

บทที่ 4 ผลการศึกษา

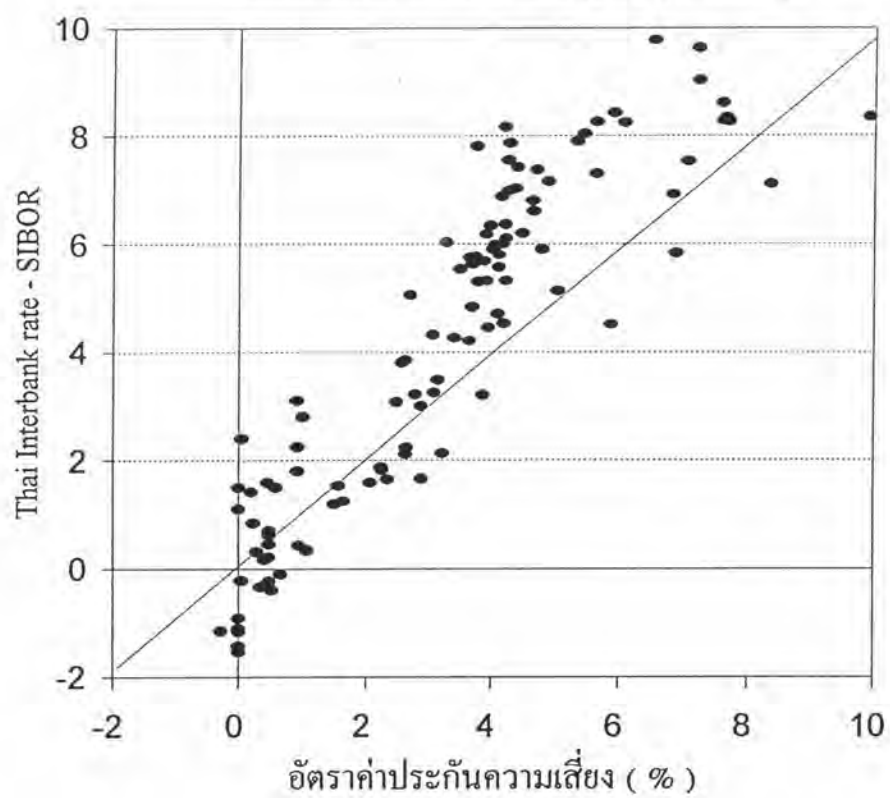


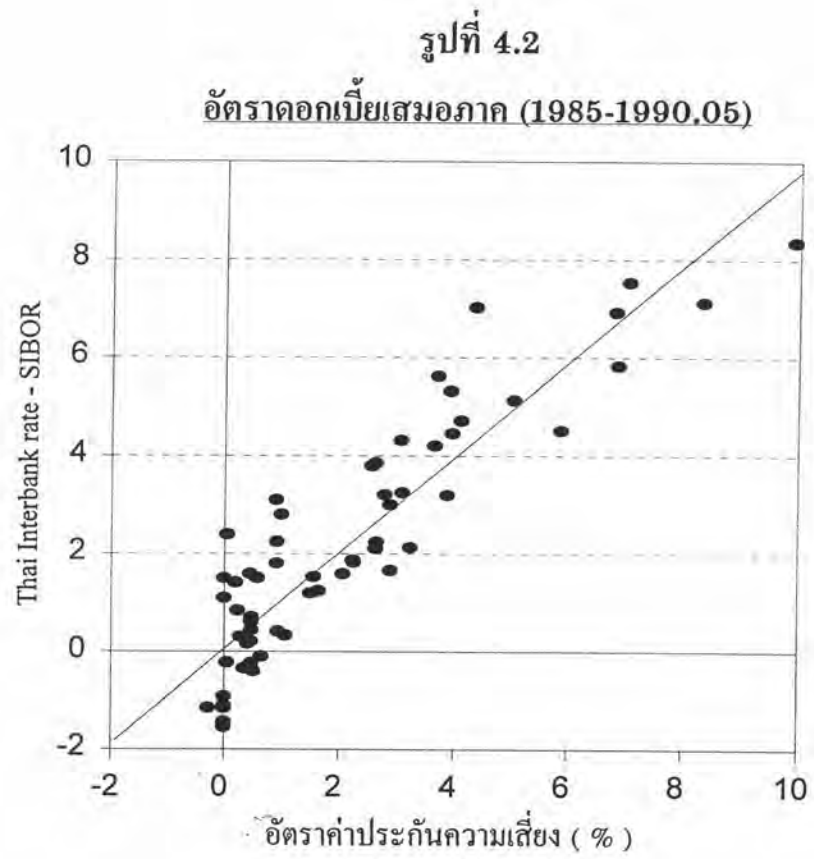
ผลของการทดสอบตามวิธีการศึกษาที่กล่าวถึงในบทที่แล้ว จะปรากฏในบทที่ 4 นี้ ซึ่งจะทดสอบในช่วงการศึกษาปี 1985-1994 โดยแบ่งช่วงการศึกษาเพื่อเปรียบเทียบก่อนและหลังการเปิดเสรีทางการเงิน ในเดือนพฤษภาคม ปี 1990 ทั้งนี้ก็จะแสดงผลการศึกษาที่จะประกอบด้วย การทดสอบสมมติฐานเบื้องต้นของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค การศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยและส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค ค่าสถิติเบื้องต้นของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค อัตราดอกเบี้ยเสมอภาคในแบบจำลองอนุกรมเวลา คุณสมบัติ Unit Root ของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค ท้ายที่สุดในการตีความและวิเคราะห์ผล ว่าแนวโน้มของการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคกับการเปิดเสรีทางการเงินนั้นได้เป็นไปตามแนวคิดทฤษฎีหรือไม่ พร้อมทั้งการอธิบายเหตุผลของการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว

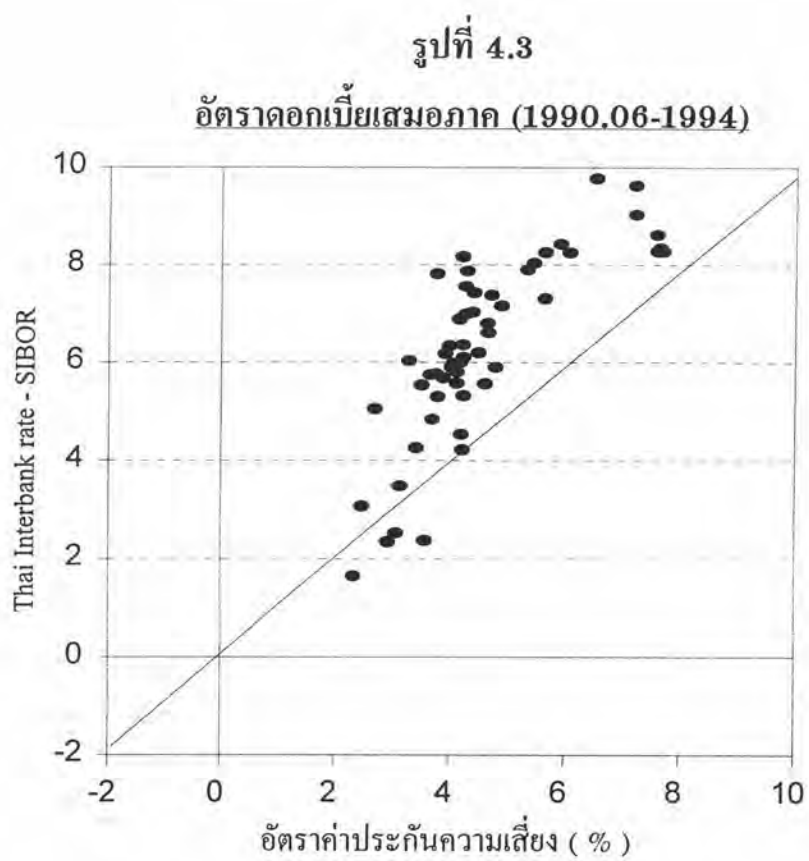
4.1) ผลการทดสอบสมมติฐานในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคภายใต้การคุ้มครองความเสี่ยง

เราสามารถเข้าใจในสมมติฐานของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคภายใต้การคุ้มครองความเสี่ยงได้อย่างง่ายดาย จากภาพ Scatter diagram ของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยกับอัตราค่าประกันความเสี่ยงในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า (Forward Premium Rate) ซึ่งหากดูสภาพของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคภายใต้การคุ้มครองความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยน (Covered Interest Rate Parity) เป็นจริง จุดต่างๆ ที่แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้งสอง ณ ช่วงเวลาใดๆ ก็ควรจะอยู่บนเส้น 45 องศาของกราฟ และจากภาพที่ 4.1 ก็ได้แสดงถึงรูปกราฟดังกล่าวนี้ กรณีศึกษาประเทศไทย ในช่วงปี 1985 ถึงปี 1994 ผลปรากฏว่าแม้จุดต่างๆ จะไม่อยู่บนเส้น 45 องศาเลยทีเดียว แต่ก็ยังคงเกาะกลุ่มอยู่บนเส้น 45 องศาตามทฤษฎี และเมื่อแบ่งช่วงการศึกษาเพื่อเปรียบเทียบช่วงก่อนและหลังการเปิดเสรีทางการเงินระหว่างประเทศ ซึ่งจะเห็นได้จากรูปที่ 4.2 ที่แสดงผลในช่วงปี 1985 ถึงพฤษภาคม ปี 1990 กับรูปที่ 4.3 ในช่วงปี 1990 ในเดือนมิถุนายน จนถึงสิ้นปี 1994 เราจะสังเกตเห็นความแตกต่างที่เด่นชัดสิ่งหนึ่งได้ว่า จุดต่างๆ ในภาพที่ 4.2 จะกระจายกันอยู่ทั้งบนและล่างเส้น 45 องศา ในขณะที่ จุดต่างๆ ส่วนใหญ่ ในรูปกราฟที่ 4.3 จะอยู่เหนือเส้น 45 องศา มากกว่าในรูปที่ 4.2

รูปที่ 4.1
อัตราดอกเบี้ยเสมอภาค (1985-1994)







หรือมากกว่าช่วงก่อนการเปิดเสรีนั่นเอง ซึ่งการที่จุดอยู่เหนือเส้น 45 องศา นั่นก็คือ การที่ ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยภายในและภายนอกประเทศจะมีค่ามากกว่าอัตราค่าพรีเมียมในการ ซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า ซึ่งก็จะหมายความว่านักลงทุนยังคงสามารถหากำไร จากส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยนี้ได้อยู่ แม้ว่าจะหักอัตราค่าประกันความเสี่ยงไปแล้วก็ตาม (หาก ไม่มีต้นทุนค่าธรรมเนียมอื่นๆอีก) และการที่ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยภายในกับภายนอก ประเทศยังคงมากกว่าอัตราค่าประกันความเสี่ยงในการซื้อขายเงินดอลลาร์ล่วงหน้านี้เอง ได้ แสดงถึงแนวโน้มของการเอื้อให้มีการไหลเข้าของทุนเพื่อหากำไรดังกล่าวอยู่ต่อไป

กระนั้นก็ตามกราฟ Scatter diagram ก็คงเป็นเพียงการตัดสินใจอย่างคร่าวๆ ซึ่ง ที่สุดแล้วเราก็คงต้องการการยืนยันทางสถิติที่แน่นอน ด้วยการทดสอบสมมติฐานในสมการ โครงสร้างที่กำหนดให้

$$R_{dt} - R_{ft} = \beta_0 + \beta_1 fw_t + \varepsilon_t$$

ในสมมติฐานที่ว่า $\beta_0 = 0$, $\beta_1 = 1$

ซึ่งเราได้ผลการศึกษาดังนี้

สมการที่ 4.1.1 ผลค่าประมาณจากสมการถดถอยในการทดสอบสมมติฐาน อัตราดอกเบี้ยเสมอภาค

ในช่วงปี 1985 ถึง ปี 1994

$$R_{dt} - R_{ft} = 1.604038 + 0.7204202 fw_t + 0.9066213 AR(1)$$

(2.08599) (-3.459075)

$$\text{Adjusted } R^2 = 0.9411 \quad \text{Durbin-Watson statistic} = 1.76$$

หมายเหตุ : ตัวเลขในวงเล็บคือ ค่า t - statistic ของค่าสัมประสิทธิ์¹

ซึ่งในการทดสอบสมมติฐานร่วม (Joint Hypothesis) ใน $\beta_0 = 0$, $\beta_1 = 1$

ด้วยวิธีการ Wald Test เราก็ได้ค่าไคสแควร์ (Chi-square) = 13.1125 Probability = 0.0014

ซึ่งปฏิเสธสมมติฐานร่วมด้วยระดับความเชื่อมั่น 99 %

¹ ค่า t-statistic ใช้ทดสอบสัมประสิทธิ์แต่ละตัว คำนวณจาก $t = \frac{\hat{\beta} - \beta}{SE(\hat{\beta})}$ โดยค่า t-statistic ในวงเล็บของ

β_0 คัดจาก $\beta = 0$, β_1 คัดจาก $\beta = 1$

และเมื่อใช้การทดสอบ Chow Test เพื่อทดสอบว่ามีมีการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างความสัมพันธ์ของส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยกับอัตราค่าประกันความเสี่ยงในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศหรือไม่ ในช่วงก่อนและหลังที่มีการเปิดเสรี ผลจากค่าสถิติที่ได้ก็คือ

Chow Forecast Test // 1990.06 - 1994.12

F-Statistic	2.63054	Probability	0.0001
Likelihood ratio	144.638	Probability	0.0000

Sample break point(s) : 1990.06

F-Statistic	4.50177	Probability	0.0051
Likelihood ratio	13.4347	Probability	0.0038

ซึ่งผลที่ได้ไม่ว่าจะในวิธี Chow Forecast Test หรือ Sample break point และไม่ว่าด้วยค่าสถิติ F-Statistic หรือ Likelihood ratio ก็บอกเราว่าค่าสัมประสิทธิ์ในสมการมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงก่อนและหลังที่มีการเปิดเสรี ด้วยระดับความเชื่อมั่น 95 % นั่นคือมีการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างของความสัมพันธ์ดังกล่าวหลังที่มีการดำเนินนโยบายเปิดเสรีทางการเงิน

โดยผลการประมาณในช่วงก่อนและหลังเปิดเสรีแสดงด้วยสมการที่ 4.1.2 และ 4.1.3 ดังนี้

สมการที่ 4.1.2 ผลค่าประมาณจากสมการถดถอยในการทดสอบสมมติฐานอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค

ในช่วงปี 1985 ถึง พฤษภาคม ปี 1990

$$Rd_t - Rf_t = 0.7632603 + 0.6141465 fw_t + 0.907339 AR(1)$$

(0.95526) (-5.5797)

Adjusted $R^2 = 0.9473$ Durbin-Watson statistic = 1.49

หมายเหตุ : ตัวเลขในวงเล็บคือ ค่า t - statistic ของค่าสัมประสิทธิ์

สมการที่ 4.1.3 ผลค่าประมาณจากสมการถดถอยในการทดสอบสมมติฐาน
อัตราดอกเบี้ยเสมอภาค

ในช่วงเดือน มิถุนายน ปี 1990 ถึง ปี 1994

$$Rd_t - Rf_t = 1.3524462 + 1.0800833 fw_t + 0.6803183 AR(1)$$

(1.47582) (0.43018)

Adjusted $R^2 = 0.7844$ Durbin-Watson statistic = 1.75

หมายเหตุ : ตัวเลขในวงเล็บคือ ค่า t - statistic ของค่าสัมประสิทธิ์

Wald Test / ช่วงปี 1985 ถึง พฤษภาคม ปี 1990

Chi-square = 31.1460

Probability = 0.0000

ปฏิเสธสมมติฐานร่วมด้วยระดับความเชื่อมั่น 99 %

Wald Test / ช่วงปี 1990 เดือนมิถุนายน ถึง สิ้นปี 1994

Chi-square = 22.1786

Probability = 0.0000

ปฏิเสธสมมติฐานร่วมด้วยระดับความเชื่อมั่น 99 %

กล่าวโดยสรุปจากผลของการทดสอบสมมติฐานร่วม (Joint Hypothesis) ใน $\beta_0 = 0$, $\beta_1 = 1$ ด้วยวิธีการ Wald Test กลับปฏิเสธสมมติฐานในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคภายใต้การคุ้มครองความเสี่ยงทั้งใน 3 ช่วงเวลา นั่นคือข้อสรุปที่ได้ว่าเงื่อนไขอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคภายใต้การคุ้มครองความเสี่ยง (Covered Interest Rate Parity) ของไทยไม่เป็นจริง

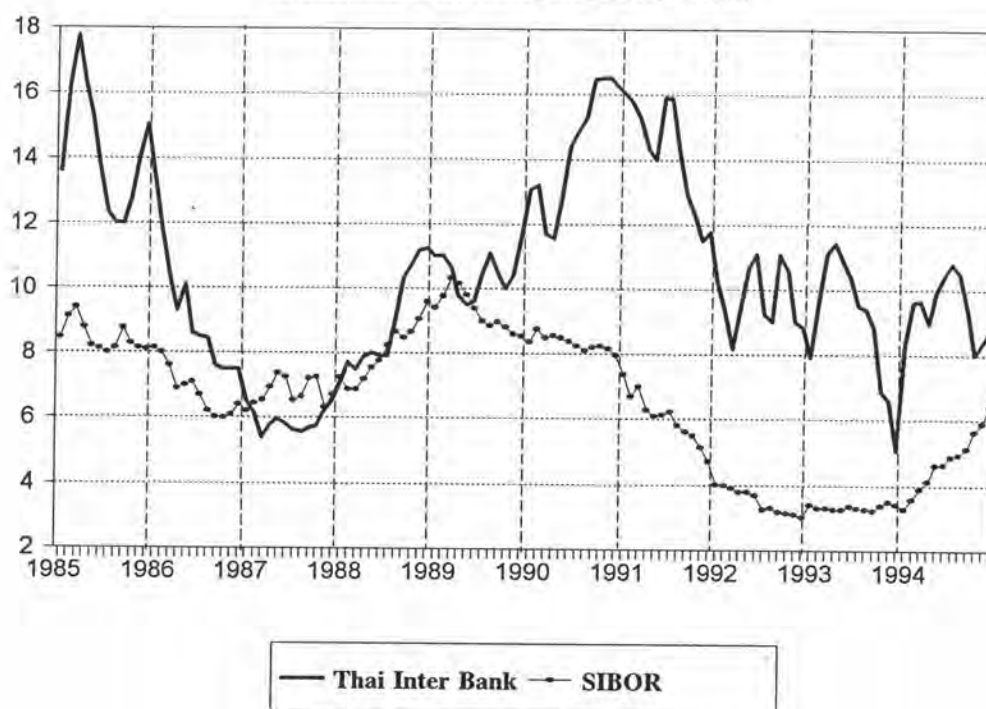
ผลที่แตกต่างกันในช่วงเวลาก่อนและหลังที่มีการเปิดเสรีทางการเงินที่สำคัญอีกประการก็คือ ผลของค่าสัมประสิทธิ์ β_1 จากสมการที่ 4.1.2 ที่น้อยกว่า หนึ่งคือเท่ากับ 0.61 ซึ่งแสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่เปลี่ยนแปลงไปน้อยกว่าอัตราประกันความเสี่ยง กล่าวคือจะเปลี่ยนไปเพียง 0.61 เมื่ออัตราค่าประกันความเสี่ยงเปลี่ยนแปลงไปหนึ่งหน่วยในทิศทางเดียวกัน ได้มีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นเป็นมากกว่าหนึ่งคือเท่ากับ 1.08 จากสมการที่ 4.1.3 ที่แสดงให้เห็นว่าส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงไปมากกว่าอัตราค่าประกันความเสี่ยงที่เปลี่ยนแปลงไป

4.2) การเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยและส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค

ประเด็นต่อมาคือผลของแนวโน้มของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคที่จะควรลดลงตามเวลา หากการเคลื่อนย้ายทุนเป็นไปอย่างสมบูรณ์ ภายใต้เศรษฐกิจที่มีการเปิดเสรีทางการเงิน ซึ่งเราสามารถดูได้จากภาพที่ 4.4 ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยภายในกับภายนอกประเทศ และส่วนต่างที่เกิดขึ้นในรูปที่ 4.5 เราจะเห็นได้ว่าส่วนต่างดังกล่าวนั้นไม่ได้มีแนวโน้มจะลดลงที่ชัดเจนแต่อย่างใด ขณะที่ส่วนใหญ่แล้วอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศจะมีค่ามากกว่าอัตราดอกเบี้ยภายนอก แสดงถึงแรงจูงใจที่เอื้ออำนวยในการไหลเข้าของเงินทุน (Capital Inflow) หากแต่ยังไม่สามารถเกิดขึ้นเต็มที่เนื่องจากการกีดกันการเคลื่อนย้ายของทุน ความแตกต่างยังปรากฏชัดหากเราแบ่งช่วงเวลาก่อนและหลังที่มีการผ่อนคลายการปริวรรตเงินตราในเดือนพฤษภาคม 1990 โดยในช่วงแรกแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่เข้าหากันได้เห็นเด่นชัดกว่าเสียอีก แต่แท้จริงแล้วส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่มีแนวโน้มลดลงในปี 1985-1987 นั้นน่าจะเป็นการเปลี่ยนแปลงไปตามสภาวะเศรษฐกิจและการเงินภายในประเทศ ในขณะที่เสียมากกว่าที่จะเกิดจากการเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศ ที่ทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศมีการลดลงอย่างรวดเร็ว² โดยเป็นผลต่อเนื่องมาจากการชบเซาทางเศรษฐกิจที่มีมาในช่วงก่อนปี 1985 ที่ยังไม่ฟื้นตัวเต็มที่ และสภาวะเศรษฐกิจโลกที่ยังคงตกต่ำอยู่ในปี 1986 อันเกิดจากราคาน้ำมันและการตกต่ำของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ในตลาดโลก ประเด็นเหล่านี้นำมาสู่การลงทุนที่ยังคงชะลอตัวในปี 1985 และปี 1986 ทำให้อัตราการขยายตัวของเงินฝากมีมากกว่าทางด้านสินเชื่อ โดยในปี 1985 มีอัตราการขยายตัวในเงินฝากเท่ากับ 11.9 % และเพิ่มเป็น 12.9 % ในปี 1986 ขณะที่อัตราการขยายตัวในสินเชื่อมีเพียง 9.7 % ในปี 1985 และลดลงเหลือ 4.4 % เท่านั้นในปี 1986 ความไม่สมดุลนี้ส่งผลให้เกิดสภาพคล่องส่วนเกินในช่วงเวลาดังกล่าวอย่างมาก ทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศลดลงอย่างรวดเร็ว ประกอบกับธนาคารแห่งประเทศไทยก็ได้มี นโยบายลดเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินกู้เพื่อกระตุ้นภาวะเศรษฐกิจอีกด้วย กล่าวคือในเดือนธันวาคม ปี 1985 ธนาคารกลางได้ประกาศลดเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์จากร้อยละ 19.0 เป็น 17.5 ต่อปี และในปี 1986 ก็ได้ลดเพดานดอกเบี้ยเงินฝากและเงินในบัญชีอีก 2 ทั้งนี้ก็เพื่อลดสภาพคล่องส่วนเกินไปด้วยในตัว

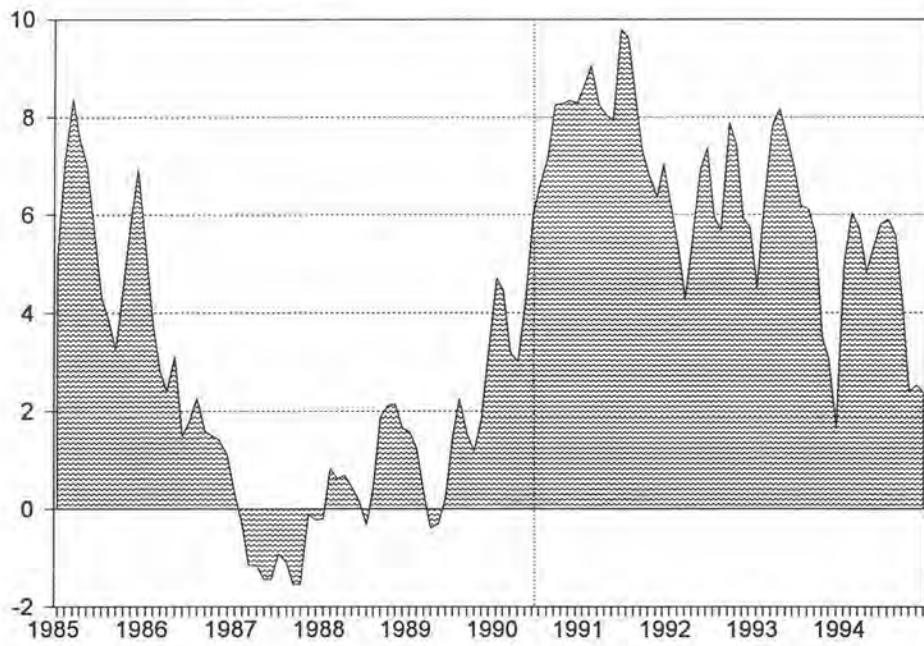
² ประศาสน์ ตั้งมติธรรม และนริศ ชัยสูตร, "เศรษฐศาสตร์ว่าด้วยนโยบายอัตราดอกเบี้ย : ผลกระทบของการปล่อยอัตราดอกเบี้ยลอยตัว", วารสารเศรษฐศาสตร์ธรรมศาสตร์ ปีที่ 7 ฉบับที่ 4 ธันวาคม 2532.

รูปที่ 4.4
อัตราดอกเบี้ยภายในกับภายนอกประเทศ





รูปที่ 4.5
ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยภายในกับภายนอกประเทศ

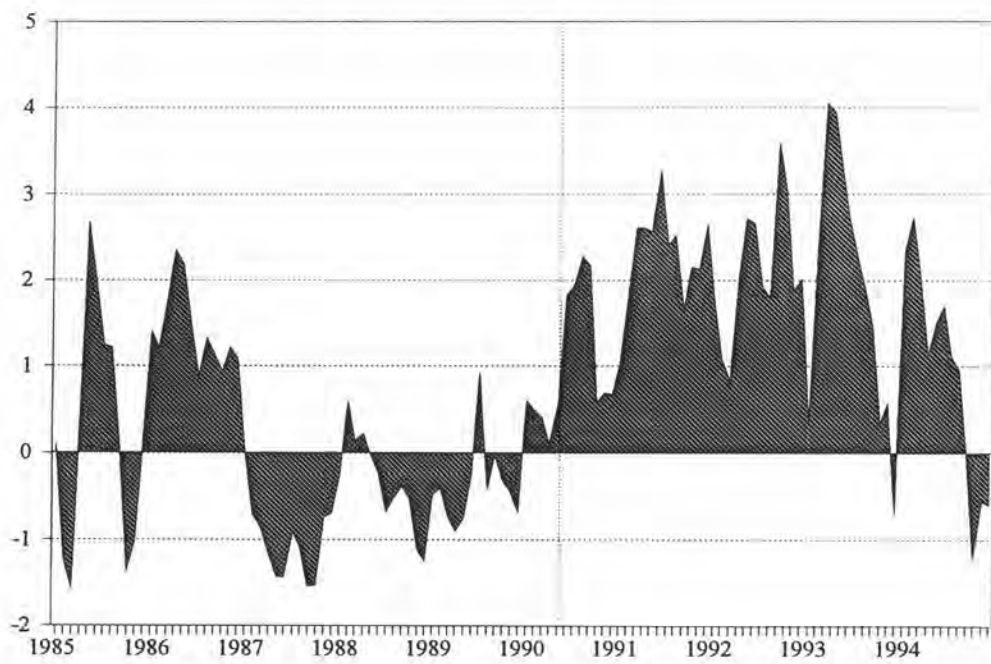


จวบจนปี 1987 เศรษฐกิจของไทยก็เริ่มขยายตัวสูงขึ้น จากการลงทุนและการส่งออกที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก ความต้องการสินเชื่อที่สูง ทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศมีแนวโน้มที่เพิ่มขึ้นตามไปด้วย ทั้งในขณะเดียวกันกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก ก็ทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดโลกก็มีแนวโน้มสูงขึ้นด้วยเช่นกัน ทำให้อัตราดอกเบี้ยทั้งภายในและภายนอกประเทศมีแนวโน้มเกือบจะใกล้เคียงกันในช่วงเวลาปี 1987-1989 โดยส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวมีอยู่ในอัตราที่ต่ำมากและอัตราผู้ยืมระหว่างธนาคารของไทยก็มีค่าน้อยกว่า SIBOR อยู่บ้างบางช่วงในปี 1987 จากนั้นในช่วงหลังปี 1989 เป็นต้นมา อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจของประเทศก็ยังคงอยู่ในระดับที่สูงโดยตลอด ทำให้อัตราดอกเบี้ยของประเทศเพิ่มขึ้นอยู่ต่อไป ประกอบกับมีการยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำเกิน 1 ปีในปี 1989 เงินฝากประจำ 1 ปี ในปี 1990 และยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์และเพดานดอกเบี้ยเงินกู้ในปี 1992 ก็มีส่วนอยู่บ้างที่ทำให้อัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้น แต่ประเด็นสำคัญน่าจะอยู่ที่การไม่สามารถนำเงินทุนจากต่างประเทศมาทดแทนความต้องการส่วนเกินดังกล่าวอันเนื่องจากการขยายตัวของเศรษฐกิจในระดับที่สูงได้อย่างสมบูรณ์มากกว่า แม้ว่าจะมีความพยายามที่จะเปิดเสรีทางการเงินอยู่ก็ตาม ซึ่งหากการเคลื่อนย้ายทุนเป็นไปได้อย่างสมบูรณ์จริง การขาดแคลนสภาพคล่องดังกล่าวก็ไม่น่าที่จะเกิดขึ้น แม้ว่าสภาพคล่องส่วนเกินนี้จะหายไปในปี 1992 ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศลดลงในช่วงปี 1992 แต่อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศก็ยังคงอยู่ในอัตราที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยภายนอกประเทศอยู่ดีในระยะเวลาต่อมา ซึ่งหลังการเปิดเสรีทางการเงินเราน่าจะพบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยน่าจะเป็นไปตามการเคลื่อนย้ายทุนมากกว่านี้

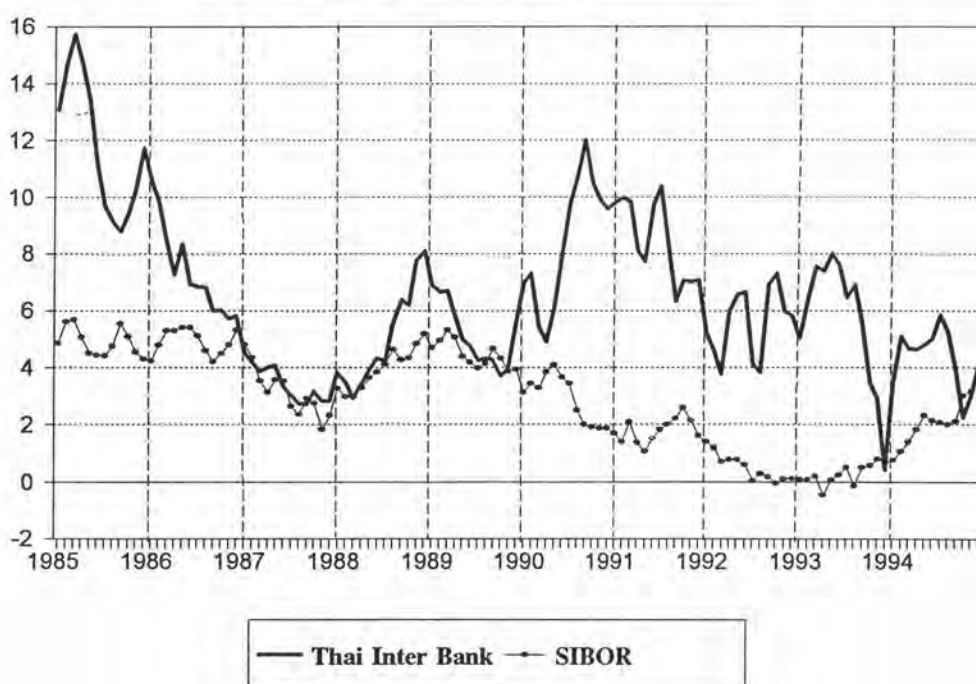
ภาพที่ 4.6 ก็ได้ชี้ให้เห็นผลที่ไม่แตกต่างกัน ในกรณีของส่วนเบี่ยงเบนจากอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคภายใต้การคุ้มครองความเสี่ยง แนวโน้มของอัตราดอกเบี้ยที่ควรเข้าหากันนั้น (Interest Rate Convergence) ไม่ได้เกิดขึ้น และท้ายสุดในความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยผู้ยืมระหว่างธนาคารที่แท้จริงของไทยกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศที่แท้จริง ดูได้จากรูปที่ 4.7 และส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคที่แท้จริงนี้ (Deviation from Real Interest Rate Parity) แสดงในรูปที่ 4.8 ก็ให้รูปร่างหน้าตาไม่แตกต่างกับส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยภายในกับภายนอกประเทศในภาพที่ 4.5 มากนัก ซึ่งต่างเพียงขนาดแต่มีแนวโน้มคล้ายคลึงกัน แสดงถึงผลความแตกต่างที่ค่อนข้างน้อย แม้จะรวมส่วนต่างของอัตราเงินเฟ้อของไทยกับอเมริกาเข้าไปในมาตรวัด โดยเราพบว่าอัตราเงินเฟ้อโดยเฉลี่ยของไทยมีค่าสูงกว่าอยู่เล็กน้อยในช่วงหลังๆ แม้ใน 5 เดือนสุดท้ายของปี 1994 ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอ

รูปที่ 4.6

ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคภายใต้การคุ้มครองความเสี่ยง

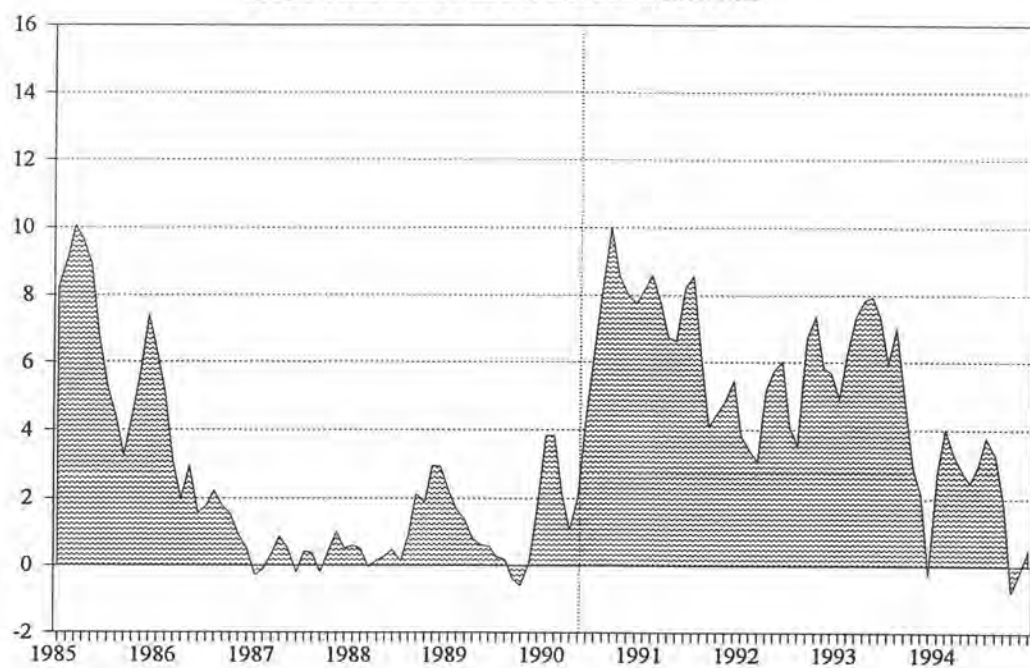


รูปที่ 4.7
อัตราดอกเบี้ยภายในกับภายนอกประเทศที่แท้จริง



รูปที่ 4.8

ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคที่แท้จริง



ภาคที่เกิดขึ้นจะอยู่ในระดับต่ำ³ แต่ก็น่าจะเป็นเพียงความผันผวนที่เกิดขึ้น จากการที่ประเทศอเมริกาประกาศเพิ่มอัตราดอกเบี้ย Federal Fund Rate ถึง 6 ครั้งในปี 1994 เพื่อสกัดเงินเพื่อและการตกต่ำในค่าเงินดอลลาร์ ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดโลกสูงขึ้น หลังจากอัตราดอกเบี้ยโลกอยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานานเนื่องจากภาวะเศรษฐกิจที่ถดถอยของบรรดาประเทศอุตสาหกรรมต่างๆ ในปี 1991-1993⁴

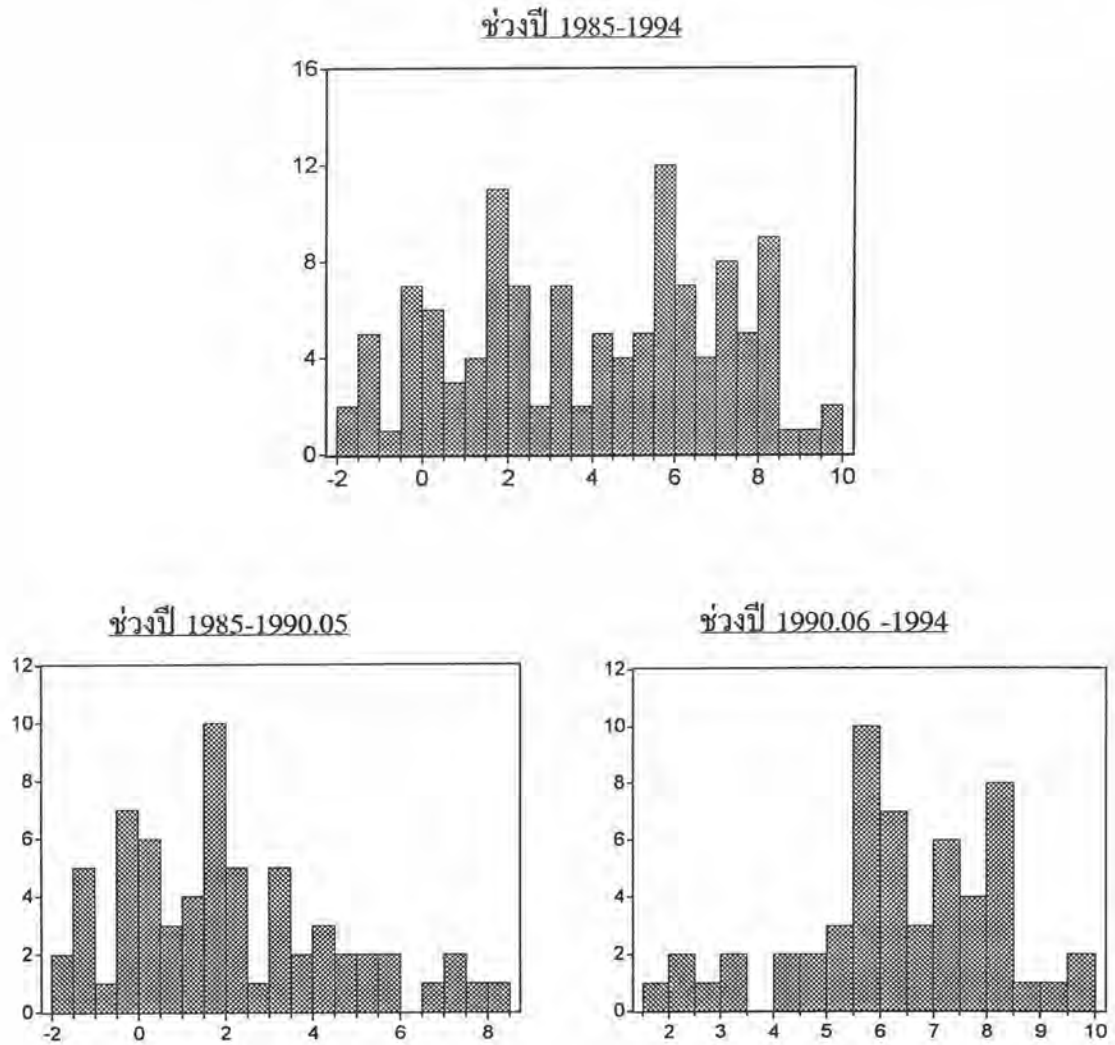
4.3) ลักษณะทางสถิติเบื้องต้นของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค

ในที่นี้ก็จะทำการศึกษาในค่ากลางและการกระจายของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค โดยการเปรียบเทียบในช่วงก่อนและหลังที่มีการเปิดเสรีทางการเงิน โดยเริ่มต้นกันในตารางที่ 4.1 ที่แสดงถึงค่ากลางและการกระจายของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยคู่ยืมระหว่างธนาคารกับเอเชียนดอลลาร์ และรูปที่ 4.9, 4.10, 4.11 ซึ่งเป็นภาพแสดงถึงการแจกแจงความถี่ด้วยแท่งฮิสโตแกรมของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค เราพบว่าโดยเฉลี่ยส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยทั้งสองจะมีค่าประมาณ 3.4 % และเมื่อเปรียบเทียบในช่วงก่อนและหลังที่มีการเปิดเสรี พบว่าค่ากลางของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยในช่วงหลังนี้ได้เพิ่มขึ้นสูงมาก ไม่ว่าจะในค่าเฉลี่ยจาก 2.03 % ไปเป็น 6.32 % หรือมัธยฐานจาก 1.59 % เป็น 6.21 % ขณะที่ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) ซึ่งบอกเราถึงขนาดของการกระจายรอบค่าเฉลี่ย มีค่าลดลงเล็กน้อย และจากค่าสัมประสิทธิ์ของความผันผวน (Coefficient of Variation) ก็ให้นัยยะในทางเดียวกันคือความผันผวนของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยได้มีค่าลดลง ท้ายที่สุดเมื่อเราดูในคุณสมบัติการกระจายของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ย จากค่าสถิติ Jarque-Bera พบว่าเราต้องปฏิเสธคุณสมบัติการแจกแจงปกติ (Normal Distribution) ด้วยระดับความเชื่อมั่น 90 % ในช่วงการศึกษาทั้งหมดกับช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงิน โดยในช่วงการศึกษาเราพบว่า ลักษณะการแจกแจงค่อนข้างแบนราบ (Platy Kurtic ค่าความโด่งน้อยกว่า 3 มาก) และในช่วงข้อมูลปี 1985 ถึงพฤษภาคม 1990 ลักษณะการกระจายของข้อมูลก็มีลักษณะเบ้ขวา (ค่าความเบ้เป็นบวกมาก) ซึ่งในที่นี้ค่ามัธยฐานคงเป็นค่ากลางที่ดีกว่า

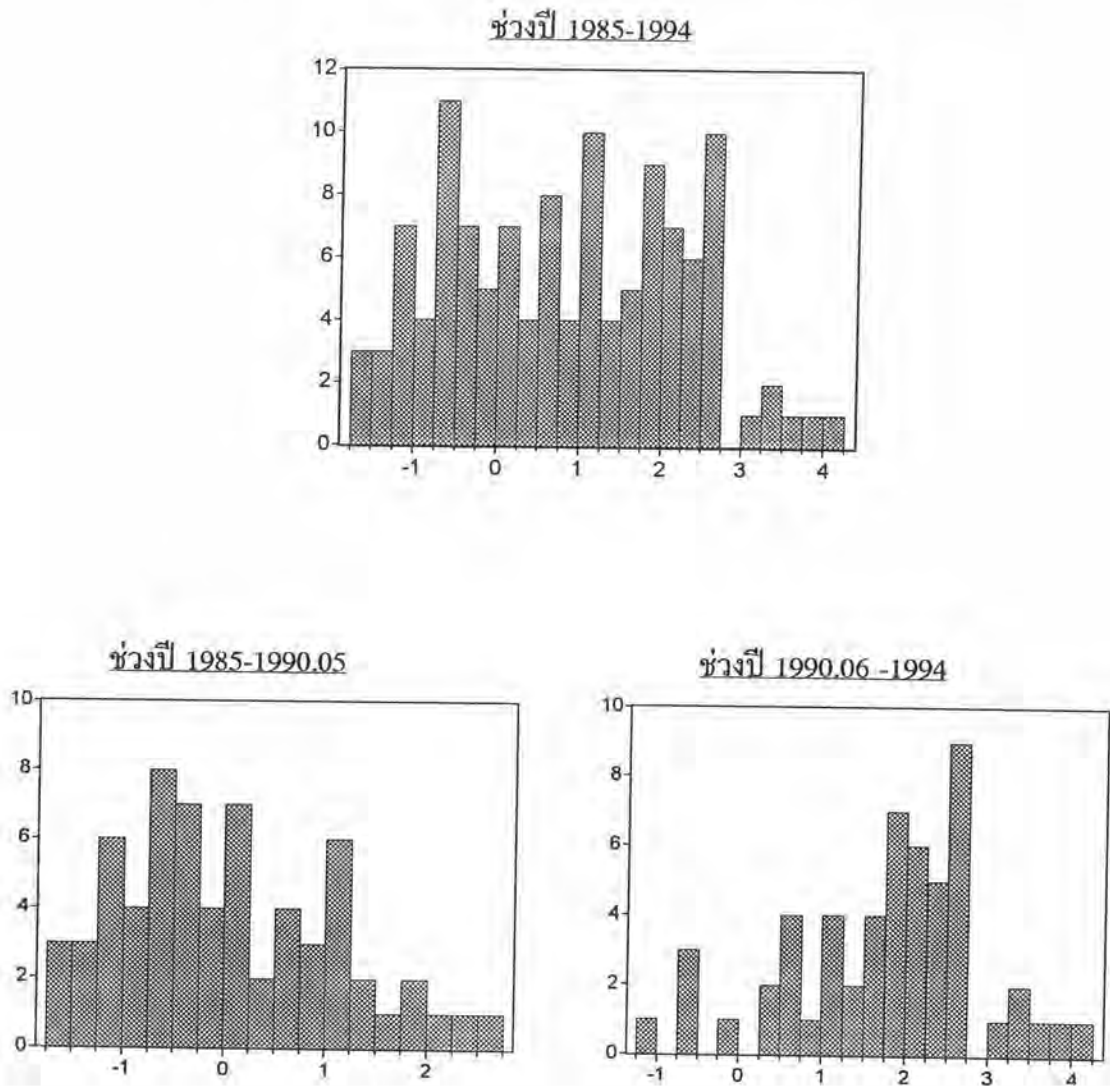
³ คู่ตัวเลขประกอบในภาคผนวกท้ายเล่ม

⁴ อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในประเทศอุตสาหกรรมในปี 1991-1994 เป็น 0.2, 1.5, 1.7 และ 2.9 ตามลำดับ

รูปที่ 4.9
 การแจกแจงความถี่ด้วยแท่งฮิสโตแกรม
 ของส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารของไทยกับเอเชียดอลลาร์ (SIBOR)

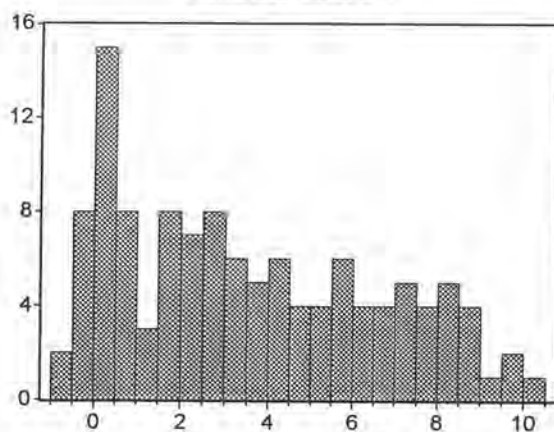


รูปที่ 4.10
การแจกแจงความถี่ด้วยแท่งฮิสโตแกรม
ของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคภายใต้การคุ้มครองความเสี่ยง

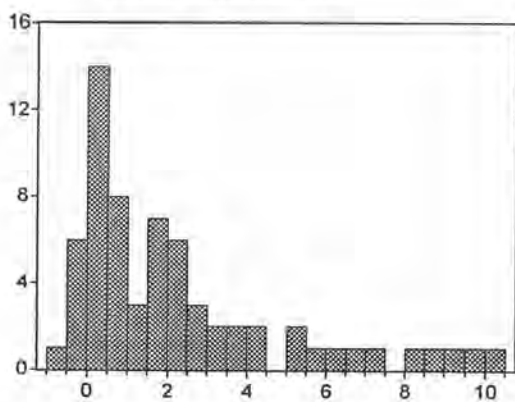


รูปที่ 4.11
การแจกแจงความถี่ด้วยแท่งฮิสโตแกรม
ของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคที่แท้จริง

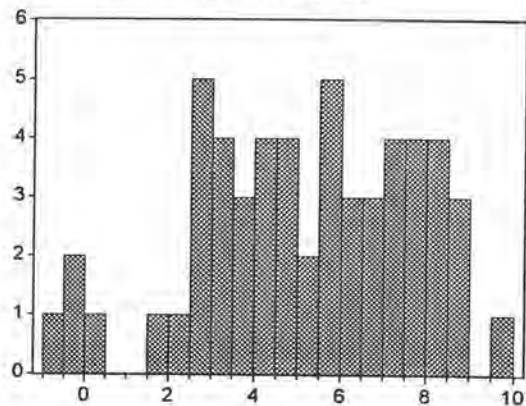
ช่วงปี 1985-1994



ช่วงปี 1985-1990.05



ช่วงปี 1990.06 -1994



ตารางที่ 4.1 ค่ากลางและการกระจายของ
ส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยคู่ระหว่างธนาคารกับเอเชียนดอลลาร์

	1985-1994	1985.01-1990.05	1990.06-1994.12
ค่าเฉลี่ย	3.40	2.03	6.32
ค่ามัธยฐาน	4.29	1.59	6.21
ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	3.08	2.44	1.85
ค่าสัมประสิทธิ์ความผันผวน	0.77	1.21	0.29
ค่าความเบ้	-0.10	2.46	-0.54
ค่าความโด่ง	1.81	2.74	2.92
ค่าสถิติ Jarque-Bera	7.27	5.03	2.67

ในขณะที่ส่วนต่างจากอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคภายใต้การคุ้มครองความเสี่ยง (Deviation of Covered Interest Rate Parity) เฉลี่ยแล้วตลอดช่วงการศึกษามีค่าประมาณ 0.82 % โดยในช่วงปี 1985 ถึงช่วงที่มีการผ่อนคลายการปฏิวรรตเงินตราครั้งแรก มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.02 % และเพิ่มเป็น 1.76 % ในช่วงหลัง โดยส่วนของค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานก็มีค่าเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อยเท่านั้นจาก 1.05 % ไปเป็น 1.13 % หากแต่เมื่อเปรียบเทียบความผันผวนระหว่างสองช่วงเวลาดังกล่าวก็พบว่าความผันผวนนี้กลับน้อยลงโดยเปรียบเทียบ และผลค่า Jarque-Bera ก็ยอมรับในสมมติฐานที่มีการแจกแจงปกติ

ตารางที่ 4.2 ค่ากลางและการกระจายของ
ส่วนต่างจากอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคภายใต้การคุ้มครองความเสี่ยง

	1985-1994	1985.01-1990.05	1990.06-1994.12
ค่าเฉลี่ย	0.82	0.02	1.76
ค่ามัธยฐาน	0.87	-0.24	1.93
ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	1.40	1.05	1.13
ค่าสัมประสิทธิ์ความผันผวน	1.71	51.99	0.65
ค่าความเบ้	0.12	0.51	-0.51
ค่าความโด่ง	2.02	2.43	3.08
ค่าสถิติ Jarque-Bera	5.08	3.75	2.43

ผลในการทดสอบกับส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคที่แท้จริง (Deviation of Real Interest Rate Parity) พบว่าค่อนข้างจะคล้ายคลึงกับในตารางที่ 4.3 กล่าวคือค่ากลางมีค่าเพิ่มขึ้นค่อนข้างมาก จากค่ามัธยฐาน 1.51 % เพิ่มเป็น 5.29 % ในช่วงหลังมีการผ่อนคลายการปฏิวรรตเงินตราแล้ว และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานได้ลดลงเล็กน้อยเช่นเดียวกับสัมประสิทธิ์ความผันผวน

ตารางที่ 4.3 ค่ากลางและการกระจายของ
ส่วนต่างจากอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคที่แท้จริง

	1985-1994	1985.01-1990.05	1990.06-1994.12
ค่าเฉลี่ย	3.63	2.31	5.17
ค่ามัธยฐาน	3.08	1.51	5.29
ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	2.98	2.70	2.50
ค่าสัมประสิทธิ์ความผันผวน	0.82	1.17	0.48
ค่าความเบ้	0.38	1.38	-0.36
ค่าความโด่ง	1.92	3.95	2.43
ค่าสถิติ Jarque-Bera	8.73	23.07	1.99

กล่าวโดยสรุปทั้งจาก 3 ตารางเราพบว่าส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคมีค่าเพิ่มขึ้นจากช่วงก่อนที่จะมีการเปิดเสรีทางการเงิน ค่าเฉลี่ยนี้ย่อมบอกเราถึงต้นทุนทางธุรกรรมในระยะยาว และการที่ส่วนต่างนี้สูงขึ้นย่อมสะท้อนถึงขนาดของการกีดกันทุน (Capital Barrier) ที่มีอยู่นั่นเอง ซึ่งให้ผลตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ในขณะที่ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานซึ่งบ่งบอกถึงการกระจายรอบค่ากลางได้มีค่าลดลง ซึ่งหมายความว่าถึงแถบ(Band)ของต้นทุนค่าธุรกรรมและความเสี่ยงดังกล่าวที่เล็กลง ยกเว้นในส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคภายใต้การคุ้มครองความเสี่ยงที่มีค่าเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเท่านั้น นอกจากนี้แล้ว จากค่าสัมประสิทธิ์ความผันผวนที่ลดลง ก็บอกถึง “ระดับความไม่แน่นอน(Uncertainty)” ที่ลดลงของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคนี้หลังมีการเปิดเสรีทางการเงิน

4.4) ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคในแบบจำลองอนุกรมเวลา

ผลของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคในแบบจำลองอนุกรมเวลา แสดงอยู่ในตารางที่ 4.4 จากผลการศึกษาจะเห็นได้ว่าจากค่า Adjusted R^2 ที่ปรากฏนั้นได้ชี้ว่าส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคทั้งสามแบบนี้สามารถถูกอธิบายได้ด้วยแบบจำลองอนุกรมเวลาได้อย่างดี ซึ่งหมายความว่าลักษณะของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคโดยส่วนใหญ่จะอยู่ในการคาดการณ์ (Systematic) และค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปร Autoregressive ที่น้อยกว่า 1 แสดงถึงแนวโน้มเข้าหาค่าเฉลี่ยอย่างมีเสถียรภาพ(Stationary) ในเบื้องต้น ขณะเดียวกันก็ยังบอกเราด้วยถึงแนวโน้มในอนาคตที่ค่อนข้างจะเข้าสู่ค่าเฉลี่ยดังที่ปรากฏในส่วนที่ 4.3

ตารางที่ 4.4 แบบจำลองอนุกรมเวลาของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค

ช่วงการศึกษา	ค่าคงที่	สัมประสิทธิ์ของ AR Lag 1 ช่วงเวลา	สัมประสิทธิ์ของ MA Lag 1 ช่วงเวลา	Adj R ²	D.W. Stat
--------------	----------	--------------------------------------	--------------------------------------	--------------------	--------------

ตัวแปร: ส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยคู่ระหว่างธนาคารของไทยกับเอเชียคอลลาร์

1985.02-1994.12	3.7250	0.9222***	0.3440***	0.91	1.97
1985.02-1990.05	1.9679	0.8846***	0.5566***	0.90	1.97
1990.06-1994.12	6.2322	0.7537***	0.3129**	0.70	1.92

ตัวแปร: ส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคภายใต้การคุ้มครองความเสี่ยง

1985.02-1994.12	0.8029**	0.7719***	0.2166**	0.70	1.99
1985.02-1990.05	0.0489	0.6369***	0.4229***	0.65	1.89
1990.06-1994.12	1.7220***	0.5774***	0.2018	0.44	1.94

ตัวแปร: ส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคที่แท้จริง

1985.02-1994.12	3.1434***	0.8694***	0.4256***	0.88	2.01
1985.02-1990.05	1.5956**	0.8698***	0.5082***	0.91	1.97
1990.06-1994.12	5.0469***	0.7585***	0.4275***	0.74	1.97

หมายเหตุ : *** มีนัยสำคัญ ในระดับความเชื่อมั่น 99 %

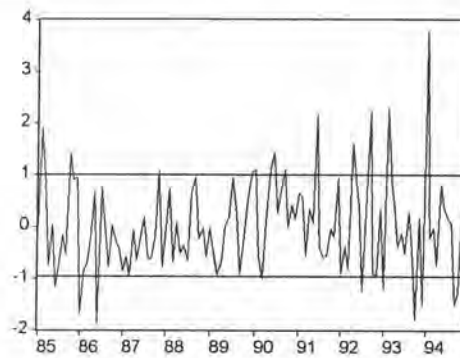
** มีนัยสำคัญ ในระดับความเชื่อมั่น 95 %

อย่างไรก็ตามเมื่อเราเปรียบเทียบช่วงก่อนและหลังเดือนพฤษภาคม 1990 เราก็จะเห็นได้ว่าค่า Adjusted R² มีค่าน้อยลงเมื่อเปรียบเทียบกับช่วงแรก ซึ่งแสดงถึงส่วนที่ไม่อยู่ในการคาดการณ์ (Unsystematic) ที่มีอยู่มากขึ้น รูปที่ 4.12 ได้แสดงถึงส่วนของความผิดพลาดจากแบบจำลองอนุกรมเวลา (Error term) หรือคือส่วนที่ต่างไปจาก Static System Deviation⁵ จากรูปจะเห็นว่าในส่วนดังกล่าวนี้ได้มีความผันผวนมากกว่า ± 1 % มากขึ้น และที่สำคัญไปกว่านั้นก็คือการทดสอบว่าความแปรปรวนของส่วนที่อยู่นอกการคาดการณ์ (Unsystematic) นี้ว่าคงที่หรือไม่ ที่แสดงถึง Volatility ของตัวแปรในแบบจำลองอนุกรมเวลา ผลปรากฏดังนี้

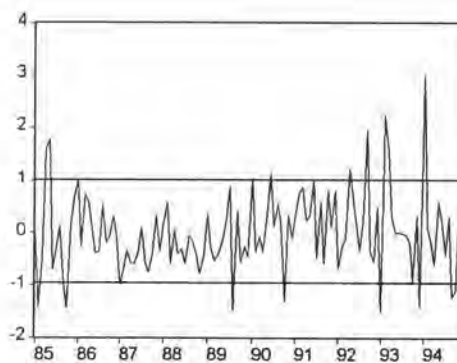
⁵ ในขณะที่ส่วนที่แตกต่างไปจาก Dynamic System Deviation ก็คือส่วนที่แตกต่างไปจากค่าเฉลี่ย เนื่องจากแบบจำลองอนุกรมเวลามีแนวโน้มเข้าหาค่าเฉลี่ย รูปของส่วนที่แตกต่างไปจาก Dynamic System Deviation ก็จะมีการเคลื่อนไหวเช่นเดียวกับที่แตกต่างจากศูนย์ในส่วนที่ 4.2 โดยแทนที่จะแตกต่างจากศูนย์ก็จะแตกต่างจากค่าเฉลี่ยนั่นเอง

รูปที่ 4.12 ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคที่อยู่นอกการคาดการณ์

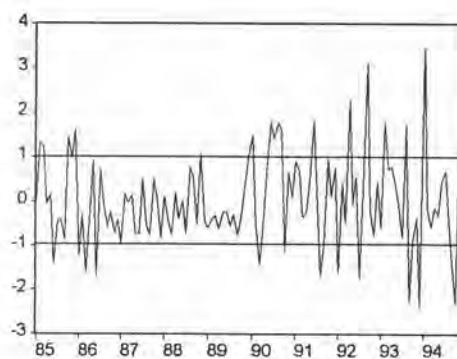
ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยภายในกับภายนอกประเทศนอกการคาดการณ์



ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคภายใต้การคุ้มครองความเสี่ยงนอกการคาดการณ์



ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคที่แท้จริงนอกการคาดการณ์



ARCH test 1 Lags : ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยคู่ระหว่างธนาคารกับเอเชียนดอลลาร์

F-statistic	0.1776	Probability	0.6742
Obs*R ²	0.1804	Probability	0.6710

ARCH test 1 Lags : ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคภายใต้การคุ้มครองความเสี่ยง

F-statistic	4.1869	Probability	0.0430
Obs*R ²	4.1114	Probability	0.0426

ARCH test 1 Lags : ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคที่แท้จริง

F-statistic	1.0743	Probability	0.3021
Obs*R ²	1.0828	Probability	0.2981

ผลจากทดสอบจากค่า F-statistic และ Obs*R² ในส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย และส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานที่ว่าความแปรปรวนของค่าความผิดพลาดคงที่ได้ แต่ยกเว้นในส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคภายใต้การคุ้มครองความเสี่ยงกลับปฏิเสธสมมติฐานดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือเราพบว่ามี Volatility ในแบบจำลองอนุกรมเวลาของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคภายใต้การคุ้มครองความเสี่ยง ซึ่งหมายถึงความเป็นไปได้ที่จะมีแนวโน้มความผันผวนของส่วนที่อยู่นอกการคาดการณ์ (Unsystematic) นี้ได้ และแบบจำลองที่ประมาณการด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดในข้างต้นก็ยังไม่มีประสิทธิภาพ อีกด้วย

4.5) คุณสมบัติ Unit Root ของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค

ผลการทดสอบสมมติฐาน Unit Root ของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค ด้วยวิธี Augmented Dickey-Fuller Test โดยรวมตัวแปรคงที่และตัวแปรแนวโน้ม (trend) ในการทดสอบ ซึ่งจะทดสอบทั้งในส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยคู่ระหว่างธนาคารกับเอเชียนดอลลาร์ ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคภายใต้การคุ้มครองความเสี่ยง และส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคที่แท้จริง ขณะที่ Lag ที่เหมาะสมเลือกจากค่า FPE ที่ต่ำที่สุด ซึ่งให้ค่า

Lag 1,1 และ 5 ตามลำดับ พบว่าทั้งใน 3 รูปแบบของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคต่าง ปฏิเสธสมมติฐาน Unit Root อย่างมีนัยสำคัญ ดังนี้

ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคารกับเอเชียนคอลลาร์ : 1 Lag

Dickey-Fuller t-statistic		-4.3524
Mackinnon critical values	1 %	-4.1314
	5 %	-3.4919
	10 %	-3.3110



ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคภายใต้การคุ้มครองความเสี่ยง: 1 Lag

Dickey-Fuller t-statistic		-3.8292
Mackinnon critical values	1 %	-4.0380
	5 %	-3.4481
	10 %	-3.1489

ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคที่แท้จริง : 5 Lag

Dickey-Fuller t-statistic		-3.6078
Mackinnon critical values	1 %	-4.1314
	5 %	-3.4919
	10 %	-3.3110

ผลจากการปฏิเสธสมมติฐานใน Unit root ก็ได้ให้ผลเบื้องต้นกับเรา ในการปฏิเสธประสิทธิภาพของตลาดเงินระหว่างประเทศภายใต้สมมติฐานของการจรลุ่ม (Random Walk) โดยข้อมูลข้างสวรนี้ยังไม่ถูกสะท้อนในราคาตลาดได้อย่างสมบูรณ์

4.6) ทำไมส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคของไทยจึงไม่มีแนวโน้มลดลง

ผลการศึกษาในส่วน 4.1 ถึง 4.5 ถูกสรุปเป็นตารางในตารางที่ 4.5 และจากการที่เราไม่พบแนวโน้มการลดลงที่ชัดเจนของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคแต่อย่างใดนั้น แล้วเราสามารถอธิบายปรากฏการณ์ดังกล่าวได้หรือไม่

ช่องว่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคที่เกิดขึ้นนี้ไม่ได้มีเฉพาะในกรณีศึกษาประเทศไทยเท่านั้น มีนักเศรษฐศาสตร์ไม่น้อยที่พยายามหาเหตุผลนี้ แน่แน่นอนว่า “ต้นทุนค่าธุรกรรม (Transaction Cost)” น่าจะเหตุสำคัญที่สุดที่ทุกคนคิดถึงในอันดับแรก กล่าวเช่นต้นทุนในข้อมูลข่าวสาร ต้นทุนในการติดต่อและค่าธรรมเนียมต่างๆ และสาเหตุที่น่าสนใจยิ่งไปกว่านั้นก็คือใน “การควบคุมการเคลื่อนย้ายทุน (Capital Control)” ของรัฐ ที่ไม่เพียงแต่ทำให้เกิดช่องว่างเท่านั้น แต่แนวโน้มเข้ากัน (Convergence) ในอัตราดอกเบี้ยภายในกับภายนอกประเทศอาจไม่เกิดขึ้นเลยก็ได้ เนื่องจากการเคลื่อนย้ายทุนโดยสมบูรณ์เกิดถูกปิดกั้น Aliber (1973) ได้ให้เหตุผลในงานศึกษาของเขาว่า “ความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยน (exchange risk) และ Political Risk อันเกิดเนื่องจากสินทรัพย์ทางการเงินของภายในและภายนอกประเทศเกิดแตกต่างกันเนื่องจากขีดจำกัดทางด้านกฎหมาย (legal jurisdictions) ในการควบคุมทุนหรือความแตกต่างในโครงสร้างภาษี” เป็นสาเหตุสำคัญ ผลของการควบคุมทุนนี้ได้ถูกชี้ชัดในงานศึกษาของ Dooley กับ Isard (1980) กรณีศึกษาประเทศเยอรมัน และในงานศึกษาของ Otani กับ Tiwari (1981) กรณีศึกษาประเทศญี่ปุ่น

เดิมทีก็มีความคิดกันว่า “ความแตกต่างในอัตราเงินเฟ้อทั้งในและต่างประเทศ” ก็น่าจะเป็นเหตุสำคัญที่ทำให้อัตราดอกเบี้ยของทั้งสองประเทศไม่มีแนวโน้มเข้าหากัน หากแต่เมื่อขจัดผลของเงินเฟ้อแล้ว โดยพิจารณาในอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Interest Rate) แล้วก็ตาม ในบางกรณีศึกษาก็ปรากฏว่า ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงก็ยังไม่มีความโน้มที่ลดลง Mishkin (1984) ก็ได้อธิบายไว้ว่าประเด็นเหล่านี้อาจเป็นไปได้หากเงื่อนไข International Parity ไม่เป็นจริง หรือกล่าวคือสมมติฐานร่วม (Joint Hypothesis) ของ Uncovered Interest Rate Parity กับ Purchasing Power Parity ถูกปฏิเสธ งานศึกษาหลายชิ้นของ Frankel ได้ให้ความสำคัญเป็นอย่างยิ่งใน “Time Varying Risk Premium” ทั้งในของส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคเองและรวมถึงในอัตราแลกเปลี่ยนอีกด้วย ที่ทำให้อัตราดอกเบี้ยของทั้งในและนอกประเทศเกิดออกห่างจากกัน (interest rate divergence) ดังนั้นเขาจึงคิดว่าหาก Risk Premium นี้ น้อยลง ก็จะเป็นมาตรวัดบอกเราถึงขนาดการกีดกันทุนที่ลดลงนั่นเอง งานศึกษาของ Ian G. Sharpe (1984) กรณีศึกษาในออสเตรเลีย ได้พยายามบอกเราถึง การละเลยในอิทธิพลของปัจจัย

ตารางที่ 4.5 สรุปผลการศึกษา

การศึกษา	ผลการศึกษา
1. สมมติฐานของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค	ปฏิเสธ
2. ค่าสถิติเบื้องต้นของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค 2.1 ค่ากลาง - ส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยภายในกับภายนอก - ส่วนต่างของ CIP - ส่วนต่างของ RIP 2.2 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน - ส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยภายในกับภายนอก - ส่วนต่างของ CIP - ส่วนต่างของ RIP	เพิ่มขึ้น เพิ่มขึ้น เพิ่มขึ้น ลดลง เพิ่มขึ้น ลดลง
3. ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคในแบบจำลองอนุกรมเวลา 3.1 ส่วนต่างที่อยู่นอกการคาดการณ์ 3.2 Volatility ในแบบจำลองอนุกรมเวลา - ส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยภายในกับภายนอก - ส่วนต่างของ CIP - ส่วนต่างของ RIP	เพิ่มขึ้น คงที่ ไม่คงที่ คงที่
4. ประสิทธิภาพของตลาดเงินระหว่างประเทศในความหมายกว้าง - ส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยภายในกับภายนอก - ส่วนต่างของ CIP - ส่วนต่างของ RIP	ปฏิเสธ ปฏิเสธ ปฏิเสธ

หมายเหตุ: CIP คือ ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคภายใต้การคุ้มครองความเสี่ยง

RIP คือ ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคที่แท้จริง

ภายในประเทศในการนำมาสู่สมมติฐานของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคที่ถูกบิดเบือน ซึ่งเกิดได้จากการเปลี่ยนแปลงในฐานเงินที่ไม่คาดคิด (unanticipated monetary base movement) Charles pigott (1993-1994) ก็ได้กล่าวคล้ายกัน “ในเดือนไขทางเศรษฐกิจที่แตกต่างกันก็จะทำให้อัตราดอกเบี้ยของแต่ละประเทศแตกต่างกัน” และยังเสริมว่าสินทรัพย์ทางการเงินที่แตกต่างกันทั้งใน ระยะเวลาไถ่ถอน (maturity) สภาพคล่อง และความเสี่ยง ก็จะเป็นปัจจัยสำคัญอย่างหนึ่ง ซึ่งก่อนหน้านี้ Bruce Kasman และ Charles Pigott (1988) ได้ย้ำในปัจจัย 3 ประการคือ ผลของการทดแทนกันไม่สมบูรณ์ของสินทรัพย์ภายในประเทศที่แตกต่างกัน (domestic distinctions among the assets) ปัจจัยความเสี่ยงในเงินตรา (currency risk) และประการสุดท้ายในการกีดกันการเคลื่อนย้ายทุนทั้งจากภาครัฐและเอกชน ในงานเรื่อง “Interest Rate Divergences among the Major Industrial Nations” ของเขา

และสำหรับในงานศึกษากรณีประเทศไทยนี้ ก็ได้กล่าวไปแล้วว่าในช่วงก่อนที่มีการเปิดเสรีนั้น การเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศมักจะขึ้นกับเดือนไขของสถานะเศรษฐกิจในขณะนั้นเป็นสำคัญ โดยประเด็นในการเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศยังถือว่าเป็นประเด็นรอง หากแต่ช่วงหลังที่มีการเปิดเสรีทางการเงินแล้ว การเคลื่อนย้ายทุนน่าจะ เป็นปัจจัยหลัก เหตุใดแนวโน้มการเข้ากันของอัตราดอกเบี้ยจึงไม่เกิดขึ้นจึงเป็นที่น่าสนใจศึกษา โดยในที่นี้ตั้งข้อสันนิษฐานไว้ใน 8 ประเด็นที่น่าจะทำให้ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคของไทยไม่ได้มีแนวโน้มลดลงดังที่กล่าว คือ

4.6.1 มาตรการในการควบคุมทุน (Capital Control) ของรัฐ

เป็นที่ทราบกันดีว่าเหนือสิ่งอื่นใดในนโยบายมหภาคต่างๆ ของรัฐ โดยเฉพาะในส่วนของเจ้าหน้าที่ทางการเงิน นโยบายการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจจะต้องมาก่อนเป็นอันดับแรกเสมอ ไม่เว้นแม้แต่นโยบายเสรีทางการเงินที่ก็ต้องเป็นรองเช่นกัน ดังนั้นหากการไหลของเงินทุนเป็นไปอย่างรวดเร็วจนเกินไป หรือมีแนวโน้มจะกระทบต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจการเงินของประเทศ นโยบายในการควบคุมทุนก็ยังคงเป็นสิ่งที่จำเป็นตามแนวคิดของเจ้าหน้าที่ทางการเงิน เราจะเห็นได้เช่นการที่ ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ประกาศให้มีการลดการดำรงเงินต่างประเทศ (Net Foreign Position) ของธนาคารพาณิชย์ลงอีก 5 % โดยทางด้านสินทรัพย์ลดจาก 25 % เหลือ 20 % ขณะเดียวกันทางด้านหนี้สินก็ลดจาก 20 % เหลือ 15 % ของเงินกองทุน หรือ 5 ล้านดอลลาร์ สรอ. แล้วแต่จำนวนใดสูงกว่ากัน การกวดขันในการดำรงเงินตราต่างประเทศของธนาคารพาณิชย์ในเดือนพฤศจิกายน ปี 1994 นี้ ก็เพื่อการ

แก้ไขปัญหาดอกเบี้ยเงินเฟ้อในปีนั้น และเพื่อความมั่นคงของธนาคารพาณิชย์ไทย นอกจากนี้ใน มาตราการการควบคุมทุนก็ยังมีกรเก็บภาษี Withholding Tax โดยเก็บร้อยละ 10 ของดอกเบี้ย ที่เสียจากการกู้ยืมจากต่างประเทศ ซึ่งต้นทุนทางภาษีนี้นิยมทำให้เกิดช่องว่างในส่วนต่างอัตรา ดอกเบี้ยขึ้น และถ้าสุดมาตรการการควบคุมทุนก็เป็นส่วนหนึ่งในการใช้แก้ไขปัญหาดอกเบี้ยเงินเฟ้อ ในปี 1995 เช่นกัน โดยธนาคารแห่งประเทศไทยก็ได้ประกาศมาตรการให้กันสำรองเงินสด ใน บัญชีเงินบาทผู้มีถิ่นฐานในต่างประเทศ (Non-Resident Baht Account) 7 % ในเดือนกรกฎาคม ปี 1995 เพื่อเป็นสัปดาห์ไหลเข้าของเงินต่างประเทศที่เข้ามาหากำไรจากส่วนต่างของดอกเบี้ย มากเกินไป ซึ่งจากมาตรการดังกล่าวก็ได้มีผลให้ธนาคารพาณิชย์ปรับอัตราดอกเบี้ยเงินใน บัญชีเงินบาทผู้มีถิ่นฐานในต่างประเทศลงมา จากเดิมที่ได้กำหนดไว้ในอัตราเดียวกันกับลูกค้า ทั่วไปภายในประเทศ เพื่อให้ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวลดลงเฉพาะในส่วนของบัญชี เงินบาทผู้มีถิ่นฐานในต่างประเทศ ความแตกต่างของสินทรัพย์ทางการเงินภายในประเทศอื่น เกิดจากมาตรการของรัฐ (Political Jurisdiction) เช่นนี้เอง ที่ทำให้สมมติฐานในแนวโน้มการ เข้ากันของแนวคิดอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคไม่เป็นจริง

4.6.2 นโยบายในการควบคุมตลาดการเงินภายในประเทศบางอย่างของรัฐ

นโยบายทางการเงินภายในประเทศบางอย่าง แม้มิใช่จะเป็นมาตรการที่จะ ควบคุมทุนโดยตรง แต่บางกรณีก็มีผลไม่น้อยต่อทำให้เกิดช่องว่างในส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคของไทย กล่าวเช่นธนาคารแห่งประเทศไทยก็ยังคงมีการใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ย เพื่อรักษาเสถียรภาพอยู่ โดยมักใช้อัตราดอกเบี้ยมาตรฐานในการชี้แนะธนาคารพาณิชย์ในปรับ อัตราดอกเบี้ยของตน อย่างในกรณีแก้ปัญหาดอกเบี้ยเงินเฟ้อปี 1994 ธนาคารแห่งประเทศไทยก็ ประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน (Bank Rate) อีกร้อยละ 0.5 จากร้อยละ 9.0 เป็นร้อยละ 9.5 หรืออย่างในการแก้ปัญหาดอกเบี้ยเงินเฟ้อปี 1995 ธนาคารแห่งประเทศไทยก็ได้พยายามตั้งเป้า การขยายตัวของสินเชื่อไม่ให้เกิน 24 % การพยายามรักษาระดับอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ ของเจ้าหน้าที่ทางการเงินของประเทศนี้ มิได้มีเพียงวัตถุประสงค์ที่จะรักษาสภาพคล่องของ ประเทศเท่านั้น หากแต่ยังมีความหวาดเกรงในเรื่องการออมของประเทศอยู่อีกด้วย เนื่องจาก อัตราดอกเบี้ยเงินออมของประเทศอยู่ในระดับที่ต่ำมากโดยเฉพาะในช่วง 2-3 ปีนี้ หากคิดใน อัตราดอกเบี้ยเงินออมที่แท้จริง ซึ่งลบส่วนของเงินเฟ้อแล้วจะเหลือเพียง 1-2 % เท่านั้น จากปี 1992-1994 มีอัตราดอกเบี้ยร้อยละ 2.11, 1.71 และ - 0.04 ตามลำดับ จากถ้อยแถลงต่างๆ ของธนาคาร

แห่งประเทศไทยก็ได้กล่าวซ้ำในประเด็นเหล่านี้บ่อยครั้ง ด้วยความหวังว่าหากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของประเทศลดต่ำลงอีก ก็จะส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยเงินออมของประเทศด้วย จากนโยบายต่างๆ ของรัฐที่กล่าวมาทั้งในส่วน 4.6.1 และ 4.6.2 นี้ไม่ใช่การวิพากษ์วิจารณ์ว่าเป็นเรื่องไม่เหมาะสม เพราะเราจะเห็นได้ว่าในนโยบายการเงินของเกือบทุกประเทศในโลก นโยบายการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจย่อมเป็นเรื่องที่สำคัญที่สุดอยู่แล้ว โดยเฉพาะในกรณีประเทศไทยก็เป็นสิ่งที่เข้าใจได้ เรื่องของเสถียรภาพทางราคาหรือปัญหาเงินเฟ้อของประเทศในช่วงหลังนี้เราจะสังเกตได้ว่ามิได้เป็นเพียงปัญหาทางเศรษฐกิจเพียงอย่างเดียว แต่ยังเป็นปัญหาเศรษฐกิจบนการเมืองของประเทศอีกด้วย

4.6.3 ความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยน

เป็นไปได้หรือไม่ว่าในกรณีศึกษาของประเทศไทย ความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยนจะมีผลทำให้เกิดช่องว่างในส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค ดังนั้นเราจึงได้คำนวณค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานในแต่ละปีของอัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์เพื่อศึกษาความผันผวนดังกล่าว และผลก็ปรากฏในตารางที่ 4.6 ดังนี้

ตารางที่ 4.6 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์

ช่วงเวลาที่ศึกษา	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ปี	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
1985-1994	0.6213	1990	0.3155
1985.01-1990.05	0.6828	1991	0.1920
1990.06-1994	0.2198	1992	0.1405
		1993	0.1190
		1994	0.1768

จะเห็นได้ว่าผลในความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนมีน้อยมาก แม้กระทั่งที่มีอเมริกามีปัญหาค่าเงินดอลลาร์ตกต่ำอย่างต่อเนื่อง และอ่อนตัวอย่างมากในปี 1994 แต่ผลก็ปรากฏว่าความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์กลับมีไม่มากอย่างที่คาดการณ์ไว้ ทั้งนี้ก็เพราะการใช้ระบบตะกร้าเงินในการรักษาเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนนั่นเอง

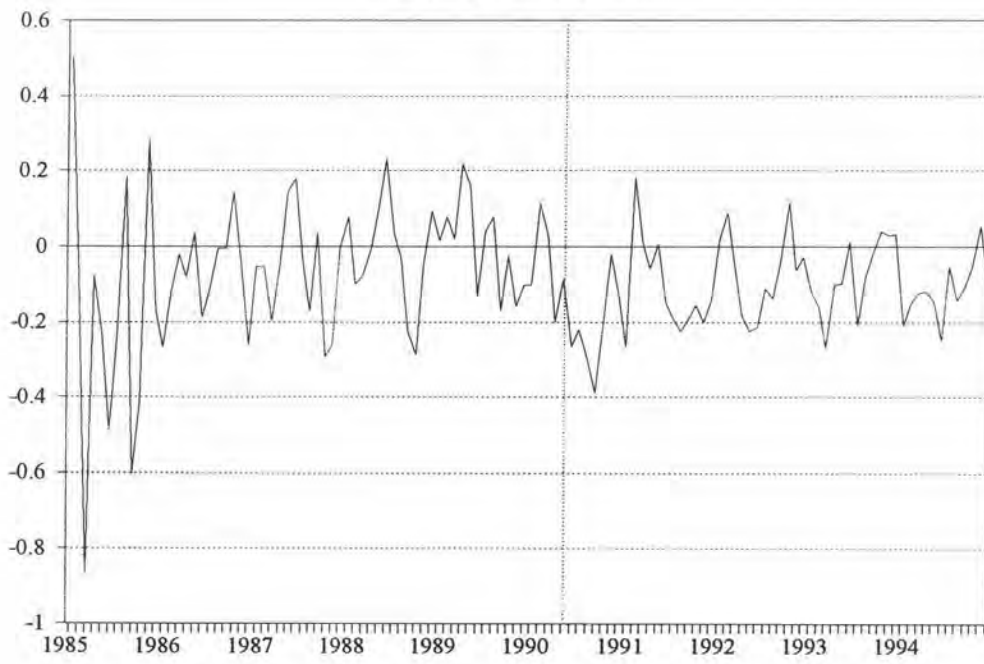
นอกจากนี้แล้วเรายังดูได้จาก Currency Risk Premium⁶ โดยคำนวณจาก ส่วนต่างของอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต (future spot rate) ลบด้วยอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (forward exchange rate = อัตราแลกเปลี่ยนในทันที + ค่าประกันความเสี่ยง) และผลปรากฏ ในรูปที่ 4.13 เราจะสังเกตเห็นได้ว่าความผันผวนไม่ได้มีอยู่มากนัก แม้ว่าส่วนที่อยู่นอกเหนือจาก การคาดการณ์นี้จะเพิ่มขึ้น กล่าวคือจากการคาดการณ์ในอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าที่มากกว่า อัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตในช่วงก่อนเปิดเสรีจะเฉลี่ยอยู่ประมาณ 6.7 สตางค์ต่อดอลลาร์ เพิ่ม เป็น 11 สตางค์ต่อดอลลาร์ หากแต่ก็มีนักคิดอย่าง Michael Adler กับ Bernard Dumas ก็ยัง ในนิยามไว้ว่าความเสี่ยงดังกล่าว น่าจะวัดจากความแปรปรวนของการเปลี่ยนแปลงในอัตรา แลกเปลี่ยนที่ไม่ได้คาดคิดมากกว่า เช่นนั้นแล้วจะได้ว่าความแปรปรวนดังกล่าวได้ลดลงจาก 0.04 ในช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงินเหลือ 0.01 ในช่วงหลัง หรือแม้แต่ในปี 1994 ความ แปรปรวนของ Currency Risk Premium นี้ยังก็ลดลงเหลือ 0.005 จาก 0.009 ในปี 1993 ดังนั้นความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยนจึงยังไม่น่าจะเป็นปัจจัยที่สำคัญในขณะนี้ที่ทำให้ค่าส่วน ต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคของไทยไม่มีแนวโน้มลดลง

4.6.4 ความเสี่ยงในส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค

ดังที่กล่าวไว้ข้างต้นในส่วนของทฤษฎี ที่กล่าวว่าหากเราพบว่ามี Volatility ในส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยนี้ แนวโน้มที่ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคที่จะลดลง หรืออย่างน้อยก็ควรจะเคลื่อนไหวอย่างเป็นระบบ ก็อาจจะไม่แน่นอน ซึ่งจากผลการศึกษาใน ส่วน 4.3 และ 4.4 ก็ได้ยืนยันว่า “ความไม่แน่นอน” ดังกล่าวไม่ได้เกิดขึ้น จากค่าสัมประสิทธิ์ ความผันผวนในค่าสถิติเบื้องต้น และผลการทดสอบความแปรปรวนคงที่ในส่วนต่างของอัตรา ดอกเบี้ยเสมอภาคนอกการคาดการณ์แบบจำลองอนุกรมเวลา ซึ่งยกเว้นในส่วนต่างของ อัตราดอกเบี้ยเสมอภาคภายใต้การคุ้มครองความเสี่ยงที่พบว่ามีความแปรปรวนไม่คงที่ในค่า ความผิดพลาด (Error term) ของแบบจำลองอนุกรมเวลา

⁶ ดูตัวเลขประกอบจากภาคผนวกท้ายเล่ม

รูปที่ 4.13

Currency Risk Premium

4.6.5 พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุน

ความเสี่ยงในส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคมิได้เกิดขึ้นได้จากความผันผวนของตัวเอง (Historical Volatility) เท่านั้น หากแต่ยังประกอบด้วย Implied Volatility ของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคอีกด้วย กล่าวคือในผลตอบแทนของหลักทรัพย์ประเภทอื่น (และความผันผวนของหลักทรัพย์นั้น) ที่นักลงทุนเลือกตัดสินใจลงทุน ความผันผวนนี้ย่อมเกิดได้จากเปลี่ยนแปลงในการเลือกลงทุนของนักลงทุน (behavior of portfolio equilibrium) ที่ย่อมต้องเลือกลงทุนในส่วนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า สำหรับในกรณีของประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์จะเป็นคำตอบที่ดีที่สุดของประเด็นนี้ ซึ่งเป็นที่ทราบกันดีว่าเงินทุนส่วนใหญ่ในบัญชีเงินบาทผู้มีถิ่นฐานในต่างประเทศ (Non-Resident Baht Account) จะนำมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของไทยมากกว่าจะนำมาถือหรือเก็งกำไรในส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยในบริบทของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค เนื่องจากผลตอบแทนที่ค่อนข้างสูงในตลาดหลักทรัพย์ เห็นได้จากดัชนีราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย (Set Index) ที่พุ่งจาก 134.95 จุด ในปี 1985 จนถึง 1,360.09 จุดในปี 1994 โดยเราพบว่าสัดส่วนมูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์ของชาวต่างประเทศต่อการซื้อขายหลักทรัพย์รวมได้ 4.84 % จากปี 1985 เป็น 20.96 % ในปี 1994 แสดงถึงสัดส่วนที่นักลงทุนชาวต่างชาติมาเลือกลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น นั่นคือการเคลื่อนย้ายทุนของส่วนที่นำลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ก็ย่อมจะเปลี่ยนแปลงไปตามผลตอบแทนโดยเปรียบเทียบระหว่างตลาดหลักทรัพย์กับภายนอกประเทศมากกว่า นอกจากนี้แล้วก็ยังมีการเคลื่อนย้ายทุนประเภทอื่นอีกที่ไม่ได้ขึ้นกับปัจจัยส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเป็นสำคัญตามแนวคิดพื้นฐานในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคเช่น ในการลงทุนโดยตรง (Direct Investment) ที่บ่อยครั้งในการพิจารณาของนักลงทุนจะดูถึงเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ หรือต้นทุนในปัจจัยแรงงานเป็นสำคัญมากกว่าอัตราดอกเบี้ย ซึ่งการไหลเข้าหรือไหลออกของเงินทุนประเภทนี้ย่อมจะมีผลกดดันต่อสภาพคล่องในประเทศเช่นกัน ซึ่งก็จะส่งกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยของประเทศในที่สุด ขณะที่แนวคิดอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคอธิบายได้เพียงเฉพาะในการเคลื่อนย้ายทุนระยะสั้นที่ผลตอบแทนของทุนจะขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยเท่านั้น ปัจจัยที่กล่าวมาทั้งหมดเช่นเองจึงน่าจะเป็นสาเหตุที่ทำให้การเคลื่อนไหวของทุนมีความอ่อนไหว (Capital Sensibility) ค่อนข้างต่ำต่อส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ย

4.6.6 ความแตกต่างในขนาดของตลาดและสถานะทางเศรษฐกิจ

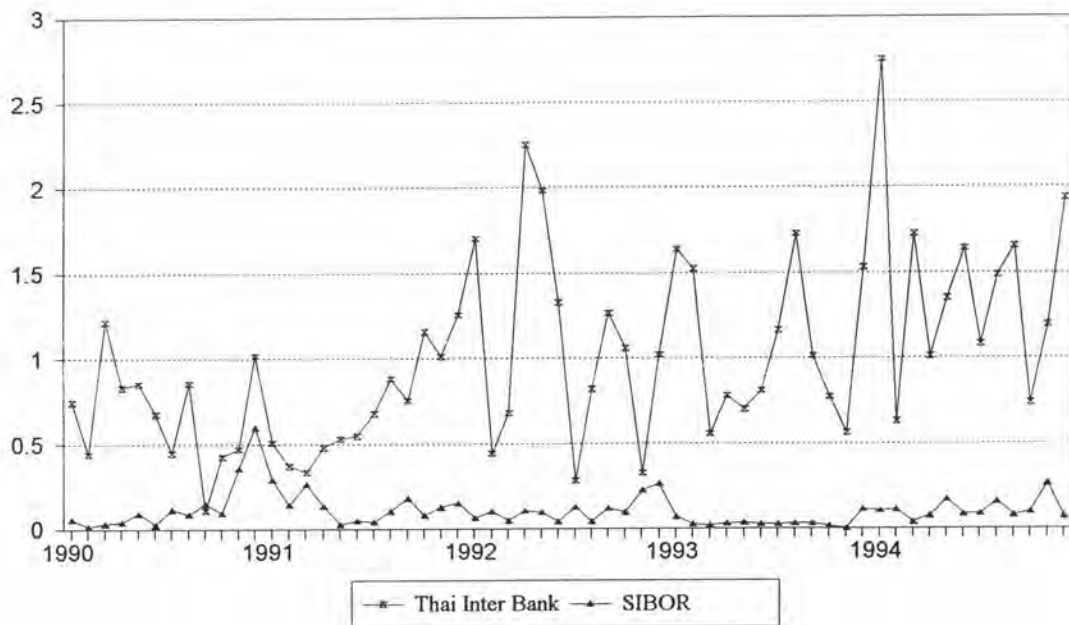
แม้ว่าในประเทศอุตสาหกรรมที่เชื่อว่าการเปิดเสรีทางการเงินอย่างสมบูรณ์แล้วก็ตาม บังคับหรือสถานะเศรษฐกิจการเงินภายในประเทศก็ยังคงมีอิทธิพลอยู่ ในโลกของความเป็นจริงเชื่อว่าเราจะสามารถปรับส่วนเกินและส่วนขาดระหว่างความต้องการถือเงินภายในประเทศกับปริมาณเงินของประเทศ ด้วยการเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศได้อย่างทันที อีกทั้งเจ้าที่ทางการเงินก็ยังพยายามคงบทบาทในการดำเนินมาตรการการเงินต่างๆ การผันผวนอันเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในฐานเงินที่ไม่คาดคิดหรือ Shock ต่างๆ สิ่งเหล่านี้จะมีผลกำหนดให้ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคออกนอกการคาดการณ์ โดยเฉพาะในกรณีตลาดการเงินขนาดเล็กอย่างประเทศไทย ผลกระทบที่ไม่ได้คาดคิด (Shock) เล็กๆ น้อยๆ ที่เกิดขึ้นต่อสถานะเศรษฐกิจการเงินก็จะมีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยภายในประเทศทำให้เกิดความผันผวนได้อย่างง่ายดาย รูปที่ 4.14 ได้แสดงถึงส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานในแต่ละเดือนของทั้งอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารของไทยกับเอเชียดอลลาร์⁷ ซึ่งเราจะเห็นได้ว่าอัตราดอกเบี้ยของไทยมีความผันผวนที่มากกว่าอย่างมาก ในขณะที่ตลาดเอเชียดอลลาร์เป็นตลาดขนาดใหญ่ ผลกระทบที่ไม่ได้คาดคิดเล็กน้อยๆ ย่อมจะไม่ไปมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยเท่าในอัตราดอกเบี้ยของไทย

4.6.7 การแข่งขันที่ไม่สมบูรณ์ของตลาดเงินภายในประเทศ

ดังที่กล่าวไว้ในนิยามการรวมตัวทางการเงินในบทที่ 2 ที่ว่าไม่ใช่หมายความว่าเพียงการทดแทนที่สมบูรณ์ระหว่างสินทรัพย์ทางการเงินประเภทเดียวกันของภายในกับภายนอกประเทศเท่านั้น แต่หมายรวมว่าสินทรัพย์ทางการเงินต่างๆ ภายในประเทศก็ควรที่จะทดแทนกันได้อย่างใกล้ชิดอีกด้วย ซึ่งจากตารางที่ 1.5 และรูปที่ 1.5 ในบทนำก็ได้ชี้ให้เห็นแล้วว่าไม่เป็นจริง การแข่งขันที่ไม่สมบูรณ์ในตลาดเงิน อาจนำมาสู่การกำหนดอัตราดอกเบี้ยที่เกิดจากธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ที่มีอยู่เพียงน้อยรายก็เป็นได้ อย่างเช่นในกรณีของประเทศอเมริกาที่มีการแข่งขันของสถาบันการเงินต่างๆ อย่างเต็มที่ ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมและเงินออมมีค่าโดยเฉลี่ยแค่ 2-3 % เท่านั้น

⁷ ดูตัวเลขประกอบจากภาคผนวกท้ายเล่ม

รูปที่ 4.14
 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานในแต่ละเดือนของ
 อัตราดอกเบี้ยภายในกับภายนอกประเทศ



4.6.8 ความไม่เป็นจริงในเงื่อนไขเสมอภาคของฟิชเชอร์

ข้อสันนิษฐานประการสุดท้ายนี้เป็นไปตามแนวคิดของ Mishkin (1984) ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคที่แท้จริงอาจไม่มีแนวโน้มตามสมมติฐานเบื้องต้นใน International Parity ไม่เป็นจริง ซึ่งในกรณีประเทศไทยเราก็พบว่าเป็นเช่นนั้น งานศึกษามากมายยืนยันว่าสมมติฐานใน Purchasing Power Parity ไม่เป็นจริง ล่าสุดในงานของ Nitinant Wisaweesuan (1995)⁸ ก็ให้ผลว่าสมมติฐาน PPP นี้ไม่เป็นจริงแม้ในระยะยาว (Long Run) ด้วยการทดสอบ Cointegration และในรูปที่ 4.15 ก็ได้แสดงเงื่อนไขเสมอภาคของฟิชเชอร์ (Fisher Parity Condition) จะเห็นว่าส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยกับส่วนต่างในเงินเฟ้อของไทยกับอเมริกาไม่ได้มีความสัมพันธ์กันเท่าที่ควร

สรุปได้ว่าจากข้อสันนิษฐานทั้ง 8 ประเด็น จากการพิจารณาเบื้องต้นพบว่า น่าจะมีอยู่ใน 6 ปัจจัยกล่าวคือ มาตรการในการควบคุมทุนของรัฐ นโยบายในการควบคุมตลาดการเงินภายในประเทศบางอย่างของรัฐ พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุน ความแตกต่างในขนาดของตลาดและสถานะทางเศรษฐกิจ การแข่งขันที่ไม่สมบูรณ์ของตลาดเงินภายในประเทศ และความไม่เป็นจริงในเงื่อนไขเสมอภาคของฟิชเชอร์ ที่จะเป็นปัจจัยที่เป็นไปได้ในการทำให้ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยไม่มีแนวโน้มที่จะลดลงตามเวลา ส่วนในเรื่องความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยนและความเสี่ยงในส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค ยังไม่น่าจะเป็นประเด็นที่สำคัญในขณะนี้

⁸ Nitinant Wisaweesuan, *Exchange Rate Forecasting : Error Correction Model*, Master's thesis, Faculty of



รูปที่ 4.15
เงื่อนไขเสมอภาคของฟิชเชอร์

