

บทที่ 2

แนวคิดทางทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดทางทฤษฎีที่ใช้เป็นพื้นฐานในการศึกษาครั้งนี้และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบของการประกาศข่าวทางเศรษฐกิจต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน ดังนั้น เนื้อหาในบทนี้จึงจำแนกเป็น 3 ส่วน ดังนี้ คือ ส่วนแรก เป็นการนำเสนอแนวคิดทางทฤษฎีที่ใช้ในงานวิจัย ซึ่งจะกล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยน กับปัจจัยทางเศรษฐกิจต่าง ๆ ส่วนที่สองเป็นการรวบรวมงานศึกษาที่สำคัญในอดีตในต่างประเทศ และส่วนสุดท้าย จะกล่าวถึงงานศึกษาเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยนในประเทศไทย

แนวคิดและทฤษฎี

อัตราแลกเปลี่ยน (E) หมายถึง ราคาเปรียบเทียบของเงินตรา 2 สกุล เป็นจำนวนเงินหน่วยของเงินตราในประเทศ ที่สามารถนำไปแลกเปลี่ยนเป็นเงินตราต่างประเทศ 1 หน่วย เช่น เงินดอลลาร์สหรัฐ ๑ มีค่าเท่ากับ 40 บาท ต่อ 1 ดอลลาร์ ในกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยน E ลดลง หมายถึง ภาวะที่ค่าเงินบาทเพิ่มสูงขึ้น (Appreciates) ส่วนในกรณีที่ E เพิ่มขึ้น หมายถึงภาวะที่ค่าเงินบาทลดต่ำลง (Depreciates) ความสำคัญของอัตราแลกเปลี่ยนคือการเป็นสื่อกลางในการเปรียบเทียบระหว่างราคาสินค้าภายในประเทศกับราคาสินค้าจากต่างประเทศ

อัตราแลกเปลี่ยนเป็นตัวแปรทางเศรษฐกิจ ที่มีความสำคัญต่อสถานะทางการเงินระหว่างประเทศ ซึ่งสามารถเชื่อมโยงกับสภาวะเศรษฐกิจ และการเจริญเติบโตของประเทศ เนื่องจากอัตราแลกเปลี่ยนมีผลต่อการลงทุน การค้า การบัญชีเงินสะสม ระดับราคาสินค้า-บริการ ภาวะหนี้สินต่างประเทศ ซึ่งถ้าอัตราแลกเปลี่ยนผันผวน จะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ ในแต่ละประเทศ มักมีกฎหมายข้อบังคับและนโยบายเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยนที่แตกต่างกันและคล้ายคลึงกัน กฎเกณฑ์หรือนโยบายเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยนที่แตกต่างกันอาจส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจเศรษฐกิจมหภาคแตกต่างกันไปอย่างมาก ดังนั้นระบบอัตราแลกเปลี่ยนจึงเป็นเงื่อนไขที่สำคัญ สำหรับการวิเคราะห์ในระบบเศรษฐกิจแบบเปิดในปัจจุบัน โดยทั่วไปอาจจำแนกได้เป็น 3 ระบบใหญ่ๆ คือ

1. ระบบที่ผูกค่ากับเงินสกุลอื่น ซึ่งอาจเป็นการผูกค่ากับเงินสกุลเดียว เช่น ฮองกง ดอลลาร์กับดอลลาร์ สหรัฐอเมริกา หรืออาจผูกค่ากับกลุ่มสกุลที่เรียกว่าระบบตะกร้า เช่น ระบบอัตราแลกเปลี่ยนของไทยในอดีต ซึ่งไม่ได้ขึ้นลงตามอุปสงค์ อุปทานในตลาดอย่างเสรี การกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างสกุลเงินบาท กับสกุลเงินตราต่างประเทศ ทำได้โดยการจัดตั้งทุนสำรองเงินตราต่างประเทศจำนวนหนึ่ง ซึ่งต้องมีมากพอควร เรียกตามภาษาราชการว่า กองทุนรักษาระดับ

อัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Equalization Fund) มีคณะกรรมการวางแผนนโยบาย คือ เมื่อเกิดการขาดแคลนเงินตราต่างประเทศ กองทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนจะนำเงินตราต่างประเทศออกขายในตลาด หรือเมื่อมีเงินตราต่างประเทศมากเกินไป กองทุนฯ จะซื้อเงินตราต่างประเทศมาเก็บไว้ มาตรการเช่นนี้ ทำให้ระดับอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศค่อนข้างคงที่ หรือเปลี่ยนแปลงเพียงเล็กน้อย ความสามารถในการกำหนดให้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่ จะทำได้ถ้ากองทุนฯ มีเงินตราต่างประเทศสำรองเป็นจำนวนมากพอ ถ้ามีอุปสงค์มากกว่าอุปทาน จนทำให้เงินกองทุนฯหมด อัตราแลกเปลี่ยนที่กำหนดก็จะไม่มีผล ก็จะเกิดตลาดมืดค่าเงินเดือนขึ้น ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนทางการและตลาดมืด ห่างกันมากเพียงใด ตลาดมืดก็จะยิ่งคึกคัก ในที่สุดระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบนี้ก็จะสลายตัวในที่สุด ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบนี้ ระดับอัตราแลกเปลี่ยนไม่สามารถปรับตัวขึ้นลงตามอุปสงค์อุปทาน ได้ตามกลไกของตลาดทั่วไป แต่ใช้เงินทุนสำรองระหว่างประเทศ (Foreign Reserve) เป็นตัวปรับ ถ้ามีการขาดดุลการชำระเงินต่อเนื่องทุกๆปี ย่อมทำให้ ทุนสำรองของชาติลดน้อยลง และหมดลงได้ ผลก็คือ ความเชื่อถือในสกุลเงินชนิดนั้นหมดไปด้วย จนเกิดความวุ่นวายในการค้าการลงทุนระหว่างประเทศ รัฐบาลแต่ละประเทศพยายามที่จะรักษาเงินทุนสำรองระหว่างประเทศให้อยู่ในระดับที่มากพอควร ส่วนมากใช้มาตรฐานสัดส่วนคิดเป็นร้อยละของมูลค่าสินค้าและบริการนำเข้าของประเทศเป็นเกณฑ์ เช่น ระดับเงินทุนสำรองควรมีไม่ต่ำกว่า 5 เท่าของมูลค่าการนำเข้าเฉลี่ยของประเทศ เป็นต้น

2. ระบบที่มีความยืดหยุ่นจำกัด ระบบนี้คล้ายกับระบบ peg แต่อัตราแลกเปลี่ยนอาจเคลื่อนไหวได้ในช่วงกว้างกว่า ตัวอย่างของระบบนี้ได้แก่ประเทศที่อยู่ในยุโรปที่เข้าร่วมในระบบ Exchange Rate Mechanism (ERM) เป็นต้น

3. ระบบที่มีความยืดหยุ่นสูง เป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ขึ้นอยู่กับอุปสงค์และอุปทานของเงินตราต่างประเทศ ซึ่งค่าของเงินจะมีความผันผวนมากกว่า 2 ระบบแรก ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่นสูงนี้ สามารถแบ่งเป็น 2 ระบบ คือ

3.1 ระบบลอยตัวภายใต้การจัดการ (Managed หรือ Dirty Float) ซึ่งเป็นระบบที่ประเทศส่วนมาก รวมทั้งประเทศไทยในปัจจุบัน ใช้อยู่

3.2 ระบบลอยตัวเสรี (Independent หรือ Free Float) เป็นระบบที่ค่าเงินลอยตัวตามกลไกตลาดมากที่สุด ธนาคารกลางอาจเข้าแทรกแซงในตลาดบ้าง เพื่อชี้นำทิศทาง แต่มิใช่เพื่อสวนทางกับการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนในตลาด

อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างสกุลเงิน เป็นเสมือนราคาของสินค้า อุปสงค์ต่อเงินตราต่างประเทศมาจาก ความต้องการสั่งซื้อสินค้า บริการ หรือส่งเงินทุนออกนอกประเทศ ส่วนอุปทานของเงินตราต่างประเทศ มาจากการขายสินค้า บริการ หรือรับเงินทุนมาจากต่างประเทศ กลไกการทำงานของอุปสงค์ อุปทานในตลาดเงินตราต่างประเทศ จะก่อให้เกิดอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ ซึ่งเป็นจุดที่ปริมาณอุปสงค์ เท่ากับปริมาณอุปทานพอดี

เมื่อพิจารณาปัจจัยที่กำหนดอัตราแลกเปลี่ยนสามารถแบ่งพิจารณาได้เป็น 2 แบบ คือระยะสั้นและระยะยาว โดยในระยะสั้นอัตราแลกเปลี่ยนถูกกำหนดโดยทฤษฎีความเสมอภาคของอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Parity) ซึ่งกล่าวว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในประเทศจะเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากต่างประเทศลบกับการคาดการณ์การแข็งค่าของสกุลเงินในต่างประเทศ

$$i^D = i^F - \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t}$$

จากสมการข้างต้นสามารถอธิบายได้ว่า ถ้าอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ นั่นหมายความว่า ค่าเงินต่างประเทศจะถูกคาดการณ์ว่าจะแข็งค่าขึ้น ซึ่งจะชดเชยกับอัตราผลตอบแทนที่ต่ำ อย่างไรก็ตาม ปัจจัยที่กำหนดอัตราแลกเปลี่ยนในระยะสั้นนี้ มักจะถูกนำมาใช้เพื่อตอบสนองต่อนโยบายทางการเงิน ดังนั้น จึงถือได้ว่าปัจจัยระยะสั้นเป็นปัจจัยที่ค่อนข้างอ่อนไหวมาก

แต่ในระยะยาวนักเศรษฐศาสตร์เชื่อว่า อัตราแลกเปลี่ยนจะถูกกำหนดโดยราคาเปรียบเทียบของสินค้าของแต่ละประเทศซึ่งเรียกว่าทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจการซื้อ (Theory of Purchasing Power Parity – PPP) ซึ่งเป็นทฤษฎีของการแลกเปลี่ยน ภายใต้ทฤษฎีดังกล่าว อัตราแลกเปลี่ยนของประเทศจะมีแนวโน้มที่ก่อให้เกิดดุลยภาพระหว่างต้นทุนของการซื้อสินค้าภายในประเทศด้วยต้นทุนของการซื้อสินค้าในต่างประเทศ และจาก ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจการซื้อ (Theory of Purchasing Power Parity) อัตราแลกเปลี่ยนของเงิน 2 สกุล จะสะท้อนถึงการเปลี่ยนแปลงระดับราคาของสินค้า ใน 2 ประเทศนั้น อัตราแลกเปลี่ยนที่สมดุล เท่ากับ P_f/P_d ¹

อีกทฤษฎีหนึ่งคือ กฎของราคาเดียว (Law of One Price) ซึ่งเน้นว่า ถ้าสินค้าชนิดหนึ่ง ที่มีลักษณะเหมือนกันทุกประการ ไม่ว่าจะผลิตที่ประเทศใดก็ตามต้องมีราคาเท่ากัน (โดยมีสมมติฐานว่า ค่าขนส่งต่ำมาก และไม่มีพิกัดทางภาษี หรืออุปสรรคทางการค้าใดๆ) ทฤษฎีของความเสมอภาคในอำนาจการซื้อสามารถแสดงให้เห็นได้ดังนี้ สมมติว่าสินค้าชนิดหนึ่งมีต้นทุน 1000 ดอลลาร์ในประเทศสหรัฐฯ และ 10000 บาทในประเทศไทย โดยอัตราแลกเปลี่ยนเป็น 40 บาทต่อ 1 ดอลลาร์ เพราะฉะนั้นต้นทุนของสินค้าเหล่านี้ เมื่อเทียบเป็นเงินจะมีต้นทุนเท่ากับ 250 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในประเทศไทย ดังนั้น จากราคาโดยเปรียบเทียบและการค้าเสรีระหว่างประเทศ เราจะคาดหวังว่า ผู้ผลิตในสหรัฐฯจะข้ามพรมแดนเพื่อจะซื้อสินค้าที่มีราคาถูกในประเทศไทย ส่งผลให้สินค้าในประเทศไทยมีราคาแพงขึ้น ในขณะที่เดียวกัน อุปสงค์สำหรับเงินบาทก็จะเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นสาเหตุทำให้อัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทมีค่าแข็งขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ทำให้มีความต้องการเงิน

¹ P_d แทน ระดับราคาสินค้าภายในประเทศ P_f แทน ระดับราคาสินค้าในต่างประเทศ

ดอลลาร์สหรัฐเพิ่มมากขึ้นเพื่อจะซื้อสินค้าจำนวนเท่าเดิมในประเทศไทย ผลก็คือ ราคาของสินค้าในประเทศไทยในรูปแบบของเงินดอลลาร์ก็จะมีค่าเพิ่มขึ้น ถึงแม้ว่าราคาสินค้าในประเทศไทยจะไม่เปลี่ยนแปลง กระบวนการดังกล่าวยุติลงโดยใช้กฎของราคาเดวิดคือ ถ้าราคาสินค้าไม่เปลี่ยนแปลงในสองประเทศ อัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ จะทำให้ราคาสินค้าของทั้งสองประเทศเท่ากัน ดังนั้นจะเห็นได้ว่า ค่าของเงินจะทำให้อำนาจการซื้อของสินค้าของสองประเทศเท่ากัน

ปัจจัยที่กำหนดอัตราแลกเปลี่ยนในระยะยาวต่อมา คือ มูลค่าสินค้านำเข้า – ส่งออกสุทธิ หากมูลค่าความต้องการนำเข้ามีค่าเพิ่มขึ้น จะเป็นผลให้อัตราแลกเปลี่ยนอ่อนค่าลงในระยะยาว ในทางตรงข้าม หากมูลค่าการส่งออกเพิ่มขึ้น จะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนแข็งค่าขึ้น

สำหรับปัจจัยที่กำหนดอัตราแลกเปลี่ยนในระยะยาวอีกปัจจัยหนึ่ง คือ กำแพงภาษี และโควตาในการส่งออก หากประเทศไทยกำหนดโควตานำเข้าหรือตั้งกำแพงภาษีสินค้าชนิดหนึ่งจากประเทศสหรัฐอเมริกา การกีดกันดังกล่าวจะทำให้อุปสงค์ต่อสินค้าชนิดนี้ ที่ผลิตในประเทศไทยเพิ่มสูงขึ้น และเป็นผลให้ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้น เนื่องจากสินค้าที่ผลิตในประเทศไทยยังคงขายได้ แม้ว่าสินค้าของประเทศไทยมีราคาสูงขึ้นก็ตาม ในทางตรงข้าม หากประเทศสหรัฐอเมริกาคำหนดโควตานำเข้าหรือตั้งกำแพงภาษีสินค้าชนิดหนึ่งจากประเทศไทย การกีดกันดังกล่าวจะทำให้ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้น

ปัจจัยสุดท้าย คือ ประสิทธิภาพในการผลิต (Productivity) หากประเทศสหรัฐอเมริกามีประสิทธิภาพในการผลิตสูงกว่าประเทศไทย ต้นทุนในการผลิตของสหรัฐอเมริกาคงต่ำกว่าต้นทุนของไทย และจะส่งผลให้ราคาสินค้าในประเทศสหรัฐอเมริกาคงต่ำกว่าราคาสินค้าในประเทศไทยโดยเปรียบเทียบ ในที่สุดแล้ว ความต้องการสินค้าที่ผลิตในประเทศสหรัฐอเมริกาคงจะสูงขึ้น และส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้น ในทำนองเดียวกัน หากประเทศไทยมีประสิทธิภาพในการผลิตสูงกว่าประเทศสหรัฐอเมริกา ต้นทุนในการผลิตของประเทศไทยคงต่ำกว่าต้นทุนของสหรัฐอเมริกา และจะส่งผลให้ราคาสินค้าในประเทศไทยคงต่ำกว่าราคาสินค้าในประเทศสหรัฐอเมริกาโดยเปรียบเทียบ ในที่สุดแล้ว ความต้องการสินค้าที่ผลิตในประเทศไทยจะสูงขึ้น และส่งผลให้ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นเช่นกัน

ตารางที่ 2.1 สรุปปัจจัยที่มีผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนในระยะยาว²

ปัจจัย	การเปลี่ยนแปลง ปัจจัย	ผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน บาทต่อ ดอลลาร์สหรัฐฯ
1.ระดับราคาสินค้าในประเทศ	เพิ่มขึ้น	อ่อนตัว
2.มูลค่าสินค้านำเข้า	เพิ่มขึ้น	อ่อนตัว
3.มูลค่าสินค้านำส่งออก	เพิ่มขึ้น	แข็งตัว
4.กำแพงภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) สำหรับสินค้าที่ นำเข้ามาขายในประเทศ เช่น กำหนดภาษีรถยนต์นำเข้าบาง ชนิดในอัตราที่สูง และ โควตา ในการนำเข้าสินค้าที่ได้รับ จากประเทศผู้ส่งสินค้า เป็น สินค้านำส่งออกเพื่อไปขาย ต่างประเทศ (Quotas) เช่น EU กำหนดโควตาในการนำเข้า มันสำปะหลัง ให้ประเทศไทย ประเทศไทยจึงสามารถส่งมัน สำปะหลังเป็นสินค้านำส่งออก ตามโควตาที่ได้รับ	เพิ่มขึ้น	แข็งตัว
5. ประสิทธิภาพในการผลิต	เพิ่มขึ้น	แข็งตัว

Rational Expectations ของนักเศรษฐศาสตร์สำนักนิวคลาสสิก³ ซึ่งมีสมมติฐานดังนี้ สำนักเศรษฐกิจต่างๆมีศักยภาพในการคาดการณ์เหตุการณ์ต่างๆในอนาคตในเกณฑ์ที่สูง โดยอาศัยข้อมูลสารสนเทศทั้งหมดที่มีอยู่ รวมทั้งพฤติกรรมของระบบเศรษฐกิจและปัจจัยต่างๆ และ การคาดการณ์มีเหตุผลในเชิงเศรษฐศาสตร์ โดยที่ความคลาดเคลื่อนที่เป็นระบบไม่เกิดขึ้น และจาก Perfect Foresight ความคลาดเคลื่อนที่ไม่เป็นระบบเท่ากับศูนย์ ทำให้ข้อมูลทางเศรษฐกิจที่คาดการณ์โดย

² Mishkin, Frederic s. (2001) The Economics of Money, Banking and Financial Markets 6th: 157-172

³ John F. Muth (1961). Rational Expectation and The Theory of Price Movements. Econometrica 29: 316

สำนักเศรษฐกิจต่างๆ โดยเฉลี่ยแล้วถูกต้องตรงกับข้อมูลเศรษฐกิจจริงที่ประกาศอย่างเป็นทางการ ดังนี้

โดยกำหนดให้

$E[X_{t+1}|I_t]$ แทน การคาดการณ์อย่างมีเงื่อนไขของการเกิดเหตุการณ์ X ณ เวลา $t+1$ โดยใช้ข้อมูลสารสนเทศทั้งหมด ณ เวลา t

I_t แทน ข้อมูลสารสนเทศทั้งหมด ณ เวลา t

$p(I)$ แทน ความน่าจะเป็นที่จะเกิดเหตุการณ์ I

$I_t = E(I)$

$= \sum_{i=1}^n p(I_i) * I_i$; i แทน สำนักเศรษฐกิจต่างๆ

$E[X_{t+1}|I_t] = X_{t+1}$

จากเหตุผลดังกล่าว ทำให้สำนักเศรษฐกิจต่างๆ สามารถคาดการณ์ข้อมูลทางเศรษฐกิจต่างๆ ได้ ในที่นี้หมายถึงข่าวทางเศรษฐกิจของประเทศไทย 7 ข่าว และประเทศสหรัฐอเมริกา 7 ข่าว ก่อนถึงวันประกาศข่าวอย่างเป็นทางการ ได้ถูกต้อง แม่นยำ ไม่ผิดพลาด ตรงกับข้อมูลทางเศรษฐกิจจริง แต่ข้อมูลนี้แตกต่างจากการคาดคะเนล่วงหน้า ทำให้เกิดความคลาดเคลื่อนจากการคาดการณ์ข่าวที่ (Forecasting Error) เมื่อตลาดอัตราแลกเปลี่ยนรับทราบข้อมูลการคาดการณ์ของสำนักเศรษฐกิจ ซึ่งเปรียบเสมือน Shock และส่งผลกระทบต่อ การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนรายวัน เพื่อปรับตัวตอบสนองต่อข้อมูลทางเศรษฐกิจที่คาดการณ์โดยสำนักเศรษฐกิจต่างๆ โดยความสัมพันธ์ดังกล่าวมีลักษณะเป็นความสัมพันธ์แบบชี้หน้า

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

นักเศรษฐศาสตร์ หรือนักการเงินระหว่างประเทศ พยายามศึกษาว่าปัจจัยใดเป็นตัวกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน หรือปัจจัยใดที่ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนเกิดการเปลี่ยนแปลง โดยภายหลังการยกเลิก Bretton Woods System ประเทศที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่นสูง ประสบกับปัญหาอัตราแลกเปลี่ยนมีความผันผวน มีการแกว่งตัวขึ้นลง ตามอุปสงค์และอุปทานของตลาดอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ งานศึกษาสามารถแบ่งได้เป็น 2 กลุ่มใหญ่ๆ⁴ กลุ่มที่ 1 Economic Fundamentals อธิบายปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนด้วยปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ กลุ่มที่ 2 Economic News อธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนด้วย Forecasting Error ของข่าวทางเศรษฐกิจ

⁴ Hopper, Gregory P. ศึกษานเกี่ยวกับ อัตราแลกเปลี่ยนที่ผ่านมานในอดีต เพื่อบอกข้อดี ข้อด้อยของแต่ละแนวความคิด

1. Economic Fundamentals โดยมีแนวความคิด ดังนี้ อัตราแลกเปลี่ยน คือ ราคาเปรียบเทียบของสินทรัพย์ระหว่างประเทศ การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน เกิดจากการปรับสัดส่วนการถือสินทรัพย์ระหว่างประเทศ ใน Portfolio เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ ในอนาคตสูงสุด โดยมีสมมติฐานว่า การเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศสามารถทำได้โดยเสรี งานวิจัยที่อาศัยแนวความคิดนี้ สามารถจัดแบ่งได้เป็น 3 กลุ่ม

1.1 Monetary Model (Flexible Price) แนวความคิด คือ ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ ได้แก่ปริมาณเงิน และปริมาณผลผลิตรวมของประเทศ เป็นตัวกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน ในปัจจุบัน มีสมมติฐาน ดังนี้ ให้ Purchasing Power Parity (PPP) เป็นจริง และราคาสามารถเคลื่อนไหวได้อย่างเสรี

1.2 Overshooting Model (Sticky Price) มีสมมติฐานที่แตกต่างจาก Monetary Model ดังนี้ การเปลี่ยนแปลงระดับราคาสินค้า ไม่สามารถปรับตัวตอบสนองอุปสงค์ส่วนเกินได้ในทันที ในระยะสั้นระดับราคาสินค้ามีการปรับตัวช้า แต่ในระยะยาวระดับราคาสินค้าปรับตัวสู่ดุลยภาพได้ตามปกติ ดังนั้น PPP จึงเป็นจริงในระยะยาวเท่านั้น

1.3 Portfolio Balance Model แนวความคิดนี้ คือ อุปสงค์ อุปทาน ของสินทรัพย์ทางการเงินในประเทศ และต่างประเทศ กับ อุปสงค์ อุปทาน ของปริมาณเงินในประเทศ และต่างประเทศ จะเป็นตัวกำหนด อัตราแลกเปลี่ยน มีสมมติฐานว่า สินทรัพย์ทางการเงินเคลื่อนย้ายได้อย่างเสรี แต่ไม่สามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ เพราะนักลงทุนเชื่อว่าสินทรัพย์ต่างประเทศเงินย่อมมีความเสี่ยงที่แตกต่างกัน

งานวิจัยที่อธิบายการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน เริ่มต้นด้วย Monetary Model ซึ่ง PPP ไม่เป็นจริงในระยะสั้น เพราะโดยเฉลี่ยแล้ว ราคาสินค้ามีการปรับตัวช้า ทำให้ PPP เป็นจริงในระยะยาวเท่านั้น จึงเกิดการพัฒนารูปแบบ Overshooting Model ควบคู่กันไป งานศึกษาเชิงประจักษ์ส่วนใหญ่ในระยะแรก จึงพบว่า การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน สามารถใช้ Monetary Model และ Overshooting Model อธิบายได้ โดยขึ้นอยู่กับการศึกษาอัตราแลกเปลี่ยนเป็นเงินสกุลใด เช่น งานศึกษา Bilson (1978) และ Hodirck (1978) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราแลกเปลี่ยน กับ ผลต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ โดย Bilson ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยน มาร์คเยอรมันต่อปอนด์สเตอร์ลิง โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ ค.ศ. 1970 ถึง ค.ศ. 1977 นอกจากนี้ Hodirck ยังทำการศึกษาอัตราแลกเปลี่ยน ดอลลาร์สหรัฐต่อมาร์คเยอรมัน และ ดอลลาร์สหรัฐต่อปอนด์สเตอร์ลิง โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ ค.ศ. 1972 ถึง ค.ศ. 1975 ผลการศึกษาพบว่า ผลต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ กับอัตราแลกเปลี่ยน มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งตรงกับสมมติฐานของ Monetary Model แต่ในงานศึกษาของ Hodirck ที่ศึกษาอัตราแลกเปลี่ยน ดอลลาร์สหรัฐต่อมาร์คเยอรมัน พบว่ามีความสัมพันธ์ระหว่างผลต่างของอัตราดอกเบี้ยกับอัตราแลกเปลี่ยน แปรผกผันกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานของ

Overshooting Model และงานศึกษาของ Frankel (1995) ตั้งสมมติฐานว่า PPP เป็นจริงในระยะยาว ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยน มาร์คเยอรมันต่อดอลลาร์สหรัฐ กับผลต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ และผลต่างของการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อระหว่างประเทศ ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ค.ศ. 1974 ถึง ค.ศ. 1978 ผลการศึกษาพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างผลต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ กับอัตราแลกเปลี่ยนแปรผกผันกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานของ Overshooting Model แต่ผลต่างของการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อระหว่างประเทศ แปรผันตามกัน กับอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งตรงกับสมมติฐานของ Monetary Model

แต่เมื่อถึง ค.ศ. 1978 ประเทศสหรัฐฯ ประสบกับปัญหาการขาดดุลการค้า ส่งผลกระทบต่อค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯอ่อนตัว (Depreciate) โดยที่ไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนได้ด้วย Monetary Model และ Overshooting Model จึงมีผู้พัฒนาแนวคิด ในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นกับอัตราแลกเปลี่ยนในครั้งนี้ โดยใช้ Portfolio Balance Model เช่นงานวิจัยของ Hopper and Morton (1982) ปัญหาการขาดดุลการค้า ทำให้นักลงทุนในประเทศสหรัฐฯ ย้ายการลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินจากประเทศสหรัฐฯ ไปประเทศอื่น ที่มีความเสี่ยงน้อยกว่า ผลลัพธ์นี้ทำให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯอ่อนตัว ซึ่งสามารถอธิบายได้ด้วย Portfolio Balance Model

สำหรับงานศึกษาของประเทศไทย ตามแนวความคิด Portfolio Balance Model เช่น สุมาลี สมวจิเลิศ (2540) อำนาจ ศรีสุขสันต์ (2531) สุวิมล เสรีพันธ์พานิช (2541) เป็นต้น งานศึกษาของ อำนาจ ศรีสุขสันต์ (2531) และ สุวิมล เสรีพันธ์พานิช (2541) มีการเพิ่มตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยนในอดีต ความแตกต่างของงานศึกษา อำนาจ ศรีสุขสันต์ (2531) ทำการศึกษาดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง สุวิมล เสรีพันธ์พานิช (2541) ทำการศึกษ้อัตราแลกเปลี่ยนในนาม บาทต่อปอนด์สเตอร์ลิง แตกต่างจากงานศึกษา สุมาลี สมวจิเลิศ (2540) ไม่ได้เพิ่มตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยนในอดีต โดยใช้อัตราแลกเปลี่ยน บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ โดยงานศึกษาทั้งสามงานศึกษานี้ อธิบายอัตราแลกเปลี่ยน ด้วยปัจจัยทางเศรษฐกิจ โดยกรรมวิธี Ordinary Least Square (OLS) ผลการศึกษาพบว่า อัตราแลกเปลี่ยนในอดีต มีผลกระทบกับอัตราแลกเปลี่ยนในปัจจุบัน อำนาจ ศรีสุขสันต์(2531) และ สุมาลี สมวจิเลิศ (2540) พบว่าตัวแปรปัจจัยทางเศรษฐกิจสอดคล้องกับ Portfolio Balance Model ยกเว้น ผลต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศที่แปรผันไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราแลกเปลี่ยน สุมาลี สมวจิเลิศ (2540) ยังพบอีกว่า ผลต่างของปริมาณเงิน โดยเปรียบเทียบระหว่างประเทศ แปรผันไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราแลกเปลี่ยน

2. Economic News แนวความคิด คือ การเปลี่ยนแปลงหรือการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน เกิดจากความคลาดเคลื่อนจากการคาดการณ์ข่าวหรือปัจจัยทางเศรษฐกิจ ซึ่งสามารถจัดแบ่งได้เป็น 2 กลุ่ม ดังนี้คือ

2.1 News as Innovations นำผลต่างจากการคาดการณ์ข่าวหรือปัจจัยทางเศรษฐกิจ มาหาความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนโดยตรง

2.2 Data Announcements งานศึกษาในกลุ่มนี้เป็นการหาความสัมพันธ์ระหว่างเปอร์เซ็นต์ความคลาดเคลื่อนจากการคาดการณ์ข่าว กับเปอร์เซ็นต์การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน หรืออีกนัยหนึ่งคือ Exchange Rate Elasticity of Forecasting Error

News as Innovations งานศึกษาเริ่มต้นจาก Frenkel (1981) นำวิธี Autoregressive (AR) มาคาดการณ์อัตราดอกเบี้ย รายได้ ปริมาณเงิน ทำการศึกษาความสัมพันธ์ผลต่างจากการคาดการณ์ข่าวหรือปัจจัยทางเศรษฐกิจ ครอบคลุมข้อมูลตั้งแต่ ค.ศ. 1973 ถึง ค.ศ. 1979 โดยนำข่าวอัตราดอกเบี้ย รายได้ ปริมาณเงิน กับอัตราแลกเปลี่ยน ดอลลาร์สหรัฐต่อปอนด์สเตอร์ลิง ดอลลาร์สหรัฐต่อฝรั่งเศสฝรั่งเศส ดอลลาร์สหรัฐต่อมาร์กเยอรมัน Edwards (1982) เพิ่มแนวความคิด Monetary Model เข้าไปในตัวแบบหรือแบบจำลอง Branson (1983) นำวิธี Vector Autoregressive (VAR) มาคาดการณ์ ปริมาณเงิน (Money Supply) ดุลบัญชีเดินสะพัด ระดับราคา โดยใช้แนวความคิด Portfolio Balance Model และทำศึกษาความสัมพันธ์ของผลกระทบของข่าวดุลการค้า ดุลบัญชีเดินสะพัด ปริมาณเงิน ที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยน และอัตราดอกเบี้ย โดยทำการทดสอบในประเทศที่มีระบบเศรษฐกิจแบบเปิด และใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว ต่อมาได้ทดสอบหาความสัมพันธ์ดังกล่าวในประเทศที่มีเศรษฐกิจขนาดเล็ก และไม่เปิดเสรี Bomhoff and Korteweg (1983) ทำการศึกษาผลกระทบของข่าวหรือปัจจัยทางเศรษฐกิจรายไตรมาส เช่น ปริมาณเงิน รายได้ และราคาน้ำมัน ที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยน และ Hoffman and Schlagenhauf (1985) ได้พัฒนาเพิ่มเติมต่อจาก Frenkel (1981) แต่ได้รวม แนวความคิดของ Monetary Model และ Portfolio Balance Model

ผลการศึกษาส่วนใหญ่ พบว่าผลต่างจากการคาดการณ์ข่าวอธิบายอัตราแลกเปลี่ยน ได้ค่อนข้างน้อย Frenkel (1981) พบว่า ผลต่างจากการคาดการณ์ข่าว อธิบายอัตราแลกเปลี่ยนได้ไม่ดี โดยพบว่าเฉพาะอัตราแลกเปลี่ยน ดอลลาร์สหรัฐต่อปอนด์สเตอร์ลิง แปรผันกับผลต่างของอัตราดอกเบี้ย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และได้รับการยืนยันโดยผลการศึกษา Edwards (1982) งานศึกษาของ Branson (1983) พบว่าผลต่างจากการคาดการณ์ข่าวอธิบายอัตราแลกเปลี่ยนได้เพียงเล็กน้อยเท่านั้น และเช่นเดียวกันกับผลการศึกษา Bomhoff and Korteweg (1983) ส่วนงานศึกษา Hoffman and Schlagenhauf (1985) พบว่ามีเพียงบางข่าวมีผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน

Data Announcements งานศึกษากลุ่มนี้ ใช้ความคลาดเคลื่อนจากการคาดการณ์ข่าว (Forecasting Error) มาหาความสัมพันธ์กับการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน Engel and Frankel (1984) ใช้ข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยน ดอลลาร์สหรัฐต่อมาร์กเยอรมันกับ ข่าวทางเศรษฐกิจ โดยใช้ข่าว อัตราดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อ ปริมาณเงิน ดุลการค้า Harris and Zabka (1995) และ Edison (1997) นำความคลาดเคลื่อนจากการคาดการณ์ข้อมูลทางเศรษฐกิจของประเทศสหรัฐเท่านั้นได้แก่

ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ยอดค้าปลีก อัตราการว่างงาน อัตราเงินเดือนนอกภาคเกษตร ดัชนีราคาผู้บริโภค ดัชนีราคาผู้ผลิต เพื่อดูผลกระทบที่เกิดขึ้นกับ อัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน ใช้ข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยน มาร์คเยอรมันต่อดอลลาร์สหรัฐ เยนญี่ปุ่นต่อดอลลาร์สหรัฐ Galati and Corrinne Ho (2003) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยน ยูโรดอลลาร์ต่อดอลลาร์สหรัฐ กับความคลาดเคลื่อนจากการคาดการณ์ข่าว โดยใช้ข้อมูลทางเศรษฐกิจจากทั้งประเทศสหรัฐฯ (U.S. Area) และ สหภาพยุโรป (Euro Area) และยังสามารถจัดแบ่งข้อมูลเป็น ข่าวดี ข่าวร้าย ตามเครื่องหมายบวก ลบ เพื่อทดสอบการตอบสนองต่อแหล่งข้อมูลทั้งสอง Kim, McKenize and Faff (2003) ศึกษาความสัมพันธ์ การเคลื่อนไหวและความแปรปรวนของอัตราแลกเปลี่ยนรายวัน เยนญี่ปุ่นต่อดอลลาร์สหรัฐ ดอลลาร์สหรัฐต่อมาร์คเยอรมัน กับความคลาดเคลื่อนของการคาดคะเนข่าว เช่นเดียวกันกับ งานศึกษา Edison (1997) โดยใช้ข้อมูลจากประเทศสหรัฐอเมริกาเท่านั้น และยังมี ความแตกต่างจากงานศึกษาอื่นๆ โดยใช้ Dummy แทน Magnitude และจัดแบ่งข้อมูล Dummy เป็นบวก ลบ เช่นเดียวกันกับ งาน Galati and Corrinne Ho (2003) เพื่อทดสอบว่าความคลาดเคลื่อนจากการคาดการณ์ข่าวโดยใช้ Dummy มีผลต่อการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนหรือไม่

ผลการศึกษาส่วนใหญ่ พบว่าความคลาดเคลื่อนจากการคาดการณ์ข่าว มีเพียงบางข่าวเท่านั้นที่มีผลกระทบกับการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ งาน Engel and Frankel (1984) พบว่าการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับความคลาดเคลื่อนจากการคาดการณ์ข่าว Harris และ Zabka (1995) และ Edison (1997) พบว่าอัตราดอกเบี้ยของประเทศสหรัฐฯ มีการตอบสนองต่อความคลาดเคลื่อนจากการคาดการณ์ข่าว แต่อัตราดอกเบี้ยของประเทศญี่ปุ่นมีการตอบสนองเพียงเล็กน้อย ส่วนอัตราดอกเบี้ยของประเทศเยอรมัน ไม่มีการตอบสนองต่อความคลาดเคลื่อนจากการคาดการณ์ข่าว ผลกระทบที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยนนั้นมีเฉพาะความคลาดเคลื่อนจากการคาดการณ์ข่าวอัตราการว่างงานเท่านั้น ส่วนข่าวอื่นๆ ไม่มีการตอบสนองจากตลาดอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ งาน Galati and Corrinne Ho (2003) พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนมีการตอบสนองต่อบางข่าวจากทั้ง U.S. Area ได้แก่ US Employment Cost Index และ Durable Goods Order ส่วน Euro Area ได้แก่ ดัชนีราคาผู้บริโภคของประเทศเยอรมัน ส่วนงานศึกษาการตอบสนองของตลาดฯ ที่มีต่อข่าวดี ข่าวร้าย พบว่าตลาดฯ มีการตอบสนองที่ไม่เท่าเทียมกันเกิดขึ้น ดังนี้ ข่าวร้ายจาก Euro Area ส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน ทำให้ ค่าเงิน Euro อ่อนตัว และยังพบอีกว่าตลาดฯ ตอบสนองต่อข่าวดีจาก U.S. Area ก็ทำให้ ค่าเงิน Euro อ่อนตัวลงอีกเช่นกัน งาน Kim, McKenize and Faff (2003) พบว่ามีเพียงบางข่าวที่ส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน ดังนี้ข่าวผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ และข่าวยอดค้าปลีกเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราแลกเปลี่ยน เยนญี่ปุ่นต่อดอลลาร์สหรัฐ และในงานศึกษารั้งนี้ยังพบอีกว่า ข่าวดีของดุลการค้า ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ยอดค้าปลีก และข่าวร้ายของดุลการค้า ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ อัตราการว่างงาน มีความสัมพันธ์อย่างมี

นับสำคัญกับอัตราแลกเปลี่ยน เชนญี่ปุ่นต่อดอลลาร์สหรัฐ ส่วนข่าวดีของดุลการค้า และข่าวร้ายของดุลการค้า อัตราการว่างงาน มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราแลกเปลี่ยน มาร์คเยอรมันต่อดอลลาร์สหรัฐ

สำหรับงานศึกษาของประเทศไทย ใช้แนวความคิด News as Innovation เช่น งานศึกษา Aprida Chinprateep (2541) และ ไซยันต์ พิมเสน (2543) Aprida Chinprateep (2541) ศึกษาผลต่างจากการคาดการณ์ข่าวปริมาณเงิน ดัชนีราคาผู้บริโภค ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม และข่าวดุลการค้า ที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยน และอัตราดอกเบี้ย ครอบคลุมช่วงเวลา พ.ศ. 2538 ถึง พ.ศ. 2541 เช่นเดียวกันกับงานศึกษา ไซยันต์ พิมเสน (2543) เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาจากการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยน วันที่ทำการศึกษาจึงสิ้นสุดก่อนถึงวันที่จะมีการลอยตัวค่าเงินบาท โดยครอบคลุมช่วงเวลา พ.ศ. 2537 ถึง พ.ศ. 2540 ในการคาดการณ์ข้อมูลทางเศรษฐกิจ ใช้วิธี Vector Autoregressive (VAR) ส่วนวิธีการหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนกับผลต่างจากการคาดการณ์ข่าว ใช้วิธี Ordinary Least Square (OLS) โดยมีความแตกต่างกันที่งานศึกษา ไซยันต์ พิมเสน (2543) มีการประยุกต์แนวความคิด Overshooting Model สำหรับการกำหนดปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน ผลการศึกษาของงานศึกษาทั้งสองพบว่าผลต่างจากการคาดการณ์ข่าวปริมาณเงิน มีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับผลต่างจากการคาดการณ์ข่าวดัชนีราคาผู้บริโภค ข่าวดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ข่าวดุลการค้า

งานวิจัยครั้งนี้ ใช้แนวความคิดและตัวแบบในกลุ่มของ Economic News (Data Announcements) เพื่อศึกษาการตอบสนองของตลาดอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ที่มีต่อความคลาดเคลื่อนจากการคาดการณ์ข่าวทางเศรษฐกิจ โดยใช้ข้อมูลทางเศรษฐกิจจากทั้งประเทศไทย และประเทศสหรัฐฯ และยังจัดแบ่งเป็นข่าวดี ข่าวร้ายจากทั้งสองประเทศ ทำให้ทราบความสัมพันธ์ระหว่างความคลาดเคลื่อนของการคาดการณ์ข่าวแต่ละชนิดว่ามีผลกระทบต่อ การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนอย่างไร และยังทราบถึงการตอบสนองจากตลาดอัตราแลกเปลี่ยนเมื่อรับทราบ ข่าวดี ข่าวร้าย จากแต่ละประเทศ ซึ่งคล้ายกับงานศึกษา Galati and Corrinne Ho (2003) แต่มีความแตกต่าง ดังนี้งานศึกษา Galati and Corrinne Ho (2003) มีการเพิ่มเทอมอัตราแลกเปลี่ยนในอดีต แต่งานศึกษาครั้งนี้ เพิ่มแนวความคิด Rational Expectations และ Perfect Foresight ทำให้พบความสัมพันธ์แบบชี้หน้า และนอกจากนี้ยังมีความคล้ายกับงานศึกษา Kim, McKenize and Faff (2003) มีการใช้ ตัวแปร Dummy แทน ตัวแปร Magnitude เพื่อศึกษาการตอบสนองของตลาดฯ ว่าความคลาดเคลื่อนจากการคาดการณ์ข่าวทางเศรษฐกิจมีผลหรือไม่ พร้อมกับศึกษาหาความสัมพันธ์การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน กับความแปรปรวนที่เกิดขึ้น โดยใช้ตัวแบบ GARCH(1,1)