



จาก GFC ถึงวิกฤตโควิด เงินทุนเคลื่อนย้ายปรับเปลี่ยนไปอย่างไร

ทำไมนักลงทุนและนักธุรกิจไทยถึงรอฟังผลการประชุมของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) อย่างใจจดใจจ่อทุกครั้ง ทำไมตัวเลขการจ้างงานของสหรัฐฯ ที่อยู่อีกซีกโลกถึงสำคัญกับประเทศไทยอย่างที่เป็นอยู่ หนึ่งในคำตอบก็คือสิ่งเหล่านี้เป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนด ‘เงินทุนเคลื่อนย้าย’ ซึ่งส่งผลกระทบต่อกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ (emerging economies: EMs) อย่างไทย กระแสเงินทุนที่ไหลเข้าออกจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล และค่าเงินบาท โดยหากเงินทุนเคลื่อนย้ายหยุดไหลเข้ากะทันหันหรือไหลออกอย่างรุนแรงจะสามารถก่อให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจได้ อย่างที่เราได้เห็นในช่วงวิกฤตต้มยำกุ้ง

จากเงินกู้ยืมธนาคารข้ามพรมแดน สู่อินเทอร์เน็ตเงินลงทุนเคลื่อนย้ายในหุ้นและตราสารหนี้

รายงาน *Changing Patterns of Capital Flows*^[1] โดย Bank for International Settlements ที่ออกมาในเดือน เม.ย. 2564 ได้อธิบายการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนเคลื่อนย้ายก่อนและหลังเกิด Global Financial Crisis (GFC) ปี 2551 ว่า หนึ่งในเทรนด์ที่เด่นชัดที่สุด คือ เงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปแบบเงินกู้ยืมธนาคารระหว่างประเทศลดบทบาทลงมากภายหลัง GFC โดยหลักทางให้เงินทุนเคลื่อนย้ายผ่านหุ้นและตราสารหนี้ขึ้นมามีบทบาทสำคัญแทน เห็นได้จากสัดส่วนของเงินทุนเคลื่อนย้ายในตลาดตราสารหนี้ต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายทั้งหมดของ EMs เพิ่มขึ้นจากประมาณ 10% ในปี 2009 เป็น 38% ในปี 2019^[1]

มองเงินทุนเคลื่อนย้ายผ่าน 3Ps: Pipes, Push factors, Pull factors

1. **ช่องทาง (Pipes)** เงินทุนเคลื่อนย้ายไม่ได้ไหลเข้า EMs ผ่านการกู้ยืมจากธนาคารต่างชาติเป็นหลักเช่นในอดีต เนื่องจากธนาคารถูกกำกับดูแลเข้มงวดมากขึ้นหลัง GFC แต่ไหลเข้าผ่านการที่นักลงทุนสถาบันจากต่างชาติ เช่น กองทุนรวม หรือกองทุน ETFs นำเงินเข้ามาลงทุนในหุ้นและตราสารหนี้ โดยลงทุนอิงตามดัชนีสำคัญ เช่น MSCI Emerging Markets Index ทำให้เมื่อมีการปรับสัดส่วนสินทรัพย์ของบางประเทศในดัชนีสำคัญ จะทำให้เกิดความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายได้จากการปรับสัดส่วนการลงทุนในประเทศต่าง ๆ

2. **ปัจจัยภายนอกประเทศ (Push factors)** ที่สำคัญคือการเปลี่ยนแปลงทิศทางนโยบายการเงินของธนาคารกลางในประเทศอุตสาหกรรมหลักอย่าง Fed เช่น การทำ QE และการ Tapering ที่ส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องในตลาดการเงินโลก รวมทั้งความเชื่อมั่นของนักลงทุนในตลาดการเงินโลก (global risk sentiment) ที่สะท้อนผ่านดัชนี VIX ซึ่งส่งผลกระทบต่อความตัดสินใจของนักลงทุนต่างชาติในการเข้าลงทุนหรือถอนการลงทุนใน EMs

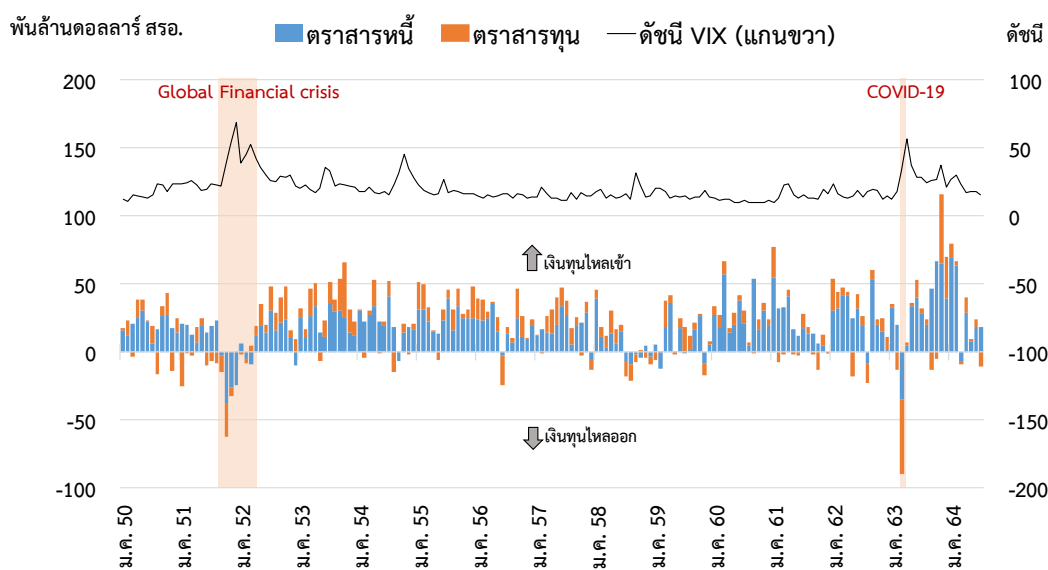
3. **ปัจจัยภายในประเทศ (Pull factors)** แบ่งเป็น (1) **ปัจจัยวัฏจักรเศรษฐกิจ** เช่น ทิศทาง GDP ดุลการค้า ดุลบัญชีเดินสะพัด มีบทบาทสำคัญในการดึงดูดเงินทุนเคลื่อนย้ายหลัง GFC อีกทั้งนักลงทุนต่างชาติเริ่มพิจารณาปัจจัยเหล่านี้ของ EMs เป็นรายประเทศมากขึ้น แทนที่จะพิจารณาเป็นกลุ่มประเทศเหมือนในอดีต และ (2) **ปัจจัยเชิงโครงสร้าง** เช่น เสถียรภาพทางเศรษฐกิจ ระดับการเปิดเสรีของภาคการเงิน ทั้งนี้ นักลงทุนต่างชาติเริ่มให้น้ำหนักปัจจัยนี้น้อยลงเวลาเลือกประเทศเพื่อลงทุน หลังกลุ่ม EMs ได้พัฒนาปัจจัยเชิงโครงสร้างของตนเองจนมีระดับใกล้เคียงกันมากขึ้น

เงินทุนเคลื่อนย้ายใน EMs ในช่วงวิกฤตโควิด

ในช่วงวิกฤตโควิดปี 2563 เราเห็นการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่ชัดเจนขึ้นในหลายมิติ มิติแรก คือ ประเภทของเงินทุนไหลออกส่วนใหญ่เป็นเงินทุนเคลื่อนย้ายจากกองทุนและตราสารหนี้ ซึ่งเงินทุนไหลออกจาก EMs ในช่วงที่โควิดระบาดครั้งแรกนั้นรวดเร็วและมีขนาดใหญ่กว่าวิกฤต GFC โดยพบว่าเงินทุนไหลออกจาก EMs ในเดือนมีนาคม 2563 สูงถึง 9 หมื่นล้านดอลลาร์ สรอ.

มิติที่สอง คือ เงินทุนไหลออกเกิดจากปัจจัยภายนอกประเทศ นั่นคือ global risk sentiment ที่เปลี่ยนแปลงอย่างจับพลันในช่วงต้นปี 2563 (รูปที่ 1) จากจำนวนผู้ติดเชื้อรายใหม่ทั่วโลกที่พุ่งขึ้นอย่างรวดเร็ว เงินทุนไหลออกได้กระทบต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจการเงินของ EMs โดยเฉพาะประเทศที่พึ่งพิงเงินลงทุนในหุ้นและตราสารหนี้จากต่างชาติเป็นสัดส่วนสูง

รูปที่ 1 เงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติในหลักทรัพย์ของ Emerging Markets (EMs) และ ดัชนี VIX



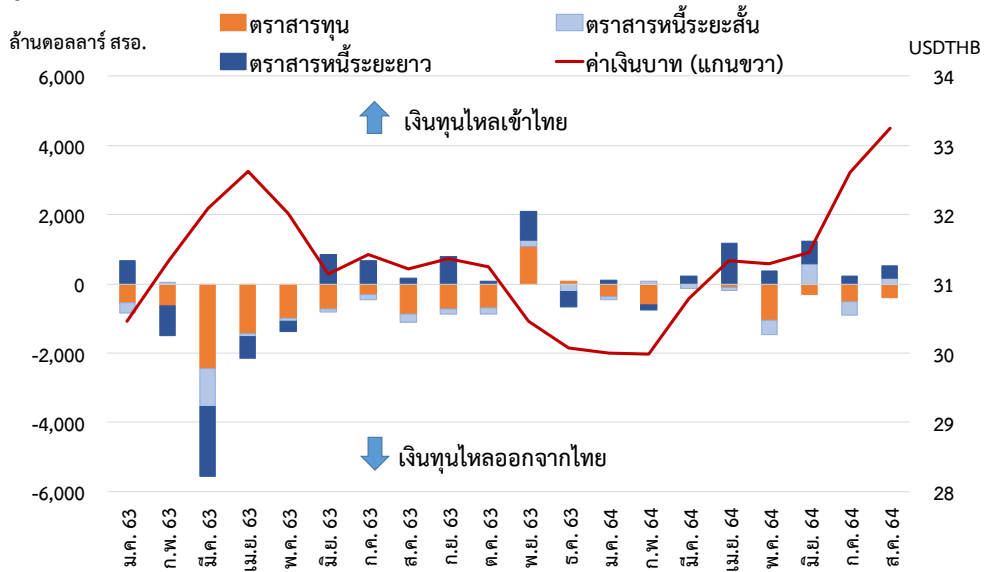
หมายเหตุ: ดัชนี VIX คือ เครื่องชี้วัดความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูล implied volatility ของตราสารราคา option ของ S&P 500 Emerging markets ในที่นี้รวม 25 ประเทศทั่วโลก ตามนิยามของ IIF
ที่มา: Institute of International Finance (IIF) และ Federal Reserve Economic Data (FRED)

มิติที่สาม คือ ปัจจัยภายในประเทศสามารถรองรับผลกระทบของเงินทุนไหลออกต่อเศรษฐกิจได้ ปัจจัยภายในประเทศเปรียบเสมือนภูมิด่านทานที่สะสมมา โดยประเทศที่มีปัจจัยพื้นฐานเศรษฐกิจเข้มแข็ง และมี policy space ของทั้งนโยบายการเงินและการคลัง จะสามารถรองรับผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจและตลาดการเงินได้ดีกว่า นอกจากนี้ วิกฤตโควิดที่เกิดขึ้นได้เน้นย้ำถึงความสำคัญของการประสานนโยบาย ทั้งนโยบายสาธารณสุข นโยบายการคลัง นโยบายการเงิน เพื่อฟื้นฟูเศรษฐกิจและสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุน

วิกฤตโควิดไทย เงินทุนเคลื่อนย้าย และค่าเงินบาท

หากกลับมามองประสบการณ์ของไทยในช่วงวิกฤตโควิด จะเห็นได้ว่าในช่วงต้นปี 2563 ประเทศไทยก็ได้รับผลกระทบที่รุนแรงเช่นเดียวหลายประเทศใน EMs โดยมีเงินทุนไหลออกทั้งจากหุ้นและตราสารหนี้ ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่กดดันเงินบาทให้อ่อนค่าอย่างรวดเร็ว (รูปที่ 2)

รูปที่ 2 เงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติในหลักทรัพย์ของไทย และค่าเงินบาทเทียบกับดอลลาร์ สรอ.



ที่มา: Bloomberg และธนาคารแห่งประเทศไทย

โดยในช่วงปลายปี 2563 ไทยสามารถควบคุมการระบาดในประเทศได้ อีกนักลงทุนต่างชาติมีความเชื่อมั่นมากขึ้นจากความคืบหน้าของวัคซีนและการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก จึงเริ่มเห็นเงินทุนไหลกลับเข้ามาและเงินบาทปรับแข็งค่าขึ้น อย่างไรก็ตาม ทั้งปี 2563 เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิของไทยยังเป็นการไหลออก โดยมีมูลค่าน้อยกว่าปีที่เกิดวิกฤต GFC เล็กน้อย

สำหรับในปี 2564 เงินบาทอ่อนค่าอย่างต่อเนื่องเนื่องจากความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อไทยที่แผ่ลงจากการระบาดของโควิดในไทยที่รุนแรงขึ้นมาก ทิศทางเศรษฐกิจที่ปรับแผ่ลง และดุลบัญชีเดินสะพัดที่มีแนวโน้มขาดดุล นอกจากนี้ การไหลออกของเงินทุนในบางช่วงยังเป็นปัจจัยกดดันให้เงินบาทอ่อนค่า ถึงแม้จะน้อยกว่าช่วงต้นปี 2563 มาก โดยนักลงทุนต่างชาติลดการลงทุนในตลาดหุ้นไทยอย่างต่อเนื่อง แต่ยังคงลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาวของไทย

อย่างไรก็ดี เสถียรภาพด้านต่างประเทศของไทยอยู่ในระดับที่แข็งแกร่ง สามารถรองรับความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายและค่าเงินบาทได้ ไทยมีเงินสำรองระหว่างประเทศสูงอันดับที่ 12 ของโลก อีกทั้งมีหนี้ต่างประเทศต่ำ สะท้อนจากสัดส่วนเงินสำรองระหว่างประเทศต่อหนี้ต่างประเทศระยะสั้นสูงถึง 3.4 เท่า นอกจากนี้ แบงก์ชาติได้ติดตามสถานการณ์อย่างใกล้ชิด โดยพร้อมดูแลไม่ให้เงินบาทผันผวนสูงจนกระทบกับการปรับตัวของเศรษฐกิจ

Disclaimer:

บทความนี้เป็นข้อคิดเห็นส่วนบุคคล ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับข้อคิดเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย (สปท.)

เอกสารอ้างอิง:

^[1] Bank of International Settlement (2021) Changing patterns of capital flows, CGFS papers No 66, <https://www.bis.org/publ/cgfs66.htm>

คณะผู้เขียน:



นายปวีร์ ศรีมัย ฝ่ายนโยบายการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย
email: pawees@bot.or.th



นายกิตตินันท์ เหล่าสุวรรณรัตน์ ฝ่ายนโยบายการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย
email: kittinai@bot.or.th