

บทที่ 3

ทฤษฎี และแนวคิดที่ใช้ในการศึกษา

ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบการจัดการ และส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน ได้นำทฤษฎีมาประกอบการพิจารณาดังนี้

ทฤษฎีอินเตอร์เนชันแนลฟิชเชอร์เอฟเฟกต์ (International Fisher Effect or Fisher Open)

ทฤษฎีอำนาจซื้อเสมอภาค(Purchasing Power Parity) และทฤษฎีฟิชเชอร์เอฟเฟกต์(Fisher Effect) เป็นทฤษฎีพื้นฐานสำคัญซึ่งเป็นที่มาของความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน และส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย ทฤษฎีอำนาจซื้อเสมอภาคจะกล่าวถึงความสัมพันธ์ของการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนกับระดับเงินเฟ้อ ซึ่งความสัมพันธ์จะเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม¹³ กล่าวคือหากระดับเงินเฟ้อภายในประเทศมีค่าสูงขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่นๆ ก็จะทำให้ค่าเงิน(ที่เปรียบเทียบกับประเทศเหล่านั้น)มีค่าอ่อนลง แสดงได้โดยสมการ

$$\frac{(S_2 - S_1)}{S_2} = P^d - P^f$$

โดยที่ S_2 = อัตราแลกเปลี่ยนทันที ณ เวลา 2

S_1 = อัตราแลกเปลี่ยนทันที ณ เวลา 1

P^d = อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ภายในประเทศ

P^f = อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ในต่างประเทศ

ส่วนทฤษฎี Fisher Effect กล่าวว่าอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน(Nominal Interest Rate)จะประกอบด้วยอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Interest Rate) บวกด้วยอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ และอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในแต่ละตลาดมีแนวโน้มที่เท่ากันจะผันแปรไปตามอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์¹⁴

¹³ ฐาปนา ฉันทไพศาล, *การเงินระหว่างประเทศ* (กรุงเทพฯ : ธีระฟิล์มและไซเทค, 2542), หน้า 7-5

¹⁴ เรื่องเดียวกัน, หน้า 7-15 – 7-16

$$i = r + P$$

โดยที่ i = อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน
 r = อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง
 P = อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์

เมื่อนำสองทฤษฎีนี้มาเชื่อมโยงกันจะได้เป็นทฤษฎีอินเตอร์เนชันแนลพาร์ิตีที่แสดงได้ดังสมการ

$$\frac{(1+i^h)^t \bar{e}}{(1+i^f)^t e_0} = 1$$

เมื่อ i^h = อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ
 i^f = อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ
 e_t = อัตราแลกเปลี่ยนที่คาดหมาย ณ เวลา t
 e_0 = อัตราแลกเปลี่ยน ณ จุดเริ่มต้นช่วงเวลา
 t = ช่วงเวลา

หากพิจารณาเพียง 1 ช่วงเวลาจะได้ ($t = 1$)

$$\frac{1+i^h \bar{e}}{1+i^f e_0} = 1$$

จากสมการแสดงว่า ผลตอบแทนจากการลงทุนภายในประเทศที่คาดหมาย ($1+i^h$) ควรจะ

เท่ากับผลตอบแทนจากการลงทุนในต่างประเทศ $\frac{(1+i^f)e_1}{e_0}$ อย่างไรก็ตามหากเกิดโอกาสในการทำกำไรระหว่างประเทศ(International Arbitrage)ขึ้น อาจทำให้ผลตอบแทนจากทั้งสองแหล่งเกิดความไม่สมดุลกันได้

พิจารณาจากสมการ

$$\frac{1+i^h}{1+i^f} = \frac{e}{e_0}$$

(-1) ทั้ง 2 ข้าง

$$\frac{1+i^h}{1+i^f} - 1 = \frac{e}{e_0} - 1$$

$$\frac{1+i^h}{1+i^f} - \frac{1+i^f}{1+i^f} = \frac{e}{e_0} - \frac{e_0}{e_0}$$

$$\frac{i^h - i^f}{1+i^f} = \frac{e - e_0}{e_0}$$

ซึ่งจากสมการกล่าวได้ว่า “การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน จะมีค่าเท่ากับ ผลต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ แต่เป็นไปในทิศทางที่ตรงกันข้าม”

จากทฤษฎีพบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนที่คาดหมายจะส่งผลกระทบต่อผลกำไรหรือขาดทุนของนักลงทุน ตัวอย่างเช่น หากนักลงทุนชาวสหรัฐฯ ลงทุนด้วยการซื้อพันธบัตรของญี่ปุ่นอายุ 10 ปี ให้ผลตอบแทน 4% ซึ่งในขณะนั้นสหรัฐฯ ได้ออกพันธบัตรอายุ 10 ปี ให้ผลตอบแทน 6% ดังนั้นในช่วงเวลา 10 ปี เงินเยนควรจะแข็งค่าขึ้นอย่างน้อย 2% หากค่าเงินเยนของญี่ปุ่นอ่อนค่าลงหรือแข็งค่าขึ้นแต่ไม่ถึง 2% นักลงทุนควรจะลงทุนกับพันธบัตรสหรัฐฯ จะได้ผลตอบแทนที่ดีกว่า แต่หากเงินเยนแข็งค่าขึ้นมากกว่า 2% เช่น แข็งค่าขึ้น 3% นักลงทุนก็จะได้ผลกำไรพิเศษ 1% จากการลงทุน อย่างไรก็ตามความสัมพันธ์ดังกล่าวจะเป็นไปตามทฤษฎีอินเตอร์เนชันแนลพิชเซอร์ออฟเฟลด์ ได้ ก็ต่อเมื่อสมมติฐานเหล่านี้เป็นจริงได้แก่¹⁵

¹⁵ David K. Eiteman, Arthur I. Stonehill and Michael H. Moffett. *Multinational Business Finance*. (7th ed.: Addison-Wesley Publishing, 1994), p.118 and 145

1. ตลาดทุนต้องสามารถเคลื่อนย้ายเงินทุนทั้งเข้า และออกได้อย่างเสรี
2. การลงทุนในตลาดทุน สามารถทดแทนกัน ได้อย่างสมบูรณ์
3. การเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารแก่ผู้ลงทุนในตลาดต้องเป็นไปอย่างสมบูรณ์ และเท่าเทียมกัน

ซึ่งหมายความว่า การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศต้องเป็นไปอย่างเสรี ไม่มีกฎเกณฑ์หรือข้อบังคับใดๆ ที่ขัดขวางการเคลื่อนย้ายของเงินทุน ไม่ว่าจะขนาดของเงินทุนนั้นจะมีขนาดเท่าใด และการเคลื่อนย้ายเงินทุนต้องเป็นไปตามโดยกลไกตลาดเสรีเสมอ อีกทั้งการลงทุนในตลาดทุนของประเทศใดๆ ในโลกก็ตาม จะสามารถให้ผลตอบแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ และข้อมูลข่าวสารด้านการลงทุนใดๆ ก็ตาม ผู้ลงทุนทุกคนจะต้องได้รับข่าวสารนั้นอย่างสมบูรณ์ เท่าเทียมกัน และในเวลาเดียวกัน

ทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ในการศึกษาครั้งนี้ ได้มีการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง และนำมาเป็นพื้นฐานการศึกษาดังต่อไปนี้

วันชัย ลิทธิผลกุล (2528) : ทำการศึกษาค่าของเงินบาทที่ได้ดุลยภาพในรูปของค่าเงินบาทต่อ 1 หน่วยสกุลเงินต่างประเทศของกลุ่มประเทศที่มีมูลค่าการค้ากับประเทศไทยมากเป็น 10 อันดับแรก โดยใช้วิธีการคำนวณแบบค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักนำเข้า (Import Weight) โดยนำผลการคำนวณดังกล่าวไปเชื่อมโยงกับแบบจำลองการกำหนดค่าเงินตามแนวความคิดทางการเงิน (Monetary Approach) ที่มีพื้นฐานมาจากหลักการเปรียบเทียบอำนาจกำลังซื้อระหว่างประเทศ (Purchasing Power Parity) และหลักการปริมาณเงิน ซึ่งแบบจำลองที่ได้จะเป็นความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศกับตัวแบ่งปริมาณเงิน รายได้ที่แท้จริง และอัตราดอกเบี้ย โดยทำการศึกษา 2 ช่วง คือ ช่วงปี พ.ศ. 2516 – 2522 และ พ.ศ. 2513 – 2525 โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาส

จากการศึกษาพบว่า ปัจจัยปริมาณเงินจะส่งผลกระทบต่อค่าเงินบาทในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ หากปริมาณเงินของประเทศมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น จะทำให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าลง ส่วนปัจจัยรายได้ที่แท้จริง และอัตราดอกเบี้ยส่งผลกระทบต่อค่าเงินบาทในทิศทางเดียวกัน คือหากรายได้ที่แท้จริงเพิ่มขึ้น ค่าเงินบาทจะแข็งค่าขึ้น เช่นเดียวกับอัตราดอกเบี้ย หากอัตราดอกเบี้ยในประเทศสูงกว่าต่างประเทศ ค่าเงินบาทจะมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้น ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากการที่มีเงินทุนจากต่างประเทศ ไหลเข้ามาในประเทศมากขึ้น ทำให้มีอุปทานของเงินตราต่างประเทศในประเทศสูงขึ้น เป็นผลให้ค่าเงินตราต่างประเทศอ่อนลง หรือค่าเงินบาทแข็งขึ้นนั่นเอง

นิรันท์ วิศเวศวร (2539) : ทำการศึกษาตัวแปรที่มีอิทธิพลต่ออัตราแลกเปลี่ยนในช่วงที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตรึงเงิน โดยนำเทคนิคทางเศรษฐมิติ Co-Integration และ Error Correction Model มาประยุกต์กับแนวคิด Monetary Model โดยนำตัวแปรต่างๆทางเศรษฐกิจมหภาคมาใช้ประกอบการศึกษาซึ่งได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยน ราคายาได้ที่แท้จริงเปรียบเทียบปริมาณเงินเปรียบเทียบ ดัชนีระดับราคาสินค้าเปรียบเทียบ และส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยในประเทศ และต่างประเทศ โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสระหว่าง ไตรมาสที่ 4 ของ ปี พ.ศ. 2527 ถึง ไตรมาสที่ 4 ของปี พ.ศ. 2536 โดยทำการศึกษาอัตราแลกเปลี่ยน 3 สกุลเงินด้วยกันได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยน บาท-ดอลลาร์สหรัฐฯ, บาท-เยนญี่ปุ่น และ เยนญี่ปุ่น-ดอลลาร์สหรัฐฯ

จากผลการศึกษาพบว่า ราคายาได้ที่แท้จริงโดยเปรียบเทียบมีอิทธิพลชัดเจนที่สุด ต่อทุกอัตราแลกเปลี่ยน ส่วนอัตราดอกเบี้ยนั้น สามารถนำไปอธิบายได้เฉพาะกรณีของเยนญี่ปุ่น-ดอลลาร์สหรัฐฯ แต่ปริมาณเงินซึ่งเป็นตัวแปรที่สำคัญของทฤษฎี Monetary Model กลับไม่สามารถอธิบายได้อย่างมีนัยสำคัญต่อทั้ง 3 อัตราแลกเปลี่ยน นอกจากนี้จากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในระยะสั้น ยังขึ้นอยู่กับขนาดของการเบี่ยงเบนออกจากดุลยภาพในระยะยาว (Disequilibrium Error) ในช่วงเวลาดำเนินการอีกด้วย

รักชนก นุชพงษ์ (2540) : ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงและส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง โดยทำการศึกษาอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทกับเงิน 5 สกุลของประเทศคู่ค้าที่สำคัญของไทยได้แก่ สหรัฐอเมริกา, ญี่ปุ่น, อังกฤษ, เยอรมัน และสิงคโปร์ ซึ่งเป็นการทดสอบภายใต้ทฤษฎี Monetary Approach ที่เชื่อมโยงเอาแนวคิดของ Uncovered Interest Parity เข้าไว้ด้วยกัน โดยใช้ข้อมูลรายเดือน ช่วงระยะเวลาระหว่างเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2534 ถึงมกราคม พ.ศ. 2539 แล้วนำข้อมูลที่ได้มาทำการศึกษาเชิงปริมาณ (Quantitative Approach) 2 ประการ คือ

1. สรุปลำดับสำคัญทางสถิติโดยอาศัยการวิเคราะห์เชิงถดถอย (Ordinary Least Square)
2. ศึกษาตามวิธีการของ Eagle – Granger (1987) โดยวิธี Co-Integration Test

ผลการศึกษาพบว่า หากวิเคราะห์โดย Ordinary Least Square แล้ว ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงจะมีผลกระทบต่อการเคลื่อนไหวอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างไทยกับสหรัฐ และไทยกับอังกฤษน้อยมาก และมีความสัมพันธ์เชิงผกผัน (Negative Relationship) ระหว่างตัวแปรทั้งสอง ในขณะที่อัตราแลกเปลี่ยนที่เหลือนี้อาจมีความสัมพันธ์เชิงบวก (Positive Relationship) และส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงจะมีผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนอย่างมีนัยสำคัญ แต่หากวิเคราะห์โดยวิธีการของ Eagle – Granger (1987) จะให้ผลที่แตกต่างกันคือ มีเพียงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างไทยกับสหรัฐเท่านั้นที่ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง และการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนมีความ

สัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวต่อกัน และมีความสัมพันธ์เชิงผกผัน แต่สำหรับอัตราแลกเปลี่ยนที่เหลือไม่ปรากฏว่ามีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวต่อกัน

พิเชษฐ์ พรหมผุย (2540) : ทำการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าพรีเมียในช่วงที่ประเทศไทยใช้ระบบการเงินแบบตระกร้าเงิน (Basket of Currencies) โดยได้แบ่งการศึกษาออกเป็นสามส่วน ส่วนแรกจะเป็นการศึกษาการคาดคะเนอัตราแลกเปลี่ยนโดยใช้เทคนิค Co-Integration และ Error Correction ซึ่งใช้ข้อมูลในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ. 2528 – ธันวาคม พ.ศ. 2535 มาทำการคาดคะเนอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ. 2536 – ธันวาคม พ.ศ. 2538 ในส่วนที่สอง เป็นการทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ Expected Risk Premium ซึ่งได้ทดสอบในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ. 2536 – ธันวาคม พ.ศ. 2538 โดยได้ทดสอบตัวแปรที่ได้จากการศึกษาของ Fama (1984), Domowitz และ Hakio(1985) และในส่วนที่สามจะเป็นการทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อค่าพรีเมียในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าของไทย ซึ่งใช้ข้อมูลของค่าพรีเมียชนิดหนึ่งเดือน มาทำการทดสอบในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ. 2536 – ธันวาคม พ.ศ. 2538

ผลการศึกษาพบว่า ในส่วนแรกอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า สัดส่วนของอัตราดอกเบี้ยระหว่างไทยกับสหรัฐฯ และเงินสำรองระหว่างประเทศเทียบกับมูลค่าการนำเข้าของไทย ที่ในระยะยาวแล้วมีบทบาทต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต ในขณะที่ระยะสั้นพบว่าอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาก่อนหน้า อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า สัดส่วนของอัตราดอกเบี้ยระหว่างไทยกับสหรัฐฯ ดุลบัญชีเดินสะพัดเทียบกับ GDP และเงินสำรองระหว่างประเทศเทียบกับมูลค่าการนำเข้าของไทย มีบทบาทต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต และนอกจากนี้พบว่า การคาดคะเนอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตของการศึกษานี้เป็นไปตามสมมติฐานของ National Expectation

ผลการศึกษาในส่วนที่สองพบว่าความแปรปรวนของปริมาณเงินทั้งใน และต่างประเทศ มีนัยสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงของ Risk Premium ในขณะที่ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงระหว่างไทยกับสหรัฐฯ ไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของ Risk Premium ได้

ในส่วนที่สามพบว่าค่าพรีเมียในอดีต สัดส่วนของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ และดุลบัญชีเดินสะพัดเทียบกับ GDP มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าพรีเมียในปัจจุบัน

เอกลักษณ์ วัชรยั้งยง (2541) : ทำการศึกษาการพยากรณ์อัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ โดยใช้ทฤษฎีอำนาจซื้อเสมอภาค (Purchasing Power Parity, PPP) และทฤษฎีอินเทอร์เนชันแนลฟิชเชอร์เอฟเฟกต์ (International Fisher Effect, IFE) โดยใช้ข้อมูลทฤษฎีทำการศึกษา ซึ่งในส่วนของทฤษฎี PPP จะใช้ค่าดัชนีผู้บริโภค (CPI) ของทั้ง 2 ประเทศเป็นตัวแปรอิสระ ส่วนทฤษฎี IFE จะใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปี (1 Year Fixed Deposit) ของทั้ง 2

ประเทศเป็นตัวแปรอิสระ ซึ่งช่วงระยะที่ทำการศึกษาแบ่งออกเป็น 2 ช่วงด้วยกัน คือ ช่วงแรกตั้งแต่ปี พ.ศ. 2527 – 2539 ซึ่งในช่วงนี้ประเทศไทยใช้อัตราแลกเปลี่ยนในระบบตระกร้าเงิน (Basket-Peg System) ซึ่งจะใช้อัตรารายปีมาทำการคำนวณหา ในช่วงที่ 2 คือ ในปี พ.ศ. 2540 ซึ่งในช่วงนี้ประเทศไทยได้ทำการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนมาเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบจัดการ (Managed Float System) ซึ่งทำให้ค่าเงินบาทมีความผันผวนมาก จึงทำการคำนวณค่าอัตราแลกเปลี่ยนเป็นรายเดือน

จากการศึกษาพบว่า อัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ต่ำกว่าค่าที่คำนวณได้ตามทฤษฎี คือ ค่าเงินบาทมีค่าสูงเกินไป เมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2529 – พ.ศ. 2539 และมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามกับค่าที่ได้ตามทฤษฎีทั้งสองอย่างชัดเจนตั้งแต่ปี พ.ศ. 2532 – 2539 จนกระทั่งเมื่อประเทศไทยได้เปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนมาเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบการจัดการ ทำให้ในช่วงเดือนกรกฎาคม ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2540 ค่าเงินบาทมีค่าอ่อนตัวลงอย่างต่อเนื่อง และเริ่มมีทิศทางเป็นไปตามทฤษฎีทั้งสอง

เถลิงศักดิ์ นุชประหาร (2542) : ทำการศึกษาวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ โดยทำการศึกษาอัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ บาทต่อเยนญี่ปุ่นหนึ่งร้อยเยน บาทต่อมาร์กเยอรมัน บาทต่อดอลลาร์สิงคโปร์ เยนญี่ปุ่นต่อดอลลาร์สหรัฐฯ มาร์กเยอรมันต่อดอลลาร์สหรัฐฯ และดอลลาร์สหรัฐฯต่อปอนด์สเตอร์ลิง ซึ่งข้อมูลที่ใช้เป็นชนิดรายเดือนตั้งแต่เดือนธันวาคม พ.ศ. 2527 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2540 ซึ่งเป็นช่วงเวลาตั้งแต่เริ่มต้นจนถึงสิ้นสุดในการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ โดยผูกค่าเงินบาทไว้กับกลุ่มเงินตราประเทศคู่ค้าที่สำคัญของไทย โดยใช้แบบจำลอง Real Interest Differential ของ Frankel ในการศึกษาปัจจัยต่างๆ ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศโดยตัวแปรอิสระที่นำมาพิจารณาได้แก่ ปริมาณเงินโดยเปรียบเทียบระหว่างประเทศ รายได้ประชาชาติที่แท้จริงโดยเปรียบเทียบระหว่างประเทศ อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นโดยเปรียบเทียบระหว่างประเทศ และอัตราเงินเฟ้อในระยะยาวที่คาดการณ์โดยเปรียบเทียบระหว่างประเทศ

ผลการศึกษาพบว่าในอัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์สิงคโปร์ ตัวแปรอิสระคืออัตราเงินเฟ้อในระยะยาวที่คาดการณ์โดยเปรียบเทียบระหว่างประเทศเท่านั้นที่มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 % ถ้าอัตราเงินเฟ้อในระยะยาวที่คาดการณ์ในประเทศไทยสูงกว่าประเทศสิงคโปร์โดยเปรียบเทียบ 1% ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์สิงคโปร์สูงขึ้น 4.35 % สำหรับอัตราแลกเปลี่ยนเยนญี่ปุ่นต่อดอลลาร์สหรัฐฯ นั้น มีเพียงปริมาณเงินโดยเปรียบเทียบระหว่างประเทศเท่านั้นที่มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 92 % ถ้าปริมาณเงินในประเทศญี่ปุ่นสูงกว่าประเทศสหรัฐฯ โดยเปรียบเทียบ 1 % จะมีผลให้อัตราแลกเปลี่ยนเยนญี่ปุ่นต่อดอลลาร์สหรัฐฯ สูงขึ้น 0.0821 % สำหรับ

อัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ บาทต่อเยนญี่ปุ่นหนึ่งร้อยเยน บาทต่อมาร์กเยอรมัน มาร์กเยอรมันต่อดอลลาร์สหรัฐฯ และดอลลาร์สหรัฐฯต่อปอนด์สเตอร์ลิง ตัวแปรอิสระทุกตัวในแบบจำลองไม่มีนัยสำคัญต่อการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนที่กล่าวมาข้างต้น

นภัสสร ณ เชียงใหม่ (2542) : ทำการศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐในระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบการจัดการ โดยศึกษาความสัมพันธ์ และระดับความมีอิทธิพลของปัจจัยทางเศรษฐกิจซึ่งได้แก่ อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคาร อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และอัตราแลกเปลี่ยนในวันที่ผ่านมา ซึ่งทำการศึกษาในช่วงเวลา กรกฎาคม พ.ศ. 2540 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2540 โดยใช้ข้อมูลรายวัน แล้วนำข้อมูลที่ได้มาวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis)

ผลการศึกษาพบว่า ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินดอลลาร์สหรัฐในวันที่ผ่านมา สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินดอลลาร์สหรัฐในวันปัจจุบันได้อย่างมีนัยสำคัญที่ 99% ในขณะที่ปัจจัยที่เหลือไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินดอลลาร์สหรัฐในวันปัจจุบันได้อย่างมีนัยสำคัญ

รังสรรค์ ททัยเสวี (2541) : ทำการศึกษาดัชนีภาวะการเงิน (Monetary Condition Index: MCI) ซึ่งเป็นเครื่องชี้ภาวะการเงินระยะสั้นประกอบการบริหารนโยบายการเงินของธนาคารกลางในบางประเทศ เช่น นิวซีแลนด์ แคนาดา อังกฤษ เป็นต้น ทำการทดสอบว่าจะสามารถนำมาประยุกต์ใช้กับประเทศไทยได้มากน้อยเพียงใด โดยดัชนี MCI จะเป็นการแสดงถึงระดับความสำคัญของอัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยนที่มีต่อการควบคุมอัตราเงินเฟ้อในขณะนั้น ซึ่งในการศึกษานี้จะศึกษาถึงความมีอิทธิพลของอัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยนในประเทศไทยว่าปัจจัยใดมีอิทธิพลต่ออัตราเงินเฟ้อมากกว่า โดยจะใช้การวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติ ข้อมูลเป็นอนุกรมรายเดือนตั้งแต่ช่วงเดือน มกราคม พ.ศ. 2533 ถึง เดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2541

ผลการศึกษาพบว่าอัตราดอกเบี้ยจะมีความสำคัญต่ออัตราเงินเฟ้อมากกว่าอัตราแลกเปลี่ยน แต่จะเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม ในสัดส่วน 3.3:1 ซึ่งให้ความหมายว่าในกรณีที่ค่าเงินบาทอ่อนตัวลงอย่างเฉียบต่อนึ่งร้อยละ 3.3 ในช่วงเวลาหนึ่งแล้ว หากไม่ต้องการให้ผลของการอ่อนตัวของค่าเงินบาทดังกล่าวส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมการณ์ของหน่วยเศรษฐกิจต่อทิศทาง และแนวโน้มของอัตราเงินเฟ้อในอนาคตแล้ว รัฐบาลอาจจำเป็นต้องดำเนินการปรับเปลี่ยนพฤติกรรมการณ์ดังกล่าว โดยการผลักดันให้อัตราดอกเบี้ยปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยเฉลิยร้อยละ 1 ภายใต้อสมมติฐานที่ว่าตัวแปรอื่นๆในแบบจำลองยังคงเดิม ทั้งนี้ยังค้นพบเพิ่มเติมอีกว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยจะมีผลต่ออัตราเงินเฟ้อก็ต่อเมื่อเวลาได้ผ่านพ้นไป 4 คาบเวลา เทียบกับ 7 คาบเวลาในกรณีของอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งก็เป็นหลักฐานการวิเคราะห์เชิงประจักษ์

ด้านหนึ่งที่น่าสนใจข้อสันนิษฐานทางทฤษฎีเศรษฐศาสตร์การเงินที่ว่า การเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินจะมีผลกระทบต่อเป้าหมายนโยบายการเงินในช่วงเวลาค่อนข้างนาน และค่อนข้างคาดเดาได้ยาก (Long and variable lags)

Kenyon (1981) : กล่าวถึง Fisher Open Theorem ว่าตลาดจะต้องได้ดุลยภาพระหว่างผลตอบแทนจากอัตราแลกเปลี่ยน และอัตราดอกเบี้ยของระหว่างสองประเทศใดๆ ถ้าเมื่อไรที่ไม่ได้ดุลยภาพ ก็จะเปิดโอกาสให้นักลงทุนทำกำไรจากส่วนต่าง โดยเลือกลงทุนในสกุลเงินที่ให้ผลตอบแทนอัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่าถ้าผลตอบแทนนั้นสามารถครอบคลุมความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนได้ ดังนั้นส่วนเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน และอัตราดอกเบี้ยจึงมีความสัมพันธ์กัน อย่างไรก็ตามยังเป็นที่น่าสนใจว่าอะไรเป็นเหตุ และอะไรเป็นผลของความสัมพันธ์ เนื่องจากมาตรการทางการเงินของหลายๆประเทศพยายามที่จะใช้นโยบายในการควบคุมอัตราดอกเบี้ยเพื่อให้เกิดผลต่ออัตราแลกเปลี่ยน แต่บางครั้งก็ปรากฏว่าอัตราดอกเบี้ยต้องมีการปรับตัวเมื่อเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนเปลี่ยนแปลงไป ซึ่ง Fisher Open Theorem ยังแยกส่วนประกอบของอัตราดอกเบี้ยเป็น 2 ส่วน คืออัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง และอัตราเงินเฟ้อที่คาดหวัง ซึ่งตามทฤษฎีของ Purchasing Power Parity อัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์โดยตรงกับอัตราเงินเฟ้อ ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าอัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ย

Meese – Rogoff (1988) : ทำการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง และส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐต่อมาร์กเยอรมัน ดอลลาร์สหรัฐต่อปอนด์สเตอร์ลิง และดอลลาร์สหรัฐต่อเยนญี่ปุ่น โดยอาศัยแนวคิดของ Monetary Model และ Rational Expectation และทำการศึกษาตามวิธีการของ Engle – Granger ได้ผลสรุปว่าอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง และส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงถูกเชื่อมโยงด้วย International Condition จึงไม่ปรากฏ Co-Integration ของตัวแปร หรือมีตัวแปรที่สำคัญบางตัวที่ถูกละเลยไปจากความสัมพันธ์ เช่น ค่าคาดคะเนของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงในอนาคต

Hataiseree (1996) : ทำการศึกษาวิเคราะห์การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทในช่วงที่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบตรรกฐาเงิน โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ทางเศรษฐกิจแนวใหม่ทางด้าน Co-Integration และ Vector Autoregression โดยทำการศึกษาแบ่งเป็น 2 ส่วน

ในส่วนแรกจะเป็นการทดสอบทฤษฎีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวความคิดของทฤษฎี Purchasing Power Parity (PPP) ในส่วนที่ 2 จะทำการทดสอบเพื่อขยายผลที่ได้จากส่วนแรก โดยทดสอบสมมติฐานเพื่อตรวจสอบและเปรียบเทียบคว่าปัจจัยด้านภาคการเงิน (Monetary Shocks) กับปัจจัยทางด้านภาคเศรษฐกิจจริง (Real Shocks) นั้น ปัจจัยใดจะมีน้ำหนัก และหรือความ

สำคัญโดยเปรียบเทียบมากกว่า โดยใน ส่วนที่ 2 นี้จะใช้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (Real Exchange Rate) ของเงินบาท มาทำการทดสอบ ซึ่งค่าของเงินบาทนี้จะมาเบี่ยงเบนไปจากแนวโน้มที่ควรจะเป็นตามนัยของทฤษฎี PPP.

จากผลการศึกษาในส่วนแรกพบว่า ไม่มีหลักฐานทางสถิติอย่างเพียงพอที่ทำให้ยอมรับได้ว่าพฤติกรรมเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทในรูปตัวเงิน (Nominal Exchange Rate) จะสามารถอธิบายได้ด้วยอัตราเงินเฟ้อโดยเปรียบเทียบระหว่างไทยกับประเทศคู่ค้าสำคัญที่มีสกุลเงินอยู่ในระบบการเงินของไทย นอกจากนี้ยังพบว่าตัวแปรทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทในรูปตัวเงิน และทางด้านอัตราเงินเฟ้อ โดยเปรียบเทียบระหว่างไทยกับประเทศคู่ค้าสำคัญ ต่างก็เป็นตัวแปรที่มีคุณสมบัติแบบ Non-Stationarity.

ในส่วนที่ 2 พบว่าปัจจัยทางด้านภาคเศรษฐกิจ น่าจะสามารถอธิบายพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของเงินบาทได้ดีกว่า เมื่อเทียบกับปัจจัยทางด้านภาคการเงิน