

FAO

FOCUSED AND QUICK

Issue 190

July 9, 2021

ผลของการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย ต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติในหลักทรัพย์ไทย

ชนกกานต์ เมฆยงค์

บทความนี้เป็นทรัพย์สินของธนาคารแห่งประเทศไทย
การกล่าว คัด หรืออ้างอิง ข้อมูลบางส่วนตามสมควรในบทความนี้
จะต้องกระทำโดยถูกต้อง และอ้างอิงถึงผู้เขียนและธนาคารแห่งประเทศไทย โดยชัดเจน

ข้อคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นความเห็นของผู้เขียน
ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย



“การเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายระหว่างไทยกับ
สหรัฐฯ มีผลต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่ไหลเข้าหลักทรัพย์ไทย
ค่อนข้างน้อยและมีความสำคัญเชิงเปรียบเทียบน้อยกว่าตัวแปรอื่น ๆ
เช่น เงินทุนเคลื่อนย้ายที่ไหลเข้ากลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ซึ่งสะท้อน
ความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติ”

Source: <https://theinvestio.com/news/inflated-bond-ratings-behind-2008-crisis-may-cause-new-one/>

บทความนี้ศึกษาผลของการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายระหว่างไทยกับสหรัฐฯ ต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่ไหลเข้าหลักทรัพย์ไทย (non-resident portfolio flows) โดยพบว่า การเพิ่มขึ้นของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายระหว่างไทยกับสหรัฐฯ จะดึงดูดเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่ไหลเข้าหลักทรัพย์ไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยเฉพาะในตลาดตราสารหนี้ อย่างไรก็ตาม การเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีขนาดผลกระทบค่อนข้างน้อย และมีความสำคัญเชิงเปรียบเทียบน้อยกว่าตัวแปรอื่น ๆ เช่น เงินทุนเคลื่อนย้ายที่ไหลเข้ากลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ซึ่งสะท้อนความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติ การคาดการณ์ค่าเงินบาท และ dividend yield ของตลาดหุ้นไทย ดังนั้นผู้กำหนดนโยบายไทยไม่จำเป็นต้องดำเนินนโยบายการเงินตามธนาคารกลางสหรัฐฯ เสมอไปและสามารถให้น้ำหนักกับการใช้เครื่องมืออัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจการเงินในประเทศได้

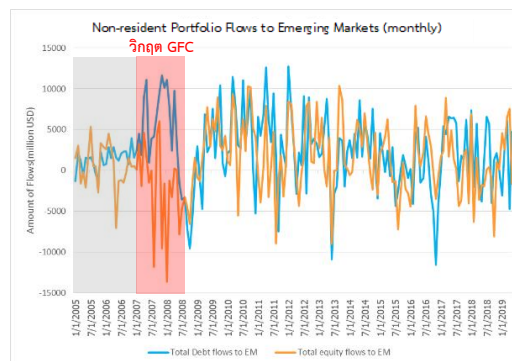
บทนำ

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา เงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่ไหลเข้าหลักทรัพย์ (non-resident portfolio flows) ในประเทศตลาดเกิดใหม่ (emerging markets: EMs) รวมถึงประเทศไทย มีขนาดใหญ่และมีความผันผวนมาก (รูปที่ 1) ตามสภาพคล่องในตลาดการเงินโลกที่เพิ่มขึ้นจากมาตรการเข้าซื้อหลักทรัพย์ (large scale asset purchases) ของประเทศอุตสาหกรรมหลักหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ เช่น วิกฤตเศรษฐกิจโลกปี 2008 และวิกฤตหนี้สาธารณะในกลุ่มประเทศยุโรปช่วงปี 2011

สำหรับประเทศเปิดขนาดเล็ก เงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่มีขนาดใหญ่และผันผวนมากจะนำมาซึ่งความท้าทายต่อการดำเนินนโยบายการเงิน เนื่องจากเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติจะส่งผลกระทบต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจอื่น ๆ ที่สำคัญ เช่น อัตราแลกเปลี่ยน ราคาหลักทรัพย์ และเสถียรภาพระบบการเงิน ซึ่งในบางครั้งเงินทุนเคลื่อนย้าย

ต่างชาติที่ไม่สอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจอาจส่งผลกระทบต่อเชิงลบได้ อาทิ ประเทศที่เผชิญกับสภาวะราคาสินทรัพย์ร้อนแรง เงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติไหลเข้าขนาดใหญ่อาจไปซ้ำเติมให้ราคาสินทรัพย์ปรับเพิ่มขึ้น เร่งการขยายตัวของสินเชื่อ และบั่นทอนเสถียรภาพการเงินในประเทศได้

รูปที่ 1 เงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่



ที่มา: Monthly Portfolio Flows Database, Institute of International Finance (IIF)

การเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติในหลักทรัพย์ ดังนั้น การกำหนดอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่สอดคล้องกับทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบายในต่างประเทศอาจส่งผลกระทบต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายและตัวแปรทางเศรษฐกิจการเงินในประเทศได้ เช่น หากเศรษฐกิจต่างประเทศขยายตัวดี เงินเฟ้อต่างประเทศอยู่ในระดับสูง จนทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายต่างประเทศปรับสูงขึ้น ในขณะที่เศรษฐกิจในประเทศซบเซาและตลาดการเงินในประเทศขาดสภาพคล่อง การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในประเทศเพื่อดูแลเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่สวนทางกับทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่างประเทศ อาจส่งผลให้เงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติไหลออกจากตลาดการเงินในประเทศได้ ซึ่งจะซ้ำเติมปัญหาสภาพคล่องของตลาดการเงินในประเทศ และอาจส่งผลให้ค่าเงินในประเทศอ่อนค่า ซึ่งจะกระทบผู้นำเข้าและผู้กู้เงินจากต่างประเทศ โดยผลกระทบข้างต้นจะรุนแรงขึ้นหากการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยต่อมีอิทธิพลต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายมาก

ดังนั้น การศึกษาเชิงประจักษ์เกี่ยวกับผลของการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างไทยและสหรัฐฯ ต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติจึงมีความสำคัญต่อผู้ดำเนินนโยบาย เนื่องจากจะช่วยให้ผู้ดำเนินนโยบายเข้าใจผลข้างเคียง (side effect) ต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติในหลักทรัพย์ไทยจากการดำเนินนโยบายการเงินที่อาจไม่สอดคล้องกับทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบายโลก (monetary policy divergence) ความเข้าใจดังกล่าวจะช่วยให้การวิเคราะห์ผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีความครอบคลุมมากขึ้น ตลอดจนชี้ให้เห็นถึงความจำเป็นในการเตรียมนโยบายเพิ่มเติม เพื่อบรรเทาผลกระทบของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติ

ที่มาและหลักการ

แนวคิดที่ว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยมีผลต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายสามารถอธิบายด้วยทฤษฎี Covered Interest Parity (CIP) กล่าวคือ ในตลาดที่สามารถเคลื่อนย้ายเงินทุนได้อย่างเสรี (frictionless market) การลงทุนในต่างประเทศ

โดยมีการปิดความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนทั้งหมด จะให้ผลตอบแทนเท่ากับการลงทุนในประเทศ โดยหากอัตราดอกเบี้ยของประเทศใดประเทศหนึ่งปรับเพิ่มขึ้น จะทำให้เกิด arbitrage opportunity กล่าวคือ นักลงทุนจะกู้เงินจากประเทศที่มีผลตอบแทนต่ำกว่า ไปลงทุนในประเทศที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า (ประเทศที่ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย) ซึ่งจะส่งผลให้ค่าเงินของประเทศที่ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยแข็งค่าขึ้น จนทำให้อัตราผลตอบแทนการลงทุนในทั้งสองประเทศเท่ากันที่สุดในที่สุด

อย่างไรก็ดี ทฤษฎี CIP อาจไม่เป็นจริงเสมอไป และผลของการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายอาจมีไม่มากนัก เนื่องจาก (1) ตลาดซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้ามีการซื้อขายผ่านนายหน้า (dealers) ซึ่งเป็น friction ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนเบี่ยงเบนจากทฤษฎี CIP (Sushko, Borio, McCauley, and McGuire (2018)) และ (2) การลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ ในประเทศที่แตกต่างกันไม่สามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ เนื่องจากนักลงทุนจะพิจารณาจากปัจจัยอื่น ๆ เช่น ความเสี่ยง และสภาพเศรษฐกิจของประเทศนั้น ๆ ด้วย

ดังนั้น นักเศรษฐศาสตร์จึงให้ความสนใจกับการศึกษาเชิงประจักษ์ของการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติมากขึ้น โดยงานศึกษาของ Hannan (2017) ที่ศึกษาพฤติกรรมเงินทุนเคลื่อนย้ายของประเทศ EMs โดยใช้แบบจำลอง panel regression พบว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยมีผลต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติทั้งในตลาดตราสารหนี้และตลาดตราสารทุนในประเทศ EMs อย่างไรก็ดี Özcan (2021) พบว่าความสัมพันธ์ (correlation) ของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยกับเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่ไหลเข้าหลักทรัพย์ตลาดเกิดใหม่ลดลงตั้งแต่ปี 2008 และความกังวลของนักลงทุนต่อความเสี่ยงของประเทศต่าง ๆ มีอิทธิพลมากกว่าอัตราดอกเบี้ยสำหรับงานศึกษาของไทย ศุภโชคและชิดชนก (2013) ได้ศึกษาผลของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติสุทธิ (net foreign portfolio investment) โดยใช้วิธี regression model และ generalized method of moment (GMM) พบว่าการเพิ่มขึ้นของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่าง

ไทยกับสหรัฐฯ ทำให้เงินทุนต่างชาติไหลเข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์ไทยมากขึ้นในเดือนเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่เมื่อพิจารณาความสำคัญของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเปรียบเทียบกับตัวแปรอื่น ๆ (relative importance) พบว่าการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยมีอิทธิพลต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายน้อยกว่าตัวแปรอื่น ๆ เช่น ความกังวลของนักลงทุนต่างชาติที่สะท้อนจากดัชนี VIX ทิศทางเงินบาท และแนวโน้มเศรษฐกิจไทย

งานศึกษานี้มุ่งเน้นศึกษาจำแนกผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยกับสหรัฐฯ ต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติในตลาดตราสารหนี้และตลาดตราสารทุนไทย ซึ่งต่างจากงานศึกษา ก่อน ๆ ที่เป็นการศึกษาผลกระทบต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติในหลักทรัพย์ไทยโดยรวม ทั้งนี้ การแยกวิเคราะห์พฤติกรรมของนักลงทุนต่างชาติในตลาดตราสารหนี้และตลาดตราสารทุนที่อาจแตกต่างกัน จะช่วยให้ผู้ดำเนินนโยบายเข้าใจผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติดีขึ้น โดยงานศึกษาชิ้นนี้ศึกษาผลกระทบในตลาดตราสารหนี้และตราสารทุนด้วยวิธี regression model และศึกษาความสำคัญของตัวแปรโดยเปรียบเทียบ (relative importance) ด้วยวิธี average ordering

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

งานศึกษาที่ใช้ข้อมูลเงินทุนเคลื่อนย้ายตั้งแต่เดือนมกราคม 2005 ถึงเดือนพฤษภาคม 2019 จากฐานข้อมูลดุลการชำระเงิน (balance of payment) (รายละเอียดในภาคผนวก 1) ซึ่งสามารถแยกประเภทของเงินทุนเคลื่อนย้ายตามถิ่นฐานของผู้ลงทุน (non-resident or resident) และประเภทตราสารที่ลงทุน (debt securities or equity securities) ได้

จากการทบทวนงานศึกษาที่ผ่านมาได้ข้อสรุปว่า นอกจากการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยแล้ว ยังมีหลายปัจจัยที่อาจส่งผลกระทบต่อเงินทุนเคลื่อนย้าย และมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย ดังนั้น การศึกษานี้จึงใช้ตัวแปรควบคุมเพื่อลดปัญหา

omitted variable bias ในการวิเคราะห์ด้วย regression model โดยจัดกลุ่มตัวแปรต่าง ๆ ที่มีผลกับเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติเป็น 3 กลุ่ม คือ กลุ่มตัวแปรเศรษฐกิจ กลุ่มตัวแปรผลตอบแทนทางการเงิน และ กลุ่มตัวแปรความเสี่ยงและมุมมองของนักลงทุนต่างชาติ

กลุ่มตัวแปรเศรษฐกิจประกอบด้วย (1) ดัชนี Purchasing Managers' Index (PMI) ของสหรัฐฯ ซึ่งสะท้อนแนวโน้มเศรษฐกิจสหรัฐฯ และเศรษฐกิจโลกในระยะข้างหน้า (2) ดัชนีชี้้นำเศรษฐกิจไทย (Thai Leading Economic Indicator) ซึ่งเป็นดัชนีที่ชี้แนวโน้มเศรษฐกิจไทยในระยะข้างหน้า และ (3) ส่วนต่างอัตราเงินเฟ้อระหว่างไทยกับสหรัฐฯ (ย้อนหลัง 1 เดือน)

กลุ่มตัวแปรผลตอบแทนทางการเงิน ประกอบด้วย (1) การคาดการณ์ค่าเงินบาท จากการสำรวจมุมมองของผู้ประกอบการไทยต่อค่าเงินบาทในอีก 3 เดือนข้างหน้า (2) การคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ อ้างอิงจาก fed funds futures ระยะ 1 เดือน (3) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (Price per Earning ratio: P/E ratio) ของตลาดตราสารทุนไทย (ย้อนหลัง 1 เดือน) และ (4) อัตราส่วนเงินปันผล (dividend yield) ของตลาดตราสารทุนไทย (ย้อนหลัง 1 เดือน)

ตัวแปรด้านความเสี่ยงและมุมมองของนักลงทุนต่างชาติ ประกอบด้วย (1) ดัชนี VIX ซึ่งสะท้อนความกังวลต่อความเสี่ยงของนักลงทุนในตลาดการเงินโลก โดยหากดัชนี VIX สูงขึ้น จะสะท้อนว่านักลงทุนในตลาดการเงินโลกมีความกังวลต่อความเสี่ยงมากขึ้น (2) เงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่ไหลเข้ากลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ (EMs) ซึ่งสามารถสะท้อนความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติที่มีต่อการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงของกลุ่มประเทศ EMs ได้ อีกทั้งยังสะท้อนมุมมองด้านสภาพคล่องในตลาดโลก (global liquidity) ได้ในระดับหนึ่งอีกด้วย โดยตัวแปรนี้จะใช้เงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่ไหลเข้าอินเดีย อินโดนีเซีย มาเลเซีย และเกาหลีใต้

(ดูรายละเอียดของตัวแปรในตารางภาคผนวก 4)

ผลการศึกษา

1. ผลการศึกษาจาก Regression Model

ผลการศึกษาในตารางที่ 1 พบว่า การเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างไทยกับสหรัฐฯ มีผลต่อเงินทุนต่างชาติในหลักทรัพย์ไทยโดยรวมและในตลาดตราสารหนี้ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยเมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรพบว่า หากการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างไทยกับสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.25 จะมีเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติไหลเข้าประเทศไทยประมาณ 415 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือนเดียวกัน โดยเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติจะไหลเข้าตลาดพันธบัตรไทยประมาณ 275 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ สำหรับผลต่อตลาดหุ้นไทยพบว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

อย่างไรก็ดี หากพิจารณาถึงตัวแปรควบคุมจะพบว่า มีหลายตัวแปรที่มีผลต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยเงินทุนเคลื่อนย้ายที่ไหลเข้า EMs ซึ่งสะท้อนความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติต่อสินทรัพย์ตลาดเกิดใหม่ เป็นตัวแปรที่มีนัยสำคัญที่สุดกับเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติทั้งในตลาดตราสารหนี้และตลาดตราสารทุนไทย (หากเงินทุนเคลื่อนย้ายไหลเข้า EMs มากขึ้น เงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติก็จะไหลเข้าไทยมากขึ้น) นอกจากนี้ ยังพบว่า การคาดการณ์เงินบาทแข็งค่ามีผลให้เงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติไหลเข้าตลาดตราสารหนี้ไทยมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ส่วนต่างอัตราเงินเพื่อ dividend yield และ P/E ratio ของไทยมีนัยสำคัญทางสถิติต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่ไหลเข้าตลาดตราสารทุนไทย

ตารางที่ 1 ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรในแต่ละแบบจำลอง (หน่วย: ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)

ตัวแปร	เงินทุนเคลื่อนย้ายของต่างชาติ ที่ไหลเข้าหลักทรัพย์ไทย	เงินทุนเคลื่อนย้ายของต่างชาติ ที่ไหลเข้าตลาดตราสารหนี้ไทย	เงินทุนเคลื่อนย้ายของต่างชาติ ที่ไหลเข้าตลาดตราสารทุนไทย
การเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (หน่วย: ร้อยละ)	1660***	1103**	560.9
การเปลี่ยนแปลงของ PMI สหรัฐฯ	18.13	43.7	-20.13
ดัชนีชี้ราคาเศรษฐกิจไทย	164.8	182.3*	-8.101
ส่วนต่างอัตราเงินเพื่อ (ย้อนหลัง 1 เดือน)	-88.34	31.38	-149.7***
การคาดการณ์ค่าเงินบาท	12.69	10.91*	2.494
Dividend Yield ของไทย (ย้อนหลัง 1 เดือน)	278.6*	-204.8*	476***
P/E ratio ของไทย (ย้อนหลัง 1 เดือน)	-49.05*	9.654	-63.24***
การคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ	-1864**	-814.9	-1118**
ความกังวลของนักลงทุน (VIX index)	-7.985	9.625	-16.86**
เงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่ไหลเข้า EMs	0.089735***	0.042531***	0.046335***

***, **, * มีนัยสำคัญที่ระดับ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ

หมายเหตุ ตัวแปรทุกตัวได้ผ่านการทดสอบ Stationarity (Unit root test) โดยใช้วิธี Augmented Dickey-Fuller

2. ผลการศึกษา Relative Importance ด้วยวิธี Average Ordering

ผู้เขียนใช้วิธี Average Ordering Kruskal (1987) เพื่อศึกษาความสำคัญเชิงเปรียบเทียบ (relative importance) ของการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยเทียบกับตัวแปรต่าง ๆ โดยวิธีนี้จะสามารถวิเคราะห์ความสามารถในการอธิบายความแปรปรวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายของแบบจำลอง หรือ R-square ว่ามาจากตัวแปรใดบ้าง ผลลัพธ์ที่ได้แสดงในรูปที่ 2 และตารางภาคผนวก 5

ในภาพรวม พบว่าการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยมีผลในการอธิบายความแปรปรวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่ไหลเข้าหลักทรัพย์ไทยเพียงร้อยละ 4.1 ของ R-square ซึ่งน้อยกว่าตัวแปรอื่นสอดคล้องกับผลการศึกษาของคุงโซคและซิดซนุก (2013) ซึ่งพบว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยมีผลต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายน้อยกว่าตัวแปรอื่นเช่นกัน

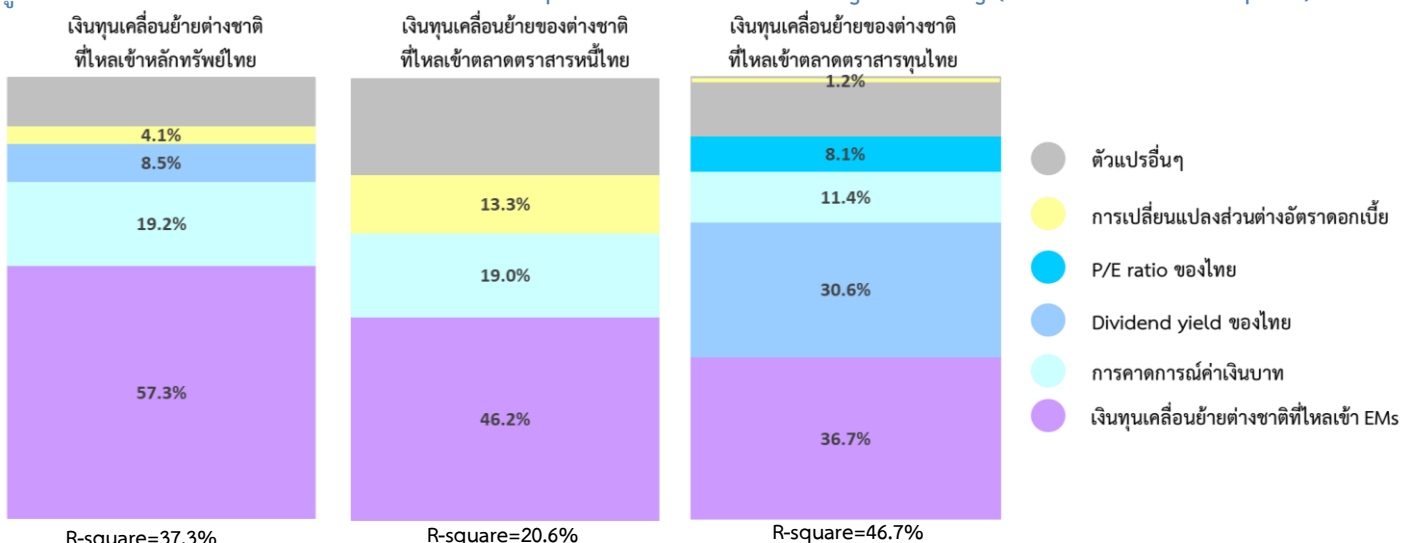
ผู้เขียนยังพบว่า การเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยมีความสำคัญเชิงเปรียบเทียบในตลาดตราสารหนี้มากกว่าในตลาดตราสารทุน กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสามารถอธิบายความแปรปรวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่ไหลเข้าตลาดตราสารหนี้ได้ร้อยละ 13.3 ของ R-square แต่สามารถอธิบายความแปรปรวนของเงินทุน

เคลื่อนย้ายต่างชาติที่ไหลเข้าตลาดตราสารทุนได้เพียงร้อยละ 1.2 ของ R-square

อย่างไรก็ดี การเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยมีความสำคัญเชิงเปรียบเทียบน้อยกว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่ไหลเข้า EMs และการคาดการณ์ค่าเงินบาท โดยเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่ไหลเข้า EMs เป็นตัวแปรที่มีความสำคัญเชิงเปรียบเทียบมากที่สุด เนื่องจากสามารถอธิบายความแปรปรวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่ไหลเข้าหลักทรัพย์ไทย ตราสารหนี้ และตราสารทุนได้ถึงร้อยละ 57.3 46.2 และ 36.7 ของ R-square ตามลำดับ สะท้อนให้เห็นว่ามุมมองของนักลงทุนต่อสินทรัพย์ตลาดเกิดใหม่โดยรวม เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายมากกว่าตัวแปรปัจจัยเฉพาะในประเทศ

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาตัวแปรทางการเงินในตลาดตราสารทุน พบว่า dividend yield และอัตราส่วน P/E เป็นตัวแปรที่มีความสำคัญเชิงเปรียบเทียบต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายในตลาดตราสารทุนสูง โดยตัวแปรสองตัวนี้มีความสามารถในการอธิบายความแปรปรวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่ไหลเข้าตลาดตราสารทุนสูงถึงร้อยละ 30.6 และ 8.1 ของ R-square ตามลำดับ ซึ่งรวมกันได้ถึงร้อยละ 40 ของ R-square

รูปที่ 2 ความสัมพันธ์เชิงเปรียบเทียบของตัวแปรต่าง ๆ ในแบบจำลองจากวิธี Average Ordering (หน่วย: ร้อยละของ R-square)



หมายเหตุ: แผนภูมิแสดงความสัมพันธ์เชิงเปรียบเทียบของตัวแปรในแบบจำลองที่มีความสำคัญ 4 อันดับแรก และการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย

บทสรุป

การศึกษานี้พบว่า การเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยมีผลต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติในหลักทรัพย์ไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยเฉพาะในตลาดตราสารหนี้ แต่ผลกระทบต่อเงินกู้ค่อนข้างน้อย ผลของการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยร้อยละ 0.25 ต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่ไหลเข้าหลักทรัพย์ไทย (415 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) มีขนาดเพียง 1 ใน 6 ของการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยเฉลี่ยรายเดือน (2,400 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จากข้อมูลเฉลี่ยปี 2018) เท่านั้น ทำให้ผลของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยต่ออัตราแลกเปลี่ยนมีไม่มากนัก นอกจากนี้ ผลของการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยร้อยละ 0.25 ต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่ไหลเข้าตลาดตราสารหนี้คิดเป็นเพียงร้อยละ 0.82 ของมูลค่าการซื้อขายรายวันเฉลี่ย (ข้อมูลปี 2018) สำหรับผลกระทบต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติในตลาดตราสารทุนไทยพบว่าไม่มีนัยสำคัญ

นอกจากนี้ การเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยมีความสำคัญเชิงเปรียบเทียบน้อยกว่าตัวแปรอื่นมาก โดยตัวแปรที่มีความสำคัญเชิงเปรียบเทียบสูงต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติในตลาดตราสารหนี้ไทยคือ ความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติต่อสินทรัพย์ตลาดเกิดใหม่และการคาดการณ์ค่าเงินบาท ในขณะที่ความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติต่อสินทรัพย์ตลาดเกิดใหม่และ dividend yield ของไทย เป็นปัจจัยที่มีความสำคัญเชิงเปรียบเทียบสูงต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติในตลาดตราสารทุนไทย

ดังนั้น ผู้กำหนดนโยบายไทยไม่จำเป็นต้องดำเนินนโยบายการเงินตามธนาคารกลางสหรัฐฯ เสมอไป และสามารถให้น้ำหนักกับการใช้เครื่องมืออัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจการเงินในประเทศได้ เนื่องจากในภาวะปกติ การเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีผลต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติในหลักทรัพย์ไทยค่อนข้างน้อย จึงมีผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนและตลาดการเงินไทยโดยรวมน้อย ซึ่งแตกต่างจากประเทศตลาดเกิดใหม่อื่น ๆ ที่ขนาดของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติจากการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยอาจมีขนาดค่อนข้างใหญ่ ทำให้ไม่สามารถดำเนิน

นโยบายการเงินอย่างเป็นอิสระจากนโยบายการเงินของสหรัฐฯ ได้มากนัก

นอกจากนี้ต่อการกำหนดอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ได้กล่าวไป งานศึกษานี้จะช่วยเสริมให้การดำเนินนโยบายในด้านอื่น ๆ ของธนาคารกลางมีประสิทธิภาพมากขึ้น กล่าวคือ ช่วยให้สามารถคาดการณ์ขนาดเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่จะเปลี่ยนแปลงไปจากการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยหรือสหรัฐฯ ได้ดีขึ้น ซึ่งจะช่วยให้การบริหารอัตราแลกเปลี่ยนและการดูแลเสถียรภาพตลาดการเงินมีประสิทธิภาพมากขึ้น ทำให้ผู้ออกนโยบายสามารถบริหารจัดการผลกระทบของการดำเนินนโยบายการเงินที่แตกต่างจากสหรัฐฯ ต่อตลาดการเงินไทย โดยเฉพาะในภาวะที่อัตราดอกเบี้ยต่ำยังจำเป็นต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยที่ยังไม่แน่นอนจากวิกฤตโควิด-19 ในขณะที่เศรษฐกิจสหรัฐอเมริกามีแนวโน้มฟื้นตัวชัดเจนและอาจเริ่มปรับทิศทางอัตราดอกเบี้ยได้เร็วกว่าในระยะข้างหน้า

References:

- Belke, A., Volz, U. (2018), “Capital Flows to Emerging Market and Developing Economies: Global Liquidity and Uncertainty versus Country-Specific Pull Factors”, German Development Institute, Discussion papers 23/2018.
- Fletcher, D., Taylor, L.W. (1996), “Swap covered interest parity in long-date capital market”, The Review of Economics and Statistics, vol. 78, issue 3, pp. 530-538.
- Fong, W, G Valente and J Fung (2010), “Covered interest arbitrage profits: the role of liquidity and credit risk”, Journal of Banking and Finance, vol. 34, no. 5, pp. 1098–1107.
- Gromping, U. (2006), “Importance for Linear Regression in R: The Package relaimpo”, Journal of Statistical Software, vol. 17, issue 1.
- Hannan, S.A. (2017), “The Drivers of Capital Flows in Emerging Markets Post Global Financial Crisis”, Journal of International Commerce, Economics and Policy (JICEP), vol. 8, issue 2, pp. 1-28.
- International Monetary Fund (2020), “Toward an Integrated Policy Framework”, IMF Policy Paper, ISBN 9781513558769/2663-3493.
- Kruskal, W. (1987), “Relative Importance by Averaging Over Orderings”, The American Statistician, vol. 41, no. 1, pp. 6-10.
- Özcan, S.K. (2021), “A Covid-19 Tantrum?”, Finance and Development report, International Monetary Fund, pp.24-27.
- Sushko, V., Borio, C., McCauley, R., and McGuire, P. (2018), “The failure of covered interest parity: FX hedging demand and costly balance sheets”, BIS Working Papers 590, Bank for International Settlements.
- ศุภโชค ถาวรไกรวงศ์ และ ชิตชนก อ้นโนนจรรย์ (2013), “ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยทำให้ทุนนอกไหลเข้าไทยจริงหรือ”, Focused and Quick issue 78, ธนาคารแห่งประเทศไทย.

บทความนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดีด้วยความช่วยเหลือของหลายท่านในสายนโยบายการเงิน อันได้แก่ ดร.ฐิติมา ชูเชิด ดร.สรวิชัย ชื่นโชคสันต์ คุณนิธิสาร พงศ์ปิยะไพบูลย์ คุณพงศ์พิชัญ อมาตยกุล และคุณมฤติตา อริยะวุฒิกุล รวมทั้งทีม FAQ editor ดร.สุรัช แทนบุญ และ ดร.เสาวณี จันทะพงษ์ โดยผู้เขียนขอขอบพระคุณทุกท่านเป็นอย่างสูง

Author:



ชนกกานต์ เมฆยงค์
เศรษฐกร
ฝ่ายนโยบายการเงิน
ChanokkM@bot.or.th

ภาคผนวก 1: รายละเอียดฐานข้อมูลดุลการชำระเงิน (Balance of Payment)

ฐานข้อมูลดุลการชำระเงินจะถูกบันทึกตามเกณฑ์คงค้าง (accrual basis) กล่าวคือ ธุรกรรมที่ก่อให้เกิดการโอนกรรมสิทธิ์ระหว่างผู้มีถิ่นฐานในประเทศ (Resident) และผู้ที่มีถิ่นฐานในต่างประเทศ (non-resident) แม้ว่าจะยังไม่มีการชำระเงินเกิดขึ้นก็ตาม นอกจากนี้ ธุรกรรมโอนกรรมสิทธิ์ระหว่าง resident กับ non-resident ทุกธุรกรรมจะถูกบันทึกไม่ว่าธุรกรรมจะเกิดขึ้นที่ใด และมีการแลกเปลี่ยนเงินหรือไม่ก็ตาม ทำให้ข้อมูลครอบคลุมทุกธุรกรรมทั้งในและนอกตลาดหลักทรัพย์

ภาคผนวก 2: รายละเอียดการศึกษาด้านเศรษฐมิติ

แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้คือ

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + u_t$$

โดย Y_t คือ ตัวแปรตาม ได้แก่ ข้อมูลเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่มালงทุนในหลักทรัพย์ไทย (non-resident portfolio flows) ข้อมูลเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่มาลงทุนในตราสารหนี้ไทย (non-resident debt flows) และข้อมูลเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่มาลงทุนในตราสารทุนไทย (non-resident equity flows) X_{1t} คือ ตัวแปรต้น ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยและสหรัฐฯ X_{2t} คือ ตัวแปรควบคุม ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงของดัชนี PMI ดัชนีชี้ราคาเศรษฐกิจไทย ส่วนต่างอัตราเงินเฟ้อไทยและสหรัฐฯ (ย้อนหลัง 1 เดือน) การคาดการณ์ค่าเงินบาท dividend yield (ย้อนหลัง 1 เดือน) P/E ratio (ย้อนหลัง 1 เดือน) การคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ ความกังวลของนักลงทุน (VIX index) และเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ โดยมีรายละเอียดดังตารางภาคผนวก 4

เนื่องจากการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรดังกล่าวโดยใช้ข้อมูลอนุกรมเวลา (time series) ด้วยวิธี regression อาจเกิดปัญหา spurious problem ได้หากข้อมูลมีลักษณะ nonstationary ดังนั้นเพื่อเป็นการแก้ปัญหา spurious problem งานศึกษานี้จึงทดสอบ stationarity properties ของตัวแปรทุกตัวพร้อมทั้งหา order of integration

ของแต่ละตัวแปรโดยใช้วิธี augmented Dicky-Fuller test โดยหากตัวแปรใดมีลักษณะ nonstationary จะเปลี่ยนมาใช้ข้อมูลการเปลี่ยนแปลง หรือ first difference แทน เพื่อให้ข้อมูลมีลักษณะ stationary ก่อนนำไปศึกษาต่อ

งานศึกษานี้เลือกใช้ regression model แทนการเลือกใช้วิธี vector autoregressive model หรือ vector error correction model เนื่องจากข้อมูลของตัวแปรมีจำนวนค่อนข้างน้อย ประกอบกับจำนวนตัวแปรที่ต้องประมาณการมีค่อนข้างมาก

ภาคผนวก 3: รายละเอียดการศึกษาความสำคัญเชิงเปรียบเทียบ (relative importance)

งานศึกษานี้ใช้วิธีวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของแต่ละตัวแปรโดยอ้างอิงจาก contribution ของแต่ละตัวแปรที่มีต่อค่า R-square (ความสามารถของโมเดลในการอธิบายความแปรปรวนของ dependent variable) อย่างไรก็ตาม เนื่องจากตัวแปรต่าง ๆ มีความสัมพันธ์กัน (ค่า correlation ไม่เท่ากับ 0) จึงไม่สามารถหา contribution จาก univariate model ได้ ดังนั้น งานศึกษานี้จึงใช้วิธี average ordering ตาม Kruskal (1987) ในการศึกษาความสำคัญเชิงเปรียบเทียบ

ตารางภาคผนวก 4: รายละเอียดของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	หน่วย	รายละเอียด
เงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่ไหลเข้าหลักทรัพย์ไทย	ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ	ใช้ข้อมูล Non-resident Portfolio Flows จากฐานข้อมูลตลาดการเงิน โดยแบ่งเป็น NR Portfolio Flows, NR Debt Flows, และ NR Equity Flows
การเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย	ร้อยละ	การเปลี่ยนแปลงของ $i_{TH} - i_{US}$ โดย i_{TH} และ i_{US} คือ อัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยและสหรัฐฯ ตามลำดับ
การเปลี่ยนแปลงของ PMI สหรัฐฯ	ดัชนี	ดัชนี Purchasing Manager Index (PMI) เป็นดัชนีที่ได้จากการสำรวจมุมมองของผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อของบริษัทต่าง ๆ ในสหรัฐฯ จัดทำโดย Institute for Supply Management (ISM)
ดัชนีชี้นำเศรษฐกิจไทย	ดัชนี	ดัชนีชี้นำเศรษฐกิจไทย หรือ Thai Leading Economic Indicator เป็นดัชนีที่แสดงถึงแนวโน้มเศรษฐกิจไทยในระยะข้างหน้า จัดทำโดยธนาคารแห่งประเทศไทย
ส่วนต่างอัตราเงินเพื่อ (ย้อนหลัง 1 เดือน)	ร้อยละ	ส่วนต่างอัตราเงินเพื่อระหว่างไทยกับสหรัฐฯ ($\pi_{TH} - \pi_{US}$) โดยในที่นี้เลือกใช้ข้อมูลย้อนหลัง 1 เดือน เนื่องจากนักลงทุนจะรับรู้ข้อมูลเงินเพื่อล่าช้า 1 เดือน
การคาดการณ์ค่าเงินบาท	ดัชนี	ใช้ข้อมูลจากผลสำรวจผู้ประกอบการ Business Sentiment Index (BSI) ที่สำรวจโดยธนาคารแห่งประเทศไทย โดยหากดัชนีเพิ่มขึ้นคือผู้ประกอบการคาดว่าเงินบาทแข็งค่าขึ้น
Dividend Yield ของไทย (ย้อนหลัง 1 เดือน)	ร้อยละ	อัตราส่วนเงินปันผล (Dividend Yield) ของตลาดตราสารทุนไทยจาก Bloomberg การศึกษานี้ใช้ข้อมูลย้อนหลัง 1 เดือนเพื่อแก้ปัญหา Reverse Causality Bias
P/E ratio ของไทย (ย้อนหลัง 1 เดือน)	ร้อยละ	อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E ratio) ของตลาดตราสารทุนไทยจาก Bloomberg การศึกษานี้ใช้ข้อมูลย้อนหลัง 1 เดือนเพื่อแก้ปัญหา Reverse Causality Bias
การคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ	ร้อยละ	การคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ ในการศึกษานี้ อ้างอิงจาก Fed Fund Futures ระยะ 1 เดือน
ความกังวลของนักลงทุน (VIX index)	ดัชนี	VIX Index คำนวณจาก Implied Volatility ของตะกร้าราคา Option ของ S&P 500 จัดทำโดย Chicago Board Options Exchange
เงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่ไหลเข้า EMs	ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ	เงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่ไหลเข้ากลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets: EMs) การศึกษานี้ใช้ข้อมูลของประเทศอินเดีย อินโดนีเซีย มาเลเซีย และเกาหลีใต้

ตารางภาคผนวก 5: ความสัมพันธ์เชิงเปรียบเทียบ (Average Ordering)

ตัวแปร	เงินทุนเคลื่อนย้ายของต่างชาติที่ไหลเข้าหลักทรัพย์ไทย	เงินทุนเคลื่อนย้ายของต่างชาติที่ไหลเข้าตลาดตราสารหนี้ไทย	เงินทุนเคลื่อนย้ายของต่างชาติที่ไหลเข้าตลาดตราสารทุนไทย
การเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย	1.36%	2.66%	0.46%
การเปลี่ยนแปลงของ PMI สหรัฐฯ	0.56%	0.42%	0.66%
ดัชนีชี้นำเศรษฐกิจไทย	0.44%	1.23%	0.06%
ส่วนต่างอัตราเงินเพื่อ (ย้อนหลัง 1 เดือน)	0.23%	0.38%	1.10%
การคาดการณ์ค่าเงินบาท	6.40%	3.80%	4.51%
Dividend Yield ของไทย (ย้อนหลัง 1 เดือน)	2.85%	0.85%	12.09%
P/E ratio ของไทย (ย้อนหลัง 1 เดือน)	0.48%	0.60%	3.21%
การคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ	0.96%	0.50%	1.18%
ความกังวลของนักลงทุน (VIX index)	0.97%	0.34%	1.77%
เงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติที่ไหลเข้า EMs	19.14%	9.24%	14.52%
R-square	37.3%	20.6%	46.7%

หมายเหตุ: ตัวเลขแสดงถึงความสามารถของตัวแปรในการอธิบายความแปรปรวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่ได้จากวิธี Average ordering