

เงินทุนเคลื่อนย้ายจากต่างประเทศและอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของไทย

นาย ยวดฤทธิ์ เรียบตระวัน



วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์การเงิน ภาควิชาเศรษฐศาสตร์
บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2540

ISBN 974 - 637 - 176 - 2

ลิขสิทธิ์ของบัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

CAPITAL FLOW AND THAI REAL EXCHANGE RATE



Mr. Yuadrith Dhantravan

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

Department of Economics

Graduate School

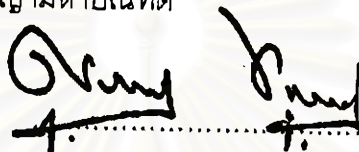
Chulalongkorn University

Academic Year 1997


ISBN 974 - 637 - 176 - 2


หัวข้อวิทยานิพนธ์ เงินทุนเคลื่อนย้ายจากต่างประเทศและอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของไทย
โดย นายยวดฤทธิ์ เขียวตระวัน
ภาควิชา เศรษฐศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษา อาจารย์ ดร. ณเดโช บุญณะสิน


บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้หัวข้อวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่ง
ของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบัณฑิต

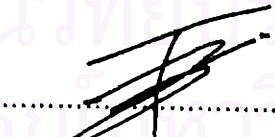

..... คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย
(ศาสตราจารย์ นายแพทย์ ศุภวัฒน์ ชูติวงศ์)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์


..... ประธานกรรมการ
(รองศาสตราจารย์ ดร. ไพโรจน์ วงศ์วิมานนท์)

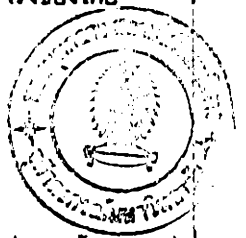

..... อาจารย์ที่ปรึกษา
(อาจารย์ ดร. ณเดโช บุญณะสิน)


..... กรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ไพฑูรย์ วิบูล ชูติกุล)


..... กรรมการ
(อาจารย์ ดร. ธวัชชัย จิตรภาชนันท์)

ยวดยุทธศาสตร์ เรียกรวบรวม : เงินทุนเคลื่อนย้ายจากต่างประเทศและอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของไทย
(CAPITAL FLOW AND THAI REAL EXCHANGE RATE)

อ.ที่ปรึกษา : อาจารย์ ดร. ณเดโช บุญณะสิน ; 96 หน้า, ISBN 974 - 637 - 176 - 2.



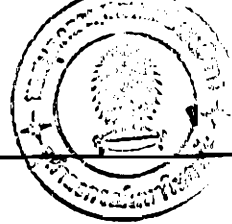
เงินทุนจากต่างประเทศเป็นสิ่งที่จำเป็นต่อประเทศไทยเพื่อจูงการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่ทวีสูงขึ้น แต่เนื่องจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนในช่วง 1985 - 1996 ยังคงเป็นระบบที่ผูกค่าเงินบาทไว้กับตะกร้าเงิน เป็นผลให้ค่าเงินบาทค่อนข้างคงที่ ดังนั้นในช่วงที่มีเงินทุนไหลเข้ามามาก จึงส่งผลต่อทั้งประสิทธิภาพของนโยบายการเงินในการควบคุมระดับปริมาณเงินภายในประเทศ และต่อการแข่งขันตัวของค่าเงินบาทที่แท้จริง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อทุนกลับไปที่ทำให้เงินทุนที่ไหลเข้ามา โดยเฉพาะเงินทุนระยะสั้น ที่ใช้เงินกำไรอัตราแลกเปลี่ยนและหาประโยชน์จากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย เกิดความผันผวนมากขึ้น รวมทั้งอาจทำให้เงินทุนระยะยาวเกิดการระลอกตัวลงได้ เนื่องจากจะเกิดการคาดการณ์ว่าค่าเงินบาทอาจจะต้องลดลงในอนาคต วิทยานิพนธ์นี้จึงมีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีส่วนกำหนดการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศของไทย ระดับของการทำ Sterilization รวมทั้งผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่อประสิทธิภาพของการดำเนินนโยบายการเงิน และต่ออัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของไทยในช่วง 1985 - 1995 โดยอาศัยแบบจำลองการเคลื่อนย้ายเงินทุนของ Maxwell J. Fry

จากการประมาณด้วยวิธี TSLs พบว่า การไหลเข้าของเงินทุนระยะสั้นจะลดประสิทธิภาพของนโยบายการเงินมากกว่าเงินทุนระยะยาว และระดับการทำ Sterilization เพื่อควบคุมฐานเงินในประเทศอยู่ที่ประมาณ 67.5% อันผลักดันให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศคงตัวอยู่ในระดับสูง ซึ่งอาจกระตุ้นให้เกิดการไหลเข้าของเงินทุนระยะสั้นเพิ่มขึ้น และการคงอัตราดอกเบี้ยสูงนี้ก็เป็น การควบคุมอัตราเงินเฟ้อด้วยอีกทางหนึ่ง จึงช่วยดึงดูดให้มีการไหลเข้าของเงินทุนทั้งระยะสั้นและระยะยาวอย่างต่อเนื่อง เพราะอัตราเงินเฟ้อเป็นปัจจัยสำคัญที่สุดในบรรดาตัวแปรที่มีอยู่ในสมการ นอกจากนี้ พบว่าเงินทุนระยะสั้นจะอ่อนไหวต่อการคาดการณ์ทิศทางค่าเงินบาทมากที่สุด และเมื่อมีการคาดการณ์ว่าค่าเงินบาทจะอ่อนตัวลงในอนาคต อันอาจเป็นผลมาจากการแข่งขันตัวของเงินบาทซึ่งเกิดจากการไหลเข้าของเงินทุนในระยะแรก และจากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยภายในที่สูงกว่าภายนอก ก็จะทำให้เกิดแรงผลักดันให้เกิดการไหลออกของเงินทุน โดยเฉพาะเงินทุนระยะสั้น และก็ปรากฏว่า ค่าเงินบาทได้อ่อนตัวลงตามที่มีการคาดการณ์จริง และผลการประมาณค่าก็ยืนยันว่า เงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ทำให้ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงอ่อนตัวลงมากถึง 21.5% และยังพบต่อไปว่า ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงจะยิ่งเสื่อมค่าลงถ้าการจุนรายจ่ายของภาครัฐบาล มาจากการแย่งชิงเงินเชื่อภายในประเทศกับภาคเอกชน หรือเกิด Crowding Out Effect

จะเห็นได้ว่าการพยายามคงระดับอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศให้สูงกว่าต่างประเทศโดยไม่ปล่อยให้เงินไปตามกลไกตลาด เพียงเพื่อป้องกันปัญหาอัตราเงินเฟ้อและเพื่อดึงดูดเงินลงทุนจากต่างประเทศ อาจจะสามารถดึงดูดได้เพียงเงินทุนระยะสั้นที่เข้ามาสร้างความผันผวนต่ออัตราแลกเปลี่ยนเท่านั้น ดังนั้น การจะส่งเสริมให้เงินทุนที่ไหลเข้าเป็นประโยชน์ต่อประเทศมากที่สุด ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวในปัจจุบัน น่าจะเป็นการปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยเคลื่อนไหวตามกลไกตลาด เพื่อลดต้นทุนให้เกิดการไหลเข้าของเงินทุนระยะยาวมากขึ้น อันจะเป็นประโยชน์ต่อการขยายตัวของภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง และต่อเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนต่อไป

ภาควิชาเศรษฐศาสตร์
สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์
ปีการศึกษา 2540

ลายมือชื่อนิสิต
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษาร่วม



3972597929 MAJOR MONETARY ECONOMICS

KEY WORD:

EXPECTED CURRENCY DEPRECIATION / REAL EFFECTIVE EXCHANGE RATE / SHORT AND LONG TERM CAPITAL INFLOWS / STERILIZATION / CROWDING OUT EFFECT

YUADRITH DHIANTRAVAN : CAPITAL FLOW AND THAI REAL EXCHANGE RATE.

THESIS ADVISOR : NADEJO BOONTANACIN, Ph.D. 96 pp. ISBN 974 - 637 - 176 - 2.

In order to finance current account deficit, international capital flows were considered great necessity for Thailand. During 1985 - 1996, however, Thai baht which had been pegged to basket of currency was relatively less volatile and less risky, thereby stimulating both long and short term capital inflows. These flows would affect both controlling monetary base and the value of domestic currency. Moreover, when accompanied with the expected baht depreciation, the effect might in turn make short term flows more volatile and might further discourage the inflows of long term capital. The objectives of this thesis were three - fold 1) to analyze the macro factors affected both short and long term capital flows and to estimate the offset of monetary policy of these flows 2) to estimate the degree of sterilization of Thai central bank and 3) to evaluate the impacts of capital flows on Thai real effective exchange rate. The econometric method of this thesis was based on monetarist model of Maxwell J. Fry.

The TSLS estimation results are that short term flows would lessen the effectiveness of monetary policy more than long term flows. The estimated sterilization of 67.5% by the Bank of Thailand helps raising interest rates and keeps them at high levels throughout the period under study. And this brings down the inflation rate and stimulates capital inflows continuously. This is supported by the finding that inflation is the most important factor affecting the short as well as long term flows. The study also find that the short term flows are relatively more sensitive to Baht exchange rate expectation. The early surge period of capital inflows together with interest rate differentials lead to expected baht depreciation which causes the outflows, especially of the short term capitals in later period. This is supported by the result of causality test that short term flow is relatively more sensitive to Baht exchange rate expectation. The estimation also indicates that the capital inflows have caused the depreciation of Thai real effective exchange rate by 21.5%. Moreover, because of the crowding out effect, the more domestic borrowing by the government, the more likely will the baht depreciate.

In conclusion, it is found that under today's floating exchange rate system, some conditions should be met to maximize the benefits of capital flows. For example, the interest rate should be free to move so that it will stimulate more of the long term inflows which will benefit the real sector and help stabilizing real effective exchange rate.

ภาควิชา..... ECONOMICS.....

สาขาวิชา..... ECONOMICS.....

ปีการศึกษา..... 1997.....

ลายมือชื่อนิสิต..... *Yuadrith Dhantravan*.....

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา..... *Nadejo Boontanacin*.....

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษาร่วม.....

กิตติกรรมประกาศ

ความสำเร็จของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะเกิดขึ้นไม่ได้ถ้าขาดความช่วยเหลือและเอาใจใส่ของ ดร. ณเดโช บุญธนะสิน อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่คอยดูแล แนะนำ และแก้ไขความบกพร่องที่เกิดขึ้นในวิทยานิพนธ์นี้ อีกทั้งข้อเสนอแนะต่างๆ ที่เป็นประโยชน์อย่างมากจาก รศ.ดร. ไพโรจน์ วงศ์วิภาานนท์ ประธานวิทยานิพนธ์ และกรรมการวิทยานิพนธ์อีก 2 ท่าน คือ ผศ.ดร. ไพฑูรย์ วิบูลย์ชุตติกุล และ ดร. ธวัชชัย จิตรภาชนันท์ และที่จะลืมไม่ได้คือ ผศ.ดร. นवलน้อย ตริรัตน์ และ รศ. วรัญญา ภัทรสุข ที่สอนขั้นตอนและปรับปรุงการเขียนวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ให้เป็นรูปแบบที่ถูกต้องสมบูรณ์ ยิ่งกว่านั้นยังต้องขอบคุณ ดร. ชโยดม สรรพศรี และ รศ.ดร. จุฑา มนต์ไพบูลย์ ที่เปิดโอกาสให้สมัครเรียนได้ทันเวลาและได้รับทุนการศึกษาและค่าใช้จ่ายรายเดือนที่ได้รับตลอดระยะเวลา 1 ปีจากบัณฑิตศึกษาคณะเศรษฐศาสตร์ นอกจากนี้ ต้องขอขอบคุณ กำลังใจ และความมีน้ำใจต่างๆ ที่ได้รับมาตลอดการเขียนวิทยานิพนธ์นี้จากอีกหลายบุคคลที่ไม่อาจกล่าวได้หมดในที่นี้ รวมทั้งบิดา มารดาผู้มีพระคุณเสมอมา

และท้ายสุดนี้ขอขอบคุณ และไว้อาลัยต่อ ลูกแก้ว ร่มโพธิ์ย์ ผู้จากไปก่อนเวลาอันควร

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

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 | 8 |
| 1.3 ขอบเขตของการวิจัย | 9 |
| 1.4 คำจำกัดความและกรอบแนวคิดที่ใช้ในการวิจัย | 9 |
| 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ | 11 |
| 1.6 วิธีดำเนินการวิจัย | 11 |
| 1.7 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย | 12 |
| 2. ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง | 13 |
| 2.1 แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยเกี่ยวกับ ปัจจัยที่มีผลต่อการไหลเข้าของเงินทุน | 13 |
| 2.2 แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยเกี่ยวกับ ประสิทธิภาพของนโยบายการเงิน และระดับการทำ Sterilization | 19 |
| 2.3 แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยเกี่ยวกับ ผลของการไหลเข้าของเงินจาก ต่างประเทศต่ออัตราแลกเปลี่ยน | 27 |
| 3. วิธีการศึกษา | 39 |
| ขั้นตอนในการวิเคราะห์ข้อมูลใน | |
| 3.1 แบบจำลองการไหลเข้าของเงินทุนระหว่างประเทศ | 40 |
| 3.2 แบบจำลองวัดระดับการทำ Sterilization ของประเทศไทย | 47 |
| 3.3 แบบจำลองผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยน และอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง | 49 |

| | |
|---|----|
| 3.4 Test for Stability | 50 |
| 4. ผลการศึกษา | 53 |
| 4.1 ผลการทดสอบเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อการไหลเข้าของเงินทุน และระดับการสูญเสียประสิทธิผลของนโยบายการเงิน | 53 |
| 4.2 ผลการทดสอบระดับการทำ Sterilization ของธนาคารแห่งประเทศไทย | 61 |
| 4.3 ผลการทดสอบสมการอัตราแลกเปลี่ยน | 64 |
| 4.4 ผลการทดสอบ Stability Test | 68 |
| 5. สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ | 71 |
| รายการอ้างอิง | 79 |
| ภาคผนวก | 83 |
| ภาคผนวก ก | 83 |
| ภาคผนวก ข | 90 |
| ภาคผนวก ค | 92 |
| ประวัติผู้วิจัย | 96 |

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญตาราง

| | หน้า |
|---|------|
| ตารางที่ 1.1 เงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิปี 1987 - 1995 | 4 |
| ตารางที่ 1.2 เงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิภาคเอกชน 1987 - 1995 | 4 |
| ตารางที่ 4.1 สมการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ | 54 |
| ตารางที่ 4.1.1 ผล Causality Tests1 | 59 |
| ตารางที่ 4.1.2 ผล Causality Tests2 | 60 |
| ตารางที่ 4.2 สมการวัดระดับการทำ Sterilization | 62 |
| ตารางที่ 4.3 สมการอัตราแลกเปลี่ยน | 65 |
| ตารางที่ 4.4 ผลของการทดสอบ Stability Test : Chow Breakpoint Test 1990.2 | 69 |
| ตารางที่ 4.5 ผลของการทดสอบ Stability Test : Chow Breakpoint Test 1993.2 | 69 |
| ตารางภาคผนวกที่ 3 ดัชนีอัตราแลกเปลี่ยน | 94 |

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญภาพ

หน้า

| | |
|---|----|
| รูปที่ 1.1 การชดเชยการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและ ช่องว่างเงินออมด้วยเงินทุนไหลเข้าสุทธิ | 2 |
| รูปที่ 1.2 สัดส่วนการกักหน้ต่างประเทศระหว่างภาครัฐบาลและเอกชน | 5 |
| รูปที่ 1.3 สัดส่วนหนี้ระยะสั้นและหนี้ระยะยาวต่อ GDP | 5 |
| รูปที่ 2.1 ปัจจัยที่มีผลต่อฐานเงินของประเทศไทย | 19 |
| รูปที่ 2.2 แสดงผลกระทบของการไหลเข้าของเงินทุน ระหว่างประเทศต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจต่างๆ | 34 |
| รูปที่ 2.3 แสดงทิศทางการเคลื่อนย้ายของเงินทุนระยะสั้นจากต่างประเทศ | 37 |
| รูปที่ 5.1 Thai Real Effective Exchange Rate Index 1984 - 1996 | 77 |
| รูปที่ 5.2 Net Private Capital Flows and Real Effective Exchange Rate Index | 78 |

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย