

การโจมตีค่าเงินบาท

นางสาว จารุวรรณ เกียรติสงเสริม



วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ ภาควิชาเศรษฐศาสตร์

บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2541

ISBN 974-639-626-9

ลิขสิทธิ์ของบัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

**SPECULATIVE ATTACKS ON THAI BAHT**

**Miss Jaruwan Kiatsongserm**

**A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master of Economics in Economics**

**Department of Economics**

**Graduate School**

**Chulalongkorn University**


**Academic Year 1998**

**ISBN 974-639-626-9**

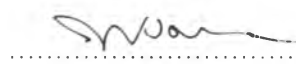
หัวข้อวิทยานิพนธ์      การโจมตีค่าเงินบาท  
โดย                              นางสาวจรรววรรณ เกียรติสงเสริม  
ภาควิชา                          เศรษฐศาสตร์  
อาจารย์ที่ปรึกษา              ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. โสติดิธร มัลลิกะมาส  
อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม        อาจารย์ ดร. วิมุต วานิชเจริญธรรม

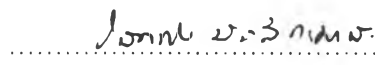
---

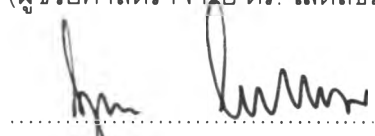
บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่ง  
ของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญามหาบัณฑิต


  
..... คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย  
(ศาสตราจารย์ นายแพทย์ ศุภวัฒน์ ชุตินวงศ์)

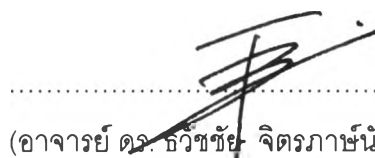
คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

  
..... ประธานกรรมการ  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. พงศา พรชัยวิเศษกุล)

  
..... อาจารย์ที่ปรึกษา  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. โสติดิธร มัลลิกะมาส)

  
..... อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม  
(อาจารย์ ดร. วิมุต วานิชเจริญธรรม)

  
..... กรรมการ  
(อาจารย์ ดร. ชัยอดม สรรพศรี)

  
..... กรรมการ  
(อาจารย์ ดร. ธวัชชัย จิตรภาษนันท์)

จากรวรรณ เกียรติสงเสริม : การโจมตีค่าเงินบาท (SPECULATIVE ATTACKS ON THAI BAHT)

อ. ที่ปรึกษา : ผศ. ดร. โสติดิธ มัลลิกะมาส, อ. ที่ปรึกษาร่วม : อ. ดร. วิมุต วานิชเจริญธรรม; 135 หน้า.

ISBN 974-639-626-9.

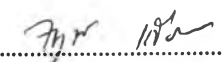
วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างแบบจำลอง ในการอธิบายและคำนวณหาความน่าจะเป็นในการโจมตีค่าเงินบาทในปี ค.ศ. 1997 โดยใช้แบบจำลองของ Flood และ Marion (1996) ซึ่งใช้แนวคิด Portfolio Model ในการอธิบายอัตราแลกเปลี่ยน ในแบบจำลองแสดงผลกระทบของปัจจัยภาวะหนี้รวมทั้งสิ้นของภาคเอกชนในประเทศ ทั้งปริมาณการกู้ยืมเงินในประเทศผ่านการปล่อยสินเชื่อของธนาคารกลาง และต่างประเทศผ่านการก่อหนี้สินต่างประเทศ และการเพิ่มขึ้นของภาวะหนี้สินภาคเอกชนที่มีได้คาดการณ์ ซึ่งได้แก่ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด และปัญหาความมั่นคง และสภาพคล่องของสถาบันการเงินไทยต่อการโจมตีค่าเงินบาท ใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งมกราคม ปีค.ศ. 1990 ถึงมิถุนายน ปีค.ศ. 1997

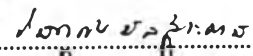
ผลการศึกษาพบว่าค่าเงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าลง เนื่องจากภาวะหนี้รวมของภาคเอกชนในประเทศเพิ่มขึ้น ทำให้ความเสี่ยงในการให้กู้ยืมเงินสูงขึ้น ค่า risk premium สูงขึ้น ในขณะที่การอ่อนลงของอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว และความน่าจะเป็นในการโจมตีค่าเงิน มีความสัมพันธ์กับการเพิ่มขึ้นของภาวะหนี้ภาคเอกชนที่มีได้คาดการณ์ ซึ่งเกิดจาก 1) การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ส่งผลให้สินทรัพย์ต่างประเทศสุทธิลดลง กระทบต่อความต้องการถือเงินบาทที่แท้จริงลดลง และ 2) การปล่อยสินเชื่อของธนาคารกลางให้แก่สถาบันการเงิน เพื่อเสริมสภาพคล่องและความมั่นคง ทำให้ปริมาณเงินส่วนเกินเข้าสู่ระบบมากขึ้น นักลงทุนและนักเก็งกำไรคาดการณ์ว่าค่าเงินบาทจะลดค่าลง และในที่สุดจะส่งผลให้ค่าเงินบาทลดค่าลง

ภาควิชา ..... เศรษฐศาสตร์ .....

สาขาวิชา ..... เศรษฐศาสตร์ .....

ปีการศึกษา ..... 2541 .....

ลายมือชื่อนิสิต .....  .....

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา .....  .....

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา .....  .....

# 3970260029 : MAJOR ECONOMICS

KEY WORD: SPECULATIVE ATTACKS / CURRENCY CRISIS / EXCHANGE RATE CRISIS / BAHT CRISIS

JARUWAN KIATSONGSERM : SPECULATIVE ATTACKS ON THAI BAHT.

THESIS ADVISOR : ASSIST. PROF. SOTHITORN MALLIKAMAS, Ph.D. THESIS CO-ADVISOR :

VIMUT VANITCHAREARNTHUM, Ph.D. 135 pp. ISBN 974-639-626-9.

The purpose of this thesis is to explain speculative attacks and calculate the probability of the attack on baht in 1997. Following we apply Flood and Marion Model (1996), which use Portfolio Approach to explain the behavior of exchange rate and speculative attacks. The Model analyze the effects of an increase in total private debt consistency of Central Bank domestic credit to enhance liquidity and prudential of banking system and private external debt to finance current account deficit on monetary base and actual value of baht . The econometric method of this thesis was empirically applied along with monthly data from January 1990 to July 1997.

The estimation results that Thai baht tend to depreciate as the total private debt increase risk premium. In addition, an unanticipated increase in total private debt will depreciate the value of baht and the probability of baht attack. Current Account deficit causes a decline in net foreign assets and demand for money through wealth effect. An increase in Central Bank 's domestic credit causes excessive supply of money. These factors rise the expectation of devaluation and eventually result in speculative attacks.

ภาควิชา..... ECONOMICS

สาขาวิชา..... ECONOMICS

ปีการศึกษา

1998

ลายมือชื่อนิสิต..... *Mr. Jarwan*

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา..... *Prof. S. M. M.*

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษาร่วม..... *Prof. V. V.*



## กิตติกรรมประกาศ

ความสำเร็จของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เกิดขึ้นได้ เนื่องจากความช่วยเหลือและเอาใจใส่ของผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. โสติดิธร มัลลิกะมาส และอาจารย์ ดร. วิมุต วานิชเจริญธรรม อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ทั้งสองท่านคอยดูแล แนะนำ และแก้ไขความบกพร่องที่เกิดขึ้นในวิทยานิพนธ์นี้ อีกทั้งเสนอแนะแนวทางที่เป็นประโยชน์อย่างมาก นอกจากนี้ผู้เขียนขอขอบพระคุณประธานวิทยานิพนธ์ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. พงศา พรชัยวิเศษกุล ที่คอยสละเวลา แนะนำด้วยดีตลอดมา , อาจารย์ ดร. ชโยดม สรรพศรี และ อาจารย์ ดร. ธวัชชัย จิตรภาษนันท์ กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ที่คอยให้คำแนะนำที่เป็นประโยชน์อย่างมาก และผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. นवलน้อย ตริรัตน์ และรองศาสตราจารย์ วรัญญา ภัทรสุข สอนวิธีการเขียนวิทยานิพนธ์อย่างถูกต้อง รวมทั้งผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. พรพจน์ เปี่ยมสมบุรณ์ หัวหน้าศูนย์คอมพิวเตอร์ คณะวิทยาศาสตร์ ที่ให้ความช่วยเหลือทางด้านโปรแกรมคอมพิวเตอร์ซึ่งใช้ในการคำนวณในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

นอกจากนี้ต้องขอขอบพระคุณ หน่วยดูแลการชำระเงิน ฝ่ายวิชาการ ธนาคารแห่งประเทศไทย ในการให้ความช่วยเหลือทางด้านข้อมูล และต้องขอขอบคุณเจ้าหน้าที่ของคณะเศรษฐศาสตร์ทุกท่านที่คอยช่วยอำนวยความสะดวก รวมถึงเพื่อน ๆ ทั้งสมัยเรียนในหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรบัณฑิต และในหลักสูตรเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิตนี้ ที่คอยช่วยเหลือและคอยให้กำลังใจตลอดมา รวมทั้งขอขอบคุณนายยอดฤทธิ์ เขียรตระวัน ที่คอยให้คำแนะนำ คอยช่วยเหลือ และเป็นกำลังใจในการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เสมอมา

ท้ายสุดนี้ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ บิดา มารดา น้องสาว และน้องชาย ที่คอยช่วยเหลือและเป็นกำลังใจมาโดยตลอด จนวิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยดี และหวังว่าวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อการศึกษาของผู้คนต่อไป หากมีข้อบกพร่องประการใดผู้เขียนขอภัยไว้ ณ ที่นี้

จารุวรรณ เกียรติสงเสริม

กันยายน 2541

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฅ
สารบัญภาพ.....	ญ
บทที่	
1. บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	6
1.3 ขอบเขตของการวิจัย.....	6
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการวิจัย.....	7
1.5 วิธีดำเนินการวิจัย.....	7
1.6 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย.....	8
2. แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการโจมตีค่าเงิน.....	9
2.1 Fundamental Speculative Attacks.....	9
2.2 Self-fulfilling Speculative Attacks.....	15
2.3 Contagious Speculative Attacks.....	19
3. วิฤตการณ์ค่าเงินบาทของไทย.....	24
3.1 ปัจจัยพื้นฐานที่ก่อให้เกิดการโจมตีค่าเงินบาท.....	24
3.2 กลไกในการโจมตีค่าเงินบาทของนักเก็งกำไร.....	54
3.3 มาตรการในการป้องกันการโจมตีค่าเงินบาทของธนาคารแห่งประเทศไทย.....	62
4. วิธีการศึกษา.....	65
4.1 แบบจำลองการโจมตีค่าเงินบาทเชิงทฤษฎี.....	65
4.2 วิธีการประมาณค่าอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว และค่าความน่าจะเป็น ในการโจมตีค่าเงินบาทเชิงประจักษ์.....	76

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
4.2.1 วิธีการประมาณค่าอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว .....	76
4.2.2 วิธีการประมาณค่าความน่าจะเป็นในการโจมตีค่าเงินบาท .....	82
5. ผลการวิจัย .....	83
5.1 ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์เริ่มต้น .....	83
5.2 ผลการประมาณค่าอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว และค่าความน่าจะเป็น ในการโจมตีค่าเงินบาท .....	86
5.3 วิเคราะห์ผลการศึกษา .....	91
5.4 ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงในค่าสัมประสิทธิ์คงที่มีต่อ อัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว (Sensitivity Analysis) .....	97
5.4.1 ผลของค่าสัมประสิทธิ์คงที่ที่ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว เปลี่ยนแปลงใน อัตราคงที่ตลอดช่วงเวลา (Shock in Intercept) .....	97
5.4.2 ผลของค่าสัมประสิทธิ์คงที่ที่ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว เปลี่ยนแปลงในอัตราไม่คงที่ตลอดช่วงเวลา (Shock in Intercept and Slope) .....	101
6. สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ .....	107
รายการอ้างอิง .....	116
ภาคผนวก .....	121
ประวัติผู้วิจัย .....	135



## สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 3.1.2 เงินทุนไหลเข้าสู่ภูมิภาคเอกชน ปี ค.ศ. 1990 – 1997 .....	27
ตารางที่ 3.1.8 ปริมาณเงินกู้ยืมทั้งหมดของภาคเอกชนภายในประเทศ ปี ค.ศ. 1988 – 1997 .....	37
ตารางที่ 3.1.9 ภาระหนี้สินต่างประเทศของไทย ปี ค.ศ. 1990 – 1997 .....	38
ตารางที่ 3.1.10 หนี้สินระยะสั้นต่างประเทศของไทย ปี ค.ศ. 1990 – 1997 .....	39
ตารางที่ 3.1.11 สัดส่วนของภาระหนี้สินต่างประเทศระยะสั้นต่อหนี้สินรวมทั้งหมด ของประเทศต่าง ๆ ในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ .....	40
ตารางที่ 3.1.14 การปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของสถาบันการเงินไทย ในช่วงเวลาต่าง ๆ ระหว่างปี ค.ศ. 1996 – 1997 .....	45
ตารางที่ 5.1.1 ค่าสัมประสิทธิ์เริ่มต้นที่ได้จากการประมาณการสมการปริมาณเงินกู้ ภาคเอกชนทั้งหมดในประเทศ และสมการดุลยภาพในตลาดเงิน .....	85
ตารางที่ 5.1.2 ค่าสัมประสิทธิ์คงที่ .....	86
ตารางที่ 5.2.1 อัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว (บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ) และค่าความน่าจะเป็นในการโจมตีค่าเงินบาทในช่วงเวลาต่าง ๆ .....	88
ตารางที่ 5.4.8 สรุปผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงในค่าสัมประสิทธิ์คงที่ต่าง ๆ ที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว .....	105

## สารบัญญภาพ

	หน้า
รูปภาพที่ 1.1.1	2
รูปภาพที่ 1.1.2	2
รูปภาพที่ 1.1.3	3
รูปภาพที่ 1.1.4	3
รูปภาพที่ 1.1.5	5
รูปภาพที่ 3.1.1	26
รูปภาพที่ 3.1.3	29
รูปภาพที่ 3.1.4	30
รูปภาพที่ 3.1.5	31
รูปภาพที่ 3.1.6	33
รูปภาพที่ 3.1.7	34
รูปภาพที่ 3.1.12	42
รูปภาพที่ 3.1.13	43
รูปภาพที่ 3.1.15	47
รูปภาพที่ 3.1.16	49
รูปภาพที่ 3.1.17	53
รูปภาพที่ 3.2.1	61
รูปภาพที่ 4.2.1	81
รูปภาพที่ 5.3.1	91
รูปภาพที่ 5.3.2	92

สารบัญภาพ (ต่อ)

	หน้า
รูปภาพที่ 5.3.3 อัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว และการเพิ่มขึ้นของภาวะหนี้สินภาคเอกชนที่มีได้คาดการณ์ (Unanticipated Shocks).....	94
รูปภาพที่ 5.3.4 การเพิ่มขึ้นของภาวะหนี้สินภาคเอกชนที่มีได้คาดการณ์ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด และการปล่อยสินเชื่อของธนาคารกลางให้แก่สถาบันการเงิน .....	95
รูปภาพที่ 5.3.5 อัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว และอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่ธนาคารกลางประกาศ (มิถุนายน 1990 = 100) .....	96
รูปภาพที่ 5.4.1 ผลของการเปลี่ยนแปลงในฐานเงินที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว.....	98
รูปภาพที่ 5.4.2 ผลของการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว .....	99
รูปภาพที่ 5.4.3 ผลของการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว.....	100
รูปภาพที่ 5.4.4 ผลของการเปลี่ยนแปลงในปริมาณเงินกู้ยืมของประเทศกำลังพัฒนาอื่น ๆ ที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว.....	101
รูปภาพที่ 5.4.5 ผลของการเปลี่ยนแปลงในค่าความน่าจะเป็นเฉลี่ยในการโจมตีค่าเงินในช่วงเวลาน้ำที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว.....	102
รูปภาพที่ 5.4.6 ผลการเปลี่ยนแปลงในทัศนคติของบุคคลที่มีต่อความเสี่ยงที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว .....	103
รูปภาพที่ 5.4.7 ผลของการเปลี่ยนแปลงในค่าการกระจายของการเพิ่มขึ้นของภาวะหนี้สินภาคเอกชนที่มีได้คาดการณ์ (Unanticipated Shocks) ที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว .....	104
รูปภาพที่ 6.1 ค่า Risk Premium ที่ได้จากการประมาณค่าในแบบจำลอง .....	109