



ใบรับรองวิทยานิพนธ์  
บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

ปริญญา

เศรษฐศาสตร์ เศรษฐศาสตร์

สาขา

ภาควิชา

เรื่อง ปัจจัยในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และการทดสอบความเป็นเหตุเป็นผล  
ของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต

Factors Affecting The Forward Exchange Rate and Causality Test of  
Forward Exchange Rate and Future Spot Rate

นามผู้วิจัย นางสาวพิพรรณ อิ่มสมบุญ

ได้พิจารณาเห็นชอบโดย

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

( รองศาสตราจารย์จิรพรรณ กุลดิลก, ศ.ม. )

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม

( รองศาสตราจารย์ชลลดา หลวงพิทักษ์, Ph.D. )

หัวหน้าภาควิชา

( รองศาสตราจารย์ชูชีพ พิพัฒน์ศิริ, Ph.D. )

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์รับรองแล้ว

( รองศาสตราจารย์กัญญา วีระกุล, D.Agr. )

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

วัน ..... เดือน ..... พ.ศ. ....

วิทยานิพนธ์

เรื่อง

ปัจจัยในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และการทดสอบความเป็นเหตุเป็นผล  
ของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต

Factors Affecting The Forward Exchange Rate and Causality Test of  
Forward Exchange Rate and Future Spot Rate

โดย

นางสาวรพีพรรณ อิ่มสมบูรณ์

เสนอ

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์  
เพื่อความสมบูรณ์แห่งปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

พ.ศ. 2554

ลิขสิทธิ์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

รพีพรรณ อิ่มสมบูรณ์ 2554: ปัจจัยในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และการทดสอบความเป็นเหตุเป็นผลของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต  
ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต (เศรษฐศาสตร์) สาขาเศรษฐศาสตร์ ภาควิชาเศรษฐศาสตร์  
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก: รองศาสตราจารย์จรพรณ กุลฉิลก, ศ.ม. 120 หน้า

การวิจัยในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ในการศึกษา 2 ประการ ประการแรกเพื่อศึกษาปัจจัยในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ประการที่สองคือการทดสอบความเป็นเหตุเป็นผลของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต โดยทำการศึกษาในสกุลเงินที่สำคัญคือ ดอลลาร์สหรัฐอเมริกา และ เยน โดยใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2545 ถึงเดือนพฤศจิกายน พ.ศ. 2549

การศึกษานี้ศึกษาปัจจัยในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ใช้วิธีการสร้างแบบจำลองเศรษฐมิติแบบถดถอย โดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ซึ่งพัฒนาจากแบบจำลองการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวคิด Monetary and Portfolio Balance Model ผลการศึกษาสำหรับอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินบาทและดอลลาร์สหรัฐอเมริกาพบว่า ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ย และ อัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาก่อนหน้า มีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 3 เดือนและระยะเวลา 6 เดือนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน โดยอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาก่อนหน้ามีอิทธิพลต่ออัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าค่อนข้างมาก สำหรับผลการศึกษาอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินบาทและเอน พบว่า ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 3 เดือนและระยะเวลา 6 เดือนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ส่วนตัวแปร ส่วนต่างระหว่างการคาดการณ์เงินเฟ้อ และตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาก่อนหน้า มีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 3 เดือนและระยะเวลา 6 เดือนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน โดยอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาก่อนหน้ามีอิทธิพลต่ออัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าค่อนข้างมาก

การศึกษาค้นหาความเป็นเหตุเป็นผลของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต ใช้วิธีการทดสอบความสัมพันธ์การเป็นเหตุเป็นผลกันด้วย (Granger Causality Test) ผลการศึกษาพบว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าทั้งประเภท 3 เดือน และ 6 เดือน ไม่ได้เป็นสาเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต แต่อัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตเป็นสาเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

---

ลายมือชื่อนิสิต

---

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

Rapeephan Imsomboon 2011: Factors Affecting The Forward Exchange Rate and Causality Test of Forward Exchange Rate and Future Spot Rate. Master of Economics, Major Field: Economics, Department of Economics. Thesis Advisor: Associate Professor Chiraphan Kuladilok, M.Econ. 120 pages.

This study concerns 2 main objectives are to study the factors affecting the forward exchange rate and to study the causality between forward exchange rate and future spot rate by study the exchange rate of 2 main currency, US dollar and Japanese yen based on monthly data during January 2002 and November 2006.

In order to achieve the objective of study the factors affecting the forward exchange rate employs the technique of multiple regression analysis apply with monetary and portfolio balance model. For US dollar the result shows that the differentials in interest rates and the exchange rate in the preceding period significantly determine 3 and 6 months forward exchange rate and both factors have positive relation with forward exchange rate. And indicates that the exchange rate in the preceding period has high Influence on forward exchange rate. For Japanese yen the result shows that the differentials in interest rates significantly determine 3 and 6 months forward exchange rate and has negative relation with forward exchange rate. For factors differentials in inflation expectation and the exchange rate in the preceding period are also significantly determine 3 and 6 months forward exchange rate but both factors have positive relation with forward exchange rate. And indicates that the exchange rate in the preceding period has high Influence on forward exchange rate.

To analyses the causality between forward exchange rate and future spot rate employs the technique of Granger causality test. The result shows that both 3 months and 6 months forward exchange rate didn't cause future spot rate but future spot rate had effect to forward exchange rate.

---

Student's signature

---

Thesis Advisor's signature

## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยความร่วมมือจากหลายบุคคล ผู้เขียนขอกราบ  
ขอบพระคุณ รศ.จิระพรรณ กุลดิลก อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก รศ.ชลลดา หลวงพิทักษ์  
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม ดร.จิรศักดิ์ พงษ์พิชญพิจิตรและรศ.ดร.ชรินทร์ มีโกศล ซึ่งท่าน  
อาจารย์ได้ให้คำแนะนำต่าง ๆ ซึ่งเป็นประโยชน์ทั้งในการจัดทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ และการทำงาน  
ในอนาคต ขอกราบขอบพระคุณ คุณครูทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทความรู้ให้กับผู้เขียนอัน  
เป็นพื้นฐานสำคัญในการจัดทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

ขอขอบพระคุณครอบครัว พ่อ แม่ และน้องสาว ขอบคุณเพื่อนร่วมงานที่ธนาคาร  
นครหลวงไทย จำกัด (มหาชน) และเพื่อนๆ ที่คณะเศรษฐศาสตร์ ที่ได้ให้ความช่วยเหลือสนับสนุน  
รวมถึงเจ้าหน้าที่โครงการปริญญาโทเศรษฐศาสตร์(ภาคพิเศษ) ในการให้ความช่วยเหลือ ติดต่อ  
ประสานงาน และอำนวยความสะดวกต่างๆ ในท้ายนี้ขอขอบคุณบุคคลผู้ซึ่งคอยเป็นกำลังใจ และ  
ให้คำปรึกษาต่าง ๆ กับผู้เขียนเสมอมา

รพีพรรณ อิ่มสมบูรณ์  
พฤษภาคม 2554

## สารบัญ

	หน้า
สารบัญตาราง	(3)
สารบัญภาพ	(4)
บทที่ 1 บทนำ	1
ความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์ของการศึกษา	7
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	7
ขอบเขตการศึกษา	8
วิธีการศึกษา	9
บทที่ 2 การตรวจเอกสารและแนวคิดทางทฤษฎี	11
การตรวจเอกสาร	11
แนวคิดทางทฤษฎี	17
แนวคิดกฎแห่งราคาเดียว	17
การกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวคิด The Asset Model Approach	25
แนวคิดการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนด้วยวิธีทางการเงิน	25
การกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวคิดการเลือกถือสินทรัพย์	32
แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา	44
สมมติฐานของแบบจำลอง	46
บทที่ 3 ความเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน ปี พ.ศ.2545 – พ.ศ.2549	50
ความเคลื่อนไหวอัตราแลกเปลี่ยน ในช่วงปี 2545	50
ความเคลื่อนไหวอัตราแลกเปลี่ยน ในช่วงปี 2546	52
ความเคลื่อนไหวอัตราแลกเปลี่ยน ในช่วงปี 2547	55
ความเคลื่อนไหวอัตราแลกเปลี่ยน ในช่วงปี 2548	58
ความเคลื่อนไหวอัตราแลกเปลี่ยน ในช่วงปี 2549	61
สรุปปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อค่าเงินบาทในปีพ.ศ.2545 – พ.ศ.2549	64

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 4 ผลการศึกษา	69
ส่วนที่ 1 ผลการศึกษาถึงปัจจัยในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า	69
ส่วนที่ 2 ผลการศึกษาความเป็นเหตุเป็นผลของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า กับอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต	83
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ	88
สรุปผลการศึกษา	88
ข้อเสนอแนะ	90
ข้อเสนอแนะจากการศึกษา	90
ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารั้งต่อไป	90
เอกสารและสิ่งอ้างอิง	92
ภาคผนวก	95
ประวัติการศึกษาและการทำงาน	120

## สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
1	รายการซื้อและขายเงินตราต่างประเทศของธนาคารพาณิชย์ ปี 2551	4
2	โครงสร้างการชำระเงินค่าสินค้าเข้า จำแนกตามสกุลเงิน ปี 2545 – 2551	5
3	โครงสร้างการชำระเงินค่าสินค้าออก จำแนกตามสกุลเงิน ปี 2545 – 2551	5
4	ฐานะเงินตราต่างประเทศของธนาคารพาณิชย์ ปี 2545 – 2551	7
5	สรุปผลการวิเคราะห์ห้ปัจจัยในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า	80
6	ผลการทดสอบความเป็นเหตุเป็นผล (Granger Causality Test)	84

## สารบัญภาพ

ภาพที่		หน้า
1	ปริมาณการส่งออก และนำเข้า ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ	2
2	ความเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน บาท / ดอลลาร์สหรัฐ ปีพ.ศ.2532 – พ.ศ.2552	3
3	ความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราแลกเปลี่ยนทันที อัตราล่วงหน้า อัตราเงินเพื่อ และอัตราดอกเบี้ย	24
4	แผนภาพแนวคิดของแบบจำลองสินทรัพย์ทางการเงิน	26
5	การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวคิดทางการเงินเมื่อ ปริมาณเงินเพิ่มขึ้น	29
6	การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเมื่อรายได้เพิ่มขึ้น	29
7	การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเมื่อราคาสินค้าต่างประเทศเพิ่มขึ้น	30
8	การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวคิดทางการเงินเมื่ออัตรา ดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น	30
9	การทำธุรกรรมเลือกถือสินทรัพย์	35
10	ดุลยภาพในตลาดเงินตามแนวคิด Portfolio Balance Approach	36
11	ดุลยภาพในตลาดพันธบัตรในประเทศตามแนวคิด Portfolio Balance Approach	37

## สารบัญภาพ (ต่อ)

ภาพที่		หน้า
12	ดุลยภาพในตลาดพันธบัตรต่างประเทศตามแนวคิด Portfolio Balance Approach	37
13	ดุลยภาพในตลาดสินทรัพย์ตามแนวคิด Portfolio Balance Approach	38
14	การทำธุรกรรม OMO	39
15	การทำธุรกรรม FXO	39
16	การทำธุรกรรม SFXO	40
17	ความเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน บาท / ดอลลาร์สหรัฐ ปี พ.ศ.2545 – พ.ศ.2549	64

# บทที่ 1

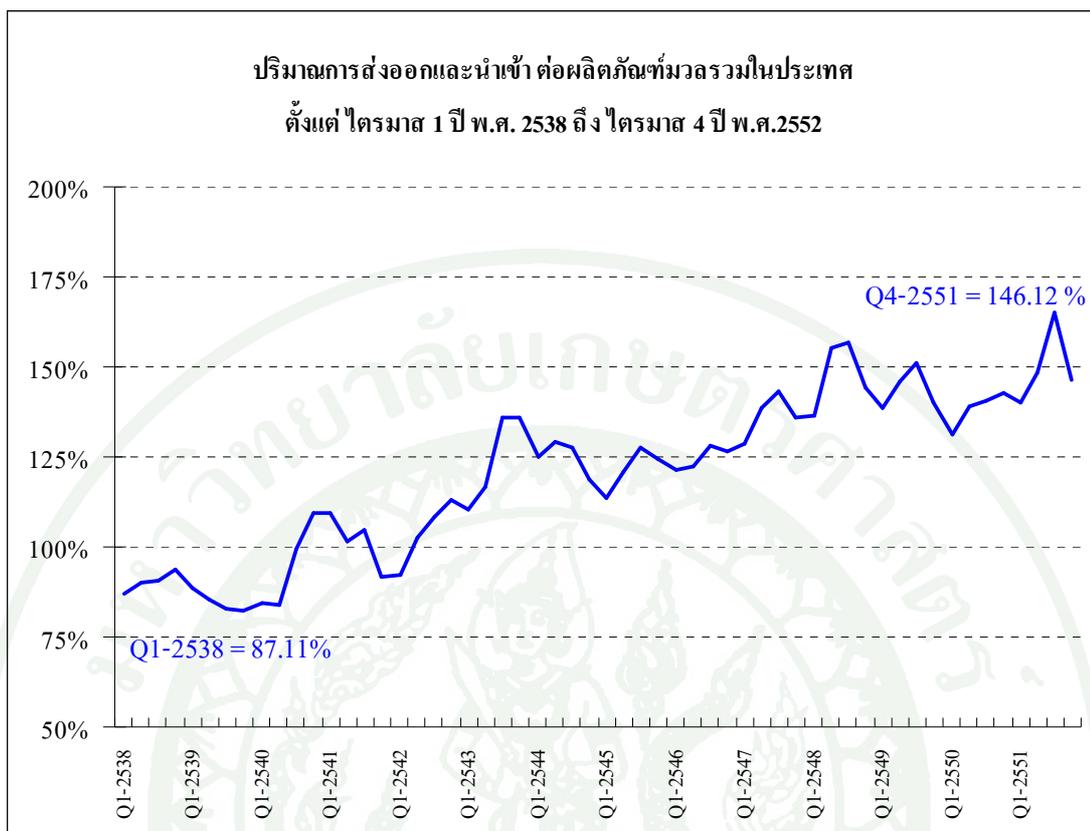
## บทนำ

### ความสำคัญของปัญหา

เศรษฐกิจการค้าการลงทุนของโลกโดยส่วนใหญ่มีแนวโน้มเปิดเสรีมากขึ้น และมีลักษณะ “Globalization” ทำให้เศรษฐกิจของแต่ละประเทศเกี่ยวพันกับสถานการณ์ของโลกมากขึ้น การซื้อขายสินค้าและบริการ การกู้ยืม และการลงทุนระหว่างประเทศเป็นพื้นฐานทำให้การแลกเปลี่ยนเงิน ธุรกิจต่าง ๆ รับหรือส่งมอบเงินตราต่างประเทศให้แก่ผู้ที่ตนทำธุรกิจด้วยในอีกประเทศหนึ่งมีปริมาณเพิ่มขึ้นอย่างมาก ดังนั้นอัตราแลกเปลี่ยนจึงถือว่าเป็นตัวแปรสำคัญหนึ่งที่สามารถชี้นำภาวะเศรษฐกิจ และมีอิทธิพลต่อระบบเศรษฐกิจมาก โดยเฉพาะระบบเศรษฐกิจของไทยซึ่งเป็นประเทศขนาดเล็ก และมีระบบเศรษฐกิจแบบเปิด ทำให้ได้รับผลกระทบค่อนข้างง่ายและรวดเร็วจากการเปลี่ยนแปลงเศรษฐกิจการเงินที่เกิดขึ้น โดยพิจารณาจากภาพที่ 1 ในไตรมาส 1 ปีพ.ศ. 2538 ปริมาณส่งออก และ ปริมาณการนำเข้า คิดเป็นร้อยละ 87.11 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ และเพิ่มเป็นร้อยละ 146.12 ใน ไตรมาส 4 ปีพ.ศ. 2551 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าภาคต่างประเทศนั้นมีความสำคัญกับเศรษฐกิจของประเทศไทย

ภาพรวมด้านอัตราแลกเปลี่ยนสำหรับประเทศไทย อาจแบ่งได้เป็น 3 ช่วง ได้แก่

ช่วงที่ 1 เป็นช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงินในปี พ.ศ. 2533 ซึ่งเป็นช่วงที่ประเทศไทยดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ รวมทั้งยังไม่มีเปิดประเทศให้เงินทุนระหว่างประเทศเคลื่อนย้ายได้อย่างเสรี จากนโยบายในระดับเศรษฐกิจมหภาคที่มีความสอดคล้องกันนี้ จึงทำให้ความแข็งแกร่งในระดับมหภาคต่อความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนอยู่ในระดับที่ค่อนข้างดี อย่างไรก็ตาม ภาคธุรกิจในประเทศแม้จะมีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนต่อฐานะงบดุลไม่มากนัก แต่เนื่องจากธุรกิจส่วนใหญ่ยังคงขาดความรู้ความเข้าใจตลอดจนถึงการตระหนักรู้ต่อความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน ความแข็งแกร่งในระดับจุลภาคจึงยังคงอยู่ในระดับที่ค่อนข้างต่ำ

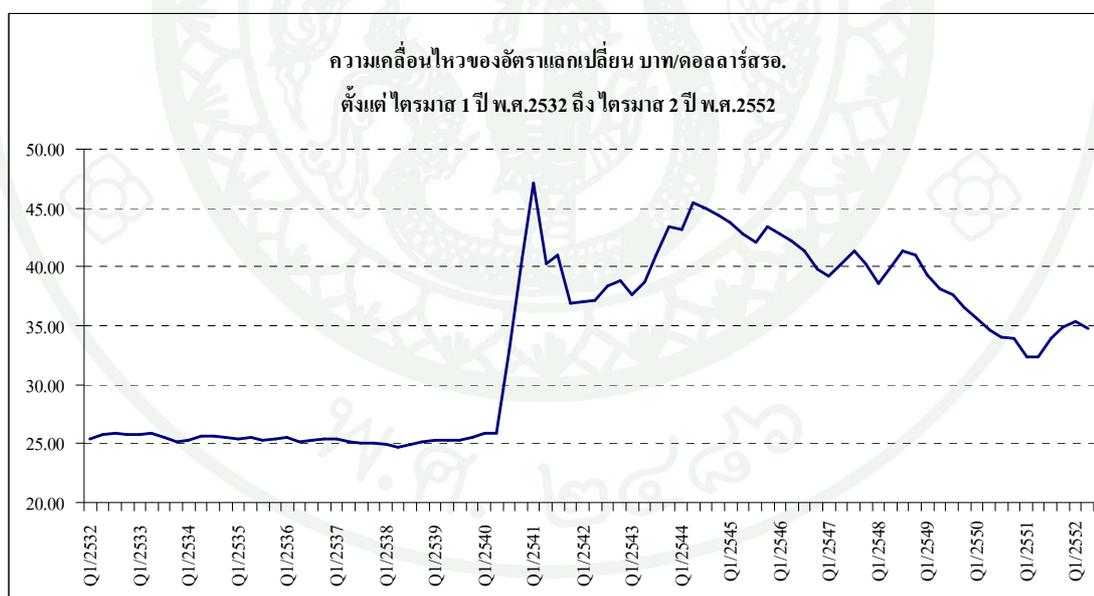


**ภาพที่ 1** ปริมาณการส่งออก และนำเข้า ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ  
ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (2552)

ช่วงที่ 2 เป็นช่วงหลังจากเปิดเสรีทางการเงินในปี พ.ศ. 2533 และเปิดดำเนินกิจการวิเทศธนกิจ(BIBF) ในปี พ.ศ. 2536 ซึ่งเปิดโอกาสให้ภาคเอกชนสามารถกู้ยืมเงินเป็นเงินตราต่างประเทศซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าเงินกู้ยืมในประเทศได้ทำให้ภาคเอกชนไทยมีการก่อหนี้เป็นสกุลเงินตราต่างประเทศเพิ่มขึ้นเป็นจำนวนมาก และเงินทุนจากต่างประเทศสามารถเคลื่อนย้ายได้โดยเสรี ทำให้ประเทศมีการสะสมความเสี่ยงและความเปราะบางทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มมากขึ้น และปัญหาความไม่สมดุลของสินทรัพย์และหนี้สินต่างประเทศ (Currency Mismatch) ในระดับที่สูงจากการเก็งกำไรส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยซึ่งเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ในช่วงดังกล่าวความแข็งแกร่งต่อความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนจึงอยู่ในระดับต่ำทั้งในระดับมหภาคและจุลภาค และเมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยมีการประกาศลอยตัวค่าเงินบาทในปี พ.ศ. 2540 ส่งผลให้เอกชนส่วนใหญ่มีรายได้ไม่เพียงพอที่จะนำมาชำระคืนภาระหนี้ที่เพิ่มสูงขึ้นจากการ

เปลี่ยนแปลงของค่าเงินได้ จนก่อให้เกิดปัญหาความสามารถในการชำระหนี้ตามมา จนทำให้สถาบันการเงินและธุรกิจเป็นจำนวนมากต้องปิดกิจการลง

ช่วงที่ 3 เป็นช่วงจากหลังวิกฤตเศรษฐกิจจนถึงปัจจุบัน ที่ประเทศไทยได้มีการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบตรึงเงินซึ่งเป็นระบบที่มีลักษณะกึ่งคงที่ มาเป็นระบบลอยตัวแบบมีการจัดการ (Managed Float) ในวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 โดยเมื่อพิจารณาจากภาพที่ 2 จากเดิมซึ่งค่าเงินบาทอิงกับเงินหลายสกุลทำให้เงินบาทมีเสถียรภาพค่อนข้างมาก และมีความผันผวนค่อนข้างน้อย เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน ค่าเงินบาทมีความผันผวนมากขึ้น เพราะค่าเงินบาทเมื่อเทียบกับเงินตราสกุลต่างๆ ถูกกำหนดโดยกลไกตลาดตามอุปสงค์และอุปทานของตลาดเงินตราในประเทศและต่างประเทศ สามารถเปลี่ยนแปลงขึ้นลงได้ตามปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ ดังนั้นจึงมีปัจจัยหลายประการร่วมกันกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน เช่น ความมั่นใจต่อภาวะเศรษฐกิจของประเทศ อัตราแลกเปลี่ยนของเงินสกุลอื่น ๆ ในภูมิภาค ปัจจัยทางด้านการเมือง เป็นต้น



ภาพที่ 2 ความเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน บาท /ดอลลาร์สหรัฐฯ ปีพ.ศ.2532 – พ.ศ.2552  
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2552)

การชำระเงินระหว่างประเทศจะทำได้โดยการโอนเงินกันทางบัญชีผ่านระบบธนาคารพาณิชย์ ธนาคารพาณิชย์ทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการแลกเปลี่ยน และส่งมอบเงินตราต่างประเทศ โดย

นอกจากจะเป็นตัวกลางให้กับลูกค้าแล้วยังมีการซื้อขายเงินตราต่างประเทศเพื่อบัญชีของตนเองด้วย โดยเมื่อพิจารณาจากตารางที่ 1 ปริมาณการซื้อขายเงินตราต่างประเทศของธนาคารพาณิชย์ไทย ในปี พ.ศ. 2551 มีมูลค่าสูงถึง 13,067,958 และ 12,586,559 ล้านบาทตามลำดับ โดยสกุลเงินที่สำคัญในการซื้อและขายเงินตราต่างประเทศคือ ดอลลาร์สหรัฐ, เยน, ปอนด์สเตอร์ลิง, ดอลลาร์สิงคโปร์, ดอลลาร์ฮ่องกง และมาเลเซียริงกิต ตามลำดับ โดยสัดส่วนกว่าร้อยละ 89 เป็นธุรกรรมในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ รองลงมาคือสกุลเงินเยน คิดเป็นร้อยละ 4.5 สำหรับรายการซื้อ และร้อยละ 6.17 สำหรับรายการขาย ซึ่งสอดคล้องกับข้อมูลจากตารางที่ 2 และตารางที่ 3 ซึ่งแสดงโครงสร้างการชำระเงินค่าสินค้าเข้าและสินค้าออก จำแนกตามสกุลเงิน ที่แสดงให้เห็นว่าสกุลเงินต่างประเทศที่สำคัญในการชำระเงินค่าสินค้าเข้าและสินค้าออกอันดับแรกคือ สกุลเงิน ดอลลาร์สหรัฐ รองลงมาคือสกุลเงิน เยน

ตารางที่ 1 รายการซื้อและขายเงินตราต่างประเทศของธนาคารพาณิชย์ปี พ.ศ.2551

สกุลเงิน	รายการซื้อ		รายการขาย	
	มูลค่า (ล้านบาท)	(ร้อยละ)	มูลค่า (ล้านบาท)	(ร้อยละ)
ดอลลาร์สหรัฐ	11,700,395	89.53	11,203,935	89.02
เยน	587,998	4.50	776,751	6.17
ปอนด์สเตอร์ลิง	89,547	0.69	47,359	0.38
ดอลลาร์สิงคโปร์	48,401	0.37	63,370	0.50
ดอลลาร์ฮ่องกง	22,474	0.17	19,147	0.15
ริงกิต	742	0.01	374	0.00
อื่นๆ	618,397	4.73	475,619	3.78
<b>รวม</b>	<b>13,067,958</b>	<b>100.00</b>	<b>12,586,559</b>	<b>100.00</b>

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2552)

ตารางที่ 2 โครงสร้างการชำระเงินค่าสินค้าเข้า จำแนกตามสกุลเงินปี พ.ศ. 2545 – 2551

(หน่วย : ร้อยละ)

สกุลเงิน	2545	2546	2547	2548	2549	2550	2551
ดอลลาร์สหรัฐ	77.2	76.0	75.5	78.2	79.2	79.7	81.0
บาท	4.4	5.6	4.9	4.5	4.7	4.3	3.7
เยน	9.9	10.9	11.5	10.6	9.7	9.4	9.2
มาร์ก	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ปอนด์สเตอร์ลิง	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
ยูโร	5.2	4.3	4.6	3.7	3.5	3.8	3.8
ดอลลาร์สิงคโปร์	0.7	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6	0.5
อื่น ๆ	2.2	2.2	2.3	2.0	2.0	1.9	1.5
รวม	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

ที่มา: กรมศุลกากร (ประมวลผลโดยธนาคารแห่งประเทศไทย) (2552)

ตารางที่ 3 โครงสร้างการชำระเงินค่าสินค้าออก จำแนกตามสกุลเงินปี พ.ศ. 2545 – 2551

(หน่วย : ร้อยละ)

สกุลเงิน	2545	2546	2547	2548	2549	2550	2551
ดอลลาร์สหรัฐ	84.7	84.4	81.7	81.6	81.7	81.1	80.7
บาท	4.3	5.0	6.3	6.9	6.9	6.5	6.9
เยน	6.0	5.9	6.5	6.4	6.1	6.0	5.8
มาร์กเยอรมนี	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ปอนด์สเตอร์ลิง	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
ยูโร	3.2	2.7	3.1	2.6	2.8	3.4	3.4
ดอลลาร์สิงคโปร์	0.3	0.3	0.5	0.5	0.4	0.5	0.6
อื่น ๆ	1.2	1.4	1.5	1.6	1.7	2.0	2.1
รวม	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

ที่มา: กรมศุลกากร (ประมวลผลโดยธนาคารแห่งประเทศไทย) (2552)

ภายหลังจากการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน การพยากรณ์ทิศทางอัตราแลกเปลี่ยน จึงทำได้ยากลำบากยิ่งขึ้น ผู้ที่มีธุรกรรมเกี่ยวข้องกับเงินตราต่างประเทศ เช่น บริษัทที่มีการค้าระหว่างประเทศไม่ว่าจะเป็นด้านส่งออกและ/หรือนำเข้า บริษัทที่มีหนี้เป็นเงินตราต่างประเทศ และ/หรือฐานะเงินลงทุนต่างประเทศ ธนาคารพาณิชย์ จำเป็นต้องตระหนักถึงความเสี่ยง ทั้งจากการทำธุรกรรมด้านต่างประเทศ (Transaction exposure) และผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนผ่านช่องทางเศรษฐกิจ (Economics Exposure) ซึ่งทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (real exchange rate) ซึ่งส่งผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันของธุรกิจ โดยจำเป็นต้องใช้กลยุทธ์การปรับตัวด้านการดำเนินธุรกิจ เพื่อลดผลกระทบและเตรียมพร้อมสำหรับความเสี่ยงในระยะยาว สำหรับการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนในระยะสั้นนั้นสามารถใช้วิธีการและเครื่องมือทางการเงินที่หลากหลาย ซึ่งอาจแบ่งออกได้เป็นวิธีการภายใน (Internal methods) และวิธีการภายนอก (External methods) วิธีการภายในเป็นส่วนหนึ่งของกระบวนการบริหารจัดการด้านการเงินภายในบริษัทไม่ได้มีการทำข้อตกลงกับองค์กรภายนอก ตัวอย่างวิธีการภายในที่สำคัญได้แก่ การบริหารสินทรัพย์หรือรายได้ให้สอดคล้องกับหนี้สินหรือรายจ่ายที่เป็นเงินตราต่างประเทศ (Matching) การหักลบกลบหนี้ระหว่างบริษัทในเครือหรือบริษัทคู่ค้า (Netting) การเปิดบัญชีเงินฝากเงินตราต่างประเทศ (FCD Account) เป็นต้น ส่วนวิธีการภายนอกจะใช้การทำสัญญาข้อตกลงทางการเงินเพื่อป้องกันความเสี่ยง เช่น การทำสัญญาอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward contract), FX Swap, Cross Currency Swap, Option เป็นต้น ซึ่งเครื่องมือทางการเงินที่ภาคธุรกิจนิยมใช้คือ การทำสัญญาอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ซึ่งเมื่อพิจารณาจากตารางที่ 4 จะพบว่า ธนาคารพาณิชย์มีการทำธุรกรรมในฐานล่วงหน้า ใกล้เคียงกับการทำธุรกรรมในฐานทันที ซึ่งในการทำธุรกรรมในฐานล่วงหน้าของฐานะล่วงหน้าของธนาคารพาณิชย์ ส่วนหนึ่งทำเพื่อบริหารฐานะของธนาคารเอง อีกส่วนหนึ่งเป็นการทำธุรกรรมกับลูกค้าซึ่งทำเพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน

ตารางที่ 4 ฐานะเงินตราต่างประเทศของธนาคารพาณิชย์ปี พ.ศ. 2545 – 2551

(หน่วย : ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)

ฐานะ	2545	2546	2547	2548	2549	2550	2551
<b>ฐานะทันทีสุทธิ</b>	10,986	13,219	13,303	13,717	21,266	23,182	11,466
สินทรัพย์สกุลเงินตราต่างประเทศ	23,193	24,163	24,652	25,443	32,600	33,998	24,800
หนี้สินสกุลเงินตราต่างประเทศ	12,207	10,944	11,349	11,726	11,334	10,816	13,334
<b>ฐานะล่วงหน้าสุทธิ</b>	-9,921	-11,908	-12,137	-12,625	-20,031	-23,091	-11,641
ซื้อ	38,539	40,485	47,167	63,762	84,435	118,898	117,208
ขาย	48,460	52,393	59,304	76,387	104,466	141,989	128,849
<b>ฐานะเงินตราต่างประเทศสุทธิ</b>	1,065	1,311	1,166	1,092	1,235	91	175

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2552)

ในการทำสัญญาอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า สิ่งซึ่งหน่วยธุรกิจจะต้องนำมาพิจารณาคือ อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า(Forward rate) ซึ่งประกอบด้วย อัตราทันที(Spot rate) และ Forward Premium หรือ Swap point ซึ่งเป็นต้นทุนซึ่งต้องนำมาพิจารณาก่อนการตัดสินใจในการป้องกันความเสี่ยง ดังนั้นจึงเป็นเรื่องที่น่าสนใจทำการวิจัยว่าปัจจัยใดมีผลในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า

#### วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. ศึกษาถึงปัจจัยที่กำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า
2. ศึกษาความเป็นเหตุเป็นผลของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า กับอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต

#### ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ทำให้หน่วยธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการทำธุรกรรมทางการเงินระหว่างประเทศทราบถึงปัจจัยในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า เพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการใช้สัญญาอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าในการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนในสกุลเงินที่

## ทำการศึกษา

2. เพื่อทราบความสัมพันธ์ที่ชัดเจนในลักษณะการเป็นเหตุเป็นผลกันระหว่าง อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า กับอัตราแลกเปลี่ยนทันที

### ขอบเขตการศึกษา

1. อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ประกอบด้วยเงินตราสกุล ดอลลาร์สหรัฐ และ เยน เนื่องจากเป็นเงินตราต่างประเทศที่มีการซื้อขายโดยธนาคารพาณิชย์ในปริมาณที่มากเป็นอันดับหนึ่ง และอันดับสอง และเมื่อพิจารณาจากโครงสร้างการชำระเงินค่าสินค้าเข้า และสินค้าออกแล้วพบว่า เป็นสกุลเงินซึ่งใช้ในการทำการค้าระหว่างประเทศที่สำคัญเป็นอันดับหนึ่ง และอันดับสองเช่นกัน

2. อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ จะพิจารณาจากอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระหว่างสกุลเงินที่ศึกษาเทียบกับสกุลเงินบาท ใน Onshore Market เนื่องจากหน่วยธุรกิจที่ต้องการทำธุรกรรมเกี่ยวกับการปริวรรตเงินตราต่างประเทศ จะทำธุรกรรมผ่าน Onshore Market เป็นสำคัญ

3. ศึกษาอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าระยะเวลา 3 เดือน และ 6 เดือน เนื่องจากธุรกรรมการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าที่ทำกันส่วนใหญ่จะเป็นระยะเวลาสั้นไม่เกิน 1 ปี

4. ระยะเวลาของการศึกษาจะครอบคลุมตั้งแต่เดือนมกราคม 2545 ถึง เดือนพฤศจิกายน 2549 เนื่องจากเป็นช่วงเวลาหลังจากที่มีการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบตะกร้าเงินซึ่งอัตราแลกเปลี่ยนมีความผันผวนน้อย มาเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ (Manage Float) และปรับเปลี่ยนจากการดำเนินนโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายทางการเงิน (Monetary Targeting) มาใช้เป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) ได้ระยะหนึ่ง และเป็นช่วงก่อนที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะประกาศใช้มาตรการดำรงเงินสำรองเงินนำเข้าระยะสั้นในวันที่ 18 ธันวาคม 2549 และเป็นช่วงเวลาก่อนที่จะเกิดวิกฤตการณ์ Subprime ของสหรัฐฯซึ่งทำให้

เศรษฐกิจระหว่างประเทศมีความผันผวน อีกทั้งประเทศไทยก็เป็นประเทศหนึ่งซึ่งพึ่งพาเศรษฐกิจของสหรัฐค่อนข้างมาก

## วิธีการศึกษา

### การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่จะนำมาใช้ในการศึกษาเรื่อง “ปัจจัยในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และการทดสอบความเห็นเหตุเป็นผลของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต” เป็นข้อมูลทุติยภูมิ ประเภทอนุกรมเวลา รายเดือนในระหว่างปี พ.ศ. 2545 – 2549 โดยข้อมูลเก็บรวบรวมได้จาก โปรแกรม Reuters รายงานเศรษฐกิจของธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงานสถิติแห่งชาติ ข้อมูลจากสถาบันการเงินในประเทศและต่างประเทศซึ่งสืบค้นได้ทางอินเทอร์เน็ต

### การวิเคราะห์ข้อมูล

1. ในการศึกษาปัจจัยที่กำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าจะทำการวิเคราะห์ในเชิงปริมาณจากการสร้างแบบจำลองเศรษฐกิจแบบถดถอย (Regression model) โดยจะใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square : OLS) ประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร หลังจากนั้นจะทดสอบความเหมาะสมและความสามารถในการอธิบายตัวแปรตาม (endogeneous variable) ของตัวแปรอิสระ (exogeneous variable) จากค่าทางสถิติ ได้แก่  $R^2$  (coefficient of determination), t-test , F-test และ ทำการตรวจสอบปัญหาของสมการถดถอย ได้แก่ การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Multicollinearity) การตรวจสอบปัญหาค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อน (Heteroscedasticity) และการตรวจสอบปัญหาความเป็นอิสระกันของค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation)

2. ในการศึกษาความเป็นเหตุเป็นผลของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า กับอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต จะใช้วิธีการทดสอบความสัมพันธ์การเป็นเหตุเป็นผลกันด้วย (Granger Causality Test)

โดยในวิเคราะห์เชิงปริมาณด้วยวิธีข้างต้น จะใช้โปรแกรมสำเร็จรูปในการวิเคราะห์ได้แก่  
โปรแกรม Eviews 5



## บทที่ 2

### การตรวจเอกสารและแนวคิดทางทฤษฎี

#### การตรวจเอกสาร

Fama (1984) ได้ทำการศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงใน ส่วนชดเชยความเสี่ยง(Risk Premium) และการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตที่คาดการณ์ไว้ ซึ่งเป็นองค์ประกอบของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า โดยทำการศึกษาในช่วงปี 1973 - 1982 และมีข้อสมมติว่า ตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าเป็นตลาดที่ผู้อยู่ในตลาดมีการดำเนินการอย่างมีเหตุผล (Rational) โดย Fama มองว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าสามารถแยกออกได้เป็น 2 องค์ประกอบคือ ส่วนชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium) และ อัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตที่คาดการณ์ (Expected Future Spot Rate)

$$F_{it} = E_t(S_{t+1}) + \rho_t$$

โดย  $F_{it}$  คือ อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า  
 $E_t(S_{t+1})$  คือ อัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตที่คาดการณ์  
 $\rho_t$  คือ ส่วนชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium)

และจากการทดสอบความสัมพันธ์ของ ส่วนชดเชยความเสี่ยง กับ อัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตที่คาดการณ์ โดยวิธี Ordinary Least Square โดยใช้ข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยนรายเดือนในประเทศที่สำคัญ 9 ประเทศ พบว่า ความสัมพันธ์ของส่วนชดเชยความเสี่ยง กับอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตที่คาดการณ์ เป็นไปในทิศทางตรงข้าม โดยที่ความแปรปรวนของส่วนชดเชยความเสี่ยง มีมากกว่าความแปรปรวนของอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตที่คาดการณ์

Fama ได้อธิบายผลความสัมพันธ์ดังกล่าวว่า ภายใต้เงื่อนไขของ Interest Rate Parity, Purchasing Power Parity และ Fisher Equation จะได้ว่า Risk Premium หรือความแตกต่างของ Forward Rate กับ Expected Future Spot Rate เกิดจากความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงที่คาดหวังไว้ (Expected Real Rate of Return) จากการเลือกถือสินทรัพย์ของประเทศใด ๆ

ดังนั้น ถ้าหากมีการคาดการณ์ว่าค่าเงินสกุล  $i$  จะมีค่าต่ำกว่าเงินเฟ้อของต่างประเทศ การคาดการณ์เงินเฟ้อในลักษณะดังกล่าวจะทำให้ Expected Real Rate of Return จากการถือสินทรัพย์ของประเทศที่ใช้เงินสกุล  $i$  มีค่าเพิ่มขึ้น ซึ่งหมายถึง risk premium มีค่าเพิ่มขึ้น

จากการศึกษาของ Fama พบว่า Risk Premium และ Expected Future Spot Rate ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่มีส่วนกำหนด Forward Rate และ/หรือ Forward Premium มีความสัมพันธ์กันในทิศทางตรงกันข้าม และการเปลี่ยนแปลงของ Forward Rate ส่วนใหญ่ เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของ Risk Premium

นงนุช อินทวิเศษ (2543) ได้ทำการศึกษาถึงประสิทธิภาพของแบบจำลองอัตราแลกเปลี่ยน โดยมีวัตถุประสงค์ 2 ประการคือ ประการแรก ศึกษาปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่กำหนดอัตราแลกเปลี่ยน ประการที่สองคือ การเปรียบเทียบประสิทธิภาพของแบบจำลองที่คาดการณ์การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน 2 แนวคิด แนวคิดแรกคือแนวคิดทางการเงิน (Monetary Approach) ซึ่งแบ่งย่อยได้เป็น 3 แบบจำลองคือ แบบจำลอง The Flexible Price Monetary Model, แบบจำลอง The Sticky Price Monetary Model และแบบจำลอง The Real Interest Rate Differential Monetary Model แนวคิดที่ 2 คือแนวคิดการเลือกถือสินทรัพย์ (Portfolio Balance Approach) ซึ่งแบ่งย่อยได้เป็น 2 แบบจำลองคือ แบบจำลองการเลือกถือสินทรัพย์ดั้งเดิม (Portfolio Balance Model) และแบบจำลอง Portfolio Balance and Monetary Model ซึ่งเป็นแบบจำลองซึ่งประยุกต์ความต้องการถือเงินและการเลือกถือสินทรัพย์มาพิจารณาร่วมกัน โดยใช้เทคนิคการประมาณค่าด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square) และใช้ค่า Root Mean Square Error (RMSE) ในการเปรียบเทียบประสิทธิภาพในการคาดประมาณแบบจำลองอัตราแลกเปลี่ยน โดยใช้ข้อมูลในช่วงเดือน มกราคม 2540 ถึง ธันวาคม 2542 โดยพิจารณาอัตราแลกเปลี่ยนของไทยเทียบกับสกุลเงินของประเทศอุตสาหกรรมชั้นนำ 5 ประเทศ ได้แก่ ฝรั่งเศส เยอรมัน ญี่ปุ่น อังกฤษ และสหรัฐอเมริกา ผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรมหภาคที่กำหนดอัตราแลกเปลี่ยน อย่างมีนัยสำคัญได้แก่ ปริมาณเงิน ปริมาณพันธบัตร อัตราดอกเบี้ย สำหรับการคาดการณ์เงินเฟ้อ และรายได้ประชาชาติ มักไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และพบว่า อัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาที่ผ่านมามีผลอย่างมากในการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้นในปัจจุบัน และเมื่อทำการเปรียบเทียบถึงประสิทธิภาพของแบบจำลองในการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนพบว่า ทั้งแบบจำลองทางการเงิน (Monetary Approach) และแบบจำลองการเลือกถือสินทรัพย์ (Portfolio Balance Approach) สามารถคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนได้ดีถึงร้อยละ 90 โดย

แบบจำลองที่มีประสิทธิภาพดีที่สุดในเมื่อพิจารณาจากค่า Root Mean Square Error (RMSE) คือแบบจำลอง Portfolio Balance and Monetary Model

ปัญญา ทัพพะกาญจนากุล (2543) ได้ทำการศึกษาเรื่อง เสถียรภาพของตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศของประเทศไทย โดยทำการศึกษาว่า การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศทั้งอัตราแลกเปลี่ยนทันที และอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ว่าได้รับอิทธิพลจากปัจจัยใดบ้าง และเมื่อตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศได้รับผลกระทบของ Shock จากปัจจัยต่างๆ ที่เกิดขึ้น และส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนอย่างไร โดยใช้การวิเคราะห์ Granger-Sim Causality โดยการใช้แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) ในการประมาณการ นอกจากนี้ยังศึกษาถึงส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานในการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ เพื่อที่จะพิจารณาถึงเสถียรภาพของตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศของประเทศไทย ทั้งในช่วงก่อนและหลังระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว โดยใช้วิธี Ordinary Least Squares (OLS) และวิธี GARCH in Mean Model (GARCH M)

ผลการศึกษาพบว่า ผลการทดสอบความเป็นเหตุเป็นผล(Causality Test) และวัดผลสะท้อนกลับ ได้ข้อสรุปว่า ช่วงก่อนใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยของเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีอิทธิพลต่อค่า ปริเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า ส่วนตัวแปรการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศและส่วนต่างอัตราเงินเฟ้อระหว่างประเทศไม่มีอิทธิพลต่อค่าปริเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า สำหรับค่าปริเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้ามีอิทธิพลต่อส่วนเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ และตัวแปรส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและส่วนต่างอัตราเงินเฟ้อระหว่างประเทศ ไม่มีอิทธิพลต่อส่วนเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ช่วงหลังการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวพบว่า ส่วนเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศมีอิทธิพลมีอิทธิพลต่อค่าปริเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า ส่วนตัวแปรส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยไม่มีอิทธิพลต่อค่าปริเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า สำหรับค่าปริเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้ามีอิทธิพลต่อส่วนเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ และตัวแปรส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยไม่มีอิทธิพลต่อส่วนเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ นอกจากนี้ยังพบว่า เมื่อเกิด Shock จากปัจจัยต่างๆ ที่เกิดขึ้น จะทำให้การคาดการณ์เปลี่ยนแปลงไปจากค่าเฉลี่ยเดิมในระยะแรก แต่ในที่สุดก็สามารถปรับตัวเข้าค่าเฉลี่ยเดิมได้ โดยที่ Shock ของตัวมันเองจะมีอิทธิพลสูงสุด เนื่องจาก

พฤติกรรมการคาดการณ์ของมนุษย์ ที่มักจะใช้ข้อมูลข่าวสารในอดีตในการคาดคะเน ส่วนการศึกษาเกี่ยวกับเสถียรภาพของตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ พบว่าในช่วงก่อนใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว ค่าความคลาดเคลื่อนของ Regression Sum Squared Residual และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน มีค่าต่ำกว่าช่วงหลังใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว ดังนั้นตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศในช่วงก่อนใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวจะมีเสถียรภาพมากกว่าในช่วงหลังใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว อย่างไรก็ตาม ในช่วงระยะหลังของการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว สังเกตได้ว่า ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศเริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้นเรื่อย ๆ ทั้งนี้เนื่องจาก นโยบายการเงินและกลไกตลาดการเงินเริ่มทำงานได้มีประสิทธิภาพมากขึ้น เนื่องจากวิกฤตการณ์การเงินเริ่มผ่อนคลาย

โรสลิน บัวงาม (2544) ได้ทำการศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลต่อค่าพรีเมียในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าของไทย โดยการใช้ทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค (Interest Rate Parity) อุปสงค์และอุปทานเงินตราต่างประเทศและการคาดการณ์อย่างมีประสิทธิภาพ และวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าเงินบาทและค่าพรีเมียในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าของไทย ทั้งในช่วงที่อัตราแลกเปลี่ยนแบบตรกร้าและแบบลอยตัว

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าเงินบาทและค่าพรีเมียพบว่าในช่วงอัตราแลกเปลี่ยนแบบตรกร้า ค่าเงินบาทและค่าพรีเมียสัมพันธ์ในช่วงแคบ ๆ เนื่องจากค่าเงินบาทอิงกับเงินสกุลต่างประเทศที่สำคัญ ซึ่งแตกต่างจากในช่วงอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว ค่าเงินบาทและค่าพรีเมียสัมพันธ์อย่างรุนแรงเนื่องจากวิกฤตการณ์ค่าเงินในภูมิภาค และการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือทางการเงินของประเทศไทย ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่อค่าพรีเมียในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าของประเทศไทยพบว่าปัจจัยที่ส่งผลต่อค่าพรีเมียในช่วงอัตราแลกเปลี่ยนแบบตรกร้าคือ อัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาก่อนหน้า สัดส่วนของเงินสำรองระหว่างประเทศเทียบกับมูลค่านำเข้า และส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างเงินบาทกับสหรัฐฯ ส่วนปัจจัยที่ส่งผลต่อค่าพรีเมียในช่วงอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว คือ การเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทย และส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างเงินบาทกับสหรัฐฯ

ปวีณา ลีไวจันทร์ (2545) ศึกษาเรื่องการเกิดส่วนต่างในอัตรา Swap Point ของ USD/THB ในตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวภายใต้การจัดการ โดยมีจุดมุ่งหมายที่จะศึกษาว่า เหตุใดจึงเกิดส่วนต่างในค่า Swap Point

ของ Swap Onshore และ Swap Offshore และทำการศึกษาว่า การเคลื่อนไหวของค่าส่วนต่าง Swap นั้นขึ้นอยู่กับปัจจัยใด เพื่อวิเคราะห์ถึงผลกระทบของมาตรการต่าง ๆ เช่น มาตรการแบ่งแยกตลาดปริวรรตเงินและมาตรการจำกัดปริมาณเงินบาทในต่างประเทศ นอกจากนี้ยังได้ศึกษาเพิ่มเติมในส่วนของการทำธุรกรรม Forward Onshore ของธนาคารพาณิชย์ในประเทศกับนิติบุคคลในต่างประเทศซึ่งจำเป็นต้องมีธุรกรรมการค้าและการลงทุนในประเทศรองรับ โดยศึกษาวิธีการปฏิบัติจากฝ่ายธนาคารพาณิชย์ในประเทศ เพื่อให้ทราบถึงความเข้มงวดและรัดกุมของมาตรการต่าง ๆ รวมไปถึงโอกาสในการ Arbitrage ด้วย โดยแบ่งการศึกษาออกเป็น 3 ส่วน โดยในส่วนแรก ใช้วิธีการศึกษาเชิงพรรณนา ในการศึกษาถึงปัจจัยที่ทำให้เกิดส่วนต่าง Swap และปัจจัยที่มีผลต่อการเคลื่อนไหวของค่าส่วนต่างนั้น ผลการศึกษาพบว่า มาตรการการแบ่งแยกตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ เมื่อวันที่ 19 พฤษภาคม 2540 เพื่อจำกัดปริมาณเงินบาทในต่างประเทศ ทำให้สภาพคล่องเงินบาทในประเทศและต่างประเทศแยกจากกันอย่างเด็ดขาด แม้ในภายหลังทาง ธปท. จะประกาศยกเลิกมาตรการนี้แล้ว แต่ก็ได้ใช้ประกาศมาตรการจำกัดปริมาณเงินบาทในต่างประเทศอีก ซึ่งทำให้สภาพคล่องเงินบาทในประเทศยังคงมากกว่าในต่างประเทศ ภาวะสภาพคล่องที่แตกต่างกันนี้ทำให้เกิดความแตกต่างในอัตราดอกเบี้ยเงินบาทในตลาดทั้ง 2 โดยอัตราดอกเบี้ยเงินบาทในประเทศต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินบาทในต่างประเทศ ด้วยความเสี่ยงที่สูงกว่าในการหาสภาพคล่องเงินบาทในตลาดต่างประเทศนี้ ทำให้ Risk Premium ในค่า Swap Offshore สูงกว่า Swap Onshore และเป็นปัจจัยทำให้เกิดส่วนต่างค่า Swap ในตลาดทั้งสอง ส่วนที่สองศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลต่อการเคลื่อนไหวของค่าส่วนต่าง Swap พบว่า ในช่วงที่มีการแบ่งแยกตลาดปริวรรตเงินนั้น การเคลื่อนไหวของส่วนต่าง Swap ได้รับผลกระทบจากภาวะความต้องการสภาพคล่องเงินบาทในต่างประเทศเป็นหลัก เพราะ Non-resident มีภาระต้องหาเงินบาทมาส่งมอบตามสัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศ นอกจากนี้ยังมีปัจจัยของการอ่อนตัวอย่างรุนแรงและต่อเนื่องของค่าเงินบาทในช่วงนี้ ทำให้เกิด ภาวะ Over Demand ในการซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐขายเงินบาทเพื่อเก็งกำไร ซึ่งค่า Swap Offshore มีการปรับตัวสูงขึ้นในสัดส่วนที่มากกว่า Swap Onshore เนื่องจากภาวะสภาพคล่องเงินบาทที่ค่อนข้างจำกัดในตลาด Offshore สำหรับในช่วงหลังจากประกาศยกเลิกการแบ่งแยกตลาดและประกาศใช้มาตรการจำกัดปริมาณเงินบาทนั้น ค่าส่วนต่าง Swap มีการเคลื่อนไหวอยู่ในช่วงแคบ ๆ ไม่ค่อยมีการปรับตัวสูงขึ้นอย่างผิดปกติ แต่พบว่าการเคลื่อนไหวแบบแกว่งตัวมากในช่วงที่ส่วนต่าง Swap มีค่าสูงเนื่องจากค่าส่วนต่าง Swap เป็นภาพสะท้อนถึงกำไรขาดทุนที่เกิดขึ้นหากทำการ Arbitrage เมื่อส่วนต่าง Swap เมื่อค่าส่วนต่างมีค่าสูงขึ้น จะส่งผลให้มีปริมาณการ Arbitrage สูงขึ้น เมื่อปริมาณการ Arbitrage สูงขึ้น จะทำให้ส่วนต่าง Swap ปรับตัวลดลงในเวลาต่อมา สอดคล้องกับผลการศึกษาเชิงปริมาณซึ่งพบว่า

ค่าส่วนต่าง Swap ในอดีตย้อนหลังไปหนึ่งช่วงเวลามีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับค่าส่วนต่าง Swap ณ เวลาปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ส่วนในด้านการเคลื่อนไหวของค่า Swap Offshore ในช่วงหลังนี้มีการปรับตัวลดลงอย่างมากตามสภาพคล่องเงินบาทในตลาดปริวรรตเงินต่างประเทศที่เพิ่มขึ้นมาก เพราะ Non-resident มีธุรกรรมการค้าและการลงทุนในประเทศรองรับสามารถทำธุรกรรม Forward Onshore ได้ ทำให้ส่วนต่าง Swap ในช่วงนี้ลดลง ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงแบบผันผวนจึงลดลงมาเป็นลำดับ นอกจากนี้ การปรับปรุงเปลี่ยนแปลงมาตรการจำกัดปริมาณเงินบาทให้มีความรัดกุมและเข้มงวดมากขึ้น ทำให้ความเสี่ยงในการหาสภาพคล่องเงินบาทในตลาดปริวรรตเงินในต่างประเทศสูงขึ้น ดังนั้น Risk Premium ในค่า Swap Offshore จึงสูงขึ้นทำให้ค่า Swap Offshore และค่าส่วนต่าง Swap ปรับตัวสูงขึ้นเป็นระยะ ๆ สอดคล้องกับผลการศึกษาเชิงปริมาณซึ่งพบว่า ค่าส่วนต่างระหว่าง Risk Premium ในตลาดทั้งสอง ณ เวลาปัจจุบันมีความสัมพันธ์ในทางเดียวกับค่าส่วนต่าง Swap ณ เวลาปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 การศึกษาในส่วนที่สาม ศึกษาขั้นตอนการทำธุรกรรม Forward Onshore กับ Non-resident พบว่ามาตรการจำกัดปริมาณเงินบาทในต่างประเทศมีความเข้มงวดและมีรายละเอียดค่อนข้างมาก โดยคู่ค้าทั้งสองฝ่าย คือฝ่ายธนาคารพาณิชย์ในประเทศและ Non-resident ต่างก็ต้องปฏิบัติตามอย่างจริงจัง ทั้งนี้ เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ในการจำกัดปริมาณเงินบาทในต่างประเทศได้อย่างมีประสิทธิภาพ แต่อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ว่ากฎและข้อบังคับของมาตรการจะเข้มงวดมากเพียงใด ในเมื่อยังมีค่าส่วนต่าง Swap ก็ยังคงมีการ Arbitrage เกิดขึ้น ดังนั้น จึงจำเป็นต้องได้รับความร่วมมือจากผู้ร่วมตลาดที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย โดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์ในประเทศ เพื่อป้องกันการหาประโยชน์ดังกล่าว

จากการศึกษาที่กล่าวมาเป็นการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับการปริวรรตเงินตราต่างประเทศ ซึ่งต่างก็มีความสำคัญต่อการศึกษาครั้งนี้ โดยการศึกษาของ Fama ทำให้ทราบองค์ประกอบของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ว่าสามารถแยกออกเป็น 2 องค์ประกอบคือ ส่วนชดเชยความเสี่ยง และ อัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตที่คาดการณ์ ซึ่งเป็นประโยชน์ในการกำหนดแบบจำลองในการศึกษาว่าปัจจัยใดมีอิทธิพลในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า สำหรับการศึกษาของนงนุช อินทวิเศษ ซึ่งได้ทำการศึกษาเปรียบเทียบประสิทธิภาพของแบบจำลองในการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งจากการศึกษาพบว่าแบบจำลองที่มีประสิทธิภาพดีที่สุดคือ แบบจำลอง Portfolio Balance and Monetary Model ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อการศึกษาครั้งนี้ เนื่องจากการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนนั้น เป็นส่วนหนึ่งของการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ดังนั้นจึงใช้ผลจากการศึกษาของนงนุช เป็นส่วนหนึ่งในการกำหนดปัจจัยที่มีผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าในงานศึกษาครั้งนี้ สำหรับ

การศึกษาของปัญญา ทัพพะกาญจนากุล ส่วนหนึ่งได้ทำการทดสอบการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศทั้งอัตราแลกเปลี่ยนทันที และอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ว่าได้รับอิทธิพลจากปัจจัยใดโดยใช้การวิเคราะห์ Granger-Sim Causality เพื่อศึกษาความเป็นเหตุเป็นผลของปัจจัยต่าง ๆ โดยการศึกษาครั้งนี้จะได้นำวิธีการศึกษาของ ปัญญา ทัพพะกาญจนากุล มาเป็นประโยชน์ต่อการศึกษาในครั้งนี้ซึ่งจะใช้การวิเคราะห์ ความเป็นเหตุเป็นผลเช่นเดียวกัน ซึ่งเป็นวัตถุประสงค์หนึ่งของการศึกษาในครั้งนี้ สำหรับผลการศึกษาของโรสลิน บัวงาม และปวีณา ลีไวโรจน์ เป็นการศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อ การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้จะใช้งานศึกษาดังกล่าวเพื่อเป็นประโยชน์ด้านแนวคิดพื้นฐานเกี่ยวกับการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า

### แนวคิดทางทฤษฎี

แนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาในครั้งนี้ จะทำการอธิบายถึงแนวคิดกฎแห่งราคาเดียว เป็นลำดับแรก หลังจากนั้นเป็นการอธิบายการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวคิดแบบจำลองสินทรัพย์ทางการเงิน (Asset Model Approach) ซึ่งแบ่งออกได้เป็น 2 แนวคิดย่อยคือ การกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวคิดด้วยวิธีทางการเงิน (Monetary Approach) และการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวคิดการเลือกถือสินทรัพย์ (Portfolio Balance Approach)

#### แนวคิดกฎแห่งราคาเดียว

ในระบบเศรษฐกิจแบบเสรีจะเกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากประเทศหนึ่งไปอีกประเทศหนึ่งเพื่อแสวงหากำไร ซึ่งเป็นแนวคิดที่เกิดจากอิทธิพลของผู้ทำ arbitrage ระหว่างประเทศ ดังนั้นถ้าตลาดไม่มีความบกพร่องใด ๆ แล้ว ผลตอบแทนที่คาดหวังไว้หลังปรับความเสี่ยงของสินทรัพย์ทางการเงินในตลาดต่าง ๆ ทั่วโลกจะต้องเท่ากัน เป็นไปตามกฎแห่งราคาเดียว

สามารถแสดงความสัมพันธ์เชิงเศรษฐกิจของกฎแห่งราคาเดียวได้จากกิจกรรม arbitrage ต่าง ๆ ได้ 5 แนวคิด ดังนี้ (อรุณ เกียรธสาร, 2538)

1. อำนาจซื้อเสมอภาค (Purchasing Power Parity : PPP)
2. ผลกระทบแบบฟิชเชอร์ (Fisher Effect : FE)

3. ผลกระทบระหว่างประเทศแบบฟิชเชอร์ (International Fisher Effect : IFE)
4. อัตราดอกเบี้ยเสมอภาค (Interest Rate Parity : IRP)
5. อัตราแลกเปลี่ยนเสมอภาค (Forward Rate Parity : FRP)

### 1. อำนาจซื้อเสมอภาค (PPP)

อำนาจซื้อเสมอภาคเป็นแนวคิดที่นักเศรษฐศาสตร์ชาวสวีเดน ชื่อ กุสตาฟ คาสเซล (Gustav Cassell) เสนอในทศวรรษที่ 1920 โดยเขาใช้แนวคิดนี้เป็นพื้นฐานในการเสนออัตราแลกเปลี่ยนทางการค้าชุดใหม่ ในช่วงเมื่อสงครามโลกครั้งที่หนึ่งสิ้นสุดลงใหม่ๆ เพื่อช่วยให้ความสัมพันธ์ทางการค้ากลับเข้าสู่สภาพปกติ และตั้งแต่นั้นมา อำนาจซื้อเสมอภาคก็ถูกนำมาใช้โดยธนาคารกลางเพื่อเป็นแนวทางในการกำหนดมูลค่าพื้นฐาน (Par Value) ของเงินทุนของประเทศ

ทฤษฎีอำนาจซื้อเสมอภาคสามารถแบ่งได้เป็น 2 กรณี ดังนี้

1.1 ทฤษฎีอำนาจซื้อเสมอภาคแบบสัมบูรณ์ แสดงว่า ขณะใดๆ อัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพระหว่างเงินตราภายในประเทศและต่างประเทศ จะเท่ากับอัตราส่วนระหว่างระดับราคาภายในประเทศและระดับราคาต่างประเทศ โดยสามารถแสดงได้ในรูปของสมการดังนี้

$$S = \frac{P}{P^*}$$

โดยที่  $S$  = ค่าของอัตราแลกเปลี่ยนของเงินตราในประเทศไทยต่อ 1 หน่วยสกุลเงินตราต่างประเทศ  
 $P$  = ระดับราคาภายในประเทศ  
 $P^*$  = ระดับราคาต่างประเทศ

นั่นคือ ระดับราคาโดยทั่วไป (เมื่อเปลี่ยนเป็นเงินตราสกุลเดียวกัน) จะเท่ากันในแต่ละประเทศ หรืออาจกล่าวได้ว่า สินค้าชนิดเดียวกันมีราคาเดียวกันในทุกประเทศ (Law of One Price) ตัวอย่างเช่น สินค้าชนิดหนึ่งมีราคาในประเทศไทยเท่ากับ 40 บาท และมีราคาในประเทศสหรัฐฯ

เท่ากับ 1 ดอลลาร์ ดังนั้นอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐควรเท่ากับ 40 บาทต่อ 1 ดอลลาร์

1.2 ทฤษฎีอำนาจซื้อเสมอภาคแบบเปรียบเทียบแสดงว่าการเปลี่ยนแปลงดุลยภาพในอัตราแลกเปลี่ยนเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราส่วนของระดับราคาในประเทศและต่างประเทศ โดยเป็นการมองการเปรียบเทียบอำนาจซื้อของเงินสกุลใด ๆ ในช่วงเวลาที่แตกต่างกัน นั้นหมายถึง มีการนำภาวะเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นในขณะใดขณะหนึ่งเข้ามาร่วมพิจารณา และเนื่องจากเงินเฟ้อเป็นตัวจำกัดอำนาจซื้อของเงินตรา ดังนั้น ประเทศที่มีเงินเฟ้อในระดับสูงเงินตราของประเทศนั้นจะมีค่าลดลง กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ อัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงิน (Nominal Exchange Rate) ในปีใด ๆ มีค่าต่างจากอัตราแลกเปลี่ยนในปีฐาน ในสัดส่วนเดียวกันกับเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นในช่วงปีนั้น ดังนั้น อาจกล่าวได้ว่า อำนาจซื้อเสมอภาคตามแนวคิดแบบเปรียบเทียบ นี้อาจแสดงถึงอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (Real Exchange Rate) ได้ด้วย และสามารถแสดงได้ในรูปสมการ ดังนี้

$$S_t = \frac{(P_t/P_0)}{(P_t^*/P_0^*)} \times S_0$$

โดยที่	$S_t$	= ค่าของอัตราแลกเปลี่ยนของเงินตราในประเทศไทยต่อ 1 หน่วยสกุลเงินตราต่างประเทศ ณ เวลา t
	$P_t$	= ระดับราคาภายในประเทศ ณ เวลา t
	$P_0$	= ระดับราคาภายในประเทศ ณ เวลา $t_0$ ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ใช้เป็นฐาน
	$P_t^*$	= ระดับราคาต่างประเทศ ณ เวลา t
	$P_0^*$	= ระดับราคาต่างประเทศ ณ เวลา $t_0$ ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ใช้เป็นฐาน
	$S_0$	= ค่าของอัตราแลกเปลี่ยนของเงินตราในประเทศไทยต่อ 1 หน่วยสกุลเงินตราต่างประเทศ ณ เวลา $t_0$ ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ใช้เป็นฐาน

กล่าวคือ หากราคาสินค้าชนิดหนึ่งในประเทศไทยมีราคาแพงขึ้นจาก 25 บาท เป็น 40 บาท ขณะที่ราคาสินค้าในสหรัฐฯ ไม่เปลี่ยนแปลง ดังนั้น อัตราแลกเปลี่ยนหรืออำนาจซื้อของเงินตราตามแนวคิดแบบเปรียบเทียบ อำนาจซื้อเสมอภาค จะเท่ากับ 40 บาทต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐ

## 2. ผลกระทบแบบฟิชเชอร์

Irving Fisher เป็นนักเศรษฐศาสตร์ซึ่งเป็นผู้คิดค้นทฤษฎี Fisher Effects ได้อธิบายว่า ในตลาดเงินแต่ละประเทศอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน (Nominal Interest Rate) จะเท่ากับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Interest Rate) บวกอัตราเงินเฟ้อที่คาดว่าจะเกิดขึ้น และอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในแต่ละตลาดมีแนวโน้มที่เท่ากัน ดังนั้น อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินจะผันแปรไปตามอัตราเงินเฟ้อที่คาดไว้ในแต่ละประเทศ แสดงในรูปสมการได้ดังนี้

$$r = a + i \quad (2.1)$$

โดยที่

- $r$  = อัตราดอกเบี้ยในนาม
- $a$  = อัตราผลตอบแทนแท้จริง
- $i$  = อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ไว้

รูปแบบทั่วไปของผลกระทบแบบฟิชเชอร์ แสดงว่า ผลตอบแทนแท้จริงจะเท่ากันหมดในทุกประเทศ ทั้งนี้โดยผ่านกระบวนการ arbitrage นั่นคือ

$$a_h = a_f \quad (2.2)$$

โดยที่

- $h$  = home
- $f$  = foreign

นำสมการที่ 2.1) มาแทนในสมการที่ 2.2) จะได้

$$r_h - r_f = i_h - i_f$$

ถ้าผลตอบแทนแท้จริงที่คาดการณ์ไว้สำหรับเงินสกุลหนึ่งสูงกว่าเงินอีกสกุลหนึ่งแล้ว เงินทุนจะไหลออกจากประเทศที่มีผลตอบแทนต่ำไปประเทศที่มีผลตอบแทนสูงกว่า และกระบวนการ arbitrage จะมีต่อไปเรื่อย ๆ จนกระทั่งอัตราผลตอบแทนแท้จริงที่คาดการณ์ไว้จะ

เท่ากัน ดังนั้น หากไม่มีการแทรกแซงของรัฐบาลแล้ว ณ จุดดุลยภาพจะทำให้ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยในนามทั้งสองตลาดเท่ากับความแตกต่างของอัตราเงินเฟ้อทั้งสองตลาดเช่นกัน

### 3. ผลกระทบระหว่างประเทศแบบฟิชเชอร์

กล่าวว่า อัตราแลกเปลี่ยนทันทีจะเปลี่ยนแปลงไปเท่ากับความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยในนามของเงิน 2 สกุล แสดงนัยว่า อัตราแลกเปลี่ยนจะเคลื่อนตัวไปหักลบการเปลี่ยนแปลงในความแตกต่างของอัตราเงินเฟ้อ ดังนั้น หากอัตราเงินเฟ้อในประเทศสหรัฐฯ สูงกว่า ประเทศอื่น ๆ โดยเปรียบเทียบแล้ว จะทำให้เกิดการลดค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯลง และทำให้เกิดการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยในประเทศสหรัฐฯ โดยเปรียบเทียบกับประเทศอื่น ๆ เมื่อนำเงื่อนไขทั้งสองประการนี้มารวมกัน ผลที่ได้คือ

$$r_h - r_f = \frac{e_1 - e_0}{e_0}$$

โดยที่

- $r_h$  = อัตราดอกเบี้ยในประเทศไทย
- $r_f$  = อัตราดอกเบี้ยในประเทศสหรัฐฯ
- $e_0$  = อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงิน 1 ดอลลาร์สหรัฐฯในอัตราทันที (Spot Rate)
- $e_1$  = อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงิน 1 ดอลลาร์สหรัฐฯในอัตราทันทีในอนาคต

ดังนั้น การทำ arbitrage ระหว่างตลาดการเงินในรูปของการไหลของเงินทุนจะเป็นการทำให้ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยของสองประเทศเป็นตัวพยากรณ์ที่ไม่มีความลำเอียงของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบทันที ในอนาคต อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี เงื่อนไขนี้มิได้หมายความว่าความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยจะเป็นตัวพยากรณ์ที่เที่ยงตรงยิ่ง แต่หมายความว่าความผิดพลาดในการพยากรณ์จะหักกลบลบไปเมื่อเวลาผ่านไป

#### 4. อัตราดอกเบี้ยเสมอภาค

ทฤษฎีนี้จะช่วยเชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับค่าของเงิน สกุลใดสกุลหนึ่งเมื่อเทียบกับอีกสกุลหนึ่งว่ามีค่าเป็นส่วนเพิ่ม (Premium) หรือส่วนลด (Discount) โดยทฤษฎีนี้กล่าวว่าถ้าไม่มีการพิจารณาเรื่องต้นทุนในการทำธุรกรรม (Transaction Costs) แล้ว หลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงเหมือนกัน และมีกำหนดระยะเวลาใกล้เคียงกันของแต่ละประเทศอาจจะมีอัตราดอกเบี้ยแตกต่างกัน และความแตกต่างนี้มีค่าเท่ากับส่วนเพิ่ม (Premium) หรือ ส่วนลด(Discount) ของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ โดยทั่วไปแล้วนักลงทุนต้องการแสวงหากำไรจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนระยะสั้น โดยเงินทุนจะเคลื่อนย้ายไปสู่ประเทศ ที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า เช่น หากอัตราดอกเบี้ยในประเทศสหรัฐฯ สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทย นักลงทุนชาวไทยก็จะซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ณ อัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน (Spot Rate) เพื่อนำเข้าไปลงทุนในสหรัฐฯ และขายเงินดอลลาร์สหรัฐฯล่วงหน้า (Forward Rate) การกระทำแบบนี้จะทำให้อัตราทันทีเพิ่มสูงขึ้น และอัตราล่วงหน้าลดลง (Forward Discount) ในเวลาเดียวกันอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยจะสูงขึ้น (เมื่อมีการไหลของเงินทุนออกจากประเทศไทย) และขณะเดียวกันการที่เงินทุนไหลเข้าไปในสหรัฐฯมากขึ้น จะทำให้อัตราดอกเบี้ยในสหรัฐฯ ลดลง กระบวนการเช่นนี้เรียกว่า covered interest arbitrage และกระบวนการแบบนี้จะเกิดต่อไปเรื่อย ๆ จนกว่าจะบรรลุอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค หรือมิฉะนั้นก็มีการแทรกแซงจากรัฐบาล

อัตราดอกเบี้ยเสมอภาคจะเกิดขึ้นเมื่อมีโอกาสในการทำ covered interest arbitrage หหมดไป คือ อัตราดอกเบี้ยที่สูงของเงินสกุลหนึ่งจะถูกหักลบด้วยอัตราล่วงหน้าลดลง (Forward Discount) และอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำจะถูกหักลบด้วยอัตราล่วงหน้าส่วนเพิ่ม (Forward Premium) และแสดงในรูปสมการได้ดังนี้

$$r_h - r_f = \frac{f_1 - e_0}{e_0}$$

โดยที่

$r_h$	=	อัตราดอกเบี้ยในประเทศไทย
$r_f$	=	อัตราดอกเบี้ยในประเทศสหรัฐฯ
$e_0$	=	อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงิน 1 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในอัตราทันที (Spot Rate)

$$f_1 = \text{อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงิน 1 ดอลลาร์สหรัฐในอัตราล่วงหน้า}$$

(Forward Rate)

## 5. อัตราแลกเปลี่ยนเสมอภาค

กล่าวคือ อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ณ ระยะเวลาปีที่ 0 ถึงปีที่ 1 จะเท่ากับ อัตราแลกเปลี่ยนทันทีที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในปีที่ 1 หมายความว่า คุณภาพจะเกิดขึ้นได้ก็ต่อเมื่อความแตกต่างในอัตราล่วงหน้า เท่ากับการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนที่คาดการณ์ไว้ ณ จุดนี้จะไม่มีความแรงจูงใจในการซื้อขายเงินตราแบบล่วงหน้า เหลืออยู่อีก สามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$\frac{f_1 - e_0}{e_0} = \frac{e_1 - e_0}{e_0}$$

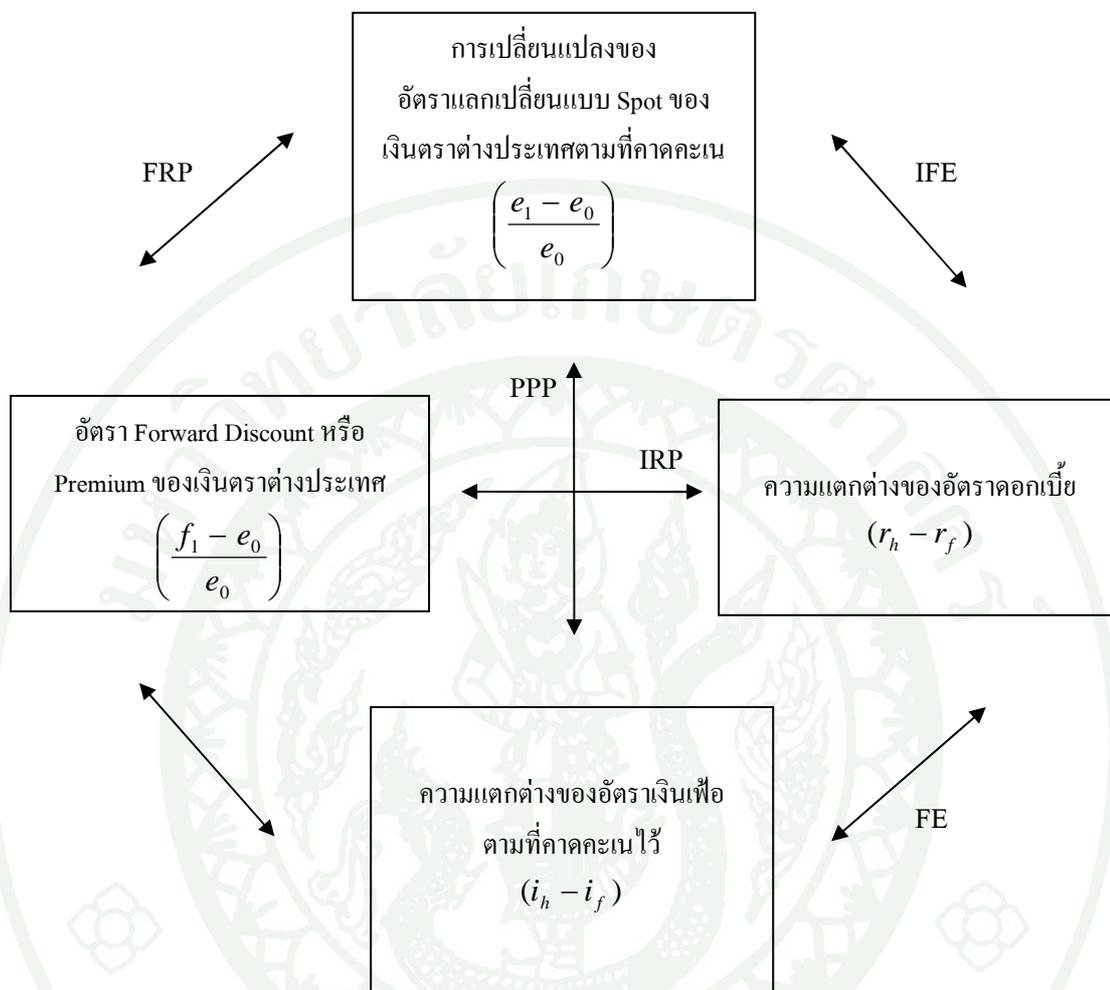
โดยที่

$$f_1 = \text{อัตราแลกเปลี่ยนแบบล่วงหน้า ที่ครบอายุ ณ เวลา } t = 1$$

$$e_0 = \text{อัตราแลกเปลี่ยนแบบทันที ในปัจจุบัน}$$

$$e_1 = \text{อัตราแลกเปลี่ยนแบบทันที ในอนาคต ณ เวลา } t = 1$$

สามารถแสดงความสัมพันธ์ทางเศรษฐกิจของแนวคิดทั้ง 5 โดยเชื่อมโยงอัตราแลกเปลี่ยนแบบทันที (Spot Rate) อัตราแลกเปลี่ยนแบบล่วงหน้า (Forward Rate) อัตราเงินเฟ้อ และอัตราดอกเบี้ย เข้าด้วยกัน ได้ในภาพที่ 3 ถ้าคาดว่าจะเกิดเงินเฟ้อขึ้นในประเทศใดประเทศหนึ่ง (ประเทศไทย) และอัตราเงินเฟ้อนี้ได้รับการคาดคะเนว่าจะสูงกว่าอัตราเงินเฟ้อในอีกประเทศหนึ่ง (ประเทศสหรัฐฯ) ประมาณร้อยละ 3 ในปีหน้า การคาดคะเนนี้จะทำให้เงินบาทลดค่าลงประมาณ ร้อยละ 3 เมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐ และในทำนองเดียวกันอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward Rate) 1 ปีของเงินบาทจะมีราคาขายเป็นส่วนลด (Discount) ร้อยละ 3 เมื่อเปรียบเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ และเช่นเดียวกันอัตราดอกเบี้ยระยะเวลา 1 ปีในประเทศไทยจะต้องสูงขึ้นมากกว่าอัตราดอกเบี้ยระยะเวลา 1 ปีของหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงพอ ๆ กันในสหรัฐฯ ประมาณร้อยละ 3 ด้วย ถ้าแตกต่างจากนี้ก็จะเกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากประเทศหนึ่งไปประเทศหนึ่งเพื่อแสวงหาผลตอบแทนที่สูงกว่า กระบวนการเช่นนี้จะดำเนินต่อไปจนกระทั่งอัตราผลตอบแทนของทุกตลาดเท่ากัน



หมายเหตุ: PPP = อำนาจซื้อเสมอภาค  
 FE = ผลกระทบแบบฟิชเชอร์  
 IFE = ผลกระทบระหว่างประเทศแบบฟิชเชอร์  
 IRP = อัตราดอกเบี้ยเสมอภาค  
 FRP = อัตราแลกเปลี่ยนเสมอภาค

ภาพที่ 3 ความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราแลกเปลี่ยนแบบทันที อัตราล่วงหน้า อัตราเงินเฟ้อ  
และอัตราดอกเบี้ย

ที่มา: Shapiro (1992)

### การกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวคิด The Asset Model Approach

การกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวคิดนี้ เหมือนการกำหนดราคาสินทรัพย์ในตลาด คือ ใช้ข้อมูลทั้งหมดในปัจจุบันเป็นตัวกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน และเนื่องจากอัตราแลกเปลี่ยนที่คาดการณ์ไว้ในอนาคตมีส่วนในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนในปัจจุบัน และการคาดการณ์นี้อยู่ภายใต้ข้อสมมติว่ามีการคาดการณ์อย่างสมเหตุสมผล (Rational Expectation) คือ ใช้ข้อมูลที่หาได้ทั้งหมดในปัจจุบัน ทำการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต ดังนั้น ถ้าข้อมูลในปัจจุบันเปลี่ยนแปลง การคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตก็เปลี่ยนแปลงไปด้วย ซึ่งเป็นผลให้อัตราแลกเปลี่ยนในปัจจุบันเปลี่ยนแปลงตาม

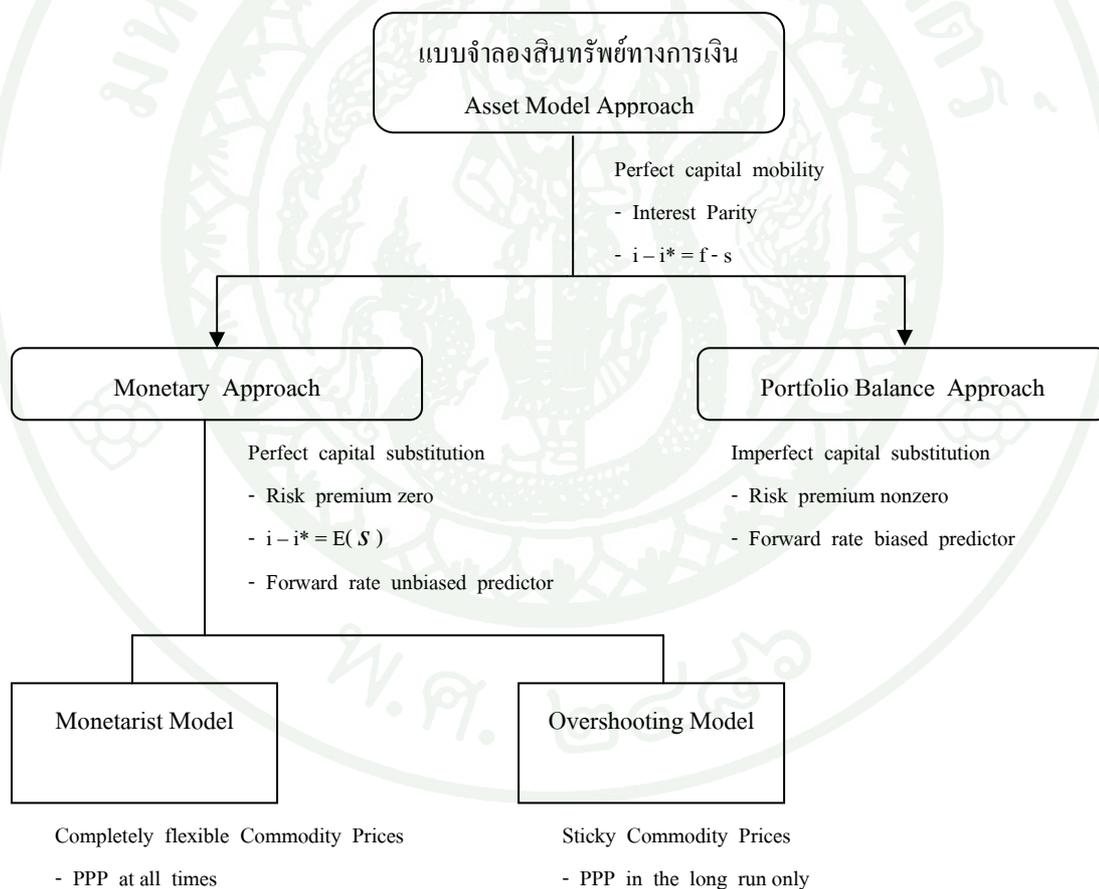
อัตราแลกเปลี่ยนในแนวคิดนี้คือ ราคาเปรียบเทียบของสินทรัพย์ระหว่างประเทศ โดยการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนเกิดจากการปรับสัดส่วนการถือสินทรัพย์ระหว่างประเทศใน Portfolio เพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต (Expected Rate of Return) สูงที่สุด ภายใต้ข้อสมมติว่า การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศทำได้เสรี ( Perfect Capital Mobility )

จากภาพที่ 4 แนวคิดในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตาม Asset Market Approach ได้แบ่งเป็น 2 แนวคิด ตามข้อสมมติเพิ่มเติม คือ ถ้าสมมติว่า หลักทรัพย์ระหว่างประเทศทดแทนกันได้สมบูรณ์ ( Perfect Substitution) จะได้แนวคิดการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตาม The Monetary Approach ที่เชื่อว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนเกิดจากการปรับอุปสงค์และอุปทานของเงินให้เข้าสู่ดุลยภาพ แต่ถ้าข้อสมมติเปลี่ยนเป็นสินทรัพย์ระหว่างประเทศทดแทนกันไม่สมบูรณ์ (Imperfect Substitution) แนวคิดการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนจะเป็น The Portfolio Balance Approach ที่เชื่อว่า การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนเกิดจากการปรับสัดส่วนการถือสินทรัพย์ระหว่างประเทศ ประกอบไปด้วยปริมาณเงินและหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ

### แนวคิดการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนด้วยวิธีการเงิน (Monetary Approach)

แนวคิดนี้ เป็นการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนโดยนำทฤษฎีอำนาจซื้อเสมอภาค(PPP) มาประยุกต์กับทฤษฎีปริมาณเงิน(Quantity theory of money)ในระบบเศรษฐกิจซึ่งมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาด้วย การไม่ได้ดุลในการดุลการชำระเงิน มีผลมาจากการไม่ได้ดุลในระบบการเงิน นั่นคือ ความแตกต่างของความต้องการถือเงินกับอุปทานของเงิน จะถูกปรับด้วยการไหล

เข้าของเงินตราจากต่างประเทศ โดยมีอัตราดอกเบี้ยเป็นตัวปรับ การพิจารณาการเปลี่ยนแปลงไม่เพียงแต่มีผลต่อดุลการค้าเท่านั้น หากยังต้องพิจารณาอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศด้วย ถ้าอัตราดอกเบี้ยในประเทศต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยจากต่างประเทศ เงินตราต่างประเทศจะเคลื่อนย้ายออก (Capital outflow) เพื่อนำเงินไปฝากต่างประเทศที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า และเนื่องจากอัตราดอกเบี้ยโดยทฤษฎีจะถูกกำหนดจากอุปสงค์และอุปทานของเงิน (demand for and supply of money) ถ้าอุปสงค์ของเงินคงที่ การเพิ่มขึ้นของอุปทานของเงินจะทำให้เกิดอุปทานของเงินส่วนเกิน (excess supply of money) ทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลง กระตุ้นความต้องการถือเงินเพื่อใช้จ่ายใช้สอยเพิ่มขึ้น เพื่อรักษามูลค่าที่แท้จริงของเงิน ทำให้เกิดอุปสงค์ส่วนเกินในสินค้า (excess demand for goods) ผลักดันให้ราคาสินค้าเพิ่มสูงขึ้น นำไปสู่การเสื่อมค่าของเงิน (depreciation)



ภาพที่ 4 แผนภาพแนวคิดของแบบจำลองสินทรัพย์ทางการเงิน

ที่มา: Levich (2001)

## ข้อสมมติของแบบจำลองทางการเงิน

### 1. การยอมรับกฎของราคาเดียว (law one price) โดย

1.1 สินค้าชนิดเดียวกันที่ซื้อขายกันระหว่างประเทศจะมีลักษณะเหมือนกัน (perfectly homogeneous) นั่นคือสินค้าสามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์

1.2 ไม่คำนึงถึงต้นทุนค่าขนส่ง

1.3 การค้าเป็นไปอย่างเสรี ไม่มีการควบคุมการค้า

2. การเคลื่อนย้ายเงินทุนเป็นไปอย่างเสรี (perfect capital mobility) โดยการเลือกลงทุนในสินทรัพย์ระหว่างประเทศของนักลงทุนนั้น จะคำนึงถึงผลตอบแทนจากการลงทุนเป็นหลัก

3. ถ้ามีความไม่สมดุลเกิดขึ้น ตลาดเงินจะเป็นตัวปรับอย่างรวดเร็วโดยผ่านระดับราคา ซึ่งจะขจัดอุปสงค์หรืออุปทานส่วนเกินของเงิน จนอยู่ในดุลยภาพ

จากแนวคิดของนักเศรษฐศาสตร์สำนักคลาสสิกนั้น ระดับราคาและค่าจ้างสามารถเปลี่ยนแปลงได้อย่างสมบูรณ์ ปริมาณผลผลิตหรืออุปทานรวมจะถูกจำกัดโดยความเต็มใจในการทำงานของประชาชน (full employment) ดังนั้นอุปทานรวม (aggregate supply) จะมีลักษณะเป็นเส้นตั้งฉาก ณ ระดับที่มีการจ้างงานเต็มที่ อุปสงค์รวมไม่กระทบต่อผลผลิตและการจ้างงาน หากแต่การเปลี่ยนแปลงในอุปสงค์รวมจะทำให้ระดับราคาสินค้าเปลี่ยนแปลงเท่านั้น ซึ่งต่างจากแนวคิดของนักเศรษฐศาสตร์สำนักเคนส์ที่กล่าวว่า ในระยะสั้น ค่าจ้างแรงงานและราคาสินค้าค่อนข้างคงที่หรือเปลี่ยนแปลงช้า และมีการว่างงานในระบบเศรษฐกิจ

แนวคิดของแบบจำลองทางการเงิน (monetary approach) ประกอบด้วยหลักพื้นฐานสองประการคือ (1) อำนาจซื้อเสมอภาค (purchasing power parity) (2) อุปสงค์การถือเงินแท้จริง (the demand for real money balances) แนวคิดนี้เริ่มจากสมการปริมาณเงินของ Cambridge (the Quantity theory of money) ดังนี้

$$M = kPy \quad (2.3)$$

จาก PPP :  $S = \frac{P}{P^*}$  หรือ

$$P = SP^* \quad (2.4)$$

แทนค่า (2.4) ใน (2.3) จะได้  $M = kSP^*y$  หรือ

$$S = \frac{M}{kP^*y} \quad (2.5)$$

กำหนดให้

$S$  = อัตราแลกเปลี่ยนในนาม (nominal rate) ในรูปเงินในประเทศ  
ต่อเงินต่างประเทศ 1 หน่วย

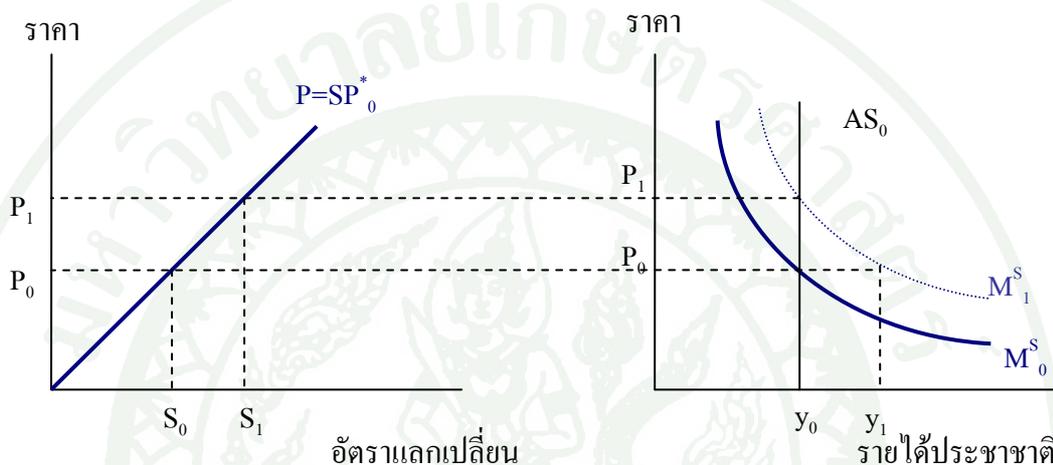
$M$  = ปริมาณเงิน

$P, P^*$  = ราคาสินค้าในประเทศ และต่างประเทศ

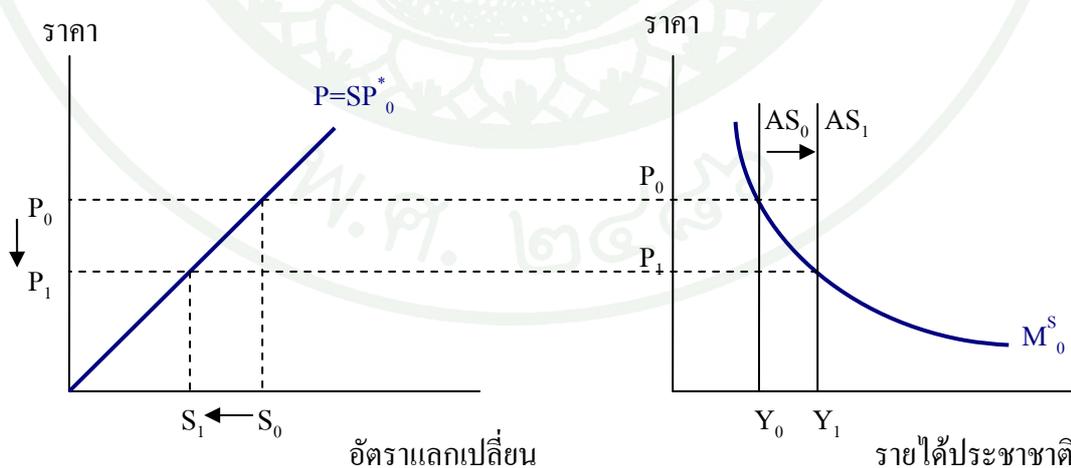
$Y$  = รายได้แท้จริงในประเทศ

จากสมการ(2.5) นั่นคือ ถ้าปริมาณเงินเพิ่มขึ้น จะทำให้ระดับราคาในประเทศและอัตราแลกเปลี่ยนสูงขึ้นหรือค่าเงินเสื่อมลง (depreciate) ในสัดส่วนเดียวกัน หรือถ้ารายได้ในประเทศหรือราคาสินค้าในต่างประเทศเพิ่มขึ้น จะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนลดลงหรือค่าเงินในประเทศมีค่าเพิ่มขึ้น (appreciate) หรือสามารถอธิบายได้ด้วยภาพที่ 5, 6 และ 7 ซึ่งแสดงถึงการเสื่อมค่าของเงินตราในประเทศ จากภาพที่ 5 เมื่อปริมาณเงินในประเทศเพิ่มสูงขึ้นทำให้เกิดปริมาณเงินส่วนเกิน (excess supply of money) กดดันให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศลดลง ทำให้ความต้องการถือเงินเพื่อจับจ่ายใช้สอยเพิ่มขึ้น และเกิดอุปสงค์ส่วนเกินในสินค้า ผลักดันให้ระดับราคาสินค้าเพิ่มสูงขึ้นความสามารถในการแข่งขันน้อยลง (under-competitive) ดังนั้นเพื่อรักษาดุลยภาพตามอำนาจซื้อเสมอภาค (PPP) จึงต้องลดค่าเงินสกุลท้องถิ่นลงหรืออัตราแลกเปลี่ยนสูงขึ้นไปตามอำนาจซื้อเสมอภาค(PPP) หรือ จากภาพที่ 6 การเพิ่มค่าของเงินเมื่อระดับรายได้ในประเทศเพิ่มสูงขึ้นความต้องการถือเงินจะเพิ่มขึ้น ทำให้เกิดอุปสงค์ของเงินส่วนเกิน (excess demand for money) เกิดอุปทานส่วนเกินในสินค้า (excess supply of goods) ราคาสินค้าปรับลดลง ณ ระดับอัตราแลกเปลี่ยนเดิมจะเกิดความสามารถในการแข่งขันมากเกินไป (overcompetitive) ดังนั้นอัตราแลกเปลี่ยนจะลดลง (appreciate) เข้าสู่ดุลยภาพใหม่ที่  $(S_1, P_1)$  ซึ่งแบบจำลองทางการเงินนี้จะเน้นผลกระทบของการ

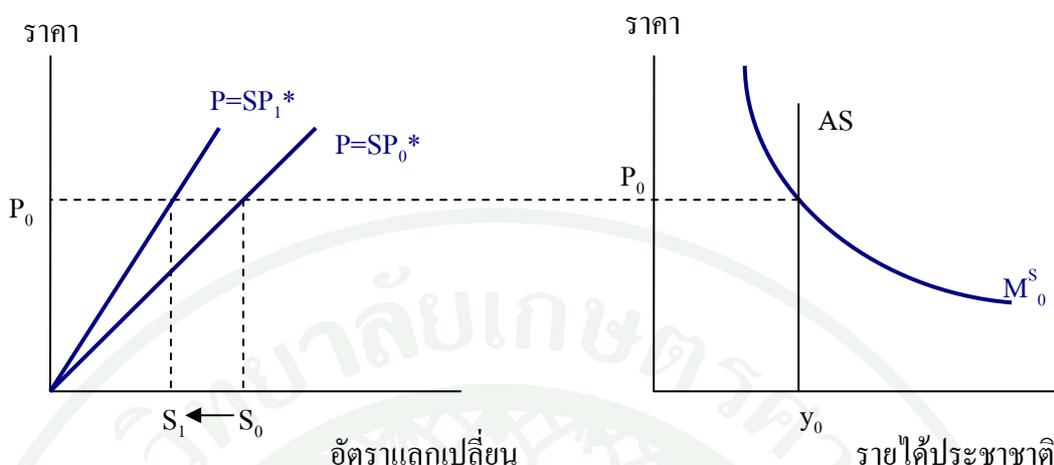
เปลี่ยนแปลงของรายได้ที่มีต่ออุปสงค์การถือเงิน ต่างจากแบบจำลองของเคนส์ ที่กล่าวว่า เมื่อรายได้เพิ่มขึ้น จะทำให้อุปสงค์ต่อสินค้าเพิ่มสูงขึ้น การส่งออกสุทธิลดลง และค่าเงินเสื่อม (depreciate) เมื่อระดับราคาเปรียบเทียบในประเทศต่ำกว่าต่างประเทศ จะทำให้ค่าเงินเพิ่มค่าขึ้น ดังภาพที่ 7



ภาพที่ 5 การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวคิดทางการเงินเมื่อปริมาณเงินเพิ่มขึ้น  
ที่มา: Copeland (2005)



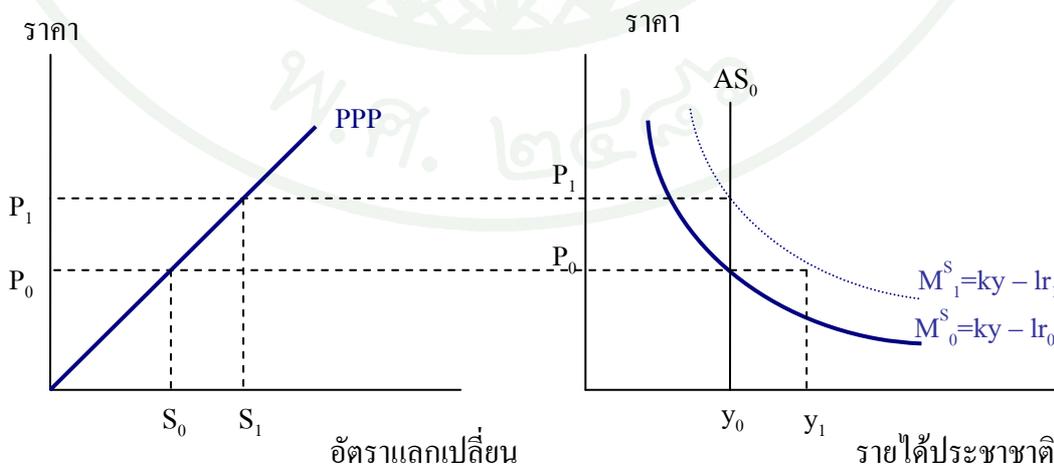
ภาพที่ 6 การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเมื่อรายได้เพิ่มขึ้น  
ที่มา: Copeland (2005)



ภาพที่ 7 การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเมื่อราคาสินค้าต่างประเทศเพิ่มขึ้น

ที่มา: Copeland (2005)

ผลของอัตราดอกเบี้ยต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนตามทฤษฎีนี้ กล่าวว่า เมื่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศเพิ่มสูงขึ้น ทำให้ความต้องการถือเงินเพื่อจับจ่ายใช้สอยลดลง ณ ปริมาณเงินเท่าเดิม ปริมาณเงินมากกว่าความต้องการถือเงินส่วนเกิน (excess supply of money) และเกิดอุปสงค์ส่วนเกินของสินค้า (excess demand for goods) ผลักดันให้ระดับราคาในประเทศเพิ่มสูงขึ้น อัตราแลกเปลี่ยนจะเสื่อมค่า (depreciate) ซึ่งต่างจากแนวคิดของเคนส์ที่ เมื่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศสูงกว่าต่างประเทศจะทำให้เกิดเงินทุนไหลเข้าประเทศและค่าเงินเพิ่มค่า (appreciate) ดังภาพที่ 8



ภาพที่ 8 การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวคิดทางการเงินเมื่ออัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น

ที่มา: Copeland (2005)

กรณีแบบจำลองสองประเทศในระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว (Two-country model of a floating exchange rate)

จากสมการความต้องการถือเงินในประเทศ  $M = kPy$  หรือเขียนเป็น

$$P = M / ky$$

ทำนองเดียวกันสมการความต้องการถือเงินในต่างประเทศ  $M^* = kP^* y^*$  หรือ

$$P^* = M^* / k^* y^*$$

โดยที่  $k$  และ  $k^*$  คือ ส่วนกลับของการหมุนเวียนของเงิน (inverse of the velocity of money) เป็นค่าคงที่

จากทฤษฎี PPP จะได้  $S = P/P^*$

$$\text{แทนค่า } P \text{ และ } P^* \text{ ในสมการ PPP จะได้ } S = \frac{P}{P^*} = \frac{Mk^* y^*}{M^* ky}$$

ซึ่งหมายความว่า อัตราแลกเปลี่ยน ( $S$ ) จะเท่ากับอัตราส่วนระหว่าง ปริมาณเงินโดยเปรียบเทียบกับ อุปสงค์การถือเงินแท้จริงโดยเปรียบเทียบ ดังนั้น หากมีปัจจัยใดๆ ที่ทำให้ปริมาณเงินท้องถิ่น ( $M$ ) เพิ่มขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับปริมาณเงินตราต่างประเทศ ( $M^*$ ) หรือมีปัจจัยใดที่ทำให้อุปสงค์การถือเงินในประเทศท้องถิ่น ( $ky$ ) ลดลงเมื่อเปรียบเทียบกับอุปสงค์การถือเงินในต่างประเทศ ( $k^* y^*$ ) แล้วจะมีผลทำให้ค่าของเงินสกุลท้องถิ่นเสื่อมค่า (depreciate) หรือ อัตราแลกเปลี่ยน ( $S$ ) สูงขึ้นนั่นเอง

### การกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวคิดการเลือกถือสินทรัพย์ (Portfolio Balance Approach)

แนวคิดนี้ได้พิจารณาทั้งตลาดสินค้าและตลาดเงิน โดยอัตราแลกเปลี่ยนจะถูกกำหนดโดย ขบวนการที่ทำให้อุปสงค์และอุปทานของสินทรัพย์ทางการเงินเท่ากันในแต่ละประเทศ แนวความคิดนี้ได้ขยายขอบเขตของการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนออกไป โดยให้ความสำคัญไปถึง ตลาดสินทรัพย์ (asset market) ด้วย ข้อสมมติในแนวคิดนี้ถือว่าสินทรัพย์ระหว่างประเทศสามารถ เคลื่อนย้ายได้อย่างสมบูรณ์ (perfect capital mobility) และหลักทรัพย์ระหว่างประเทศไม่สามารถ ทดแทนกันได้ได้อย่างสมบูรณ์ (imperfect substitution) แสดงว่าผลตอบแทนของสินทรัพย์ทั้ง 2 ประเทศจะไม่เท่ากัน ผู้ลงทุนจะเลือกลงทุนในสินทรัพย์ต่าง ๆ เพราะดูจากอัตราผลตอบแทนจาก สินทรัพย์ คือหากสินทรัพย์ใดมีความเสี่ยงสูง จะมีผลตอบแทนสูง โดยนักลงทุนในประเทศที่ถือ พันธบัตรในประเทศจะขึ้นอยู่กับส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยหรือการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงค่า ของเงินในประเทศ ซึ่งแนวคิดในเรื่องความแตกต่างกับการทดแทนกันระหว่างพันธบัตรใน ประเทศกับพันธบัตรต่างประเทศนี้เป็นสิ่งสำคัญที่ต่างไปจากแนวคิดทางการเงิน (monetary approach)

ตามแนวคิดนี้ สินทรัพย์ทางการเงินที่ประกอบขึ้นเป็น ความมั่งคั่ง (wealth) ประกอบด้วย เงิน (money) พันธบัตรในประเทศ (domestic bond) พันธบัตรต่างประเทศ (foreign bond) โดยที่

$$W = M + B_p + SF_p \quad (2.6)$$

$$M = (r, E\dot{s}, Y, W) \quad (2.7)$$

โดย  $m_r < 0, m_s < 0, m_y > 0$  และ  $m_w > 0$

$$B_p = b(r, E\dot{s}, Y, W) \quad (2.8)$$

โดย  $b_r > 0, b_s < 0, b_y < 0$  และ  $b_w > 0$

$$SE_p = f(r, E\dot{s}, Y, W) \quad (2.9)$$

โดย  $f_r < 0, f_s > 0, f_y < 0$  และ  $f_w > 0$

$$m_w + b_w + f_w = 1 \quad (2.10)$$

$$m_r + b_r + f_r = 0 \quad (2.11)$$

$$m_s + b_s + f_s = 0 \quad (2.12)$$

โดยกำหนดให้

$M$	=	ปริมาณเงินภายในประเทศ
$B_p$	=	ปริมาณหลักทรัพย์ภายในประเทศที่ถือโดยเอกชนในประเทศ
$F_p$	=	ปริมาณหลักทรัพย์ต่างประเทศที่ถือโดยเอกชนในประเทศ
$S$	=	อัตราแลกเปลี่ยนทันที
$W$	=	ความมั่งคั่งของเอกชนภายในประเทศทั้งหมด
$r$	=	อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ
$E_s$	=	การคาดคะเนการเสื่อมค่าของเงิน
$Y$	=	รายได้ภายในประเทศ

แบบจำลองดังกล่าว สมมติว่าประเทศที่พิจารณาเป็นประเทศเล็ก ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงจะมาจากต่างประเทศ และสินทรัพย์ของประเทศที่พิจารณาไม่ค้อยเป็นที่สนใจของประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก ดังนั้น ผู้ถือสินทรัพย์จะเป็นคนในประเทศ เมื่อระดับราคาในประเทศ ( $p$ ) และระดับราคาต่างประเทศ ( $p^*$ ) คงที่ ผลผลิตแท้จริง (real output) คงที่ จะเห็นว่า การเลือกถือสินทรัพย์ (portfolio) ของเอกชนหรือรัฐบาลจะมีสินทรัพย์ 3 ประเภท คือ เงินพันธบัตรภายในประเทศ ( $B_p$ ) และพันธบัตรต่างประเทศ ( $F_p$ ) (ในสมการที่ 2.6) ซึ่งได้มาจากอัตราแลกเปลี่ยนคูณด้วยพันธบัตรต่างประเทศ และคิดในรูปเงินสกุลท้องถิ่น ( $S \times F_p$ )

สมการที่ 2.7 แสดงความต้องการในการถือเงินของเอกชน จะมีความสัมพันธ์ทางตรงข้ามกับอัตราดอกเบี้ย และการคาดการณ์การเสื่อมค่าของเงิน ( $m_r < 0, m_s < 0$ ) และมีความสัมพันธ์ทางเดียวกับรายได้ และความมั่งคั่ง ( $m_y > 0, m_w > 0$ )

สมการที่ 2.8 แสดงปริมาณพันธบัตรภายในประเทศ จะมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับการคาดการณ์การเสื่อมค่าของเงิน และรายได้ ( $b_s < 0, b_y < 0$ ) และมีความสัมพันธ์ทางเดียวกันกับอัตราดอกเบี้ย และความมั่งคั่ง ( $b_r > 0, b_w > 0$ )

สมการ 2.9 แสดงว่า มูลค่าภายในประเทศของพันธบัตรต่างประเทศ จะมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับอัตราดอกเบี้ย และรายได้ ( $f_r < 0, f_y < 0$ ) และมีความสัมพันธ์ทางเดียวกันกับการคาดการณ์การเสื่อมค่าของเงิน และความมั่งคั่ง ( $f_s > 0, f_w > 0$ )

สมการที่ 2.10, 2.11, 2.12 เป็นข้อจำกัด

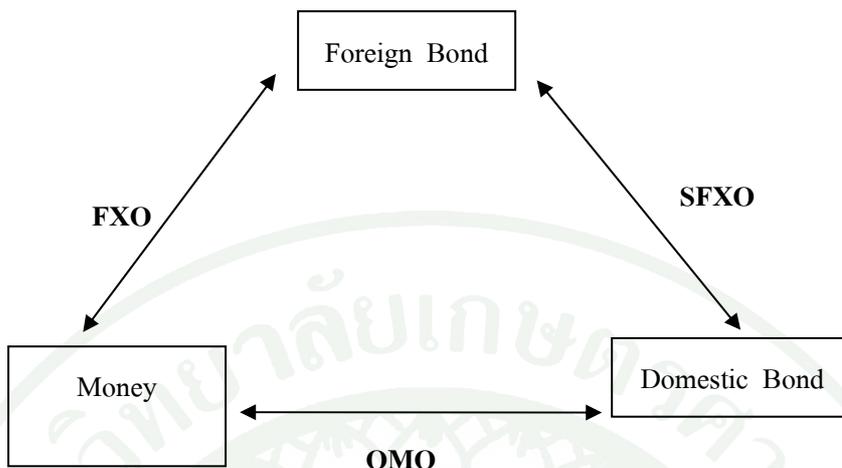
สมการที่ 2.10 แสดงความยืดหยุ่นรวมที่มีต่อความมั่งคั่งเท่ากับ 1

สมการที่ 2.11 แสดงความต้องการถือพันธบัตรในประเทศมีความยืดหยุ่นต่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศมากกว่าความต้องการถือพันธบัตรต่างประเทศ และความต้องการถือพันธบัตรในประเทศมีความยืดหยุ่นต่ออัตราดอกเบี้ยต่างประเทศน้อยกว่า ความต้องการถือพันธบัตรต่างประเทศ

ส่วนสมการที่ 2.12 แสดงว่า ความต้องการถือพันธบัตรในประเทศมีความยืดหยุ่นต่อการคาดการณ์ผลตอบแทนพันธบัตรต่างประเทศน้อยกว่าความต้องการพันธบัตรต่างประเทศ

การทำธุรกรรมของสินทรัพย์ทางการเงิน ทั้ง 3 ดังภาพที่ 9 ได้แก่

1. ธุรกรรมแลกเปลี่ยนระหว่างเงิน กับพันธบัตรในประเทศ (Open Market Operation : OMO)
2. ธุรกรรมแลกเปลี่ยนระหว่างเงินกับพันธบัตรต่างประเทศ (Foreign Exchange Operation : FXO)
3. ธุรกรรมแลกเปลี่ยนระหว่างพันธบัตรในประเทศ กับพันธบัตรต่างประเทศ (Sterilized Foreign Exchange Operation)



ภาพที่ 9 การทำธุรกรรมเลือกถือสินทรัพย์

ที่มา: นงนุช อินทวิเศษ (2543)

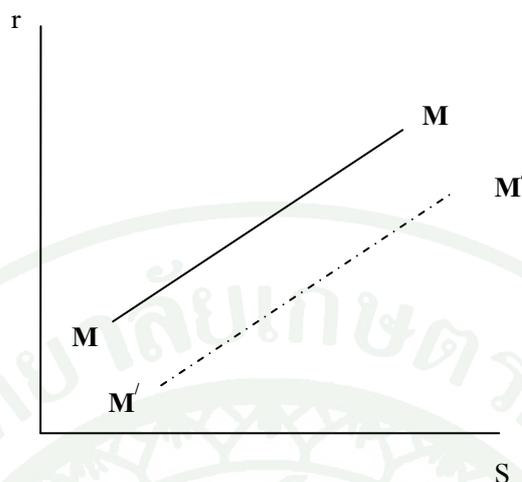
การทำธุรกรรมทั้ง 3 รูปแบบส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งเป็นที่มาของแนวคิดของ Portfolio Balance Approach ดังนี้

ตลาดเงิน (M)

$$dM = m_r dr + m_s dE_s + m_w (dM + dB_p + F_p dS + S dF_p) = 0$$

$$\left. \frac{dr}{dS} \right|_M = \frac{-m_w F_p}{m_r} > 0$$

จากภาพที่ 10 เส้น MM แสดงดุลยภาพในตลาดเงิน มีความชัน (slope) เป็นบวก หมายความว่า เมื่อค่าเงินเสื่อมค่าลง จะถูกชดเชยด้วยการสูงขึ้นของอัตราดอกเบี้ยในประเทศ จึงจะทำให้ตลาดเงินอยู่ในดุลยภาพ เมื่อกำหนดให้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่หากปริมาณเงินเพิ่มขึ้นทำให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศลดลง เส้น MM จะ shift ขวา



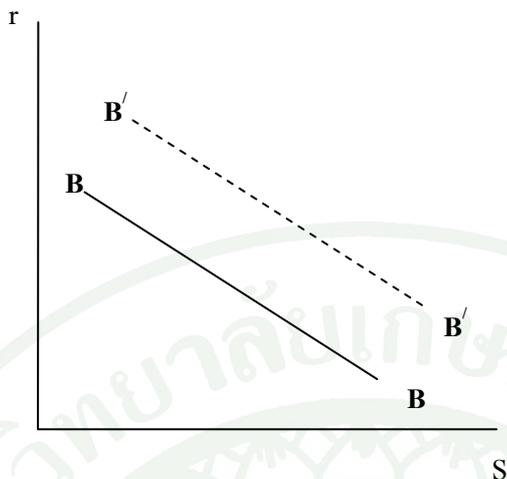
ภาพที่ 10 คลุยภาพในตลาดเงินตามแนวคิด Portfolio Balance Approach  
ที่มา: นงนุช อินทวิเศษ (2543)

ตลาดพันธบัตรในประเทศ (B)

$$dB_p = b_r dr + b_s dEs + b_w (dM + dB_p + F_p dS + S dF_p) = 0$$

$$\left. \frac{dr}{dS} \right|_B = \frac{-b_w F_p}{b_r} < 0$$

จากภาพที่ 11 เส้น BB แสดงคลุยภาพของตลาดพันธบัตรภายในประเทศ มีความชันเป็นลบ หมายถึง เมื่อค่าเงินเสื่อมค่าลง อัตราดอกเบี้ยจะถูกปรับลดลงจึงจะทำให้เกิดคลุยภาพในตลาดพันธบัตรในประเทศ หากกำหนดให้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่ปริมาณพันธบัตรภายในประเทศเพิ่มขึ้นทำให้เกิด Excess supply จะทำให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศสูงขึ้น เส้น BB จะ Shift ขวา

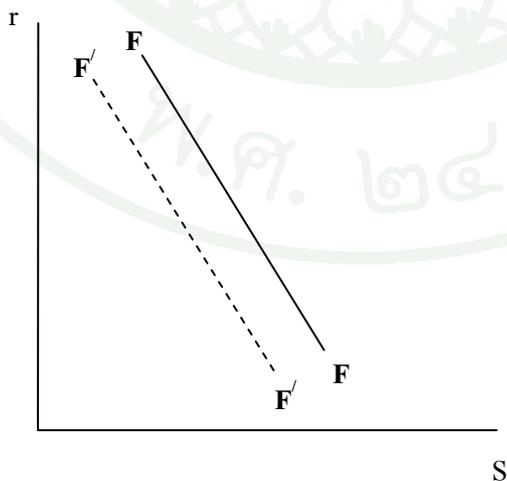


ภาพที่ 11 คลุยภาพในตลาดพันธบัตรในประเทศตามแนวคิด Portfolio Balance Approach  
ที่มา: นงนุช อินทวิเศษ (2543)

ตลาดพันธบัตรต่างประเทศ (F)

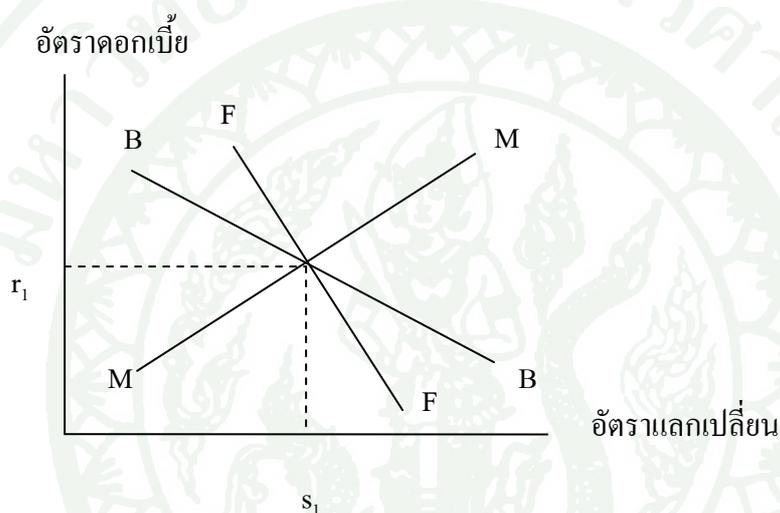
$$dSF_p = f_r dr + f_s dEs + f_w (dM + dB_p + F_p dS + SdF_p) = 0$$

$$\left. \frac{dr}{dS} \right|_F = \frac{(1 - f_w)F_p}{f_r} < 0$$



ภาพที่ 12 คลุยภาพในตลาดพันธบัตรต่างประเทศตามแนวคิด Portfolio Balance Approach  
ที่มา: นงนุช อินทวิเศษ (2543)

จากภาพที่ 12 เส้น FF แสดงดุลยภาพของตลาดพันธบัตรต่างประเทศ มีความชันเป็นลบ และชันกว่าเส้น BB เนื่องจากการตอบสนองของอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรต่างประเทศมีน้อยกว่า พันธบัตรภายในประเทศ หากพันธบัตรต่างประเทศเพิ่มขึ้น ภายใต้ข้อสมมติว่าอัตราดอกเบี้ย ต่างประเทศคงที่ ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนคงที่จะทำให้เกิดแรงกดดันต่ออัตราดอกเบี้ยพันธบัตร ต่างประเทศเพิ่มขึ้น ทำให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศลดลง เส้น FF จะ shift ซ้าย ดุลยภาพของ ตลาดสินทรัพย์ของแบบจำลอง

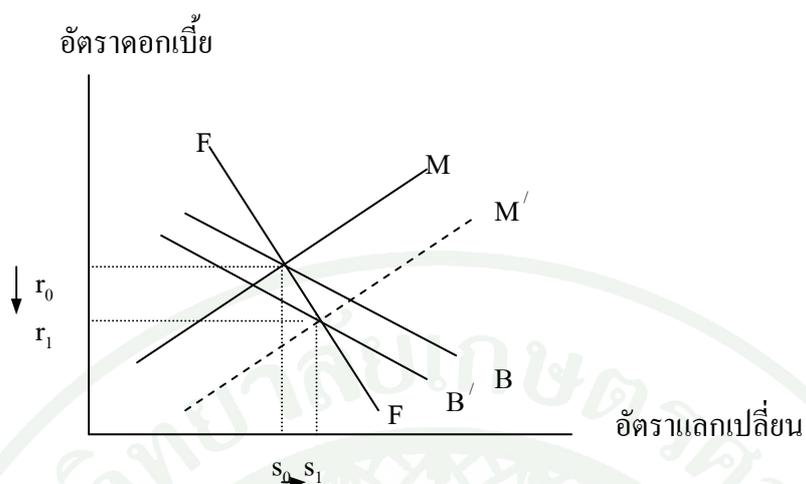


ภาพที่ 13 ดุลยภาพในตลาดสินทรัพย์ตามแนวคิด Portfolio Balance Approach  
ที่มา: นงนุช อินทรวีเศษ (2543)

ภาพที่ 13 แสดงดุลยภาพในตลาดสินทรัพย์ตามแนวคิด Portfolio Balance Approach

ผลของการดำเนินธุรกรรมการเลือกถือสินทรัพย์ (portfolio balance) 3 ลักษณะ

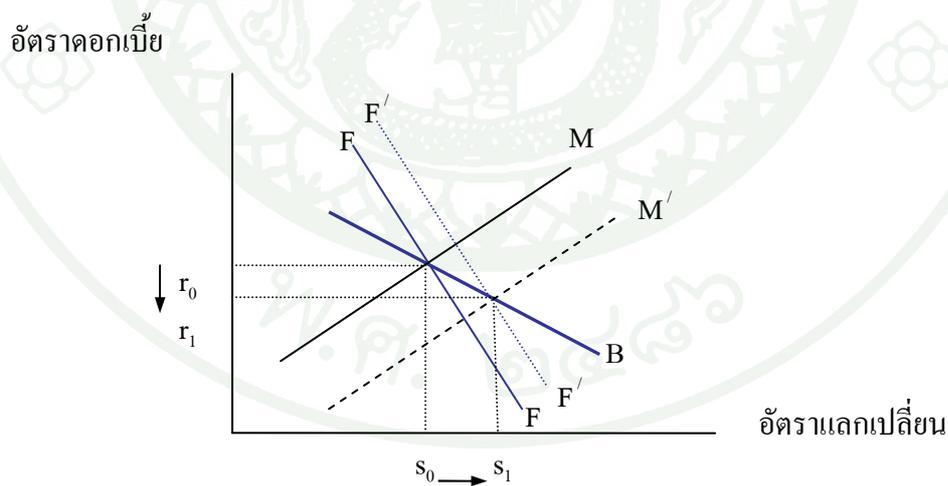
1. การทำธุรกรรมการแลกเปลี่ยนระหว่างตลาดเงินกับตลาดพันธบัตรในประเทศ (OMO) จากภาพที่ 14 หน่วยงานของรัฐจะรับซื้อพันธบัตรในประเทศ ทำให้ปริมาณพันธบัตรในประเทศ ลดลง และปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยลดลง และทำให้อัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มสูงขึ้น (depreciate)



ภาพที่ 14 การทำธุรกรรม OMO

ที่มา: นงนุช อินทวิเศษ (2543)

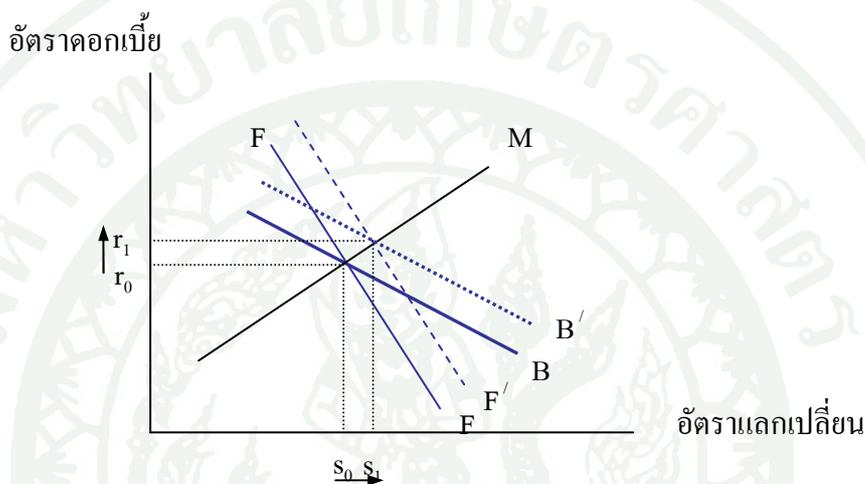
2. การทำธุรกรรมแลกเปลี่ยนระหว่างเงินกับพันธบัตรต่างประเทศ (FXO) จากภาพที่ 15 ปริมาณถือพันธบัตรต่างประเทศเพิ่มขึ้น ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น กดดันให้อัตราดอกเบี้ยลดลงและอัตราแลกเปลี่ยนสูงขึ้น (depreciate)



ภาพที่ 15 การทำธุรกรรม FXO

ที่มา: นงนุช อินทวิเศษ (2543)

3. การทำธุรกรรมแลกเปลี่ยนระหว่างพันธบัตรในประเทศและพันธบัตรต่างประเทศ (SFXO) จากภาพที่ 16 เมื่อถือพันธบัตรในประเทศเพิ่มขึ้น ปริมาณการถือพันธบัตรต่างประเทศจะลดลง การเปลี่ยนแปลงการถือพันธบัตรในประเทศ แสดงว่า ผลตอบแทนจะต้องสูงกว่าต่างประเทศ นั่นคือ อัตราดอกเบี้ยจะต้องสูงขึ้น ขณะเดียวกันเพื่อให้เกิดดุลยภาพ ดังนั้น อัตราแลกเปลี่ยนจะต้องเสื่อมค่าลง



ภาพที่ 16 การทำธุรกรรม SFXO  
ที่มา: นงนุช อินทวิเศษ (2543)

จากแนวคิดข้างต้น นำไปสู่แนวคิดในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนโดยการรักษาดุลการถือสินทรัพย์ (Portfolio Balance Approach) ซึ่งแนวคิดนี้กล่าวว่า อัตราส่วนในการถือพันธบัตรภายในประเทศและภายนอกประเทศ ขึ้นอยู่กับส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่าง 2 ประเทศ และค่าคาดหวังในการเสื่อมค่าของเงิน (Levich, 1988 : 186 – 188 และ Pilbeam, 1992 : 232 - 234)

$$B / SF = \beta(r - r^* - E\dot{s})$$

กำหนดให้

- B = ปริมาณพันธบัตรในประเทศ ในมือนักลงทุนในประเทศ
- F = ปริมาณพันธบัตรต่างประเทศ ในมือนักลงทุนในประเทศ
- $E\dot{s}$  = ค่าคาดหวังการเสื่อมค่าของเงินในประเทศ
- S = อัตราแลกเปลี่ยน (เงินสกุลท้องถิ่นต่อเงินสกุลต่างประเทศหนึ่งหน่วย)

เขียนสมการ Portfolio Balance ในรูป logarithm ในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนได้คือ

$$b - s - f = \alpha + \beta(r - r^* - Es)$$

เมื่อกำหนดให้ไม่มีการคาดการณ์การเสื่อมค่าของเงิน  $Es = 0$

$$s = \alpha + \beta(r - r^*) + b - f$$

กำหนดให้

- $b$  = logarithm ของปริมาณพันธบัตรในประเทศ  
 $f$  = logarithm ของปริมาณพันธบัตรต่างประเทศ  
 $s$  = logarithm ของอัตราแลกเปลี่ยน

จากแนวคิดของ Portfolio Balance และแบบจำลองตามแนวคิดทางการเงิน (Monetary Approach) Jeffery Frankel ได้นำมาพัฒนาร่วมกัน (Pilbeam, 2006 : 172 – 173) ดังนี้

1. ความสัมพันธ์ของฟังก์ชันความต้องการถือเงินในประเทศและต่างประเทศ

$$(m - m^*) = (p - p^*) + \eta(y - y^*) - \sigma(r - r^*) \quad (2.13)$$

2. แนวคิดนี้ยอมรับว่า PPP เป็นจริงในระยะยาว

$$\bar{s} = \bar{p} - \bar{p}^* \quad (2.14)$$

กำหนดให้

- $\bar{s}$  = logarithm ของดุลภาพในระยะยาวของอัตราแลกเปลี่ยน  
 $\bar{p}, \bar{p}^*$  = logarithm ของดุลภาพในระยะยาวของราคารายและต่างประเทศ

3. ไม่ยอมรับเงื่อนไขของทฤษฎี Uncover Interest Rate Parity และถือว่าพันธบัตรในประเทศและระหว่างประเทศทดแทนกันไม่ได้อย่างสมบูรณ์ เนื่องจากความแตกต่างของ

ผลตอบแทนและความแตกต่างของการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน และสมมติว่ามี risk premium การใช้แนวคิด Portfolio Balance เมื่อเงินตราภายในประเทศมี risk premium จะได้รับความสัมพันธ์ทางบวกกับอุปทานของพันธบัตรภายในประเทศ และความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับอุปทานพันธบัตรต่างประเทศ ความหมายนี้แสดงได้ในรูปสมการ logarithm ดังนี้

$$b - s - f = \alpha + \beta(r - r^* - Es) \quad (2.15)$$

โดยกำหนดให้

- $b$  = logarithm ของปริมาณพันธบัตรในประเทศ
- $f$  = logarithm ของปริมาณพันธบัตรต่างประเทศ
- $s$  = logarithm ของอัตราแลกเปลี่ยน
- $Es$  = ค่าคาดหวังการเสื่อมค่าของเงินของประเทศนั้น
- $\beta$  = วัฏระดับความสามารถในการทดแทนกัน (substitutability)

จากสมการที่ 2.15 เมื่อ ผู้ลงทุนภายในประเทศจะเพิ่มการถือพันธบัตรในประเทศเมื่อผลตอบแทนหรืออัตราดอกเบี้ยในประเทศสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ หรือถ้ามีการคาดการณ์ว่าค่าของเงินตราในประเทศจะเสื่อมค่าลง (คาดว่าอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้น)

การเปลี่ยนแปลงของค่าคาดคะเนในอัตราแลกเปลี่ยน อธิบายได้ดังนี้

$$Es = \theta(\bar{s} - s) + P\dot{e} - P\dot{e}^* \quad (2.16)$$

กำหนดให้

- $\theta$  = ความเร็วในการปรับตัวสู่จุดดุลยภาพ
- $P\dot{e}, P\dot{e}^*$  = การคาดคะเนอัตราเงินเฟ้อภายในประเทศและเงินเฟ้อต่างประเทศในระยะยาว

สมการ 2.16 แสดงว่า อัตราการคาดคะเนของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนจะถูกกำหนดโดยอัตราความเร็วในการปรับตัวสู่จุดดุลยภาพในระยะยาว ( $\theta$ ) ของความแตกต่างระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนระยะสั้นและอัตราแลกเปลี่ยนระยะยาว และการคาดคะเนผลต่างเงินเฟ้อภายในประเทศและต่างประเทศ

$$\text{จากสมการที่ (2.15) ย้ายข้าง} \quad E\dot{s} = \frac{-b + s + f + \alpha}{\beta} + r - r^* \quad (2.17)$$

แทนค่าสมการ (2.17) ลงใน (2.16)

$$s - \bar{s} = \frac{b - s - f - \alpha}{\theta\beta} + \frac{1}{\theta} [(r^* - P\dot{e}^*) - (r - P\dot{e})]$$

จากสมการดุลยภาพของอัตราแลกเปลี่ยนในระยะยาว

$$\bar{s} = (m - m^*) - \eta(y - y^*) + \sigma(r - r^*)$$

แทนสมการอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพระยะยาว และจัดรูปสมการใหม่ จะได้สมการกำหนดดุลยภาพอัตราแลกเปลี่ยนตามวิธี Monetary และ Portfolio balance ดังนี้

$$s = \frac{-\alpha}{\theta\beta + 1} + \frac{\theta\beta}{\theta\beta + 1} (m - m^*) - \frac{\eta\theta\beta}{\theta\beta + 1} (y - y^*) + \frac{\beta(\sigma\theta + 1)}{\theta\beta + 1} (P\dot{e} - P\dot{e}^*) - \frac{\beta}{\theta\beta + 1} (r - r^*) + \frac{1}{\theta\beta + 1} (b - f)$$

จากสมการ ค่าพารามิเตอร์  $\theta$  และ  $\beta$  มีค่าน้อยมาก ดังนั้น ความสัมพันธ์ของอุปทานของพันธบัตร จะมีผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งสามารถเขียนในรูปสมการได้ดังนี้

$$s = \frac{-\alpha}{\theta\beta + 1} + \frac{1}{1 + 1/\theta\beta} (m - m^*) - \frac{\eta}{1 + 1/\theta\beta} (y - y^*) + \frac{\sigma + 1/\theta}{1 + 1/\theta\beta} (P\dot{e} - P\dot{e}^*) - \frac{1}{\theta + 1/\theta\beta} (r - r^*) + \frac{1}{\theta\beta + 1} (b - f)$$

จะได้สมการการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวคิด Monetary-Portfolio Balance Model ดังนี้

$$s = a_1 + a_2(m - m^*) + a_3(y - y^*) + a_4(r - r^*) + a_5(P\dot{e} - P\dot{e}^*) + a_6(b - f)$$

กำหนดให้

$$\begin{aligned} m - m^* &= \text{logarithm ของปริมาณเงินเปรียบเทียบ} \\ y - y^* &= \text{logarithm ของรายได้เปรียบเทียบ} \\ r - r^* &= \text{ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินระหว่างประเทศ} \\ P\dot{e} - P\dot{e}^* &= \text{ส่วนต่างของการคาดการณ์เงินเฟ้อระหว่างประเทศ} \\ b - f &= \text{logarithm ปริมาณพันธบัตรเปรียบเทียบระหว่างประเทศ} \end{aligned}$$

สรุปคือ อัตราแลกเปลี่ยนเป็นราคาเปรียบเทียบของเงิน 2 สกุล โดยปัจจัยพื้นฐานที่กำหนดมูลค่าของเงิน คือ ปริมาณเงินเปรียบเทียบ รายได้แท้จริงเปรียบเทียบ เงินเฟ้อเปรียบเทียบ ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยและอุปสงค์อุปทานของสินทรัพย์ทางการเงินของ 2 ประเทศ

### แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ในการศึกษาที่ตั้งไว้ จะใช้แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา 2 แบบจำลอง ดังนี้

แบบจำลองแรก แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาถึงปัจจัยที่กำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า

$$F_{it} = S_{it+1}^e \quad (2.18)$$

จากแบบจำลองการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวคิด Monetary and Portfolio Balance Model ซึ่งจากงานศึกษาของนงนุช อินทวิเศษ (2543) พบว่าเป็นแบบจำลอง ที่มีความสามารถในการพยากรณ์อัตราแลกเปลี่ยนที่ดี

$$\begin{aligned} S_{it} = & \alpha_{i1} + \beta_{i2}(m_t - m_{it}^*) + \beta_{i3}(y_t - y_{it}^*) + \beta_{i4}(r_t - r_{it}^*) + \beta_{i5}(P\dot{e}_t - P\dot{e}_{it}^*) \\ & + \beta_{i6}(b_t - f_{it}^*) + \beta_{i7}S_{it-1} \end{aligned} \quad (2.19)$$

โดย

- $S_{it}$  = Logarithm ของอัตราแลกเปลี่ยนในรูปของเงินบาท ต่อหนึ่งหน่วยสกุล  
ต่างประเทศ  $i$  ณ เวลา  $t$
- $m_t$  = Logarithm ของปริมาณเงินภายในประเทศในเวลา  $t$
- $m_{it}^*$  = Logarithm ของปริมาณเงินต่างประเทศในเวลา  $t$
- $y_t$  = Logarithm ของระดับรายได้ที่แท้จริงในประเทศในเวลา  $t$
- $y_{it}^*$  = Logarithm ของระดับรายได้ที่แท้จริงต่างประเทศในเวลา  $t$
- $r_t$  = อัตราดอกเบี้ยในประเทศในเวลา  $t$
- $r_{it}^*$  = อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศในเวลา  $t$
- $P\dot{e}_t$  = ระดับเงินเฟ้อในประเทศในเวลา  $t$
- $P\dot{e}_{it}^*$  = ระดับเงินเฟ้อต่างประเทศในเวลา  $t$
- $b_t$  = Logarithm พันธบัตรภายในประเทศที่อยู่ในมือภาคเอกชน
- $f_{it}$  = Logarithm พันธบัตรต่างประเทศที่อยู่ในมือภาคเอกชน
- $S_{it-1}$  = Logarithm ของอัตราแลกเปลี่ยนในรูปของเงินบาท ต่อหนึ่งหน่วยสกุล  
ต่างประเทศ  $i$  ณ เวลา  $t-1$

เนื่องจากแบบจำลองของนงนุชเป็นแบบจำลองซึ่งใช้ในการคาดประมาณอัตราแลกเปลี่ยน  
ปัจจุบัน จึงทำการปรับแบบจำลองเพื่อใช้ในการคาดประมาณอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตดังนี้

$$S_{it+1}^e = S_{it} + \Delta S_{it}^e \quad (2.20)$$

จากทฤษฎี PPP

$$\Delta S_{it}^e = \pi_t - \pi_{it}^* \quad (2.21)$$

จากสมการ (2.20) และ (2.21) แทนพจน์  $(P\dot{e}_t - P\dot{e}_{it}^*)$  ในสมการที่ 19 ด้วย  $(\pi_t - \pi_{it}^*)$

$$S_{it+1}^e = \alpha_{i1} + \beta_{i2}(m_t - m_{it}^*) + \beta_{i3}(y_t - y_{it}^*) + \beta_{i4}(r_t - r_{it}^*) + \beta_{i5}(\pi_t - \pi_{it}^*) \\ + \beta_{i6}(b_t - f_{it}^*) + \beta_{i7}S_{it-1} \quad (2.22)$$

แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาถึงปัจจัยที่กำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า

$$F_{it} = \alpha_{i1} + \beta_{i2}(m_t - m_{it}^*) + \beta_{i3}(y_t - y_{it}^*) + \beta_{i4}(r_t - r_{it}^*) + \beta_{i5}(\pi_t - \pi_{it}^*) + \beta_{i6}(b_t - f_{it}^*) + \beta_{i7}S_{it-1} \quad (2.23)$$

โดย

- $F_{it}$  = Logarithm ของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าในรูปของเงินบาท ต่อหนึ่งหน่วยสกุลต่างประเทศ  $i$  ณ เวลา  $t$
- $m_t$  = Logarithm ของปริมาณเงินภายในประเทศในเวลา  $t$
- $m_{it}^*$  = Logarithm ของปริมาณเงินต่างประเทศในเวลา  $t$
- $y_t$  = Logarithm ของระดับรายได้ที่แท้จริงในประเทศในเวลา  $t$
- $y_{it}^*$  = Logarithm ของระดับรายได้ที่แท้จริงต่างประเทศในเวลา  $t$
- $r_t$  = อัตราดอกเบี้ยในประเทศในเวลา  $t$
- $r_{it}^*$  = อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศในเวลา  $t$
- $\pi_t$  = การคาดการณ์เงินเฟ้อในประเทศในเวลา  $t$
- $\pi_{it}^*$  = การคาดการณ์เงินเฟ้อต่างประเทศในเวลา  $t$
- $b_t$  = Logarithm พันธบัตรภายในประเทศที่อยู่ในมือภาคเอกชน
- $f_{it}$  = Logarithm พันธบัตรต่างประเทศที่อยู่ในมือภาคเอกชน
- $S_{it-1}$  = Logarithm ของอัตราแลกเปลี่ยนในรูปของเงินบาท ต่อหนึ่งหน่วยสกุลต่างประเทศ  $i$  ณ เวลา  $t-1$

#### สมมติฐานของแบบจำลอง

$\beta_{i2} > 0$  แสดงว่า ปริมาณเงินโดยเปรียบเทียบระหว่างประเทศ ( $m_t - m_{it}^*$ ) มีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าในทิศทางเดียวกัน โดยถ้าปริมาณเงินในประเทศ ( $m_t$ ) ขยายตัวมากกว่าต่างประเทศ ( $m_{it}^*$ ) โดยเปรียบเทียบแล้ว อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าจะเพิ่มขึ้น (Depreciation)

$\beta_{i3} < 0$  แสดงว่า รายได้ที่แท้จริงโดยเปรียบเทียบระหว่างประเทศ ( $y_t - y_{it}^*$ ) มีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าในทิศทางตรงข้าม โดยถ้ารายได้ที่แท้จริงในประเทศ

$(y_t)$  ขยายตัวมากกว่าต่างประเทศ  $(y_{it}^*)$  โดยเปรียบเทียบ จะทำให้อุปสงค์การถือเงินในประเทศมากกว่าต่างประเทศ อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าจึงลดลง (Appreciation)

$\beta_{i4} < 0$  แสดงว่า ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ  $(r_t - r_{it}^*)$  มีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าในทิศทางตรงข้าม โดยถ้าอัตราดอกเบี้ยในประเทศ  $(r_t)$  สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ  $(r_{it}^*)$  อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าจึงลดลง (Appreciation)

$\beta_{i5} > 0$  แสดงว่า ส่วนต่างของการคาดการณ์เงินเฟ้อระหว่างประเทศ  $(\pi_t - \pi_{it}^*)$  มีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าในทิศทางเดียวกัน โดยการคาดการณ์เงินเฟ้อในประเทศ  $(\pi_t)$  มากกว่าต่างประเทศ  $(\pi_{it}^*)$  โดยเปรียบเทียบแล้ว อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าจะเพิ่มขึ้น (Depreciation)

$\beta_{i6} > 0$  แสดงว่า ปริมาณพันธบัตรโดยเปรียบเทียบ  $(b_t - f_{it})$  มีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าในทิศทางเดียวกัน โดยเมื่อปริมาณพันธบัตรในมือเอกชนในประเทศ  $(b_t)$  มากกว่าปริมาณพันธบัตรของต่างประเทศในมือเอกชน  $(f_{it})$  โดยเปรียบเทียบแล้ว อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าจะเพิ่มขึ้น (Depreciation)

$\beta_{i7} > 0$  แสดงว่า อัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาก่อนหน้ามีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าในทิศทางเดียวกัน โดยเมื่ออัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาก่อนหน้าเพิ่มขึ้น (Depreciation) อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าก็จะเพิ่มขึ้น (Depreciation) เช่นเดียวกัน

**แบบจำลองที่ 2** แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาความเป็นเหตุเป็นผลของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า กับอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต

Granger ได้มีแนวคิดที่ว่า อนาคตไม่สามารถเป็นสาเหตุของปัจจุบันและอดีตได้ กล่าวคือ ถ้าเหตุการณ์ A เป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นภายหลังเหตุการณ์ B แล้วเหตุการณ์ A จะไม่เป็นสาเหตุของเหตุการณ์ B ในขณะเดียวกันถ้าเหตุการณ์ A เกิดขึ้นก่อนเหตุการณ์ B แล้วก็ไม่จำเป็นว่าเหตุการณ์ A จะต้องเป็นสาเหตุของเหตุการณ์ B

ในทางปฏิบัติ สมมติตัวแปร A และ B ในข้อมูลอนุกรมเวลา สิ่งที่ต้องการทราบคือ A เกิดก่อน B หรือ B เกิดก่อน A หรือ A และ B เกิดขึ้นพร้อมกัน ยกตัวอย่างในทางเศรษฐศาสตร์ ต้องการศึกษากการเคลื่อนไหวของราคาว่าตัวนำการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยหรือไม่ หรือการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยเป็นตัวนำการเคลื่อนไหวของราคา หรือทั้งสองการเคลื่อนไหวเกิดขึ้นพร้อมกัน การศึกษาเช่นนี้คือเป้าหมายของการศึกษาความเป็นเหตุเป็นผลของ Granger

การทดสอบหนึ่งของ Granger คือถ้าสมมติว่ามีข้อมูลอนุกรมเวลา 2 อนุกรม  $\{Y_t\}$  และ  $\{X_t\}$  อนุกรม  $X_t$  จะไม่เป็นสาเหตุตามแนวคิดของ Granger ก็ต่อเมื่อทำการสร้างสมการถดถอย  $Y_t$  ด้วยตัวแปรล่าช้าของ  $X_t$  และ  $Y_t$  แล้วสัมประสิทธิ์ของตัวแปรล่าช้า เท่ากับ 0 ดังสมการ

$$Y_t = \sum_{j=1}^k \alpha_j Y_{t-j} + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{t-j} + u_t$$

ถ้า  $\beta_j = 0$  เมื่อ  $j = 1, 2, \dots, k$  แล้วตัวแปร  $X_t$  จะไม่เป็นตัวแปรสาเหตุของ  $Y_t$

ในการศึกษาครั้งนี้ ต้องการศึกษากความเป็นเหตุเป็นผลกัน ระหว่างตัวแปร อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ( $F_{it}$ ) และ อัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต ( $S_{it+1}$ ) โดยมีสมมติฐานหลักที่ใช้ในการทดสอบดังนี้

1. อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ( $F_{it}$ ) ไม่ได้เป็นสาเหตุให้เกิด อัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต ( $S_{it+1}$ ) การทดสอบสามารถเขียนสมมติฐานในการทดสอบได้ดังนี้

$$S_{it+1} = \sum_{j=1}^k \alpha_j S_{it+1-j} + \sum_{j=1}^k \beta_j F_{it-j} + u_t$$

$H_0$  :  $\beta_j = 0$  สำหรับทุกค่า  $j$

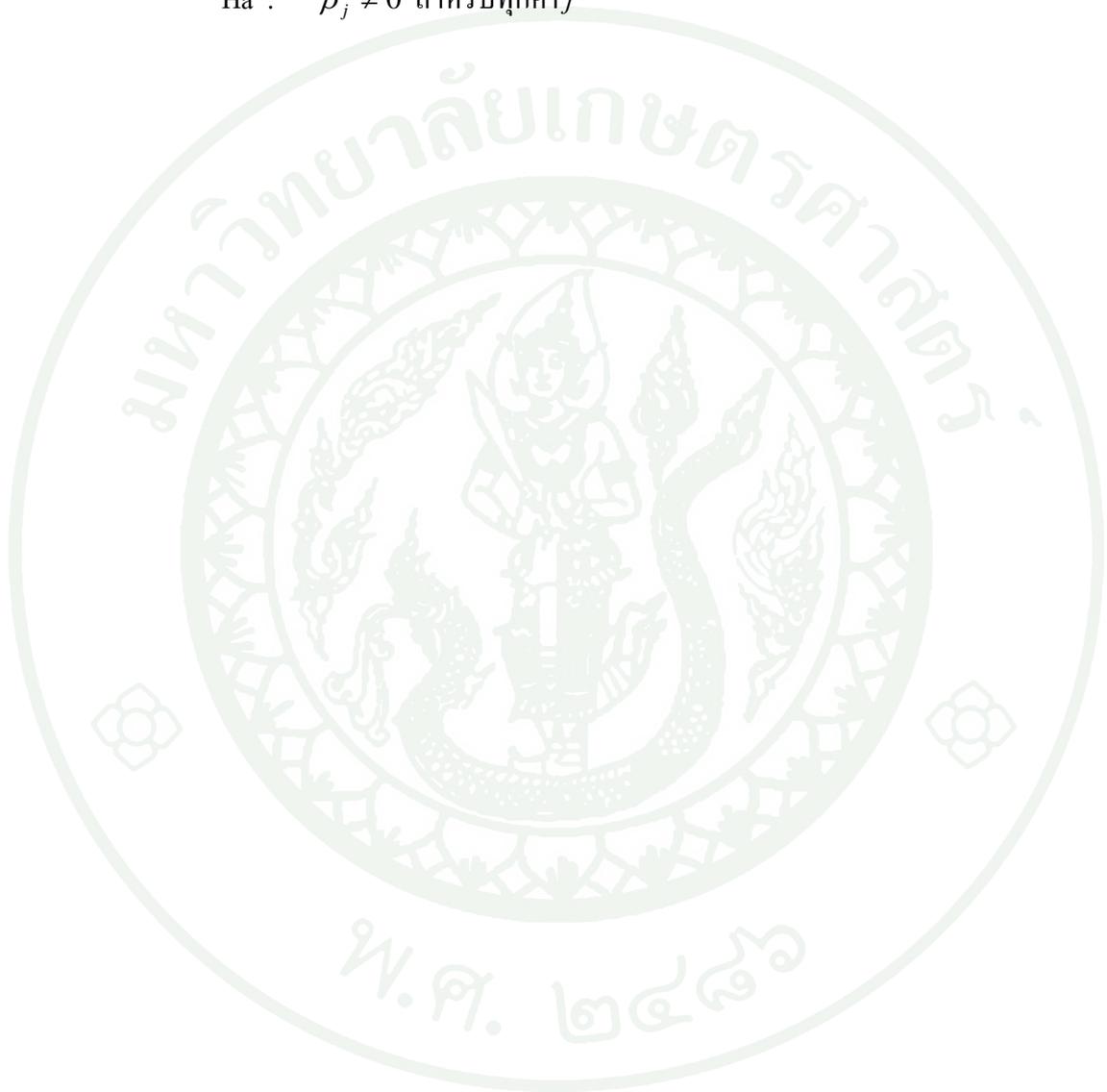
$H_a$  :  $\beta_j \neq 0$  สำหรับทุกค่า  $j$

2. อัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต ( $S_{it+1}$ ) ไม่ได้เป็นสาเหตุให้เกิด อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ( $F_{it}$ ) การทดสอบสามารถเขียนสมมติฐานในการทดสอบได้ดังนี้

$$F_{it} = \sum_{j=1}^k \alpha_j F_{it-j} + \sum_{j=1}^k \beta_j S_{it+1-j} + u_t$$

Ho :  $\beta_j = 0$  สำหรับทุกค่า  $j$

Ha :  $\beta_j \neq 0$  สำหรับทุกค่า  $j$



### บทที่ 3

## ความเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน ปีพ.ศ.2545 – พ.ศ.2549

### ความเคลื่อนไหวอัตราแลกเปลี่ยน ในช่วงปีพ.ศ.2545

ในปีพ.ศ.2545 ค่าเงินบาทปรับแข็งค่าขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปีจนถึงช่วงกลางปี หลังจากนั้นได้ปรับอ่อนค่าลง และเริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้นในช่วงหลังของปี

#### ไตรมาสที่ 1 ปีพ.ศ.2545

เงินบาทมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นต่อเนื่องจากปลายปีก่อน ปัจจัยบวกต่อการแข็งค่าของเงินบาทโดยรวมได้แก่ การแข็งค่าของเงินเยนโดยเฉพาะในช่วงก่อนการปิดบัญชีเดือนมีนาคม ซึ่งบริษัทญี่ปุ่นในต่างประเทศมีการส่งเงินกลับไปยังบริษัทแม่ในญี่ปุ่น นอกจากนี้ยังได้รับการสนับสนุนจากทิศทางเศรษฐกิจไทยที่ปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง ประกอบกับการเพิ่มของเงินทุนที่ไหลเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ปลายเดือนกุมภาพันธ์ค่าเงินบาทปรับตัวอ่อนลงชั่วคราวตามการอ่อนค่าของเงินเยน และการลดลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ติดต่อกันหลายวัน ก่อนที่ตลาดจะปรับตัวและส่งผลให้เงินบาทไปแข็งค่าขึ้นมากในช่วงต้นเดือนมีนาคม โดยได้รับปัจจัยสนับสนุนจาก การแข็งค่าของเงินเยนและเงินในภูมิภาค ประกอบกับการที่ความรู้สึกของนักลงทุนต่างประเทศต่อตลาดหลักทรัพย์ไทยดีขึ้น และ การเซ็นสัญญาระหว่างสถาบันการเงินในประเทศ และกองทุนจากสหรัฐฯ (Cerberus Fund) เพื่อร่วมลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย กลางเดือนมีนาคมเงินบาทเคลื่อนไหวในช่วงแคบๆ และมีทิศทางอ่อนค่าลงเล็กน้อยตามการเคลื่อนไหวของเงินเยนและดอลลาร์สิงคโปร์ ส่วนหนึ่งเนื่องจากการที่ธนาคารกลางสิงคโปร์ประกาศผ่อนคลายกฎเกณฑ์การให้กู้ยืมเงินดอลลาร์สิงคโปร์ เดือนเมษายน ค่าเงินบาทกลับมามีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นต่อเนื่อง ตามการเคลื่อนไหวของค่าเงินส่วนใหญ่ในภูมิภาค โดยมีปัจจัยสำคัญมาจากสถานการณ์ในตะวันออกกลางที่คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อสหรัฐฯ ในขณะที่การฟื้นตัวของสหรัฐฯ ยังไม่ชัดเจน ส่งผลให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของอเมริกาปรับตัวลดลงและดอลลาร์ สหรัฐฯ มีแนวโน้มอ่อนค่าลง

### ไตรมาสที่ 2 ปีพ.ศ.2545

เงินบาทยังคงปรับตัวแข็งขึ้นต่อเนื่อง โดยมีปัจจัยหลักมาจากความเชื่อมั่นโดยรวมของเงินดอลลาร์ สหรัฐฯ ลดลง เนื่องจากภาวะการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ มีแนวโน้มล่าช้าออกไป รวมถึงความไม่แน่นอนของความสัมพันธ์ในประเทศและจากสถานการณ์ในตะวันออกกลาง นอกจากนี้ความมั่นใจของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐฯ ลดลงจากปัญหาความไม่โปร่งใสในมาตรฐานบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐฯ ส่งผลให้เงินดอลลาร์ สหรัฐฯ ยิ่งปรับตัวอ่อนลงเมื่อเทียบกับเงินเกือบทุกสกุลรวมทั้งเงินบาท สำหรับปัจจัยภายในที่สนับสนุนให้เงินบาทแข็งขึ้น มาจากความมั่นใจต่อการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจของไทยเพิ่มขึ้น จากการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศในไตรมาสที่ 1 ของปีที่สูงกว่าตลาดคาดการณ์ อุปสงค์ในประเทศฟื้นตัวชัดเจนขึ้นและการส่งออกที่เริ่มดีขึ้น รวมทั้งผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ไทยอยู่ในระดับที่สูงเมื่อเทียบกับตลาดเกิดใหม่อื่นๆ

### ไตรมาสที่ 3 ปีพ.ศ.2545

เงินบาทแข็งค่าที่สุดในรอบปีในเดือนกรกฎาคม หลังจากนั้นค่าเงินบาทได้ปรับอ่อนค่าลงอย่างรวดเร็วจากการที่กองทุนในสหรัฐฯ ได้ขายหุ้นในภูมิภาคเอเชียเพื่อชดเชยผลการขาดทุนจากการลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ หลังจากนั้นเงินบาทได้อ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่อง โดยเป็นผลมาจากปัจจัยภายนอก ทั้งความกังวลเกี่ยวกับสงครามในตะวันออกกลาง การอ่อนค่าลงของค่าเงินเยน และภาวะตลาดหุ้นของภูมิภาคเอเชียที่เริ่มซบเซาลง รวมทั้งปัจจัยภายในจากการเร่งซื้อดอลลาร์ของนักลงทุนต่างชาติเพื่อป้องกันความเสี่ยงของเงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย

### ไตรมาสที่ 4 ปีพ.ศ.2545

ค่าเงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่อง โดยหลังจากที่ และการชำระหนี้ต่างประเทศของภาครัฐที่มีอย่างต่อเนื่องในช่วงครึ่งปีหลังทำให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าลงในเดือนตุลาคมอย่างไรก็ตาม ในช่วงสองเดือนสุดท้ายของปีพ.ศ.2545 ค่าเงินบาทมีเสถียรภาพมากขึ้น และมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นจากความไม่มั่นใจในเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในขณะที่ภาพรวมเศรษฐกิจของไทยดีขึ้น

### ความเคลื่อนไหวอัตราแลกเปลี่ยน ในช่วงปีพ.ศ.2546

สำหรับปีพ.ศ.2546 เงินบาทได้แข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ค่าเงินบาทที่ปรับแข็งค่าขึ้น ตั้งแต่ต้นปีพ.ศ.2546 เป็นผลจากปัจจัยสำคัญ ดังนี้ (1) ภาวะเศรษฐกิจไทยที่อยู่ในเกณฑ์ดี (2) การปรับตัวสูงขึ้นของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทย (3) การปรับตัวแข็งขึ้นของค่าเงินเยน (4) Sentiment ของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่เปราะบาง และ (5) การปรับเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือของไทยจากสถาบันจัดอันดับ ในต่างประเทศ ทั้งนี้ธนาคารแห่งประเทศไทย ได้ออกมาตรการป้องปราม การเก็งกำไรค่าเงินบาทในวันที่ 11 กันยายน และ 14 ตุลาคม 2546 เพื่อดูแลการเคลื่อนไหวของค่าเงินบาทไม่ให้เป็นไปในลักษณะการเก็งกำไร

#### ไตรมาสที่ 1 ปีพ.ศ.2546

อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยในเดือนมกราคม แข็งขึ้นจากเดือนธันวาคม 2545 ทั้งนี้ในช่วงครึ่งแรกของเดือนมกราคมค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นต่อเนื่องจาก sentiment ของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่ปรับตัวอ่อนลงเพราะความกังวลเกี่ยวกับสถานการณ์อิรักและเกาหลีเหนือ นอกจากนั้นค่าเงินบาทยังได้รับปัจจัยสนับสนุนจากการไหลเข้าของเงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย ต่อมาในช่วงครึ่งหลังของเดือนมกราคมค่าเงินบาทเคลื่อนไหวอยู่ในช่วงแคบๆ และปรับตัวอ่อนลงตามค่าเงินเยน ประกอบกับมีแรงซื้อดอลลาร์สหรัฐฯ เพื่อชำระหนี้

เดือนกุมภาพันธ์ 2546 ค่าเงินบาทปรับตัวอ่อนค่าลงตามค่าเงินเยนและค่าเงินในภูมิภาค รวมทั้งแรงซื้อดอลลาร์สหรัฐฯ จากภาคธุรกิจในประเทศเพื่อชำระหนี้การค้าและหนี้เงินกู้

ในเดือนมีนาคมค่าเงินบาทแข็งขึ้นเล็กน้อยจากเดือนกุมภาพันธ์ตามค่าเงินเยนและค่าเงินในภูมิภาค โดยในช่วงแรกของเดือนมีนาคมค่าเงินบาทปรับตัวแข็งขึ้น เนื่องจากแนวโน้มการอ่อนค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จากความไม่ชัดเจนของสงคราม ในช่วงครึ่งหลังของเดือนมีนาคม ค่าเงินบาทและค่าเงินในภูมิภาคกลับอ่อนค่าลง เมื่อภาวะสงครามมีความชัดเจนขึ้น และมีความกังวลเกี่ยวกับโรคทางเดินหายใจเฉียบพลันรุนแรง (SARS) ที่ระบาดในเอเชีย และอาจมีผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศในภูมิภาคสำหรับค่าเงินบาทเฉลี่ยในช่วง

## ไตรมาสที่ 2 ปีพ.ศ.2546

ค่าเงินบาทในเดือนเมษายน 2546 อ่อนลงจากเดือนมีนาคม ส่วนหนึ่งเป็นผลจากความกังวลต่อเนื่องเกี่ยวกับการแพร่ระบาดของโรค SARS อย่างไรก็ตาม เงินบาทได้ปรับแข็งขึ้นบ้างในช่วงกลางเดือนและสิ้นเดือน จากความกังวลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐฯ

สำหรับค่าเงินบาทเฉลี่ยในช่วงเดือนพฤษภาคม 2546 แข็งขึ้นจากเดือนเมษายน ส่วนหนึ่งเป็นผลเนื่องจากการปรับขึ้นพื้นฐานทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ที่ยังอ่อนแอ ทำให้ตลาดคาดการณ์ว่าธนาคารกลางสหรัฐฯ อาจลดอัตราดอกเบี้ย Fed Funds Rate เพื่อลดความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะถดถอย อย่างไรก็ตาม ค่าเงินบาทยังคงเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกับเงินสกุลอื่นในภูมิภาคที่มีการปรับ Sovereign Rating ดีขึ้นในหลายประเทศ

ช่วงเดือนมิถุนายน 2546 การแข็งขึ้นของค่าเงินบาทเริ่มชะลอตัว เพราะ Sentiment ที่ดีขึ้นเล็กน้อยของดอลลาร์สหรัฐฯ เนื่องจากตัวเลขปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจบางตัวของสหรัฐฯ ที่ดีกว่าคาด และแนวโน้มการอ่อนค่าลงเล็กน้อยของค่าเงินภูมิภาคจากการคาดการณ์การปรับลดอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสิงคโปร์ และการปรับลด Rating ของตราสารหนี้เงินตราต่างประเทศของประเทศฟิลิปปินส์

## ไตรมาสที่ 3 ปีพ.ศ.2546

ในเดือนกรกฎาคม อัตราแลกเปลี่ยน ค่าเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ อ่อนค่าลงเล็กน้อยจากเดือนก่อน ทั้งนี้ ในช่วงต้นเดือนค่าเงินบาท แข็งค่าขึ้นจาก sentiment ที่ดีขึ้นของเศรษฐกิจไทย แต่ปรับตัวอ่อนลงในช่วงปลายเดือนเพราะธนาคารแห่งประเทศไทย ได้ผ่อนคลายระเบียบการควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ประกอบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ได้แข็งค่าขึ้นบ้าง จากตัวเลขทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ที่ปรับตัวดีขึ้น

สำหรับค่าเงินบาทในเดือนสิงหาคม 2546 ทรงตัวเมื่อเทียบกับเดือนก่อน โดยอ่อนค่าลงในช่วงต้นเดือนจากเหตุระเบิดก่อการร้ายที่โรงแรมแมริออท ในกรุงจาการ์ อินโดนีเซีย ซึ่งส่งผลให้ค่าเงินทั้งภูมิภาคอ่อนค่าลง อย่างไรก็ตาม ค่าเงินบาทปรับตัวแข็งค่าขึ้นต่อเนื่องในช่วงกลางเดือน โดยมีปัจจัยหลักจากเงินทุนที่ไหลเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของไทยและตลาดในภูมิภาคจาก

การปรับสูงขึ้นของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ การปรับเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารค้ายสิทธิของธนาคารพาณิชย์ไทยโดย Moody's และปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้นของประเทศ รวมทั้งการประกาศตัวเลข consumer confidence ของมหาวิทยาลัยหอการค้าไทยที่สูงสุดตั้งแต่มีการจัดทำ

กันยายน 2546 อัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้น ต่อเนื่องจากเดือนก่อนหน้า โดยมีปัจจัยหลักจาก ความต้องการเงินบาทของกองทุนต่างชาติ ทั้งปัจจัย พื้นฐานทางเศรษฐกิจของไทยที่ยังคงแข็งแกร่ง ประกอบกับการเคลื่อนไหวตามค่าเงินเยนที่โน้มแข็งค่าขึ้น อย่างไรก็ตาม เงินบาทได้ปรับตัวอ่อนค่าลงในช่วงกลางเดือนกันยายน จากการที่คณะกรรมการนโยบายการเงินได้ประกาศ มาตรการดูแลเงินทุนนำเข้ระยะสั้นเมื่อวันที่ 11 กันยายน 2546 รวมถึงความกังวลที่ธนาคารแห่งประเทศไทย อาจมีมาตรการดูแลเงินทุนเพิ่มเติมออกมาอีก

#### ไตรมาสที่ 4 ปีพ.ศ.2546

อัตราแลกเปลี่ยน ค่าเงินบาทเฉลี่ยในเดือนตุลาคม 2546 แข็งค่าขึ้นจากเดือนกันยายน โดยมีปัจจัยหลักจากการปรับเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือของไทยจากสถาบัน S&P และการปรับตัวสูงขึ้นของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทย อย่างไรก็ตาม เงินบาทได้อ่อนค่าลงในช่วงครึ่งหลังของเดือน หลังจากที่ธนาคารแห่งประเทศไทย ออกมาตรการป้องปรามการเก็งกำไรในวันที่ 14 ตุลาคม 2546 และเคลื่อนไหวอยู่ในช่วงแคบ ๆ

อัตราแลกเปลี่ยนค่าเงินบาทเฉลี่ยในเดือนพฤศจิกายน ต่อดอลลาร์สหรัฐฯ อ่อนค่าลงจากเดือนตุลาคม โดยค่าเงินบาทที่อ่อนลงเป็นผลต่อเนื่องจากมาตรการวันที่ 14 ตุลาคม ของ ธนาคารแห่งประเทศไทย ที่ทำให้นักลงทุนต่างชาติเพิ่มความระมัดระวังในการบริหารสภาพคล่องเงินบาทมากขึ้น อย่างไรก็ตาม ค่าเงินบาทในเดือนนี้เคลื่อนไหวทรงตัวอยู่ในช่วงแคบๆ เนื่องจากผู้นำเข้าและผู้ส่งออกได้ทำธุรกรรมการซื้อขายเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในปริมาณใกล้เคียงกัน ทั้งนี้ แม้ Moody's ได้ปรับเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือของไทย แต่มิได้ส่งผลต่อการปรับตัวของค่าเงินบาท

สำหรับค่าเงินบาทเฉลี่ยในช่วงเดือนธันวาคม แข็งค่าขึ้นจากเดือนก่อน โดยเป็นผลจากการประกาศตัวเลขการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยในไตรมาสที่ 3 ที่ออกมาสูงกว่าการคาดการณ์ของตลาด และการขายเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ของผู้ส่งออก การเพิ่มทุนของบริษัทขนาดใหญ่ในประเทศที่

มีนักลงทุนต่างชาติให้ความสนใจเป็นจำนวนมาก รวมทั้ง Sentiment ของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่เปราะบางจากปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและการขาดดุลการค้าของสหรัฐฯ

### ความเคลื่อนไหวอัตราแลกเปลี่ยน ในช่วงปีพ.ศ.2547

ใน 2547 เงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ โดยเฉลี่ยแข็งค่าขึ้นร้อยละ 3.0เมื่อเทียบกับปีพ.ศ. 2546 ทั้งนี้ แม้ว่าค่าเงินบาทจะได้รับผลกระทบจากปัจจัยลบภายในประเทศ ทั้งใช้หวัคนกและสถานการณ์ความไม่สงบในภาคใต้ และปัจจัยภายนอก เช่น การเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันและการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ แต่ค่าเงินบาทโดยรวมยังคงปรับตัวแข็งขึ้นจากปัจจัยสนับสนุน ดังนี้ (1) การปรับตัวตามค่าเงินในภูมิภาค เนื่องจาก Sentiment ของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่เปราะบางจากปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและขาดดุลงบประมาณ (2) การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท. ในเดือนสิงหาคม ตุลาคม และธันวาคม (3) การเข้ามาลงทุนเพิ่มขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ไทยของนักลงทุนต่างประเทศ และ (4) ข่าวลือการปรับค่าเงินหยวน

#### ไตรมาสที่ 1 ปีพ.ศ.2547

ในเดือนมกราคม 2547 ค่าเงินบาทเฉลี่ยแข็งค่าขึ้นจากเดือนธันวาคม โดยในช่วงครึ่งแรกของเดือน เงินบาทแข็งค่าขึ้นค่อนข้างมากจากการขายเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ของผู้ส่งออกและกองทุนจากต่างประเทศ เนื่องจากการคาดการณ์การขยายตัวของเศรษฐกิจไทยในเกณฑ์ดีประกอบกับการปรับตัวเพิ่มขึ้นของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยอย่างไรก็ตาม ในช่วงครึ่งหลังของเดือนเงินบาทได้อ่อนค่าลงโดยเป็นผลสำคัญจากข่าวการแพร่ระบาดของโรคไข้หวัดนกในประเทศไทยที่อาจส่งผลกระทบต่อการส่งออก

อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยในเดือนกุมภาพันธ์ใกล้เคียงกับเดือนมกราคม โดยในช่วงครึ่งแรกของเดือนเงินบาทแข็งค่าขึ้น โดยมีปัจจัยสนับสนุนจากการปรับเพิ่มขึ้นของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยและสถานการณ์ใช้หวัคนกในไถ่ที่คลี่คลายลง รวมทั้งผลจากการประชุม G7 ที่เรียกร้องให้ประเทศในเอเชียยอมให้อัตราแลกเปลี่ยนมีความยืดหยุ่นมากขึ้นอย่างไรก็ตาม ในช่วงครึ่งหลังของเดือน เงินบาทได้อ่อนค่าลงตามค่าเงินในภูมิภาค

อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยในเดือนมีนาคม อ่อนค่าลงจากเดือนกุมภาพันธ์ โดยเป็นผลจาก Sentiments ของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่ปรับตัวดีขึ้นในช่วงต้นเดือน กอปรกับการเพิ่มขึ้นของ

ความต้องการซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จากรัฐวิสาหกิจเพื่อชำระหนี้ต่างประเทศ และจากบริษัทต่างชาติเพื่อนำส่งกำไรกลับประเทศ อย่างไรก็ตาม เงินบาทปรับค่าแข็งขึ้นในช่วงสิ้นเดือน ส่วนหนึ่งเนื่องจากนักลงทุนต่างชาติได้ทยอยนำเงินกลับเข้ามาลงทุนในประเทศ

#### ไตรมาสที่ 2 ปีพ.ศ.2547

อัตราแลกเปลี่ยนในเดือนเมษายน 2547 ค่าเงินบาทเฉลี่ยทรงตัวเมื่อเทียบกับเดือนมีนาคม โดยในช่วงสัปดาห์แรกของเดือนเมษายนเงินบาทปรับค่าแข็งขึ้นจากความต้องการซื้อเงินบาทของบริษัทญี่ปุ่นเพื่อนำเงินกลับเข้ามาลงทุนในประเทศไทยสำหรับปีบัญชีใหม่ อย่างไรก็ตามในช่วงครึ่งหลังของเดือนเงินบาทอ่อนค่าลงค่อนข้างมากจากปัจจัยสำคัญได้แก่ (1) Sentiment ของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่ปรับดีขึ้นจากการประกาศตัวเลขเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ที่ดีเกินคาด (2) ความกังวลจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจจีนที่อาจส่งผลกระทบต่อส่งออกของไทย และ (3) สถานการณ์ความไม่สงบใน 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้

อัตราแลกเปลี่ยนในเดือนพฤษภาคม เทียบกับเดือนเมษายน อ่อนค่าลงค่อนข้างมากจากปัจจัยสำคัญ คือ(1) Sentiment ของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่ปรับดีขึ้นตามภาวะเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ฟื้นตัว และการคาดการณ์การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ ในเดือนมิถุนายน (2) ราคาน้ำมันที่ปรับสูงขึ้นส่งผลให้มีความต้องการซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จากบริษัทน้ำมันเพิ่มขึ้น และ (3) ความกังวลเกี่ยวกับเหตุการณ์ความไม่สงบในภาคใต้ และการปรับลดลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทย อย่างไรก็ตาม ในช่วงปลายเดือนพฤษภาคม ค่าเงินบาทได้โน้มแข็งขึ้นเล็กน้อยตามค่าเงินในภูมิภาคเป็นหลัก

อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยในเดือนมิถุนายน 2547 อ่อนค่าลงจากเดือนพฤษภาคม โดยเป็นผลจากปัจจัยสำคัญ คือ (1) ความกังวลของนักลงทุนต่อภาวะเศรษฐกิจไทยจากการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันและสถานการณ์ความไม่สงบในภาคใต้ (2) การขายหุ้นของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ไทย (3)ความต้องการซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จากบริษัทน้ำมันและ (4) ความกังวลเรื่องการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ

### ไตรมาสที่ 3 ปีพ.ศ.2547

อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยในเดือนกรกฎาคม 2547 อ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของเดือนมิถุนายน ทั้งนี้เงินบาทปรับค่าแข็งขึ้นในช่วงครึ่งแรกของเดือนจากการเข้ามาลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ไทยเป็นหลัก แต่กลับอ่อนค่าลงค่อนข้างมากในช่วงครึ่งหลังของเดือน จากปัจจัยสำคัญ คือ (1) ความกังวลของนักลงทุนเกี่ยวกับผลกระทบของราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้นต่อเศรษฐกิจไทยทำให้นักลงทุนต่างชาติขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ไทย (2) sentiment ของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ปรับดีขึ้นภายหลังการรายงานข้อมูลทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ที่อยู่เกณฑ์ดี และ (3) บริษัทน้ำมันในประเทศมีความต้องการซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เพิ่มขึ้น อนึ่ง การอ่อนค่าลงของเงินบาทเป็นไปในทิศทางเดียวกับค่าเงินในภูมิภาคที่อ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์ สหรัฐ.

อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยในเดือนสิงหาคม อ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับ ค่าเฉลี่ยของเดือนกรกฎาคมที่ เนื่องจากปัจจัยสำคัญ คือ 1) บริษัทน้ำมันในประเทศมีความต้องการซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ค่อนข้างมากเนื่องจากราคาน้ำมันโลกปรับเพิ่มขึ้น และ 2) นักลงทุนต่างชาติทยอยขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ไทยส่วนหนึ่งเป็นผลจากความกังวลเกี่ยวกับการขยายตัวของเศรษฐกิจไทย อย่างไรก็ดี แม้ว่าเงินบาทได้รับปัจจัยบวกภายหลังการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเมื่อวันที่ 25 สิงหาคม จากร้อยละ 1.25 ต่อปี เป็นร้อยละ 1.50 ต่อปีก็อุปสรรคกับการปรับเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ระยะยาวสกุลเงินต่างประเทศของไทย จากสถาบัน S&P แต่ค่าเงินบาทก็มิได้แข็งขึ้นมากนัก เนื่องจากความต้องการซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ยังมีอยู่

ช่วงเดือนกันยายน 2547 ค่าเงินบาทโดยเฉลี่ยแข็งขึ้นเล็กน้อย โดยในช่วงต้นเดือนเงินบาทอ่อนค่าลงจากความต้องการซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ของบริษัทน้ำมันในประเทศที่มีต่อเนื่อง กอปรกับได้รับปัจจัยลบจากการปรับลดประมาณการอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทย อย่างไรก็ตาม ค่าเงินบาทปรับแข็งขึ้นตั้งแต่สัปดาห์ที่ 3 ของเดือนจากการที่นักลงทุนต่างชาติเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยต่อเนื่อง และเป็นการปรับตัวแข็งขึ้นตามค่าเงินในภูมิภาค

### ไตรมาสที่ 4 ปีพ.ศ.2547

อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยในเดือนตุลาคม แข็งค่าขึ้นจากค่าเฉลี่ยในเดือนกันยายน โดยเป็นการแข็งค่าขึ้นสอดคล้องกับค่าเงินสกุลหลักและค่าเงินในภูมิภาค เนื่องจาก Sentiment ของเงินดอลลาร์

สหรัฐฯ ที่เปราะบาง ภายหลังจากประกาศตัวเลขเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ในเดือนกันยายนออกมาต่ำกว่าคาดเกือบเป็นผลจากข่าวลือการปรับค่าเงินหยวนของจีน อย่างไรก็ตาม เงินบาทในเดือนนี้ยังคงได้รับปัจจัยลบจากราคาน้ำมันในตลาดโลกที่ปรับเพิ่ม และปัญหาความไม่สงบในภาคใต้

อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยเดือนพฤศจิกายน แข็งค่าขึ้นค่อนข้างมากจากค่าเฉลี่ยในเดือนตุลาคม และเป็นการแข็งค่าขึ้นมากที่สุดในรอบ 7 เดือน ปัจจัยหลักยังคงเป็นผลจาก Sentiment ของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่เปราะบางจากปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและดุลงบประมาณของสหรัฐฯ กอปรกับมีข่าวลือการปรับระบบอัตราแลกเปลี่ยนของจีน ส่งผลให้นักลงทุนต่างประเทศขายเงินดอลลาร์เพื่อถือเงินสกุลเอเชียเพิ่มขึ้นรวมทั้งเงินบาท

อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยในเดือนธันวาคม แข็งค่าขึ้นจากค่าเฉลี่ยในเดือนพฤศจิกายน แต่เคลื่อนไหวค่อนข้างผันผวน โดยเงินบาทแข็งค่าขึ้นสอดคล้องกับค่าเงินสกุลหลักและค่าเงินในภูมิภาคจาก Sentiment ของดอลลาร์สหรัฐฯ ที่ยังคงอ่อนแอเนื่องจากปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและดุลงบประมาณของสหรัฐฯ อย่างไรก็ตาม ค่าเงินบาทโน้มอ่อนลงระยะสั้นๆ ในช่วงสัปดาห์ที่ 2 ของเดือนจากการคาดการณ์ของนักลงทุนต่อการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ และในช่วงปลายเดือนหลังจากมีเหตุการณ์ภัยธรรมชาติในภาคใต้

### ความเคลื่อนไหวอัตราแลกเปลี่ยน ในช่วงปีพ.ศ.2548

สำหรับทั้งปีพ.ศ.2548 ค่าเงินบาทเฉลี่ยใกล้เคียงกับปีพ.ศ.2547 โดยในระหว่างปีค่าเงินบาทอ่อนลงในช่วงครึ่งแรกของปีพ.ศ.2548 จากนั้นเคลื่อนไหวอย่างค่อนข้างมีเสถียรภาพในช่วงครึ่งหลังของปี

#### ไตรมาสที่ 1 ปีพ.ศ.2548

อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยในเดือนมกราคมแข็งค่าขึ้นจากเดือนก่อนอย่างต่อเนื่อง ในภาวะที่ความเชื่อมั่นต่อค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ยังคงอ่อนลงจากปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของสหรัฐฯ กอปรกับมีกระแสข่าวการปรับค่าเงินหยวนของจีน ซึ่งเป็นปัจจัยสนับสนุนให้นักลงทุนต่างชาติต้องการถือหลักทรัพย์ในรูปเงินบาทเพิ่มขึ้น อาทิ นำเงินมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย อย่างไรก็ตาม การแข็งค่าของเงินบาทก็สอดคล้องกับการแข็งค่าของค่าเงินส่วนใหญ่ในภูมิภาค

อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยในเดือนกุมภาพันธ์ 2548 แข็งค่าขึ้นจากเดือนก่อนสอดคล้องกับค่าเงินในภูมิภาคจากปัจจัยสนับสนุน ได้แก่ (1) ความเชื่อมั่นที่เพิ่มขึ้นของนักลงทุนต่อเศรษฐกิจไทยหลังการเลือกตั้ง (2) sentiment ของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อ่อนลงเนื่องจากการคาดการณ์กันมากขึ้นว่าธนาคารกลางของประเทศในเอเชียจะกระจายการถือเงินสำรองทางการจากสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ไปยังสกุลอื่น และ (3) นักลงทุนต่างประเทศมีความต้องการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยเพิ่มขึ้น

อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยในเดือนมีนาคม อ่อนลงจากค่าเฉลี่ยในเดือนกุมภาพันธ์ โดยในช่วงครึ่งแรกของเดือนเงินบาทปรับแข็งขึ้นเล็กน้อยจากความต้องการขายเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ของกองทุนต่างประเทศเพื่อถือเงินสกุลเอเชีย รวมทั้งเงินบาท อย่างไรก็ตามในช่วงครึ่งหลังของเดือน เงินบาทกลับอ่อนค่าลงค่อนข้างมากสอดคล้องกับค่าเงินในภูมิภาค ส่วนหนึ่งเนื่องจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ ซึ่งทำให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งขึ้น กอปรกับได้รับปัจจัยลบในประเทศจากการปรับขึ้นราคาน้ำมันดีเซล และนักลงทุนต่างประเทศมีการขายหลักทรัพย์เพื่อทำกำไรระยะสั้น

ไตรมาสที่ 2 ปีพ.ศ.2548

อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยในเดือนเมษายน อ่อนค่าลงจากค่าเฉลี่ยในเดือนมีนาคมตามทิศทางค่าเงินในภูมิภาค ประกอบกับปัจจัยในประเทศได้แก่ (1) เหตุการณ์ระเบิด 3 แห่งในจังหวัดสงขลา ซึ่งส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและนักลงทุนและ (2) ความต้องการซื้อดอลลาร์สหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้นจากทั้งรัฐวิสาหกิจ บริษัทน้ำมัน และบริษัทญี่ปุ่น เพื่อชำระค่าน้ำมัน และส่งคืนผลกำไร ตามลำดับ

อัตราแลกเปลี่ยนในเดือนพฤษภาคมอ่อนค่าลงต่อเนื่องจากเดือนก่อน แม้ว่าในช่วงครึ่งแรกของเดือน ค่าเงินบาทได้ปรับแข็งขึ้นเล็กน้อยเนื่องจากนักลงทุนต่างประเทศมีการลงทุนเพิ่มขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ไทย กอปรกับบริษัท Fitch ได้ปรับเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือของไทย อย่างไรก็ตาม ค่าเงินบาทได้กลับอ่อนลงค่อนข้างมากในช่วงครึ่งหลังของเดือนสอดคล้องกับค่าเงินในภูมิภาค เนื่องจากตลาดการเงินคาดว่า จีนยังคงไม่ปรับค่าเงินหยวนในระยะเวลาดังกล่าว นอกจากนี้ Sentiment ของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ปรับตัวดีขึ้น เนื่องจากตัวเลขทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ที่

ประกาศ ออกมาดีเกินคาด อีกทั้งบริษัทน้ำมันในประเทศยังมีความต้องการซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จำนวนมาก

อัตราแลกเปลี่ยนในเดือนมิถุนายน อ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่องและแตะระดับต่ำสุดในรอบ 8 เดือน ทั้งจากปัจจัยในประเทศและต่างประเทศ โดยปัจจัยที่สำคัญ ได้แก่ ความกังวลเกี่ยวกับการชะลอตัวของเศรษฐกิจไทย ตลอดจนการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดซึ่งอยู่ในระดับค่อนข้างสูง ขณะที่ความเชื่อมั่นในเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ปรับดีขึ้นจากตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ออกมาดีกว่าที่ตลาดคาดการณ์ อาทิ ตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตร

ไตรมาสที่ 3 ปีพ.ศ.2548

อัตราแลกเปลี่ยน ในเดือนกรกฎาคมมีการเคลื่อนไหวผันผวน กล่าวคือในช่วงต้นเดือนอ่อนค่าลงมาแตะระดับต่ำสุดในรอบ 2 ปี เมื่อวันที่ 8 กรกฎาคมเนื่องจากความเชื่อมั่นในเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ปรับดีขึ้น ประกอบกับมีปัจจัยลบเฉพาะของเงินบาท เช่น การขาดดุลการค้า ปัญหาความไม่สงบ ในภาคใต้ และการชะลอตัวของเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม เงินบาทกลับแข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็วตามค่าเงินในภูมิภาคหลังจีนประกาศปรับระบบอัตราแลกเปลี่ยนในวันที่ 21 กรกฎาคมที่ผ่านมา

อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยในเดือนสิงหาคม แข็งค่าขึ้นจากเดือนกรกฎาคมจากที่ตลาดคาดว่าค่าเงินหยวนของจีนและริงกิตมาเลเซียจะแข็งขึ้นต่อเนื่อง จึงได้ทยอยเข้ามาถือเงินภูมิภาคบางสกุล ประกอบกับมีเงินทุนไหลเข้าตลาดหลักทรัพย์ และการแถลงตัวเลขดุลการค้าเบื้องต้นในเดือนกรกฎาคมที่ขาดดุลลดลง โดยการเคลื่อนไหวอยู่ในช่วงแคบๆ ส่วนหนึ่งเนื่องจากความเชื่อมั่นในดอลลาร์สหรัฐฯ เมื่อเทียบกับเงินภูมิภาคไม่ได้เปลี่ยนแปลงอย่างชัดเจน

อัตราแลกเปลี่ยนในเดือนกันยายนค่าเงินบาทเฉลี่ย แข็งค่าขึ้นจากเดือนสิงหาคม ส่วนหนึ่งเนื่องจากตัวเลขการขยายตัวทางเศรษฐกิจในไตรมาสที่ 2 และดุลบัญชีเดินสะพัดที่ปรับตัวดีขึ้น

### ไตรมาสที่ 4 ปีพ.ศ.2548

อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยในเดือนตุลาคมแข็งค่าขึ้นจากเดือนกันยายนเนื่องจากได้รับปัจจัยสนับสนุนจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายและตัวเลขทางเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้น โดยเฉพาะตัวเลขดุลบัญชีเดินสะพัดและดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภค ส่งผลให้กองทุนต่างประเทศหลายแห่งซื้อเงินบาทเพื่อปรับฐานะ

อัตราแลกเปลี่ยนในเดือนพฤศจิกายน อ่อนค่าลงจากเดือนตุลาคมเนื่องจากความเชื่อมั่นในเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ดีขึ้นจากการประกาศตัวเลข GDP ไตรมาสที่ 3 ของสหรัฐฯ ที่สูงกว่าการคาดการณ์ของตลาด และจากการที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย Fed funds rate อีกร้อยละ 0.25 ต่อปีเป็นร้อยละ 4.00 ต่อปี

อัตราแลกเปลี่ยนในเดือนธันวาคม แข็งค่าขึ้นจากเดือนพฤศจิกายนเนื่องจากการประกาศตัวเลข GDP ไตรมาสที่ 3 ของไทยที่ร้อยละ 5.3 ที่สูงกว่าการคาดการณ์ของตลาด และการปรับตัวลดลงของอัตราเงินเฟ้อทั่วไป ประกอบกับความเชื่อมั่นในเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่ลดลงเนื่องจากตลาดคาดว่าวัฏจักรอัตราดอกเบี้ยขาขึ้นของสหรัฐฯ ใกล้จะสิ้นสุดแล้ว

### ความเคลื่อนไหวอัตราแลกเปลี่ยน ในช่วงปีพ.ศ.2549

ปีพ.ศ.2549 ค่าเงินบาทอยู่ในทิศทางแข็งค่าขึ้นตลอดปี โดยเฉพาะในไตรมาสที่ 4

### ไตรมาสที่ 1 ปีพ.ศ.2549

อัตราแลกเปลี่ยนในเดือนมกราคมแข็งค่าขึ้นมากจากเดือนธันวาคม 2548 เป็นผลจากการไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศเพื่อมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยประกอบกับความเชื่อมั่นต่อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่ลดลงเนื่องจากตลาดคาดว่าวัฏจักรอัตราดอกเบี้ยขาขึ้นของสหรัฐฯ อาจสิ้นสุดเร็วกว่าที่คาดการณ์ไว้เดิม

อัตราแลกเปลี่ยนในเดือนกุมภาพันธ์ แข็งค่าขึ้นจากเดือนมกราคม สอดคล้องกับค่าเงินในภูมิภาค เนื่องจากการไหลเข้าอย่างต่อเนื่องของเงินทุนเพื่อมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาค

อัตราแลกเปลี่ยนในเดือนมีนาคมแข็งค่าขึ้นจากเดือนกุมภาพันธ์ สอดคล้องกับการแข็งค่าขึ้นของสกุลเงินในภูมิภาค เนื่องจากนักลงทุนจากต่างประเทศยังคงสนใจลงทุนในสกุลเงินภูมิภาค ประกอบกับมีเงินทุนไหลเข้าเพื่อซื้อหุ้นกิจการในประเทศไทย (บริษัท ชิน คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน))

ไตรมาสที่ 2 ปีพ.ศ.2549

อัตราแลกเปลี่ยนในเดือนเมษายนแข็งขึ้นอย่างรวดเร็วตลอดทั้งเดือน และทำสถิติแข็งค่าที่สุดในรอบกว่า 6 ปีในช่วงปลายเดือน โดยมีปัจจัยหลักจากสถานการณ์ทางการเมืองที่คลี่คลายลง ส่งผลให้มีเงินทุนไหลเข้าในตลาดหลักทรัพย์ไทยจำนวนมาก เมื่อพิจารณาตลอดทั้งเดือนค่าเงินบาทเฉลี่ยแข็งค่าขึ้นจากค่าเฉลี่ยของเดือนก่อนร้อยละ 2.5

อัตราแลกเปลี่ยนในเดือนพฤษภาคม ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยในเดือนเมษายน แต่หากเทียบกับช่วงปลายเดือนเมษายนเงินบาทอ่อนค่าลง โดยเฉพาะประมาณช่วงกลางเดือนเช่นเดียวกับค่าเงินอื่นในภูมิภาค เนื่องจากภาวะ Risk aversion ทำให้นักลงทุนต่างชาติขายหลักทรัพย์ในตลาดเกิดใหม่ (Emerging markets) เป็นจำนวนมากเพื่อลดความเสี่ยง ประกอบกับความไม่แน่นอนทางการเมืองในประเทศยังมีอยู่ อย่างไม่ดี ในช่วงสัปดาห์สุดท้ายของเดือนค่าเงินบาทกลับแข็งค่าขึ้นบ้างจากภาวะ Risk aversion ที่เริ่มบรรเทา

อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยในเดือนมิถุนายนอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับเดือนพฤษภาคม แต่เคลื่อนไหวอย่างค่อนข้างมีเสถียรภาพ เพราะความต้องการซื้อและขายเงินตราต่างประเทศอยู่ในระดับที่สมดุลกัน ส่วนหนึ่งเนื่องจากภาวะที่นักลงทุนต่างชาติต้องการลดความเสี่ยงจากการถือครองสินค้าโภคภัณฑ์และสินทรัพย์ในตลาดเกิดใหม่ (Risk Aversion) ซึ่งเป็นปัจจัยลบสำคัญต่อค่าเงินภูมิภาคในช่วงกลางเดือนพฤษภาคมได้คลี่คลายลงแล้ว ส่งผลให้ค่าเงินบาททรงตัวอยู่ในระดับใกล้เคียงกับช่วงปลายเดือนพฤษภาคมได้ตลอดทั้งเดือน

ไตรมาสที่ 3 ปีพ.ศ.2549

อัตราแลกเปลี่ยนในเดือนกรกฎาคม เคลื่อนไหวอย่างค่อนข้างมีเสถียรภาพ จากความต้องการซื้อและขายเงินตราต่างประเทศที่อยู่ในระดับสมดุลกัน อย่างไม่ดีเงินบาทแข็งค่าขึ้นเมื่อ

เทียบกับค่าเฉลี่ยในเดือนมิถุนายน เนื่องจากผลกระทบจากภาวะที่นักลงทุนต่างชาติต้องการลดความเสี่ยงจากการถือครองสินค้าโภคภัณฑ์และสินทรัพย์ในตลาดเกิดใหม่ (Risk Aversion) ซึ่งเกิดขึ้นในช่วงกลางเดือนพฤษภาคมเริ่มหมดไป ประกอบกับตลาดคาดว่าธนาคารกลางสหรัฐฯ จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในการประชุมเดือนสิงหาคม

อัตราแลกเปลี่ยนในเดือนสิงหาคมแข็งค่าขึ้นจากเดือนกรกฎาคม เนื่องจากนักลงทุนต่างชาติขายดอลลาร์สหรัฐฯ ก่อนข้างมาก โดยเฉพาะในช่วงครึ่งแรกของเดือนเนื่องจากมีแนวโน้มว่าวัฏจักรอัตราดอกเบี้ยขาขึ้นของสหรัฐฯ น่าจะใกล้ยุติแล้ว อย่างไรก็ตามในช่วงสัปดาห์ที่ 3 ของเดือนเงินบาทอ่อนค่าลงบ้างจากความกังวลเกี่ยวกับการสอบสวนบริษัทที่เป็น Nominee ในตลาดหลักทรัพย์ แต่กลับแข็งค่าขึ้นอีกครั้งในช่วงปลายเดือน

อัตราแลกเปลี่ยนในเดือนกันยายน 2549 แข็งค่าขึ้นจากค่าเฉลี่ยในเดือนสิงหาคมแต่เคลื่อนไหวผันผวนเป็นบางช่วง ทั้งนี้ในช่วงครึ่งแรกของเดือนค่าเงินบาทแต่ละระดับที่แข็งที่สุดในรอบ 6 ปีครึ่ง อย่างไรก็ตามเมื่อเกิดเหตุการณ์ปฏิบัติการปกครองในวันที่ 19 กันยายน ค่าเงินบาทได้อ่อนค่าลงอย่างค่อนข้างรวดเร็วเนื่องจากนักลงทุนต่างชาติมีความกังวลต่อความไม่แน่นอนของสถานการณ์ จึงเร่งลดการลงทุนในเงินบาทและซื้อดอลลาร์สหรัฐฯ กลับ แต่เมื่อสถานการณ์มีความชัดเจนขึ้นและนักลงทุนเห็นว่าไม่ได้มีความรุนแรงแต่อย่างใด ค่าเงินบาทก็กลับแข็งค่าขึ้นอีกครั้ง

ไตรมาสที่ 4 ปีพ.ศ.2549

อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยในเดือนตุลาคม แข็งค่าขึ้นจากค่าเฉลี่ยในเดือนกันยายน จากเงินทุนไหลเข้าที่มาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และพันธบัตรรัฐบาลอย่างต่อเนื่อง ประกอบกับมีแรงขายดอลลาร์สหรัฐฯ ของกองทุนต่างชาติจำนวนมาก ทำให้ค่าเงินบาทโน้มแข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็วเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ และทำสถิติแข็งค่าสุดในรอบ 7 ปี

อัตราแลกเปลี่ยนในเดือนพฤศจิกายนแข็งค่าขึ้นจากค่าเฉลี่ยในเดือนตุลาคม จากเงินทุนไหลเข้าที่มาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และพันธบัตรรัฐบาลอย่างต่อเนื่อง ประกอบกับมีแรงขายดอลลาร์สหรัฐฯ จำนวนมากทำให้ค่าเงินบาทโน้มแข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็วเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ และทำสถิติแข็งค่าสุดในรอบ 8 ปี

อัตราแลกเปลี่ยนในเดือนธันวาคม 2549 แข็งค่าขึ้นจากค่าเฉลี่ยในเดือนพฤศจิกายน จากการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดและเงินทุนไหลเข้าซึ่งทำให้ค่าเงินบาทโน้มแข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็วเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ และทำสถิติแข็งค่าสุดในรอบ 9 ปีในช่วงกลางเดือน แต่ได้อ่อนค่าลงภายหลังการออกมาตรการดำรงเงินสำรองเงินนำเข้าระยะสั้น เมื่อวันที่ 18 ธันวาคม 2549 ก่อนที่จะกลับแข็งค่าขึ้นเล็กน้อยในช่วงสิ้นเดือน



**ภาพที่ 17** ความเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน บาท / ดอลลาร์สหรัฐฯปีพ.ศ.2545 – พ.ศ.2549  
ที่มา: สำนักข่าวรอยเตอร์ (2553)

### สรุปปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อค่าเงินบาทในปีพ.ศ.2545 – พ.ศ.2549

จากภาพที่ 17 แสดงความเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนตั้งแต่ปีพ.ศ.2545 ถึง พ.ศ. 2549 ซึ่งสามารถสรุปปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราแลกเปลี่ยนหลัก ๆ ได้ดังนี้

## 1. การแข็งค่าของเงินบาทในช่วงครึ่งปีแรกของปี พ.ศ.2545

ค่าเงินบาทปรับแข็งค่าขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี 2545 จนถึงช่วงกลางปี โดยเป็นเป็นผลจากปัจจัยสำคัญได้แก่

1.1 ค่าเงินบาทปรับแข็งขึ้นตามค่าเงินเยนญี่ปุ่นเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ เนื่องจากภาพการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังไม่ชัดเจน และมีปัญหาเรื่องการงบประมาณสหรัฐฯ

1.2 ทิศทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้นของประเทศไทย ทั้งตัวเลขการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมที่สูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ อุปสงค์ในประเทศฟื้นตัวชัดเจน ทำให้มีเงินลงทุนจากต่างประเทศไหลเข้า ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

## 2. การอ่อนค่าของเงินบาทในช่วงครึ่งปีหลังของปี พ.ศ.2545

ช่วงครึ่งปีหลังของปี พ.ศ. 2545 ค่าเงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่องจากปัจจัยสำคัญได้แก่

2.1 กองทุนในสหรัฐฯ ได้ขายหุ้นในภูมิภาคเอเชียเพื่อชดเชยผลการขาดทุนจากการลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ หลังจากนั้นเงินบาทได้อ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่อง

2.2 ความกังวลเกี่ยวกับสงครามในตะวันออกกลาง

2.3 ค่าเงินบาทปรับตัวอ่อนค่าลงตามการอ่อนของค่าเงินเยน

2.4 ภาวะตลาดหุ้นของภูมิภาคเอเชียที่เริ่มซบเซาลง

2.5 การเร่งซื้อดอลลาร์ของนักลงทุนต่างชาติเพื่อป้องกันความเสี่ยง

2.6 การชำระหนี้ต่างประเทศของภาครัฐที่มีอย่างต่อเนื่องในช่วงครึ่งปีหลัง

### 3. การแข็งค่าของเงินบาทในช่วงปี พ.ศ.2546

ปี 2546 เงินบาทแข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเป็นผลจากปัจจัยสำคัญ ดังนี้

3.1 ภาวะเศรษฐกิจไทยที่อยู่ในเกณฑ์ดี

3.2 การปรับตัวสูงขึ้นของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยที่ทำสถิติสูงสุดในรอบ 7 ปี

3.3 การปรับตัวแข็งขึ้นของค่าเงินเยน

3.4 Sentiment ของเงินดอลลาร์สหรัฐ ที่เปราะบางจากปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด และการขาดดุลการค้า

3.5 การปรับเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทยจากสถาบันจัดอันดับ ในต่างประเทศ

### 4. การอ่อนค่าของเงินบาทในช่วงไตรมาสที่ 2 และไตรมาสที่ 3 ของปี พ.ศ.2547

ช่วงไตรมาสที่ 2 และไตรมาสที่ 3 ของปี พ.ศ. 2547 ค่าเงินบาทอ่อนค่าลงจากปัจจัยสำคัญ ได้แก่

4.1 ความกังวลของนักลงทุนเกี่ยวกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจไทยจากการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันและสถานการณ์ความไม่สงบในภาคใต้ รวมทั้งปัจจัยลบจากข่าวการแพร่ระบาดของโรคไข้หวัดนกในไก่

4.2 การปรับลดของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยที่มีการขายสุทธิของนักลงทุนต่างชาติค่อนข้างมาก

4.3 ความต้องการซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐ จากผู้นำเข้าและบริษัทน้ำมันค่อนข้างมาก

4.4 ความกังวลเรื่องการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ

#### 5. การแข็งค่าของเงินบาทในช่วงไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ.2547

ค่าเงินบาทปรับตัวแข็งขึ้นจากปัจจัยสนับสนุน ดังนี้

5.1 การปรับตัวตามค่าเงินในภูมิภาค เนื่องจาก Sentiment ของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่เปราะบางจากปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและขาดดุลงบประมาณ

5.2 การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย ในเดือนสิงหาคม ตุลาคม และธันวาคม

5.3 การเข้ามาลงทุนเพิ่มขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ไทยของนักลงทุนต่างประเทศ

5.4 ข่าวลือเกี่ยวกับการปรับค่าเงินหยวน

#### 6. การอ่อนค่าของเงินบาทในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ.2548

ค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ปรับค่าอ่อนลงอย่างต่อเนื่อง ทั้งจากปัจจัยในประเทศและต่างประเทศ โดยปัจจัยที่สำคัญ ได้แก่

6.1 ความกังวลเกี่ยวกับการชะลอตัวของเศรษฐกิจไทย ตลอดจนการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดซึ่งอยู่ในระดับค่อนข้างสูง

6.2 ความเชื่อมั่นในเงินดอลลาร์ สรอ. ปรับดีขึ้นจากตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ออกมาดีกว่าที่ตลาดคาดการณ์ อาทิ ตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตร

## 7. การแข็งค่าของเงินบาทในช่วงครึ่งปีหลัง พ.ศ.2548

ค่าเงินบาทปรับตัวแข็งขึ้นจากปัจจัยสนับสนุน ดังนี้

7.1 การประกาศตัวเลข GDP ไตรมาสที่ 3 ของไทยที่ร้อยละ 5.3 ที่สูงกว่าการคาดการณ์ของตลาด และการปรับตัวลดลงของอัตราเงินเฟ้อทั่วไป

7.2 ความเชื่อมั่นในเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่ลดลงเนื่องจากตลาดคาดว่าวัฏจักรอัตราดอกเบี้ยขาขึ้นของสหรัฐฯ ใกล้จะสิ้นสุดแล้ว

## 8. การแข็งค่าของเงินบาทในปีหลัง พ.ศ.2549

ค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากปัจจัยที่สำคัญ ได้แก่

8.1 แข็งค่าขึ้นมากตามการแข็งค่าของเงินในภูมิภาคคือเงินเยนและเงินหยวน

8.2 สถานการณ์ทางการเมืองไทยที่เริ่มคลี่คลาย ทำให้มีเงินทุนไหลเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และพันธบัตรรัฐบาลอย่างต่อเนื่อง

## บทที่ 4

### ผลการศึกษา

ในบทนี้จะกล่าวถึงผลการวิเคราะห์ ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 ส่วนคือ

ส่วนที่ 1 ผลการศึกษาถึงปัจจัยในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า โดยการหาความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า กับปัจจัยต่าง ๆ โดยใช้วิธีวิเคราะห์แบบสมการถดถอยเชิงซ้อน(Multiple Regression Analysis) ด้วยวิธีสมการถดถอยกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square) ซึ่งพัฒนาจากแบบจำลองการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวคิด Monetary and Portfolio Balance Model โดยใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่ มกราคม 2545 ถึง พฤศจิกายน 2549 รวม 59 เดือน

ส่วนที่ 2 ผลการศึกษาความเป็นเหตุเป็นผลของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า กับอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต จะใช้วิธีการทดสอบความสัมพันธ์การเป็นเหตุเป็นผลกันด้วย Granger Causality Test

#### ส่วนที่ 1 ผลการศึกษาถึงปัจจัยในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า

ในส่วนที่ 1 นี้จะกล่าวถึงผลการวิเคราะห์ปัจจัยในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า โดยการหาความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า กับปัจจัยต่าง ๆ โดยใช้วิธีวิเคราะห์แบบสมการถดถอยเชิงซ้อน(Multiple Regression Analysis) ด้วยวิธีสมการถดถอยกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square) ซึ่งพัฒนาจากแบบจำลองการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวคิด Monetary and Portfolio Balance Model ดังที่กล่าวไว้ในบทที่ 2 โดยใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่ มกราคม 2545 ถึง พฤศจิกายน 2549 โดยแบบจำลองที่ใช้คือ

$$F_{it} = \alpha_{i1} + \beta_{i2}(m_t - m_{it}^*) + \beta_{i3}(y_t - y_{it}^*) + \beta_{i4}(r_t - r_{it}^*) + \beta_{i5}(\pi_t - \pi_{it}^*) + \beta_{i6}(b_t - f_{it}^*) + \beta_{i7}S_{it-1} \quad (1)$$

โดย

- $F_{it}$  = Logarithm ของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าในรูปของเงินบาท ต่อหนึ่งหน่วยสกุลต่างประเทศ  $i$  ณ เวลา  $t$
- $m_t$  = Logarithm ของปริมาณเงินภายในประเทศในเวลา  $t$
- $m_{it}^*$  = Logarithm ของปริมาณเงินต่างประเทศในเวลา  $t$
- $y_t$  = Logarithm ของระดับรายได้ที่แท้จริงในประเทศในเวลา  $t$
- $y_{it}^*$  = Logarithm ของระดับรายได้ที่แท้จริงต่างประเทศในเวลา  $t$
- $r_t$  = อัตราดอกเบี้ยในประเทศในเวลา  $t$
- $r_{it}^*$  = อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศในเวลา  $t$
- $\pi_t$  = การคาดการณ์เงินเฟ้อในประเทศในเวลา  $t$
- $\pi_{it}^*$  = การคาดการณ์เงินเฟ้อต่างประเทศในเวลา  $t$
- $b_t$  = Logarithm พันธบัตรภายในประเทศที่อยู่ในมือภาคเอกชน
- $f_{it}$  = Logarithm พันธบัตรต่างประเทศที่อยู่ในมือภาคเอกชน
- $S_{it-1}$  = Logarithm ของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าในรูปของเงินบาท ต่อหนึ่งหน่วยสกุลต่างประเทศ  $i$  ณ เวลา  $t-1$

### 1. อัตราแลกเปลี่ยนสกุล บาท – ดอลลาร์สหรัฐ

กรณี อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า 3 เดือน

จากแบบจำลองที่ 1 ได้ผลการวิเคราะห์ดังนี้

$$\begin{aligned}
 F_t = & -0.0216 - 0.2194(m - m^*)_t + 0.0428(y - y^*)_t + 0.0965(r - r^*)_t \\
 & (-0.0591) \quad (-1.2853) \quad (0.6594) \quad (1.8347)* \\
 & - 0.0051(\pi - \pi^*)_t - 0.0218(b - f)_t + 1.0177 S_{t-1} \quad (4.1) \\
 & (-1.0866) \quad (-1.9499)* \quad (10.7501)***
 \end{aligned}$$

$R^2$	= 0.9141
Adjusted $R^2$	= 0.9041
F-Statistic	= 92.2024
Durbin-Watson stat	= 1.5494

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บ คือ ค่า t-statistic

\*\*\* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

\*\* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

\* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

จากผลที่คาดประมาณ พบว่าสมการที่ได้จากการคาดประมาณ มีปัญหาความเป็นอิสระกันของค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) โดยการตรวจสอบค่าสถิติ Durbin Watson ซึ่งค่า Durbin Watson ที่จะไม่เกิดปัญหา Autocorrelation จะต้องมีค่าระหว่าง 1.639 – 2.361 (ได้จากการเปิดตาราง ที่  $n = 59$ ,  $k = 6$ ,  $\alpha = 0.01$ ) ค่า Durbin Watson ที่ได้จากสมการที่ 4.1 มีค่าเท่ากับ 1.5494 ดังนั้นจึงทำการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) พร้อมทั้งแก้ไขปัญหาความเป็นอิสระกันของค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) และคัดเลือกเฉพาะตัวแปรอิสระที่มีนัยสำคัญทางสถิติเท่านั้นเข้าในสมการ ซึ่งผลจากการคาดประมาณใหม่ได้สมการดังนี้

$$F_t = -0.0254 + 0.0659(r - r^*)_t + 1.0058 S_{t-1} \quad (4.2)$$

(-0.1819)      (1.8153)\*      (26.7053)\*\*\*

$R^2$	= 0.9002
Adjusted $R^2$	= 0.8942
F-Statistic	= 150.3027
Durbin-Watson stat	= 1.6443

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บ คือ ค่า t-statistic

\*\*\* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

\*\* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

\* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

จากผลการวิเคราะห์ ดังสมการที่ 4.2 พบว่า มีค่า Adjusted  $R^2$  เท่ากับ 0.8942 แสดงว่า สมการที่ประมาณการได้นี้ สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม คือ อัตราแลกเปลี่ยน ล่วงระยะเวลา 3 เดือน ได้ 89.42% โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 (prob (F-statistic) = 0.00)

การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) โดยการตรวจสอบ ค่า Correlation ปรากฏว่าไม่มีคู่ใดที่มีสหสัมพันธ์กันจนอาจก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity

การตรวจสอบค่าความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อน (Heteroscedasticity) ทำการ ตรวจสอบโดยใช้วิธี White Heteroscedasticity Test ได้ค่า Prob(F-Statistic) เท่ากับ 0.2286 ซึ่งมีค่า มากกว่า 0.05 แสดงว่าไม่เกิดปัญหา Heteroscedasticity

การตรวจสอบความเป็นอิสระกันของค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) โดยการ ตรวจสอบค่าสถิติ Durbin Watson ซึ่งค่า Durbin Watson ที่จะไม่เกิดปัญหา Autocorrelation จะต้อง มีค่าระหว่าง 1.466 – 2.534 (ได้จากการเปิดตาราง ที่  $n = 54$  ,  $k = 2$  ,  $\alpha = 0.01$ ) ค่า Durbin Watson ที่ได้จากสมการที่ 4.2 มีค่าเท่ากับ 1.644 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าไม่เกิดปัญหา Autocorrelation

จากสมการคาดประมาณสามารถอธิบายค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ ได้ดังนี้

1. อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 3 เดือน มีความสัมพันธ์กับส่วนต่างระหว่างอัตรา ดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 โดยค่า สัมประสิทธิ์ เท่ากับ 0.0659 หมายความว่า ถ้าส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับ ต่างประเทศเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 โดยกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่ จะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ระยะเวลา 3 เดือนมีค่าเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.0659 ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

2. อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 3 เดือน มีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยน ช่วงเวลาก่อนหน้า อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 โดยค่าสัมประสิทธิ์ คือ ค่าความยืดหยุ่นของอัตราแลกเปลี่ยนช่วงเวลาก่อนหน้า มีค่าเท่ากับ 1.0058 หมายความว่า ถ้า

อัตราแลกเปลี่ยนช่วงเวลาก่อนหน้า เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 โดยกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่ จะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 3 เดือนมีค่าเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.0058 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

#### กรณี อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า 6 เดือน

จากแบบจำลองที่ 1 ได้ผลการวิเคราะห์ดังนี้

$$\begin{aligned}
 F_t = & -0.0148 - 0.2221(m - m^*)_t + 0.0373(y - y^*)_t + 0.0961(r - r^*)_t \\
 & (-0.0407) \quad (-1.3101) \quad (0.5759) \quad (1.8412)^* \\
 & - 0.0045(\pi - \pi^*)_t - 0.0223(b - f)_t + 1.0168S_{t-1} \quad (4.3) \\
 & (-0.9654) \quad (-2.0092)^* \quad (10.8189)^{***}
 \end{aligned}$$

$R^2$	=	0.9162
Adjusted $R^2$	=	0.9065
F-Statistic	=	94.7757
Durbin-Watson stat	=	1.5779

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บ คือ ค่า t-statistic

- \*\*\* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99
- \*\* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95
- \* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

จากผลที่คาดประมาณ พบว่าสมการที่ได้จากการคาดประมาณ มีปัญหาความเป็นอิสระกันของค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) โดยการตรวจสอบค่าสถิติ Durbin Watson ซึ่งค่า Durbin Watson ที่จะไม่เกิดปัญหา Autocorrelation จะต้องมีค่าระหว่าง 1.639 – 2.361 (ได้จากการเปิดตาราง ที่  $n = 59$ ,  $k = 6$ ,  $\alpha = 0.01$ ) ค่า Durbin Watson ที่ได้จากสมการที่ 4.3 มีค่าเท่ากับ 1.5779 ดังนั้นจึงทำการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) พร้อมทั้งแก้ไขปัญหาความเป็นอิสระกันของค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) และคัดเลือก

เฉพาะตัวแปรอิสระที่มีนัยสำคัญทางสถิติเท่านั้นเข้าในสมการ ซึ่งผลจากการคาดประมาณใหม่ได้สมการดังนี้

$$F_t = -0.0538 + 0.0666(r - r^*)_t + 1.0135 S_{t-1} \quad (4.4)$$

(- 0.3551)      (2.0233)\*\*      (24.7594)\*\*\*

R <sup>2</sup>	= 0.9027
Adjusted R <sup>2</sup>	= 0.8969
F-Statistic	= 154.6450
Durbin-Watson stat	= 1.6858

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บ คือ ค่า t-statistic

- \*\*\* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99
- \*\* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95
- \* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

จากผลการวิเคราะห์ ดังสมการที่ 4.4 พบว่า มีค่า Adjusted R<sup>2</sup> เท่ากับ 0.8969 แสดงว่าสมการที่ประมาณการได้นี้ สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม คือ อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 6 เดือน ได้ 89.69 % โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 (prob (F-statistic) = 0.00)

การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) โดยการตรวจสอบค่า Correlation ปรากฏว่าไม่มีคู่ใดที่มีสหสัมพันธ์กันจนอาจก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity

การตรวจสอบค่าความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อน (Heteroscedasticity) ทำการตรวจสอบโดยใช้วิธี White Heteroscedasticity Test ได้ค่า Prob(F-Statistic) เท่ากับ 0.2730 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05 แสดงว่าไม่เกิดปัญหา Heteroscedasticity

การตรวจสอบความเป็นอิสระกันของค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) โดยการตรวจสอบค่าสถิติ Durbin Watson ซึ่งค่า Durbin Watson ที่จะไม่เกิดปัญหา Autocorrelation จะต้อง

มีค่าระหว่าง 1.466 – 2.534 (ได้จากการเปิดตาราง ที่  $n = 54$  ,  $k = 2$  ,  $\alpha = 0.01$ ) ค่า Durbin Watson ที่ได้จากการสมการที่ 4.4 มีค่าเท่ากับ 1.6858 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าไม่เกิดปัญหา Autocorrelation

จากสมการคาดประมาณสามารถอธิบายค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ ได้ดังนี้

1. อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 6 เดือน มีความสัมพันธ์กับส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 โดยค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ 0.0666 หมายความว่า ถ้าส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 โดยกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่ จะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 6 เดือนมีค่าเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.0666 ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

2. อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 6 เดือน มีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนช่วงเวลาก่อนหน้า อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 โดยค่าสัมประสิทธิ์ คือ ค่าความยืดหยุ่นของอัตราแลกเปลี่ยนช่วงเวลาก่อนหน้า มีค่าเท่ากับ 1.0135 หมายความว่า ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนช่วงเวลาก่อนหน้า เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 โดยกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่ จะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 6 เดือนมีค่าเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.0135 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

2. อัตราแลกเปลี่ยนสกุล บาท – เยน

กรณี อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า 3 เดือน

จากแบบจำลองที่ 1 ได้ผลการวิเคราะห์ดังนี้

$$\begin{aligned}
 F_t = & - 2.5353 - 0.2659(m - m^*)_t + 0.0461(y - y^*)_t - 0.0380(r - r^*)_t \\
 & (-1.3086) \quad (-0.9906) \quad (0.3743) \quad (-3.9137)*** \\
 & + 0.0105(\pi - \pi^*)_t + 0.0576(b - f)_t + 0.3975 S_{t-1} \quad (4.5) \\
 & (1.5803) \quad (2.0804)** \quad (2.7325)***
 \end{aligned}$$

$R^2$	= 0.9156
Adjusted $R^2$	= 0.9019
F-Statistic	= 66.9185
Durbin-Watson stat	= 2.1593

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บ คือ ค่า t-statistic

- \*\*\* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99
- \*\* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95
- \* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

ทำการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ(Multicollinearity) พร้อมทั้งแก้ไขปัญหาความเป็นอิสระกันของค่าความคลาดเคลื่อน(Autocorrelation) และคัดเลือกเฉพาะตัวแปรอิสระที่มีนัยสำคัญทางสถิติเท่านั้นเข้าในสมการ ซึ่งผลจากการคาดประมาณใหม่ได้สมการดังนี้

$$F_t = -0.1537 - 0.0112(r - r^*)_t + 0.0068(\pi - \pi^*)_{t-1} + 0.8319 S_{t-1} \quad (4.6)$$

(-3.0742)
(2.8939)\*\*\*
(-1.7273)\*
(16.2676)\*\*\*

$R^2$	= 0.9055
Adjusted $R^2$	= 0.8982
F-Statistic	= 124.5292
Durbin-Watson stat	= 1.9726

การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) โดยการตรวจสอบค่า Correlation ปรากฏว่าไม่มีคู่ใดที่มีสหสัมพันธ์กันจนอาจก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity

การตรวจสอบค่าความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อน (Heteroscedasticity) ทำการตรวจสอบโดยใช้วิธี White Heteroscedasticity Test ได้ค่า Prob(F-Statistic) เท่ากับ 0.4576 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05 แสดงว่าไม่เกิดปัญหา Heteroscedasticity

การตรวจสอบความเป็นอิสระกันของค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) โดยการตรวจสอบค่าสถิติ Durbin Watson ซึ่งค่า Durbin Watson ที่จะไม่เกิดปัญหา Autocorrelation จะต้องมามีค่าระหว่าง 1.520 – 2.480 (ได้จากการเปิดตาราง ที่  $n = 57$  ,  $k = 3$  ,  $\alpha = 0.01$ ) ค่า Durbin Watson ที่ได้จากการที่ 4.6 มีค่าเท่ากับ 1.9726 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าไม่เกิดปัญหา Autocorrelation

จากสมการคาดประมาณสามารถอธิบายค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ ได้ดังนี้

1. อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 3 เดือน มีความสัมพันธ์กับส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 โดยค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ  $-0.0112$  หมายความว่า ถ้าส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 โดยกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่ จะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 3 เดือนมีค่าลดลงร้อยละ 0.0112 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

2. อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 3 เดือน มีความสัมพันธ์กับการส่วนต่างระหว่างการคาดการณ์เงินเฟ้อในประเทศกับต่างประเทศในช่วงเวลาที่ผ่านมา อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 โดยค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ  $0.0068$  หมายความว่า ถ้าส่วนต่างระหว่างการคาดการณ์เงินเฟ้อโดยเปรียบเทียบในช่วงเวลาที่ผ่านมาเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 โดยกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่ จะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 3 เดือนมีค่าเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.0068 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

3. อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 3 เดือน มีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนช่วงเวลาก่อนหน้า อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 โดยค่าสัมประสิทธิ์ คือ ค่าความยืดหยุ่นของอัตราแลกเปลี่ยนช่วงเวลาก่อนหน้า มีค่าเท่ากับ  $0.8319$  หมายความว่า ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนช่วงเวลาก่อนหน้า เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 โดยกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่ จะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 3 เดือนมีค่าเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.8319 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

กรณี อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า 6 เดือน

จากแบบจำลองที่ 1 ได้ผลการวิเคราะห์ดังนี้

$$\begin{aligned}
 F_t = & - 2.5989 - 0.2758(m - m^*)_t + 0.0462(y - y^*)_t - 0.0362(r - r^*)_t \\
 & (-1.3439) \quad (-1.0294) \quad (0.3753) \quad (-3.7316)^{***} \\
 & + 0.0116(\pi - \pi^*)_t + 0.0591(b - f)_t + 0.4045 S_{t-1} \quad (4.7) \\
 & (1.7362)^* \quad (2.1375)^{**} \quad (2.7852)^{***}
 \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.9089$$

$$\text{Adjusted } R^2 = 0.8941$$

$$\text{F-Statistic} = 61.5331$$

$$\text{Durbin-Watson stat} = 2.1650$$

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บ คือ ค่า t-statistic

\*\*\* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

\*\* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

\* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

ทำการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ(Multicollinearity) พร้อมทั้งแก้ไข  
ปัญหาความเป็นอิสระกันของค่าความคลาดเคลื่อน(Autocorrelation) และคัดเลือกเฉพาะตัวแปร  
อิสระที่มีนัยสำคัญทางสถิติเท่านั้นเข้าในสมการ ซึ่งผลจากการคาดประมาณใหม่ได้สมการดังนี้

$$\begin{aligned}
 F_t = & - 0.1625 - 0.0100(r - r^*)_{t-1} + 0.0080(\pi - \pi^*)_{t-1} + 0.8213 S_{t-1} \quad (4.8) \\
 & (-3.0356) \quad (-2.6053)^{***} \quad (2.2136)^{**} \quad (14.9384)^{***}
 \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.9003$$

$$\text{Adjusted } R^2 = 0.8927$$

$$\text{F-Statistic} = 117.4289$$

$$\text{Durbin-Watson stat} = 1.9685$$

การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) โดยการตรวจสอบค่า Correlation ปรากฏว่าไม่มีคู่ใดที่มีสหสัมพันธ์กันจนอาจก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity

การตรวจสอบค่าความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อน (Heteroscedasticity) ทำการตรวจสอบโดยใช้วิธี White Heteroscedasticity Test ได้ค่า Prob(F-Statistic) เท่ากับ 0.4752 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05 แสดงว่าไม่เกิดปัญหา Heteroscedasticity

การตรวจสอบความเป็นอิสระกันของค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) โดยการตรวจสอบค่าสถิติ Durbin Watson ซึ่งค่า Durbin Watson ที่จะไม่เกิดปัญหา Autocorrelation จะต้องมียุทธหว่าง 1.520 – 2.480 (ได้จากการเปิดตาราง ที่  $n = 57$  ,  $k = 3$  ,  $\alpha = 0.01$ ) ค่า Durbin Watson ที่ได้จากสมการที่ 4.8 มีค่าเท่ากับ 1.9685 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าไม่เกิดปัญหา Autocorrelation

จากสมการคาดประมาณสามารถอธิบายค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ ได้ดังนี้

1. อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 6 เดือน มีความสัมพันธ์กับส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศในช่วงเวลาที่ผ่านมา อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 โดยค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ  $-0.0100$  หมายความว่า ถ้าส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศในช่วงเวลาที่ผ่านมา เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 โดยกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่ จะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 6 เดือนมีค่าลดลงร้อยละ 0.0100 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

2. อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 6 เดือน มีความสัมพันธ์กับส่วนต่างระหว่างการคาดการณ์เงินเฟ้อในประเทศกับต่างประเทศในช่วงเวลาที่ผ่านมา อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 โดยค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ 0.0080 หมายความว่า ถ้าส่วนต่างการคาดการณ์เงินเฟ้อในประเทศกับต่างประเทศในช่วงเวลาที่ผ่านมาเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 โดยกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่ จะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 6 เดือนมีค่าเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.0080 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

3. อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 6 เดือน มีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนช่วงเวลาก่อนหน้า อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 โดยค่าสัมประสิทธิ์คือ ค่าความยืดหยุ่นของอัตราแลกเปลี่ยนช่วงเวลาก่อนหน้า มีค่าเท่ากับ 0.8213 หมายความว่า ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนช่วงเวลาก่อนหน้า เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 โดยกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่ จะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 6 เดือนมีค่าเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.8213 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

ตารางที่ 5 สรุปผลการวิเคราะห์ปัจจัยในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า

	สกุล บาท – ดอลลาร์สหรัฐ		สกุล บาท – เยน	
	ระยะเวลา 3 เดือน	ระยะเวลา 6 เดือน	ระยะเวลา 3 เดือน	ระยะเวลา 6 เดือน
Constant	-0.0254 (-0.1819)	-0.0538 (-0.3551)	-0.1537 (-3.0742)	-0.1625 (-3.0356)
$(r - r^*)_t$	0.0659 (1.8153)*	0.0666 (2.0233)**	-0.0112 (2.8939)***	
$(r - r^*)_{t-1}$				-0.0100 (-2.6053)***
$(\pi - \pi^*)_{t-1}$			0.0068 (-1.7273)*	0.0080 (2.2136)**
$S_{t-1}$	1.0058 (26.7053)***	1.0135 (24.7594)***	0.8319 (16.2676)***	0.8213 (14.9384)***
$R^2$	0.9002	0.9027	0.9055	0.9003
Adjusted $R^2$	0.8942	0.8969	0.8982	0.8927
F-Statistic	150.3027	154.6450	124.5292	117.4289
D.W.	1.6443	1.6858	1.9726	1.9685

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บ คือ ค่า t-statistic

\*\*\* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

\*\* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

\* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

ที่มา: จากการคำนวณ

จากตารางที่ 5 ผลการศึกษาปัจจัยในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ระยะเวลา 3 เดือน และ 6 เดือน สำหรับสกุลเงินบาท ต่อสกุลดอลลาร์สหรัฐ และ ต่อสกุลเยน สามารถสรุปได้ ดังนี้

#### อัตราแลกเปลี่ยนสกุล บาท – ดอลลาร์สหรัฐ

ตัวแปรส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศมีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ทั้งระยะเวลา 3 เดือนและ 6 เดือนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยตัวแปรส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศไทย และสหรัฐฯ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า(การคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต) ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

จากสมมติฐานที่ตั้งไว้ อธิบายว่า เมื่ออัตราดอกเบี้ยโดยเปรียบเทียบระหว่างประเทศไทย กับสหรัฐเพิ่มสูงขึ้น อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าจะมีค่าลดลง (Appreciation) เนื่องจากเมื่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยเพิ่มสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยสหรัฐจะทำให้เกิดเงินทุนไหลเข้าประเทศส่งผลให้ความต้องการเงินบาทเพิ่มสูงขึ้น ทำให้มีการคาดการณ์ว่าค่าเงินบาทของไทยจะมีค่าเพิ่มขึ้น (Appreciation)

จากผลการศึกษาที่ได้อธิบายว่า เมื่ออัตราดอกเบี้ยโดยเปรียบเทียบระหว่างประเทศไทย กับสหรัฐเพิ่มสูงขึ้น อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าจะมีค่าเพิ่มขึ้น (Depreciation) ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า อัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มสูงขึ้น เป็นตัวสะท้อนถึงการคาดการณ์เกี่ยวกับระดับเงินเฟ้อ กล่าวคือ ระดับอัตราดอกเบี้ยของไทยสูงขึ้นโดยเปรียบเทียบ เนื่องมาจากการคาดการณ์การเพิ่มขึ้นของระดับเงินเฟ้อ ทำให้ค่าเงินสกุลบาทถูกคาดการณ์ว่าจะเสื่อมค่าลง ส่งผลให้ความต้องการสกุลเงินบาทลดลง โดยเปรียบเทียบกับเงินดอลลาร์ อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าจึงเพิ่มสูงขึ้น หรือคาดการณ์ว่าจะมีการเสื่อมค่าลงจากเงินบาทจากอัตราเงินเฟ้อ

ตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาก่อนหน้า ของอัตราแลกเปลี่ยน บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ มีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าทั้ง ระยะเวลา 3 เดือนและ 6 เดือนค่อนข้างมาก โดยมีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าในทิศทางเดียวกัน ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ซึ่งอธิบายว่า เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาก่อนหน้าเพิ่มสูงขึ้น(Depreciate) อัตราแลกเปลี่ยน

ล่วงหน้า (การคาดการณ์ค่าเงินบาท) ก็จะเพิ่มสูงขึ้น หรือหากค่าเงินบาทในช่วงเวลาก่อนหน้าลดลง (Appreciate) อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าก็จะลดลงเช่นเดียวกัน

จากข้อมูลความเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงที่ทำการศึกษาระหว่างปีพ.ศ.2545 – พ.ศ.2549 พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินบาทในช่วงดังกล่าวค่อนข้างมีความผันผวน และได้รับผลกระทบจากหลายปัจจัย จึงทำให้การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาก่อนหน้ามีผลต่อการคาดการณ์ค่าเงินในอนาคต

#### อัตราแลกเปลี่ยนสกุล บาท – เยน

ตัวแปรส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศมีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ทั้งระยะเวลา 3 เดือนและ 6 เดือนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยตัวแปรส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศไทย และญี่ปุ่นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า(การคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต) ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ซึ่งอธิบายว่า เมื่ออัตราดอกเบี้ยโดยเปรียบเทียบระหว่างประเทศไทย กับญี่ปุ่นเพิ่มสูงขึ้น อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าจะมีค่าลดลง (Appreciation) เนื่องจากระดับอัตราดอกเบี้ยซึ่งต่ำมากในญี่ปุ่นทำให้เกิดเงินทุนไหลเข้าประเทศไทย เพื่อหาผลประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยซึ่งสูงกว่า ส่งผลให้ความต้องการเงินบาทเพิ่มสูงขึ้น ทำให้มีการคาดการณ์ว่าค่าเงินบาทของไทยจะมีค่าเพิ่มขึ้น (Appreciation)

ตัวแปรการคาดการณ์เงินเฟ้อในช่วงเวลาก่อนหน้า มีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ทั้งระยะเวลา 3 เดือนและ 6 เดือนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า(การคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต) เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีอำนาจซื้อเสมอภาค ซึ่งอธิบายได้ว่า เงินเฟ้อเป็นตัวจำกัดอำนาจซื้อของเงิน ดังนั้น ประเทศที่มีเงินเฟ้อในระดับสูงกว่าโดยเปรียบเทียบ เงินตราของประเทศนั้นจะมีค่าลดลง ซึ่งหากมีการคาดการณ์ว่าระดับเงินเฟ้อของไทยสูงกว่าการคาดการณ์เงินเฟ้อของญี่ปุ่น จะทำให้มีการคาดการณ์ว่าค่าเงินบาทจะอ่อนค่าลง (Depreciate) ซึ่งส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าจะเพิ่มขึ้น

ตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาก่อนหน้า ของอัตราแลกเปลี่ยน บาทต่อเยน มีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าทั้ง ระยะเวลา 3 เดือนและ 6 เดือนค่อนข้างมาก โดยมีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าในทิศทางเดียวกัน ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

**ส่วนที่ 2 ผลการศึกษาความเป็นเหตุเป็นผลของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า กับอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต**

การศึกษาคือความเป็นเหตุเป็นผลของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า กับอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต ใช้วิธีการทดสอบความสัมพันธ์การเป็นเหตุเป็นผลกันด้วย Granger Causality Test โดยมีสมมติฐานหลักของการทดสอบสองกรณี คือ

$H_0$ : อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าไม่ได้เป็นสาเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต

$H_0$ : อัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตไม่ได้เป็นสาเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า

ตารางที่ 6 ผลการทดสอบความเป็นเหตุเป็นผล (Granger Causality Test)

สกุลเงิน	ระยะเวลาของสัญญา อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า	Null Hypothesis:	F-Statistic	Probability
บาท – ดอลลาร์ สหรัฐ	ระยะเวลา 3 เดือน	Lag : 2		
		FORWARD does not Granger Cause FUTURESPT	1.1736	0.3173
		FUTURESPT does not Granger Cause FORWARD	39.2264	0.0000
บาท – ดอลลาร์ สหรัฐ	ระยะเวลา 6 เดือน	Lag : 2		
		FORWARD does not Granger Cause FUTURESPT	1.0830	0.3461
		FUTURESPT does not Granger Cause FORWARD	8.9518	0.0005
บาท – เยน	ระยะเวลา 3 เดือน	Lag : 2		
		FORWARD does not Granger Cause FUTURESPT	2.5128	0.0908
		FUTURESPT does not Granger Cause FORWARD	23.8189	0.0000
บาท – เยน	ระยะเวลา 6 เดือน	Lag : 2		
		FORWARD does not Granger Cause FUTURESPT	0.2164	0.8062
		FUTURESPT does not Granger Cause FORWARD	9.4464	0.0003

ที่มา: จากการคำนวณ

จากตารางที่ 6 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ที่เป็นเหตุเป็นผล โดยทำการทดสอบสมมติฐานสองทางโดยวิธี Granger Causality Test ได้ผลดังนี้

### 1. อัตราแลกเปลี่ยนสกุล บาท – ดอลลาร์สหรัฐ

#### กรณี อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 3 เดือน

การทดสอบว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าไม่เป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต พบว่ายอมรับสมมติฐานหลักที่ว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าไม่เป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 เนื่องจากค่า Probability ที่คำนวณได้ 0.3173 สูงกว่าค่าวิกฤต แสดงว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าไม่เป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต

ในทางกลับกันการทดสอบว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตไม่เป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า พบว่า ปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตไม่เป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 เนื่องจากค่า Probability ที่คำนวณได้ 0.0000 ต่ำกว่าค่าวิกฤต แสดงว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตเป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า

ดังนั้น ผลการทดสอบความสัมพันธ์ที่เป็นเหตุเป็นผลกันระหว่าง อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 3 เดือน กับอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต มีความสัมพันธ์กันแบบทิศทางเดียวที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

#### กรณี อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า 6 เดือน

การทดสอบว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าไม่เป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต พบว่ายอมรับสมมติฐานหลักที่ว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าไม่เป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 เนื่องจากค่า Probability ที่คำนวณได้ 0.3461 สูงกว่าค่าวิกฤต แสดงว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าไม่เป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต

ในทางกลับกันการทดสอบว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตไม่เป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า พบว่า ปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตไม่เป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 เนื่องจากค่า Probability ที่คำนวณได้ 0.0005 ต่ำกว่าค่าวิกฤต แสดงว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตเป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า

ดังนั้น ผลการทดสอบความสัมพันธ์ที่เป็นเหตุเป็นผลกันระหว่าง อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 6 เดือน กับอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต มีความสัมพันธ์กันแบบทิศทางเดียวที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

## 2. อัตราแลกเปลี่ยนสกุล บาท – เยน

### กรณี อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า 3 เดือน

การทดสอบว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าไม่เป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต พบว่ายอมรับสมมติฐานหลักที่ว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าไม่เป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 เนื่องจากค่า Probability ที่คำนวณได้ 0.0908 สูงกว่าค่าวิกฤต แสดงว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าไม่เป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต

ในทางกลับกันการทดสอบว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตไม่เป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า พบว่า ปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตไม่เป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 เนื่องจากค่า Probability ที่คำนวณได้ 0.0000 ต่ำกว่าค่าวิกฤต แสดงว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตเป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า

ดังนั้น ผลการทดสอบความสัมพันธ์ที่เป็นเหตุเป็นผลกันระหว่าง อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 3 เดือน กับอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต มีความสัมพันธ์กันแบบทิศทางเดียวที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

### กรณี อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า 6 เดือน

การทดสอบว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าไม่เป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต พบว่ายอมรับสมมติฐานหลักที่ว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าไม่เป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 เนื่องจากค่า Probability ที่คำนวณได้ 0.8062 สูงกว่าค่าวิกฤต แสดงว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าไม่เป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต

ในทางกลับกันการทดสอบว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตไม่เป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า พบว่า ปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตไม่เป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 เนื่องจากค่า Probability ที่คำนวณได้ 0.0003 ต่ำกว่าค่าวิกฤต แสดงว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตเป็นต้นเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า

ดังนั้น ผลการทดสอบความสัมพันธ์ที่เป็นเหตุเป็นผลกันระหว่าง อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 6 เดือน กับอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต มีความสัมพันธ์กันแบบทิศทางเดียวที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

จากผลการศึกษาความเป็นเหตุเป็นผลของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า กับอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต ระหว่างสกุลเงินบาทและดอลลาร์สหรัฐ และระหว่างสกุลเงินบาทและเยน ทั้งประเภท 3 เดือน และ 6 เดือน พบว่า อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าไม่ได้เป็นสาเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต แต่อัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตเป็นสาเหตุของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งจากภาพที่ 3 ในบทที่ 2 แนวคิดอัตราแลกเปลี่ยนเสมอภาค (FRP) ที่กล่าวว่า อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าเป็นตัวพยากรณ์อัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต และแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และ อัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตที่คาดคะเนด้วยเส้น  $\longleftrightarrow$  เพื่อแสดงว่ามีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน โดยจากผลการศึกษาทำให้เราสามารถทราบความสัมพันธ์ที่ชัดเจนในลักษณะการเป็นเหตุเป็นผลกันว่าตัวพยากรณ์อัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต หรือการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต เป็นเหตุในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward Rate)

## บทที่ 5

### สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

#### สรุปผลการศึกษา

ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ในการศึกษา 2 ประการ ประการแรกเพื่อศึกษาถึงปัจจัยที่กำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า เพื่อให้หน่วยธุรกิจใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการใช้สัญญาอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าในการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ และสกุลเยน ประการที่สองเพื่อศึกษาความเป็นเหตุเป็นผลของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้ากับอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต เพื่อให้ทราบลักษณะของความสัมพันธ์ที่ชัดเจนในลักษณะความเป็นเหตุเป็นผลระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า กับอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต โดยใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม 2545 ถึงเดือนพฤศจิกายน 2549 โดยการศึกษาในวัตถุประสงค์แรก ใช้วิธีการวิเคราะห์ในเชิงปริมาณ จากการสร้างแบบจำลองเศรษฐมิติแบบถดถอย (Regression model) โดยจะใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square : OLS) เพื่อประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรปัจจัยที่กำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า สำหรับการศึกษาในวัตถุประสงค์ที่สอง ใช้วิธีการทดสอบดูความสัมพันธ์การเป็นเหตุเป็นผลกันด้วย Granger Causality Test

ผลการศึกษาปัจจัยในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า สำหรับสกุลเงิน บาท และดอลลาร์สหรัฐ ระยะเวลา 3 เดือน และ 6 เดือน พบว่าตัวแปรส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของไทยและสหรัฐ และตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลา 1 เดือนก่อนหน้า มีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยขนาดของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ ต่ออัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าทั้ง ระยะเวลา 3 เดือนและ 6 เดือน มีขนาดใกล้เคียงกัน พิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากสมการถดถอยเท่ากับ 0.0659 และ 0.0666 ตามลำดับ และขนาดของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาก่อนหน้าต่ออัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าทั้ง ระยะเวลา 3 เดือนและ 6 เดือน มีขนาดใกล้เคียงกัน โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากสมการถดถอย เท่ากับ 1.0058 และ 1.0135 ตามลำดับ และสามารถสรุปได้ว่า อัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาก่อนหน้ามีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยน

ล่วงหน้าค่อนข้างมาก ส่วนตัวแปรส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างไทย กับ สหรัฐมีความสัมพันธ์ต่ออัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าเพียงเล็กน้อย และจากค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศไทย กับ สหรัฐ กับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะเวลา 3 เดือน และ 6 เดือน ซึ่งให้ค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าเป็นผลมาจากการคาดการณ์เกี่ยวกับระดับเงินเฟ้อ คือการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของอัตราดอกเบี้ย โดยเปรียบเทียบมาจากการคาดการณ์การเงินเฟ้อ เช่นถ้าคาดการณ์ว่าระดับระดับเงินเฟ้อจะเพิ่มขึ้น อัตราดอกเบี้ยก็จะปรับตัวสูงขึ้น และมีการคาดการณ์การเสื่อมค่าลงจากเงินบาทจากอัตราเงินเฟ้อ ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยโดยเปรียบเทียบระหว่างไทยกับสหรัฐ จึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า

ผลการศึกษาปัจจัยในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า สำหรับสกุลเงิน บาท และ เยน ระยะเวลา 3 เดือน และ 6 เดือน พบว่าตัวแปรส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของไทยและญี่ปุ่น, ส่วนต่างระหว่างอัตราเงินเฟ้อของไทยและญี่ปุ่น และตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลา 1 เดือน ก่อนหน้า มีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยขนาดของความสัมพัทธ์ระหว่างตัวแปรส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศไทยและญี่ปุ่น ต่ออัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าทั้ง ระยะเวลา 3 เดือนและ 6 เดือน มีขนาดใกล้เคียงกัน พิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากสมการถดถอยเท่ากับ  $-0.0112$  และ  $-0.0100$  ตามลำดับ ขนาดของความสัมพัทธ์ระหว่างตัวแปรส่วนต่างระหว่างอัตราเงินเฟ้อไทยและญี่ปุ่น ต่ออัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าทั้ง ระยะเวลา 3 เดือนและ 6 เดือน มีขนาดใกล้เคียงกันโดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากสมการถดถอยเท่ากับ  $0.0068$  และ  $0.0080$  ตามลำดับ ขนาดของความสัมพัทธ์ระหว่างตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างสกุลเงินบาท และเงินเยนในช่วงเวลา 1 เดือนก่อนหน้า ต่ออัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าทั้ง ระยะเวลา 3 เดือนและ 6 เดือน มีขนาดใกล้เคียงกันโดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากสมการถดถอยเท่ากับ  $0.8319$  และ  $0.8213$  ตามลำดับและสามารถสรุปได้ว่าอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาก่อนหน้ามีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าค่อนข้างมาก ส่วนตัวแปรส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างไทย กับ ญี่ปุ่น และตัวแปรส่วนต่างอัตราเงินเฟ้อระหว่างไทยกับญี่ปุ่น มีความสัมพันธ์ต่ออัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าเพียงเล็กน้อย

ผลการศึกษาความเป็นเหตุเป็นผลของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า กับอัตราแลกเปลี่ยนทันที ในอนาคต ระหว่างสกุลเงินบาท และ ดอลลาร์สหรัฐ และระหว่างสกุลเงินบาท และ เยน ทั้งประเภท 3 เดือน และ 6 เดือน สามารถทำให้สรุปความสัมพันธ์ที่ชัดเจนในลักษณะการเป็นเหตุ

เป็นผลกัน ว่าตัวพยากรณ์อัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต หรือการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต เป็นเหตุในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward Rate)

### ข้อเสนอแนะ

#### ข้อเสนอแนะจากการศึกษา

1. จากการศึกษาพบว่าในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาเป็นช่วงที่อัตราแลกเปลี่ยนมีความผันผวนค่อนข้างมาก ทำให้ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้ามากที่สุด คือ อัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาก่อนหน้า ส่วนปัจจัยส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ และส่วนต่างของอัตราเงินเฟ้อระหว่างประเทศ มีอิทธิพลในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าเพียงเล็กน้อยเท่านั้น ดังนั้นธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมต่างประเทศ จึงควรให้ความสนใจกับการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน เพื่อประโยชน์ในการทำการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า
2. ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมีโอกาสเกิดขึ้นกับกิจการที่มีธุรกรรมเกี่ยวข้องกับเงินตราต่างประเทศได้ตลอดเวลา ซึ่งความเสี่ยงดังกล่าวมีผลกระทบต่อมูลค่าในงบดุล และงบกำไรขาดทุนของกิจการ การบริหารความเสี่ยงโดยใช้เครื่องมืออัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า เป็นเพียงวิธีหนึ่งเท่านั้นที่ช่วยในการจำกัดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน ดังนั้นหน่วยธุรกิจจึงควรศึกษาถึงการเลือกใช้เครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนชนิดอื่นเช่น การบริหารความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนในตลาดเงิน เพื่อปรับใช้ให้เหมาะสมกับสถานการณ์ และลักษณะของหน่วยธุรกิจ

#### ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาครั้งต่อไป

1. การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนถูกกำหนดโดยอุปสงค์และอุปทานของเงินตราต่างประเทศ ซึ่งขึ้นอยู่กับปัจจัยทางเศรษฐกิจหลาย ๆ ตัวแปร เช่น อัตราเงินเฟ้อโดยเปรียบเทียบสองประเทศ ดุลการชำระเงิน ดุลการค้าของแต่ละประเทศ ข้อแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยใน

สองประเทศ แนวโน้มการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนที่ผ่านมา และปัจจัยซึ่งไม่ใช่ปัจจัยทางเศรษฐกิจ เช่น ปัจจัยทางการเมือง การคาดคะเนของนักค้ากำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน นอกจากนี้ยังมีการแทรกแซงอัตราแลกเปลี่ยนจากภาครัฐบาลเพื่อให้อัตราแลกเปลี่ยนเป็นไปในลักษณะที่รัฐบาลคิดว่าเหมาะสมกับการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ ซึ่งปัจจัยต่าง ๆ ที่กล่าวมาข้างต้นล้วนมีการเปลี่ยนแปลงอยู่เสมอในทุกช่วงเวลา ดังนั้นจึงควรมีการศึกษาในช่วงเวลาอื่น ๆ ซึ่งมีโครงสร้างทางเศรษฐกิจซึ่งแตกต่างออกไป เพื่อเป็นประโยชน์ในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในสภาพแวดล้อมซึ่งมีลักษณะแตกต่างกันออกไป

2. จากการที่อัตราแลกเปลี่ยนนั้นมีการเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา ขึ้นอยู่กับปัจจัยต่างๆ มากมาย นอกเหนือจากปัจจัยทางเศรษฐกิจ ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไปอาจจะพิจารณาเพิ่มปัจจัยอื่น เช่น ปัจจัยด้านข่าวสาร การคาดการณ์ต่าง ๆ ปัจจัยเกี่ยวกับการดำเนินนโยบาย โดยอาจใช้ตัวแปร Dummy เข้ามาใช้ในการศึกษา เพื่อผลของการศึกษาที่มีความถูกต้องมากยิ่งขึ้น

## เอกสารและสิ่งอ้างอิง

กฤตยา รามโกมุท. 2545. การศึกษาการใช้อัตรา Thai Baht Interest Rate Fixing (THBFIX) เป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง สำหรับตราสารหนี้ประเภทจ่ายดอกเบี้ยแบบลอยตัว. วิทยานิพนธ์ วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

ดาว ชุ่มตะขบ. 2544. ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราแลกเปลี่ยนและการพยากรณ์ค่าเงินบาท. วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

ธนาคารแห่งประเทศไทย. 2553 สถิติการเงินประเทศไทย (Online). [www.bot.or.th](http://www.bot.or.th), 16 มิถุนายน 2553.

นนุช อินทวิเศษ. 2543. ประสิทธิภาพของแบบจำลองอัตราแลกเปลี่ยน. วิทยานิพนธ์ วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

ปัญญา ทักษะกาญจนากุล. 2543. เสถียรภาพของตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศของประเทศไทย. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยรามคำแหง.

ปวีณา ลีไวยโรจน์. 2545. การวิเคราะห์การเกิดส่วนต่างใน อัตรา Swap Point ของ USD/THB ในตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าของไทยภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว ภายใต้การจัดการไทย. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

โรสลิน บัวงาม. 2544. ปัจจัยที่มีผลต่อค่าพรีเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าของไทย. วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

วิจักขณ์ ศิริเสวี. 2540. การบริหารความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนภายใต้ระบบลอยตัว. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์เดือนตุลา.

ตีปภาส พรสุขสว่าง. 2553. **เศรษฐศาสตร์ ตลาดการเงินและสถาบันการเงิน.**

กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

อรุณ เกียรติสาร. **คำบรรยายวิชาการเงินระหว่างประเทศ.** ภาควิชาเศรษฐศาสตร์, คณะ

เศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์. (อัดสำเนา).

Bank of Japan. 2010. **Japan Statistics** (online). [www.stat-search.boj.or.jp](http://www.stat-search.boj.or.jp), June 16, 2010

Board of Governors of the Federal Reserve System. 2010. **United States of America Money**

**Stock Measures** (Online). [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov), June 16, 2010

Eugene F. FAMA. 1984. "Forward and Spot Exchange Rate." **Journal of Monetary Economics**

14: 319-338

Levich, R.M. 1998. **International Financial Markets Price and Policies.** New York: McGraw-

Hill.

Official Statistic of Japan. 2010. **Japan Statistics** (online). [www.e-stat.go.jp](http://www.e-stat.go.jp), June 16, 2010

Pilbeam, K. 1992. **International Financial.** London: Macmillan.

Paul R. Krugman, and Maurice Obstfeld. 2006. **International Economics Theory and Policy.**

Boston: Pearson/Addison-Wesley.

Shapiro, A.C. 1992. **Multinational Financial Management.** Boston: Allyn and Bacon

U.S. Bureau of Labor Statistics. 2010. **United States of America Consumer Price Index**

(Online). [www. data.bls.gov](http://www.data.bls.gov), June 16, 2010

Yunyong Thaicharoen, Punpilas Ruangwisut and Jirapol Mahuttikkarn. 2005. **Improving Financial Resilience of Thai Economy Against Exchange Rate Risk** (Online).  
www.bot.or.th., August 1, 2007.





ตารางผนวกที่ 1 อัตราแลกเปลี่ยนทันที (SPOT) และ อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (FORWARD)  
สกุลดอลลาร์สหรัฐ

Obs	SPOT - USD (บาท / ดอลลาร์)	FORWARD 3 M - USD (บาท / ดอลลาร์)	FORWARD 6 M - USD (บาท / ดอลลาร์)
2545.1	44.0650	44.1000	44.1300
2545.2	43.6750	43.7100	43.7350
2545.3	43.4700	43.4840	43.4770
2545.4	43.2450	43.2600	43.2600
2545.5	42.3400	42.3550	42.3550
2545.6	41.5250	41.5410	41.5520
2545.7	42.0250	42.0370	42.0480
2545.8	42.2400	42.2530	42.2700
2545.9	43.2750	43.2975	43.3220
2545.10	43.3150	43.3420	43.3675
2545.11	43.4950	43.5300	43.5600
2545.12	43.1300	43.1650	43.2000
2546.1	42.7950	42.8320	42.8700
2546.2	42.7900	42.8270	42.8625
2546.3	42.8350	42.8780	42.9180
2546.4	42.7850	42.8320	42.8740
2546.5	41.7150	41.7620	41.8100
2546.6	42.0950	42.1150	42.1300
2546.7	41.9850	41.9840	41.9835
2546.8	41.1450	41.1420	41.1350
2546.9	40.0300	40.0250	40.0200
2546.10	39.9500	39.9550	39.9570
2546.11	39.9250	39.9390	39.9530
2546.12	39.6240	39.6290	39.6440

## ตารางผนวกที่ 1 (ต่อ)

Obs	SPOT - USD (บาท / ดอลลาร์)	FORWARD 3 M - USD (บาท / ดอลลาร์)	FORWARD 6 M - USD (บาท / ดอลลาร์)
2547.1	39.2550	39.2650	39.2760
2547.2	39.2750	39.2890	39.2950
2547.3	39.2450	39.2500	39.2550
2547.4	40.0500	40.0470	40.0400
2547.5	40.5500	40.5330	40.5000
2547.6	40.9350	40.8880	40.8250
2547.7	41.3000	41.2650	41.2250
2547.8	41.6250	41.6130	41.5950
2547.9	41.4000	41.3850	41.3650
2547.10	41.0400	41.0360	41.0300
2547.11	39.4150	39.3850	39.3525
2547.12	38.8740	38.8490	38.8140
2548.1	38.5500	38.5360	38.5050
2548.2	38.2400	38.2210	38.1900
2548.3	39.1200	39.0770	39.0200
2548.4	39.4450	39.3950	39.3450
2548.5	40.6300	40.5740	40.5175
2548.6	41.3250	41.2600	41.2000
2548.7	41.6550	41.6030	41.5550
2548.8	41.2775	41.2465	41.2195
2548.9	41.0450	41.0520	41.0900
2548.10	40.7800	40.7830	40.8250
2548.11	41.2450	41.2430	41.2575
2548.12	41.0250	41.0290	41.0350

## ตารางผนวกที่ 1 (ต่อ)

Obs	SPOT - USD (บาท / ดอลลาร์)	FORWARD 3 M - USD (บาท / ดอลลาร์)	FORWARD 6 M - USD (บาท / ดอลลาร์)
2549.1	38.9300	38.9335	38.9400
2549.2	39.1100	39.1180	39.1350
2549.3	38.8750	38.9010	38.9240
2549.4	37.5300	37.5430	37.5500
2549.5	38.1550	38.1660	38.1700
2549.6	38.1200	38.1200	38.1100
2549.7	37.8600	37.8600	37.8570
2549.8	37.5800	37.5785	37.5710
2549.9	37.5650	37.5550	37.5450
2549.10	36.6875	36.6825	36.6755
2549.11	35.8950	35.8880	35.8700

ที่มา: Reuters

ตารางผนวกที่ 2 อัตราแลกเปลี่ยนทันที (SPOT) และ อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (FORWARD)  
สกุลเงิน

Obs	SPOT - JPY (บาท / เยน)	FORWARD 3 M - JPY (บาท / เยน)	FORWARD 6 M - JPY (บาท / เยน)
2545.1	0.3274	0.3292	0.3312
2545.2	0.3267	0.3285	0.3305
2545.3	0.3274	0.3291	0.3313
2545.4	0.3364	0.3382	0.3401
2545.5	0.3411	0.3428	0.3448
2545.6	0.3472	0.3490	0.3509
2545.7	0.3505	0.3522	0.3540
2545.8	0.3566	0.3583	0.3600
2545.9	0.3555	0.3573	0.3588
2545.10	0.3536	0.3553	0.3567
2545.11	0.3549	0.3565	0.3580
2545.12	0.3631	0.3647	0.3662
2546.1	0.3570	0.3585	0.3600
2546.2	0.3622	0.3637	0.3652
2546.3	0.3631	0.3646	0.3660
2546.4	0.3599	0.3615	0.3630
2546.5	0.3497	0.3512	0.3526
2546.6	0.3514	0.3527	0.3538
2546.7	0.3483	0.3493	0.3505
2546.8	0.3519	0.3529	0.3540
2546.9	0.3589	0.3600	0.3610
2546.10	0.3634	0.3646	0.3658
2546.11	0.3642	0.3654	0.3667
2546.12	0.3690	0.3701	0.3714

## ตารางผนวกที่ 2 (ต่อ)

Obs	SPOT - JPY (บาท / เยน)	FORWARD 3 M - JPY (บาท / เยน)	FORWARD 6 M - JPY (บาท / เยน)
2547.1	0.3712	0.3724	0.3736
2547.2	0.3601	0.3613	0.3624
2547.3	0.3763	0.3774	0.3786
2547.4	0.3627	0.3638	0.3652
2547.5	0.3703	0.3714	0.3729
2547.6	0.3759	0.3771	0.3786
2547.7	0.3705	0.3718	0.3735
2547.8	0.3814	0.3830	0.3849
2547.9	0.3763	0.3781	0.3801
2547.10	0.3879	0.3901	0.3923
2547.11	0.3830	0.3850	0.3874
2547.12	0.3794	0.3816	0.3840
2548.1	0.3719	0.3742	0.3769
2548.2	0.3657	0.3682	0.3711
2548.3	0.3652	0.3677	0.3705
2548.4	0.3768	0.3795	0.3825
2548.5	0.3744	0.3770	0.3800
2548.6	0.3730	0.3757	0.3787
2548.7	0.3701	0.3732	0.3766
2548.8	0.3731	0.3765	0.3800
2548.9	0.3616	0.3654	0.3697
2548.10	0.3504	0.3542	0.3585
2548.11	0.3442	0.3480	0.3523
2548.12	0.3478	0.3517	0.3560

## ตารางผนวกที่ 2 (ต่อ)

Obs	SPOT - JPY (บาท / เยน)	FORWARD 3 M - JPY (บาท / เยน)	FORWARD 6 M - JPY (บาท / เยน)
2549.1	0.3320	0.3359	0.3401
2549.2	0.3378	0.3420	0.3465
2549.3	0.3303	0.3347	0.3391
2549.4	0.3296	0.3340	0.3383
2549.5	0.3389	0.3434	0.3477
2549.6	0.3331	0.3375	0.3417
2549.7	0.3301	0.3344	0.3386
2549.8	0.3202	0.3242	0.3282
2549.9	0.3179	0.3218	0.3255
2549.10	0.3137	0.3176	0.3212
2549.11	0.3100	0.3137	0.3172

ที่มา: Reuters

ตารางผนวกที่ 3 ปริมาณเงิน(M2) ประเทศไทย ประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศญี่ปุ่น

Obs	ไทย <sup>1</sup> (พันล้านบาท)	สหรัฐอเมริกา <sup>2</sup> (พันล้านดอลลาร์)	ญี่ปุ่น <sup>3</sup> (พันล้านเยน)
2545.1	6,198.63	5,458.80	n.a.
2545.2	6,260.13	5,486.60	n.a.
2545.3	6,259.45	5,496.10	n.a.
2545.4	6,270.92	5,499.40	n.a.
2545.5	6,295.03	5,522.30	n.a.
2545.6	6,324.08	5,545.60	n.a.
2545.7	6,344.57	5,594.50	n.a.
2545.8	6,462.24	5,631.00	n.a.
2545.9	6,214.06	5,655.00	n.a.
2545.10	6,219.18	5,707.00	n.a.
2545.11	6,264.26	5,751.60	n.a.
2545.12	6,288.67	5,778.30	n.a.
2546.1	6,412.97	5,803.80	n.a.
2546.2	6,454.14	5,841.50	n.a.
2546.3	6,491.87	5,857.20	n.a.
2546.4	6,462.50	5,901.70	676,706.40
2546.5	6,524.37	5,954.90	677,086.70
2546.6	6,571.51	5,993.40	677,754.40
2546.7	6,577.47	6,047.70	681,305.00
2546.8	6,615.63	6,094.30	680,734.30
2546.9	6,657.47	6,074.10	676,845.60
2546.10	6,690.13	6,059.60	675,573.00
2546.11	6,721.51	6,060.80	675,728.00
2546.12	6,729.23	6,067.10	682,583.50

ตารางผนวกที่ 3 (ต่อ)

Obs	ไทย <sup>1</sup> (พันล้านบาท)	สหรัฐอเมริกา <sup>2</sup> (พันล้านดอลลาร์)	ญี่ปุ่น <sup>3</sup> (พันล้านเยน)
2547.1	6,739.68	6,067.80	683,311.20
2547.2	6,725.06	6,109.00	679,776.40
2547.3	6,758.40	6,148.80	682,592.10
2547.4	6,822.47	6,187.00	689,187.80
2547.5	6,835.53	6,256.40	690,383.90
2547.6	6,811.51	6,269.20	689,482.30
2547.7	6,873.44	6,274.40	693,787.50
2547.8	6,883.04	6,299.60	693,368.80
2547.9	6,898.74	6,334.40	690,728.10
2547.10	6,942.48	6,359.10	689,050.40
2547.11	6,936.96	6,394.30	689,478.20
2547.12	6,921.58	6,409.10	696,061.90
2548.1	6,923.13	6,407.30	696,571.30
2548.2	6,926.02	6,424.80	692,050.00
2548.3	6,853.84	6,440.70	696,519.80
2548.4	6,823.06	6,445.90	701,535.30
2548.5	6,816.98	6,463.30	700,316.80
2548.6	6,841.61	6,496.40	700,681.50
2548.7	6,780.98	6,524.30	705,060.10
2548.8	6,810.08	6,556.50	704,374.40
2548.9	6,831.50	6,591.70	704,618.30
2548.10	6,832.44	6,622.70	702,174.30
2548.11	6,902.40	6,649.80	703,601.30
2548.12	6,941.72	6,674.60	708,989.70

ตารางผนวกที่ 3 (ต่อ)

Obs	ไทย <sup>1</sup> (พันล้านบาท)	สหรัฐอเมริกา <sup>2</sup> (พันล้านดอลลาร์)	ญี่ปุ่น <sup>3</sup> (พันล้านเยน)
2549.1	7,031.22	6,714.80	708,778.90
2549.2	7,027.59	6,742.20	703,795.80
2549.3	7,024.07	6,758.10	706,114.20
2549.4	7,027.08	6,783.30	712,910.70
2549.5	7,050.64	6,800.90	709,317.80
2549.6	7,064.24	6,834.70	708,588.60
2549.7	7,104.00	6,870.00	708,518.50
2549.8	7,184.02	6,899.90	707,306.60
2549.9	7,239.18	6,929.90	708,193.20
2549.10	7,241.27	6,989.10	705,977.20
2549.11	7,273.35	7,027.00	707,824.80

ที่มา: <sup>1</sup> www.bot.or.th (2553)

<sup>2</sup> www.federalreserve.gov (2553)

<sup>3</sup> www.stat-search.boj.or.jp (2553)

ตารางผนวกที่ 4 ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ประเทศไทย ประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศญี่ปุ่น

Obs	ไทย <sup>1</sup>	สหรัฐอเมริกา <sup>2</sup>	ญี่ปุ่น <sup>3</sup>
2545.1	103.49	98.32	88.00
2545.2	105.15	98.40	89.40
2545.3	109.02	99.11	90.10
2545.4	108.54	99.47	89.60
2545.5	113.09	99.98	93.40
2545.6	111.12	100.93	92.40
2545.7	111.57	100.62	93.00
2545.8	116.61	100.73	93.30
2545.9	114.12	100.74	94.00
2545.10	116.41	100.45	94.10
2545.11	120.50	100.88	93.70
2545.12	114.30	100.38	93.60
2546.1	124.23	101.03	94.80
2546.2	120.42	101.41	93.60
2546.3	124.74	101.25	93.60
2546.4	129.42	100.40	93.10
2546.5	126.37	100.43	94.10
2546.6	125.58	100.62	93.50
2546.7	127.75	101.06	94.00
2546.8	124.51	100.96	93.00
2546.9	128.62	101.49	96.40
2546.10	133.02	101.58	97.50
2546.11	129.33	102.40	98.80
2546.12	138.33	102.32	98.20

## ตารางผนวกที่ 4 (ต่อ)

Obs	ไทย <sup>1</sup>	สหรัฐอเมริกา <sup>2</sup>	ญี่ปุ่น <sup>3</sup>
2547.1	140.21	102.59	101.00
2547.2	143.26	103.12	97.20
2547.3	135.85	102.56	98.40
2547.4	141.71	103.08	101.00
2547.5	138.54	103.79	100.50
2547.6	139.15	102.93	101.00
2547.7	144.66	103.62	101.10
2547.8	137.37	103.89	100.80
2547.9	145.90	103.82	100.20
2547.10	146.90	104.83	99.10
2547.11	146.90	105.18	100.20
2547.12	150.66	105.78	100.00
2548.1	148.76	106.26	101.90
2548.2	145.05	106.87	101.00
2548.3	152.32	106.83	100.60
2548.4	155.68	106.76	101.70
2548.5	154.02	107.10	100.90
2548.6	158.75	107.58	100.80
2548.7	156.70	107.56	99.90
2548.8	156.57	107.74	100.90
2548.9	160.77	105.80	101.10
2548.10	158.58	107.06	101.60
2548.11	158.23	108.19	103.60
2548.12	159.98	108.76	104.90

## ตารางผนวกที่ 4 (ต่อ)

Obs	ไทย <sup>1</sup>	สหรัฐอเมริกา <sup>2</sup>	ญี่ปุ่น <sup>3</sup>
2549.1	158.03	108.82	103.80
2549.2	164.62	108.74	103.30
2549.3	168.73	109.00	104.30
2549.4	163.28	109.43	104.90
2549.5	167.81	109.34	104.60
2549.6	169.13	109.87	106.10
2549.7	165.84	110.14	106.00
2549.8	167.50	110.24	107.20
2549.9	167.98	109.83	106.70
2549.10	166.89	109.74	108.30
2549.11	170.95	109.53	108.70

ที่มา: <sup>1</sup> [www.bot.or.th](http://www.bot.or.th) (2553)

<sup>2</sup> [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov) (2553)

<sup>3</sup> [www.stat-search.boj.or.jp](http://www.stat-search.boj.or.jp) (2553)

ตารางผนวกที่ 5 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคารเฉลี่ยของไทย

FED fund rates ของสหรัฐอเมริกา และ money market rate ของญี่ปุ่น

Obs	ไทย <sup>1</sup> (ร้อยละ)	สหรัฐอเมริกา <sup>2</sup> (ร้อยละ)	ญี่ปุ่น <sup>3</sup> (ร้อยละ)
2545.1	1.9200	1.8295	0.0010
2545.2	1.9500	1.7467	0.0010
2545.3	1.8000	1.6518	0.0020
2545.4	1.8000	1.6316	0.0010
2545.5	1.6700	1.6250	0.0010
2545.6	1.7000	1.6031	0.0010
2545.7	1.7100	1.5729	0.0020
2545.8	1.7500	1.6696	0.0020
2545.9	1.8400	1.6860	0.0050
2545.10	1.7600	1.6946	0.0020
2545.11	1.6400	1.6027	0.0020
2545.12	1.5900	1.5226	0.0020
2546.1	1.4900	1.5213	0.0020
2546.2	1.4200	1.4063	0.0010
2546.3	1.5700	1.5759	0.0020
2546.4	1.6400	1.6941	0.0010
2546.5	1.5700	1.6826	0.0010
2546.6	1.5600	1.6042	0.0010
2546.7	1.0300	1.1250	0.0020
2546.8	1.0700	1.1094	0.0010
2546.9	1.1000	1.0994	0.0020
2546.10	1.1100	1.0980	0.0010
2546.11	1.1200	1.0641	0.0010
2546.12	1.0300	1.0060	0.0010

## ตารางผนวกที่ 5 (ต่อ)

Obs	ไทย <sup>1</sup> (ร้อยละ)	สหรัฐอเมริกา <sup>2</sup> (ร้อยละ)	ญี่ปุ่น <sup>3</sup> (ร้อยละ)
2547.1	1.0200	0.9531	0.0000
2547.2	1.0500	0.9750	0.0010
2547.3	1.0400	0.9929	0.0010
2547.4	1.0000	0.9653	0.0000
2547.5	1.0000	0.9753	0.0010
2547.6	1.0200	0.9985	0.0010
2547.7	1.0700	1.0357	0.0000
2547.8	1.1300	1.1297	0.0010
2547.9	1.4500	1.4332	0.0010
2547.10	1.5200	1.5328	0.0010
2547.11	1.6600	1.6861	0.0010
2547.12	1.7900	1.7922	0.0010
2548.1	1.8900	1.8516	0.0010
2548.2	1.8800	1.8421	0.0010
2548.3	1.9300	1.8084	0.0020
2548.4	2.0500	2.0790	0.0010
2548.5	2.1900	2.2516	0.0010
2548.6	2.3500	2.4247	0.0010
2548.7	2.5300	2.5543	0.0010
2548.8	2.6800	2.6989	0.0010
2548.9	3.0700	3.1023	0.0010
2548.10	3.3700	3.3922	0.0010
2548.11	3.6700	3.6875	0.0010
2548.12	3.8000	3.8516	0.0010

## ตารางผนวกที่ 5 (ต่อ)

Obs	ไทย <sup>1</sup> (ร้อยละ)	สหรัฐอเมริกา <sup>2</sup> (ร้อยละ)	ญี่ปุ่น <sup>3</sup> (ร้อยละ)
2549.1	3.9700	4.0253	0.0010
2549.2	4.1400	4.1053	0.0010
2549.3	4.3100	4.3057	0.0020
2549.4	4.5600	4.5605	0.0020
2549.5	4.6100	4.6250	0.0200
2549.6	4.7600	4.8156	0.0360
2549.7	4.8800	4.8625	0.1550
2549.8	4.8700	4.8594	0.2500
2549.9	4.8800	4.8594	0.2610
2549.10	4.9500	4.8914	0.2540
2549.11	4.9300	4.9006	0.2570

ที่มา: <sup>1</sup> www.bot.or.th (2553)

<sup>2</sup> www.federalreserve.gov (2553)

<sup>3</sup> www.stat-search.boj.or.jp (2553)

ตารางผนวกที่ 6 อัตราการเปลี่ยนแปลงเงินเพื่อพื้นฐานเปรียบเทียบจากเดือนเดียวกันปีก่อน

Obs	ไทย (ร้อยละ)	สหรัฐอเมริกา (ร้อยละ)	ญี่ปุ่น (ร้อยละ)
2545.1	1.0000	2.5767	-0.7767
2545.2	0.9000	2.5631	-0.7775
2545.3	1.0000	2.4390	-0.6809
2545.4	0.5000	2.5094	-0.7782
2545.5	0.4000	2.5103	-0.8763
2545.6	0.2000	2.2812	-0.7797
2545.7	0.2000	2.2031	-0.8780
2545.8	0.3000	2.3472	-0.6836
2545.9	0.3000	2.2668	-0.7813
2545.10	0.2000	2.2230	-0.8789
2545.11	0.2000	1.9586	-0.6849
2545.12	0.3000	1.8875	-0.5871
2546.1	0.4000	1.9209	-0.7828
2546.2	0.3000	1.8008	-0.5877
2546.3	0.2000	1.7216	-0.6856
2546.4	0.2000	1.4615	-0.3922
2546.5	0.1000	1.5716	-0.2947
2546.6	0.2000	1.4991	-0.1965
2546.7	0.1000	1.5345	0.0984
2546.8	0.0000	1.3105	-0.0983
2546.9	0.0000	1.1991	-0.0984
2546.10	0.0000	1.2686	-0.0985
2546.11	0.1000	1.1236	-0.0985
2546.12	0.0000	1.1260	-0.2953

## ตารางผนวกที่ 6 (ต่อ)

Obs	ไทย (ร้อยละ)	สหรัฐอเมริกา (ร้อยละ)	ญี่ปุ่น (ร้อยละ)
2547.1	-0.1000	1.1598	-0.3945
2547.2	0.2000	1.2274	-0.3941
2547.3	0.2000	1.5844	-0.3945
2547.4	0.2000	1.8005	-0.6890
2547.5	0.5000	1.7272	-0.6897
2547.6	0.5000	1.8732	-0.7874
2547.7	0.7000	1.7632	-0.8850
2547.8	0.5000	1.7248	-0.7874
2547.9	0.6000	1.9749	-0.7882
2547.10	0.6000	2.0401	-0.5917
2547.11	0.6000	2.1505	-0.7890
2547.12	0.6000	2.1911	-0.7897
2548.1	0.7000	2.2573	-0.5941
2548.2	0.6000	2.3181	-0.8902
2548.3	0.8000	2.3396	-0.7921
2548.4	0.8000	2.2285	-0.6938
2548.5	1.2000	2.1578	-0.6944
2548.6	1.3000	2.0509	-0.7937
2548.7	1.9000	2.1216	-0.8929
2548.8	2.3000	2.1547	-0.9921
2548.9	2.3000	1.9718	-0.7944
2548.10	2.4000	2.0344	-0.8929
2548.11	2.4000	2.1053	-0.8946
2548.12	2.6000	2.1793	-0.7960

## ตารางผนวกที่ 6 (ต่อ)

Obs	ไทย (ร้อยละ)	สหรัฐอเมริกา (ร้อยละ)	ญี่ปุ่น (ร้อยละ)
2549.1	2.5000	2.1374	-0.6972
2549.2	2.7000	2.0913	-0.4990
2549.3	2.6000	2.0783	-0.4990
2549.4	2.9000	2.2837	-0.5988
2549.5	2.7000	2.4584	-0.4995
2549.6	2.7000	2.6681	-0.4000
2549.7	2.0000	2.7008	-0.3003
2549.8	1.9000	2.8354	-0.3006
2549.9	1.9000	2.9351	-0.5005
2549.10	1.8000	2.7845	-0.4004
2549.11	1.7000	2.6117	-0.3009

ที่มา: <sup>1</sup> www.bot.or.th (2553)

<sup>2</sup> www.data.bls.gov (2553)

<sup>3</sup> www.e-stat.go.jp (2553)

ตารางผนวกที่ 7 พันธบัตรภายในประเทศที่อยู่ในมือภาคเอกชนไทย

Obs	พันธบัตรและตั๋วเงินคลัง	พันธบัตรและตั๋วเงินคลัง	พันธบัตรและตั๋วเงินคลัง
	ทั้งสิ้น <sup>1</sup>	ถือครองโดย	
		ธนาคารแห่งประเทศไทย <sup>2</sup>	
		ภาคเอกชน <sup>3</sup>	
	(ล้านบาท)	(ล้านบาท)	
2545.1	842,294	116,078	726,216
2545.2	874,294	109,809	764,485
2545.3	885,292	113,288	772,004
2545.4	869,692	102,761	766,931
2545.5	914,184	97,418	816,766
2545.6	905,684	99,125	806,559
2545.7	890,684	96,426	794,258
2545.8	908,684	96,426	812,258
2545.9	1,215,980	96,418	1,119,562
2545.10	1,222,381	96,418	1,125,963
2545.11	1,238,881	94,618	1,144,263
2545.12	1,248,881	94,408	1,154,473
2546.1	1,263,876	94,452	1,169,424
2546.2	1,256,376	94,452	1,161,924
2546.3	1,205,714	89,530	1,116,184
2546.4	1,231,714	90,105	1,141,609
2546.5	1,215,205	84,513	1,130,692
2546.6	1,208,865	74,708	1,134,157
2546.7	1,233,365	84,583	1,148,782
2546.8	1,249,365	91,476	1,157,889
2546.9	1,262,357	86,279	1,176,078
2546.10	1,207,857	76,102	1,131,755
2546.11	1,210,307	93,652	1,116,655
2546.12	1,214,282	91,723	1,122,559

ตารางผนวกที่ 7 (ต่อ)

Obs	พันธบัตรและตั๋วเงินคลัง	พันธบัตรและตั๋วเงินคลัง	พันธบัตรและตั๋วเงินคลัง
	ทั้งสิ้น <sup>1</sup>	ถือครองโดย	
		ธนาคารแห่งประเทศไทย <sup>2</sup>	
		ภาคเอกชน <sup>3</sup>	
	(ล้านบาท)	(ล้านบาท)	
2547.1	1,242,264	91,717	1,150,547
2547.2	1,230,264	85,603	1,144,661
2547.3	1,221,262	89,096	1,132,166
2547.4	1,271,762	89,447	1,182,315
2547.5	1,302,255	87,097	1,215,158
2547.6	1,232,255	84,309	1,147,946
2547.7	1,259,185	81,908	1,177,277
2547.8	1,360,016	100,334	1,259,682
2547.9	1,430,236	96,919	1,333,317
2547.10	1,407,106	86,030	1,321,076
2547.11	1,386,701	90,289	1,296,412
2547.12	1,414,176	102,377	1,311,799
2548.1	1,420,173	99,741	1,320,432
2548.2	1,433,886	93,161	1,340,725
2548.3	1,432,745	107,514	1,325,231
2548.4	1,446,245	108,033	1,338,212
2548.5	1,455,237	85,027	1,370,210
2548.6	1,430,157	103,644	1,326,513
2548.7	1,468,157	103,917	1,364,240
2548.8	1,495,657	105,011	1,390,646
2548.9	1,531,149	117,927	1,413,222
2548.10	1,489,149	108,864	1,380,285
2548.11	1,510,149	72,446	1,437,703
2548.12	1,559,649	104,835	1,454,814

ตารางผนวกที่ 7 (ต่อ)

Obs	พันธบัตรและตั๋วเงินคลัง	พันธบัตรและตั๋วเงินคลัง	พันธบัตรและตั๋วเงินคลัง
	ทั้งสิ้น <sup>1</sup>	ถือครองโดย	
		ธนาคารแห่งประเทศไทย <sup>2</sup>	
	(ล้านบาท)	(ล้านบาท)	
		ภาคเอกชน <sup>3</sup>	
		(ล้านบาท)	
2549.1	1,592,657	103,294	1,489,363
2549.2	1,618,311	70,303	1,548,008
2549.3	1,635,195	91,259	1,543,936
2549.4	1,651,095	91,979	1,559,116
2549.5	1,668,215	92,526	1,575,689
2549.6	1,685,042	93,170	1,591,872
2549.7	1,705,742	93,778	1,611,964
2549.8	1,713,285	94,389	1,618,896
2549.9	1,730,777	95,349	1,635,428
2549.10	1,735,277	96,688	1,638,589
2549.11	1,742,777	97,587	1,645,190

หมายเหตุ: 3 = 1 - 2

ที่มา: www.bot.or.th (2553)

ตารางผนวกที่ 8 พันธบัตรต่างประเทศที่อยู่ในมือภาคเอกชนไทย ใช้เงินลงทุนต่างประเทศของ  
ธนาคารพาณิชย์เป็นตัวแทน

Obs	พันธบัตรต่างประเทศถือครองโดยภาคเอกชนไทย (ล้านบาท)
2545.1	89,434
2545.2	83,271
2545.3	83,550
2545.4	93,448
2545.5	93,622
2545.6	81,863
2545.7	84,467
2545.8	96,148
2545.9	124,380
2545.10	142,323
2545.11	158,618
2545.12	165,134
2546.1	149,725
2546.2	159,044
2546.3	168,389
2546.4	163,098
2546.5	172,890
2546.6	198,441
2546.7	196,810
2546.8	188,741
2546.9	185,437
2546.10	160,147
2546.11	180,588
2546.12	188,411

ตารางผนวกที่ 8 (ต่อ)

Obs	พื้นที่ต่างประเทถือครองโดยภาคเอกชนไทย (ล้านบาท)
2547.1	165,000
2547.2	152,000
2547.3	140,000
2547.4	145,000
2547.5	141,000
2547.6	135,000
2547.7	139,500
2547.8	136,050
2547.9	120,500
2547.10	100,500
2547.11	108,500
2547.12	101,500
2548.1	99,800
2548.2	102,400
2548.3	110,000
2548.4	113,000
2548.5	118,500
2548.6	112,500
2548.7	111,050
2548.8	104,550
2548.9	103,890
2548.10	113,390
2548.11	108,500
2548.12	110,450

## ตารางผนวกที่ 8 (ต่อ)

Obs	พื้นที่ต่างประเทถือครองโดยภาคเอกชนไทย (ล้านบาท)
2549.1	113,450
2549.2	105,856
2549.3	107,856
2549.4	115,856
2549.5	110,541
2549.6	107,580
2549.7	101,360
2549.8	100,260
2549.9	108,760
2549.10	102,760
2549.11	90,640

ที่มา: [www.bot.or.th](http://www.bot.or.th) (2553)

## ประวัติการศึกษา และการทำงาน

ชื่อ -นามสกุล	นางสาวพีพรรณ อิ่มสมบูรณ์
วัน เดือน ปี ที่เกิด	วันที่ 30 เดือนธันวาคม พ.ศ. 2517
สถานที่เกิด	จังหวัดกรุงเทพมหานคร
ประวัติการศึกษา	คณะเศรษฐศาสตร์ วิชาเอกเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
ตำแหน่งปัจจุบัน	เจ้าหน้าที่บริหารความเสี่ยง
สถานที่ทำงานปัจจุบัน	ธนาคารนครหลวงไทย จำกัด (มหาชน)

