

## บทที่ 5

### บทสรุปและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการศึกษา

เนื่องจากสหรัฐอเมริกากำลังประสบกับภาวะขาดดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างหนักถึงประมาณ 902 พันล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐฯในช่วงไตรมาสที่สามของปีค.ศ. 2006 หรือประมาณร้อยละ 6.8 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ(GDP) และหนี้ต่างประเทศสะสมที่อยู่ในระดับสูงเกินกว่า 8 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกาหรือเท่ากับร้อยละ 64 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ด้วยเหตุนี้ ทำให้สหรัฐอเมริกากลายเป็นลูกหนี้รายใหญ่ที่สุดของโลก ส่งผลให้นักเศรษฐศาสตร์ออกมาแสดงความคิดเห็นว่าการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของสหรัฐอเมริกาน่าจะนำไปสู่การอ่อนค่าของดอลลาร์สหรัฐฯเพื่อลดการขาดดุลของประเทศ และมีนักเศรษฐศาสตร์หลายท่านมีความเห็นว่าค่าเงินดอลลาร์น่าจะมีการอ่อนค่าอย่างค่อยเป็นค่อยไป (Soft-landing) แต่ก็ยังมีอีกหลายแนวคิดที่คาดการณ์ว่าค่าเงินดอลลาร์อาจจะอ่อนค่าอย่างทันทีทันใด(Hard-landing)ก็เป็นได้ อย่างไรก็ตามตามตรรกะในวันนี้ อนาคตของค่าเงินดอลลาร์และผลที่จะตามมาจากการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินดอลลาร์ยังคงได้รับความสนใจและเป็นที่ยกเถียงกันเป็นอย่างมาก สาเหตุหนึ่งเป็นเพราะว่าการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินดอลลาร์ในรูปแบบที่ต่างกัน อาจส่งผลต่อเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกาและเศรษฐกิจของประเทศต่างๆในลักษณะที่แตกต่างกัน ดังนั้นเราจำเป็นต้องมีการศึกษาการปรับตัวของค่าเงินดอลลาร์เพื่อสามารถคาดการณ์และหามาตรการป้องกันที่อาจจะส่งผลกระทบต่อประเทศไทยได้ เพราะถ้าค่าเงินดอลลาร์อ่อนค่าลงโดยเปรียบเทียบกับค่าเงินบาทอาจส่งผลกระทบต่อการส่งออกของไทยไปยังสหรัฐอเมริกาดังกล่าว รวมทั้งการขาดทุนการถือครองสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์มีมูลค่าลดลงตามการอ่อนค่าของค่าเงินดอลลาร์ด้วย

ดังนั้น วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุนในตลาดทุนสหรัฐอเมริกาต่อการเคลื่อนไหวของสกุลเงินดอลลาร์ โดยแบ่งศึกษาตาม 2 วัตถุประสงค์หลัก ดังนี้

*วัตถุประสงค์แรก* คือ การศึกษารูปแบบการคาดการณ์ค่าเงินดอลลาร์ของนักลงทุนที่ตัดสินใจลงทุนระหว่างตลาดทุนสหรัฐอเมริกาและตลาดทุนต่างประเทศ(แคนาดา อังกฤษ และญี่ปุ่น)ว่ามีลักษณะเป็นForward-looking Expectation หรือ Backward-looking expectation และมีสัดส่วนเท่าใด รวมทั้งศึกษาว่านักลงทุนคาดการณ์และพิจารณาความเสี่ยงอย่างไรในการตัดสินใจลงทุนระหว่างตลาดทุนสหรัฐฯและตลาดทุนต่างประเทศ ตามแบบจำลอง Augmented UIP ของ Flood และ Marion (2000) และ Sarantis (2006)

รวมทั้ง ยังศึกษาปัจจัยที่นักลงทุนใช้คาดการณ์การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนในระยะยาว(Cointegration Relationships) และการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาว(Error Correction Model)

วัตถุประสงค์ที่สอง คือ การคาดการณ์แนวโน้มค่าเงินดอลลาร์ว่าจะปรับตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป(Soft-landing) หรือปรับตัวอย่างทันทีทันใด(Hard-landing)

**สำหรับผลการศึกษาในวัตถุประสงค์แรกสามารถสรุปได้ว่า**

นักลงทุนในตลาดทุนสหรัฐอเมริกา ตลาดทุนแคนาดา ตลาดทุนอังกฤษ และตลาดทุนญี่ปุ่น มีการคาดการณ์ค่าเงินดอลลาร์เป็นแบบForward-looking expectation อย่างมีนัยสำคัญ คือนักลงทุนคาดการณ์ค่าเงินดอลลาร์ ณ คาบเวลา  $t+1$  ได้เท่ากับค่าเงินดอลลาร์ที่เกิดขึ้นจริง ณ คาบเวลา  $t+1$

นอกจากนี้ ในการเปรียบเทียบการลงทุนระหว่างตลาดทุนสหรัฐอเมริกาและตลาดทุนแคนาดานักลงทุนได้พิจารณาปัจจัยทางด้านความเสี่ยงซึ่งประกอบด้วย ค่าความผันผวนคาดการณ์ค่าเงินแคนาดาเทียบกับดอลลาร์ และปฏิภังการระหว่างความผันผวนคาดการณ์ค่าเงินแคนาดาเทียบกับสัดส่วนมูลค่าพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐอเมริกาและแคนาดา จากการศึกษาพบว่าการเพิ่มขึ้นของความผันผวนคาดการณ์ของค่าเงินแคนาดาเทียบกับดอลลาร์ จะส่งผลให้ค่าเงินแคนาดาเทียบกับดอลลาร์ ณ คาบเวลา  $t+1$  อ่อนค่าลงกว่าค่าเงินแคนาดาเทียบกับดอลลาร์ ณ คาบเวลา  $t$  ค่า  $\lambda^C$  จากสมการที่ 3.7 จึงเป็นลบ

อย่างไรก็ตาม ผลของการเพิ่มขึ้นของความผันผวนคาดการณ์ค่าเงินแคนาดาเทียบกับดอลลาร์ต่ออัตราแลกเปลี่ยนของอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินCAD:USD ช่วงระยะเวลา  $t$  ไปยัง  $t+1$  ในสมการที่ 3.7 จะลดลง เมื่อนำสัดส่วนมูลค่าพันธบัตรรัฐบาลของสหรัฐอเมริกาและแคนาดาเข้ามาพิจารณา กล่าวคือ หากสัดส่วนมูลค่าพันธบัตรรัฐบาลของสหรัฐอเมริกาและแคนาดาเพิ่มสูงขึ้น จะทำให้การอ่อนค่าของค่าเงินแคนาดาเทียบกับดอลลาร์ ณ คาบเวลา  $t+1$  ลดน้อยลงจากค่าเงินแคนาดาเทียบกับดอลลาร์ ณ คาบเวลา  $t$  จนอาจกลายเป็นแข็งค่า ค่า  $\varphi^C$  จากสมการที่ 3.7 จึงเป็นบวก

ในทางตรงกันข้าม นักลงทุนที่ตัดสินใจลงทุนระหว่างตลาดทุนสหรัฐอเมริกาและตลาดทุนอังกฤษ กับตลาดทุนสหรัฐอเมริกาและตลาดทุนญี่ปุ่นไม่ได้ใช้ปัจจัยตามแบบจำลอง Flood and Marion (2000) และ Sarantis(2006) ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่า นักลงทุนทำการตัดสินใจลงทุนระหว่างตลาดทุนสหรัฐอเมริกาและตลาดทุนต่างประเทศ(อังกฤษและญี่ปุ่น ตามลำดับ)โดยใช้ปัจจัยอื่นประกอบการตัดสินใจ ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษาของKrugman(2006)ว่านักลงทุนที่เลือกลงทุนในสหรัฐอเมริกาไม่ได้นำความเสี่ยงมาใช้ในการตัดสินใจลงทุนในตลาดทุน

สำหรับผลการศึกษานักลงทุนใช้ปัจจัยอะไรบ้างในการคาดการณ์การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนในระยะยาว(Cointegration Relationships)สามารถสรุปได้ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 5.1 ปัจจัยที่นักลงทุนใช้ตัดสินใจเลือกลงทุนระหว่างตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกาและตลาดหุ้นต่างประเทศ

ปัจจัย	นักลงทุนที่เลือกลงทุนระหว่างตลาดหุ้น 2 ตลาด		
	สหรัฐอเมริกาและแคนาดา	สหรัฐอเมริกาและอังกฤษ	สหรัฐอเมริกาและญี่ปุ่น
1. ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยสรอ.และตปท.	บวก**	ลบ***	ลบ***
2. ความผันผวนคาดการณ์ของอัตราแลกเปลี่ยนต่าง ๆ ที่วัดอยู่ในรูปดอลลาร์	บวก***	บวก***	บวก***
3. ปฏิสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนคาดการณ์ค่าเงินสกุลต่างๆ กับสัดส่วนมูลค่าพันธบัตรรัฐบาลของสหรัฐอเมริกาและต่างประเทศ	ลบ***	ลบ***	ลบ***
4. รายได้สุทธิของสรอ.จากการลงทุนในตปท.	ไม่มีผล	บวก***	ไม่มีผล
5. รายได้สุทธิของประเทศต่างๆจากการลงทุนในตปท.	บวก***	ไม่มีผล	ไม่มีผล
6. ประสิทธิภาพทางการผลิตของสรอ.และตปท.	บวก***	ลบ**	ไม่มีผล
7. ส่วนต่างระหว่างดัชนีราคาบ้านของสรอ.และตปท.	ลบ*	ลบ***	ลบ***
8. ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและระยะยาวของสรอ.	บวก*	ไม่มีผล	ไม่มีผล

9. ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและระยะยาวของตปท.	ไม่มีผล	ไม่มีผล	ลบ***
10. ปริมาณการส่งออกของประเทศทางแถบเอเชียไปยังตลาดสโร.	ลบ***	ลบ***	บวก***
11. ราคาน้ำมันดิบโดยเฉลี่ยในตลาดโลก	บวก***	ลบ***	บวก***

หมายเหตุ: \*\*\*, \*\*, \* คือ ระดับนัยสำคัญ 1% 5% และ 10%

จากตารางที่ 5.1 สามารถสรุปได้ว่า ความสัมพันธ์แบบAugmented UIP จะเป็นจริงในระยะยาว(Cointegration Relationships)โดยที่นักลงทุนจะใช้ปัจจัยแตกต่างกันออกไปในการเปรียบเทียบการลงทุนระหว่างตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกาและตลาดหุ้นต่างประเทศ(แคนาดา อังกฤษ และญี่ปุ่น)

**ปัจจัยแรก** การเพิ่มขึ้นของส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล 10 ปีของสหรัฐอเมริกาและต่างประเทศ จะส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับเงินปอนด์สเตอร์ลิงและเยน อาจเป็นเพราะนักลงทุนมองว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล 10 ปีของสหรัฐสูงขึ้นโดยเปรียบเทียบ แสดงให้เห็นว่า การลงทุนในสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์ให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าเมื่อลงทุนในสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปเงินปอนด์สเตอร์ลิงและเงินเยนโดยเปรียบเทียบ ทำให้นักลงทุนมีความต้องการถือสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์เพิ่มสูงขึ้น นำไปสู่ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้นในที่สุด

อย่างไรก็ตาม การเพิ่มขึ้นของส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของสหรัฐและแคนาดา กลับส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์เมื่อเทียบกับค่าเงินแคนาดาเดียนดอลลาร์ ซึ่งอาจเป็นเพราะจากสภาพเศรษฐกิจที่คล้ายคลึงกันของทั้งสองประเทศ นักลงทุนมองว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของสหรัฐที่สูงขึ้นโดยเปรียบเทียบ แสดงให้เห็นว่า ระบบเศรษฐกิจของสหรัฐกำลังเผชิญกับภาวะเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้นนำไปสู่อำนาจซื้อลดลง เป็นเหตุให้นักลงทุนลดการถือครองสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์

**ปัจจัยที่สอง** การเพิ่มขึ้นของความผันผวนคาดการณ์ค่าเงินสกุลต่างๆ(แคนาดาเดียนดอลลาร์ ปอนด์สเตอร์ลิง และเยน)ที่วัดอยู่ในรูปดอลลาร์กลับส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์อ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับค่าเงินแคนาดาเดียนดอลลาร์ ปอนด์สเตอร์ลิง และเยน อาจเป็นเพราะว่าการเพิ่มขึ้นของความผันผวนคาดการณ์ของค่าเงินทั้งสามสกุลในช่วงที่ทำการศึกษามักเกิดจากการแข็งค่าของเงินสกุลทั้งสามมากกว่าอ่อนค่า ด้วยเหตุนี้ จึงเกิดปรากฏการณ์ที่เรียกว่า Flight to quality คือการวิ่งไปหาสินทรัพย์ที่มีคุณภาพดีกว่า คนจึงเปลี่ยนจากการถือสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์ไปเป็น

การถือสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปสกุลเงินแคนาเดียนดอลลาร์ ปอนด์สเตอร์ลิง และเยน จึงทำให้ค่าเงินแคนาเดียนดอลลาร์ ปอนด์สเตอร์ลิง และเยน แข็งค่าขึ้น

**ปัจจัยที่สาม** การเพิ่มขึ้นของปฏิภณระหว่างความผันผวนคาดการณ์ค่าเงินสกุลต่างๆที่วัดอยู่ในรูปดอลลาร์กับสัดส่วนมูลค่าพันธบัตรรัฐบาลของสหรัฐอเมริกาและต่างประเทศ กลับทำให้ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับค่าเงินแคนาเดียนดอลลาร์ ปอนด์สเตอร์ลิง และเยน เพราะสัดส่วนมูลค่าพันธบัตรรัฐบาลของสหรัฐฯที่เพิ่มขึ้นโดยเปรียบเทียบ แสดงให้เห็นว่ายังคงมีความต้องการในการถือสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์อย่างต่อเนื่อง จึงทำให้ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้น

**ปัจจัยที่สี่** การเพิ่มขึ้นของรายได้สุทธิของสหรัฐฯจากการลงทุนในต่างประเทศกลับส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์อ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับปอนด์สเตอร์ลิง อาจเป็นเพราะรายได้สุทธิของสหรัฐฯจากการลงทุนในต่างประเทศไม่ได้มาจากการลงทุนในประเทศอังกฤษ หรือรายได้สุทธิของสหรัฐฯจากการลงทุนในต่างประเทศไม่ได้อยู่ในรูปสกุลเงินปอนด์สเตอร์ลิง จึงไม่เกิดอุปทานต่อเงินปอนด์สเตอร์ลิงเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ค่าเงินปอนด์สเตอร์ลิงยังคงแข็งค่าเมื่อเทียบกับค่าเงินดอลลาร์

**ปัจจัยที่ห้า** การเพิ่มขึ้นของรายได้สุทธิของแคนาดาจากการลงทุนในต่างประเทศ จะส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์อ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับค่าเงินแคนาเดียนดอลลาร์ อาจเป็นเพราะ รายได้สุทธิของแคนาดาจากการลงทุนในต่างประเทศเพิ่มสูงขึ้น จะส่งผลให้ค่าเงินแคนาเดียนดอลลาร์แข็งค่าขึ้น เพราะรายได้สุทธิของแคนาดาที่เพิ่มขึ้น แสดงให้เห็นว่า มีความต้องการใช้เงินแคนาเดียนดอลลาร์เพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้ค่าเงินแคนาเดียนดอลลาร์แข็งค่าขึ้น

**ปัจจัยที่หก** การเพิ่มขึ้นของส่วนต่างระหว่างประสิทธิภาพทางการผลิตของสหรัฐอเมริกาและอังกฤษ ส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่าเมื่อเทียบกับเงินปอนด์สเตอร์ลิง อาจเป็นเพราะนักลงทุนมองว่า ถ้าประสิทธิภาพทางการผลิตของสหรัฐอเมริกาเพิ่มขึ้น นำไปสู่การคาดการณ์ภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐฯยังคงมีอัตราการเจริญเติบโตที่ดีขึ้น ส่งผลให้ความต้องการสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์เพิ่มสูงขึ้น นำไปสู่ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่าเมื่อเทียบกับเงินปอนด์สเตอร์ลิง

ในขณะที่ การเพิ่มขึ้นของส่วนต่างระหว่างประสิทธิภาพทางการผลิตของสหรัฐฯและแคนาดา กลับส่งผลให้ค่าเงินแคนาเดียนดอลลาร์แข็งค่าขึ้น ซึ่งอธิบายได้จากทฤษฎี The Real Exchange Rate Approach (อ้างแล้ว) ว่า หากประสิทธิภาพทางการผลิตของสหรัฐอเมริกาเพิ่มขึ้นโดยเปรียบเทียบ จะนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของผลผลิตของประเทศสหรัฐอเมริกาโดยเปรียบเทียบ ส่งผลให้เกิดอุปทานส่วนเกินของสินค้าในสหรัฐอเมริกาโดยเปรียบเทียบ สุดท้ายราคาสินค้าของสหรัฐอเมริกาดลดลงเมื่อเทียบกับราคาสินค้าของต่างประเทศ ในระยะยาวจึงนำไปสู่ค่าเงินดอลลาร์อ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับค่าเงินแคนาเดียนดอลลาร์

**ปัจจัยที่เจ็ด** การเพิ่มขึ้นของส่วนต่างระหว่างดัชนีราคาบ้านของสหรัฐอเมริกาและต่างประเทศ จะส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่าเมื่อเทียบกับค่าเงินแคนาเดียนดอลลาร์ ปอนด์สเตอร์ลิง และเยน อาจเป็นเพราะนักลงทุนมองว่า การที่ดัชนีราคาบ้านของสหรัฐฯเพิ่มขึ้น แสดงถึงความมั่งคั่งของประชาชนในสหรัฐฯสูงขึ้น และนำไปสู่การบริโภคที่สูงขึ้นในสหรัฐฯ ทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯยังคงดำเนินต่อไปได้ เป็นเหตุให้นักลงทุนยังคงถือสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์ต่อไป และค่าเงินดอลลาร์สามารถรักษาค่าต่อไปได้

**ปัจจัยที่แปด** การเพิ่มขึ้นของส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและระยะยาวของสหรัฐฯ ซึ่งเป็นดัชนีชี้วัดการคาดการณ์การชะลอตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์อ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับค่าเงินแคนาเดียนดอลลาร์

**ปัจจัยที่เก้า** การเพิ่มขึ้นของส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและระยะยาวของญี่ปุ่น ซึ่งเป็นดัชนีชี้วัดการคาดการณ์การชะลอตัวของเศรษฐกิจของญี่ปุ่น จะส่งผลให้ค่าเงินเยนอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับค่าเงินดอลลาร์

**ปัจจัยที่สิบ** การเพิ่มขึ้นของปริมาณการส่งออกของประเทศทางแถบเอเชียไปยังตลาดสหรัฐฯ จะส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับค่าเงินแคนาเดียนดอลลาร์ ปอนด์สเตอร์ลิง เนื่องจากนักลงทุนคาดว่าประเทศทางแถบเอเชียมีวัตถุประสงค์เพื่อส่งเสริมการเจริญเติบโตทางการส่งออก โดยจะทำการซื้อสินทรัพย์ของสหรัฐฯโดยไม่คำนึงถึงความเสี่ยงและผลตอบแทนที่จะได้รับ

อย่างไรก็ตาม การเพิ่มขึ้นของการปริมาณการส่งออกของประเทศทางแถบเอเชีย จะส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์อ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับค่าเงินเยน อาจเป็นเพราะนักลงทุนมองว่า การนำเข้าจากเอเชียโดยเฉพาะญี่ปุ่นเพิ่มสูงขึ้น จะส่งผลให้เกิดอุปสงค์ต่อเงินเยนเพิ่มสูงขึ้น สุดท้ายค่าเงินเยนจะแข็งค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์

**ปัจจัยสุดท้าย** การเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันดิบโดยเฉลี่ยในตลาดโลก จะส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่าเมื่อเทียบกับปอนด์สเตอร์ลิง เพราะราคาน้ำมันดิบโดยเฉลี่ยในตลาดโลกถูกกำหนดราคาอยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์ ดังนั้น หากราคาน้ำมันดิบเพิ่มสูงขึ้น ก่อให้เกิดอุปสงค์ต่อเงินดอลลาร์เพิ่มสูงขึ้น และค่าเงินดอลลาร์จะแข็งค่าขึ้น

อย่างไรก็ตาม การเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันดิบกลับทำให้ค่าเงินดอลลาร์อ่อนค่าเมื่อเทียบกับค่าเงินแคนาเดียนดอลลาร์ อาจเป็นเพราะนักลงทุนมองว่า ราคาน้ำมันดิบที่เพิ่มขึ้นจะกระตุ้นรายได้จากการส่งออกของแคนาดา เพราะสินค้าโภคภัณฑ์รวมถึงน้ำมันและทองคำ คิดเป็นสัดส่วนครึ่งหนึ่งของยอดส่งออกรวมของแคนาดา ส่งผลให้ค่าเงินแคนาเดียนดอลลาร์แข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับค่าเงินดอลลาร์ นอกจากนี้ การเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันดิบยังทำให้ค่าเงินดอลลาร์อ่อนค่าเมื่อ

เทียบกับเงิน อาจเป็นเพราะนักลงทุนมองว่าการที่ราคาน้ำมันดิบปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น เป็นผลมาจากค่าเงินดอลลาร์อ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้นักลงทุนไม่เชื่อมั่นในระบบเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกา ทำให้Yen Carry Trade ลดลง เกิดเงินทุนไหลกลับประเทศญี่ปุ่น และเกิดอุปสงค์ต่อเงินเยนมากขึ้น จากการซื้อเงินเยนชำระคืนเงินกู้ของนักลงทุน

**อย่างไรก็ตาม หากปัจจัยดังกล่าวข้างต้นมีแนวโน้มปรับตัวลดลง จะส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์เปลี่ยนไปในทิศทางตรงกันข้าม**

อย่างไรก็ดี หากมีการเปลี่ยนแปลงใดๆที่ทำให้ความสัมพันธ์แบบCointegrationg เบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพในระยะยาว การปรับตัวกลับเข้าสู่ดุลยภาพระยะยาว(Error Correction Model)ในเดือนถัดไปของค่าเงินแคนาเดียนดอลลาร์ที่วัดอยู่ในรูปดอลลาร์จะถูกปรับลดลงมากที่สุดเท่ากับ 14.89% อาจเป็นเพราะภาวะเศรษฐกิจของแคนาดาและสหรัฐอเมริกามีความคล้ายคลึงกันมาก จึงทำให้ค่าเงินแคนาเดียนดอลลาร์ปรับตัวในทันทีหรือปรับตัวได้เร็วกว่าค่าเงินปอนด์สเตอร์ลิงและเยน

รองลงมาคือ ค่าเงินปอนด์สเตอร์ลิงที่วัดอยู่ในรูปดอลลาร์จะถูกปรับลดลงเท่ากับ 9.58%

แต่สำหรับกรณีค่าเงินเยนที่วัดอยู่ในรูปดอลลาร์ไม่พบการปรับตัวหรืออาจมีการปรับตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป อาจเป็นเพราะมีการแทรกแซงจากธนาคารญี่ปุ่น

**สำหรับผลการศึกษาในวัตถุประสงค์ที่สองสามารถสรุปได้ว่า**

สำหรับแนวโน้มค่าเงินดอลลาร์ในปี 2008 น่าจะยังคงอ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่อง เพราะจากการทดสอบในส่วนที่ 4.2.3 ทำให้เราคาดว่าค่าเงินดอลลาร์น่าจะอ่อนค่าตามปัจจัยต่างๆดังนี้

**ปัจจัยแรก** ราคามันดิบในสหรัฐอเมริกาที่ปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้การลงทุนเกี่ยวกับที่อยู่อาศัยในอเมริกาหดตัวอย่างต่อเนื่อง รวมทั้งปัญหาSubprimeที่มีแนวโน้มจะยืดเยื้อต่อไป ส่งผลให้นักลงทุนลดการถือครองสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์ และนำไปสู่ค่าเงินดอลลาร์อ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับสกุลเงินแคนาเดียนดอลลาร์ ปอนด์สเตอร์ลิง และเยน

**ปัจจัยที่สอง** ราคาน้ำมันดิบโดยเฉลี่ยในตลาดโลกมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น เพราะอุปสงค์โลกที่ขยายตัวสูงขึ้น แต่ในขณะที่อุปทานมีแนวโน้มที่ขยายตัวไม่มากนัก จึงส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับเงินปอนด์สเตอร์ลิง แต่กลับอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับแคนาเดียนดอลลาร์ เพราะเมื่อราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นได้ช่วยกระตุ้นรายได้จากการส่งออกของประเทศแคนาดาเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้ค่าเงินแคนาเดียนดอลลาร์แข็งค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์ รวมทั้งยังอ่อนค่าเมื่อเทียบกับเยนอีกด้วย อาจเป็นเพราะนักลงทุนมองว่าราคาน้ำมันดิบที่ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นเป็นผลมาจากค่าเงินดอลลาร์อ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่อง ทำให้นักลงทุนขาดความเชื่อมั่นในภาวะเศรษฐกิจสหรัฐฯ ส่งผลให้นักลงทุนลดการทำ Yen Carry Trade เกิดเงินทุนไหลกลับญี่ปุ่น และเกิดอุปสงค์ต่อเงินเยนเพิ่มขึ้น นำไปสู่ค่าเงินเยนแข็งค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์

ปัจจัยที่สาม ธนาคารกลางของสหรัฐอเมริกาปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อบรรเทาผลกระทบของปัญหาซับไพรม์ ยิ่งทำให้ค่าเงินดอลลาร์อ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับปอนด์สเตอร์ลิงและเยน แต่กลับแข็งค่าเมื่อเทียบกับแคนาเดียนดอลลาร์ อาจเป็นเพราะสภาพเศรษฐกิจที่คล้ายคลึงกันของทั้งสองประเทศ นักลงทุนมองว่าการปรับลดอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐอเมริกาโดยเปรียบเทียบแสดงให้เห็นว่า สหรัฐอเมริกาต้องการกระตุ้นภาวะเศรษฐกิจของประเทศให้ปรับตัวดีขึ้น นำไปสู่ความเชื่อมั่นว่าเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกายังคงดำเนินต่อไปได้ เป็นเหตุให้นักลงทุนยังถือสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์ต่อไป

นอกจากปัจจัยทั้ง 3 ที่มาจากแบบจำลอง เรายังพบว่าปัจจัยอื่นอีก เช่น ธนาคารกลางของหลายประเทศได้เพิ่มสัดส่วนการถือครองเงินสกุลยูโรในทุนสำรองระหว่างประเทศ ซึ่งน่าจะส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์ไม่น่าจะแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับเงินแคนาเดียนดอลลาร์ ปอนด์สเตอร์ลิง และเยน

อย่างไรก็ตาม ค่าเงินดอลลาร์น่าจะมีแนวโน้มปรับตัวอย่างทันทีทันใดหรือปรับตัวอย่างรุนแรง เพราะค่าเงินดอลลาร์ขึ้นอยู่กับความตัดสินใจของนักลงทุนในตลาดทุน อีกทั้ง นักลงทุนเหล่านี้ยังไม่ได้นำปัจจัยเสี่ยงมาประกอบการพิจารณาการตัดสินใจลงทุนในตลาดทุนอีกด้วย ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษาของKrugman(2006) ว่า การปรับตัวของค่าเงินดอลลาร์ในระยะสั้นหรือการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินอย่างทันทีทันใด น่าจะมาจากการเคลื่อนไหวในตลาดทุน ซึ่งเป็นการปรับตัวของค่าเงินดอลลาร์ในลักษณะที่รุนแรง(Hard-landing) สืบเนื่องมาจากการลดลงของอุปสงค์ที่มีต่อสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์อย่างทันที กอปรกับ นักลงทุนไม่ตระหนักไม่ตระหนักถึงความไร้เสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยน ณ ช่วงเวลาปัจจุบัน ดังนั้น หากค่าเงินดอลลาร์อ่อนค่าลงมากกว่าที่นักลงทุนคาดการณ์ จะทำให้นักลงทุนถอนการลงทุนออกจากสหรัฐอเมริกาทันที และถ้านักลงทุนคาดว่าค่าเงินดอลลาร์ไม่สามารถรักษาค่าไว้ได้อีกต่อไป นักลงทุนอาจกดดันทางการสหรัฐอเมริกาโดยการถอนการลงทุนออกจากตลาดทุนในสหรัฐฯ ส่งผลให้สหรัฐอเมริกาต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเป็นเหตุให้เศรษฐกิจสหรัฐอเมริกาทดต่ำลง จนในท้ายที่สุดก่อให้เกิดความเป็นไปได้ในการลดค่าเงินดอลลาร์สูงขึ้น

นอกจากนี้ เรายังพบว่าค่าเงินแคนาเดียนดอลลาร์ ปอนด์สเตอร์ลิงและเยนที่อยู่ในรูปดอลลาร์มีดุลยภาพในระยะยาว ดังนั้น หากค่าเงินทั้งสามสกุลเงินที่อยู่ในรูปดอลลาร์เบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพในระยะยาว สุดท้ายค่าเงินทั้งสามสกุลเงินจะต้องถูกปรับเข้าสู่ดุลยภาพอย่างทันทีทันใด(Hard-landing) และในกรณีค่าเงินเยนที่วัดอยู่ในรูปดอลลาร์น่าจะมีโอกาสปรับลดลงอย่างรุนแรง ด้วยเหตุว่าญี่ปุ่นไม่เคยปรับตัวหรือปรับตัวช้าในการเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาว



## 5.2 ข้อเสนอแนะ

### 5.2.1 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

สำหรับแนวโน้มของค่าเงินดอลลาร์น่าจะยังมีแนวโน้มอ่อนค่าลงในปี 2008 ซึ่งอาจเป็นเพราะปัจจัยต่างๆ คือ ปัญหาSubprimeมีแนวโน้มจะยืดเยื้อต่อไป ราคาน้ำมันดิบโดยเฉลี่ยในตลาดโลกมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น ธนาคารกลางสหรัฐอเมริกาที่มีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย กอปรกับความเชื่อมั่นในภาวะเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกาที่ปรับตัวลดลง นอกจากนี้ปัจจัยตามแบบจำลองแล้วเรายังพบว่ามีปัจจัยอื่นอีก อาทิเช่น ธนาคารกลางของหลายๆประเทศลดการถือครองสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปเงินสกุลดอลลาร์ไปเป็นสินทรัพย์อื่น เช่น ยูโร ซึ่งปัจจัยเหล่านี้จะส่งผลกระทบต่อค่าเงินดอลลาร์อ่อนค่าเมื่อเทียบกับค่าเงินแคนาเดียนดอลลาร์ ปอนด์สเตอร์ลิง และเยน ซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อค่าเงินบาทของประเทศไทยได้

ดังนั้น หากธนาคารแห่งประเทศไทย(ธปท.)ตรึงค่าเงินบาทไว้กับค่าเงินดอลลาร์ เงินบาทก็จะอ่อนค่าตามด้วยเมื่อเทียบกับเงินสกุลหลัก และการที่ธปท.ไปตรึงค่าเงินบาทไว้โดยไม่มีขอบเขตจำกัด หมายความว่าธปท.จะต้องซื้อเงินดอลลาร์ในปริมาณมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่า การขายบาทออกไป ซึ่งเท่ากับเป็นการเพิ่มปริมาณฐานเงิน(Money Base) หรือปริมาณธนบัตรที่หมุนเวียนอยู่ในปัจจุบันสูงขึ้น ซึ่งก็คือการปล่อยให้สภาพคล่องในระบบสุดท้ายธปท.ต้องดูดซับปริมาณเงินดังกล่าวออกจากระบบโดยการขายพันธบัตรธปท. เพื่อให้สมดุลกับการซื้อดอลลาร์มาเก็บไว้เป็นเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ อย่างไรก็ตาม การสร้างหนี้ที่มากมายเช่นนี้ในที่สุดก็ต้องชะลอลง และทำให้เกิดความเสี่ยงว่าปริมาณสภาพคล่องในระบบมีมากเกินไป จนในที่สุดนำไปสู่เงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นได้ หรือกล่าวได้ว่า การแทรกแซงค่าเงินดอลลาร์ส่งผลเสียร้ายแรงต่อเศรษฐกิจไทย ในการทำให้ค่าครองชีพของคนไทยต้องปรับตัวสูงขึ้นโดยจำเป็น

### 5.2.2 ข้อเสนอแนะเพิ่มเติมสำหรับการศึกษาในอนาคต

1. การศึกษาปัจจัยที่นักลงทุนใช้ในการเลือกตัดสินใจลงทุนระหว่างตลาดทุนสหรัฐอเมริกาและตลาดทุนต่างประเทศ ซึ่งประกอบด้วย ตลาดทุนแคนาดา ตลาดทุนสหราชอาณาจักร และตลาดทุนญี่ปุ่น จากผลการศึกษา พบว่า นักลงทุนจะพิจารณาปัจจัยแตกต่างกันไปในเลือกลงทุนในแต่ละตลาด ดังนั้น การพิจารณาประเทศอื่นหรือสกุลเงินอื่นๆประกอบ จึงเป็นสิ่งที่ควรคำนึงถึงสำหรับการศึกษาต่อไปในอนาคต

2. สำหรับปัจจัยที่ใช้ในการทดสอบตามแบบจำลองที่ศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ อาจยังไม่ครอบคลุมถึงการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินดอลลาร์ได้หมด เพราะว่าการคาดการณ์

ค่าเงินดอลลาร์ในอนาคตของนักลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกาและตลาดหุ้นต่างประเทศ อาจมีการเปลี่ยนแปลงเกิดขึ้นตามภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกาและประเทศคู่ค้าหลักของสหรัฐอเมริกา เช่น บัณฑิตทางการเมือง และบัณฑิตทางด้านสภาพแวดล้อม เป็นต้น ดังนั้น การศึกษาในครั้งต่อไปผู้วิจัยอาจนำปัจจัยอื่นๆที่น่าจะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงค่าเงินดอลลาร์มาประกอบการพิจารณา