

## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญ

ตั้งแต่ทศวรรษที่ 80 เป็นต้นมาประเทศสหรัฐอเมริกาได้ประสบกับการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดมาโดยตลอด และจากรายงานล่าสุดของ Bureau of Economic Analysis (BEA) ในสหรัฐอเมริกาพบว่า สหรัฐอเมริกากำลังประสบกับภาวะการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างหนักถึงประมาณ 902 พันล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงไตรมาสที่สามของปี 2006 เพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้าถึง 34 พันล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐฯ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของสหรัฐอเมริกาถึงร้อยละ 6.8 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ(GDP) และมีหนี้ต่างประเทศสะสมที่ในขณะนี้สูงเกินกว่า 8 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือเท่ากับร้อยละ 64 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ทำให้สหรัฐอเมริกาซึ่งเป็นประเทศที่ใหญ่ที่สุดในโลก(มีผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ(GDP)สูงถึง 13.3 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 2006 ) และมีอำนาจทางเศรษฐกิจเป็นอย่างมากกลายเป็นประเทศลูกหนี้รายใหญ่ที่สุดของโลก

การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของสหรัฐอเมริกาในปริมาณมากอย่างต่อเนื่องยาวนานและไม่มีแนวโน้มที่จะลดลงทำให้เกิดคำถามว่าประเทศสหรัฐอเมริกาจะสามารถดำรงภาวะการขาดดุลนี้ไปได้อีกนานเท่าใดและควรมีการปรับตัวในลักษณะใดหรือไม่ที่จะช่วยให้การขาดดุลลดลง โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเป็นผลมาจากอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำและการดำเนินนโยบายการคลังแบบขาดดุลอย่างมาก(Roubini และ Setser, 2004) จากตัวเลขล่าสุดในเดือนตุลาคมปี 2006 อัตราดอกเบี้ยของสหรัฐอเมริกาติดลบอยู่ที่ประมาณร้อยละ 0.6(Isidore, 2006) ซึ่งแสดงถึงการใช้จ่ายเกินตัวของผู้บริโภคชาวอเมริกัน ขณะที่การขาดดุลงบประมาณกลางอยู่ที่ประมาณ 3.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยเฉลี่ยต่อปี ภายใต้การบริหารงานของประธานาธิบดีจอร์จ ดับเบิลยูบุชตั้งแต่ปี ค.ศ. 2001 ถึง ปี ค.ศ. 2007

นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่มีความเห็นว่าการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างมากและต่อเนื่องของสหรัฐอเมริกาไม่น่าจะเป็นสิ่งที่ยั่งยืนและน่าจะมีการปรับตัวทางใดทางหนึ่งเพื่อลดการขาดดุล แต่อย่างไรก็ตามยังไม่มีข้อสรุปที่แน่ชัดเกี่ยวกับการปรับตัวที่น่าจะเกิดขึ้นเพื่อรักษาเสถียรภาพภายนอกของประเทศสหรัฐอเมริกาให้อยู่ในทิศทางที่ถูกต้อง ขณะที่นักเศรษฐศาสตร์ต่างมีความเห็นว่าการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของสหรัฐอเมริกาน่าจะนำไปสู่การอ่อนค่าของดอลลาร์สหรัฐฯ เพื่อลดการขาดดุลของประเทศ และมีนักเศรษฐศาสตร์หลายท่านมีความเห็นว่าการอ่อนค่าเงินดอลลาร์น่าจะมีการอ่อนค่าอย่างค่อยเป็นค่อยไป(Soft-landing) (อาทิเช่น Delong, 2006, Kash, 2005, Labonte, 2005, Poole, 2005 และ Rajan, 2005 )

อย่างไรก็ตาม ยังมีอีกหลายแนวคิดที่คาดการณ์ว่าค่าเงินดอลลาร์อาจอ่อนค่าอย่างทันทีทันใด (Hard-landing) ก็เป็นไปได้ (อาทิเช่น Gagnon, 2005, Rajan, 2005, Delong, 2005, Edwards, 2005, Kash, 2005, Roach, 2005 และ Krugman, 2006)

จากวิกฤตการณ์ค่าเงินในอดีตและหลักการทางเศรษฐศาสตร์ที่พัฒนาขึ้นเพื่ออธิบาย วิกฤตการณ์ต่างๆที่ผ่านมา พบว่าการที่ประเทศมีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก และต่อเนื่องเมื่อถึงจุดๆหนึ่งมักจะนำไปสู่ข้อสงสัยเกี่ยวกับความสามารถในการชำระหนี้ของประเทศนั้นๆ และตามมาด้วยการไหลออกของเงินทุน เนื่องจากนักลงทุนต่างชาติที่เคยให้กู้ยืมเงิน เพื่อมาชดเชยการขาดดุลหยุดการให้กู้ยืมเงินและเรียกคืนเงินกู้โดยทันทีจึงส่งผลให้ค่าเงินของประเทศตกลบหรืออ่อนค่าลงอย่างรวดเร็วและในบางกรณีเป็นสาเหตุให้เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย ตามมา เช่น เม็กซิโกในปี 1994 และประเทศไทยในปี 1997 แต่จากการที่ค่าเงินดอลลาร์ยังคงค่าไว้ ได้สืบเนื่องมาจากการไหลเข้าของเงินทุนมายังสหรัฐอเมริกาอย่างต่อเนื่องก่อให้เกิดประเด็นที่ ถกเถียงกันในช่วงหลายปีที่ผ่านมา อาทิเช่นใน Brookings Papers on Economic Activity (1:2005) ว่ามีโอกาสหรือไม่ที่ลักษณะของการกู้ยืมของสหรัฐอเมริกาและการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างต่อเนื่อง ซึ่งมีลักษณะหลายประการคล้ายกับประเทศที่ประสบวิกฤตการณ์ ทางด้านค่าเงินในอดีตที่ผ่านมา อาจนำสหรัฐอเมริกาไปสู่การเกิดวิกฤตการณ์ทางด้านค่าเงิน ดังเช่นประเทศที่เคยประสบมาในอดีต

ตราบจนทุกวันนี้ อนาคตของค่าเงินดอลลาร์และผลที่จะตามมาจากการเปลี่ยนแปลงของ ค่าเงินดอลลาร์ยังคงได้รับความสนใจและเป็นที่ยกเถียงกันเป็นอย่างมาก สาเหตุหนึ่งเป็นเพราะว่า การเปลี่ยนแปลงของเงินดอลลาร์ในรูปแบบที่ต่างกันอาจส่งผลต่อเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกาและ เศรษฐกิจของประเทศต่างๆในลักษณะที่แตกต่างกัน ดังนั้นจึงจำเป็นต้องมีการศึกษาการปรับตัว ของค่าเงินดอลลาร์เพื่อสามารถคาดการณ์และหามาตรการป้องกันที่อาจจะส่งผลต่อประเทศไทย ได้เพราะประเทศไทยมีสัดส่วนการส่งออกไปสหรัฐฯคิดเป็น 14 เปอร์เซ็นต์ของการส่งออกรวม ณ สิ้นปี 2007 (จากธนาคารแห่งประเทศไทย) รวมทั้งยังถือสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปเงินสกุลดอลลาร์ไว้ใน รูปของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศอีกด้วย ดังนั้นถ้าค่าเงินดอลลาร์อ่อนลงโดยเปรียบเทียบกับ เงินบาทอาจส่งผลให้การส่งออกของไทยไปยังสหรัฐอเมริกาลดลง รวมทั้งการขาดทุนจากการถือ สินทรัพย์ที่อยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์จะมีมูลค่าลดลงตามการอ่อนค่าของค่าเงินดอลลาร์ด้วย

จากงานศึกษาที่ผ่านมาเกี่ยวกับสาเหตุของการปรับตัวในสกุลเงินดอลลาร์สรุปได้ว่าการ เปลี่ยนแปลงน่าจะเกิดจากปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจและหรือการเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์ ของนักลงทุนซึ่งงานศึกษาส่วนใหญ่ได้ให้ความสำคัญกับการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินดอลลาร์เพื่อ ปรับปรุงการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของสหรัฐอเมริกาให้ดีขึ้น (Obstfeld และ Rogoff, 2004, Roubini และ Setser, 2004, Edwards, 2005, Blanchard, Giavazzi และ Sa, 2005 เป็นต้น)

มีเพียงสองงาน(Gagnon, 2005 และ Krugman, 2006) ที่ได้ศึกษาเรื่องการเปลี่ยนแปลงที่อาจเกิดจากตลาดทุนของสหรัฐอเมริกา อย่างไรก็ตามช่วงไตรมาสที่ 3 ของปีค.ศ. 2006 มีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดสูงถึงประมาณร้อยละ 6.8 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ แต่ค่าเงินดอลลาร์ก็ไม่ได้เปลี่ยนแปลงมากตามการคาดการณ์ของนักเศรษฐศาสตร์หลายคน เพราะงานศึกษาส่วนใหญ่ที่ผ่านมาเป็นการมองจากทางด้านตลาดสินค้าระหว่างประเทศ กล่าวคือค่าเงินดอลลาร์จะต้องอ่อนค่าเพื่อลดการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด หรือลดการขาดดุลการค้า ซึ่ง Krugman (2006) มองว่า การปรับตัวของค่าเงินดอลลาร์ในลักษณะดังกล่าว จะเป็นการปรับตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป(Soft landing) ที่น่าจะเกิดขึ้นในระยะยาว ในขณะที่การปรับตัวของค่าเงินดอลลาร์ในระยะสั้น หรือการเปลี่ยนแปลงอย่างทันทีทันใด น่าจะมาจากการเคลื่อนไหวในตลาดทุน ซึ่งเป็นการปรับตัวของค่าเงินดอลลาร์ในลักษณะที่รุนแรง(Hard landing) สืบเนื่องมาจากการลดลงของอุปสงค์ที่มีต่อสินทรัพย์ในรูปของเงินสกุลดอลลาร์อย่างทันที ดังนั้นการศึกษาในครั้งนี้จึงได้ทำการศึกษาการเคลื่อนไหวของค่าเงินดอลลาร์ที่ถูกขับเคลื่อนอยู่ในตลาดทุน เพื่อเข้าใจมุมมองและการคาดการณ์ของนักลงทุนในตลาดทุนที่ยังคงซื้อสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์อย่างต่อเนื่อง โดยเริ่มจากการศึกษาสาเหตุของการเปลี่ยนแปลงของสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในลักษณะต่างๆและลักษณะเด่นของค่าเงินดอลลาร์และเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกาตามที่อธิบายในส่วนต่างๆ ดังต่อไปนี้

#### 1.1.1 สาเหตุของการเปลี่ยนแปลงของสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในลักษณะต่างๆ

หลายฝ่ายมีมุมมองที่แตกต่างกันเกี่ยวกับการปรับตัวของเงินดอลลาร์เพื่อให้การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดสหรัฐอเมริกากลับมาสู่ความสมดุลอีกครั้งซึ่งสามารถแบ่งได้เป็น 2 กลุ่ม คือ การอ่อนค่าอย่างค่อยเป็นค่อยไปของสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา(Soft-landing) และการอ่อนค่าอย่างทันที ของสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา (Hard-landing)

การอ่อนค่าอย่างค่อยเป็นค่อยไปของสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา(Soft-landing) ได้ถูกอธิบายจากเหตุผลต่างๆดังนี้

ประการแรก คือ เนื่องจากสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกามีใช้เป็นเงินสกุลหลักของโลกเป็นเครื่องสะสมความมั่งคั่งในหลายประเทศ ด้วยเหตุนี้การอ่อนค่าลงของสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา(คือการแข็งค่าขึ้นของสกุลเงินต่างประเทศที่อ้างอิงกับสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา)อาจส่งผลเสียต่อการส่งออกของประเทศเหล่านั้น โดยเฉพาะประเทศในแถบเอเชีย ดังนั้นธนาคารกลางของประเทศต่างๆ จึงได้ดำเนินการแทรกแซงค่าเงินเพื่อรักษาระดับค่าเงินของประเทศไม่ให้แข็งค่ามากเกินไปเทียบกับสกุลเงินดอลลาร์(Kash, 2005 และ DeLong, 2006)

ประการที่สอง คือ นักลงทุนส่วนใหญ่เชื่อว่าการถือครองสินทรัพย์ในสกุลเงินดอลลาร์มีความเสี่ยงต่ำเมื่อเทียบกับการลงทุนในสกุลเงินอื่น ส่งผลให้อุปสงค์ในสกุลเงินดอลลาร์

ยังคงมีอยู่อย่างต่อเนื่อง อันเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาไม่อ่อนค่าลงมาก(Labonte, 2005)

ประการที่สาม คือ โครงสร้างหนี้และสินทรัพย์ทางการเงินของสหรัฐอเมริกามีลักษณะต่างจากชาติอื่น คือ หนี้สินอยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ในขณะที่สินทรัพย์อยู่ในรูปสกุลเงินตราต่างประเทศ ดังนั้นการอ่อนค่าของสกุลเงินดอลลาร์จะไม่ส่งผลกระทบต่อหนี้สินหรือความสามารถในการชำระหนี้ของสหรัฐอเมริกา แต่จะทำให้สินทรัพย์ต่างประเทศสุทธิ(Net foreign assets)ของสหรัฐอเมริกามีมูลค่าเพิ่มสูงขึ้นในรูปสกุลเงินดอลลาร์ ด้วยเหตุนี้ทำให้การอ่อนค่าของสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาส่งผลต่อสหรัฐอเมริกาในลักษณะที่แตกต่างจากประเทศอื่นๆที่เคยประสบวิกฤตการณ์ทางด้านค่าเงินมาในอดีต หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่าการอ่อนค่าลงของสกุลเงินดอลลาร์จะทำให้เศรษฐกิจสหรัฐอเมริกามีเสถียรภาพมากกว่าไร้เสถียรภาพ ดังนั้นนักลงทุนไม่จำเป็นต้องหยุดให้การกู้ยืมหรือถอนการลงทุนออกจากสหรัฐอเมริกาซึ่งส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์อาจจะไม่อ่อนค่าลงมากดังเช่นประเทศที่เคยประสบวิกฤตการณ์ทางด้านค่าเงินที่ผ่านมา(Poole, 2005)

ประการที่สี่ คือ ตัวเลขทางเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกามีแนวโน้มดีขึ้นทั้งในเรื่องการออมและดุลงบประมาณซึ่งทำให้นักลงทุนเชื่อมั่นว่าความไร้เสถียรภาพภายนอกของสหรัฐอเมริกาคงคลี่คลาย ดังนั้นนักลงทุนดังกล่าวจึงยังคงจะถือสินทรัพย์ในสกุลเงินดอลลาร์ต่อไป (Rajan, 2005)

ในทางตรงกันข้ามการที่ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาอ่อนค่าลงอย่างทันที(Hard-landing)อาจเกิดมาจากการเปลี่ยนแปลงอย่างกะทันหันในมุมมองและการคาดการณ์ของนักลงทุนในตลาดทุน ซึ่งอธิบายได้ดังนี้

ประการแรก คือ ความไม่แน่นอนและความไม่เชื่อมั่นในการปฏิรูปนโยบายของสหรัฐอเมริกาอาจส่งผลให้นักลงทุนเหล่านี้เทขายสินทรัพย์ทางการเงินที่อยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์อย่างรวดเร็วและในที่สุดค่าเงินดอลลาร์จะอ่อนค่าลงอย่างทันที(Gagnon, 2005 และ Rajan, 2005)

ประการที่สอง คือ การที่ธนาคารกลางในประเทศต่างๆ(เช่น จีน ญี่ปุ่น และประเทศทางแถบเอเชีย)ไม่ต้องการซื้อเงินดอลลาร์อีกต่อไปอาจเป็นเหตุให้ค่าเงินดอลลาร์ร่วงลงอย่างรวดเร็วได้(Roubini และ Setser, 2004, Delong, 2005, Edwards, 2005 และ Kash, 2005)

ประการที่สาม คือ ประเทศที่ถือสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์อาจต้องการกระตุ้นการบริโภคภายในประเทศ(เช่น จีน)โดยการดูดซับการออมของประเทศไว้ส่งผลให้เงินลดการให้กู้ยืมเงินกับสหรัฐอเมริกา ดังนั้นถ้าสหรัฐอเมริกายังคงดำเนินนโยบายการขาดดุลบัญชี



เดินสะดุดหรือภาวะไร้สมดุลทางเศรษฐกิจต่อไป สุดท้ายค่าเงินดอลลาร์จำเป็นต้องอ่อนค่าลงมาก เพื่อลดการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด(Roach, 2005)

ประการที่สี่ คือ การที่นักลงทุนมีลักษณะไม่มองการณ์ไกล(Myopia)จึงไม่นำความเสี่ยงเกี่ยวกับการอ่อนค่าของสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในอนาคตไปประกอบการตัดสินใจในการลงทุน ดังนั้น ถ้ามีเหตุการณ์ใดเกิดขึ้นซึ่งสะท้อนความเสี่ยงในผลตอบแทนที่จะได้รับจากการลงทุนหรือส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์อ่อนค่าลงมากกว่าที่นักลงทุนคาดการณ์อาจจะทำให้นักลงทุนถอนการลงทุนออกจากสหรัฐอเมริกาทันที เพราะนักลงทุนคาดว่า ค่าเงินดอลลาร์ไม่สามารถรักษาค่าไว้ได้อีกต่อไป นักลงทุนอาจกดดันทางการสหรัฐอเมริกา โดยการถอนการลงทุนออกจากตลาดทุนในสหรัฐอเมริกา ซึ่งส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยของสหรัฐอเมริกาปรับตัวสูงขึ้น และนำไปสู่ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำลง ท้ายที่สุดก่อให้เกิดการลดค่าเงินดอลลาร์สูงขึ้นไป(Krugman, 2006)

1.1.2 ลักษณะเด่นของสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาและเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกาที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินดอลลาร์

ทิศทางของค่าเงินดอลลาร์ยังคงมีความไม่แน่นอนว่าจะไปในทิศทางไหน แต่มีแนวโน้มว่าการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินดอลลาร์น่าจะขึ้นอยู่กับมุมมองของตลาดทุนที่ยังเชื่อมั่นว่าสหรัฐอเมริกามีความสามารถในการชำระหนี้ได้และค่าเงินดอลลาร์กับสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์นั้นมีความเสี่ยงต่ำ ส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์ไม่อ่อนลงมากนัก แต่หากนักลงทุนเชื่อว่าสหรัฐอเมริกาไม่มีความสามารถในการชำระหนี้ก็จะส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์อ่อนลงมาก แต่ที่ผ่านมาค่าเงินดอลลาร์ก็ไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงมากนักเพราะเนื่องมาจากเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกามีเอกลักษณ์ที่แตกต่างจากประเทศอื่นที่ได้ประสบกับวิกฤตการณ์ทางด้านค่าเงินในอดีตที่ผ่านมา ดังนั้นวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จึงได้ทำการศึกษาในเบื้องต้นเกี่ยวกับลักษณะเด่นของสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาและเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกาที่ทำให้สหรัฐอเมริกาต่างจากประเทศที่เคยประสบปัญหาวิกฤตการณ์ทางด้านค่าเงิน ซึ่งสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประการดังนี้ คือ โครงสร้างหนี้สินและสินทรัพย์(assets และ liabilities) และความได้เปรียบทางด้านตลาดทุนของสหรัฐฯ

ประการแรก หนี้สินของสหรัฐอเมริกาอยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์ในขณะที่สินทรัพย์ต่างประเทศของสหรัฐอเมริกาอยู่ในรูปสกุลเงินตราอื่นๆ(Poole, 2005) ในทางทฤษฎีประเทศหนึ่ง จะทำการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศก็ต่อเมื่อประเทศนั้นมีความต้องการใช้เงินมากกว่าที่มีอยู่ แต่ทั้งนี้ นักลงทุนของสหรัฐอเมริกาไม่ได้ขอกู้ยืมเงินจากนอกประเทศเพียงเท่านั้น แต่ยังสามารถนำเงินไปลงทุนในต่างประเทศด้วย(คือการนำเข้าสินทรัพย์ทางการเงินของต่างประเทศทั้งการลงทุนโดยตรงในต่างประเทศ(Foreign Direct Investment) และการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศ(Portfolio Investment)) ดังนั้นการก่อหนี้ของสหรัฐอเมริกาเพื่อที่จะลงทุนในประเทศและในต่างประเทศเป็น

เหตุให้มีความต้องการเงินกู้ส่วนเกินเกิดขึ้น อย่างไรก็ตามการกู้ยืมเงินของสหรัฐอเมริกาไม่เพียงแต่เพื่อการลงทุนเท่านั้น แต่ยังเพื่อการบริโภค การใช้จ่ายของภาครัฐบาลและบัญชีการค้าที่ยังคงขาดดุลอย่างต่อเนื่องด้วย ดังนั้นการเสนอเงินกู้ภายในประเทศสหรัฐอเมริกายังคงมีอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยของสหรัฐอเมริกาอยู่ในระดับต่ำนำไปสู่การกระตุ้นการบริโภค การลงทุน และเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกา

ประการสอง คือ ความได้เปรียบทางด้านตลาดทุนสหรัฐฯสามารถจำแนกได้เป็น 2 ข้อ

ข้อแรก คือ สินทรัพย์ทางการเงินที่อยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์ถูกมองว่าเป็นสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำจึงเป็นที่ต้องการเป็นอย่างมาก(จากอดีตจนถึงปัจจุบัน) แต่อย่างไรก็ตาม ถ้านักลงทุนมองว่าสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์เป็นสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง จะส่งผลให้นักลงทุนไปถือสินทรัพย์อื่นที่ให้ผลตอบแทนดีกว่าและความเสี่ยงต่ำกว่า

ข้อสอง คือ มีเงินทุนไหลเข้ามาในสหรัฐอเมริกาอย่างต่อเนื่อง ก่อให้เกิดปริมาณเงินกู้ส่วนเกินในระบบ และส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของสหรัฐอเมริกาต่ำลงซึ่งช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกาและทำให้ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้น เพราะตลาดทุนสหรัฐอเมริกามีขนาดใหญ่และมีประสิทธิภาพมาก

ลักษณะของสหรัฐอเมริกาทั้ง 2 ประการทำให้มีข้อสงสัยเกี่ยวกับระยะเวลาในการขอกู้ยืมเงินของสหรัฐอเมริกา และผู้ที่จะได้รับผลเสียหายจากการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินดอลลาร์ ดังนั้นมีสองประเด็นที่เกี่ยวข้องกับภาวะเศรษฐกิจของประเทศสหรัฐอเมริกาและค่าเงินดอลลาร์

ประเด็นแรก ถ้าเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกาสามารถดำเนินต่อไปได้ด้วยดี คือ ไม่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยและมีความสามารถในการชำระหนี้ของประเทศได้ ดังนั้นการอ่อนค่าอย่างค่อยเป็นค่อยไปของสกุลเงินดอลลาร์สามารถช่วยปรับปรุงความไร้เสถียรภาพภายนอกของสหรัฐอเมริกาได้และการอ่อนค่าดังกล่าวอาจจะส่งผลดีกับทั้งประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอื่นๆทั่วโลกด้วย

ประเด็นที่สอง ถ้าสถานการณ์ทางด้านเศรษฐกิจของอเมริกาไม่ดีมาก นักลงทุนจะพิจารณาภาวะเศรษฐกิจของอเมริกาโดยเปรียบเทียบกับภาวะเศรษฐกิจของประเทศอื่นๆ และทำให้นักลงทุนถอนการลงทุนออกจากสหรัฐอเมริกา ซึ่งก่อให้เกิดแรงกดดันต่อการลดค่าเงินดอลลาร์ที่สูงขึ้นไป

ดังนั้น วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จึงได้เน้นที่จะทำการศึกษาดูแปรหรือปัจจัยที่นักลงทุนใช้ตัดสินใจลงทุนในตลาดทุนสหรัฐอเมริกา โดยเน้นปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับภาวะเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกาและความสามารถในการชำระหนี้ของอเมริกาและการคาดการณ์การเคลื่อนไหวของค่าเงินดอลลาร์ เพื่อต้องการทราบว่านักลงทุนใช้ปัจจัยใดบ้างในการตัดสินใจลงทุนในตลาดทุนของ

สหรัฐอเมริกา ซึ่งจะทำให้คาดการณ์ได้ว่าแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงปัจจัยต่างๆเหล่านั้นในตลาดทุนจะทำให้ค่าเงินดอลลาร์จะเปลี่ยนแปลงไปในลักษณะใด รวมทั้งทดสอบคำกล่าวของ Krugman (2006) ที่ว่า นักลงทุนในตลาดทุนไม่มีข้อสงสัยและกลัวการลดค่าของดอลลาร์ ซึ่งจะทำให้สินทรัพย์ที่อยู่ในรูปดอลลาร์มีมูลค่าลดลง เหตุผลเบื้องต้นอาจมาจากความแตกต่างของสหรัฐอเมริกากับประเทศกำลังพัฒนาที่เคยประสบกับวิกฤตการณ์ทางด้านค่าเงินที่ผ่านมา เพราะประเทศสหรัฐมีระบบเศรษฐกิจที่ใหญ่ที่สุดในโลก รวมทั้งมีปริมาณสินเชื่อที่อยู่ในระดับสูงโดยที่ภาระทางด้านหนี้สินอยู่ในรูปสกุลเงินภายในประเทศและไม่มีสกุลเงินไหนที่จะสามารถทดแทนสกุลเงินดอลลาร์ได้ ในขณะที่นักลงทุนในตลาดทุนทราบดีว่าเป็นเรื่องยากสำหรับผู้ที่ถือดอลลาร์จะถอนตัวออกจากการลงทุนในสกุลเงินดอลลาร์ได้ทันทีและอาจได้รับผลเสียหายจากการอ่อนตัวของค่าเงินดอลลาร์โดยเฉพาะผู้ที่ถือสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์และธนาคารกลางของประเทศที่เจริญเติบโตมาจากการส่งออก ดังนั้นกลยุทธ์ที่ดีที่สุดคือเพื่อเตรียมตัวและถอนตัวออกจากการลงทุนในเงินดอลลาร์อย่างช้าๆ

จากการศึกษาที่ผ่านมา มีเพียงสองงานที่ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการปรับตัวของค่าเงินดอลลาร์ผ่านการคาดการณ์ของนักลงทุนในตลาดทุน ดังนั้นวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะทำการศึกษาปัจจัยต่างๆที่เกี่ยวกับการคาดการณ์ของนักลงทุนในตลาดทุนโดยใช้การทดสอบแบบจำลอง Uncovered Interest Parity (UIP) เพราะเนื่องจาก UIP เป็นตัวแทนของดุลยภาพในตลาดการเงินระหว่างประเทศและยังสามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดจากอุปสงค์และอุปทานที่มาจากการลงทุนระหว่างประเทศ จากการศึกษาความสัมพันธ์แบบ UIP ที่ผ่านมามีพบความสัมพันธ์ทั้งที่เป็นจริงและไม่เป็นจริง แต่งานศึกษาส่วนใหญ่ที่เป็นจริงเพราะได้นำส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนในระยะยาว (Long-term) มาใช้ในการคาดการณ์การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งปรากฏผลดีกว่าการใช้ส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนในระยะสั้น (Alquist และ Chinn, 2006 และ Chinn และ Meredith, 2005) นอกจากนี้ Sarantis (2006) แสดงให้เห็นว่าการนำค่าชดเชยความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงไปตามเวลา (Time-varying foreign exchange rate risk premium) มาใช้ในแบบจำลองส่งผลให้ความสัมพันธ์แบบ UIP เป็นจริง กอปรกับ Sarantis (2006) พบว่านักลงทุนในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนมีการคาดการณ์ที่แตกต่างกัน (Heterogeneous expectation) ดังนั้น วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะใช้การทดสอบ UIP แบบ Augmented UIP ซึ่งประกอบด้วย ค่าชดเชยความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงไปตามเวลา (Time-varying foreign exchange rate risk premium) ซึ่งประกอบด้วย ความผันผวนคาดการณ์ค่าเงินสกุลต่างๆที่ถูกกำหนดราคาให้อยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์ และปฏิกริยาระหว่างความผันผวนคาดการณ์ ค่าเงินสกุลต่างๆกับสัดส่วนมูลค่าพันธบัตรรัฐบาลของสหรัฐอเมริกาและต่างประเทศ และรูปแบบการคาดการณ์ที่แตกต่างกัน (Heterogeneous

expectation)ของนักลงทุนในตลาดทุน คือ การคาดการณ์แบบForward-looking expectation และ Backward-looking Expectation เพื่อนำมาศึกษาปัจจัยที่มาจากคาดการณ์หรือมุมมองของนักลงทุนในตลาดทุนที่จะส่งผลต่อการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต ซึ่งคาดว่าจะ เป็นประโยชน์ต่อประเทศไทยในการวางแผนหรือหามาตรการการป้องกันที่จะเกิดขึ้นจากการปรับตัวของค่าเงินดอลลาร์

## 1.2 คำถามวิจัย

1.2.1 นักลงทุนใช้ปัจจัยตามแบบจำลอง Augmented UIP ของ Flood และ Marion (2000) และ Sarantis (2006) ในการตัดสินใจลงทุนในตลาดทุนสหรัฐอเมริกาหรือไม่

1.2.2 นักลงทุนในตลาดทุนสหรัฐอเมริกามีการคาดการณ์ค่าเงินดอลลาร์ในอนาคตอย่างไร?

## 1.3 วัตถุประสงค์

1.3.1 เพื่อศึกษาปัจจัยที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจลงทุนในตลาดทุนสหรัฐอเมริกา ซึ่งอาจจะส่งผลต่อการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต

1.3.2 เพื่อคาดการณ์แนวโน้มของค่าเงินดอลลาร์ว่าจะปรับตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปหรือปรับตัวอย่างทันทีทันใด

## 1.4 ขอบเขตการศึกษา

การศึกษานี้จะทำการศึกษาเกี่ยวกับการเคลื่อนไหวของค่าเงินดอลลาร์โดยจะทำการคัดเลือกตัวแปรที่น่าจะมีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนในตลาดทุนทั้งจากแนวคิดทางทฤษฎีและงานวิจัยเชิงประจักษ์ ทั้งนี้ข้อมูลที่น่ามาใช้ในแบบจำลองจะเป็นข้อมูลรายเดือน ในช่วง ปี ค.ศ. 1980 – ปี ค.ศ. 2006 เพราะเป็นช่วงที่สหรัฐอเมริกาเริ่มประสบกับภาวะดุลบัญชีเดินสะพัดขาดดุลสำหรับประเทศกลุ่มตัวอย่าง คือ ประเทศในกลุ่มอุตสาหกรรมด้วยกัน จำนวน 4 ประเทศ คือ แคนาดา อังกฤษ ญี่ปุ่น และสหรัฐอเมริกา

## 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.5.1 ทำให้ทราบถึงตัวแปรที่สามารถใช้เป็นสัญญาณเตือนเกี่ยวกับการเคลื่อนไหวของค่าเงินดอลลาร์ รวมทั้งการพยากรณ์ความน่าจะเป็นของการปรับตัวของค่าเงินดอลลาร์ซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อประเทศไทยได้



1.5.2 ธนาคารกลางแห่งประเทศไทยสามารถนำตัวแปรเหล่านี้ไปใช้ประกอบการคาดการณ์เกี่ยวกับค่าเงินดอลลาร์และตัดสินใจในการดำเนินนโยบายการเงินระหว่างประเทศ รวมทั้งหาแนวทางป้องกันปัญหาและผลเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากการปรับตัวของค่าเงินดอลลาร์ก่อนที่สถานการณ์จะรุนแรงได้

1.5.3 ภาคเอกชนสามารถนำตัวแปรเหล่านี้ไปเป็นประโยชน์ต่อองค์กรในการวางแผน การบริหารงาน รวมทั้งการปรับเปลี่ยนกลยุทธ์เพื่อป้องกันและรับมือกับปัญหาของการปรับตัวของค่าเงินดอลลาร์ล่วงหน้าได้