน (ตรงกันข้าม) เนื่องจากตลาดตราสารทุนในประเทศไทยถือเป็นตลาดเกิดใหม่โดยพิจารณาจากมูลค่าตลาด ซึ่งจะเป็นแรงดึงดูดเงินลงทุนจากต่างประเทศ เพราะกลุ่มผู้ลงทุนสามารถทำกำไรพิเศษได้ง่ายกว่าเมื่อเทียบกับตลาดในประเทศพัฒนาแล้ว เพราะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่า แม้ว่าจะมีความเสี่ยงหรือความผันผวนของราคาก่อนข้างสูง แต่เมื่อนำไปรวมกับตรรกะของการลงทุนแล้ว ทำให้ผลตอบแทนโดยรวมดีขึ้น และความเสี่ยงการลงทุนโดยรวมลดลง ดังนั้นหากมูลค่าตลาดของ

ไทยเพิ่มขึ้น (ลดลง)ย่อมส่งผลต่อการลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในระดับที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) ส่งผลให้มีเงินทุนไหลเข้า (ออก) ผ่านช่องทางทางการลงทุนในตราสารทุนเพิ่มขึ้น (ลดลง)

3.) อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ไทย (DIY_TH) มีความสัมพันธ์กับการไหลเข้า(ออก)ของการลงทุนในตราสารทุนในทิศทางเดียวกัน (ตรงกันข้าม) เนื่องจากอัตราเงินปันผลตอบแทนนั้นจะบอกให้นักลงทุนทราบว่า หากลงทุนในตราสารทุนนั้น ตามราคาตลาดปัจจุบัน จะมีโอกาสได้รับเงินปันผลตอบแทนจากการลงทุนคิดเป็นร้อยละเท่าใดของราคาตราสารทุนที่ซื้อ ดังนั้นถ้าผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในตลาดสูงขึ้น (ลดลง) นักลงทุนต่างประเทศก็จะนำเงินเข้ามาลงทุนในตราสารทุนมากขึ้น (ลดลง)

4.) ราคาทองคำในตลาดโลก (GOLD) มีความสัมพันธ์กับการไหลเข้า (ออก) ของการลงทุนในตราสารทุนในทิศทางตรงกันข้าม (เดียวกัน) เนื่องจากการลงทุนในทองคำเป็นช่องทางหนึ่งในการกระจายความเสี่ยงจากการลงทุนในตราสารทุน อีกทั้งยังสามารถเก็บไว้สร้างผลตอบแทนได้ หากว่าทองคำมีราคาสูงขึ้น นักลงทุนจะขายตราสารทุนในประเทศแล้วหันไปซื้อทองคำ ส่งผลให้มีเงินทุนไหลออก (เข้า) ผ่านช่องทางทางการลงทุนในตราสารทุนมากขึ้น (ลดลง)

5.) ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา (DJI) มีความสัมพันธ์กับการไหลเข้า (ออก) ของการลงทุนในตราสารทุนในทิศทางตรงกันข้าม (เดียวกัน) เนื่องการลงทุนในตราสารทุนทั่วโลกมักเกี่ยวข้องกับดัชนีหุ้นดาวโจนส์ของสหรัฐอเมริกา หากว่าดัชนีหุ้นดาวโจนส์สูงขึ้น (ลดลง) ก็มักจะทำให้ตลาดตราสารทุนอื่นๆ ทั่วโลกมีแนวโน้มของการฟื้นตัวของราคาเพิ่มขึ้น (ลดลง) เช่นกัน ดังนั้นนักลงทุนก็จะถอนเงินเพื่อไปลงทุนในตลาดตราสารทุนอื่นๆ มากขึ้น (ลดลง) ส่งผลให้มีเงินทุนไหลออก (เข้า) ผ่านช่องทางทางการลงทุนในตราสารทุนมากขึ้น (ลดลง)

6.) อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารในตลาดสหรัฐอเมริกา ระยะเวลา 3 เดือน (LIBOR) มีความสัมพันธ์กับการไหลออก (เข้า) ของการลงทุนในตราสารทุนในทิศทางเดียวกัน (ตรงกันข้าม) ถ้าอัตราดอกเบี้ย LIBOR สูงขึ้น (ลดลง) แสดงว่าอัตราผลตอบแทนในตลาดเงินของต่างประเทศจะสูงขึ้น (ลดลง) จะมีเงินไหลไปลงทุนในตราสารทุนของต่างประเทศมากขึ้น (ลดลง)

7.) วิกฤตการณ์เศรษฐกิจของประเทศไทย (DUM_TH) มีความสัมพันธ์กับการไหลออกของการลงทุนในตราสารทุนในทิศทางตรงกันข้าม (เดียวกัน) ตัวแปรวิกฤตเศรษฐกิจเป็นตัวแปรหุ่นสะท้อนเหตุการณ์ในช่วงที่ ๒ปท. ออกมาตรการกันสำรองร้อยละ 30 และเหตุการณ์ความไม่สงบทางการเมือง ทำให้ตลาดตราสารทุนมีความผันผวนอย่างรุนแรงมากในช่วงเวลาดังกล่าว ทำให้นักลงทุนที่เกิดความกังวลใจต่อการถือครองสินทรัพย์ตัดสินใจขายตราสารทุนในประเทศแล้วหันไปลงทุนในตลาดตราสารทุนต่างประเทศมากขึ้น ส่งผลให้มีเงินทุนไหลออกผ่านช่องทางทางการลงทุนในตราสารทุนมากขึ้น

❖ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจลงทุนในตลาดตราสารหนี้ของนักลงทุน

วัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจลงทุนในตลาดตราสารหนี้โดยตัวแปรที่นำมาวิเคราะห์ถึงการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนในตลาดตราสารหนี้ในงานศึกษานี้ประกอบด้วย

ตัวแปรตาม (Dependent Variable)--เป็นตัวแปรที่สะท้อนถึงผลการตัดสินใจของนักลงทุนในตลาดตราสารหนี้ซึ่งใช้มูลค่าเงินลงทุนของนักลงทุนในตลาดตราสารหนี้ (DEBT)

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) –หมายถึง ตัวแปรที่มีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนในตลาดตราสารหนี้ ซึ่งเป็นตัวแปรสร้างขึ้นโดยอ้างอิงทฤษฎีอุปสงค์ต่อเงินกู้ (Demand for Loanable Funds) และอุปทานของเงินให้กู้ (Supply of Loanable Funds) มาเป็นพื้นฐานในการศึกษาหาปัจจัยที่เป็นปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนในตลาดตราสารหนี้ของนักลงทุน โดยเป็นตัวแปรที่ได้จากการสรุปงานศึกษาที่เกี่ยวข้อง เช่น งานของ นินนาท (2532) บัณฑิต (2539) สุชาติ (2542) เบญจพล (2546) และ Linda Goldberg and Deborah Leonard (2003) ประกอบด้วย ราคาทองคำในตลาดโลก (GOLD) ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา (DJI) อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 6 เดือนเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์สหรัฐอเมริกา (DEP_US) และปริมาณเงินหมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจ (M2_TH)

ในการศึกษาครั้งนี้ จะได้ใช้สมการอธิบายพฤติกรรมซึ่งประกอบด้วย 2 สมการ เพื่ออธิบายการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านช่องทางการลงทุนในตลาดตราสารหนี้ โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. สมการดุลยภาพระยะยาวของการลงทุนในตราสารหนี้

$$DEBT_t = a_0 + a_1GOLD_t + a_2DJI_t + a_3DEP_US + a_4M2_TH + e_t$$

(4.11)

โดยที่	$DEBT_t$	คือ	เงินทุนเคลื่อนย้ายผ่านช่องทางการลงทุนในตราสารหนี้
	$GOLD_t$	คือ	ราคาทองคำในตลาดโลก
	DJI_t	คือ	อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารในตลาดสหรัฐอเมริกา ระยะเวลา 3 เดือน
	DEP_US	คือ	อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 6 เดือนเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ของสหรัฐอเมริกา
	$M2_TH_t$	คือ	ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจของไทย

2. สมการแสดงพลวัตการเปลี่ยนแปลงในระยะสั้นของการลงทุนในตราสารหนี้

$$\Delta DEBT_t = b_0 + b_1 GOLD_t + b_2 DJI_t + b_3 DEP_US + b_4 M2_TH + ecm_debt_{t-1} + e_t \quad (4.12)$$

โดยที่	$DEBT_t$	คือ	เงินทุนเคลื่อนย้ายผ่านช่องทางการลงทุนในตราสารหนี้
	$GOLD_t$	คือ	ราคาทองคำในตลาดโลก
	DJI_t	คือ	อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารในตลาดสหรัฐอเมริกา ระยะเวลา 3 เดือน
	DEP_US	คือ	อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 6 เดือนเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ของสหรัฐอเมริกา
	$M2_TH_t$	คือ	ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจของไทย
	ecm_t	คือ	error term ของสมการดุลยภาพระยะยาวของการลงทุน ตราสารหนี้

สมมติฐานความสัมพันธ์ของตัวแปรในสมการการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากการลงทุนในตราสารหนี้

1.) ราคาทองคำในตลาดโลก (GOLD) มีความสัมพันธ์กับการไหลเข้า (ออก) ของการลงทุนในตราสารหนี้ในทิศทางเดียวกัน (ตรงกันข้าม) แม้ว่าการลงทุนในทองคำเป็นช่องทางหนึ่งในการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงจากการลงทุนในตราสารหนี้หรือตราสารหนี้ แต่จะแตกต่างจากลักษณะการลงทุนในตราสารหนี้ที่ผู้ถือหุ้นจะมีส่วนของความเป็นเจ้าของในขณะที่ตราสารหนี้ผู้ลงทุนเป็นเพียงผู้ให้กู้เท่านั้น ซึ่งต้องการผลตอบแทนในอัตราสูงและเป็นการทำกำไรในระยะสั้น ดังนั้นหากราคาทองคำเพิ่มสูงขึ้นจะส่งผลให้ผู้ลงทุนเข้ามาลงทุนในตราสารหนี้แทนเพื่อเป็นการหลีกเลี่ยงความผันผวนที่เกิดขึ้น ส่งผลให้มีเงินทุนไหลเข้า (ออก) ผ่านช่องทางทางการลงทุนในตราสารหนี้มากขึ้น (ลดลง)

2.) ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา (DJI) มีความสัมพันธ์กับการไหลเข้า (ออก) ของการลงทุนในตราสารหนี้ในทิศทางตรงกันข้าม (เดียวกัน) ในลักษณะของการกระจายความเสี่ยง หากว่าดัชนีหุ้นดาวโจนส์สูงขึ้น (ลดลง) นักลงทุนก็จะถอนเงินเพื่อไปลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่สำคัญของโลกมากขึ้น (ลดลง) ส่งผลให้เงินทุนไหลออก (เข้า) ผ่านช่องทางทางการลงทุนในตราสารหนี้มากขึ้น (ลดลง)

3.) อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 6 เดือนเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์สหรัฐอเมริกา (DEP_US) มีความสัมพันธ์กับการไหลออก (เข้า) ของการลงทุนในตราสารหนี้ในทิศทางเดียวกัน

(ตรงกันข้าม) ถ้าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากในต่างประเทศสูงขึ้น (ลดลง) แสดงว่าอัตราผลตอบแทนในตลาดต่างประเทศจะสูงขึ้น (ลดลง) จะมีเงินไหลไปลงทุนในตลาดต่างประเทศมากขึ้น (ลดลง)

4.) ปริมาณเงินหมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจ (M2_TH) มีความสัมพันธ์กับการไหลเข้า(ออก)ของการลงทุนในตราสารหนี้ในทิศทางเดียวกัน (ตรงกันข้าม) หากปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจมาก องค์กรจะมีการลงทุนในการออกตราสารหนี้มากขึ้น ตามสภาพคล่องของปริมาณเงิน ทำให้ความต้องการซื้อตราสารหนี้ของนักลงทุนสูงขึ้น เนื่องจากคาดว่าผลตอบแทนที่ได้รับจากดอกเบี้ยตราสารหนี้จะมีมากกว่าอัตราดอกเบี้ยในอัตราเงินฝากประเภทต่างๆ ทำให้มีความต้องการลงทุนในตราสารหนี้มากขึ้น (ลดลง) ส่งผลให้เงินทุนไหลเข้า (ออก) ผ่านช่องทางการลงทุนในตราสารหนี้มากขึ้น (ลดลง)

❖ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดเงินกู้ยืมต่างประเทศ

สำหรับการศึกษาปัจจัยที่กำหนดเงินกู้ยืมต่างประเทศสุทธิในที่นี่จะใช้แนวคิดจาก Neoclassical Investment Model ซึ่งจากแบบจำลองดังกล่าวได้ให้เหตุผลของการกู้ยืมเงินระหว่างประเทศว่า มีสาเหตุมาจากปัจจัยที่กำหนดอุปสงค์และอุปทานของการกู้ยืม โดยปัจจัยที่มีผลทำให้อุปสงค์ของการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศลดลง คือ มูลค่าเงินออมภายในประเทศและระดับความเสี่ยงของประเทศ ด้านปัจจัยที่มีผลต่ออุปทานของเงินทุนต่างประเทศจะประกอบด้วย สภาพคล่องในตลาดเงินโลก และความน่าเชื่อถือของประเทศกู้ยืม

ในการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดพฤติกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศผ่านการกู้ยืมเงินได้มีการกำหนดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาดังนี้

ตัวแปรตาม (Dependent Variable)--แสดงโดยมูลค่าสุทธิของเงินกู้จากต่างประเทศ (LOAN) รวมสินเชื่อทางการค้า (Trade credit)

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)--ซึ่งเป็นตัวแปรที่สร้างขึ้นโดยอาศัย Neoclassical Investment Model มาเป็นพื้นฐานในการศึกษาหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดเงินกู้ยืมต่างประเทศสุทธิจากภาคเอกชน โดยเป็นตัวแปรที่ได้จากการสรุปงานศึกษาที่เกี่ยวข้อง เช่น งานของ Gupta and Islam (1983) อุเทน (2546) ขวัญชนก (2544) ซึ่งประกอบด้วย อัตราการเจริญเติบโตของ Real GDP ไทย (RGDP_TH) อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 6 เดือนเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ในไทย (DEP_TH) อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารในตลาดสิงคโปร์ ระยะเวลา 3 เดือน (SIBOR) และการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านดุลบัญชีเดินสะพัด (CA)

ในการศึกษาครั้งนี้ จะได้ใช้สมการอธิบายพฤติกรรมซึ่งประกอบด้วย 2 สมการ เพื่ออธิบายการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านช่องทางการลงทุนในตลาดกู้ยืมเงินตราต่างประเทศ โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. สมการดุลยภาพระยะยาวของการลงทุนในตลาดกู้ยืมเงินตราต่างประเทศ

$$LOAN_t = a_0 + a_1 RGDP_TH_t + a_2 DEP_TH_t + a_3 SIBOR_t + a_4 CA_t + e_t \quad (4.13)$$

โดยที่	$LOAN_t$	คือ	เงินทุนเคลื่อนย้ายผ่านช่องทางการลงทุนในตลาดกู้ยืมเงินตราต่างประเทศ
	$RGDP_TH_t$	คือ	ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของไทย
	DEP_TH_t	คือ	อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 6 เดือนเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ของไทย
	$SIBOR3M_t$	คือ	อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารในตลาดสิงคโปร์ระยะเวลา 3 เดือน
	CA_t	คือ	เงินทุนเคลื่อนย้ายผ่านช่องทางดุลบัญชีเดินสะพัด

2. สมการแสดงพลวัตการเปลี่ยนแปลงในระยะสั้นของการลงทุนในตลาดกู้ยืมเงินตราต่างประเทศ

$$\Delta LOAN_t = b_0 + b_1 \Delta RGDP_TH_t + b_2 \Delta DEP_TH_t + b_3 \Delta SIBOR_t + b_4 \Delta CA_t + ecm_{t-1} + e_t \quad (4.14)$$

โดยที่	$LOAN_t$	คือ	เงินทุนเคลื่อนย้ายผ่านช่องทางการลงทุนในตลาดกู้ยืมเงินตราต่างประเทศ
	$RGDP_TH_t$	คือ	ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของไทย
	DEP_TH_t	คือ	อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 6 เดือนเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ของไทย
	$SIBOR3M_t$	คือ	อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารในตลาดสิงคโปร์ระยะเวลา 3 เดือน
	CA_t	คือ	เงินทุนเคลื่อนย้ายผ่านช่องทางดุลบัญชีเดินสะพัด
	ecm_t	คือ	error term ของสมการดุลยภาพระยะยาวของการลงทุนตลาดกู้ยืมเงินตราต่างประเทศ

สมมติฐานความสัมพันธ์ของตัวแปรในสมการการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากการลงทุนในตลาด กู้ยืมเงินตราต่างประเทศ

1.) อัตราการเจริญเติบโตของ Real GDP ไทย (RGDP_TH) มีความสัมพันธ์กับการไหลเข้า (ออก) ของการกู้ยืมในทิศทางเดียวกัน (ตรงกันข้าม) เนื่องจากมูลค่าที่แท้จริงของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศนั้นเป็นตัวแปรหนึ่งซึ่งสามารถสะท้อนถึงภาวะเศรษฐกิจภายในประเทศอำนาจในการใช้จ่ายใช้สอย บรรยากาศในการลงทุน ดังนั้นประเทศใดก็ตามที่มีมูลค่าที่แท้จริงของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเพิ่มขึ้น (ลดลง) ย่อมส่งผลต่อการตัดสินใจขยายการลงทุนในกิจการมากขึ้น (ลดลง) ทำให้มีความต้องการกู้ยืมเงินตราจากต่างประเทศที่มีต้นทุนต่ำกว่าในประเทศมากขึ้น โดยเฉพาะบริษัทขนาดใหญ่ที่มีมูลค่าการลงทุนสูง ส่งผลให้มีเงินทุนไหลเข้า (ออก) ผ่านช่องทางทางการลงทุนในตลาดกู้ยืมเงินตราต่างประเทศมากขึ้น (ลดลง)

2.) อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 6 เดือนเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ในไทย (DEP_TH) มีความสัมพันธ์กับการไหลออก (เข้า) ของการลงทุนในตราสารหนี้ในทิศทางเดียวกัน (ตรงกันข้าม) ถ้าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากในประเทศสูงขึ้น (ลดลง) แสดงว่าต้นทุนการกู้ยืมเงินในประเทศเพื่อใช้ในการลงทุนจะสูงขึ้น (ลดลง) โดยเปรียบเทียบทำให้นักลงทุนหันไปกู้ยืมเงินตราต่างประเทศมากขึ้น (ลดลง)

3.) อัตราดอกเบี้ยเงินสกุลดอลลาร์ระหว่างธนาคารในตลาดสิงคโปร์ ระยะเวลา 3 เดือน (SIBOR) มีความสัมพันธ์กับการไหลออก (เข้า) ของการลงทุนในตราสารหนี้ในทิศทางเดียวกัน (ตรงกันข้าม) ถ้าอัตราดอกเบี้ย SIBOR สูงขึ้น (ลดลง) แสดงว่าอัตราผลตอบแทนในตลาดต่างประเทศจะสูงขึ้น (ลดลง) จะมีเงินไหลไปลงทุนในตลาดเงินกู้ยืมของต่างประเทศมากขึ้น (ลดลง)

4.) การเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านดุลบัญชีเดินสะพัด (CA) มีความสัมพันธ์กับการไหลเข้า (ออก) ของเงินกู้ยืมในตลาดเงินตราต่างประเทศในทิศทางตรงกันข้าม (เดียวกัน) เนื่องจากสินเชื่อกู้ยืมเป็นองค์ประกอบหนึ่งในตลาดเงินกู้ยืมเงินตราต่างประเทศที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้ ดังนั้นหากดุลบัญชีเดินสะพัดขาดดุลมากขึ้น (ลดลง) หรือมีการนำเข้าสินค้าแล้วบันทึกบัญชีค้างจ่ายมากขึ้น (ลดลง) สะท้อนให้เห็นว่าการลงทุนในตลาดเงินกู้ยืมเงินตราต่างประเทศมากขึ้น (ลดลง)

4.3 ผลการศึกษาจากสมการการเคลื่อนย้ายเงินทุน

4.3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลรายไตรมาสตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2536 จนถึง ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2552 รวมทั้งสิ้น 65 ไตรมาส โดยรายละเอียดของข้อมูลมีดังต่อไปนี้

- เงินทุนเคลื่อนย้ายผ่านช่องทางบัญชีเดินสะพัด โดยในศึกษาในครั้งนี้ ได้แยกการพิจารณาโดยแบ่งออกเป็นเงินทุนไหลเข้า (CA_IN_t) และเงินทุนไหลออก (CA_OUT_t)
 CA_IN_t ในครั้งนี้จะหมายถึง รายการ สินค้าออก, เอฟ. โอ. บี. บริการรับ และรายได้ รับในบัญชีดุลการชำระเงิน และ CA_OUT_t หมายถึง รายการ สินค้าเข้า, ซี. ไอ. เอฟ. บริการจ่าย และรายจ่ายในบัญชีดุลการชำระเงิน โดยใช้ข้อมูลจากธนาคารแห่งประเทศไทย มีหน่วยเป็นล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา
- เงินทุนเคลื่อนย้ายผ่านช่องทางการลงทุนทางตรง (FDI_t) โดยในศึกษาในครั้งนี้ ได้แยกการพิจารณาโดยแบ่งออกเป็นเงินทุนไหลเข้า (FDI_IN_t) และเงินทุนไหลออก (FDI_OUT_t)
 FDI_IN_t ในครั้งนี้จะหมายถึง รายการ การลงทุนจากต่างประเทศในบัญชีดุลการชำระเงิน และ FDI_OUT_t หมายถึง รายการการลงทุนในต่างประเทศในบัญชีดุลการชำระเงิน โดยใช้ข้อมูลจากธนาคารแห่งประเทศไทย มีหน่วยเป็นล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา
- เงินเคลื่อนย้ายผ่านช่องทางการลงทุนในตราสารทุน ($EQUITY_t$) โดยในศึกษาในครั้งนี้ ได้แยกการพิจารณาโดยแบ่งออกเป็นเงินทุนไหลเข้า ($EQUITY_IN_t$) และเงินทุนไหลออก ($EQUITY_OUT_t$)
 $EQUITY_IN_t$ ในครั้งนี้จะหมายถึง รายการ ตราสารทุนนำเข้าในบัญชีดุลการชำระเงิน และ $EQUITY_OUT_t$ หมายถึง รายการตราสารทุนส่งออกในบัญชีดุลการชำระเงิน โดยใช้ข้อมูลจากธนาคารแห่งประเทศไทย มีหน่วยเป็นล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา

- เงินเคลื่อนย้ายผ่านช่องทางการลงทุนในตราสารหนี้ ($DEBT_t$)
 $DEBT_t$ หมายถึง รายการ ตราสารหนี้สุทธิของภาคอื่น ๆ ซึ่งหมายถึง ภาคธุรกิจที่มีใช้ธนาคารรวมรัฐวิสาหกิจในบัญชีดุลการชำระเงิน โดยใช้ข้อมูลจากธนาคารแห่งประเทศไทย มีหน่วยเป็นล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา
- เงินทุนเคลื่อนย้ายผ่านช่องทางการลงทุนในตลาดกู้ยืม เงินตรา ต่างประเทศ ($LOAN_t$) โดยในศึกษาในครั้งนี้ ได้แยกการพิจารณาโดยแบ่งออกเป็นเงินทุนไหลเข้า ($LOAN_IN_t$) และเงินทุนไหลออก ($LOAN_OUT_t$)
 $LOAN_IN_t$ ในครั้งนี้จะหมายถึง รายการ สินเชื่อนำเข้าและเงินกู้นำเข้าจากภาคอื่น ๆ ซึ่งหมายถึง ภาคธุรกิจที่มีใช้ธนาคารรวมรัฐวิสาหกิจในบัญชีดุลการชำระเงิน และ $LOAN_OUT_t$ หมายถึง สินเชื่อส่งออกและเงินกู้ส่งออกจากภาคอื่น ๆ ซึ่งหมายถึง ภาคธุรกิจที่มีใช้ธนาคารรวมรัฐวิสาหกิจในบัญชีดุลการชำระเงิน โดยใช้ข้อมูลจากธนาคารแห่งประเทศไทย มีหน่วยเป็นล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา
- ข้อมูลผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของไทย ($RGDP_TH_t$) ข้อมูลผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของสหรัฐอเมริกา ($RGDP_US_t$) และข้อมูลผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของญี่ปุ่น ($RGDP_JP_t$)
ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริง $RGDP_t$ โดยข้อมูลทั้งหมดอยู่ในรายงานผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ที่จัดทำโดยสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ซึ่งเป็นข้อมูล ณ ราคาของปี พ.ศ. 2531 โดยในส่วนของข้อมูลผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของสหรัฐอเมริกา $RGDP_US_t$ แหล่งข้อมูลที่ใช้คือ Bureau of Economic Analysis ผ่านทาง CEIC และข้อมูลผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของญี่ปุ่น $RGDP_JP_t$ แหล่งข้อมูลที่ใช้คือ Economic and social Research Institute ผ่านทาง CEIC โดยข้อมูลที่น่ามาใช้ทั้งหมดมีหน่วยเป็นพันล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา
- ตัวแปรปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจของไทย ($M2_TH_t$) และ ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกา ($M2_US_t$)
 $M2_TH_t$ ใช้ข้อมูลปริมาณเงินในความหมายกว้าง (broad money) ของธนาคารแห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลจากธนาคารแห่งประเทศไทย มีหน่วยเป็นล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา และตัวแปร $M2_US_t$ ใช้ข้อมูลปริมาณเงิน M2 ของสหรัฐอเมริกา มีหน่วยเป็นล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา โดยแหล่งข้อมูลที่ใช้คือ Federal Reserve Board ผ่านทาง CEIC

- ตัวแปรดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ของไทย (SET_TH_t) และ ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา (DJI_t)
โดย SET_TH_t นั้นจะใช้เป็นค่าเฉลี่ยรายไตรมาสของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ซึ่งรวบรวมผ่านทาง CEIC และ ดัชนีดาวโจนส์คอมโพสิท (Dow Jones Composite Index) ของสหรัฐอเมริกา ซึ่งแหล่งที่มาของข้อมูลได้มาจาก CEIC เช่นกัน
- มูลค่าตลาดของราคาหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ของไทย ($SETCAP_TH_t$) และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ไทย (DIY_TH_t)
โดย $SETCAP_TH_t$ เป็นค่าเฉลี่ยรายไตรมาสของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หน่วยเป็นพันล้านดอลลาร์สหรัฐ. และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ไทย DIY_TH_t ซึ่งรวบรวมผ่านทาง CEIC
- ราคาทองคำในตลาดโลก ($GOLD_t$)
สำหรับราคาทองคำในตลาดโลกนั้นใช้เป็นค่าเฉลี่ยรายไตรมาสของราคาทองคำ ในตลาดอังกฤษ โดยแหล่งข้อมูลที่ใช้คือ The Bullion Desk ผ่านทาง CEIC มีหน่วยเป็นดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์
- อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารในตลาดสิงคโปร์ ระยะเวลา 3 เดือน ($SIBOR3M$) และ อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารในตลาดสหรัฐอเมริกา ระยะเวลา 3 เดือน ($LIBOR3M$)
โดยข้อมูลอัตราดอกเบี้ยทั้งสองเผยแพร่เป็นรายวันโดยธนาคารแห่งประเทศไทย หน่วยเป็นร้อยละต่อปี โดยเลือกใช้อัตราดอกเบี้ยระยะเวลา 3 เดือนเพื่อให้สะท้อนถึงการเป็นแหล่งเงินทุนระยะสั้นสำหรับธนาคารพาณิชย์ สำหรับข้อมูลรายไตรมาสนั้น คำนวณจากค่าเฉลี่ยของอัตราดอกเบี้ยรายวันตลอดทั้งไตรมาส

- อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 6 เดือนเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ ของไทย (DEP_TH_t) และ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 6 เดือนเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ ของสหรัฐอเมริกา (DEP_US_t)
อัตราเงินฝากประจำ 6 เดือนของธนาคารพาณิชย์ โดยเป็นการหาค่าเฉลี่ยของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำของธนาคารพาณิชย์ที่รวบรวมโดยธนาคารแห่งประเทศไทย หน่วยเป็น ร้อยละต่อปี และในส่วนของสหรัฐอเมริกาแหล่งข้อมูลที่ใช้คือ Federal Reserve Board ผ่านทาง CEIC มีหน่วยเป็นร้อยละต่อปี
- ปริมาณการจำหน่ายยานยนต์ ($MOTOR_t$)
ปริมาณการจำหน่ายยานยนต์เป็นข้อมูลการจำหน่ายรถยนต์ทุกประเภท รายไตรมาส จากกลุ่มอุตสาหกรรมยานยนต์ สภาอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย หน่วยเป็น คัน(รถ)
- ดัชนีค่าเงินที่แท้จริง ของไทย ($REER_t$)
โดยดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (Real Effective Exchange Rate Index หรือ REER) โดยเป็นการหาค่าเฉลี่ยของอัตราแลกเปลี่ยนประเทศต่างๆที่เป็นคู่ค้ารายสำคัญ และให้น้ำหนักไปตามสัดส่วนการค้าของแต่ละประเทศ แล้วปรับด้วยด้วยส่วนต่างของอัตราเงินเฟ้อระหว่างประเทศกับประเทศคู่ค้าซึ่งคำนวณโดยธนาคารแห่งประเทศไทย โดยใช้ปี พ.ศ. 2537 เป็นปีฐาน
- วิฤตการณ์เศรษฐกิจของประเทศไทย (DUM_TH_t)
ค่าตัวแปรหุ่น ของวิฤตการณ์เศรษฐกิจของไทยโดยมีค่าเป็น 0 ก่อนเดือนไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2549 และหลังไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2551 และมีค่าเป็น 1 ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2549 และหลังไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2551 เนื่องจากมาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ของประเทศไทยในปี พ.ศ. 2549 ส่งผลกระทบอย่างมากต่อระบบเศรษฐกิจและตลาดเงินของประเทศ จึงได้มีการใส่ตัวแปรหุ่นเพื่อแสดงถึงผลกระทบจากมาตรการดังกล่าวลงไปในแบบจำลองด้วย เพื่อให้แบบจำลองสามารถอธิบายการเคลื่อนย้ายเงินทุนได้อย่างแม่นยำมากยิ่งขึ้น

4.3.2 ผลของการประมาณการสมการการเคลื่อนย้ายเงินทุนในแต่ละสมการ

ในแบบจำลองการเคลื่อนย้ายเงินทุนนั้นที่ปรึกษาได้เลือกใช้สมการดังกล่าวไว้แล้วในส่วนที่ 2 ซึ่งจะประกอบไปด้วยการเคลื่อนย้ายเงินทุนในแต่ละสมการ แต่เนื่องจากข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลอนุกรมเวลา (time series) ที่มีลักษณะเป็น non-stationary integrated order 1 (I(1)) ซึ่งจะทำให้ผลที่ได้จากการประมาณการมีลักษณะความสัมพันธ์ที่ไม่แท้จริง (spurious relationship) นั่นคือ ค่าสถิติที่ได้จากการประมาณการสัมประสิทธิ์จะไม่สามารถเชื่อถือได้

อย่างไรก็ดี งานศึกษาของ Engel and Granger (1987) พบว่าหากผลรวมเชิงเส้นตรง (linear combination) ของข้อมูลอนุกรมเวลาที่เป็น I(1) มีลักษณะที่เป็น stationary process I(0) แสดงว่าตัวแปรเหล่านั้นมีความสัมพันธ์ระยะยาว (co-integrating relationship) นั่นคือ ถึงแม้ข้อมูลจะมีการเคลื่อนไหวอย่างไม่เป็นระเบียบ แต่หากการเคลื่อนไหวนั้นเคลื่อนไปด้วยกันอย่างเป็นระบบ แสดงว่าข้อมูลอนุกรมเวลานั้นๆ มีความสัมพันธ์กันจริง และ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประมาณการสามารถเชื่อถือได้ ดังนั้นเพื่อให้ค่าสถิติที่ได้จากการประมาณการมีความน่าเชื่อถือและถูกต้อง ในการประมาณค่าจึงควรจะใช้ข้อมูลอนุกรมเวลาที่มีลักษณะเป็น stationary (I(0)) ในกรณีที่ข้อมูลอนุกรมเวลาเหล่านั้นมี co-integrating relationship อาจเลือกใช้วิธีการประมาณค่าที่เหมาะสมกับข้อมูลที่เป็น I(0) ซึ่งสามารถให้ค่าประมาณการที่มีความน่าเชื่อถือและถูกต้องได้เช่นกัน

4.3.3 ผลของการประมาณการสมการการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านช่องทางดุลบัญชีเดินสะพัด

ผลการประมาณการในรูปสมการ Error Correction Model (ECM)

ทฤษฎี co-integration ของ Engel and Granger (1987) มีนัยสำคัญทางเศรษฐศาสตร์ที่สำคัญ คือ การอธิบายด้วย Error Correction Model ซึ่งได้อธิบายรายละเอียดไว้ในส่วนที่ 2 โดยผลรวมเชิงเส้นตรงของตัวแปรที่เป็น non-stationary จะมีลักษณะเป็น stationary ซึ่งจะสะท้อนถึงดุลยภาพในระยะยาว โดย ข้อมูลเหล่านั้นจะเคลื่อนไหวไปด้วยกันเพื่อให้ความแตกต่างเป็น stationary

ขั้นตอนที่หนึ่งในการประมาณการ คือ ประมาณการสมการ (4.5) ซึ่งเป็นสมการแสดงดุลยภาพระยะยาวของการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านดุลบัญชีเดินสะพัด

$$CA_t = a_0 + a_1RGDP_US_t + a_2RGDP_JP_t + a_3RGDP_TH_t + a_4M2_TH_t + a_5FDI_IN_t + a_6SET_TH_t + e_t$$

โดยผลของการประมาณการโดยใช้โปรแกรม EVIEWS® 5.1 แสดงผลได้ดังนี้

$$CA_IN_t = 62.8485 + 0.7799 RGDP_US_t + 4.9592 RGDP_JP_t$$

$$(-5.7261) \quad (2.9141) \quad (4.8912)$$

$$R\text{-squared} = 0.9425$$

$$Adjusted\ R\text{-squared} = 0.9404$$

$$CA_OUT_t = -9303.159 + 0.3656 RGDP_TH_t + 0.0184 M2_TH_t$$

$$(-3.9582) \quad (1.7940) \quad (4.1739)$$

$$+ 1.6706 FDI_IN_t + 6.8188 SET_TH_t$$

$$(1.7816) \quad (1.7909)$$

$$R\text{-squared} = 0.7486$$

$$Adjusted\ R\text{-squared} = 0.7273$$

(หมายเหตุ: $RGDP_US$ และ $RGDP_JP$ อยู่ในรูปของ *natural logarithm* และ ตัวเลขในวงเล็บใต้แต่ละบรรทัดคือค่าของ *t-statistics*)

ผลของการประมาณการที่ได้ชี้ให้เห็นว่า ในระยะยาวเงินทุนเคลื่อนย้ายผ่านทางดุลบัญชีเดินสะพัดนั้น โดยแบ่งการพิจารณาแยกเป็นเงินทุนไหลเข้าและเงินทุนไหลออก พบว่า ในด้านของเงินทุนไหลเข้านั้นมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของสหรัฐอเมริกา และญี่ปุ่น ในด้านของเงินทุนไหลออกนั้นมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของไทย ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ เงินทุนไหลเข้าผ่านช่องทางการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ และราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ของไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวสอดคล้องและเป็นไปตามทฤษฎี

การทดสอบ cointegration

สมการที่ใช้ในการประมาณค่าดุลยภาพในระยะยาวของการเคลื่อนย้ายเงินทุนในช่องทางดุลบัญชีเดินสะพัด มี co-integrating relation โดยสามารถพิจารณาได้จากผลการทดสอบ unit root test ของ ecm_t ซึ่งคือความแตกต่างระหว่างค่าจริงของดุลบัญชีเดินสะพัดและดุลบัญชีเดินสะพัดที่ประมาณขึ้นได้จากสมการ (4.5) ผลการทดสอบพบว่า ecm_t เป็น stationary process (I(0)) ดังแสดงในตารางที่ 4.2

ตารางที่ 4.2: ค่าทดสอบ unit root test โดยวิธีการ Augmented Dickey-Fuller Test

Null Hypothesis: ECM_CA_IN has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.659937	0.0086
Test critical values:	1% level	-2.605442
	5% level	-1.946549
	10% level	-1.613181
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

ที่มา: สถาบันวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลัง

Null Hypothesis: ECM_CA_OUT has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.438215	0.0154
Test critical values:	1% level	-2.602794
	5% level	-1.946161
	10% level	-1.613398
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

ที่มา: สถาบันวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลัง

ขั้นตอนที่สองในการประมาณการ เป็นการประมาณการสมการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านช่องทางดุลบัญชีเดินสะพัด

$$\Delta CA_t = b_0 + b_1 \Delta RGDP_US_t + b_2 \Delta RGDP_JP_t + b_3 \Delta RGDP_TH_t + b_4 \Delta M2_TH_t + b_5 \Delta FDI_IN_t + b_6 \Delta SET_TH_t + b_7 ecm_{t-1} + e_t$$

ตัวแปรทุกตัวในสมการนี้เป็นข้อมูลอนุกรมเวลาที่มีลักษณะเป็น stationary ดังนั้นค่าสัมประสิทธิ์ของสมการจึงสามารถประมาณการโดยใช้วิธี Ordinary Least Squares (OLS) ได้ ทั้งนี้ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประมาณการโดยใช้โปรแกรม EViews® 5.1 แสดงได้ดังนี้

$$\Delta CA_IN_t = 0.0211 + 2.3231 \Delta RGDP_JP_t - 0.2341 ecm_ca_in_{t-1}$$

(1.9201) (1.6624) (-2.25867)

$$R\text{-squared} = 0.106280 \quad \text{Adjusted } R\text{-squared} = 0.073781$$

$$\Delta CA_OUT_t = 386.557 + 3.5675 \Delta SET_TH_t - 0.1782 ecm_ca_in_{t-1}$$

(1.5260) (1.5045) (-2.6780)

$$R\text{-squared} = 0.131461 \quad \text{Adjusted } R\text{-squared} = 0.102696$$

(ตัวเลขในวงเล็บคือค่าของ t-statistics)

ผลการประมาณการแสดงให้เห็นถึงพลวัตของการปรับตัวในระยะสั้น โดยการเปลี่ยนแปลงของดุลบัญชีเดินสะพัดในระยะสั้นขึ้นอยู่กับ การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของญี่ปุ่น และราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ของไทย และการปรับตัวเข้าสู่ความสัมพันธ์ในระยะยาวผ่าน ECM term เป็นสำคัญ อย่างไรก็ตาม พบว่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของไทยและสหรัฐอเมริกา ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ และเงินทุนที่ไหลเข้าผ่านช่องทางการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ นั้นไม่ส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญในระยะสั้น ทั้งนี้ ผลกระทบจากปัจจัยต่างๆ ที่มีต่อการปรับตัวของดุลบัญชีเดินสะพัดในระยะสั้นนั้น มีทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงของดุลบัญชีเดินสะพัดในระยะยาว

4.3.4 ผลของการประมาณการสมการการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านช่องทางการลงทุนโดยตรง

ผลการประมาณการในรูปสมการ Error Correction Model (ECM)

ขั้นตอนที่หนึ่งในการประมาณการ คือ ประมาณการสมการ (4.7) ซึ่งเป็นสมการแสดงดุลยภาพระยะยาวของการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านการลงทุนโดยตรง

$$FDI_t = a_0 + a_1 RGDP_US_t + a_2 RGDP_JP_t + a_3 REER_t + a_4 MOTOR_t + e_t$$

โดยผลของการประมาณการโดยใช้โปรแกรม EViews® 5.1 แสดงผลได้ดังนี้

$$\begin{aligned} FDI_IN_t = & -9912.427 + 0.02473 RGDP_JP_t \\ & (-5.5410) \quad (6.8810) \\ & - 25.3913 REER_t + 0.01034 MOTOR_t \\ & (-1.8562) \quad (3.3070) \end{aligned}$$

$$R\text{-squared} = 0.5358$$

$$Adjusted\ R\text{-squared} = 0.5035$$

$$\begin{aligned} FDI_OUT_t = & -2515.273 + 0.1287 RGDP_US_t + 16.5601 REER_t \\ & (-6.4124) \quad (6.5184) \quad (5.9200) \end{aligned}$$

$$R\text{-squared} = 0.4855$$

$$Adjusted\ R\text{-squared} = 0.4657$$

(หมายเหตุ: ตัวเลขในวงเล็บใต้แต่ละบรรทัดคือค่าของ *t-statistics*)

ผลของการประมาณการที่ได้ชี้ให้เห็นว่า ในระยะยาวเงินทุนเคลื่อนย้ายผ่านทางการลงทุนโดยตรงนั้น โดยแบ่งการพิจารณาแยกเป็นเงินทุนไหลเข้าและเงินทุนไหลออก พบว่า ในด้านของเงินทุนไหลเข้านั้นมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของญี่ปุ่นและ ปริมาณรถในประเทศไทยซึ่งสะท้อนกำลังซื้อของผู้บริโภค แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีค่าเงินที่แท้จริง ในด้านของเงินทุนไหลออกนั้นมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของสหรัฐอเมริกาและดัชนีค่าเงินที่แท้จริง อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวสอดคล้องและเป็นไปตามทฤษฎี

การทดสอบ cointegration

สมการที่ใช้ในการประมาณค่าดุลยภาพในระยะยาวของการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านการลงทุนโดยตรง มี co-integrating relation โดยสามารถพิจารณาได้จากผลการทดสอบ unit root test ของ ecm_t ซึ่งคือความแตกต่างระหว่างค่าจริงของการลงทุนทางตรงและการลงทุนทางตรงที่ประมาณขึ้นได้จากสมการ (4.7) ผลการทดสอบพบว่า ecm_t เป็น stationary process (I(0)) ดังแสดงในตารางที่ 4.3

ตารางที่ 4.3: ค่าทดสอบ unit root test โดยวิธีการ Augmented Dickey-Fuller Test

Null Hypothesis: ECM_FDI_IN has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)		
		Prob.*
		t-Statistic
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.072346
Test critical values:	1% level	-2.616203
	5% level	-1.948140
	10% level	-1.612320
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

ที่มา: สถาบันวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลัง

Null Hypothesis: ECM_FDI_OUT has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 2 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.024903	0.0002
Test critical values: 1% level	-2.624057	
5% level	-1.949319	
10% level	-1.611711	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

ที่มา: สถาบันวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลัง

ขั้นตอนที่สองในการประมาณการ เป็นการประมาณการสมการแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง
การเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านช่องทางการลงทุนโดยตรง

$$\Delta FDI_t = b_0 + b_1 \Delta RGDP_US_t + b_2 \Delta RGDP_JP_t + b_3 \Delta REER_t + b_4 \Delta MOTOR_t + ecm_{t-1} + e_t$$

ตัวแปรทุกตัวในสมการนี้เป็นข้อมูลอนุกรมเวลาที่มีลักษณะเป็น stationary ดังนั้นค่า
สัมประสิทธิ์ของสมการจึงสามารถประมาณการโดยใช้วิธี Ordinary Least Squares (OLS) ได้ ทั้งนี้
ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประมาณการโดยใช้โปรแกรม EViews® 5.1 แสดงได้ดังนี้

$$\Delta FDI_IN_t = -56.0384 \Delta REER_t + 0.0147 \Delta MOTOR_t + 1.0817 ecm_fdi_in_{t-1}$$

(-3.0552) (2.1311) (7.0904)

$$R-squared = 0.572501 \quad Adjusted R-squared = 0.552618$$

$$\Delta FDI_OUT_t = 14.453 \Delta REER_t - 1.16734 ecm_fdi_out_{t-1}$$

(2.1823) (-7.5955)

$$R-squared = 0.589247 \quad Adjusted R-squared = 0.580317$$

(ตัวเลขในวงเล็บคือค่าของ t-statistics)

ผลการประมาณการแสดงให้เห็นถึงพลวัตของการปรับตัวในระยะสั้น โดยการเปลี่ยนแปลงของการลงทุนโดยตรงในระยะสั้นขึ้นอยู่กับ การเปลี่ยนแปลงของอัตรา ปริมาณใน ประเทศไทยซึ่งสะท้อนกำลังซื้อของผู้บริโภคและดัชนีค่าเงินที่แท้จริง และการปรับตัวเข้าสู่ความสัมพันธ์ในระยะยาวผ่าน ECM term เป็นสำคัญ อย่างไรก็ตาม พบว่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของสหรัฐอเมริกาและญี่ปุ่น ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ และเงินทุนที่ไหลเข้าผ่านช่องทางการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ นั้นไม่ส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญในระยะสั้น ทั้งนี้ ผลกระทบจากปัจจัยต่างๆ ที่มีต่อการปรับตัวของการลงทุนโดยตรงในระยะสั้นนั้น มีทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงของการลงทุนโดยตรงในระยะยาว

4.3.5 ผลของการประมาณการสมการการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านช่องทางการลงทุนในตราสารทุน

ผลการประมาณการในรูปสมการ Error Correction Model (ECM)

ขั้นตอนที่หนึ่งในการประมาณการ คือ ประมาณการสมการ (4.9) ซึ่งเป็นสมการแสดงดุลยภาพระยะยาวของการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านช่องทางตลาดตราสารทุน

$$EQUITY_t = a_0 + a_1 RGDP_TH_t + a_2 SETCAP_TH_t + a_3 DIY_TH_t + a_4 GOLD_t + a_5 DJI_t + a_6 LIBOR3M_t + a_7 DUM_TH_t + e_t$$

โดยผลของการประมาณการโดยใช้โปรแกรม EViews® 5.1 แสดงผลได้ดังนี้

$$\begin{aligned} EQUITY_IN_t = & 3.9610 SETCAP_TH_t + 9757.252 DIY_TH_t - 26.1536 GOLD_t \\ & (5.8981) \quad (5.7090) \quad (-2.0715) \\ & - 5.2161 DJI_t \\ & (-2.5490) \end{aligned}$$

$$R-squared = 0.7845$$

$$Adjusted R-squared = 0.7367$$

$$\begin{aligned} EQUITY_OUT_t = & -10604.51 - 0.3496 RGDP_TH_t + 48.9802 GOLD_t \\ & (-3.4991) \quad (-3.6661) \quad (5.2258) \\ & + 953.3913 LIBOR3M_t - 9450.524 DUM_TH_t \\ & (3.8387) \quad (-1.8037) \end{aligned}$$

$$R-squared = 0.6531$$

$$Adjusted R-squared = 0.6292$$

(หมายเหตุ: ตัวเลขในวงเล็บใต้แต่ละบรรทัดคือค่าของ t-statistics)

ผลของการประมาณการที่ได้ชี้ให้เห็นว่า ในระยะยาวเงินทุนเคลื่อนย้ายผ่านทางการลงทุนในตราสารทุนนั้น โดยแบ่งการพิจารณาแยกเป็นเงินทุนไหลเข้าและเงินทุนไหลออก พบว่า ในด้านของเงินทุนไหลเข้านั้นมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับ มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของไทย อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ไทย โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาทอง และดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา ในด้านของเงินทุนไหลออกนั้นมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับราคาทองคำ และอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารในตลาดสหรัฐอเมริกา ระยะเวลา 3 เดือน แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของไทยและ และมาตรการกันสำรองร้อยละ 30 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวสอดคล้องและเป็นไปตามทฤษฎี

การทดสอบ cointegration

สมการที่ใช้ในการประมาณค่าดุลยภาพในระยะยาวของการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านช่องทางตลาดตราสารทุน มี co-integrating relation โดยสามารถพิจารณาได้จากผลการทดสอบ unit root test ของ ecm_t ซึ่งคือความแตกต่างระหว่างค่าจริงของการลงทุนในตราสารทุนและการลงทุนในตราสารทุนที่ประมาณขึ้นได้จากสมการ (4.9) ผลการทดสอบพบว่า ecm_t เป็น stationary process (I(0)) ดังแสดงในตารางที่ 4.4

ตารางที่ 4.4: ค่าทดสอบ unit root test โดยวิธีการ Augmented Dickey-Fuller Test

Null Hypothesis: ECM_EQUITY_IN has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.209561	0.0002
Test critical values:	1% level	-2.674290
	5% level	-1.957204
	10% level	-1.608175
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

ที่มา: สถาบันวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลัง

Null Hypothesis: ECM_EQUITY_OUT has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.863722	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.602794
	5% level	-1.946161
	10% level	-1.613398
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

ที่มา: สถาบันวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลัง

ขั้นตอนที่สองในการประมาณการ เป็นการประมาณการสมการแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง
 สันของการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านช่องทางตลาดตราสารทุน

$$\Delta EQUITY_t = b_0 + b_1 \Delta RGDP_TH_t + b_2 \Delta SETCAP_TH_t + b_3 \Delta DIY_TH_t + b_4 \Delta GOLD_t + b_5 \Delta DJI_t + b_6 \Delta LIBOR3M_t + b_7 \Delta DUM_TH_t + ecm_{t-1} + e_t$$

ตัวแปรทุกตัวในสมการนี้เป็นข้อมูลอนุกรมเวลาที่มีลักษณะเป็น stationary ดังนั้นค่าสัมประสิทธิ์
 ของสมการจึงสามารถประมาณการโดยใช้วิธี Ordinary Least Squares (OLS) ได้ ทั้งนี้ ค่า
 สัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประมาณการโดยใช้โปรแกรม EViews® 5.1 แสดงได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \Delta EQUITY_IN_t = & 3.7629 \Delta SETCAP_TH_t + 7725.637 \Delta DIY_TH_t \\ & (4.9357) \quad (2.7106) \\ & - 40.3980 \Delta GOLD_t - 0.9139 ecm_equity_in_{t-1} \\ & (-2.8316) \quad (-4.4817) \end{aligned}$$

$$R-squared = 0.7528 \quad Adjusted R-squared = 0.7116$$

$$\begin{aligned} \Delta EQUITY_OUT_t = & -4970.542 \Delta DUM_TH_t - 0.2856 ecm_equity_out_{t-1} \\ & (-1.848) \quad (-2.4725) \end{aligned}$$

$$R-squared = 0.138164 \quad Adjusted R-squared = 0.124036$$

(ตัวเลขในวงเล็บคือค่าของ t-statistics)

ผลการประมาณการแสดงให้เห็นถึงพลวัตของการปรับตัวในระยะสั้น โดยการเปลี่ยนแปลงของการลงทุนในตราสารทุนในระยะสั้นขึ้นอยู่กับ การเปลี่ยนแปลงของอัตรามาตรการทางการเงินที่ทางการประกาศใช้ และการปรับตัวเข้าสู่ความสัมพันธ์ในระยะยาวผ่าน ECM term เป็นสำคัญ อย่างไรก็ตาม พบว่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของไทย มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของไทย อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ไทย ราคาทองคำดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา และอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารในตลาดสหรัฐอเมริกา ระยะเวลา 3 เดือน นั้นไม่ส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญในระยะสั้น ทั้งนี้ ผลกระทบจากปัจจัยต่างๆ ที่มีต่อการปรับตัวของการลงทุนในตราสารทุนในระยะสั้นนั้น มีทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงของการลงทุนในตราสารทุนในระยะยาว

4.3.6 ผลของการประมาณการสมการการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านช่องทางการลงทุนในตราสารหนี้

ผลการประมาณการในรูปสมการ Error Correction Model (ECM)

ขั้นตอนที่หนึ่งในการประมาณการ คือ ประมาณการสมการ (4.11) ซึ่งเป็นสมการแสดงดุลยภาพระยะยาวของการลงทุนในตราสารหนี้

$$DEBT_t = a_0 + a_1GOLD_t + a_2DJI_t + a_3DEP_US + a_4M2_TH + e_t$$

โดยผลของการประมาณการโดยใช้โปรแกรม EViews® 5.1 แสดงผลได้ดังนี้

$$DEBT_t = 2.1185 GOLD_t - 0.1194 DJI_t$$

(3.7202) (-5.9042)

$$R-squared = 0.4665$$

$$Adjusted\ R-squared = 0.4462$$

(หมายเหตุ: ตัวเลขในวงเล็บใต้แต่ละบรรทัดคือค่าของ t-statistics)

ในการพิจารณาการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านช่องทางตราสารหนี้ที่ปรึกษาได้จัดทำสมการแสดงการเคลื่อนย้ายเงินทุนสุทธิในตราสารหนี้ เนื่องจากข้อมูลเงินทุนเคลื่อนย้ายในตราสารหนี้ในด้านเงินทุนไหลเข้าและเงินทุนไหลออกนั้นมีลักษณะเป็น stationary ในขณะที่ข้อมูลเงินทุนสุทธิในตราสารหนี้เป็น non-stationary ซึ่งสอดคล้องกับตัวแปรอธิบายและสามารถอธิบายด้วย Error Correction Model ได้

ผลการประมาณการทางสถิติผลของการประมาณการที่ได้ชี้ให้เห็นว่า ในระยะยาวเงินทุนเคลื่อนย้ายผ่านทางการลงทุนในตราสารหนี้ มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับ ราคาทองคำ และมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวสอดคล้องและเป็นไปตามทฤษฎี อย่างไรก็ตามอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 6 เดือน ในสหรัฐอเมริกา และปริมาณเงินที่หมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจไทยไม่มีความสัมพันธ์กับการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านช่องทางตราสารหนี้ อย่างมีนัยสำคัญ

การทดสอบ cointegration

สมการที่ใช้ในการประมาณค่าดุลยภาพในระยะยาวของการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านทางการลงทุนในตราสารหนี้ มี co-integrating relation โดยสามารถพิจารณาได้จากผลการทดสอบ unit root test ของ ecm_t ซึ่งคือความแตกต่างระหว่างค่าจริงของการลงทุนในตราสารหนี้และการลงทุนในตราสารหนี้ที่ประมาณขึ้นได้จากสมการ (4.11) ผลการทดสอบพบว่า ecm_t เป็น stationary process (I(0)) ดังแสดงในตารางที่ 4.5

ตารางที่ 4.5: ค่าทดสอบ unit root test โดยวิธีการ Augmented Dickey-Fuller Test

Null Hypothesis: ECM_DEBT has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.536342	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.608490
	5% level	-1.946996
	10% level	-1.612934
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

ที่มา: สถาบันวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลัง

ขั้นตอนที่สองในการประมาณการ เป็นการประมาณการสมการแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง
 สันของการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านช่องทางตลาดตราสารหนี้

$$\Delta DEBT_t = b_0 + b_1 GOLD_t + b_2 DJI_t + b_3 DEP_US + b_4 M2_TH + ecm_debt_{t-1} + e_t$$

ตัวแปรทุกตัวในสมการนี้เป็นข้อมูลอนุกรมเวลาที่มีลักษณะเป็น stationary ดังนั้นค่า
 สัมประสิทธิ์ของสมการจึงสามารถประมาณการโดยใช้วิธี Ordinary Least Squares (OLS) ได้ ทั้งนี้
 ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประมาณการโดยใช้โปรแกรม EViews® 5.1 แสดงได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \Delta DEBT_t = & 5.2176 \Delta GOLD_t - 0.1911 \Delta DJI_t - 1.1344 ecm_debt_{t-1} \\ & (2.0440) \quad (-1.7674) \quad (-8.4368) \end{aligned}$$

$$R-squared = 0.617954 \quad Adjusted R-squared = 0.602972$$

(ตัวเลขในวงเล็บคือค่าของ t-statistics)

ผลการประมาณการแสดงให้เห็นถึงพลวัตของการปรับตัวในระยะสั้น โดยการเปลี่ยนแปลง
 ของการลงทุนในตราสารหนี้ในระยะสั้นขึ้นอยู่กับ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยและดัชนี
 ราคาหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา และการปรับตัวเข้าสู่ความสัมพันธ์ในระยะยาวผ่าน ECM term
 เป็นสำคัญ ทั้งนี้ ผลกระทบจากปัจจัยต่างๆ ที่มีต่อการปรับตัวของการลงทุนในตราสารหนี้ในระยะสั้น
 นั้น มีทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงของการลงทุนในตราสารหนี้ในระยะยาว

4.3.7 ผลของการประมาณการสมการการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านช่องทางการกู้ยืม เงินตราต่างประเทศ

ผลการประมาณการในรูปสมการ Error Correction Model (ECM)

ขั้นตอนที่หนึ่งในการประมาณการ คือ ประมาณการสมการ (4.13) ซึ่งเป็นสมการแสดง
 คุณภาพระยะยาวของการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านช่องทางตลาดเงินกู้ยืมเงินตราต่างประเทศ

$$LOAN_t = a_0 + a_1 RGDP_TH_t + a_2 DEP_TH_t + a_3 SIBOR_t + a_4 CA_t + e_t$$

โดยผลของการประมาณการโดยใช้โปรแกรม EViews® 5.1 แสดงผลได้ดังนี้

$$\begin{aligned} LOAN_IN_t = & -1518.711 + 0.1525 RGDP_TH_t + 166.9789 DEP_TH_t \\ & (-2.5597) \quad (3.3641) \quad (2.7180) \\ & + 0.3627 CA_OUT_t \\ & (10.2116) \end{aligned}$$

$$R\text{-squared} = 0.9119$$

$$Adjusted\ R\text{-squared} = 0.9074$$

$$\begin{aligned} LOAN_OUT_t = & 0.2024 RGDP_TH_t + 176.2172 SIBOR_t + 0.2555 CA_IN_t \\ & (5.9029) \quad (1.9041) \quad (10.6907) \end{aligned}$$

$$R\text{-squared} = 0.8422$$

$$Adjusted\ R\text{-squared} = 0.8342$$

(หมายเหตุ: ตัวเลขในวงเล็บใต้แต่ละบรรทัดคือค่าของ *t*-statistics)

ผลของการประมาณการที่ได้ชี้ให้เห็นว่า ในระยะยาวเงินทุนเคลื่อนย้ายผ่านการกู้ยืมเงินตราต่างประเทศนั้น โดยแบ่งการพิจารณาแยกเป็นเงินทุนไหลเข้าและเงินทุนไหลออก พบว่า ในด้านของเงินทุนไหลเข้านั้นมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับ ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของไทย อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 6 เดือน เฉลี่ย ของไทยและเงินทุนไหลออกผ่านช่องทางดุลบัญชีเดินสะพัด ในด้านของเงินทุนไหลออกนั้นมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับ ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริงของไทย อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารในตลาดสิงคโปร์ ระยะเวลา 3 เดือน และเงินทุนไหลเข้าผ่านช่องทางดุลบัญชีเดินสะพัด อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวสอดคล้องและเป็นไปตามทฤษฎี

การทดสอบ cointegration

สมการที่ใช้ในการประมาณค่าดุลยภาพในระยะยาวของการเคลื่อนย้ายเงินทุนในตลาดกู้ยืมเงินตราต่างประเทศ มี co-integrating relation โดยสามารถพิจารณาได้จากผลการทดสอบ unit root test ของ ecm_t ซึ่งคือความแตกต่างระหว่างค่าจริงของการลงทุนในตราสารทุนและการลงทุนในการกู้ยืมเงินตราต่างประเทศที่ประมาณขึ้นได้จากสมการ (4.13) ผลการทดสอบพบว่า ecm_t เป็น stationary process (I(0)) ดังแสดงในตารางที่ 4.6

ตารางที่ 4.6: ค่าทดสอบ unit root test โดยวิธีการ Augmented Dickey-Fuller Test

Null Hypothesis: ECM_LOAN_IN has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.946152	0.0002
Test critical values:	1% level	-2.602794
	5% level	-1.946161
	10% level	-1.613398
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

ที่มา: สถาบันวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลัง

Null Hypothesis: ECM_LOAN_OUT has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.837201	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.602794
	5% level	-1.946161
	10% level	-1.613398
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

ที่มา: สถาบันวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลัง

ขั้นตอนที่สองในการประมาณการ เป็นการประมาณการสมการแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง
 ต้นทุนของการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านช่องทางตลาดเงินกู้ยืมเงินตราต่างประเทศ

$$\Delta LOAN_t = b_0 + b_1 \Delta RGDP_TH_t + b_2 \Delta DEP_TH_t + b_3 \Delta SIBOR_t + b_4 \Delta CA_t + ecm_{t-1} + e_t$$

ตัวแปรทุกตัวในสมการนี้เป็นข้อมูลอนุกรมเวลาที่มีลักษณะเป็น stationary ดังนั้นค่าสัมประสิทธิ์ของสมการจึงสามารถประมาณการโดยใช้วิธี Ordinary Least Squares (OLS) ได้ ทั้งนี้ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประมาณการโดยใช้โปรแกรม EViews® 5.1 แสดงได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \Delta LOAN_IN_t &= 0.1657 \Delta RGDP_TH_t + 0.1689 \Delta CA_OUT_t \\ &\quad (2.9374) \qquad (2.9830) \\ &\quad - 0.4090 ecm_loan_in_{t-1} \\ &\quad (-4.0748) \end{aligned}$$

$$R\text{-squared} = 0.310403$$

$$Adjusted\ R\text{-squared} = 0.287027$$

$$\begin{aligned} \Delta LOAN_OUT_t &= 350.7699 \Delta SIBOR_t - 0.5637 ecm_loan_out_{t-1} \\ &\quad (1.5399) \qquad (-5.2620) \end{aligned}$$

$$R\text{-squared} = 0.333773$$

$$Adjusted\ R\text{-squared} = 0.322669$$

(ตัวเลขในวงเล็บคือค่าของ *t*-statistics)

ผลการประมาณการแสดงให้เห็นถึงพลวัตของการปรับตัวในระยะสั้น โดยการเปลี่ยนแปลงของการกู้ยืมเงินในระยะสั้นขึ้นอยู่กับ การเปลี่ยนแปลงของอัตรา ผลผลิตมวลรวมในประเทศที่แท้จริงของไทย เงินทุนไหลออกผ่านช่องทางดุลบัญชีเดินสะพัด ในด้านของเงินทุนไหลออกนั้นมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลผลิตมวลรวมในประเทศที่แท้จริงของไทย อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารในตลาดสิงคโปร์ ระยะเวลา 3 เดือน เงินทุนไหลเข้าผ่านช่องทางดุลบัญชีเดินสะพัด และการปรับตัวเข้าสู่ความสัมพันธ์ในระยะยาวผ่าน ECM term เป็นสำคัญ อย่างไรก็ตาม พบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 6 เดือน เฉลี่ย ของไทย นั้นไม่ส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญในระยะสั้น ทั้งนี้ ผลกระทบจากปัจจัยต่างๆ ที่มีต่อการปรับตัวของการกู้ยืมเงินตราต่างประเทศในระยะสั้นนั้น มีทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงของการกู้ยืมเงินตราต่างประเทศในระยะยาว

บทที่ 5

ระบบการรายงานสถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศ

จากกรอบแนวทางการดำเนินงานรายงานสถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศที่ได้แสดงใน 2.2 คณะผู้วิจัยได้มีวิธีการดำเนินการเพื่อสร้างระบบการรายงานควบคู่ไปกับการสร้างระบบการติดตามสถานการณ์เงินทุนเคลื่อนย้าย ดังนี้

(1) กำหนดหน้าที่ และการจัดระบบหมุนเวียนรายงาน—แบ่งคณะผู้วิจัยออกเป็น 2 กลุ่ม คือ

- กลุ่มที่ทำหน้าที่ติดตามตรวจสอบงาน (Editor)—ทำหน้าที่ตรวจสอบความถูกต้องของการรวบรวมข้อมูล ความเหมาะสมของประเด็นที่รายงาน กำหนดหัวข้อในการวิเคราะห์ในเชิงลึก และสนับสนุนในการวิเคราะห์ ก่อนที่จะทำการเสนอแก่ผู้บริหาร และผู้ที่มีความสนใจ
- กลุ่มที่ทำหน้าที่จัดทำรายงาน—ทำหน้าที่รับผิดชอบในการจัดทำรายงานทั้ง 3 ประเภท (รายงานรายสัปดาห์ รายงานรายเดือน (บทวิเคราะห์สถานการณ์การเงิน และเงินทุนระหว่างประเทศรายเดือน) และรายงานรายไตรมาส (บทวิเคราะห์สถานการณ์การเงินและเงินทุนระหว่างประเทศรายไตรมาส))

(2) การร่าง ออกแบบรายงาน และแผนการทำงาน—ได้มีการกำหนดดังต่อไปนี้

การร่าง และการออกแบบรายงาน—เนื่องจากการรายงานข้อมูลในเรื่องดังกล่าว ถือเป็นการดำเนินการครั้งแรกสำหรับกระทรวงการคลัง ดังนั้น ในการกำหนดรูปแบบ (Format) รายงานที่เหมาะสมในการนำเสนอ นั้น ต้องอาศัยการทดลอง และดำเนินการปรับปรุงอย่างต่อเนื่องก่อนที่จะมีกำหนดเป็นรูปแบบอย่างเป็นทางการในการรายงานในระยะยาวต่อไป

เนื่องจากโครงการนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นการสร้างองค์ความรู้ที่เกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนให้แก่กระทรวงการคลัง ดังนั้น รูปแบบรายงานที่คณะผู้วิจัยจะจัดระบบการติดตามและวิเคราะห์สถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนเพื่อนำเสนอนั้น จึงเป็นการออกแบบเพื่อเสนอแก่ผู้บริหารกระทรวงการคลังเป็นสำคัญ อย่างไรก็ตาม ในช่วงแรกของการดำเนินการ เนื่องจากเป็นช่วงของการทดลองนำเสนอเพื่อพิจารณาหาความเหมาะสมของเนื้อหา และรูปแบบที่เหมาะสม ดังนั้น ในช่วงของการทดลองการนำเสนอจึงจะเป็นการนำเสนอรายงานให้แก่เฉพาะผู้บริหารของสำนักงานเศรษฐกิจการคลังและผู้ที่เกี่ยวข้องเท่านั้น

ภาพรวมแผนการทำงาน—ประกอบด้วยขั้นตอนดังต่อไปนี้

- คณะผู้วิจัยกำหนดผู้รับผิดชอบในการผลิตรายงานแต่ละประเภท ทั้งในส่วนของการกำหนดลำดับในการรายงานรายสัปดาห์ และหัวข้อของบทวิเคราะห์สถานการณ์การเงินและเงินทุน

เคลื่อนย้ายซึ่งได้ทำการพิจารณาความเหมาะสมของหัวข้อตามสถานการณ์เกี่ยวกับเงินทุนเคลื่อนย้ายที่สำคัญในช่วงเวลาของการรายงานนั้น

- เมื่อได้มีการกำหนดลำดับการทำงาน และแนวทางการรายงานแล้ว นักวิจัยที่มีหน้าที่รับผิดชอบ จะทำการผลิตรายงาน/ บทวิเคราะห์ จากนั้น ส่งรายงานที่ได้จัดทำขึ้นให้กับกลุ่มที่ทำหน้าที่ติดตามตรวจสอบงานเพื่อทำการตรวจสอบความถูกต้องเหมาะสม ของการรายงาน และการวิเคราะห์ต่อไป โดยการดำเนินการตรวจสอบนี้จะต้องเป็นไปภายในกำหนดเวลาที่เกี่ยวข้องกับการผลิตรายงานและบทวิเคราะห์แต่ละประเภท ตามรายละเอียดของการจัดทำรายงานแต่ละประเภทที่จะได้กล่าวในส่วนต่อไป
- เมื่อกลุ่มที่ทำหน้าที่ติดตามตรวจสอบงานทำการตรวจสอบรายงานที่ได้รับมาเรียบร้อยแล้ว จะทำการส่งรายงานที่ได้ทำการตรวจสอบแล้ว ให้กับทางกลุ่มที่จัดทำรายงานเพื่อทำการนำเสนอ และเผยแพร่รายงานที่ได้จัดทำขึ้นในรูปของอิเล็กทรอนิกส์ไฟล์แก่ผู้ที่เกี่ยวข้อง ซึ่งได้กำหนดโดยสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง (สศค.) ปัจจุบันในส่วนของการรายงานดังกล่าวนี้ เนื่องจากมีข้อมูลที่มีความอ่อนไหวอยู่บางส่วนทำให้ทางสำนักงานเศรษฐกิจการคลังได้กำหนดให้รอบการเผยแพร่รายงานและบทวิเคราะห์ดังกล่าวนี้จำกัดเฉพาะในกลุ่มของผู้บริหารระดับสูงของสำนักงานเศรษฐกิจเท่านั้น

ในช่วงระยะเวลา 6 เดือนที่ผ่านมา คณะผู้วิจัยได้ดำเนินการจัดทำรายงานสถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศรายสัปดาห์ อย่างต่อเนื่อง และเริ่มเสนอบทวิเคราะห์สถานการณ์การเงินและเงินทุนระหว่างประเทศรายเดือน ตั้งแต่เดือนพฤษภาคมในฐานะรายงานรายเดือน และบทวิเคราะห์สถานการณ์การเงินและเงินทุนระหว่างประเทศรายไตรมาส โดยเริ่มเสนอในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551 เป็นครั้งแรกในฐานะรายงานรายไตรมาส

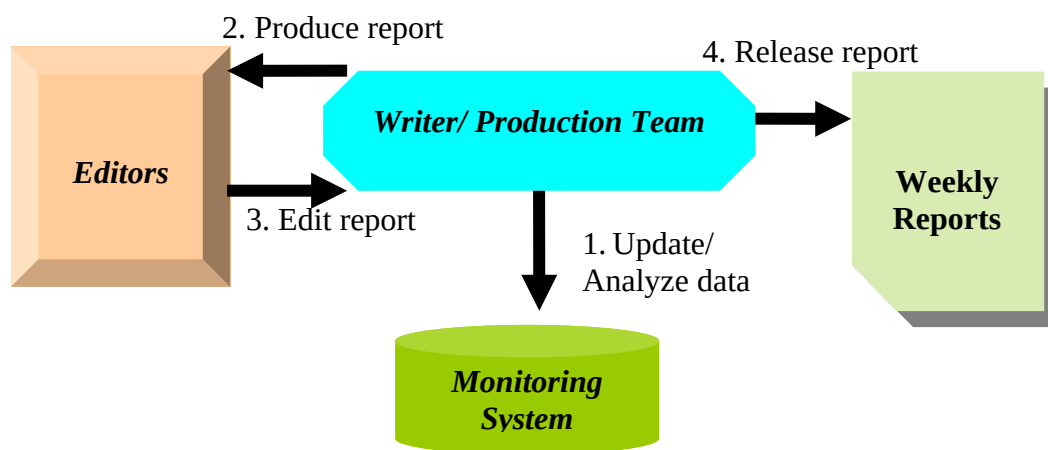
5.1 ระบบการรายงานสถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศรายสัปดาห์

ดังที่ได้กล่าวไว้ในกรอบการศึกษาข้างต้น รายงานสถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศรายสัปดาห์มีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นการติดตาม และรายงานผลการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่เกิดขึ้นในช่วง 2 อาทิตย์ก่อนเวลาที่ทำกรายงาน โดยอ้างอิงจากข้อมูลต่างๆที่สามารถรวบรวมวิเคราะห์ได้ตามกรอบแนวทางการศึกษา และทำการเสนอการประมาณการอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศของเงินบาทต่อเงินสกุลหลักต่างๆ ของช่วงสัปดาห์ที่ได้มีการรายงาน

เนื้อหาของรายงานสถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศรายสัปดาห์ประกอบด้วย

- รายงานการเปลี่ยนแปลงของทุนสำรองระหว่างประเทศในช่วง 2 สัปดาห์ก่อนการรายงาน และการวิเคราะห์สาเหตุของการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว

- วิเคราะห์ที่มาของการเคลื่อนย้ายเงินทุนในช่วง 2 สัปดาห์ก่อน และอธิบายผลที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินบาท
- เสนอการวิเคราะห์ความสามารถในการแข่งขันที่มาจากการเปลี่ยนแปลงค่าเงินบาท
- ประเมินการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินบาทในช่วงสัปดาห์ที่ทำการรายงาน
- สรุปการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในรายเดือนที่เกี่ยวข้องกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนทั้งหมด (ที่มาของการเคลื่อนย้ายเงินทุน การเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินสำรอง และการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินบาท) ในช่วงสัปดาห์สุดท้ายของการรายงาน



ภาพที่ 5-1 วิธีการดำเนินการรายงานสถานการณ์เคลื่อนย้ายเงินทุนรายสัปดาห์

คณะผู้วิจัยได้มีการกำหนดกรอบเวลาของการจัดทำรายงานดังต่อไปนี้

วันศุกร์สัปดาห์ก่อนถึงสัปดาห์ที่ทำการรายงาน—กลุ่มจัดทำรายงานทำการเพิ่มเติมข้อมูลเข้าไปในระบบการติดตามข้อมูล และเริ่มทำการวิเคราะห์

วันจันทร์ของสัปดาห์ที่จะทำการเสนอรายงาน—กลุ่มจัดทำรายงานทำการจัดทำรายงานและนำเสนอให้แก่กลุ่มติดตามฯ เพื่อพิจารณาความถูกต้องและเหมาะสม

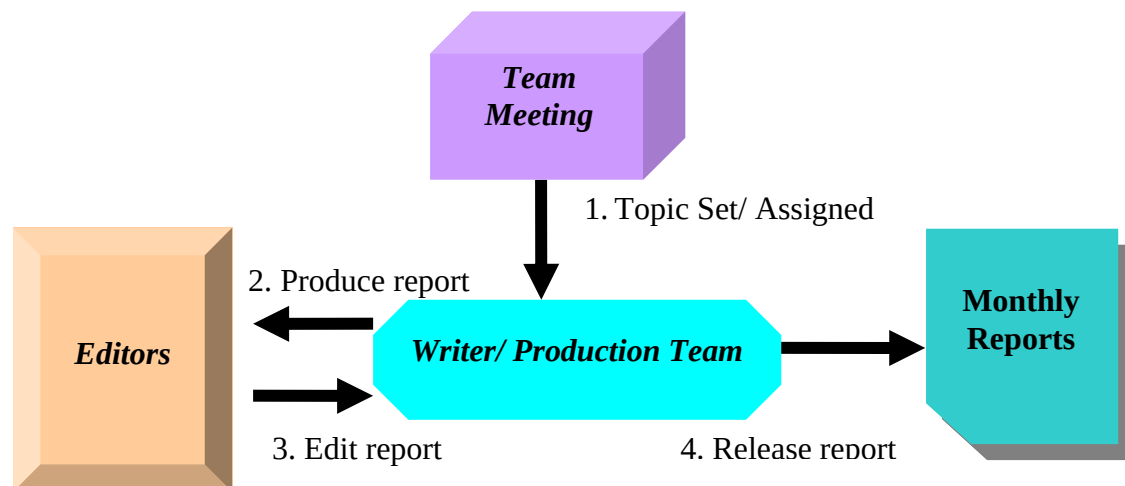
ภายใน 14.00 น. ของวันอังคารของสัปดาห์ที่จะทำการเสนอรายงาน—กลุ่มติดตามจะตรวจสอบรายงาน และปรับปรุง ก่อนที่จะส่งคืนให้กับกลุ่มจัดทำรายงาน จากนั้น กลุ่มจัดทำรายงานจะทำหน้าที่นำเสนอแก่ผู้บริหารต่อไปในรูปแบบของจดหมายอิเล็กทรอนิกส์

(ผลงานที่ผ่านมานำเสนออยู่ในภาคผนวก ก. ของรายงานฉบับนี้)

5.2 การจัดทำบทวิเคราะห์สถานการณ์การเงินและเงินทุนระหว่างประเทศรายเดือน

ในส่วนของการจัดทำรายงานรายเดือนที่เกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศนั้น คณะผู้วิจัยได้พิจารณาว่า เนื่องจากรายงานที่เกี่ยวกับที่มา และการเปลี่ยนแปลงที่เกี่ยวกับการ

เคลื่อนย้ายเงินทุน ได้มีการแสดงอย่างละเอียดในส่วนของการรายงานรายสัปดาห์ไปแล้ว ดังนั้น ในส่วนของการรายงานเกี่ยวกับสถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนที่เกิดขึ้นในรายเดือนนั้น ควรเป็นการเสนอการวิเคราะห์ในเชิงลึกเกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่เกิดขึ้นในช่วงเดือนนั้นมากกว่า เพื่อทำให้เกิดความรู้ความเข้าใจอย่างลึกซึ้งเกี่ยวกับเหตุการณ์สำคัญของการเคลื่อนย้ายเงินทุนนั้น



ภาพที่ 5-2—การดำเนินการจัดทำ

บทวิเคราะห์สถานการณ์การเงินและเงินทุนระหว่างประเทศรายเดือน

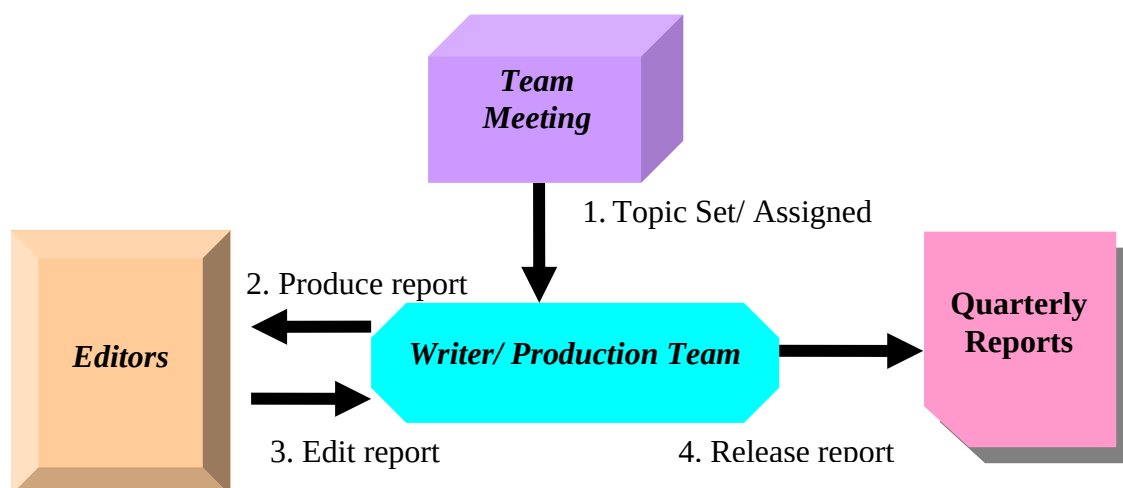
การดำเนินการเพื่อจัดสร้างบทวิเคราะห์สถานการณ์การเงินและเงินทุนระหว่างประเทศรายเดือนนั้น เริ่มจากการกำหนดหัวข้อในการเสนอรายงานการวิเคราะห์ในช่วงสัปดาห์สุดท้ายของเดือนที่จะทำการรายงาน ผ่านการระดมความคิดเห็นของคณะผู้วิจัยผ่านการประชุม เพื่อพิจารณาประเด็นที่น่าสนใจภายในเดือนนั้นในการทำการวิเคราะห์ในเชิงลึกให้กลุ่มจัดทำรายงานทำการจัดทำรายงานที่ได้กำหนดผู้รับผิดชอบในการจัดทำบทวิเคราะห์รายเดือนแต่ละเดือนเอาไว้แล้ว

เมื่อผู้รับผิดชอบได้จัดทำบทวิเคราะห์รายเดือนเรียบร้อยแล้ว ก็จะส่งให้แก่กลุ่มติดตามตรวจสอบ เพื่อพิจารณาความเหมาะสมของ ข้อมูลและเนื้อหา รายงาน ก่อนที่จะส่งรายงานที่ได้มีการปรับปรุงแล้วให้กับกลุ่มจัดทำรายงานเพื่อนำเสนอแก่ผู้บริหารที่เป็นกลุ่มเป้าหมายต่อไปในรูปแบบของจดหมายอิเล็กทรอนิกส์ การดำเนินการในช่วงนี้จะใช้เวลาประมาณ 1-1.5 สัปดาห์ โดยมีเป้าหมายให้สามารถบทวิเคราะห์รายเดือนของเดือนที่จะทำการรายงานภายในช่วงสัปดาห์แรกของเดือนต่อมา

(ผลงานที่ผ่านมานำเสนออยู่ในภาคผนวก ข. ของรายงานฉบับนี้)

5.3 การจัดทำทวิเคราะห์สถานการณ์การเงินและเงินทุนระหว่างประเทศรายไตรมาส

เช่นเดียวกับการจัดสร้างรายงานรายเดือนที่เกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ การดำเนินการเพื่อจัดสร้างรายงานรายไตรมาสที่เกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศนั้น คณะผู้วิจัยได้พิจารณาว่า เนื่องจากรายงานในรูปของการติดตามการเปลี่ยนแปลงของการเคลื่อนย้ายข้อมูลนั้นได้มีการรายงานอย่างละเอียดในส่วนของการรายงานรายสัปดาห์อยู่แล้ว ขณะที่รายงานรายเดือนได้มีการนำเสนอทวิเคราะห์ประเด็นที่สำคัญที่เกิดขึ้นในแต่ละเดือนแล้ว ดังนั้นในส่วนของการรายงานรายไตรมาสนั้น กรอบการจัดทำรายงานรายไตรมาสที่เหมาะสมก็ควรเป็นการเสนอประเด็นที่เกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่สำคัญในช่วงไตรมาสที่ทำการรายงาน และเป็นการนำเสนอในเชิงลึกและเปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงระหว่างเดือนในช่วงไตรมาสนั้น เพื่อทำให้เกิดความรู้ความเข้าใจในเชิงลึกแก่กลุ่มเป้าหมาย



ภาพที่ 5-3—การดำเนินการจัดทำ

บทวิเคราะห์สถานการณ์การเงินและเงินทุนระหว่างประเทศรายไตรมาส

การดำเนินการเพื่อจัดสร้างบทวิเคราะห์สถานการณ์การเงินและเงินทุนระหว่างประเทศรายไตรมาสนั้น มีหลักการและแนวทางที่คล้ายคลึงกับการดำเนินการเพื่อจัดสร้างบทวิเคราะห์รายเดือนฯ เริ่มจากการกำหนดหัวข้อในการเสนอรายงานการวิเคราะห์ในช่วงสัปดาห์สุดท้ายของเดือนสุดท้ายของไตรมาสที่จะทำการรายงาน ผ่านการระดมความคิดเห็นของคณะผู้วิจัยผ่านการประชุมเพื่อพิจารณาประเด็นที่น่าสนใจภายในช่วงเวลาทั้งหมดของไตรมาสนั้นในการทำการวิเคราะห์ในเชิงลึกให้กลุ่มจัดทำรายงานทำการจัดทำรายงานที่ได้กำหนดผู้รับผิดชอบในการจัดทำบทวิเคราะห์รายไตรมาสแต่ละไตรมาสเอาไว้แล้ว โดยการเลือกหัวข้อจะทำการพิจารณาว่าจะไม่ซ้ำซ้อนกับประเด็นที่ได้เสนอไปในบทวิเคราะห์รายเดือน

รายงานฉบับสมบูรณ์: การติดตามสถานการณ์ และผลกระทบจากการเคลื่อนย้ายทุนจากต่างประเทศ

เมื่อผู้ที่รับผิดชอบได้จัดทำทวิเคราะห์รายไตรมาสเรียบร้อยแล้ว ก็จะส่งให้แก่กลุ่มติดตามตรวจสอบ เพื่อพิจารณาความเหมาะสมของข้อมูลและเนื้อหา รายงาน ก่อนที่จะส่งรายงานที่ได้มีการปรับปรุงแล้วให้กับกลุ่มจัดทำรายงานเพื่อนำเสนอแก่ผู้บริหารที่เป็นกลุ่มเป้าหมายต่อไปในรูปของจดหมายอิเล็กทรอนิกส์ การดำเนินการในช่วงนี้จะใช้เวลาประมาณ 3 สัปดาห์ โดยมีเป้าหมายให้สามารถนำเสนอทวิเคราะห์รายไตรมาสของไตรมาสที่จะทำการรายงานได้ภายในช่วงสองสัปดาห์แรกของเดือนแรกของไตรมาสต่อมา

(ผลงานที่ผ่านมานำเสนออยู่ในภาคผนวก ก. ของรายงานฉบับนี้)

บทที่ 6

ยุทธศาสตร์เชิงนโยบาย และมาตรการที่จำเป็นในการรับมือกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศของประเทศไทย

จากความสัมพันธ์ที่ได้จากแบบจำลองเพื่อติดตามการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศที่ได้จัดสร้างขึ้น คณะผู้วิจัยได้สรุปยุทธศาสตร์เชิงนโยบาย และมาตรการที่จำเป็นในการรับมือกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศของประเทศไทย ดังต่อไปนี้

6.1 ยุทธศาสตร์เชิงนโยบาย

1. ในระยะสั้น ผู้รับผิดชอบต้องไม่ปล่อยให้การไหลเข้าออกอย่างผิดปกติที่อาจเกิดขึ้นในระยะเวลาอันสั้น เช่น การไหลเข้าออกของเงินลงทุนในตราสารทางการเงินที่เกิดขึ้นจากสถานะไม่ปกติ ตัวอย่างเช่น การตกใจกลัวของนักลงทุนเนื่องจากสถานการณ์ไม่ปกติต่างๆ การไหลเข้าเพื่อเก็งกำไรในตราสารทางการเงินเพราะคาดว่าจะมีข่าวดีในตลาด (ทั้งในและนอกประเทศ) การที่ประเทศมหาอำนาจทางเศรษฐกิจเช่นสหรัฐอเมริกาหรือจีนทำการเพิ่มสภาพคล่องเข้าไปในระบบการเงินของโลกอย่างในปัจจุบัน หรือแม้แต่การเข้ามาของเงินทุนถาวรขนาดใหญ่เช่น การเข้าซื้อหุ้นกลุ่มชินของเทมาเส็กในปี 2548 ถึง 2549 มามีผลต่อค่าเงินบาท เพราะสิ่งต่างๆ เหล่านี้ไม่ได้เกิดจากการที่ประเทศเข้มแข็งขึ้นจากการเกินดุลทางการค้าอย่างต่อเนื่อง แต่เกิดขึ้นจากภาวะไม่ปกติซึ่งจะเกิดขึ้นเพียงชั่วคราวและจะหายไป แต่หากผู้รับผิดชอบไม่มีความเข้าใจ และปล่อยให้ความไม่ปกติเหล่านี้มีผลต่อค่าเงินบาทซึ่งจะกระทบกับเกษตรกร ผู้ส่งออกสินค้าอุตสาหกรรม และการท่องเที่ยวโดยตรง และส่งผลต่อเนื่องไปทำให้ระบบเศรษฐกิจที่แท้จริงได้รับความเสียหาย คนตกงาน ประเทศก็จะสูญเสียความสามารถในการแข่งขันจากสาเหตุที่ไม่ควรถูกปล่อยให้เข้ามามีผลรบกวนต่อระบบหลัก ในระยะสั้นผู้ดูแลระบบจึงต้องทำหน้าที่ที่เปรียบได้กับตัวกรอง (filter) ของเครื่องรับโทรทัศน์ที่จะต้องคอยกรองและกันไม่ให้สัญญาณรบกวน (noise) เข้ามารบกวนจนกระทั่งเครื่องรับโทรทัศน์ไม่สามารถแสดงภาพและเสียงได้ชัดเจนตามที่ควรจะเป็น
2. ในระยะยาวควรดำเนินการดังนี้
 - 2.1. ผู้รับผิดชอบจะต้องทำการพัฒนาระบบการกรองคุณภาพของเงินทุนไหลเข้า-ออก ให้มีประสิทธิภาพจนสามารถแยกแยะได้อย่างชัดเจนว่าเงินทุนที่ไหลเข้า-ออกแต่ละก้อนนั้นเป็นเงินทุนประเภทไหน สมควรที่จะต้องได้รับการกรองอย่างไร
 - 2.2. จะต้องพัฒนาระบบการดูดซับและถ่ายโอนเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศเพื่อให้ระบบเศรษฐกิจของประเทศมีความยืดหยุ่นต่อสถานการณ์ไม่ปกติและปกติได้เป็นอย่างดี

- 2.3. รัฐบาลและธนาคารแห่งประเทศไทยควรร่วมมือกันอย่างใกล้ชิดในการกำหนดเป้าหมายทางเศรษฐกิจของประเทศ และประสานการใช้เครื่องมือของแต่ละฝ่ายในการเข้าสู่เป้าหมายนั้นเนื่องจากการใช้เครื่องมือใดก็ตาม จะกระทบกับเป้าหมายทางเศรษฐกิจมากกว่า 1 เป้าหมาย การแยกกันดำเนินนโยบายอย่างอิสระอาจกระทบกับเป้าหมายรวมของประเทศได้

6.2 มาตรการระยะสั้น

ใช้แบบจำลองที่ได้จัดทำขึ้น (ชั่วคราวในระหว่างรอการพัฒนาการติดตามที่สมบูรณ์) ในการวิเคราะห์สาเหตุ และรูปแบบในการไหลเข้าออกอย่างผิดปกติของเงินทุนระหว่างประเทศในแต่ละช่องทางได้แก่ ช่องทางการลงทุนโดยตรง ช่องทางการลงทุนในตราสารทุน ช่องทางการลงทุนในตราสารหนี้ และช่องทางการให้กู้ และเมื่อตรวจจับความผิดปกติของการไหลเข้าออกได้ ผู้มีหน้าที่ในการดูแลการไหลเข้าออกของเงินทุนระหว่างประเทศ ควรดำเนินการต่อไปนี้

1. ในกรณีของเงินทุนที่ถูกจัดกลุ่มให้เป็นเงินทุนระยะสั้น ซึ่งอาจเข้ามาและกลับออกไปในเวลาไม่นานนัก (หรือในทางตรงกันข้าม) ธปท.ควรเข้าไปดูแลเต็มจำนวน (filter the noise) เพื่อไม่ให้เกิดการไหลเข้าออกดังกล่าวส่งผลกระทบต่อค่าเงินบาทจนทำให้รายได้ของเกษตรกร การจ้างงานในภาคอุตสาหกรรมและการท่องเที่ยว ได้รับผลกระทบ ซึ่งจะทำให้ระบบเศรษฐกิจทั้งระบบได้รับผลกระทบในที่สุด
2. ในกรณีของเงินทุนที่ถูกจัดกลุ่มให้เป็นเงินทุนระยะยาว ในช่วงที่ ธปท.ยังพัฒนาระบบการถ่ายโอนเงินทุนระหว่างประเทศได้ไม่เต็มที่ ทำให้ยังมีข้อจำกัดจากกฎเกณฑ์ของ ธปท. เอง รวมถึงความไม่พร้อมของภาคเอกชน ธปท.ควรเข้าไปดูแลเต็มจำนวนก่อนเพื่อไม่ให้กระทบกับค่าเงินบาทดังเช่นที่เคยเกิดขึ้นในกรณีการเข้ามาของทองคำ และรับผิดชอบในการทำหน้าที่ดูแลและบริหารเงินทุนระหว่างประเทศก่อนนี้แทนภาคเอกชนไปก่อน จนกว่า ธปท.จะพัฒนาระบบการถ่ายโอนเงินทุนระหว่างประเทศที่มีประสิทธิภาพและรัดกุมเพื่อให้เอกชนสามารถเข้ามามีส่วนร่วมในกิจกรรมดังกล่าวซึ่งจะเป็นการลดภาระในการเข้าดูแลค่าเงินของ ธปท. ในที่สุด
3. เร่งรัดการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรของรัฐบาลและวิสาหกิจที่ได้วางแผนไว้แล้ว และการลงทุนทางการเงินขององค์กรเพื่อการลงทุนเช่น กบข. และประกันสังคม ร่วมกับธนาคารในสังกัดของกระทรวงการคลัง เพื่อช่วยธนาคารแห่งประเทศไทยบริหารค่าเงินบาทให้เคลื่อนไหวขึ้นลงภายในช่วงตัวเลขเป้าหมาย (target range) และเหมาะสมสำหรับเศรษฐกิจที่แท้จริงของประเทศ

6.3 มาตรการระยะยาว

ควรประกอบด้วย

1. จัดระบบการตรวจวัดปริมาณการเคลื่อนไหวของเงินทุนระหว่างประเทศพร้อมทั้งแยกแยะปริมาณเงินทุนไหลเข้าออกในแต่ละกลุ่มกิจกรรมหรือช่องทางตามแนวทางที่เสนอไว้ และรายงานผลการตรวจวัดเป็นรายวัน ทำนองเดียวกับการรายงานผลการซื้อขายแยกตามกลุ่มผู้ซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
การรายงานผลอย่างละเอียดและโปร่งใสในลักษณะดังกล่าวเมื่อรวมกับการเข้าซื้อขายอย่างจริงจังเพื่อรักษาค่าเงินให้เป็นไปตามเป้าหมายที่ประกาศของธนาคารแห่งประเทศไทยจะทำให้การเก็งกำไรในค่าเงินบาทหายไป
2. ส่งเสริมการไหลเข้าและออกของเงินทุนระหว่างประเทศของแต่ละช่องทาง เพื่อบรรเทาความผิดปกติให้ลดลง และให้ความรู้กับภาคเอกชนที่เกี่ยวข้องเพื่อให้สามารถจัดการกับความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นได้ด้วยตนเองอย่างมีประสิทธิภาพ
3. ในฐานะของประเทศเล็กและเปิดที่ไม่สามารถควบคุมระดับราคาของสินค้าและบริการเกือบทั้งหมดด้วยตนเองได้ ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงควรเพิ่มความสำคัญให้กับการใช้ค่าเงินบาทเป็นเครื่องมือในการควบคุมดูแลอัตราเงินเฟ้อนอกเหนือไปจากอัตราดอกเบี้ย และในฐานะประเทศเล็ก ธนาคารแห่งประเทศไทยควรร่วมมือกับรัฐบาลในการดูแลเป้าหมายทางเศรษฐกิจทั้ง 5 ตัว คือ การเติบโตทางเศรษฐกิจและการจ้างงาน อัตราเงินเฟ้อ รายได้และการกระจายรายได้ เสถียรภาพทางการเงิน และความยั่งยืนทางการคลัง อย่างใกล้ชิด มากกว่าเน้นไปที่การดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจอย่างอิสระและให้ความสำคัญกับอัตราเงินเฟ้อโดยใช้อัตราดอกเบี้ยเป็นเครื่องมือเป็นหลัก
4. รัฐบาล โดยความร่วมมืออย่างใกล้ชิดกับธนาคารแห่งประเทศไทย ใช้เครื่องมือต่อไปนี้ในการบริหารจัดการการไหลเข้าออกของเงินทุนระหว่างประเทศในระยะกลาง (1 ปีข้างหน้า) และระยะยาว (มากกว่า 1 ปี)
 - การตั้งงบประมาณรายจ่ายประจำปี ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการใช้จ่ายเพื่อการบริโภคทั่วไป และการใช้จ่ายเพื่อการลงทุนทั้งในปัจจัยทุนและปัจจัยแรงงาน ซึ่งจะมีผลต่อการขยายตัวของมูลค่านำเข้า และดุลทางการค้าและบริการ
 - อัตราค่าจ้างขั้นต่ำ ซึ่งจะมีผลต่อ inflation โดยตรง
 - อัตราดอกเบี้ยระยะกลางและระยะยาวของพันธบัตรรัฐบาล ผ่านนโยบายบริหารหนี้สาธารณะ

บทที่ 7

สรุปผลการศึกษา ข้อจำกัดในการศึกษา และข้อเสนอแนะในการพัฒนาการศึกษาต่อไป

สรุปผลการศึกษา

การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจไทย การเคลื่อนไหวเข้าและออกของเงินทุนจำนวนมาก และรวดเร็วจะส่งผลกระทบต่อความต้องการเงินบาท และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ซึ่งส่งผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันของภาคการส่งออก ภาคการผลิต และเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจของประเทศในที่สุด สถานการณ์การเคลื่อนไหวเงินทุนทั้งในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจเอเชียในปี 2540 และวิกฤตเศรษฐกิจโลกในช่วงปัจจุบันนี้เป็นสิ่งที่ยืนยันความสำคัญในประเด็นดังกล่าวได้เป็นอย่างดี ความสำคัญดังกล่าวทำให้หน่วยงานที่มีความเกี่ยวข้องในการบริหารจัดการเศรษฐกิจต่างๆ รวมทั้งสำนักงานเศรษฐกิจการคลังจำเป็นต้องมีการพัฒนาเครื่องมือเพื่อใช้ในการติดตามสถานการณ์ การเคลื่อนย้ายเงินทุน และผลกระทบที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยนเพื่อทำให้สามารถกำหนดมาตรการในการรับมือกับปัญหาที่เกิดขึ้นได้อย่างทันทั่วทั้งที่ และมีประสิทธิภาพ

ในการดำเนินการเพื่อตอบสนองวัตถุประสงค์ดังกล่าว คณะผู้วิจัยได้ดำเนินการพัฒนาระบบในการติดตามสถานการณ์ โดยทำการรวบรวมข้อมูลทั้งที่มีได้มีการรวบรวมไว้แล้ว และที่ต้องรวบรวมเพิ่มเติม และแบบจำลองเพื่อช่วยในการคาดการณ์เกี่ยวกับสถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศสู่ประเทศ และผลกระทบจากเหตุการณ์ดังกล่าวต่อเสถียรภาพของประเทศไทย นอกจากนี้ เพื่อทำให้เกิดการกำหนดยุทธศาสตร์และนโยบายเพื่อรับมือสถานการณ์ได้อย่างทันทั่วทั้งที่ การดำเนินการสร้างระบบติดตามสถานการณ์นี้ยังครอบคลุมถึงการตั้งระบบรายงานแก่ผู้บริหารที่เกี่ยวข้อง และบทวิเคราะห์เพื่อทำให้เกิดความรู้และความเข้าใจในสถานการณ์ที่เกิดขึ้นนี้

ระบบการติดตามข้อมูลการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศ และแบบจำลองเพื่อวิเคราะห์และคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงที่เกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ผลกระทบที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยน และความสามารถในการแข่งขันของประเทศที่ได้จัดสร้างขึ้นโดยอ้างอิงโครงสร้าง และความสัมพันธ์ระหว่างหน่วยเศรษฐกิจที่อยู่ในระบบการเงิน (Financial System) และในกระแสเงินทุนเคลื่อนย้าย (Flow of Fund) และได้ข้อสรุปว่าการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ซึ่งส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน และความสามารถในการแข่งขันของประเทศนั้น มีที่มาจากพฤติกรรมของหน่วยเศรษฐกิจต่อไปนี้

- การแทรกแซง และการบริหารเงินสำรองของธนาคารกลาง ในฐานะหน่วยงานที่มีหน้าที่รักษาเสถียรภาพในระบบการเงิน และเศรษฐกิจของประเทศ

- การเคลื่อนย้ายเงินทุนที่เกิดจากการดำเนินการกิจกรรมในภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงที่ประกอบด้วยกิจกรรมดังต่อไปนี้
 - การลงทุนเพื่อการผลิต
 - การค้าสินค้าและบริการ รายได้ รวมทั้งเงินโอน
 - ตลาดเงินทุนเพื่อการให้กู้ยืม
- การเคลื่อนย้ายเงินทุนภายในตลาดเงิน
- การเคลื่อนย้ายเงินทุนภายในตลาดตราสารทุน
- การเคลื่อนย้ายเงินทุนภายในตลาดตราสารหนี้

คณะผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของพฤติกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุนในช่องทางเหล่านี้โดยใช้เครื่องมือเศรษฐมิติเพื่อพิจารณาปัจจัยที่มีผลในการกำหนดพฤติกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุนตามโครงสร้างดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญ และจัดสร้างแบบจำลองเพื่อติดตามและคาดการณ์พฤติกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุนรายสัปดาห์ตามผลความสัมพันธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์เชิงปริมาณเหล่านี้ แบบจำลองที่ได้จัดสร้างขึ้นนี้มีประสิทธิภาพในการติดตาม และคาดการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนได้อย่างใกล้เคียงกับสถานการณ์ที่เกิดขึ้นในความเป็นจริง ซึ่งเป็นที่คาดการณ์ว่าจะช่วยให้ความสามารถในการเสนอแนะเชิงนโยบายทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนของสำนักงานเศรษฐกิจการคลังเพิ่มขึ้น รวมทั้งสามารถกำหนดนโยบายที่มีส่วนช่วยในการบริหารเศรษฐกิจได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ยุทธศาสตร์เชิงนโยบายที่ได้จากการสรุปการวิเคราะห์แบบจำลองเพื่อติดตามและคาดการณ์พฤติกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศนี้ ได้เสนอแนะว่า ในระยะสั้นผู้ที่ทำหน้าที่ในการบริหารเศรษฐกิจสามารถใช้แบบจำลองที่ได้จัดสร้างขึ้นนี้ในการพิจารณาพฤติกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุน และดำเนินการจัดการเมื่อพบความผิดปกติในการเคลื่อนย้ายเงินทุนโดยทันทีเพื่อป้องกันผลกระทบต่อเสถียรภาพของเศรษฐกิจ ขณะที่ในระยะยาวควรมีการพัฒนาระบบในการคัดกรอง ควบคุม และถ่ายโอนเงินทุนเคลื่อนย้าย เพื่อสร้างความยืดหยุ่นในการบริหาร และส่งเสริมประเภทของการเคลื่อนย้ายเงินทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ ขณะที่มาตรการสอดคล้องที่ทำให้สามารถบรรลุตามยุทธศาสตร์ในการพัฒนาดังกล่าวนี้ ประกอบด้วย มาตรการระยะสั้นที่ครอบคลุมเกี่ยวกับการดำเนินการของธนาคารแห่งประเทศไทยในการจัดการกับเงินทุนระยะสั้นที่มีความเคลื่อนไหวผิดปกติเพื่อป้องกันผลกระทบต่อเสถียรภาพของประเทศ ขณะที่มาตรการระยะยาวจะครอบคลุมการสร้างระบบพื้นฐานเพื่อรองรับสถานการณ์การเคลื่อนไหวที่ผิดปกติได้อย่างทันทั่วทั้งรวมทั้งการดำเนินการร่วมมือกันของผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องในการบริหารเศรษฐกิจในการรับมือกับสถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศเพื่อประโยชน์สูงสุดในการบริหารเศรษฐกิจ

ข้อจำกัดในการศึกษาและข้อเสนอแนะในการพัฒนาการศึกษาต่อไป

แม้ว่าการพัฒนาแบบจำลองเพื่อติดตามและคาดการณ์สถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศนี้ ยังมีข้อจำกัดในการจัดสร้างดังต่อไปนี้

(1) เนื่องจากการวิเคราะห์เชิงปริมาณโดยเครื่องมือเศรษฐกิจเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลในการกำหนดพฤติกรรมของการเคลื่อนย้ายเงินทุนนี้ มีการวางโครงสร้างความสัมพันธ์ในการเคลื่อนย้ายเงินทุนดังกล่าวมาข้างต้น ซึ่งบางประเภทของพฤติกรรมนั้น ไม่มีข้อมูลที่ตรงกับความต้องการในการศึกษาโดยตรง และทำให้ต้องอาศัยข้อมูลอื่นมาแทนในการศึกษา ซึ่งอาจทำให้การวิเคราะห์ไม่ตรงกับความต้องการในการวิเคราะห์มากนัก ดังนั้น ในอนาคต ควรส่งเสริมให้มีการรวบรวมข้อมูลตามแนวโครงสร้างการเคลื่อนย้ายเงินทุนตามแผนผังความสัมพันธ์ เพื่อให้การวิเคราะห์มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น

(2) ปัจจัยที่มีผลในการกำหนดพฤติกรรมในการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่ได้นำมาศึกษาในครั้งนี้ นั้น แม้ว่าจะมีนัยสำคัญในการอธิบายการเคลื่อนย้ายเงินทุนได้ แต่เมื่อพิจารณาความสามารถในการอธิบายพฤติกรรมนี้ (Goodness of fit) ผ่านการพิจารณาสัมประสิทธิ์ของการตัดสินใจ (Coefficient of Determination) หรือ Adjusted R^2 นั้น พบว่ายังมีค่าในระดับค่อนข้างต่ำ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าอาจมีปัจจัยอื่นที่มีอิทธิพลมากกว่าในการอธิบายการพฤติกรรมของการเคลื่อนย้ายเงินทุน ดังนั้น การศึกษาเพื่อกำหนดหาปัจจัยดังกล่าวเหล่านี้เพิ่มเติมจะเป็นการช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการวิเคราะห์มากขึ้น

เอกสารอ้างอิง

ภาษาไทย

เว็บไซต์ธนาคารแห่งประเทศไทย www.bot.or.th

นาถลดา กำลังเสื่อ (2550). “นโยบายอัตราแลกเปลี่ยน ศึกษาตามแนวคิดความกดดันของอัตราแลกเปลี่ยน”, คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2550.

ภูมิฐาน รั้งกฤษณ์วัฒน์ และ อาชนัน พดด้วง (2008). “การลงทุนทางตรงจากต่างประเทศ”, มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, 2551.

สุรพล เมฆินทร์อนุกุล. ผลกระทบของการลงทุนโดยตรง จากต่างประเทศต่อระบบเศรษฐกิจไทย, มหาวิทยาลัยรังสิต.

สำนักนโยบายเศรษฐกิจมหภาคและต่างประเทศ สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง. “บทวิเคราะห์การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศของไทย”, สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง, 2550.

ภาษาอังกฤษ

Ammar Siamwalla, Yos Vajragupta and Pakorn Vichyanond (1999) “Foreign Capital Flows to Thailand : Determinant and Impacts”, TDRI, 1999

Association of Financial Professional (AFP). “Essential of Treasury Management (1st Edition)” .Blonigen, Bruce (2006). “Foreign Direct Investment Behavior of Multinational Corporations”, NBER, 2006

Brimble, Peter (2002). “Foreign Direct Investment : Performance and Attraction in the case of Thailand” , Brooker Group plc, 2002

Waymark, Diana.N., “Measuring the degree of exchange market intervention in a small open economy.” Journal of International Money and Finance, Vol. 16, No. 1, 55-79, 1997.

Waymark, Diana.N., “A general approach to measuring exchange market pressure.” Oxford Economic Papers 50, 1998, 106-121.