



## ผลของการบิดเบือนค่าเงินบาทต่อเศรษฐกิจไทย Impacts of Misalignment in Thai Baht on Thai Economy

อุดาการ กุหลาบเหลือง<sup>1</sup> และ บัณฑิต ชัยวิชญชาติ<sup>2</sup>

<sup>1, 2</sup> คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

Udakarnk Kulablueang<sup>1</sup> and Bundit Chaivichayachat<sup>2</sup>

<sup>1, 2</sup> Faculty of Economics, Kasetsart University

### บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวัดขนาดของการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยน และวัดผลกระทบจากการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนต่อเศรษฐกิจของไทย จากข้อมูลทุติยภูมิของตัวแปรรายไตรมาส ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2541 - 2557 ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบจัดการ โดยการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนของไทยและสหรัฐอเมริกา ใช้แบบจำลองการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ และหาความสัมพันธ์ในระยะยาวด้วยวิธี Cointegration ด้วยแบบจำลอง Johansen Test (Johansen and Juselius, 1990, pp. 169-210) ซึ่งจะนำผลการบิดเบือนจากดุลยภาพของอัตราแลกเปลี่ยนมาวัดผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อภาคเศรษฐกิจไทยด้วยแบบจำลอง VAR และวิเคราะห์ Impulse Response Function

ผลการวิจัยพบว่าอัตราส่วนของราคาสินค้า nontraded ต่อราคาสินค้า traded อัตราสินทรัพย์ต่างประเทศต่อ GDP และอัตราการการค้า มีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ และผลกระทบจากการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลต่อดัชนีหลักทรัพย์เท่านั้น ทั้งนี้เนื่องมาจาก ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบจัดการ และการแทรกแซงด้วยนโยบายรัฐบาลค่อนข้างมีประสิทธิภาพในการรักษาเสถียรภาพของค่าเงินบาท อย่างไรก็ตามการดำเนินนโยบายโดยใช้อัตราแลกเปลี่ยนเป็นปัจจัยหลักเพื่อกระตุ้นภาวะเศรษฐกิจจะส่งผลกระทบเพียงในระยะสั้น ซึ่งรัฐบาลควรมีมาตรการอื่นๆ กระตุ้นเศรษฐกิจโดยเน้นที่การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน การพัฒนาประสิทธิภาพการผลิตและทุนมนุษย์

**คำสำคัญ:** 1) อัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ 2) การบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยน 3) ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบจัดการ

### Abstract

The objectives of this research are: to measure the size of exchange rate misalignment and to identify the effect of misalignment on Thai economy. The data consist of time-series quarterly data during 1998 – 2014 using the Johansen Cointegration test to identify the misalignment of exchange rate between Thai baht and U.S.dollars. The long-term equilibrium exchange rate was calculated to identify the misalignment scale. Next, VAR model and Impulse Response Function were set up to measure the effect of misalignment on the economy of Thailand.

The results indicated that the long-term equilibrium exchange rate depend on the ratio of the prices of nontraded and traded goods, foreign assets to GDP and the terms of trade. The results of the analysis, by using Impulse Response Function, found that the shock of misalignment only affect the stock index. It could be summarized that managed exchange rates system and government intervention were effective enough to stabilize the Thai baht. It was, however, difficult to use exchange rate as a key factor to stimulate the Thai economy such as the devaluation of Thai baht. That would impact the Thai baht in the short term. It would be reasonable to suggest that the government should have other ways to stimulate the Thai economy. For example, developing infrastructure, productivity and human capital.

**Keywords:** 1) Exchange Rate Equilibrium 2) Exchange Rate Misalignment 3) Manage Floated Rate System

<sup>1</sup> นิสิตปริญญาโท สาขาเศรษฐศาสตร์ (Graduate student, Department of Economy) Email: udakarnk@gmail.com

<sup>2</sup> รองศาสตราจารย์ ประจำภาควิชาเศรษฐศาสตร์ (Associate Professor, Department of Economy) Email: fecobdc@ku.ac.th



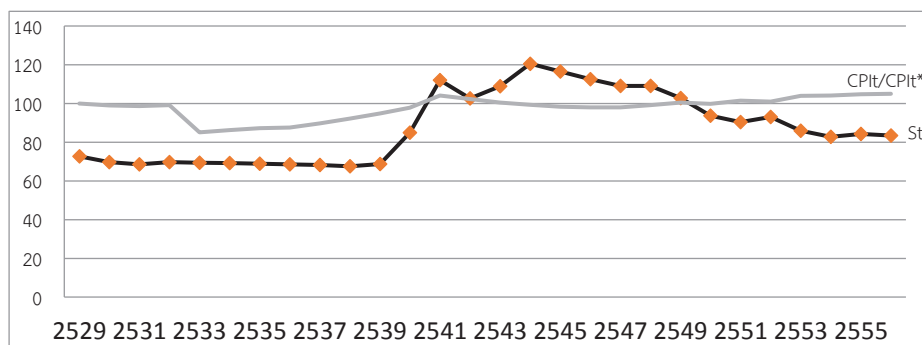
## บทนำ (Introduction)

ประเทศไทยเป็นประเทศที่มีขนาดเล็ก และมีระบบเศรษฐกิจแบบเปิด มีการพึ่งพิงกับต่างประเทศ อัตราแลกเปลี่ยนจึงเป็นปัจจัยหนึ่งที่มีความสำคัญอย่างมาก ซึ่งประเทศไทยได้เปลี่ยนมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ ภายหลังจากที่ประเทศไทยประสบวิกฤตการณ์ทางการเงินในปี พ.ศ. 2540 โดยในระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบจัดการ อัตราแลกเปลี่ยนจะเคลื่อนไหวตามกลไกของตลาด แต่รัฐบาลยังคงมีอำนาจในการแทรกแซงอัตราแลกเปลี่ยนได้ หากเห็นว่าอยู่ในอัตราที่ไม่เหมาะสม ทั้งนี้เพื่อเป็นการรักษาเสถียรภาพและลดความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนลง แต่ทั้งนี้ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพมีทั้งปัจจัยภายในและปัจจัยภายนอกประเทศ อาทิ นโยบายทางการเงินของ

รัฐบาลเพื่อแทรกแซงหรือส่งเสริมขีดความสามารถในการแข่งขัน หรือการใช้มาตรการทางการเงินของสหรัฐอเมริกา ปัจจัยเหล่านี้ล้วนอาจส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนเกิดการบิดเบือนและมีค่ามากกว่า (Overvalued) หรือน้อยกว่า (Undervalued) ที่ควรจะเป็น ซึ่งในการศึกษารั้งนี้จะศึกษาเฉพาะปัจจัยที่กระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนระหว่างไทยและสหรัฐอเมริกาเท่านั้น

จากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนของไทยที่ผ่านมา สามารถแสดงการบิดเบือนที่เกิดขึ้นตามทฤษฎีอำนาจซื้อเสมอภาค (Power Purchasing Parity) กล่าวคือ ดุลยภาพของอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินตราสองสกุลจะเท่ากับสัดส่วนของระดับราคาของทั้งสองประเทศ ดังภาพ 1

ดัชนีอัตราแลกเปลี่ยน



ปี

ภาพ 1 การวัดการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพของไทย/สหรัฐอเมริกา ระหว่างปี พ.ศ. 2529 – 2556 ด้วยดัชนีราคาผู้บริโภค (บาทไทย/ดอลลาร์ สรอ.)

จากภาพ 1 จะเห็นว่าอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพไทย/สหรัฐอเมริกา มีการบิดเบือนเกิดขึ้น แบ่งเป็น 3 ช่วงระยะเวลา โดยช่วงแรกปี พ.ศ. 2529 - 2539 ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ ค่าเงินบาทของไทยแข็งค่ากว่าที่ควรจะเป็น ดัชนีอัตราแลกเปลี่ยน (เส้น  $S_t$ ) อยู่ต่ำกว่าดัชนีราคาผู้บริโภค (เส้น  $CPI_t/CPI_u^*$ ) เป็นจุดอ่อนให้เกิดการโจมตีค่าเงินบาท การเก็งกำไรค่าเงิน และนำไปสู่การเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในปี พ.ศ. 2540 เป็นช่วงที่เปลี่ยนมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบจัดการ โดยในปี พ.ศ. 2540 - 2549 อัตราแลกเปลี่ยนมีแนวโน้มอ่อนค่าลงกว่าที่ควรจะเป็น

ซึ่งเป็นผลมาจากการชะลอตัวของภาวะเศรษฐกิจไทย จากวิกฤตการณ์ทางการเงิน และช่วงที่ 3 ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549 เกิดวิกฤตการณ์แฮมเบอร์เกอร์ของสหรัฐอเมริกา ค่าเงินบาทมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นกว่าที่ควรจะเป็น อันเป็นผลสืบเนื่องมาจากการอ่อนค่าลงของค่าเงินดอลลาร์

และจากผลกระทบจากการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนของไทย (บาทไทยต่อดอลลาร์ สรอ.) แสดงให้เห็นถึงการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้น ซึ่งส่งผลกระทบใน 2 ทิศทาง กล่าวคือ เกิดการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนที่แข็งค่าขึ้นกว่าที่ควรจะเป็น ต้นทุนของต่างประเทศในการซื้อสินค้า



สูงขึ้น จึงทำให้การส่งออกลดลง การนำเข้าจึงเพิ่มขึ้น และเนื่องจากต้นทุนการนำเข้าลดลง การเคลื่อนย้ายเงินทุนออกนอกประเทศจึงมากขึ้น และส่งผลกระทบต่อเนื่องไปยังดุลการค้า (ขาดดุล) การเคลื่อนย้ายเงินทุน (ลดลง) รายได้ประชาชาติ (ลดลง) เงินทุนสำรองระหว่างประเทศ (ลดลง) ปริมาณเงิน (ลดลง) เป็นต้น และการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนที่อ่อนค่าลงกว่าที่ควรจะเป็น ซึ่งส่งผลกระทบในทิศทางตรงกันข้าม

ทั้งนี้ พบว่าปัญหาที่เกิดจากการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนในประเทศไทยจากการแข็งค่าขึ้นมากกว่าที่ควรจะเป็น พบว่าก่อให้เกิดผลเสีย เช่น การเก็งกำไรในค่าเงินบาท การโจมตีค่าเงินบาทนำไปสู่ความไม่มีเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน อีกทั้งยังลดโอกาสในการแข่งขันระหว่างประเทศ นำมาซึ่งการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account) การเจริญเติบโตของเศรษฐกิจอยู่ในภาวะถดถอย ทั้งยังอาจส่งผลไปถึงอัตราการว่างงาน การจัดสรรปัจจัยการผลิต และระดับราคาเฉลี่ยของสินค้า รวมทั้งอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพตามทฤษฎีที่กล่าวถึงข้างต้นแสดงให้เห็นถึงการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจของไทยเป็นระยะเวลายาวนาน จึงเป็นที่น่าสนใจว่าในปัจจุบันภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบจัดการ มีการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนในทิศทางใดและขนาดเท่าไร และผลของการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนจะส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจของไทยอย่างไร ซึ่งจะเป็นประโยชน์ในการกำหนดนโยบายของภาครัฐบาล เพื่อรักษาเสถียรภาพของภาวะเศรษฐกิจของประเทศ และประโยชน์ต่อภาคเอกชน ในการนำไปใช้เป็นแนวทางในการวางแผนการดำเนินธุรกิจระหว่างประเทศได้

บทความนี้จึงนำเสนอการวัดขนาดการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยน และผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นกับเศรษฐกิจไทย โดยมีวัตถุประสงค์ในการดำเนินการวิจัย ได้แก่

1. เพื่อวัดขนาดของการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยน
2. เพื่อวัดผลกระทบจากการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนต่อเศรษฐกิจของไทย

## แนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง (Theory)

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนภายใต้การจัดการ กรณีค่าเงินบาทไทยนั้น แบ่งออกเป็น 2 ส่วน ส่วนแรกเป็นงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการวัดขนาดการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยน และส่วนที่ 2 เป็นงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการบิดเบือนที่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทย

**ส่วนที่ 1** งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการวัดขนาดการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยน ประกอบด้วย การวัดการบิดเบือนจากแนวคิดการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ ปรากฏดังนี้

การศึกษาเปรียบเทียบระหว่างดุลยภาพอัตราแลกเปลี่ยนตามแบบจำลองการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพตามพื้นฐานเศรษฐกิจ (FEER: Fundamental Equilibrium Exchange Rate) และแบบจำลองการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพตามตัวแปรพฤติกรรม (BEER: Behavioral Equilibrium Exchange Rate) (Villavicencio, Mazier and Saadaoui, 2012, pp. 58-77) โดยศึกษาเปรียบเทียบกับ 17 ประเทศ ประกอบด้วย 5 ประเทศอุตสาหกรรม และ 12 ประเทศเกิดใหม่ ซึ่งมีความแตกต่างกันในความสามารถทางการแข่งขัน กลไกฐานสินทรัพย์ต่างประเทศ และผลของการบิดเบือนทั้งนี้แบบจำลอง FEER เป็นการวิเคราะห์ดุลยภาพอัตราแลกเปลี่ยนในระยะปานกลาง ประกอบด้วยบัญชีกระแสรายวัน ผลผลิตในประเทศ และผลผลิตต่างประเทศ ส่วนแบบจำลอง BEER เป็นการหาดุลยภาพอัตราแลกเปลี่ยนในระยะยาว โดยปัจจัยที่ศึกษาประกอบด้วย อัตราแลกเปลี่ยนที่มีประสิทธิภาพแท้จริง (REER) ฐานสินทรัพย์ต่างประเทศสุทธิต่อร้อยละของ GDP การผลิตสัมพัทธ์ และอัตราการการค้า ทั้งนี้การบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพจากแบบจำลอง BEER และ FEER จะใกล้เคียงเมื่อบัญชีกระแสรายวันตอบสนองต่ออัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง แต่อย่างไรก็ตามกลไกของฐานสินทรัพย์ต่างประเทศสุทธิ และความสามารถทางการแข่งขันของแต่ละประเทศที่แตกต่างกัน มีอิทธิพลในการเปลี่ยนแปลงความสัมพันธ์ระหว่าง FEER และ BEER ได้ และการศึกษาเปรียบเทียบการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนด้วยแบบจำลอง BEER และ FEER (Clark and Macdonald, 1998) ของกลุ่มประเทศ



G-3 โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ อาทิ บัญชีเงินทุน ผลผลิตภายในประเทศ ผลผลิตต่างประเทศ ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง อัตราส่วนหนี้ภาครัฐในประเทศต่อหนี้ภาครัฐต่างประเทศ อัตราการค้า อัตราส่วนราคาสินค้า nontraded goods ต่อ traded goods และสินทรัพย์ต่างประเทศสุทธิ พบว่าการประมาณค่าดุลยภาพอัตราแลกเปลี่ยนตามแบบจำลอง FEER และ BEER ค่อนข้างน่าเชื่อถือ ซึ่งขึ้นอยู่กับลักษณะสภาพเศรษฐกิจพื้นฐานของแต่ละประเทศด้วย

นอกจากนี้ (Lim, 2000) ศึกษาวิเคราะห์กลไกการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนในระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบจัดการ วิเคราะห์ความต่างระหว่างพัฒนาการของอัตราแลกเปลี่ยนจริง (Actual Real Exchange Rate) และอัตราดุลยภาพที่สร้างขึ้นที่ทำให้เกิดค่าบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยน และแสดงให้เห็นขอบเขตการซื้อขายของตลาดที่เป็นไปอย่างคงที่ ในขณะที่มีการคาดการณ์การเสื่อมค่าของเงินบาท

**ส่วนที่ 2** งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการบิดเบือนที่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยแสดงให้เห็นถึงปัจจัยที่ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน ปรากฏดังนี้

จากการศึกษา (Kharroubi, 2011, pp. 33-42) พบว่าการลดค่าเงินส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงในดุลการค้า (กรณีประเทศที่พึ่งพาการนำเข้าเพื่อการส่งออก) สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศมาเลเซีย (Yuen-Ling, et AL., 2008) และการศึกษาในไครเอเชีย (Stucka, 2004) พบว่าดุลการค้าและอัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์ต่อกันในระยะยาว ส่วนเงินทุนสำรองระหว่างประเทศกับอัตราแลกเปลี่ยนพบว่ามีความสัมพันธ์กันในระยะยาว (Yu and Lili, 2011) ซึ่งสอดคล้องกับการการศึกษาในประเทศปากีสถานของ Khan (2013, pp. 459-471) และการศึกษาในประเทศไทยของ Yaanan (2008, p. 46)

จากการศึกษาผลกระทบการปรับตัวของอัตราแลกเปลี่ยนต่อปริมาณเงินและอัตราแลกเปลี่ยน พบว่าการเติบโตของปริมาณเงินได้รับผลกระทบอย่างมากจากอัตราแลกเปลี่ยน (Levin, 1997, pp. 344-358) และผลจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงิน (M2) อัตราแลกเปลี่ยน และระดับราคา ในประเทศไต้หวัน พบว่าการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินและการ

แข็งค่าขึ้นของอัตราแลกเปลี่ยนมีผลในเชิงบวกกับระดับราคา (Wu and Lin, 1994) และการศึกษาวิกฤตการณ์ของสกุลเงินและการส่งผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนและตลาดหุ้นของไทยและฟิลิปปินส์พบว่าภาคส่วนการธนาคารของไทยเป็นช่องทางที่ส่งความผันผวนผ่านดัชนีหลักทรัพย์ไปถึงอัตราแลกเปลี่ยน (ค่าเงินเปโซ) ได้ (Nagayasu, 2000, pp. 1-26) และพบว่าการปรับสมดุลในการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติสัมพันธ์กับการเสื่อมค่าลงของอัตราแลกเปลี่ยนเพียงเล็กน้อย ซึ่งอัตราแลกเปลี่ยนไม่ใช่ปัจจัยหลักที่ช่วยผลักดันการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติ (Gyntelberg, Lretan and Subbanij, 2012) แต่อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาในประเทศตุรกีพบว่าอัตราแลกเปลี่ยนไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนในหลักทรัพย์ (Ozbay, 2009) อีกทั้งยังพบว่าตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์มหภาคที่มีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวกับดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในทิศทางเดียวกัน ได้แก่ ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม อัตราแลกเปลี่ยนเทียบกับดอลลาร์ สรอ. ปริมาณเงินในระบบตามความหมายกว้าง และอัตราดอกเบี้ยระยะยาว (Mungmanee, 2009, pp. 88-92)

การศึกษาใน 16 ประเทศเกิดใหม่ในช่วงระหว่างปี 1990 - 2002 พบว่าความคาดหวังในการลดค่าเงินมีความสัมพันธ์กับการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในทิศทางตรงกันข้าม Udomkerdmongkol, Gorg and Morrissey, 2006) ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ (Yasir, et al., 2012, pp.225-232) ที่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนและการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศทั้งในระยะสั้นและระยะยาว แต่อย่างไรก็ตามการศึกษาความสัมพันธ์จากการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศไม่ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนในประเทศไนจีเรีย และแอฟริกาใต้ (Ogunleye, 2009)

## วิธีดำเนินการ (Methods)

การศึกษาแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ส่วนแรกเป็นการวัดขนาดของการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนโดยพิจารณาปัจจัยต่างๆ ที่มีผลต่อการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ จากทฤษฎีอำนาจซื้อเสมอภาค (PPP) ทฤษฎีความเสมอภาคของอัตราดอกเบี้ยที่เป็น



ตัวเงิน (UIP) และแบบจำลองทางการเงิน (Monetary Model) ในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพในระยะยาว ซึ่งประกอบด้วยปัจจัยที่ก่อให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ทั้งด้านการกำหนดนโยบาย ประสิทธิภาพการผลิตและความสามารถในการแข่งขันในตลาดสินค้า บทบาทของเงินตราต่างประเทศ และประสิทธิภาพในการใช้จ่ายของภาครัฐบาล ดังนี้

1. ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงระหว่างไทยและสหรัฐอเมริกา

อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยและสหรัฐอเมริกา หักลบด้วยอัตราเงินเฟ้อของไทยและสหรัฐฯ เพื่อพิจารณาส่วนต่างที่จะก่อให้เกิดการเคลื่อนย้ายของเงินทุนระหว่างประเทศ และส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ และการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยน

2. อัตราส่วนของราคาสินค้า nontraded ต่อราคาสินค้า traded

ปัจจัยนี้เป็นตัวแสดงถึงประสิทธิภาพในการผลิต ซึ่งราคาของสินค้า nontraded และสินค้า traded แทนด้วยดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) และดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) ตามลำดับ จะแสดงให้เห็นความสามารถในการแข่งขันของภาคธุรกิจ nontraded และ traded โดยการเปลี่ยนแปลงในราคาของภาคธุรกิจ nontraded และ traded จะส่งผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงด้วย

3. อัตราสินทรัพย์ต่างประเทศต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ

เพื่อดูบทบาทของหนี้ต่างประเทศที่เกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจของไทย ซึ่งแสดงถึงอัตราการพึ่งพาทางเศรษฐกิจกับต่างประเทศ อันจะกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ ขนาดของการบิดเบือน และภาวะเศรษฐกิจ

4. อัตราการค่า

เพื่อดูบทบาทของอัตราการค่าที่ส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจของไทย ซึ่งแสดงถึงรายได้ และอัตราการ

พึ่งพาทางเศรษฐกิจกับต่างประเทศ อันจะกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ ขนาดของการบิดเบือน และภาวะเศรษฐกิจไทย

5. อัตราส่วนหนี้ภาครัฐต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ

เพื่อดูบทบาทของอัตราการใช้จ่ายของภาครัฐ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อภาคธุรกิจ nontraded และ traded และการเปลี่ยนแปลงในราคาของภาคธุรกิจ nontraded และ traded จะส่งผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ ขนาดของการบิดเบือน

ส่วนที่ 2 เป็นการวัดผลกระทบจากการบิดเบือนที่มีต่อเศรษฐกิจไทย โดยใช้แนวความคิดเกี่ยวกับระบบเศรษฐกิจแบบเปิด (Open Economy) แนวคิดเกี่ยวกับปริมาณเงิน และแนวคิดแบบสินทรัพย์ทางการเงิน (Portfolio-Balance Approach) ซึ่งเกี่ยวข้องกับปัจจัย ได้แก่ ดุลการค้าไทย-สหรัฐอเมริกา การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ เงินทุนสำรองระหว่างประเทศ ปริมาณเงินตามความหมายกว้าง และดัชนีตลาดหลักทรัพย์

ซึ่งมีสมมติฐานในการวิจัย คือ การศึกษาความสัมพันธ์ของผลกระทบ 5 ตัวแปร ดังนี้

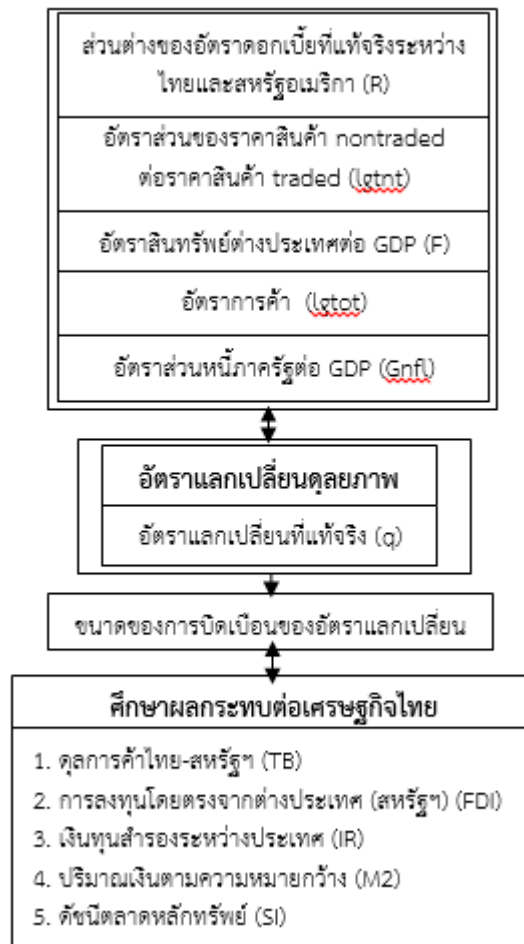
1. การบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนในกรณี Overvalued (MR มีค่าเป็นลบ) ส่งผลให้ดุลการค้าไทย-สหรัฐฯ ลดลง

2. การบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนในกรณี Overvalued (MR มีค่าเป็นลบ) ส่งผลให้การลงทุนโดยตรงของสหรัฐฯ ลดลง

3. การบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนในกรณี Overvalued (MR มีค่าเป็นลบ) ส่งผลให้เงินทุนสำรองระหว่างประเทศลดลง

4. การบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนในกรณี Overvalued (MR มีค่าเป็นลบ) ส่งผลให้ปริมาณเงินตามความหมายกว้างลดลง

5. การบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนในกรณี Overvalued (MR มีค่าเป็นลบ) ส่งผลให้ดัชนีราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ลดลง



ภาพ 2 กรอบแนวคิดในการวิจัย

ในการศึกษครั้งนี้เป็นการศึกษาข้อมูลทุติยภูมิ รายไตรมาส ตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2541 - 2557 โดยใช้ ข้อมูลจากธนาคารแห่งประเทศไทย สภาพัฒนา กระทรวงพาณิชย์ และตลาดหลักทรัพย์ โดยแบ่ง แบบจำลองเป็น 2 แบบจำลอง ส่วนแรกเป็นการหา ความสัมพันธ์ของอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพระยะยาว ด้วยวิธี Cointegration ตามแบบจำลองของ Johansen Test (1990) ซึ่งใช้ในการหาความสัมพันธ์ ของอัตราแลกเปลี่ยนกับตัวแปรต่างๆ ในระยะยาว แสดงได้ดังสมการนี้

$$ENEER = \gamma_0 - \gamma_1 R - \gamma_2 \lg ntnt - \gamma_3 F - \gamma_4 \lg tot - \gamma_5 Gnfl + \varepsilon_t \quad (1)$$

โดยที่

ENEER = ค่า Logarithm ของอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ (บาทต่อดอลลาร์ สรอ.)

R = ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงระหว่างไทย และสหรัฐอเมริกา

lgntnt = อัตราส่วนของราคาสินค้า nontraded ต่อ ราคาสินค้า traded

F = อัตราสินทรัพย์ต่างประเทศต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ภายในประเทศ

lg tot = อัตราการค่า

Gnfl = อัตราส่วนหนี้ภาครัฐต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ภายในประเทศ

$\varepsilon_t$  = ตัวแปรสุ่มคลาดเคลื่อน

$\gamma_0, \dots, \gamma_4$  = ค่าพารามิเตอร์

ขั้นตอนต่อไปจะเป็นการหาขนาดการบิดเบือน (MR) ของดัชนีอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ (ENEER) กับดัชนีอัตราแลกเปลี่ยนค่าจริง (NEER) โดยหาจาก ผลต่างของอัตราแลกเปลี่ยน (บาท/ดอลลาร์ สรอ.) กับอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ ENEER ที่หาได้จาก สมการ (1) ดังนี้

$$NEER - ENEER = MR \quad (2)$$

โดยที่

MR = การบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ

NEER = ดัชนีอัตราแลกเปลี่ยนค่าจริง (ในรูปแบบ Logarithm)

แล้วจึงนำค่าบิดเบือนของดุลยภาพจากอัตรา แลกเปลี่ยนที่ได้มาทำ Antilog และหาผลกระทบที่มี ต่อเศรษฐกิจของไทย ซึ่งในส่วนนี้จะใช้แบบจำลอง



VAR (Vector Autoregressive Model) พร้อมทั้งวิเคราะห์ Impulse Response Function เพื่อให้ทราบถึงผลกระทบจากการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนที่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยในขนาดและทิศทางอย่างไร

## ผลการศึกษา (Results)

### 1. ทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวของอัตราแลกเปลี่ยน

ผลจากการทดสอบ Unit Root พบว่าตัวแปรทุกตัวที่ทำการศึกษา สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก ( $H_0$ ) ที่ระดับความเชื่อมั่น ร้อยละ 99 ณ ผลต่างลำดับที่ 1 หรือ  $I(1)$  ซึ่งจะทำให้การทดสอบ Cointegration ตามวิธีการของ Johansen and Juselius (1990) และขั้นตอนถัดไปคือการเลือกค่า Lag ที่เหมาะสม (Optimal Lag) ในแบบจำลอง เนื่องจากการทดสอบ Cointegration มีพื้นฐานมาจากแบบจำลอง VAR ทำให้ผลการทดสอบค่อนข้างอ่อนไหวกับค่า Lag

ที่กำหนด โดยค่า Lag ที่เหมาะสมจะพิจารณาจาก Lag ที่ให้ค่า SIC ต่ำที่สุด ปรากฏดังตาราง 1

ผลจากการทดสอบพบว่า Lag ที่เหมาะสมของแบบจำลองคือ Lag1 เนื่องจากการให้ค่า SIC ต่ำที่สุด หลักงานนั้นจะทำการประมาณค่าแบบจำลองตามรูปแบบที่เลือกไว้ (ไม่มี Drift/มี Drift/มี Constant Term ใน Cointegration Vector) ซึ่งลักษณะรูปแบบที่เหมาะสมในการประมาณค่าของแบบจำลองนี้มีค่าคงที่ (Constant Term) และเพื่อทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวของอัตราแลกเปลี่ยน พิจารณาจากการเทียบค่า  $\lambda_{trace}$  กับค่าวิกฤตของ Osterwald-Lenum (1990) ซึ่งผลการทดสอบความสัมพันธ์ ดุลยภาพในระยะยาวด้วยการทดสอบ Trace Test พบว่ามีจำนวน Cointegration Vector 1 เวกเตอร์ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 99 เนื่องจากค่า Trace Test มีค่ามากกว่าค่าวิกฤตของ Osterwald-Lenum ปรากฏดังตาราง 2

ตาราง 1 ผลการคำนวณหา Lag ที่เหมาะสมของแบบจำลอง

| ค่า Schwarz Information Criterion ในแบบจำลอง |            |           |           |          |
|----------------------------------------------|------------|-----------|-----------|----------|
| Lag0                                         | Lag1       | Lag2      | Lag3      | Lag4     |
| -4.19038                                     | -13.79334* | -12.54363 | -11.10257 | -9.85157 |
|                                              |            |           |           |          |

หมายเหตุ: \*ค่า Lag ที่เหมาะสม

ตาราง 2 ผลการทดสอบ Trace Test

| $H_0$ | Eigenvalue | Trace Test Statistic | Critical Value 0.05 | Critical Value 0.01 |
|-------|------------|----------------------|---------------------|---------------------|
| $r=0$ | 0.505979   | 120.2310**           | 94.15               | 103.18              |
| $r=1$ | 0.321697   | 74.39452*            | 68.52               | 76.07               |
| $r=2$ | 0.275233   | 49.16402*            | 47.21               | 54.46               |
| $r=3$ | 0.205474   | 28.24023             | 29.68               | 35.65               |

หมายเหตุ: \*\*ปฏิเสธสมมติฐานหลัก ( $H_0$ ) ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

\*ปฏิเสธสมมติฐานหลัก ( $H_0$ ) ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

ดังนั้นเมื่อทราบว่าแบบจำลองมีจำนวน Cointegration Vector 1 เวกเตอร์ สามารถเขียนสมการความสัมพันธ์ดุลยภาพระยะยาวระหว่างตัวแปรต่างๆ กับอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพได้ ดังนี้

$$ENEER = 6.34156 - 0.003783R + 0.73028 \lg tmt \quad (3)$$

(4.06091)\*\* (1.06564) (4.83158) \*\*

$$- 0.03799 F - 1.02996 \lg tot - 0.01624 gnpf$$

(2.56400)\*\* (3.56075) \*\* (1.185219)



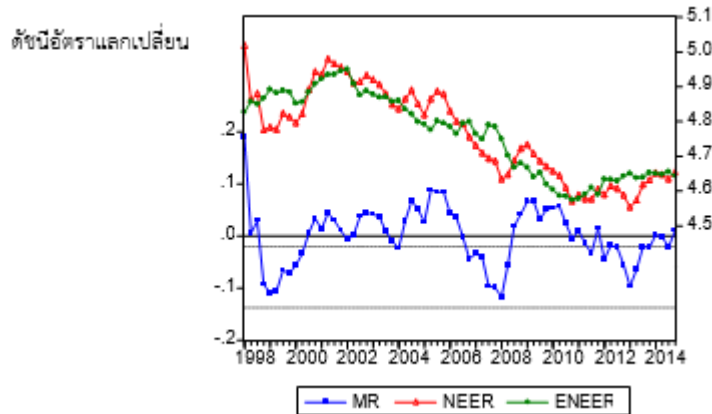
## 2. การหาค่าอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพและการ บิตเป็นจากดุลยภาพของอัตราแลกเปลี่ยน

จากการทดสอบ Cointegration ทำให้สามารถ  
คำนวณหาค่าอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพในระยะยาว  
และนำมาคำนวณค่าบิตเป็นจากดุลยภาพของ  
อัตราแลกเปลี่ยน (MR) โดยหาค่าผลต่างของดัชนี

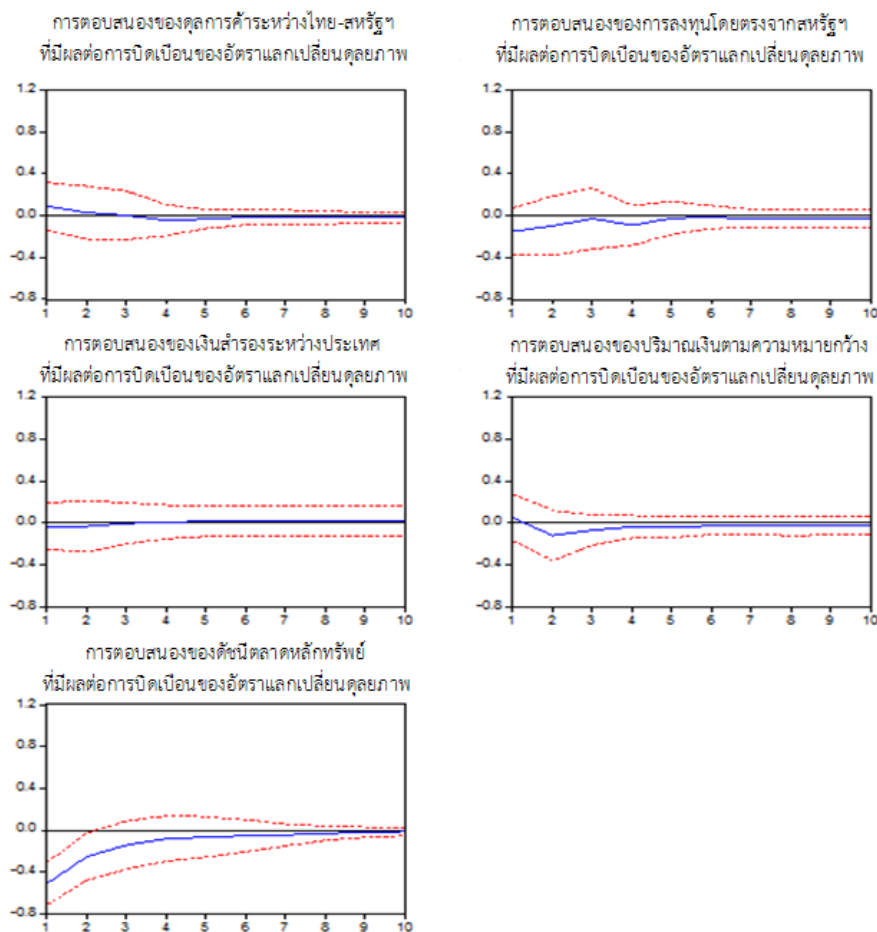
อัตราแลกเปลี่ยนค่าจริง (NEER) กับดัชนีอัตรา  
แลกเปลี่ยนดุลยภาพ (ENEER) ดังภาพ 3

## 3. การทดสอบผลการตอบสนองของปัจจัย ต่าง ๆ ต่อการบิตเป็นของอัตราแลกเปลี่ยน

จากการทดสอบการตอบสนองของปัจจัยต่างๆ ต่อการ  
บิตเป็นของอัตราแลกเปลี่ยน ปรากฏผลดังภาพ 4



ภาพ 3 ดัชนีอัตราแลกเปลี่ยนค่าจริง (NEER) , ดัชนีอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ (ENEER), และการบิตเป็นของ  
อัตราแลกเปลี่ยนจากดุลยภาพ (MR)



ภาพ 4 การตอบสนองของปัจจัยต่าง ๆ ต่อการบิตเป็นของอัตราแลกเปลี่ยน



**ตาราง 3** ผลการตอบสนองของปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลต่อการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ

| ช่วงเวลา | ค่าสถิติ t-test |         |         |         |          |
|----------|-----------------|---------|---------|---------|----------|
|          | TB              | FDI     | IR      | M2      | SI       |
| 1        | 0.8130          | -1.3384 | -0.2782 | 0.4604  | -5.0374* |
| 2        | 0.2251          | -0.6842 | -0.2589 | -0.9905 | -2.2415* |
| 3        | 0.0309          | -0.1932 | -0.0334 | -0.9577 | -1.2317  |
| 4        | -0.5763         | -0.9650 | 0.1291  | -0.6624 | -0.7575  |
| 5        | -0.6739         | -0.2899 | 0.2286  | -0.8317 | -0.6704  |
| 6        | -0.3035         | -0.2376 | 0.2571  | -0.6145 | -0.6992  |
| 7        | -0.4920         | -0.6355 | 0.2359  | -0.6244 | -0.8556  |
| 8        | -0.6307         | -0.5760 | 0.2185  | -0.6888 | -0.9333  |
| 9        | -0.6915         | -0.5011 | 0.2173  | -0.6240 | -0.7892  |
| 10       | -0.7419         | -0.4603 | 0.2169  | -0.5536 | -0.6181  |

หมายเหตุ: \*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95  
ที่มา: จากการประมวลผลโดยใช้โปรแกรมทางสถิติ

### สรุปและอภิปรายผล (Conclusion and Discussion)

จากการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวของอัตราแลกเปลี่ยน พบว่า ผลการทดสอบความสัมพันธ์ดุลยภาพในระยะยาวด้วยการทดสอบ Trace Test มีจำนวน Cointegration Vector 1 เวกเตอร์ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 99 เนื่องจากค่า Trace Test มีค่ามากกว่าค่าวิกฤตของ Osterwald - Lenum แสดงว่าแบบจำลองมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว ซึ่งจากการพิจารณาสมการอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพระยะยาว แสดงให้เห็นว่า ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงไทย-สหรัฐอเมริกา และอัตราส่วนหนี้ภายในประเทศของรัฐบาลต่อ GDP ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานของการวิจัย และไม่สอดคล้องตามทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคที่มีสมมติฐานว่า ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน และอัตราส่วนของราคาสินค้า nontraded ต่อราคาสินค้า traded มีความสัมพันธ์กับในทิศทางเดียวกันกับอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานของการวิจัย ส่วนอัตราสินทรัพย์ต่างประเทศต่อ GDP และอัตราการค่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ สอดคล้องกับสมมติฐานการวิจัยในทิศทางตรงข้าม โดยหากถ้าปัจจัยดังกล่าวมีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพเปลี่ยนแปลง ร้อยละ 0.73028

ร้อยละ 0.03799 และร้อยละ 1.02996 ตามลำดับ การเปลี่ยนแปลงของปัจจัยทั้ง 3 สามารถอธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ทั้งนี้ อัตราการค้ำมีอิทธิพลในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพมากที่สุด ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาวิจัยของ Kharroubi (2011, pp. 33-42) และ Yuen-Ling, et.al. (2008, pp. 130-137)

และจากการหาค่าอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ และการบิดเบือนจากดุลยภาพของอัตราแลกเปลี่ยน พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนของค่าจริง (NEER) และอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ (ENEER) ของค่าเงินบาทไทย-สหรัฐอเมริกา ค่อนข้างมีความผันผวน และค่าการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 0.1894 ซึ่งเป็นการบิดเบือนในทิศทางที่อ่อนค่าลงกว่าที่ควรจะเป็น และโดยเฉลี่ยตลอดช่วงระยะเวลาที่ศึกษาพบว่าอัตราแลกเปลี่ยนมีขนาดของการบิดเบือนเพียงเล็กน้อย โดยหากพิจารณาช่วงความเชื่อมั่นของการบิดเบือนที่ยอมรับได้ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 พบว่า ระดับความเชื่อมั่นของอัตราแลกเปลี่ยนที่บิดเบือนสูงสุด ( $MR_{Upper}$ ) = 0.4330 และระดับความเชื่อมั่นของอัตราแลกเปลี่ยนที่บิดเบือนต่ำสุด ( $MR_{Lower}$ ) = 0.0543 ทั้งนี้ปรากฏช่วงที่ขนาดการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนอยู่ในระดับสูงหรือต่ำกว่าที่ควรจะเป็น อาทิเช่น ในช่วงปี พ.ศ. 2542 มีการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยน



ในทิศทางที่แข็งแกร่งกว่าที่ควรจะเป็น อันเนื่องมาจากสาเหตุสภาวะเศรษฐกิจและฐานะทางการเงินของประเทศที่เริ่มฟื้นตัวจากวิกฤตการณ์ทางการเงิน ปี พ.ศ. 2540 ประเทศไทย ณ ขณะนั้นมีหนี้ต่างประเทศอยู่ในระดับสูง เงินทุนสำรองระหว่างประเทศอยู่ในระดับต่ำ และประกอบกับความเชื่อมั่นของนักลงทุนและประชาชนในการถือครองเงินบาทลดลง ค่าเงินบาทในช่วงหลัง ปี พ.ศ. 2540 จึงอ่อนค่าลงอย่างมาก ซึ่งเป็นเหตุให้การส่งออกของไทยเริ่มปรับตัวดีขึ้น ดุลการค้าระหว่างไทย-สหรัฐฯ เกินดุลอย่างต่อเนื่อง เงินทุนสำรองระหว่างประเทศ และปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจมีปริมาณมากขึ้น รวมทั้งความเชื่อมั่นของนักลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเชื่อมั่นมากขึ้น และส่งผลให้ค่าเงินบาทแข็งค่ามากกว่าที่ควรจะเป็น

และในช่วงปี พ.ศ. 2547 - 2548 เศรษฐกิจโลกมีอัตราขยายตัวอยู่ในระดับต่ำ อันเนื่องมาจากปัญหาเศรษฐกิจสหรัฐฯ เป็นสำคัญ โดยสหรัฐอเมริกาขาดดุลงบประมาณและดุลบัญชีเดินสะพัด ซึ่งส่งผลให้มีการปรับขึ้นของราคาน้ำมัน ค่าเงินสหรัฐอเมริกาอ่อนค่าลง อีกทั้งประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ย Fed Funds จำนวน 4 ครั้ง (ร้อยละ 1.25, 1.50, 1.75 และ 2.00 ตามลำดับ) และการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย Discount rate (ร้อยละ 2.25, 2.50, 2.75 และ 3.00 ตามลำดับ) อีกทั้งแนวโน้มการบริโภคและการลงทุนของภาคเอกชนที่เริ่มปรับตัวลดลง แม้ว่าเศรษฐกิจไทยยังอยู่ในภาวะขยายตัว แต่ประกอบกับภาวะเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวลง เศรษฐกิจไทยจึงขยายตัวได้ไม่มากนัก อีกทั้งอัตราดอกเบี้ยของประเทศที่อยู่ในระดับต่ำ รวมทั้งผลกระทบจากภัยพิบัติ (สึนามิ) เศรษฐกิจไทยจึงมีแนวโน้มที่จะชะลอตัวลง ค่าเงินบาทในช่วงนี้จึงค่อนข้างผันผวน และมีการบิดเบือนในทิศทางที่อ่อนค่ามากกว่าที่ควรจะเป็น

ในปี พ.ศ. 2549 - 2551 อัตราแลกเปลี่ยนมีขนาดการบิดเบือนที่อยู่ในระดับสูงเช่นกัน ซึ่งอัตราแลกเปลี่ยนมีทิศทางที่แข็งแกร่งกว่าที่ควรจะเป็น อันเนื่องมาจากการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินของสหรัฐอเมริกาที่เกิดขึ้นจากปัญหา Subprime การเกิดหนี้เสียในระบบเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกา เป็นจำนวนมาก ปัญหาการว่างงานในระดับสูง ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549 และส่งผลให้ความเชื่อมั่นในการถือครองเงินดอลลาร์สรอ. ลดลง ทั้งนี้จากวิกฤตการณ์ดังกล่าวส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกเป็นอย่างมาก เพราะเงิน

ดอลลาร์ สรอ. เป็นเงินสกุลหลักที่สำคัญรวมทั้งสหรัฐอเมริกา เป็นคู่ค้าที่มีความสำคัญต่อการค้าระหว่างประเทศของไทยจะไม่มากนัก แต่ก็ได้อยู่ในระดับที่ขาดดุล รวมทั้งมีเงินทุนส่วนอื่นไหลเข้าประเทศมากขึ้น เนื่องจากการถือครองเงินดอลลาร์สรอ. ขาดความน่าเชื่อถือ เงินสกุลอื่นๆ จึงมีความน่าสนใจหรือมีความเชื่อมั่นในการถือครองมากขึ้น ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงออกนโยบายการสำรองเงินนำเข้าระยะสั้นเพื่อรักษาเสถียรภาพของค่าเงินบาท โดยกำหนดให้ธุรกรรมรับซื้อหรือแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกันเงินสำรองเป็นเงินตราต่างประเทศไว้ร้อยละ 30 และส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนมีทิศทางเปลี่ยนแปลงที่แข็งแกร่งขึ้นกว่าเดิมรวมทั้งการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนที่แสดงถึงแนวโน้มที่แข็งแกร่งกว่าที่ควรจะเป็นด้วย จนกระทั่งได้ยกเลิกมาตรการดังกล่าวในปี พ.ศ. 2551

นอกจากนี้ในช่วงปี พ.ศ. 2554 พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนของไทยมีขนาดการบิดเบือนอยู่ในระดับสูง โดยมีทิศทางบิดเบือนที่แข็งแกร่งกว่าที่ควรจะเป็น ทั้งนี้อาจมาจากเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกา ที่เริ่มฟื้นตัวจากวิกฤตการณ์ทางการเงิน รวมทั้งภาวะเศรษฐกิจในประเทศไทย เริ่มขยายตัว อุปสงค์ในประเทศมีแนวโน้มขยายตัว ประกอบกับนโยบายการกระตุ้นการบริโภคของภาครัฐบาลผ่านมาตรการต่างๆ อาทิ มาตรการคืนภาษีรถยนต์คันแรก โครงการจำนำข้าว มาตรการบ้านหลังแรก การขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ การขึ้นเงินเดือนขั้นต่ำ การเร่งรัดการเบิกจ่ายงบประมาณของรัฐบาล เป็นต้น ปัจจัยที่กล่าวมาเหล่านี้ล้วนเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลให้เศรษฐกิจของประเทศขยายตัว อีกทั้งแรงกดดันด้านอัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับต่ำ จึงส่งผลให้ในช่วงนี้ค่าเงินบาทของไทยจึงมีแนวโน้มแข็งแกร่งกว่าที่ควรจะเป็น

ทั้งนี้จากการทดสอบผลการตอบสนองของปัจจัยต่างๆ ต่อการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนด้วยการทดสอบค่า Impulse Response Function พบว่า ผลกระทบจากการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลต่อดัชนีหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ 1-2 เท่ากับ -5.0374 และ -2.2415 ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 หรืออาจกล่าวได้ว่าการบิดเบือนจากคุณภาพของอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลกระทบต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม ส่วนปัจจัยอื่นๆ อาทิ ดุลการค้าไทย-สหรัฐฯ การลงทุนโดยตรงจาก



ต่างประเทศ(สหรัฐฯ) เงินทุนสำรองระหว่างประเทศ และปริมาณเงินตามความหมายกว้าง ไม่ได้ได้รับผลกระทบจากการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยน ทั้งนี้อาจเพราะการตอบสนองของดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีผลในระยะสั้นเพียง 2 ไตรมาส เนื่องจากตัวแปรการบิดเบือนจากดุลยภาพของอัตราแลกเปลี่ยน เป็นตัวแปรที่มาจากกรคำนวณจากส่วนต่างของ อัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ ซึ่งลักษณะของตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยนนั้นมักจะเป็นตัวแปรที่ส่งผลกระทบในระยะสั้น และประกอบกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์เป็นตัวแปรที่ค่อนข้างอ่อนไหว และผันผวนง่าย นอกจากนี้ผลการตอบสนองของปัจจัยต่างๆ ต่อการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนยังสะท้อนถึงประสิทธิภาพในการบริหารจัดการระบบอัตราแลกเปลี่ยนในปัจจุบันที่ค่อนข้างมีประสิทธิภาพอยู่ในระดับหนึ่ง สามารถรักษาเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจที่อาจได้รับผลกระทบจากการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนได้ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Lim (2000) ในการวิเคราะห์กลไกการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนในระบบลอยตัวแบบจัดการ และแสดงให้เห็นถึงกลไกตลาดที่คงที่ ในขณะที่เกิดการคาดการณ์การเสื่อมค่าของค่าเงินบาท

### ข้อเสนอแนะการวิจัย (Research Suggestions)

1. ขนาดของการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยน แสดงให้เห็นถึงแนวโน้ม และขนาดของอัตราแลกเปลี่ยนที่บิดเบือน ซึ่งจะเป็นประโยชน์ในการวางทิศทางและนโยบายของรัฐบาลเพื่อเข้าไปแทรกแซงอัตราแลกเปลี่ยนที่บิดเบือนไม่ให้เกิดผลกระทบมากเกินไป ซึ่งทั้งนี้หากพบว่าอัตราแลกเปลี่ยนอยู่ในระดับที่ไม่เหมาะสมก็อาจดำเนินนโยบาย ซึ่งอาจแทรกแซงได้ใน 2 ทิศทาง คือ การแทรกแซงเพื่อไม่ให้ค่าเงินบาทแข็งค่าเกินไป และการแทรกแซงเพื่อไม่ให้ค่าเงินบาทอ่อนค่ามากเกินไป โดยใช้มาตรการเพื่อรักษาเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยน อาทิ การลด/เพิ่มอัตราดอกเบี้ย การจัดการหนี้ต่างประเทศภาครัฐ การออกพันธบัตร การออกกฎ/มาตรการของธนาคารแห่งประเทศไทย เพื่อลดการเคลื่อนย้ายเงินทุน เป็นต้น ซึ่งทั้งนี้จากผลการวิจัยพบว่าปัจจัยที่ส่งผลต่อการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพมากที่สุด คือ อัตราการค่าอัตราส่วนของราคาสินค้า nontraded ต่อราคาสินค้า

traded และอัตราสินทรัพย์ต่างประเทศต่อ GDP ตามลำดับ ซึ่งสะท้อนว่าควรกำหนดมาตรการลดขนาดการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนโดย

การเพิ่มประสิทธิภาพด้านการผลิต รวมทั้งการใช้มาตรการรักษาระดับอัตราสินทรัพย์ต่างประเทศในระดับทุนสำรองระหว่างประเทศไม่ให้เกิดการเปลี่ยนแปลงมากจนเกินไป เพื่อช่วยลดขนาดของการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยน และเป็นมาตรการที่ช่วยให้ระดับอัตราแลกเปลี่ยนปรับเข้าสู่ดุลยภาพได้มากขึ้น

2. ผลกระทบจากการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยน ทำให้ทราบถึงประสิทธิภาพในการกำกับดูแล และควบคุมไม่ให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการบิดเบือนมากเกินไป รวมทั้งทราบปัจจัยที่ได้รับผลกระทบจากการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนด้วย อาทิ ผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนที่ส่งผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้เพื่อที่จะได้มีมาตรการป้องกันผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้นด้วย ซึ่งลักษณะโดยทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์ที่ค่อนข้างมีข้อมูลข่าวสารที่สมบูรณ์ และนักลงทุนส่วนใหญ่รับทราบข้อมูลข่าวสารนั้น จึงจำเป็นที่จะต้องมีความมาตรการสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนมากขึ้น

ทั้งนี้ ผลกระทบจากการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยน ก็แสดงให้เห็นได้ในส่วนหนึ่งว่าการดำเนินนโยบายแบบการลดค่าของเงิน หรือการเพิ่มค่าเงินก็อาจไม่ใช่วิธีการที่ดีนักในการเพิ่มเสถียรภาพให้ระบบเศรษฐกิจ จึงควรกำหนดมาตรการอื่นๆ เพื่อพัฒนาและรักษาเสถียรภาพให้กับเศรษฐกิจไทย อาทิ เช่น การส่งเสริมการลงทุนในประเทศของธุรกิจขนาดเล็ก และขนาดย่อมเพื่อเน้นการพัฒนาเศรษฐกิจฐานรากให้ประชาชนและชุมชนมีศักยภาพในการแข่งขันทางการค้า/การลงทุน และสามารถต่อยอดทางธุรกิจได้อย่างเหมาะสม หรืออาจจะรักษาเสถียรภาพด้านราคาเพื่อเป็นมาตรการในการควบคุมอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม เป็นต้น

3. จากทั้งผลของการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนและผลกระทบของการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยน พบว่าปัจจัยที่มีความสำคัญในการกำหนดให้อัตราแลกเปลี่ยนแข็งค่า หรืออ่อนค่าลงส่วนหนึ่งอาจเป็นผลมาจากประสิทธิภาพด้านการผลิต ซึ่งจำเป็นที่จะต้องมีการพัฒนาทุนมนุษย์ ให้มีความสามารถด้านการผลิตเพิ่มมากขึ้นเมื่อเทียบกับ



ประสิทธิภาพของแรงงานประเทศเพื่อนบ้าน ถึงแม้ว่าต้นทุนด้านการผลิตในประเทศอาจจะสูงกว่า แต่หากได้เปรียบด้านคุณภาพของแรงงานแล้วก็อาจเป็นปัจจัยหนึ่งที่จะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจของประเทศเข้มแข็งมากขึ้น นอกจากนี้ยังรวมไปถึงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศให้ครอบคลุมมากขึ้น

### ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป

(Suggestions for future research)

1. ผู้วิจัยอาจใช้แนวความคิด หรือทฤษฎีอื่น ๆ ในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ เพื่อศึกษาผลของอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพจากแบบจำลองว่า

ให้ผลที่สอดคล้องกับแนวคิดที่ใช้ในงานวิจัยนี้หรือไม่ และแตกต่างกันอย่างไร

2. ศึกษาการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ และการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยน เทียบเคียงกับประเทศอื่นๆ เพื่อเปรียบเทียบความเหมาะสมของแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา และขนาดของการบิดเบือนที่เกิดขึ้น

3. ศึกษาผลกระทบของการบิดเบือนของอัตราแลกเปลี่ยนในภาคส่วนอื่นๆ ที่อาจได้รับผลกระทบที่เกิดขึ้น อาทิ ความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ การขยายตัวของภาคอุตสาหกรรม อัตราการว่างงาน รายได้ประชาชาติ เป็นต้น

### บรรณานุกรม (Bibliography)

- Clark, P. B. and Macdonald R. (May 1998). Exchange rates and economic fundamentals – A methodological comparison of BEERs and FEERs. **IMF Working Paper**. Retrieved July 9, 2014, from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9867.pdf>.
- Grytelberg, J., M. Lretan and T. Subbanij. (September 2012). Exchange rate fluctuations and international portfolio rebalancing in Thailand. **IMF Working Paper**. Retrieved July 15, 2014, from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12214.pdf>.
- Lim, Guay-Cheng. (March 2000). Misalignment and managed exchange rates: An application to the Thai baht. **IMF Working Paper**. Retrieved August 5, 2014, from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0063.pdf>.
- Johansen, S. and Juselius, K. (1990). Maximum likelihood estimation and inference on cointegration with applications to the demand for money. **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, 52(2), 169-210.
- Khan, M.T. (2013). Exchange rate as a determinant of fluctuation in foreign exchange reserves: Evidence from economy of Pakistan. **Journal of the SAVAP International**, 4(2), 459-471
- Kharroubi, E. (September 2011). **The trade balance and the real exchange rate**. **Bis Quarterly Review**. Retrieved June 10, 2014, from [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1109e.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1109e.pdf).
- Levin, J. H. (1997). Money supply growth and exchange rate dynamic. **Journal of Economic Integration**, 12(3), 344-358.
- Mungmanee, M. (2009). **Cointegration and causality between Thai stock market and macroeconomic variables**. Master Thesis, M. Econ., Khon Kaen University, Khon Kaen.
- Nagayasu, J. (March 2000). Currency crisis and contagion: Evidence from exchange rates and sectoral stock indices of the Philippines and Thailand. **IMF Working Paper**. Retrieved August 16, 2014, from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0039.pdf>.
- Ogunleye, E. K. (2009). **Exchange rate volatility and foreign direct investment in Sub-Saharan Africa: Evidence from Nigeria and South Africa**. Retrieved July 5, 2014, from <http://www.csae.ox.ac.uk/conferences/2009-edia/papers/196-ogunleye.pdf>,



- Osterwald-Lenum, M. (1990). **Recalculated and extended tables of the asymptotic distribution of some important maximum likelihood cointegration test statistics.** Mimeo, Institute of Economics: University of Copenhagen.
- Ozbay, E. (2009). **Relationship between stock returns and macroeconomic factors: Evidence for Turkey.** Retrieved July 9, 2014, from <http://www.cmb.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=61&fn=61>
- Stucka, T. (April 2004). The effects of exchange rate change on the trade balance in Croatia. **IMF Working Paper.** Retrieved August 16, 2014, from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0465.pdf>
- Udomkerdmongkol, M., Gorg, H. and Morrissey, O. (2006). **Foreign direct investment and exchange rates: A case study of U.S. FDI in emerging market countries.** Retrieved September 20, 2014, from <http://www.nottingham.ac.uk/economics/documents/discussion-papers/06-05.pdf>.
- Villavicencio, A. L., Mazier, J. and Saadaoui, J. (2012). Temporal detention and equilibrium exchange rate: A FEER/BEER comparison. **Emerging Markets Review**, 13(1), 58-77.
- Wu, C. H. and Lin, J. L. (1994). **Money, output, exchange rate, and price: The case of Taiwan.** Retrieved July 9, 2014, from <http://www.nber.org/chapters/c8532>
- Yaanan, P. (2008). **An analysis of relationship between exchange rate and international reserve of Thailand.** Master Thesis, M. Econ., Chiang Mai University, Chiang Mai.
- Yasir, M., Shehzad, F., Ahmed, K., Sehrish, S. and Saleem, F. (2012). Relationship among exchange rate, FDI and foreign exchange reserves: An empirical investigation in case of Pakistan. **Journal of Contemporary Research in Business**, 4(5), 225-232
- Yuen-Ling, N. et al. (2008). Real exchange rate and trade balance relationship: An empirical study on Malaysia. **International Journal of Business and Management**, 3(8), 130-137
- Yu, F. and Lili, L. (2011). **Does a correlation exist between the foreign exchange reserves and the exchange rate?** Retrieved August 8, 2014, from <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:490821/FULLTEXT02>.