

บทที่ 5

สรุปผลและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

การวัดผลกระทบของนโยบายผ่อนคลายทางการเงินของสหรัฐฯที่มีต่อระบบเศรษฐกิจไทยในครั้งนี้ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ปัจจัยร่วมในการสกัดหาตัวแทนในแต่ละปัจจัย จากค่าสังเกตทั้งหมด 135 ค่า ระยะเวลาตั้งแต่เดือนมกราคม 2552 ถึงกรกฎาคม 2555 บวกกับแบบจำลองมาร์คอฟ-สวิตชิง เบเซียน วาร์ (MS-BVAR) เพื่อหาระยะเวลาในการเกิดผลกระทบในแต่ละรอบ ได้ผลการศึกษาดังนี้

5.1.1 การทดสอบคุณสมบัติความนิ่ง (Unit root test)

ก่อนการวิเคราะห์ปัจจัยร่วม (Principle Component Analysis) ข้อมูลที่จะนำมาใช้ต้องมีคุณลักษณะนิ่ง (stationary) ก่อน ดังนั้นจึงได้มีการปรับปรุงตัวแปรต่างๆ ทั้ง 135 ตัวให้มีความนิ่งโดยการทดสอบ Unit root ด้วยวิธี Ng and Perron (NP) Test ได้ผลการปรับข้อมูลโดยตัวแปรที่มีความนิ่งแล้วมี 3 ลักษณะ คือข้อมูลที่มีความนิ่งอยู่แล้ว ที่ระดับ level : $I(0)$ ข้อมูลที่ต้องทำการอนุพันธ์อันดับหนึ่ง first difference : $D(1)$ และข้อมูลที่ต้องอนุพันธ์อันดับสอง Second difference : $D(2)$

5.1.2 ผลการวิเคราะห์ปัจจัย (Principle Components Analysis)

เนื่องจากตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคที่ใช้ในการศึกษามีจำนวนมาก การศึกษาจึงจำเป็นต้องใช้เทคนิคการวิเคราะห์ปัจจัยเพื่อเป็นการลดขนาดจำนวนตัวแปรและหาตัวแทนตัวแปรของแต่ละกลุ่มที่เหมาะสม ซึ่งเมื่อพิจารณา Rotated Component Matrix ดังตารางที่ 1 หลังจากการหมุนแกนปัจจัยแบบ Varimax พบว่าตัวแปรที่อยู่ใน Factor ที่มีความสำคัญมากที่สุด 9 ด้านตามการศึกษาของ ของ Bernanke ,Bovin and Eliazs (2004) ดังนี้ FA1: Real outputFA2: EmploymentFA3: Private consumptionFA4: Stock marketFA5: Exchange rateFA6: Interest rateFA7: Money supplyFA8: Price Index และ FA9: Trade balance

5.1.3 ผลการประมาณแบบจำลอง VAR / BVAR และ Impulse Response Function

เนื่องจากการศึกษานี้ต้องการพิจารณาผลกระทบของนโยบาย QE ที่จะส่งผ่านมายังระบบเศรษฐกิจไทยในด้านต่างๆ ดังนั้นจึงได้วิเคราะห์การส่งผ่านผลกระทบ โดยจะวิเคราะห์แยกเป็นคู่ๆ (Binary) เพื่อที่จะดูการส่งผ่านผลกระทบเริ่มจากตัวกลาง การลงทุนทางตรงจากต่างประเทศ (FDI) และการลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ (FPI) ที่จะเกิดขึ้นกับตัวแปรเศรษฐกิจทั้ง 9 ด้าน และจะทำการเปรียบเทียบผลจากการประมาณแบบจำลอง VAR ธรรมดา และแบบจำลอง Sims-Zha Prior reduced form Bayesian VAR (B-VAR) และนำมาหา Impulse Response Function เพื่อพิจารณาระยะเวลาที่เกิดผลกระทบ ดังนี้

ผลกระทบของ QE ผ่านตัวกลาง FDI ที่มีต่อระบบเศรษฐกิจไทย

การเปรียบเทียบผลการประมาณแบบจำลอง VAR และ BVAR ในการหาขนาดและทิศทางของผลกระทบของ FDI จากแบบจำลอง VAR พบว่า FDI ส่งผลกระทบด้านบวกต่อปริมาณผลผลิตที่แท้จริง การบริโภคภาคเอกชน ตลาดหลักทรัพย์ อัตราแลกเปลี่ยน ปริมาณเงิน และดัชนีราคาในระยะแรกที่มีเงินทุนไหลเข้า ขณะเดียวกัน FDI ส่งผลกระทบด้านลบแก่ การจ้างงาน อัตราดอกเบี้ยและดุลการค้า ทั้งนี้จากผลการประมาณแบบจำลอง BVAR บ่งชี้ว่าผลกระทบของ FDI ส่งผลกระทบด้านบวกต่อ ปริมาณผลผลิตที่แท้จริง การจ้างงาน การบริโภคภาคเอกชน ตลาดหลักทรัพย์ ปริมาณเงิน และดัชนีราคา ขณะเดียวกัน FDI ส่งผลกระทบด้านลบต่อ อัตราแลกเปลี่ยน และดุลการค้า จากผลการประมาณแบบจำลอง VAR และ BVAR และนำมาสร้าง Impulse Response Function พบว่าจากแบบจำลอง VAR ผลกระทบ (Shock) ของการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศ (FDI) ที่เกิดขึ้นจะส่งผลกระทบมีลักษณะสอดคล้องกันทั้ง 9 แบบจำลอง กล่าวคือผลกระทบจะเกิดขึ้นตั้งแต่เดือนแรกๆ และเพิ่มสูงขึ้นในเดือนที่ 3-4 จากนั้นจะค่อยๆ ปรับตัวลงและกลับเข้าสู่ดุลยภาพในเดือนที่ 5 เป็นต้นไป ระยะเวลารวมที่เกิดผลกระทบประมาณ 4-5 เดือนก่อนที่กลับเข้าสู่ดุลยภาพ ตรงกันข้ามกับ IRF จากแบบจำลอง BVAR ซึ่งลักษณะของผลกระทบเป็นแบบ explosive คือ ไม่กลับเข้าสู่ดุลยภาพ

ผลกระทบของ QE ผ่านตัวกลาง FPI ที่มีต่อระบบเศรษฐกิจไทย

การเปรียบเทียบผลการประมาณแบบจำลอง VAR และ BVAR ในการหาขนาดและทิศทางของผลกระทบของ FDI จากแบบจำลอง VAR พบว่า FDI ส่งผลกระทบด้านบวกต่อ ดุลการการค้า แต่แบบจำลอง BVAR ชี้ว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ (FPI) ส่งผลกระทบด้านบวกต่อ ปริมาณผลผลิตที่แท้จริง การจ้างงาน ตลาดหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ย ปริมาณเงิน และดัชนีราคา ในช่วงแรกที่มีการเข้า

การลงทุน และส่งผลกระทบต่อ การบริโภคภาคเอกชน อัตราแลกเปลี่ยน และดุลการค้า เนื่องจากการเข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์จะทำให้ความต้องการเงินบาทเพิ่มขึ้น ทำให้เงินบาทแข็งตัวและกระทบกับดุลการค้าในที่สุด ทั้งนี้เมื่อนำผลการประมาณค่าแบบจำลอง VAR และ BVAR มาสร้างเป็นกราฟ Impulse Response Function จะเห็นว่า จากแบบจำลอง VAR การลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ (FPI) พบว่ามีผลกระทบที่เกิดขึ้นตั้งแต่เดือนที่ 1 ที่มีการลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ และจะค่อยๆเพิ่มระดับขึ้นไปจนถึงเดือนที่ 3-5 จากนั้นจะปรับตัวกลับเข้าสู่ภาวะปกติหรือดุลยภาพ ตั้งแต่เดือนที่ 6 เป็นต้นไป ระยะเวลาในการเกิดผลกระทบประมาณ 4-5 เดือน ตรงกันข้ามกับ IRF จากแบบจำลอง BVAR ซึ่งผลกระทบที่เกิดขึ้นจะไม่กลับเข้าสู่ดุลยภาพ หรือ explosive

5.1.4 ผลการประมาณแบบจำลอง MS-BVAR

เนื่องจากการศึกษานี้ต้องการศึกษาลักษณะการส่งผ่านผลกระทบของ QE ที่มีต่อระบบเศรษฐกิจไทยในแต่ละด้าน ดังนั้นจึงได้ทำการวิเคราะห์แบบจำลอง MS-BVAR โดยจะพิจารณาที่ละคู่ เพื่อที่จะดูผลกระทบที่เกิดขึ้นจริงในแต่ละด้านไป ผลการวิเคราะห์จึงแยกออกเป็น 2 ส่วน คือส่วนแรก ผลกระทบของ QE ผ่านตัวกลาง FDI ที่มีต่อระบบเศรษฐกิจทั้ง 9 ด้าน และตามด้วย ผลกระทบผ่านตัวกลาง FPI ตามลำดับ โดยผลการวิเคราะห์จะนำเสนอค่าความน่าจะเป็นในการคงอยู่ในแต่ละสถานะ และระยะเวลาที่คงอยู่ในสถานะนั้นๆ พิจารณาได้ดังนี้

ระยะเวลาในการเกิดผลกระทบของ QE (ผ่านตัวกลาง FDI)

ระยะเวลาในการส่งผ่านผลกระทบผ่านตัวกลาง FDI ต่อตัวแปรทั้ง 9 ด้านจากแบบจำลอง MS-BVAR พบว่าระยะเวลาคงอยู่ในสถานะเงินทุนไหลเข้าจะใช้เวลาเฉลี่ยประมาณ 14.61 เดือน ซึ่ง นานกว่าระยะเวลาคงอยู่ในสถานะเงินทุนไหลออก ระยะเวลาคงอยู่ในสถานะเงินทุนไหลออกเฉลี่ยประมาณ 1.2 เดือน จะเห็นได้ว่าเงินทุนที่ไหลเข้ามาในไทยจะใช้ระยะเวลาคงอยู่นาน และเปลี่ยนเป็นสถานะเป็นไหลออกโดยใช้ระยะเวลาสั้นๆ และไหลกลับเข้ามาใหม่ ซึ่งเมื่อพิจารณา ลักษณะความน่าจะเป็นแบบ Filtered probability จะเห็นว่าการไหลออกของ FDI จะสอดคล้องกับระยะเวลาที่มีการประกาศใช้นโยบาย QE และลักษณะการไหลเข้าออกมีลักษณะเป็นช่วงๆ (seasonal) ในสถานะไหลเข้า (Inflow regime) ตั้งแต่ต้นปีจนปลายปี 2008 เป็นช่วงที่มีปริมาณเงินทุนไหลเข้ามาโดยตลอด ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่เศรษฐกิจสหรัฐฯเผชิญกับวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ ทำให้ปริมาณเงินทุนส่วนหนึ่งมาอยู่ในตลาดเกิดใหม่ที่ยังไม่ได้รับผลกระทบมากนักจากวิกฤตและยังมีตัวเลขการเติบโตที่ดีกว่า จนกระทั่งมีการเปลี่ยนสถานะจากไหลเข้ามาเป็นไหลออกในในช่วงปลายปี 2008 ซึ่งเป็นช่วงที่

ธนาคารกลางของสหรัฐฯได้ประกาศใช้มาตรการ QE 1 ในวันที่ 25 พฤศจิกายน 2008 ทำให้การคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจสหรัฐน่าจะกลับมาดีอีกครั้ง ดังนั้นเงินทุนจึงไหลกลับสหรัฐฯ แต่เป็นแค่ช่วงเวลาประมาณ 3-4 เดือนเท่านั้น จากนั้นปริมาณเงินทุนส่วนเกินหรือสภาพคล่องที่ถูกอัดฉีดเข้ามาในระบบจากการทำ QE1 ก็ไหลกลับมายังกลุ่มประเทศเกิดใหม่อีกครั้งในช่วงกลางถึงปลายปี 2009 เนื่องจากการเข้ามาของเงินทุนทำให้ตลาดเกิดใหม่คึกคักและเป็นที่น่าสนใจต่อนักลงทุน สอดคล้องกับตัวเลขการเติบโตที่ยังคงสดใสอยู่

ต่อมาเนื่องจากตัวเลขการเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐยังไม่ดีขึ้น มาตรการ QE2 จึงถูกประกาศใช้อีกครั้งเมื่อวันที่ 3 พฤศจิกายน 2010 ส่งผลให้สถานะ การไหลเข้าของเงินทุนเปลี่ยนจากสถานะไหลเข้า (Inflow) มาเป็นสถานะไหลออก(Outflow) อีกครั้ง ในช่วงกลางปี 2011 แต่เป็นการไหลออกแค่ช่วงเวลา 2-3 เดือนซึ่งเป็นช่วงที่นักลงทุนต่างคาดการณ์ตรงกันว่าเศรษฐกิจสหรัฐต้องฟื้นตัวขึ้นอีกครั้ง แต่เป็นช่วงเวลาสั้นๆเท่านั้นที่เงินทุนไหลกลับสหรัฐฯ หลังจากนั้นก็ยังคงเหมือนเดิม เมื่อตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐต่อแวนว่าจะไม่ดีขึ้น สภาพคล่องส่วนเกินที่ถูกอัดฉีดสู่ระบบจึงไหลกลับเข้าสู่ตลาดเกิดใหม่ (emerging) รวมถึงประเทศไทยในเวลาต่อมา จนถึงปลายปี 2012 ที่เงินทุนไหลออกอีกครั้ง เนื่องจากการคาดการณ์ว่า QE3 จะถูกนำกลับมาใช้อีก เพื่อพิจารณาโดยรวมแล้วจะพบว่าระยะเวลาที่เกิดผลกระทบในแต่ละรอบจะใช้เวลาประมาณ 4-5 เดือนก่อนที่จะปรับมาสู่สภาวะเดิมและการไหลออกแต่ละครั้งจะใช้ระยะเวลาประมาณ 1 เดือน

ระยะเวลาในการเกิดผลกระทบของ QE (ผ่านตัวกลาง FPI)

โดยรวมแล้วจะพบว่า ความน่าจะเป็นในการคงอยู่ในสถานะเงินทุนไหลเข้า (Regime1) จะสูงกว่าในสถานะเงินทุนไหลออก (Regime2) เช่นเดียวกับระยะเวลาในแต่ละสถานะ พบว่าระยะเวลาคงอยู่ในสถานะไหลเข้าจะนานกว่า ส่วนระยะเวลาคงอยู่ในสถานะเงินทุนไหลออกประมาณ 1 – 2 เดือน ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาลักษณะความน่าจะเป็นแบบ Filtered probability กรณีค่าสังเกตการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศ FPI และตัวแปรทั้ง 9 ปัจจัยพบว่าระยะเวลาที่เกิดผลกระทบจะเกิดขึ้นเป็นช่วงๆ (seasonal) สอดคล้องกับกรณีค่าสังเกต FDI ซึ่งระยะเวลาที่เปลี่ยนสถานะประมาณ 3-4 เดือนก่อนที่จะกลับเข้าสู่สถานะปกติ และระยะเวลาที่ใช้ในการเปลี่ยนสถานะในแต่ละครั้งประมาณ 1 เดือน ผลกระทบรอบแรกที่เกิดขึ้นอยู่ในช่วงปลายปี 2008 ถึงต้นปี 2009 ซึ่งเป็นช่วงที่ธนาคารกลางสหรัฐฯประกาศใช้นโยบาย QE1 ทำให้สถานะเงินทุนไหลเข้าเปลี่ยนมาเป็นเงินทุนไหลออก ระยะเวลาในการเปลี่ยนสถานะประมาณ 1 เดือน รอบที่สองในช่วงกลางถึงปลายปี 2010 ซึ่งเป็นช่วงที่ QE2 ถูกประกาศออกมาใช้ ในระยะเวลาดังกล่าว เกิดการเปลี่ยนสถานะจากสถานะเงินทุนไหลเข้ามา

เป็นไหลออกอีกครั้ง ระยะเวลาเปลี่ยนสถานะประมาณ 1 เดือน ระยะที่สามคือช่วงปลายปี 2011 ถึงช่วงต้นปี 2012 เกิดการเปลี่ยนแปลงอีกครั้ง เนื่องจากการคาดการณ์ว่า QE 3 จะกลับมาใช้อีกครั้ง

5.2 สรุปและข้อเสนอแนะ

การวัดผลกระทบของนโยบายผ่อนคลายทางการเงินของสหรัฐฯที่มีต่อระบบเศรษฐกิจไทยในครั้งนี้ชี้ให้เห็นว่า ตัวกลางในการส่งผ่านผลกระทบมายังเศรษฐกิจไทย คือปริมาณเงินทุนไหลเข้า (Capital Inflow) ได้แก่การลงทุนทางตรงจากต่างประเทศ(Foreign Direct Investment: FDI) และการลงทุนในหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ(Foreign Portfolio Investment: FPI) ผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการใช้นโยบาย QE ผ่านFDI ต่อเศรษฐกิจไทยแบ่งเป็น 2 ลักษณะ คือลักษณะด้านบวก คือการใช้นโยบาย QE ทำให้ปริมาณเงินทุนส่วนเกินส่วนหนึ่งถูกนำมาลงทุนทางตรงในประเทศไทยซึ่งจะทำให้การจ้างงาน การบริโภคภาคเอกชน อัตราดอกเบี้ย และผลผลิตที่แท้จริงในประเทศไทยเพิ่มขึ้น ลักษณะที่สองคือส่งผลกระทบด้านลบ กล่าวคือนโยบาย QE ทำให้เงินดอลลาร์สหรัฐฯอ่อนตัว ตรงกันข้ามจะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนของไทยแข็งค่าขึ้น และส่งผลให้ดุลการค้าของไทยลดลงอีกทั้งปริมาณเงินทุนส่วนเกินที่เข้ามาในประเทศไทยทำให้ปริมาณเงินเพิ่มขึ้นตาม โดยระยะเวลาที่เกิดผลกระทบประมาณ 4-5 เดือน ก่อนที่ปรับตัวเข้าสู่ภาวะปกติ ส่วนผลกระทบที่เกิดขึ้นผ่านการลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ (FPI) แบ่งเป็น 2 ลักษณะเช่นกัน คือ ลักษณะด้านบวก คือการลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ กระตุ้นให้ปัจจัยด้านผลผลิตที่แท้จริงเพิ่มขึ้นตามและผลักดันให้ปัจจัยด้านตลาดหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ย และด้านปริมาณเงินเพิ่มขึ้นตามปริมาณเงินทุนที่เข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์ ตรงกันข้ามผลกระทบด้านลบ จะทำให้ระดับการจ้างงานลดลง เนื่องเงินทุนที่เข้ามาจะไปอยู่ในตลาดหลักทรัพย์และจะใช้ระยะเวลาหนึ่งในการส่งผ่านมายังภาคเศรษฐกิจจริง ทั้งนี้ทำให้ การบริโภคภาคเอกชนลดลง และส่งผลให้ดัชนีราคาลดลงตาม ถึงอย่างไรก็ตามการเข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์ยังส่งผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนของไทย คือจะทำให้เงินบาทแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ และสุดท้ายจะทำให้ดุลการค้าไทยลดลงในที่สุด ระยะเวลาที่เกิดผลกระทบประมาณ 4-5 เดือนระยะเวลาจากการประมาณ Filtered Probability และ Impulse Response ให้ผลที่สอดคล้องกัน ทั้งนี้โดยรวมแล้วผลที่เกิดขึ้นจากการทำ QE ต่อเศรษฐกิจไทยคือ การทำ QE ทำให้เกิดการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ เข้ามาสู่ตลาดในเมืองไทย ซึ่งการเข้ามามีลักษณะเป็นช่วงๆ ขึ้นอยู่กับช่วงระยะเวลาที่ธนาคารกลางสหรัฐฯประกาศใช้นโยบาย QE ผลทางด้านลบที่เกิดขึ้นกับเศรษฐกิจไทยคือ การเข้ามาลงทุนจากต่างประเทศทำให้ ความต้องการเงินบาทมากขึ้น จึงทำให้อัตราแลกเปลี่ยนไทยแข็งค่าขึ้น และสุดท้ายจะกระทบกับการส่งออกและดุลการค้าในที่สุด

ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

ธนาคารแห่งประเทศไทยในฐานะที่เป็นหน่วยงานในการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศหรือเป็นภูมิคุ้มกัน ป้องกันผลกระทบที่จะเกิดขึ้นจากความผันผวนที่เกิดขึ้นในตลาดโลก ควรจะรักษาอัตราดอกเบี้ยนโยบายซึ่งเป็นเครื่องมือหลักในการรักษาเสถียรภาพของเศรษฐกิจภายในประเทศให้มีความมั่นคง การศึกษาชี้ให้เห็นว่าผลกระทบของนโยบาย QE ที่เกิดขึ้นกับเศรษฐกิจไทยมีทั้งผลดีและผลเสีย ในส่วนของผลเสียคือ การเข้ามาของเงินทุนทำให้อัตราแลกเปลี่ยนไทยแข็งค่าขึ้นและกระทบดุลการค้าของประเทศ ดังนั้นธนาคารกลางควรจะรักษาอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม เพื่อป้องกันการไหลเข้าออกของเงินทุนอย่างรวดเร็วและจะกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนและดุลการค้า ทั้งนี้ธนาคารแห่งประเทศไทยควรเลือกใช้นโยบายที่จะเกิดผลกระทบในระยะเวลาที่เหมาะสม เพราะผลกระทบของเงินทุนที่เข้ามามีระยะเวลาประมาณ 4-5 เดือน ดังนั้นนโยบายที่จะเลือกใช้ควรจะส่งผลในระยะเวลาที่เหมาะสมกับช่วงที่เกิดผลกระทบ อีกทั้งควรประกาศแจ้งเตือนต่อภาคเอกชนให้ทราบถึงผลกระทบและระยะเวลาที่เกิดผลกระทบ เพื่อเป็นการเตรียมแผนรับมือกับการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นได้อย่างทันทั่วถึง

ข้อเสนอแนะต่อการศึกษาครั้งต่อไป

การศึกษานี้เกี่ยวกับกลุ่มข้อมูลที่มีขนาดใหญ่ ดังนั้นการวิเคราะห์ปัจจัยร่วมมีประโยชน์มากในการคัดเลือกตัวแปรที่จะนำมาใช้ศึกษา แต่การนำ factor เหล่านั้นมีข้อจำกัดคือไม่มีทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์มารองรับ ดังนั้นควรจะหาทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์มารองรับก่อนการเลือก factor มาใช้เพื่อลดข้อวิจารณ์ที่อาจจะเกิดขึ้น อีกทั้งการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยแบบจำลอง MS-BVAR อาจมีข้อจำกัดในเรื่องจำนวนตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ และผลการวิเคราะห์ที่ออกมาค่อนข้างจะอ่อนไหวต่อค่ารอบก่อนอื่น ๆ ดังนั้นผู้ศึกษาควรเลือกใช้แบบจำลองที่เหมาะสมระหว่าง MS-VAR และ MS-BVAR ที่อาจจะให้ผลที่คล้ายคลึงกัน

ลิขสิทธิ์ © by Chiang Mai University
All rights reserved