

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญ

ในยุคที่เศรษฐกิจโลกมีความเชื่อมโยงกันมากขึ้นผ่านการเปิดเสรีทางการค้าและการเงินภายใต้ระบบเสรีนิยมใหม่ (Neo-liberalism) ตั้งแต่ทศวรรษ 1980 เป็นต้นมา เงินทุนจากภูมิภาคต่างๆถูกเคลื่อนย้ายไปทั่วโลกอย่างรวดเร็ว ทำให้วิกฤตการเงินโลกที่เกิดขึ้นในปัจจุบัน ส่งผลกระทบไปยังระบบเศรษฐกิจต่างๆทั่วโลก โดยเฉพาะจากความเชื่อมโยงทางเศรษฐกิจผ่านช่องทางการเงินและการค้าระหว่างประเทศที่มีปริมาณเพิ่มมากขึ้นในช่วง 2 ทศวรรษที่ผ่านมา เช่น วิกฤตการเงินในตลาดการเงินสหรัฐฯ หรือวิกฤต subprime ในปี 2551 ที่ลุกลามไปทั่วโลกจนทำให้เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอยอย่างรุนแรง จุดเริ่มต้นของปัญหาเกิดขึ้นภายใต้กรอบแนวคิด “The American Dream” ของจอร์จ ดับเบิลยู บุช ที่ส่งเสริมให้ประชาชนอเมริกันมีบ้านเป็นของตัวเอง บวกกับการผ่อนคลายกฎเกณฑ์ในการกำกับสถาบันทางการเงินในการแปลงสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยผ่านกระบวนการแปลงเป็นหุ้นกู้จำพวก Mortgage-Backed Security (MBS) และ Collateralized debt obligations (CDOs) เพื่อทำการเก็งกำไร (ณัฐา ปิยะกาญจน์ และ อภิวรรณ นิมละมัย, 2552) บวกกับความซับซ้อนของนโยบายการเงินและธุรกรรมการเงินที่เอื้อประโยชน์ให้แก่ผู้ที่ไม่ประสิทธิภาพหรือ subprime เมื่อผู้กู้เหล่านั้นไม่มีความสามารถในการชำระหนี้ จึงก่อให้เกิดวิกฤต และส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกในเวลาต่อมา ผลกระทบของวิกฤตการเงินแผ่ขยายเป็นวงกว้างผ่านการกู้ยืมเงินจากภาคต่างประเทศของสถาบันการเงินสหรัฐฯ โดยเฉพาะบริษัทการเงินยักษ์ใหญ่เช่น AIG (American International Group, Inc.) ซึ่งเป็นผู้อยู่เบื้องหลังการรับประกันให้แก่ตราสาร CDOs เพื่อเป็นการประกันความเสี่ยงในกรณีที่เกิดวิกฤตขึ้น ซึ่งก็คือตราสาร Credit Default Swaps (CDS) เมื่อบริษัทยักษ์ใหญ่ AIG ซึ่งมีบริษัทลูกอยู่ในภูมิภาคต่างๆทั่วโลกล้ม ย่อมส่งผลกระทบลุกลามไปทั่วโลก (กอบศักดิ์ ภูตระกูล, 2555)

หลังจากนั้นเป็นต้นมาเศรษฐกิจสหรัฐฯเข้าสู่ภาวะถดถอยอย่างรุนแรง ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ได้พยายามลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Fed Funds Rate) ลงเกือบถึงร้อยละ 0 แต่ก็ไม่สามารถช่วยกระตุ้น

เศรษฐกิจให้ดีขึ้นได้ จนในปลายปี 2008 ธนาคารกลางสหรัฐฯต้องออกมาตรการ Unconventional monetary policy หรือ Quantitative Easing (QE)ซึ่งเป็นหนึ่งในกลไกที่ธนาคารกลางหลายประเทศนำมาใช้เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในยามที่เศรษฐกิจตกต่ำโดยทำการอัดฉีดเม็ดเงินเข้าสู่ระบบเพื่อเป็นการเพิ่มสภาพคล่องและกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยระยะที่ 1 (Q4/2008-Q3/2010)ธนาคารกลางได้ใช้มาตรการ QE เพื่อเสริมสร้างสภาพคล่องในระบบธนาคารและเพื่อพยุงราคาสังหาริมทรัพย์ โดยให้เงินกู้ระยะสั้นแก่สถาบันการเงินผ่าน Term Auction Facilities กว่า 4.3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ. และเข้าซื้อตราสารหนี้หลักโดยสินเชื่อสังหาริมทรัพย์ (Mortgage Backed Securities) ผ่านโครงการ Term Asset-Backed Loan Facilities (TALF) ทำให้งบดุลการเงินของธนาคารกลางเพิ่มขึ้นกว่าเท่าตัวและเป็นการเพิ่มปริมาณเงิน (High Power Money) ในระบบกว่า 1.2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ.(สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง, 2553) แต่เนื่องจากผลของQE1ทำให้ตัวเลขการเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐฯฟื้นตัวแต่อยู่ในเกณฑ์ที่เปราะบาง GDP เริ่มกลับมาเป็นบวก แต่อัตราการว่างงานยังสูงถึงร้อยละ 9.6 ดังนั้นทำให้มาตรการ QE ระยะที่ 2 ถูกนำมาใช้อีกครั้ง โดยมีการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯระยะยาว (Long-term Treasury) ในวงเงินกว่า 6 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ.

จะเห็นว่าเมื่อสหรัฐฯเผชิญกับวิกฤตการเงิน การกระจายตัวของวิกฤตแพร่ไปยังภูมิภาคอื่นๆ เช่น อเมริกาใต้ ยุโรป ออสเตรเลีย รวมถึงเอเชีย แบ่งตามความเชื่อมโยงทางการค้าและการพึ่งพาการส่งออก ตามภาพที่ 1.1



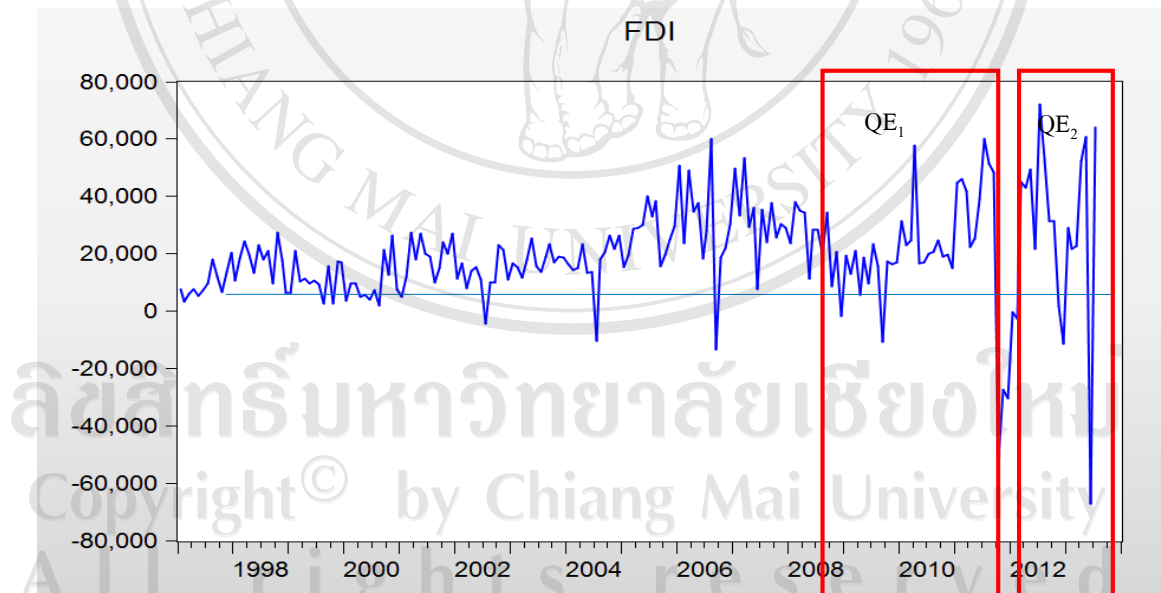
ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทยอ้างอิงในฉันทา ปีระกาศุจัน์ และ อภิวรรด นั้มละมัย(2552)

ภาพที่ 1.1 การแพร่กระจายของวิกฤตการเงิน

จากภาพที่ 1.1 ผลกระทบของวิกฤตการเงินที่เกิดขึ้นมีช่องทางในการส่งผ่านดังนี้ ผ่านความเชื่อมโยงทางการเงิน (International Financial Linkages) 4 ด้านที่สำคัญได้แก่ การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ตลาดหุ้น และอัตราแลกเปลี่ยน (ณฐาปิยะกาญจน์ และ อภิวัฒน์ นิ่มละมัย, 2552) อีกทั้งยังกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริงผ่านดุลการค้า ความสามารถทางการแข่งขันด้านราคาและรายได้ของผู้ส่งออก (สรพล ตูลยะเสถียร; สิริกมล อุดมผล และ นายณพัชร หวังรุ่งวิชย์ศรี, 2553)

ก) ผลกระทบต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ

การดำเนินนโยบายของสหรัฐมีบทบาทสำคัญในการทำให้เกิด shock ไปสู่หลายๆประเทศ (จิตติมา จันทรัง, 2553) โดยหลังจากการประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายทางการเงินของธนาคารกลางสหรัฐ มีการอัดฉีดเม็ดเงินเข้าสู่ระบบผ่านการดำเนินมาตรการผ่อนคลายดังกล่าว ส่งผลกระทบให้ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจโลกเพิ่มขึ้นอย่างหนีไม่พ้น และเคลื่อนย้าย (Capital inflow) เข้าสู่ภูมิภาคเอเชียและตลาดเกิดใหม่ (emerging) รวมทั้งประเทศไทย ที่มีอัตราการเจริญเติบโตที่ดีกว่า จะพบว่าปริมาณเงินทุนที่ไหลเข้ามีทั้งในการลงทุนระยะยาว ระยะกลาง และระยะสั้น เช่นการลงทุนทางตรง (Foreign Direct Investment: FDI) และการลงทุนในหุ้น (Portfolio Investment) ที่มีการย้ายเข้าและออกอย่างผันผวนตั้งแต่ช่วงปลายปี 2008 ถึงปัจจุบัน ดังภาพที่ 1.2

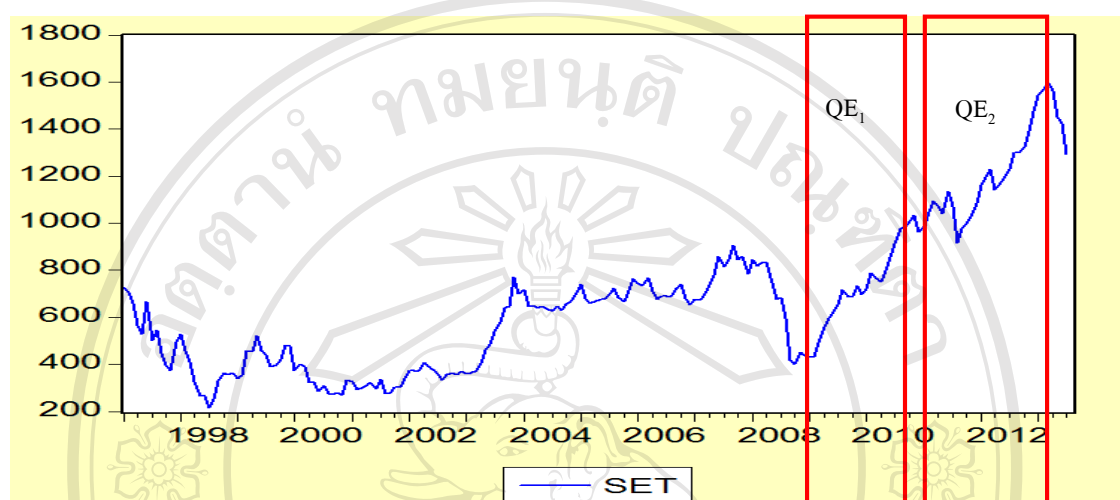


ที่มา :ธนาคารแห่งประเทศไทย (2556)

ภาพที่ 1.2 การลงทุนทางตรงจากต่างชาติ 1997-2013

ข) ผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์

เงินลงทุนระยะกลางและระยะสั้นที่เข้ามาในตลาดทุนของไทยตั้งแต่ช่วงปลายปี 2008 เป็นต้นมา มีแนวโน้มผลักดันดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของไทยให้เพิ่มขึ้น จนถึงจุดสูงสุดในประวัติการณ์คือที่ 1597 จุด ในเดือนเมษายนปี 2013 ดังภาพที่ 1.3



ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2556)

ภาพที่ 1.3 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 1997-2013

ทั้งนี้การเข้ามาของเงินทุนมีลักษณะการเข้ามาเป็นรอบๆตามแรงหนุนของสภาพคล่องที่ถูกอัดฉีดเข้ามา ปริมาณการเข้าซื้อหลักทรัพย์ผลักดันให้ดัชนีตลาดสูงขึ้น และหลังจาก Ben bernanke ประธานธนาคารกลางแห่งสหรัฐฯออกมาประกาศลดปริมาณ QE หรือเรียกว่า QE tapering จึงส่งผลให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยตกลงมา โดยแรงเทขายของนักลงทุนที่ดึงเงินทุนกลับเมื่อตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐปรับตัวดีขึ้น

ค) ผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน

อีกทั้งยังทำให้ค่าเงินของภูมิภาคดังกล่าวแข็งค่าขึ้น เห็นได้จากภาพที่ 3 ในช่วงเวลาการใช้มาตรการ QE1 (18 มี.ค. - 30 ต.ค.2009) และ QE2 (3 พ.ย. 2010-30 มิ.ย. 2011) ดัชนีชีวัดดอลลาร์ (Dollar Index Spot, DXY) อ่อนค่าลง 10%ขณะที่ดัชนีค่าเงินสกุลเอเชียปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นแข็งค่าเฉลี่ย 5.5-5.9% ค่าเงินบาทปรับแข็งค่าขึ้น 1.95% (กุลยา วรรณริยชาติ, 2556) ตามภาพที่ 1.4



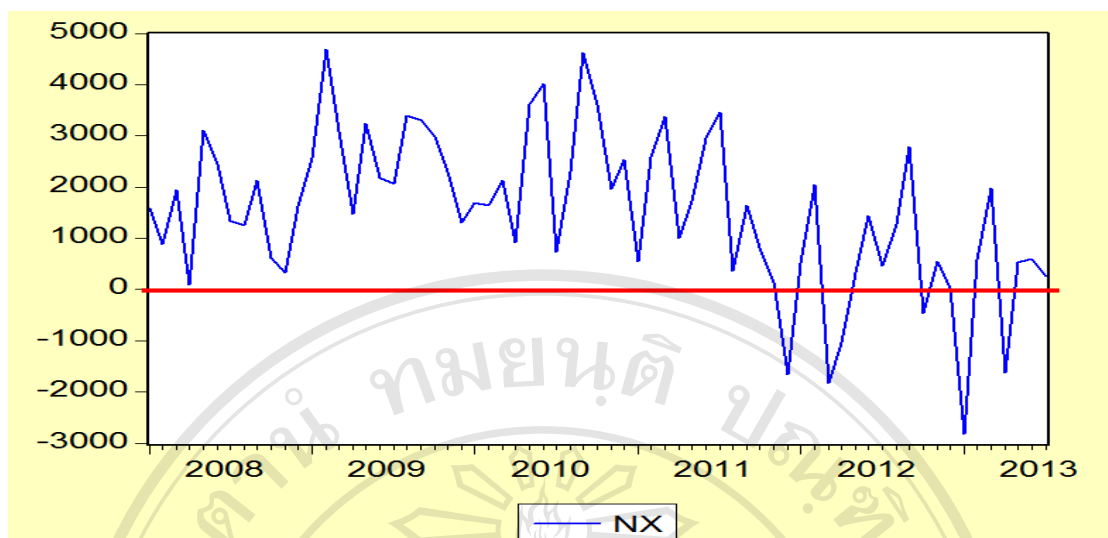
ที่มา :Bloomberg (2556)

ภาพที่ 1.4 เปรียบเทียบดัชนีค่าเงินสกุลบาท และ ดัชนีชี้วัดดอลลาร์ สรอ. (Dollar Index Spot, DXY)

ง) ผลกระทบต่อดุลการค้า

นอกจากภาคการเงินของประเทศเศรษฐกิจใหม่ที่ได้รับผลกระทบแล้ว ยังส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริง กรณีประเทศไทยผลกระทบมาตรการQE สามารถแบ่งได้ 2 ลักษณะ คือผลกระทบต่อภาคการเงินผ่านการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศและการแข็งค่าเงินบาท และผลต่อภาคเศรษฐกิจจริงผ่านดุลการค้า ความสามารถในการแข่งขันด้านราคาและรายได้ของผู้ส่งออก จากภาพที่ 5 พบว่าดุลการค้าไทยหลังช่วง QE1 และ QE2 มีแนวโน้มที่จะลดลง เนื่องจากผลของการแข็งตัวของค่าเงินบาท แต่จะเห็นว่าผลกระทบนั้นยังไม่ชัดเจนเนื่องจากผู้ซื้อขายระหว่างประเทศมักจะทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเพื่อเป็นการเลี่ยงความผันผวนของค่าเงินไว้แล้ว บวกกับช่วงเวลาดังกล่าว เศรษฐกิจจีนและอาเซียนมีแนวโน้มการขยายตัวที่ดี จึงทำให้คำสั่งซื้อล่วงหน้ามีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ผู้ส่งออกสามารถปรับตัวโดยการย้ายการส่งออกไปยังประเทศอื่นๆ ทำให้ดุลการค้ายังคงอยู่ในฝั่งบวก (ศรพล ตูลยะเสถียร; สิริกมล อุดมผล และ นายณพัชร หวังรุ่งวิชัยศรี, 2553)

Copyright © by Chiang Mai University
All rights reserved



ที่มา :ธนาคารแห่งประเทศไทย (2556)

ภาพที่ 1.5 ดุลการค้าของประเทศไทย 2008-2013

การศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินส่วนใหญ่มักจะใช้แบบจำลอง VAR ในการศึกษา โดยมีจุดเริ่มต้นจากการศึกษาของ Christopher A. Sims (1992) ที่ได้นำวิธี VAR มาใช้ในการศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงิน ทำให้วิธีนี้ถูกนำมาใช้อย่างกว้างขวาง เนื่องจาก VAR ใช้วิธีการวิเคราะห์ที่เป็นระบบในการศึกษาการเปลี่ยนแปลง (shocks) เชิงพลวัต (Dynamic) และการเคลื่อนไหวร่วมกันของตัวแปร (Co-movement of endogenous variable) ผ่านช่วงเวลาที่แตกต่างโดยไม่มีข้อจำกัดในเรื่องของเวลาและไม่จำเป็นต้องมีทฤษฎีรองรับ ซึ่งปัจจุบันมีการประยุกต์ใช้วิธี VAR ในการศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินอย่างกว้างขวาง เช่น วรณยูพา เอี่ยมจ้อย (2005) นภาพร แซ่เตียว (2007) ปริญดา สุธิ์สธิ์ (2008) ฉัตรชัย วงษ์ขวัญเมือง (2010) พชนี ศรีพิลาภ (2011) และ Giorgi Machavariani (2012) โดยส่วนใหญ่มักใช้ตัวแปรไม่มากกว่า 8 ตัว ซึ่งอาจจะไม่เพียงพอในการอธิบายผลกระทบที่จะเกิดขึ้นจริง และก่อให้เกิดปัญหา Price Puzzle ที่ทำให้ผลการศึกษาออกมาไม่ตรงตามหลักทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ ดังนั้นจึงมีการศึกษาเพิ่มเติมเพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าว โดย Bernanke, Boivin and Elias (2004) ได้ทำการศึกษาโดยการเพิ่มจำนวนตัวแปรเข้าไปในแบบจำลอง 105 ตัว เพื่อแก้ไขปัญหา โดยมีการวิเคราะห์ปัจจัยหรือ Factor Analysis ก่อนการนำตัวแปรไปวิเคราะห์ในแบบจำลอง VAR และเรียกวิธีดังกล่าวว่า (FAVAR) ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า ปัญหา Price Puzzle หดไป และผลการศึกษาจาก FAVAR สามารถอธิบายได้มากกว่า VAR และยังคงสอดคล้องตามหลักทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ เช่นเดียวกับการศึกษาของ Masahiko (2005) ที่ได้ศึกษากรณีประเทศญี่ปุ่น และไพบุลย์ พงษ์ไพเชฐ (2007) ที่ได้ทำการศึกษกรณีประเทศไทย พบว่าการเพิ่มจำนวนตัวแปรเข้าไปในแบบจำลอง VAR สามารถแก้ไขปัญหา Price Puzzle ได้

ถึงอย่างไรก็ตาม หากพิจารณาข้อมูลตัวแปรสำคัญๆ ของเศรษฐกิจมหภาคแล้ว จะพบว่าส่วนใหญ่ข้อมูลมีการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างที่ผันผวน (Structural break) เมื่อเวลาผ่านไป เช่น ดัชนีราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ดัชนีราคาหลักทรัพย์ S&P (SP) ปริมาณเงิน (M) อัตราดอกเบี้ย Interbank rate (Interbank) อัตราเงินเฟ้อ (CPI) อัตราแลกเปลี่ยนดอลลาร์สหรัฐต่อบาท (EX) และรายจ่ายภาครัฐบาล (G) ตามการศึกษาของ ธนกฤต ฤกษ์ประจักษ์ (2012) โดยเฉพาะในช่วงที่เศรษฐกิจเผชิญกับวิกฤต เช่น วิกฤตเศรษฐกิจต้มยำกุ้ง 1997-1998 ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยออกมาประกาศเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากแบบตรึงเงินเป็นแบบลอยตัว ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนอ่อนค่าลงอย่างรุนแรง อีกทั้งวิกฤตเศรษฐกิจแฮมเบอร์เกอร์หรือซับไพร์มในปี 2007 ซึ่งจะนำมาใช้เป็นประเด็นหลักในการศึกษาครั้งนี้ ดังนั้นจึงเป็นข้อได้เปรียบที่จะใช้แบบจำลองมาร์คอฟ-สวิตซิง เวกเตอร์ออโต้รีเกรสซีฟ (Markov-Switching vector autoregressive : MS-VAR) วิเคราะห์ข้อมูลในสถานะที่เศรษฐกิจมีความผันผวน เพื่อเพื่อวิเคราะห์ความผันผวนของวัฏจักรการเข้าออกของปริมาณเงินทุน ที่เป็นผลจากการดำเนินนโยบายผ่อนคลายทางการเงิน(QE) ในแต่ละสถานะ (Regime) อีกทั้งเพื่อเป็นการแก้ไขปัญหา Price Puzzle ในแบบจำลอง VAR ตามการศึกษาของ Bernanke , Bovin and Elias (2004) การศึกษาครั้งนี้จึงทำการเพิ่มตัวแปรในการศึกษาให้ครอบคลุมและทำการวิเคราะห์ปัจจัย (Factor Analysis) ก่อนการวิเคราะห์แบบจำลอง VAR โดยจะเรียกการผสมแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ว่า Markov-Switching structural factor-augmented VAR (MS-SFAVAR) ตามการศึกษาของ Eric Girardin และ Zakaria Moussa (2012)

1.2 วัตถุประสงค์

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ที่จะศึกษาผลกระทบของการส่งผ่านมาตรการผ่อนคลายทางการเงิน (QE) ของสหรัฐอเมริกาต่อระบบเศรษฐกิจภายในของประเทศไทย โดยวิเคราะห์ข้อมูลอนุกรมเวลาด้วยแบบจำลอง Markov-Switching structural factor-augmented VAR (MS-SFAVAR) ดังนี้

1.2.1. เพื่อวิเคราะห์ความผันผวนของวัฏจักรการเข้าออกของปริมาณเงินทุน ที่เป็นผลจากการดำเนินนโยบายผ่อนคลายทางการเงิน(QE) ในแต่ละสถานะ (Regime)

1.2.2. ศึกษาขนาดและทิศทางของผลกระทบของการส่งผ่านนโยบายผ่อนคลายทางการเงิน (QE) ที่มีต่อภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศไทย

1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.3.1 นักศึกษาหรือผู้สนใจทั่วไปสามารถดัดแปลงเทคนิคการวิเคราะห์มาร์คอฟสวิตช์ซึ่งนำไปพัฒนางานต่อไปในอนาคตได้

1.3.2 ภาครัฐกิจสามารถทราบถึงระยะเวลาและผลกระทบของนโยบาย QE ที่อาจจะเกิดขึ้นกับภาวะเศรษฐกิจไทย เพื่อที่จะปรับเปลี่ยนแผนกลยุทธ์ในการรับมือกับมัน

1.3.3 ธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถให้ผลการศึกษาประกอบการตัดสินใจในการกำหนดกรอบนโยบายการเงินในการรับมือกับการเปลี่ยนแปลงทางด้านการเงินจากตลาดโลก

1.4 ขอบเขตการศึกษา

การศึกษานี้ศึกษาผลกระทบของการส่งผ่านนโยบายผ่อนคลายทางการเงิน(QE) ของสหรัฐอเมริกาต่อระบบเศรษฐกิจภายในของประเทศไทย โดยวิเคราะห์ข้อมูลอนุกรมเวลาด้วยแบบจำลอง Markov-Switching Factor Auto Vector Auto regression (MS-SFAVAR) model ตามการศึกษาของ Eric Girardin และ Zakaria Moussa (2012) และทำการวิเคราะห์ปัจจัย (Factor Analysis) ก่อนนำไปใส่แบบจำลอง MS-VAR เพื่อเป็นการแก้ปัญหา Price Puzzle ตามการศึกษาของ Ben S. Bernunke, Jean Boivin and Piotr Elias (2012) และเพื่อหาระยะเวลาในการเกิดผลกระทบโดยการหา filtered probability ทั้งนี้การศึกษานี้จะหาขนาดและผลกระทบของนโยบาย QE จากแบบจำลอง BVAR และนำมาสร้างเป็น Impulse Response Function ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาคือข้อมูลตัวแปรเศรษฐกิจมหภาครายเดือน ตั้งแต่เดือนตุลาคมปี 2008 ถึง มิถุนายน ปี 2013 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ ได้ประกาศใช้มาตรการผ่อนคลายทางการเงินระยะที่ 1 และระยะที่ 2 จำนวนทั้งหมด 135 ตัวแปร

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved