

## บทที่ 2

### ตลาดเงินตราต่างประเทศ

เราทราบมาแล้วว่าเงินตราต่างประเทศก็เหมือนสินค้าชนิดหนึ่ง ในการซื้อและขายสินค้าก็ต้องมีสถานที่สำหรับให้ผู้ซื้อและผู้ขายพบกันเพื่อแลกเปลี่ยนสินค้า ซึ่งเราเรียกว่าตลาด สำหรับเงินตราต่างประเทศก็เช่นกัน จะต้องมียตลาดสำหรับการแลกเปลี่ยนเงินตราสกุลหนึ่งเป็นเงินตราอีกสกุลหนึ่ง ฉะนั้นในบทนี้เราจะศึกษาถึงตลาดเงินตราต่างประเทศในหัวข้อต่อไปนี้

#### 1. ความหมายของตลาดเงินตราต่างประเทศ

ตลาดเงินตราต่างประเทศ คือ สถานที่ต่าง ๆ ที่มีการซื้อและขายเงินตราต่างประเทศทั่วโลกเงินตราที่ซื้อและขายประกอบด้วยเงินสกุลหลัก เช่น ดอลลาร์สหรัฐฯ ปอนด์ มาร์ก และเยน เป็นต้น ผู้ที่ทำหน้าที่ซื้อและขายเงินตราต่างประเทศ ประกอบด้วยธนาคารพาณิชย์ และเอกชนอื่น ๆ ที่ทำธุรกิจซื้อและขายเงินตราต่างประเทศตามสถานที่ต่าง ๆ ต่อไปนี้ คือ สนามบิน โรงแรม บริษัทท่องเที่ยว เป็นต้น ตลาดเงินตราต่างประเทศเป็นตลาดที่ไม่มีขอบเขต และไม่ได้เป็นตลาดในประเทศใดประเทศหนึ่งเฉพาะ แต่จะรวมศูนย์กลางการเงินของโลกทั้งหมดไว้โดยผ่านการติดต่อทางโทรศัพท์ Telex และคอมพิวเตอร์ เป็นต้น ฉะนั้นตลาดเงินตราต่างประเทศเป็นตลาดระหว่างประเทศ (International market) ที่ค้าขายเงินตราสกุลต่าง ๆ เช่น ตลาดเงินปอนด์เป็นตลาดที่คลุ้มถึงการซื้อและขายเงินปอนด์ในทุกประเทศ เช่นในนิวยอร์ก ชูริก ฮองกง สิงคโปร์ โตเกียว และอื่น ๆ เมื่อมีการซื้อและขายเงินตราจะมีการส่งมอบเงินทันที หรือภายในระยะเวลา 1-2 วัน อัตราแลกเปลี่ยนที่ใช้คืออัตราทันที (spot rate) ซึ่งจะมีการประกาศค่าอัตราแลกเปลี่ยนทั้งทางตรง (เงินตราภายในประเทศเทียบกับเงินตราต่างประเทศ 1 หน่วย) และทางอ้อม (เงินตราต่างประเทศเทียบกับเงินตราภายในประเทศ 1 หน่วย)

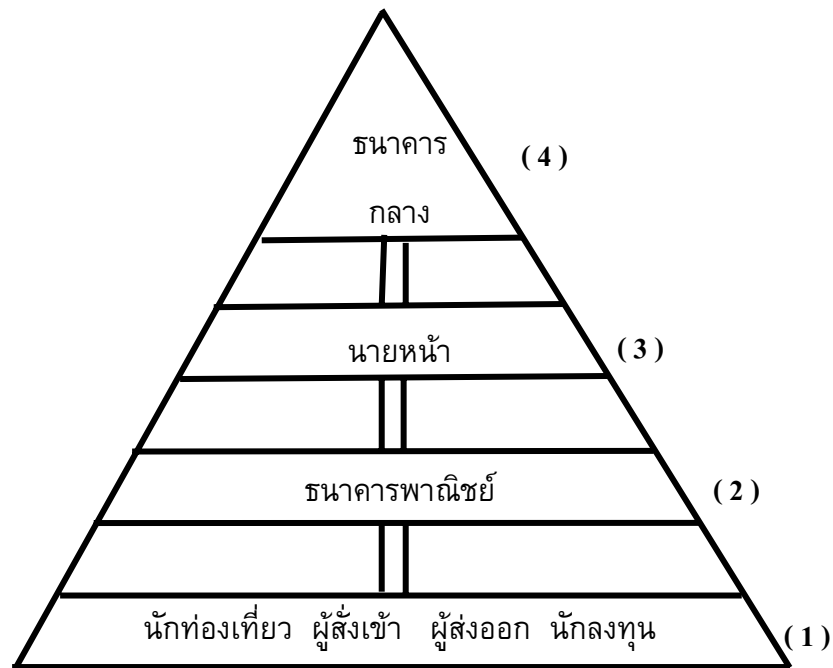
ตลาดเงินตราต่างประเทศจะเปิดอยู่ตลอดเวลาเนื่องจากลักษณะตลาดเป็นตลาดระหว่างประเทศ เช่นหลังจากตลาดที่นิวยอร์กปิดเวลาบ่าย 3 โมงเย็น การค้าเงินตราก็ยังคงดำเนินต่อไปที่ ซานฟรานซิสโก หลังจากตลาดซานฟรานซิสโกปิด การค้าจะเคลื่อนไปอยู่ที่โตเกียว และต่อ ๆ ไปที่ยองกง สิงคโปร์ ชูริก และลอนดอน แล้วกลับไปนิวยอร์กใหม่อีก

#### 2. หน้าที่ของตลาดเงินตราต่างประเทศ

ตลาดเงินตราต่างประเทศ ทำหน้าที่สำคัญ ๆ 2 ประการคือ

**2.1 โอนอำนาจซื้อ** (transfer purchasing power) เป็นหน้าที่สำคัญของตลาดเงินตราต่างประเทศ ที่จะทำการแลกเปลี่ยนเงินตราของประเทศหนึ่งเป็นเงินตราของประเทศหนึ่ง หรือโอนอำนาจซื้อจากประเทศหนึ่งไปอีกประเทศหนึ่ง เครื่องมือที่ใช้ในการโอนอำนาจซื้อ คือ โทรศัพท์ โทรเลข ดริฟ (คล้ายกับเช็คเงินสด) เป็นต้น

ผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดเงินตราต่างประเทศมีอยู่ 4 ประเภท คือ กลุ่มแรกเป็นนักท่องเที่ยว ผู้ส่งสินค้าเข้า ผู้ส่งสินค้าออก นักลงทุน เป็นต้น กลุ่มนี้เป็นผู้ใช้และเสนอขายเงินตราต่างประเทศทันที กลุ่มที่สองคือธนาคารพาณิชย์ ทำหน้าที่เป็น clearing house ระหว่างผู้ใช้และผู้มีเงินตราต่างประเทศ กลุ่มที่สามคือนายหน้า และกลุ่มสุดท้ายคือธนาคารกลางของประเทศ เพื่อให้เข้าใจการจัดองค์กร (organization) ในตลาดเงินตราต่างประเทศ เราสามารถสรุปเป็นรูปภาพดังรูปที่ 1



รูปที่ 1: แสดงการจัดองค์กรในตลาดเงินตราต่างประเทศ

เมื่อนักท่องเที่ยวต้องการเดินทางไปต่างประเทศ ก็มีความจำเป็นต้องแลกเปลี่ยนเงินตราสกุลภายในประเทศเป็นเงินตราของประเทศที่ต้องการไป นักธุรกิจภายในประเทศต้องการซื้อสินค้าจากต่างประเทศ ในทางตรงข้ามอุปทานของเงินตราต่างประเทศเกิดขึ้นจากนักท่องเที่ยวต่างชาติมาใช้จ่ายภายในประเทศ รายรับจากการส่งออก เงินทุนจากต่างประเทศ เป็นต้น

ธนาคารพาณิชย์ทำหน้าที่เป็นสำนักงานหักบัญชี clearing house สำหรับผู้ฟ้านักอาศัยในประเทศที่ต้องการเงินตราต่างประเทศ และผู้เสนอขายเงินตราต่างประเทศ ตัวอย่างเช่น ถ้าตลาดเงินตราต่างประเทศไม่ทำหน้าที่นี้ ผู้ส่งสินค้าเข้าที่ต้องการเงินดอลลาร์สหรัฐก็ต้องหาผู้ส่งออกที่มีเงินดอลลาร์สหรัฐจะขาย ทำให้เสียเวลาและไม่มีประสิทธิภาพ ในที่สุดจะทำให้การค้ากลับไปอยู่ระบบการแลกของต่อของ (barter)

ธนาคารพาณิชย์ภายในประเทศที่มีเงินตราต่างประเทศมากเกินไป ก็จะขายเงินตราต่างประเทศส่วนเกินนี้ให้กับธนาคารพาณิชย์ที่ขาดเงินตราต่างประเทศนั้นโดยผ่านนายหน้า และนายหน้าจะได้ค่าธรรมเนียม ทำให้การแลกเปลี่ยนเงินตราโดยผ่านนายหน้าแพงกว่าธนาคารพาณิชย์ค้ากันโดยตรง

ในที่สุดเมื่อรวมความต้องการเงินตราต่างประเทศ และปริมาณเงินตราต่างประเทศทั้งหมดที่มีอยู่จากผู้ที่เกี่ยวข้องทั้งหมดแล้ว ปรากฏว่าความต้องการมากกว่าปริมาณเงินตราต่างประเทศที่มีอยู่ ธนาคารพาณิชย์ก็จะกู้ยืมจากธนาคารกลาง ซึ่งทำหน้าที่เป็นผู้ให้กู้แหล่งสุดท้าย (last resort) โดยธนาคารกลางเอาเงินมาจากทุนสำรองระหว่างประเทศ แต่ถ้าปริมาณเงินตราต่างประเทศที่ธนาคารพาณิชย์ได้รับมากกว่าความต้องการเงินตราต่างประเทศ ธนาคารพาณิชย์ก็จะไปแลกเปลี่ยนเงินตราภายในประเทศกับธนาคารกลางทำให้ทุนสำรองระหว่างประเทศเพิ่มขึ้น

**2.2 ให้สินเชื่อ (credits)** เป็นหน้าที่ให้การรับรองการจ่ายค่าสินค้าในระหว่างที่สินค้ากำลังเดินทางจากผู้ผลิตไปยังผู้บริโภค โดยทั่วไปผู้ส่งออกจะให้ระยะเวลาในการจ่ายค่าสินค้าแก่ผู้ส่งเข้า 90 วัน แต่ถ้าผู้ส่งออกต้องการได้รับค่าสินค้าทันที ก็สามารถนำสัญญาที่ผูกมัดให้ผู้ส่งเข้าจ่ายค่าสินค้าไปขึ้นเงินที่แผนกต่างประเทศของธนาคารพาณิชย์ในประเทศ ธนาคารพาณิชย์ก็จะจ่ายเงินให้กับผู้ส่งออกโดยหักส่วนลดไว้ และธนาคารพาณิชย์จะไปเรียกเก็บเงินจากผู้ส่งเข้าเมื่อถึงกำหนดตามสัญญาและผู้ส่งสินค้าเข้าอาจต้องการสินเชื่อในระหว่างที่ยังขายสินค้าให้ผู้บริโภคไม่ได้

### 3. ตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า

(forward foreign exchange market)

#### 3.1 ความหมายของตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า

ตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า เป็นสถานที่ต่าง ๆ ที่มีการซื้อและขายเงินตราต่างประเทศที่จะมีการส่งมอบกันตามเวลาที่ตกลงกันซึ่งไม่เกิน 1 ปี และอัตราแลกเปลี่ยนที่ใช้คือ

อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (forward rate) ตัวอย่าง เช่น สมมติเราตกลงซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐจำนวน 1,000 ดอลลาร์สหรัฐ เวลา 3 เดือนจากวันนี้ในอัตรา 26.20 บาทต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐ จะไม่มีการส่งมอบเงินดอลลาร์สหรัฐ ณ เวลาที่ตกลงกัน หลังจากนั้นอีก 3 เดือนเราจะได้รับเงิน 1,000 ดอลลาร์สหรัฐโดยจ่ายเงิน 26.20 บาทต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐ ไม่ว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีขณะนั้นจะเป็นเท่าใด

### 3.2 เครื่องมือที่ใช้ในตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า

**3.2.1 สัญญาล่วงหน้า (forward contract)** เป็นสัญญาซื้อหรือขายเงินตราต่างประเทศด้วยอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า คุณภาพของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าถูกกำหนดโดยอุปสงค์และอุปทานของเงินตราต่างประเทศ ซึ่งเกิดจากการทำการหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (hedging) และการทำ covered interest arbitrage อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า จะเท่ากับ มากกว่า หรือน้อยกว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันที ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าต่ำกว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันที เงินตราต่างประเทศมีส่วนลดล่วงหน้า (forward discount) เมื่อเทียบกับเงินตราภายในประเทศในทางตรงข้ามถ้าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าสูงกว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีเงินตราต่างประเทศมีส่วนเกินล่วงหน้า (forward premium) แต่ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าเท่ากับอัตราแลกเปลี่ยนทันที เงินตราต่างประเทศเรียกว่า flat ตัวอย่างเช่น อัตราแลกเปลี่ยนทันที คือ 25.00 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า 3 เดือน คือ 24.80 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ แสดงว่าเงินดอลลาร์สหรัฐมีส่วนลดล่วงหน้า (forward discount) เมื่อเทียบกับเงินบาท แต่ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า 3 เดือน คือ 25.10 บาท ต่อดอลลาร์สหรัฐแสดงว่าเงินดอลลาร์สหรัฐมีส่วนเกินล่วงหน้า (forward premium) เมื่อเทียบกับเงินบาท โดยปกติเราจะแสดงส่วนลดล่วงหน้า (FD) และส่วนเกินล่วงหน้า (FP) ในรูปร้อยละต่อปี (เหมือนอัตราดอกเบี้ย) ซึ่งคำนวณได้จากสูตรต่อไปนี้

$$FD \text{ หรือ } FP = \frac{FR - SR}{SR} \times \frac{12}{N} \times 100$$

$$FD \text{ หรือ } FP = \frac{FR - SR}{SR} \times \frac{360}{n} \times 100$$

ซึ่ง FR และ SR คืออัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าและอัตราแลกเปลี่ยนทันทีตามลำดับ N, n คือระยะเวลาของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าเป็นเดือนและวันตามลำดับ ค่า FD จะเป็นลบ และ FP จะเป็นบวก จากตัวอย่างข้างบนเราสามารถคำนวณหาค่าส่วนเกินล่วงหน้าและส่วนลดล่วงหน้าดังนี้

$$\begin{aligned}
 \text{FD} &= \frac{24.80 - 25.00}{25.00} \times \frac{12}{3} \times 100 \\
 &= \frac{-0.20}{25.00} \times 4 \times 100 = -3.2\% \\
 \text{FP} &= \frac{25.10 - 25.00}{25.00} \times \frac{12}{3} \times 100 \\
 &= \frac{0.10}{25.00} \times 4 \times 100 = 1.6\%
 \end{aligned}$$

ข้อสังเกต ถ้าเงินดอลลาร์สหรัฐมีส่วนลดลงล่วงหน้า เงินบาทจะมีส่วนเกินล่วงหน้า และถ้าเงินดอลลาร์สหรัฐมีส่วนเกินล่วงหน้า เงินบาทจะมีส่วนลดลงล่วงหน้า

**3.2.2 currency swaps** โดยทั่วไปธนาคารพาณิชย์ไม่ค่อยทำการค้าเงินตราล่วงหน้า (forward exchange contract) แต่จะทำ swap ฉะนั้น foreign exchange swap คือ ข้อสัญญาที่จะทำการซื้อและขายเงินตราต่างประเทศด้วยอัตราแลกเปลี่ยนที่ตกลงกันโดยการซื้อและการขายเกิดขึ้นในเวลาต่างกัน รูปแบบทั่วไปของการทำ swap คือการค้าครั้งแรกจะเป็นการแลกเปลี่ยนทันที (spot exchange) และการค้าครั้งที่สองจะเป็นการแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (forward exchange) การทำ swap เช่นนี้เรียกว่า spot-forward swaps ซึ่งธนาคารจะซื้อ (ขาย) ในตลาดทันที (spot market) และในเวลาเดียวกันนั้นจะขาย (ซื้อ) ในตลาดล่วงหน้า ตัวอย่างเช่น ธนาคารกรุงเทพต้องการเงินดอลลาร์สหรัฐในขณะนี้ ธนาคารก็จะทำ swap โดยเอาเงินบาทไปซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐขณะนี้ และขายเงินดอลลาร์สหรัฐเพื่อแลกเปลี่ยนเป็นเงินบาทในตลาดล่วงหน้า ซึ่งธนาคารกรุงเทพอาจจะกระทำในอีกลักษณะหนึ่ง คือกู้ยืมเงินดอลลาร์สหรัฐ และจ่ายเงินกู้ในอนาคต ฉะนั้นเราจะเห็นว่าการทำ swap เหมือนกับการกู้ยืมเงินสกุลหนึ่งและให้ยืมเงินอีกสกุลหนึ่ง อัตราแลกเปลี่ยน ในการทำ swap เราเรียกว่า swap rate จะถูกกำหนดโดยส่วนเกินล่วงหน้า และส่วนลดลงล่วงหน้าและธนาคารใหญ่ ๆ จะทำ forward-forward swaps ด้วย ซึ่งจะเกี่ยวข้องกับการซื้อและขายเงินตราต่างประเทศในตลาดล่วงหน้า

การทำ swap เป็นวิธีที่มีประสิทธิภาพวิธีหนึ่งที่ธนาคารจะได้เงินตราต่างประเทศตามที่ต้องการ และเป็นวิธีที่เหมาะสมกับผู้ที่ต้องการลงทุน หรือกู้ยืมในต่างประเทศ ตัวอย่าง เช่น ผู้ที่ต้องการซื้อพันธบัตรต่างประเทศก็สามารถทำ spot-forward swap เพื่อหลีกเลี่ยงการเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ผู้ลงทุนจะขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าในเวลาเดียวกับที่ซื้อเงินตราต่างประเทศทันทีในลักษณะเดียวกับธนาคารที่กู้ยืมในตลาดต่างประเทศ สามารถซื้อเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าเพื่อชำระคืนเงินกู้ในเวลาเดียวกับที่แลกเปลี่ยนเงินกู้ต่างประเทศในตลาดทันที

การทำ swap มีประโยชน์ต่อผู้ลงทุนและผู้กู้ยืม แต่ไม่มีประโยชน์ต่อผู้สั่งเข้าและผู้ส่งออก เพราะการจ่ายเงินและการรับเงินในการค้าระหว่างประเทศมีความล่าช้า และการทำ swap เป็นที่รู้จักกันทั่วไปของธนาคาร เพราะธนาคารอาจจะอยู่ในฐานะ open position ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ ประเภทแรกเรียกว่า long position ธนาคารจะอยู่ในฐานะที่มีทรัพย์สินมากกว่าหนี้สิน นั่นคือธนาคารจะได้รับเงินตราต่างประเทศมากกว่าเงินตราต่างประเทศที่ธนาคารต้องส่งมอบให้ลูกค้า ประเภทที่สอง เรียกว่า short position ธนาคารจะอยู่ในฐานะที่มีทรัพย์สินน้อยกว่าหนี้สินซึ่งเป็นกรณีที่ธนาคารต้องส่งมอบเงินตราต่างประเทศให้ลูกค้ามากกว่าที่จะได้รับ ธนาคารสามารถหลีกเลี่ยงที่จะอยู่ในฐานะ open position ได้ โดยติดต่อกับธนาคารอื่นที่มีฐานะตรงข้าม ตัวอย่างเช่น ธนาคาร ก. ที่นิวยอร์กอยู่ในฐานะ long position สำหรับเงินปอนด์ 3 เดือน ธนาคาร ข. อยู่ในฐานะ short position ธนาคาร ก. ก็จะขายเงินปอนด์ล่วงหน้าให้กับธนาคาร ข. เพื่อจัดฐานะ long position ถ้าธนาคาร ก. ไม่สามารถติดต่อกับธนาคารใดได้ ธนาคาร ก. ก็จะขอยืมในตลาดลอนดอน แล้วขายเงินปอนด์เพื่อแลกเงินดอลลาร์สหรัฐในตลาดทันทีพร้อมกับลงทุนในตลาดนิวยอร์ก

การทำ currency swaps ในประเทศไทย<sup>1</sup> ระยะเวลาแรกเป็นการค้าระหว่างธนาคารด้วยกันเอง ต่อมาในปี 1984 - 1985 จึงได้มีการค้าเงินระหว่างธนาคารกับลูกค้า ซึ่งเป็นการแลกเปลี่ยนเงินต้นโดยมีการซื้อคืนเมื่อหมดอายุสัญญาตามอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า อายุสัญญามักจะสั้นเพราะสัญญาส่วนใหญ่ในตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าของประเทศไทยมักมีอายุสั้นตามอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารและอัตราดอกเบี้ยในตลาดยูโรดอลลาร์สหรัฐ ตลาด swaps ในประเทศไทยมีแนวโน้มที่จะขยายตัวได้อีกมากในอนาคต เพราะการทำ currency swaps สามารถช่วยให้บุคคลธุรกิจ และหน่วยงานของรัฐสามารถบริหารทรัพย์สินและหนี้สินได้ดี และมีประสิทธิภาพมากขึ้น อย่างไรก็ตามสถาบันการเงินที่ทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการทำ currency swaps จากหนี้สินที่เป็นเงินตราต่างประเทศของลูกค้ามาเป็นเงินบาท อาจจะมีปัญหาในการป้องกันความเสี่ยงที่เกิดจากทั้งอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยของหนี้สินระยะยาว ทำให้สถาบันการเงินคิดค่าธรรมเนียมกับลูกค้าในอัตราที่สูง หรือไม่รับทำ currency swaps กับเงินจำนวนมาก ๆ

ธนาคารของไทยที่ให้บริการ currency swaps กับลูกค้า จะต้องมีการบริหารทรัพย์สินและหนี้สินที่คล่องตัว เพราะโอกาสที่จะหาลูกค้าที่เหมาะสมเพื่อจับคู่ทำได้ยาก ดังนั้นสถาบันการเงินมักจะต้องรับเป็นคู่ค้าเอง ซึ่งก็รับความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันธนาคารถูกจำกัดให้ถือเงินตราต่างประเทศสุทธิได้ไม่เกินร้อยละ 20 ของเงินกองทุน ซึ่งระเบียบนี้อาจจะเป็นข้อจำกัดที่ทำให้ธนาคารของไทยไม่สามารถขยายการให้บริการ currency

swaps ได้เท่าที่ควร นอกจากนั้นก็จะมีปัญหาในเรื่องอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะยาวในประเทศไทย เพราะอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลประเภท อายุ 5 ปี หรือ 10 ปี นั้น ไม่ได้สะท้อนให้เห็นถึงความต้องการเงินและสภาพคล่องในตลาดอย่างแท้จริง ฉะนั้นการทำ currency swaps จากเงินตราต่างประเทศเป็นเงินบาทพร้อม ๆ กับอัตราดอกเบี้ยตายตัว จะไม่สามารถหาคู่สัญญาได้

ปัจจัยที่สำคัญต่อการพัฒนาตลาด currency swaps คือองค์การจัดอันดับฐานะการเงินของผู้กู้ (rating agency) เพื่อช่วยให้การกำหนดราคาโดยสถาบันการเงินกระทำได้ง่ายขึ้นและถ้ามีการพัฒนาตลาดที่สองของ currency swaps ด้วยก็จะช่วยให้ผู้มีส่วนร่วมในตลาดที่สองสามารถตัดสินใจได้ง่ายขึ้นว่าจะทำ currency swaps หรือไม่ ซึ่งประเทศไทยก็ยังขาดองค์การนี้ด้วย การทำ swap จะทำให้ธนาคารสามารถแลกเปลี่ยนส่วนเกินและส่วนที่ขาดของเงินตราต่างประเทศในแต่ละธนาคารเพื่อส่งมอบให้ลูกค้า การทำให้การค้ำกับลูกค้าเข้ากันพอดีกับการทำ swap เป็นสิ่งที่ยุ่งยากและเป็นปัญหาในระยะยาว

**3.2.3 การค้าเงินตราต่างประเทศในอนาคต** (foreign exchange futures or currency futures) กระทำโดยบุคคล ธุรกิจ และธนาคารในการซื้อหรือขายเงินตราต่างประเทศ การค้าเงินตรา ต่างประเทศในอนาคตเกิดขึ้นในปี ค.ศ. 1972 โดย International Monetary Market (IMM) ของ Chicago Mercantile Exchange หลังจากนั้นก็เกิดในตลาดอื่น ๆ ที่อเมริกาเหนือและยุโรป

การค้าเงินตราต่างประเทศในอนาคต (foreign exchange futures) คือสัญญาล่วงหน้าของ จำนวนเงินตรามาตรฐานระหว่าง future dealers กับลูกค้า และเลือกวันที่จะทำการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศในตลาดการเงิน เงินตราสกุลที่ทำการแลกเปลี่ยนใน IMM คือ เยน มาร์ก ดอลลาร์แคนาดา ปอนด์ ฟรังก์สวิส และดอลลาร์ออสเตรเลีย

การค้าเงินตราต่างประเทศในอนาคตเป็นสัญญาที่ค่อนข้างเหมือนกันหมด ฉะนั้น จะมีการกำหนดวันแลกเปลี่ยนเงินตราค่อนข้างน้อย ตัวอย่างเช่น<sup>2</sup> ตลาด IMM ที่ชิคาโก วันที่จะทำสัญญามีเพียง 4 วัน คือ วันพุธที่สามของเดือนมีนาคม มิถุนายน กันยายน และธันวาคม การแลกเปลี่ยนเงินตราใน IMM จะทำสัญญาโดยมีขนาดมาตรฐาน ตัวอย่างเช่น สัญญาแลกเปลี่ยนเป็นเงินปอนด์ที่ IMM มีจำนวน 62,500 ปอนด์ สัญญาแลกเปลี่ยนเป็นเงินดอลลาร์สหรัฐแคนาดาหรือดอลลาร์สหรัฐออสเตรเลียจำนวน 100,000 ดอลลาร์สหรัฐแคนาดาหรือดอลลาร์สหรัฐออสเตรเลีย สัญญาแลกเปลี่ยนเงินดอยช์มาร์ก 125,000 มาร์ก สัญญาแลกเปลี่ยนเงินฟรังก์สวิสจำนวน 125,000 ฟรังก์สวิส สัญญาแลกเปลี่ยนเงินฟรังก์ฝรั่งเศส 250,000 ฟรังก์ และเงินเยนจำนวน 12,500,000 เยน IMM จะจำกัดการเคลื่อนไหวของ อัตราแลกเปลี่ยนประจำวัน ผู้ซื้อและผู้ขายจ่ายค่าธรรมเนียมนายหน้า (brokerage commission) และจะต้องวางเงินประกันจำนวน

หนึ่งไว้ที่หน้าหน้า ซึ่งจะเปลี่ยนแปลงไปตามหน้าหน้าและมูลค่าในสัญญา เรียกว่า margin requirement ตลาดที่มีลักษณะเหมือน IMM คือ London International Financial Futures Exchange (LIFE) ซึ่งเริ่มดำเนินงานในเดือนกันยายน 1982 การค้าเงินตราต่างประเทศในอนาคตนี้มีการแลกเปลี่ยนที่ COMEX (Commodities Exchange) ที่นิวยอร์ก และสำนักงานการค้าของอเมริกา (American Board of Trade) ด้วย

เมื่อเปรียบเทียบกับสัญญาล่วงหน้า (forward contract) ปรากฏว่าการค้าเงินตราต่างประเทศในอนาคตไม่มีประโยชน์เท่าสัญญาล่วงหน้าในการทำให้ปริมาณการซื้อขายเท่ากับปริมาณการขายเงินตราต่างประเทศเพราะสัญญาล่วงหน้าเป็นสัญญาระหว่าง 2 ฝ่าย (โดยปกติคือลูกค้าและธนาคาร) ที่จะซื้อหรือขายเงินตราต่างประเทศจำนวนเท่าใดก็ได้ โดยมีการส่งมอบกันในอนาคต เวลาใดก็ได้ และไม่มีการจำกัดการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนประจำวัน ทำให้สัญญาล่วงหน้ามีความคล่องตัวกว่า สำหรับการค้าเงินตราต่างประเทศในอนาคตนั้น จำนวนเงินตราต่างประเทศ และวันที่จะทำการแลกเปลี่ยนเงินตรากันระหว่างผู้ส่งสินค้าเข้าและผู้ส่งออก (ผู้ซื้อและผู้ขาย) จะตรงกันได้นั้นจะเกิดขึ้นโดยบังเอิญ ผู้ส่งเข้าและผู้ส่งออกขอสัญญาล่วงหน้ามากกว่าการค้าเงินตราต่างประเทศในอนาคต อย่างไรก็ตามการค้าเงินตราต่างประเทศในอนาคตมีประโยชน์ต่อนักเก็งกำไร และธุรกิจใหญ่รวมทั้งสถาบันการเงินที่มีรายรับและรายจ่ายเงินตราต่างประเทศค่อนข้างติดต่อกัน พวกกลุ่มเหล่านี้จะเห็นว่าการค้าเงินตราต่างประเทศในอนาคตมีประโยชน์ และถูกกว่าสัญญาล่วงหน้า แต่ IMM เจริญขึ้นอย่างรวดเร็วมากเมื่อเร็ว ๆ นี้ ตลาดทั้ง 2 นี้ เชื่อมโยงกันเมื่อราคาต่างกันโดยการทำ arbitrage

**3.2.4 currency options** นอกเหนือจาก forward contracts และ currency futures แล้ว ก็มีตลาดอีกประเภทหนึ่งที่เรียกว่าตลาด options currency options<sup>3</sup> คือสิทธิที่จะซื้อ (call) หรือขาย (put) เงินตราต่างประเทศในราคาที่ไม่สูงหรือต่ำกว่าราคาที่ตกลงกันไว้ในสัญญา (strike price or exercise price) ในอนาคต ขนาดมาตรฐานของ currency options เท่ากับครึ่งหนึ่งของ currency futures ผู้ซื้อ option มีสิทธิ์ที่จะซื้อหรือยกเลิกการซื้อขายเงินตราต่างประเทศ ถ้าเขาไม่ได้ทำไร ผู้ขาย option ก็ต้องปฏิบัติตามสัญญา ถ้าผู้ซื้อต้องการจะทำเช่นนี้ ผู้ซื้อจะจ่ายค่าธรรมเนียม 1 - 5% ของมูลค่าในสัญญาตามสิทธิ์ให้แก่ผู้ขาย ค่าธรรมเนียมนี้สูงกว่าค่าธรรมเนียมใน forward contract

currency options เป็นเครื่องมือทางการเงินที่สามารถช่วยป้องกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนให้แก่ลูกค้าที่จะซื้อหรือขายเงินตราต่างประเทศในอนาคต ลูกค้าเหล่านี้ได้แก่ผู้ส่งสินค้าเข้า ผู้ส่งออก ผู้กู้และผู้ให้กู้เงินตราต่างประเทศ ตามปกติสถาบันการเงินที่ให้บริการ currency options มักต้องการหลักฐานยืนยันจากลูกค้าว่าจะมีรายจ่ายและรายได้จากเงินตรา



ต่างประเทศในอนาคตอย่างแท้จริง หลักฐานดังกล่าวได้แก่ เอกสาร L/C สัญญาเงินกู้ เป็นต้น เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดการใช้ currency options ไปในทางเก็งกำไร อายุของ currency options ส่วนใหญ่ไม่เกิน 6 เดือน เพราะอายุสัญญายาวกว่านั้นจะมีปัญหาทางด้านค่าธรรมเนียม ค่าธรรมเนียม (option premium) คิดเป็นสัดส่วนของอัตราแลกเปลี่ยนที่ตกลงกันไว้ในสัญญา หรือ strike price ซึ่งจะนำไปคูณกับจำนวนเงินที่ลูกค้าจะซื้อทั้งสิ้น

ตามตัวอย่างต่อไปนี้เป็นผู้ส่งสินค้าเข้าหรือผู้กู้เงินจากต่างประเทศจำเป็นต้องชำระเงินในเดือนหน้า อาจซื้อ options จากธนาคารในราคาตามสัญญา 25.20 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ หรือ 1.6530 มาร์ก ต่อดอลลาร์สหรัฐหรือ 0.605 ดอลลาร์สหรัฐต่อมาร์ก =  $(1/1.6530)$  เมื่อตกลงกันทางด้านราคาและจำนวนเรียบร้อยแล้ว ลูกค้าต้องจ่ายค่าธรรมเนียมให้กับธนาคารทันทีเมื่อเริ่มต้นสัญญาหลังจากนั้นภายใน 1 เดือน ถ้าค่าเงินดอลลาร์สหรัฐในตลาดทันทีสูงกว่า 25.20 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐหรือ 0.605 ดอลลาร์สหรัฐต่อมาร์ก ลูกค้ามีสิทธิ์ที่จะซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐหรือมาร์กได้ในอัตราที่ตกลงกันไว้ในสัญญา แต่ถ้าค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐหรือมาร์กในตลาดทันทีมีค่าต่ำกว่าที่ตกลงกันไว้ในสัญญา เช่นเป็น 25.18 บาท และ 0.602 ดอลลาร์สหรัฐตามลำดับ ลูกค้าก็มีสิทธิ์ที่จะซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐหรือมาร์กในอัตราตลาดทันที ค่าธรรมเนียมที่ผู้ซื้อต้องเสียให้แก่ธนาคารพาณิชย์ 9 สตางค์ต่อดอลลาร์สหรัฐต่อ 1 เดือน สูงกว่าค่าธรรมเนียมของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (forward contract) ซึ่งเท่ากับ 1 สตางค์ต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐ เพราะการซื้อ option ผู้ซื้อมีทางเลือก 2 ทาง คือสามารถซื้อตามอัตราที่ตกลงกันไว้ในสัญญา หรือตามอัตราทันทีในอนาคตได้ แล้วแต่ที่ทางเลือกใดเป็นประโยชน์แก่ลูกค้ามากที่สุด ซึ่งต่างจากสัญญาซื้อขายล่วงหน้าซึ่งผูกมัดลูกค้าไว้กับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าอัตราเดียว

สำหรับผู้ส่งออก ที่จะได้รับเงินตราต่างประเทศในอนาคต ก็จะขาย option (put) ให้ธนาคารในอัตรา 25.05 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ หรือ 0.603 ดอลลาร์สหรัฐต่อมาร์ก (=  $1/1.6580$ ) โดยผู้ขาย put options จะต้องเสียค่าธรรมเนียม ณ จุดเริ่มต้นของสัญญา หลังจากนั้นภายใน 1 เดือน ถ้าค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐหรือมาร์กในอัตราทันทีต่ำกว่าอัตราที่ตกลงในสัญญา ลูกค้าก็มีสิทธิ์ขายเงินดอลลาร์สหรัฐหรือมาร์กตามอัตราที่ตกลงกันในสัญญา ลูกค้าก็มีสิทธิ์ขายเงินดอลลาร์สหรัฐหรือมาร์กตามอัตราที่ตกลงกันในสัญญา

ถ้า strike price ต่ำกว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในปัจจุบันของการซื้อ options หรือสูงกว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในปัจจุบันของการขาย options เราเรียกว่า in the money – spot แต่ถ้า strike price ต่ำกว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าของการซื้อ options หรือสูงกว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าของการขาย options เราเรียกว่า in the money – forward

ถ้า strike price เท่ากับอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในปัจจุบันในการซื้อและขาย options เรียกว่า at the money – spot แต่ถ้า strike price เท่ากับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าในการซื้อและขาย options เรียกว่า at the money – forward

ถ้า strike price สูงกว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในปัจจุบันในการซื้อ options หรือ ต่ำกว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในปัจจุบันในการขาย options เรียกว่า out of the money spot

Currency options มีอยู่ 2 ประเภทตามลักษณะของการซื้อและขาย<sup>4</sup> ประเภทแรก เรียกว่า over-the-counter options (OTC) และ exchange traded options (ET) สำหรับ OTC options คือสัญญา options ที่ผู้ขายตกลงกับผู้ซื้อเป็นราย ๆ ไป ไม่มีการกำหนดจำนวนมาตรฐานที่จะซื้อและขาย หรือค่าธรรมเนียม หรืออายุสัญญา รวมทั้งไม่มีอัตราที่กำหนดไว้ก่อนหน้า เงื่อนไขส่วนใหญ่ขึ้นอยู่กับความต้องการของผู้ซื้อเป็นหลัก ส่วน ET options เป็นสัญญา options ที่ผู้ซื้อและผู้ขายสามารถ นำไปซื้อหรือขายต่อในตลาดต่างประเทศได้ เช่น Philadelphia Stock Exchange European Options Exchange, Chicago Mercantile Exchange, Montreal Stock Exchange เพราะตลาดดังกล่าวทำหน้าที่เป็นตลาดที่สองที่ช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้แก่ ET options สัญญาที่ซื้อขายกันในตลาดเหล่านี้ จึงมีเงื่อนไขต่าง ๆ เหมือนกับเงื่อนไขในตลาดต่างประเทศเช่นจำนวนเงินที่แน่นอนตายตัว วันหมดอายุสัญญาจะต้องเป็นพุธที่ 3 ของเดือนมีนาคม มิถุนายน กันยายนและธันวาคมของแต่ละปี เพื่ออำนวยความสะดวกในการซื้อหรือขาย option ในตลาดที่สองเหล่านั้น

สถาบันทางการเงินได้พัฒนาเครื่องมือทางการเงินขั้นต่อไป เนื่องจากค่าธรรมเนียมของ currency options สูง ทำให้ลูกค้าลังเลใจที่จะใช้บริการประเภทนี้ เครื่องมือนั้นคือ collar ซึ่งเป็นการรวม call และ put ของ currency options เข้าด้วยกัน collar คือบริการที่ให้การคุ้มครองอัตราแลกเปลี่ยนแบบเป็นช่วง ๆ ให้แก่ลูกค้าที่จะซื้อหรือขายเงินตราต่างประเทศกับสถาบันการเงินในอนาคต โดยลูกค้าจะไม่ถูกเรียกเก็บค่าธรรมเนียม เนื่องจากลูกค้าได้เสียค่าธรรมเนียมให้แก่สถาบันการเงิน เพื่อให้ได้สิทธิ์ตาม put option และสถาบันการเงินก็ต้องเสียค่าธรรมเนียมให้แก่ลูกค้าเพื่อให้ได้สิทธิ์ตาม call option ทำให้ค่าธรรมเนียมหักล้างกันพอดี

สำหรับธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย เริ่มให้บริการ currency options เป็นครั้งแรกในช่วงกลางปี ค.ศ. 1985<sup>5</sup> เป็น options ระหว่างเงินดอลลาร์สหรัฐและเงินบาทหลังจากนั้นอีก 1 ปี จึงเริ่มให้บริการระหว่างเงินดอลลาร์สหรัฐและเงินต่างประเทศสกุลอื่น ๆ ลักษณะของ options ที่ธนาคารเสนอมีทั้งแบบ call, put และ collar รวมทั้งในรูปแบบ over-the-counter และ exchange traded โดยตั้งราคาต่างกันในแต่ละรูปแบบ และธนาคารต้องการหลักฐานจากลูกค้าก่อนให้บริการเพื่อป้องกันไม่ให้นักค้าใช้เพื่อเก็งกำไร ส่วนปริมาณของบริการประเภทนี้ไม่ทราบ

สถิติเป็นทางการในช่วง 1985-1987 หลังจากนั้นในปี 1988 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้กำหนดให้ธนาคารใช้แบบฟอร์ม ธ.พ. 3 ในหัวข้อการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าในรายการพิเศษ 1 ตามสถิติทางการในปี 1988 ระบบธนาคารทั้งหมดได้ให้บริการด้าน currency options ค่อนข้างน้อย เพียงร้อยละ 0.25 และ 0.36 ของการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าตามลำดับ และปรากฏว่าส่วนใหญ่ลูกค้าจะทำ currency options กับสาขาของธนาคารต่างประเทศทั้ง ๆ ที่ธนาคารของไทยจะครองตลาดของการซื้อหรือขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าก็ตาม สาเหตุสำคัญก็คือประการแรก ความต้องการขยายธุรกิจและรายได้ของธนาคารต่างประเทศ เพื่อชดเชยกับข้อจำกัดทางด้านสาขา ประการที่สอง ความใกล้ชิดกับสำนักงานใหญ่หรือตลาดในต่างประเทศ ซึ่งทำให้คุ้นเคยกับการประเมินความเสี่ยง การตั้งราคาค่าธรรมเนียมการซื้อขายเงินตราในตลาดที่สอง และการป้องกันความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการเสนอบริการ currency options จากประสบการณ์ที่ผ่านมา สถาบันการเงินในประเทศไทยที่เสนอบริการ currency options จะคิดค่าธรรมเนียมค่อนข้างสูง เพราะธนาคารมักตั้งราคาโดยใช้สถิติการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนในอดีตเป็นเกณฑ์ อัตราแลกเปลี่ยนใดที่มีความผันผวนมากหรือโอกาสขาดทุนสูง ค่าธรรมเนียมจะสูงขึ้นเพื่อชดเชย และเพราะบทเรียนจากวิกฤตการณ์ในตลาดต่างประเทศในอดีต

**3.2.5 เครื่องมือใหม่** (recent practices) ตั้งแต่ต้นทศวรรษ 1980 ได้มีการพัฒนาวิธีการจัดการสินทรัพย์และหนี้สินในรูปเงินตราต่างประเทศใหม่ ตัวอย่างเช่นการรวมสัญญาล่วงหน้าและ option contract เรียกว่า break forward, participating forward of FOX หมายถึง สัญญาล่วงหน้าพร้อมกับการทำ option ซึ่งผู้ซื้อสามารถยกเลิกสัญญาเมื่อใดก็ได้ในอนาคต ในกรณีนี้จะรวมอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้ากับค่าธรรมเนียม option วิธีนี้เกิดขึ้นเพราะลูกค้าต้องการได้รับการประกัน ขณะที่ทำสัญญาล่วงหน้า เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไหวซึ่งจะทำให้เขาไม่สูญเสียผลประโยชน์จากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน

### 3.3 หน้าทีของตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า

**3.3.1 เพื่อป้องกันความเสี่ยง** (hedging or cover) ก่อนอื่นเราควรทำความเข้าใจว่าตลอดเวลาที่อุปสงค์และอุปทานเงินตราต่างประเทศเปลี่ยน ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนทันที (และอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า) เปลี่ยนแปลง การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมากและบ่อยครั้งจะทำให้เกิดความเสี่ยงของการชำระเงินหรือรับเงินตราต่างประเทศ ความเสี่ยงของเงินตราต่างประเทศ หรือ open position (ความต้องการเงินตราต่างประเทศไม่เท่ากับเงินตราต่างประเทศที่ได้รับ) เกิดขึ้น เพราะอัตราแลกเปลี่ยนทันทีเคลื่อนไหวตลอดเวลา โดยทั่วไปนักธุรกิจไม่ชอบการเสี่ยง และต้องการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน (ข้อสังเกต การ

แสวงหาผลประโยชน์ไม่ได้เกี่ยวข้องกับการเสี่ยง เพราะมีการซื้อเงินตราในตลาดการเงินที่มีราคา ถูกแล้วนำมาขายในตลาดการเงินอื่นที่มีราคาแพงกว่า) การเสี่ยงในเงินตราต่างประเทศไม่ได้เกิดจากการแลกเปลี่ยนที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินและรับเงินในอนาคต (transaction exposure) เท่านั้น แต่เกิดจากความจำเป็นที่จะให้มูลค่าของสินค้านำเข้าและสินทรัพย์ที่ถือในต่างประเทศ ในรูปของเงินตราภายในประเทศ เพื่อรวมเข้าในงบดุลของธุรกิจ (translation or accounting exposure) และเพื่อประเมินค่ากำไรในอนาคตของธุรกิจ ในรูปเงินตราต่างประเทศ (economic exposure)

ตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าจะให้ความสะดวกในการซื้อและขายเงินตรา ต่างประเทศล่วงหน้า โดยผู้ซื้อและผู้ขายที่ต้องการลดการเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงอัตรา แลกเปลี่ยน จะทำสัญญาล่วงหน้า (forward exchange contract) สำหรับผู้ส่งออกและผู้ส่ง สินค้าเข้าที่ต้องการลดการเสี่ยง ก็จะทำสัญญาเพื่อลดการเสี่ยง ซึ่งเรียกว่า export or import cover ผู้ส่งออกที่จะได้รับการชำระค่าสินค้าภายใน 3 เดือนข้างหน้า อาจเห็นว่าอัตรา แลกเปลี่ยนทันทีกำลังลดลง ฉะนั้นรายได้จากการส่งออกของเขาในเวลา 3 เดือนข้างหน้าคงจะ น้อยลงก็จะทำสัญญาขายเงินตรา ต่างประเทศล่วงหน้า สำหรับผู้ส่งสินค้าเข้าก็กลัวว่าอัตรา แลกเปลี่ยนจะสูงขึ้นเมื่อถึงกำหนดเวลาต้องการชำระค่าสินค้า ผู้ส่งเข้าก็จะทำการซื้อเงินตรา ต่างประเทศล่วงหน้า ซึ่งเราจะเห็นว่าการป้องกันความเสี่ยงได้รับผลประโยชน์มากกว่าการ กระทำวิธีอื่น เช่นผู้ส่งสินค้าเข้าอาจจะกู้เงินที่ชำระค่าสินค้า 2,000 ดอลลาร์สหรัฐด้วยอัตรา แลกเปลี่ยนทันที 25 บาทต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐ แล้วเขาก็ฝากเงินดอลลาร์สหรัฐ จำนวนนี้ไว้ที่ ธนาคารเพื่อรับดอกเบี้ยในเวลา 3 เดือน เมื่อถึงกำหนดเวลาชำระค่าสินค้า ด้วยวิธีนี้ผู้ส่งเข้าก็ สามารถป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอีก 3 เดือน ข้างหน้าสูงกว่าอัตรา แลกเปลี่ยนทันทีในปัจจุบัน ซึ่งทำให้เขาต้องจ่ายค่าสินค้ามากกว่า 2,000 ดอลลาร์สหรัฐ เราจะ เห็นว่าต้นทุนในการป้องกันความเสี่ยงวิธีนี้คือ ส่วนแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยที่เขาต้องจ่าย ให้กับเงินกู้จำนวน 2,000 ดอลลาร์สหรัฐ และอัตราดอกเบี้ยที่เขาจะได้รับจากเงินฝากจำนวน 2,000 ดอลลาร์สหรัฐ

ในทำนองเดียวกันผู้ส่งสินค้าออกอาจจะขอกู้เงินเท่ากับจำนวนที่เขาได้รับจาก ต่างประเทศแล้วแลกเปลี่ยนเงินตราภายในประเทศ หลังจากนั้นก็จะฝากเงินตราภายในประเทศ จำนวนนั้นไว้ที่ธนาคาร เขาจะได้รับดอกเบี้ย หลังจากนั้น 3 เดือน ผู้ส่งออกต้องจ่ายคืนเงินกู้เป็น เงินตราต่างประเทศ ต้นทุนของการป้องกันความเสี่ยงกรณีนี้คือ ส่วนแตกต่างระหว่างอัตรา ดอกเบี้ยเงินกู้และอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก

การป้องกันการเสี่ยงโดยวิธีขอเงินกู้เงินจากธนาคาร แล้วฝากเงินไว้ที่ธนาคารจนกว่าจะถึงวันที่มีการชำระค่าสินค้า หรือรับเงินค่าสินค้านี้ เป็นวิธีที่เสียเปรียบมากเพราะจะเสียต้นทุนคืออัตราดอกเบี้ย เมื่อเปรียบเทียบกับกรณีที่ผู้ส่งสินค้าเข้าและผู้ส่งออกทำการซื้อเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า หรือขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า

ความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนสามารถป้องกันได้โดยการทำ hedging และการป้องกัน open position ก็สามารถทำได้ในตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าหรือตลาด options ตัวอย่างเช่น สมมติว่าผู้ส่งสินค้าเข้าทราบว่าเขาต้องจ่ายเงิน 2,000 ดอลลาร์สหรัฐในอีก 3 เดือน และอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า 3 เดือนคือ 25 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ผู้ส่งสินค้าเข้าควรซื้อเงิน 2,000 ดอลลาร์สหรัฐล่วงหน้า 3 เดือน โดยจ่ายเงิน 50,000 บาท หรือซื้อ option จำนวน 2,000 ดอลลาร์สหรัฐในเวลา 3 เดือน ตามอัตราแลกเปลี่ยน 25 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ และจ่ายค่าธรรมเนียม 1% ถ้าในเวลา 3 เดือนอัตราแลกเปลี่ยนทันทีคือ 24.30 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ผู้ส่งเข้าต้องจ่าย 50,000 บาท สำหรับสัญญาล่วงหน้า และยกเลิกการทำ option จะได้รับเงิน 2,000 ดอลลาร์สหรัฐ โดยเสียเงินเพียง 48,600 บาท ในตลาดทันที ในกรณีนี้ค่าธรรมเนียม 500 บาทที่เสียถือว่าเป็นการประกัน และผู้ส่งเข้าจะประหยัดเงินมากกว่าการทำสัญญาล่วงหน้าจำนวน 900 บาท

ในขณะที่อัตราแลกเปลี่ยนมีความไม่แน่นอน ความสามารถของผู้ซื้อและขายเงินตราต่างประเทศรวมทั้งผู้ลงทุนที่สามารถป้องกันความเสี่ยง ทำให้การค้าและการลงทุนระหว่างประเทศมากขึ้น แต่ถ้าไม่มีการป้องกันความเสี่ยงการค้าและการลงทุนต่างประเทศจะน้อยและทำให้ความชำนาญในการผลิตลดลงรวมทั้งจะได้รับผลประโยชน์จากการค้าระหว่างประเทศน้อยลงสำหรับธุรกิจระหว่างประเทศขนาดใหญ่ที่จะต้องรับเงินและจ่ายเงินสกุลเดียวกัน อาจจำเป็นป้องกันการเสี่ยงในฐานะ open position เท่านั้น

**3.3.2 การเก็งกำไร (speculation)** เป็นสถานการณ์ตรงข้ามกับ hedging เพราะผู้ทำ hedging พยายามหลีกเลี่ยงความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเพื่อไม่ให้ตัวเองต้องเสียผลประโยชน์หรือขาดทุน หรือธนาคารหลีกเลี่ยงที่จะอยู่ในฐานะ open position ในเงินตราต่างประเทศ แต่ผู้เก็งกำไรเป็นผู้แสวงหาความเสี่ยง หรือเป็นผู้แสวงหาฐานะ open position คือ long position (มีสินทรัพย์สุทธิ) หรือ short position (มีหนี้สุทธิ) โดยผู้เก็งกำไรหวังว่าจะได้กำไร ถ้าผู้เก็งกำไรคาดคะเนถูกต้อง เขาจะได้กำไร แต่ถ้าเขาคาดคะเนผิดเขาก็จะขาดทุน การเก็งกำไรสามารถเกิดขึ้นในตลาดทันที ตลาดล่วงหน้า (forward) ตลาดในอนาคต (future) หรือตลาด options แต่โดยทั่วไปจะเกิดขึ้นในตลาดล่วงหน้า ซึ่งสามารถอธิบายได้ดังนี้

ผู้เก็งกำไรที่เข้ามาในตลาดเงินตราต่างประเทศมี 2 ประเภท คือ bull และ bear ถ้าผู้เก็งกำไรเชื่อว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีของเงินตราต่างประเทศสกุลหนึ่งจะสูงขึ้น (ค่าของเงินตราภายในประเทศเสื่อมลง) พวกเขาจะซื้อเงินตราต่างประเทศในปัจจุบันนี้ และนำไปฝากไว้ที่ธนาคารเพื่อขายต่อไป ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีที่สูงขึ้นจริง ผู้เก็งกำไรก็คาดคะเนได้ถูกต้องทำให้เขาได้กำไรซึ่งเท่ากับผลต่างระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนทันที ณ เวลาซื้อกับอัตราแลกเปลี่ยนทันที ณ เวลาขาย แต่ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีลดลง เขาก็จะคาดคะเนผิดและทำให้เขาขาดทุน เพราะเขาต้องขายเงินตราต่างประเทศในราคาที่ต่ำกว่าราคาที่ซื้อมา

ในทางตรงกันข้าม ถ้าผู้เก็งกำไรเชื่อว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีจะลดลง พวกเขาจะกู้ยืมเงินตราต่างประเทศเป็นเวลา 3 เดือน และแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเป็นเงินภายในประเทศทันทีตามอัตราแลกเปลี่ยนทันทีที่เป็นอยู่และนำเงินตราภายในประเทศไปฝากไว้ที่ธนาคารเพื่อให้ได้รับอัตราดอกเบี้ยหลังจากนั้น 3 เดือน ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนลดลงตามที่เขาคาดคะเนเขาจะได้กำไรโดยซื้อเงินตราต่างประเทศเพื่อใช้คืนเงินกู้ ณ อัตราแลกเปลี่ยนทันทีที่ลดลง แต่ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในเวลา 3 เดือนสูงขึ้น ผู้เก็งกำไรจะขาดทุน เพราะเขาต้องซื้อเงินตราต่างประเทศ ณ อัตราแลกเปลี่ยนสูง เพื่อใช้คืนเงินกู้

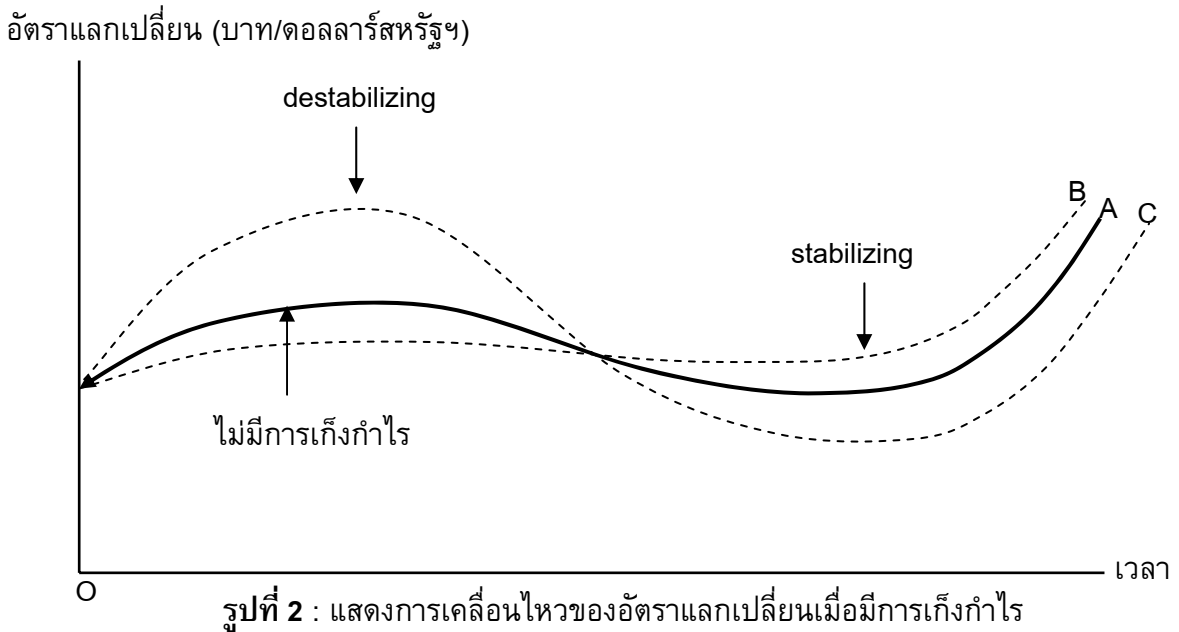
จากตัวอย่างทั้ง 2 ผู้เก็งกำไรจะดำเนินงานในตลาดทันที ทั้งในกรณีที่ต้องการรักษาเงินทุนของตนเอง หรือต้องขอกู้เงินเพื่อเก็งกำไร ในการป้องกันปัญหาการขาดทุน การเก็งกำไรมักจะเกิดขึ้นในตลาดล่วงหน้า ตัวอย่างเช่น ถ้าผู้เก็งกำไรเชื่อว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีใน 3 เดือนข้างหน้าสูงกว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า 3 เดือน เขาจะซื้อเงินตราต่างประเทศจำนวนหนึ่งล่วงหน้า เพื่อนำไปขายในเวลาอีก 3 เดือนข้างหน้า หลังจากนั้น 3 เดือน ถ้าเขาเก็งกำไรถูกต้อง เขาก็จะได้กำไร เพราะเขาได้รับเงินตราต่างประเทศในอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าต่ำ และเขาขายทันทีในอัตราแลกเปลี่ยนทันทีที่สูงกว่า ในทางตรงข้าม ถ้าเขาคาดคะเนผิด และอัตราแลกเปลี่ยนทันทีใน 3 เดือนข้างหน้าต่ำกว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า เขาจะขาดทุน อย่างไรก็ตาม จะไม่มีการส่งมอบเงินตราต่างประเทศกันจนกว่าจะถึง 3 เดือน ยกเว้นเงินประกัน 10% ที่ผู้เก็งกำไรต้องจ่ายเวลาทำสัญญาล่วงหน้า ในทางตรงข้ามถ้าผู้เก็งกำไรเชื่อว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีใน 3 เดือนข้างหน้าต่ำกว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า 3 เดือน เขาก็จะขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า หลังจากนั้น 3 เดือน ถ้าเขาคาดคะเนถูกต้อง และอัตราแลกเปลี่ยนทันทีต่ำกว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า เขาก็จะซื้อเงินตราต่างประเทศด้วย อัตราแลกเปลี่ยนทันที และรีบนำไปขายในตลาดล่วงหน้าตามสัญญาล่วงหน้า เขาก็จะได้กำไร แต่ถ้าเขาคาดคะเนผิด คืออัตราแลกเปลี่ยนทันทีที่สูงกว่า อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าทำให้เขาขาดทุนเพราะต้องซื้อเงินตราต่างประเทศด้วยอัตราแลกเปลี่ยนทันทีสูง แต่ขายเงินตราต่างประเทศด้วยอัตราแลกเปลี่ยนต่ำ

ผู้เก็งกำไรอาจจะกระทำอีกวิธีหนึ่งคือ ในกรณีที่ผู้เก็งกำไรเชื่อว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีใน 3 เดือนข้างหน้าจะต่ำลง และถ้าเขาคาดคะเนถูก เขาก็จะซื้อ option ในตลาดทันทีด้วยอัตราแลกเปลี่ยนที่ต่ำเพื่อขายเงินตราต่างประเทศด้วยอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตสูงกว่าจะทำให้เขาได้กำไร ในกรณีนี้ผลที่เกิดขึ้นเหมือนกับการทำสัญญาล่วงหน้า (forward contract) และผลกำไรสุทธิในกรณีที่ options อาจจะทำกำไรสูงกว่าการทำสัญญาล่วงหน้า เพราะการทำ options ต้องเสียค่าธรรมเนียมสูงกว่า ในทางตรงข้ามถ้าเขาคาดคะเนผิด และอัตราแลกเปลี่ยนทันทีใน 3 เดือนข้างหน้าสูงขึ้น เขาอาจจะยกเลิกการทำ option และทำให้เขาขาดทุนเฉพาะค่าธรรมเนียมซึ่งในกรณีของสัญญาล่วงหน้า เขาจะต้องกระทำตามสัญญา ทำให้เขาขาดทุนมากกว่า เพราะจะต้องขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่สูงขึ้นรวมทั้งค่าธรรมเนียมจำนวนเล็กน้อย

เมื่อผู้เก็งกำไรซื้อเงินตราต่างประเทศในตลาดทันที ตลาดล่วงหน้า ตลาดในอนาคต หรือซื้อ option เงินตราต่างประเทศ เพื่อขายในอนาคตด้วยอัตราแลกเปลี่ยนสูงกว่าแสดงว่าพวก bull อยู่ในฐานะ long position ในทางตรงข้ามถ้าเขาก็ยืมเงินหรือขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า โดยการคาดคะเนว่าจะซื้อเงินตราต่างประเทศในอนาคตด้วยราคาที่ต่ำกว่า เพื่อใช้คืนเงินกู้หรือส่งมอบเงินตราต่างประเทศที่ขายล่วงหน้า หรือทำ option ผู้เก็งกำไรประเภท bear ก็ จะอยู่ในฐานะ short position

โดยทั่วไปการเก็งกำไรมีอยู่ 2 ลักษณะ<sup>6</sup> คือ stabilizing หรือ destabilizing speculation (การเก็งกำไรที่มีเสถียรภาพและไม่มีเสถียรภาพตามลำดับ) การเก็งกำไรที่มีเสถียรภาพ เป็นลักษณะที่เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนต่ำ ผู้เก็งกำไรคาดว่าอัตราแลกเปลี่ยนจะสูงขึ้น ก็ จะซื้อเงินตราต่างประเทศ ทำให้มีกำไรหรือจะเป็นลักษณะที่เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนสูง ผู้เก็งกำไร คาดว่าอัตราแลกเปลี่ยนจะต่ำลง ก็จะรีบขายเงินตราต่างประเทศ การเก็งกำไรลักษณะนี้จะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไหวเล็กน้อยตลอดเวลา (ดูรูป 2) การเก็งกำไรที่ไม่มีเสถียรภาพเป็น ลักษณะที่เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนลดลง ผู้เก็งกำไรคาดว่าอัตราแลกเปลี่ยนจะยิ่งลดต่ำลงในอนาคต ทำให้มีการขายเงินตราต่างประเทศ หรือขณะที่อัตราแลกเปลี่ยนกำลังเพิ่มขึ้น ผู้เก็งกำไรคาดว่า อัตราแลกเปลี่ยนจะเพิ่มมากขึ้นในอนาคต ก็ จะซื้อเงินตราต่างประเทศ การเก็งกำไรลักษณะหลัง นี้ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไหวมากตลอดเวลา (ดูรูปภาพที่ 2) และจะเป็นผลเสียต่อการค้า และการลงทุนระหว่างประเทศ นอกจากนั้นผู้เก็งกำไรอาจจะเป็นบุคคลหรือธุรกิจที่มีฐานะดี นอกเหนือจากธนาคาร อย่างไรก็ตามบุคคลใดที่ต้องจ่ายเงินตราต่างประเทศในอนาคตสามารถ จะเก็งกำไรได้ ถ้าเขาคาดว่าอัตราแลกเปลี่ยนจะสูงขึ้น เขาก็จะรีบจ่ายเงินในขณะนี้ และถ้าเขา คาดว่าอัตราแลกเปลี่ยนจะลดลง เขาก็จะชะลอการจ่ายเงิน ตัวอย่าง เช่น ผู้ส่งสินค้าเข้าคาดว่า อัตราแลกเปลี่ยนจะสูงขึ้นในไม่ช้านี้ เขาก็จะรีบจ่ายเงินค่าสินค้าทันที สำหรับผู้ที่ได้รับเงินตรา

ต่างประเทศในอนาคตจะกระทำตรงข้าม ตัวอย่างเช่น ผู้ส่งออกคาดว่าอัตราแลกเปลี่ยนจะสูงขึ้นก็จะส่งสินค้าลงหรือขยายสินเชื่อให้ยาวขึ้น การกระทำของผู้ส่งสินค้าเข้า และผู้ส่งออก ลักษณะเช่นนี้เรียกว่า leads and lags ซึ่งเป็นรูปหนึ่งของการเก็งกำไร



ตามรูป เส้น A แสดงการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งมีผลมาจากวัฏจักรธุรกิจ ไม่มี การเก็งกำไร เส้น B แสดงการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเล็กน้อยพร้อมกับการเก็งกำไรที่มีเสถียรภาพ เส้น C แสดงการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนมาก และมีการเก็งกำไรที่ไม่มีเสถียรภาพ

กล่าวโดยสรุปการเก็งกำไรในตลาดเงินตราต่างประเทศดังกล่าว เป็นวิธีหนึ่งของการเก็งกำไร Sho Tsiang ได้กล่าวว่าวิธีดั้งเดิมที่จะเก็งกำไรในตลาดเงินตราต่างประเทศมี 2 วิธี คือ forward speculation และ spot speculation และวิธีเก็งกำไรที่เราได้กล่าวมาแล้ว ข้อแตกต่างระหว่าง 2 วิธีคือ spot speculation เกี่ยวข้องกับการไม่ได้ทำการป้องกันความเสี่ยงในการแสวงหาผลประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ย (uncovered Interest arbitrage) ซึ่งเราจะได้กล่าวในหัวข้อต่อไป ส่วน forward speculation เกี่ยวข้องกับการเปรียบเทียบระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าและอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต (future spot exchange rate)



## 4. การแสวงหาผลประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ย (Interest Arbitrage)

การแสวงหาผลประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ย หมายถึง การเคลื่อนย้ายเงินทุนระยะสั้นระหว่างประเทศไปสู่ประเทศที่มีผลตอบแทนสูงกว่า การแสวงหาผลประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยนี้มี 2 ลักษณะคือ uncovered interest arbitrage และ covered interest arbitrage

**4.1 Uncovered interest arbitrage** เป็นการที่ผู้ลงทุนนำเงินไปลงทุนในต่างประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยสูงกว่า ซึ่งการโอนเงินไปนั้นผู้ลงทุนจะต้องแลกเงินตราภายในประเทศเป็นเงินตราต่างประเทศ และเมื่อถึงกำหนดเวลาที่ได้เงินทุนคืนผู้ลงทุนก็จะแลกเงินตราต่างประเทศที่ได้จากการลงทุนกลับเป็นเงินตราภายในประเทศ ในระยะเวลาของการลงทุนดังกล่าว อาจจะมีการเสี่ยงเกิดขึ้นจากการที่อัตราแลกเปลี่ยนสูงขึ้น (ค่าของเงินตราภายในประเทศเสื่อมค่าลง) เราเรียกว่า uncovered interest arbitrage การแสวงหาผลประโยชน์ลักษณะนี้ผู้ลงทุนอาจจะขาดทุนจากการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนได้ เพราะไม่ได้มีการป้องกันความเสี่ยง ผลตอบแทนจากการลงทุนในต่างประเทศเท่ากับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศหักด้วยค่าเสื่อมของเงินตราต่างประเทศหรือบวกการเพิ่มค่าของเงิน

ตัวอย่าง uncovered interest arbitrage เช่น อัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรอายุ 1 เดือน 3 เดือนเท่ากับ 10% ต่อปีในตลาดนิวยอร์ก และในตลาดลอนดอนอัตราดอกเบี้ยเท่ากับ 14% ต่อปี ถ้าผู้ลงทุนชาวอเมริกันต้องการแลกเงินดอลลาร์สหรัฐเป็นเงินปอนด์ตามอัตราแลกเปลี่ยนทันที เพราะต้องการลงทุนในอังกฤษซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยสูงกว่า ผู้ลงทุนก็จะซื้อพันธบัตรในตลาดลอนดอน ซึ่งเขาจะได้กำไรภายใน 3 เดือนเป็นจำนวน 1% เมื่อพันธบัตรถึงกำหนดไถ่ถอน ผู้ลงทุนชาวอเมริกันต้องการแลกเงินปอนด์ที่เขาเข้าไปซื้อพันธบัตรพร้อมกับอัตราดอกเบี้ยที่ได้รับเป็นเงินดอลลาร์สหรัฐ และถ้าในขณะนั้นเงินปอนด์เสื่อมค่าลงหรือเงินดอลลาร์สหรัฐเพิ่มค่ามากกว่า 1% ทำให้แลกเงินปอนด์เป็นเงินดอลลาร์สหรัฐได้น้อยกว่าตอนที่เขาซื้อเงินปอนด์ ผู้ลงทุนจะขาดทุน ถ้าเงินปอนด์เสื่อมค่าเท่ากับ 1% ผู้ลงทุนจะไม่ได้รับผลประโยชน์อะไรเลย แต่ถ้าเงินปอนด์เสื่อมค่าน้อยกว่า 1% ผู้ลงทุนจะได้รับผลประโยชน์ แต่ถ้าเหตุการณ์เป็นตรงข้าม คือเงินปอนด์แข็งค่าผู้ลงทุนชาวอเมริกันจะได้รับผลประโยชน์ทั้งจากอัตราดอกเบี้ยและเงินปอนด์แข็งค่า

**4.2 Covered Interest arbitrage** เป็นกรณีที่ผู้ลงทุนได้ทำการป้องกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนจากเงินลงทุนของเขา ทำให้เขาไม่ขาดทุน ฉะนั้นในขณะที่ผู้ลงทุนแลกเงินตราภายในประเทศเป็นเงินตราต่างประเทศตามอัตราแลกเปลี่ยนทันที เพื่อซื้อพันธบัตรต่างประเทศ เขาจะขายเงินตราต่างประเทศที่เขาไปลงทุนรวมทั้งอัตราดอกเบี้ยที่จะได้รับในตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลง

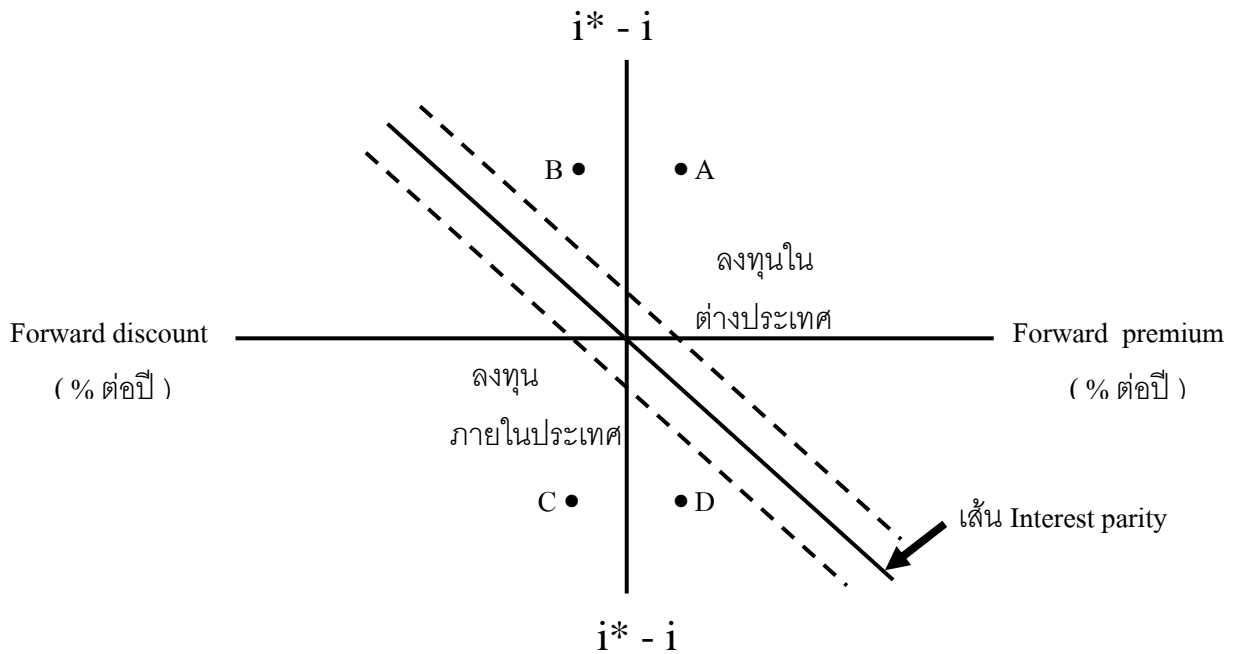
เมื่อพันธบัตรถึงกำหนดไถ่ถอน ผู้ลงทุนสามารถได้รับเงินตราภายในประเทศเท่ากับเงินลงทุนรวมกับผลประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยสุทธิ (ผลต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศกับอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศหักด้วย forward discount เพราะอัตราดอกเบี้ยสูงมักจะมี forward discount ซึ่งเป็นต้นทุนของการประกันความเสี่ยง)

เราสามารถอธิบาย covered interest arbitrage จากตัวอย่างเดิมได้ดังนี้ คือ อัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรอายุไถ่ถอน 3 เดือนในนิวยอร์กและลอนดอนเท่ากับ 10% และ 14% ต่อปีตามลำดับ และ forward discount ของเงินปอนด์ตามอัตราล่วงหน้าเท่ากับ 1% ต่อปี ผู้ลงทุนต้องแลกเงินดอลลาร์สหรัฐเป็นเงินปอนด์ตามอัตราแลกเปลี่ยนทันทีเพื่อซื้อพันธบัตรของอังกฤษ และในขณะเดียวกันจะขายเงินปอนด์จำนวนหนึ่งที่เขาลงทุนรวมกับอัตราดอกเบี้ยที่จะได้รับตามอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า 3 เดือนเพราะเงินปอนด์มี forward discount 1% ต่อปี ผู้ลงทุนชาวอเมริกันจึงสูญเสียผลประโยชน์  $\frac{1}{4}$  ของ 1% เพื่อป้องกันความเสี่ยงภายในเวลา 3 เดือนผลประโยชน์สุทธิของเขาเท่ากับอัตราดอกเบี้ย 1% หักด้วย  $\frac{1}{4}$  ของ 1% (เท่ากับ  $\frac{3}{4}$  ของ 1% ) อย่างไรก็ตามการทำ covered interest arbitrage จะดำเนินต่อไปจนกระทั่งผลประโยชน์ลดลงจนหมดไป เหตุผลที่ผลประโยชน์ลดลงมีอยู่ 2 ประการ ประการแรกคือ การโอนเงินจากนิวยอร์กไปลอนดอน ทำให้อัตราดอกเบี้ยในนิวยอร์กสูงขึ้น (เงินทุนในนิวยอร์กลดลง) และอัตราดอกเบี้ยในลอนดอนลดลง (เพราะเงินทุนในลอนดอนเพิ่มขึ้น) ผลคือ ส่วนแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยจะลดน้อยลง ประการที่สอง มีการซื้อเงินปอนด์ในตลาดทันที ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนทันทีสูงขึ้น และการขายเงินปอนด์ในตลาดล่วงหน้าทำให้อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าลดลง ฉะนั้น forward discount ของเงินปอนด์สูงขึ้น ด้วยเหตุผล 2 ประการนี้ ทำให้ผลประโยชน์ลดลงจนกระทั่งกลายเป็นศูนย์และจะไม่มีการเคลื่อนย้ายเงินทุน เราเรียกว่า ความเสมอภาคของอัตราดอกเบี้ย (interest parity)

แนวความคิดดังกล่าวข้างต้นนี้เป็นแนวคิดของ Keynes เรียกว่า The Keynesian Theory of Covered Interest Arbitrage ซึ่งสามารถสรุปสาระสำคัญได้ 2 ประการ ประการแรก ถ้าผลต่างของอัตราดอกเบี้ย (นั่นคืออัตราดอกเบี้ยต่างประเทศหักอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ) น้อยกว่า forward premium หรือ forward discount ของเงินตราต่างประเทศ การเคลื่อนย้ายเงินทุนภายในประเทศไปต่างประเทศ จะได้กำไร แต่ถ้าเหตุการณ์ตรงข้ามคือ ผลต่างของอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าผู้ลงทุนจะได้กำไรถ้ามีการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศเข้ามาในประเทศ ประการที่สอง Interest parity เกิดขึ้นเมื่อ forward discount หรือ forward premium ของเงินตราต่างประเทศเท่ากับผลต่างของอัตราดอกเบี้ยเมื่อความเสมอภาคของอัตราดอกเบี้ย (Interest parity) เกิดขึ้น อัตราผลตอบแทนจะเท่ากันทุกประการและจะไม่มีการ

เคลื่อนย้ายเงินทุนจากประเทศหนึ่งไปอีกประเทศหนึ่ง นั่นคือ ความเสมอภาคของอัตราดอกเบี้ย (Interest parity) เกิดขึ้นเมื่อผลกำไรที่ได้จากต่างประเทศเท่ากับผลกำไรในประเทศ

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน และความสัมพันธ์ระหว่างอัตราทั้ง 2 กับการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่มีการทำ covered interest arbitrage สามารถแสดงได้ด้วยรูปกราฟดังรูปที่ 3 อีกวิธีหนึ่งนอกเหนือจากสูตรคณิตศาสตร์



รูปที่ 3 : แสดง Interest parity และการเคลื่อนย้ายเงินทุน

จากรูป แกนตั้งแสดงผลต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ และภายในประเทศ แกนนอน แสดง forward premium และ forward discount

เส้นทะแยงมุม คือ เส้น interest parity ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่างความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยและ forward premium หรือ forward discount ที่ทำให้ผลประโยชน์สุทธิเท่ากับศูนย์ จากสูตร interest parity เงินตราต่างประเทศมี forward premium ถ้าผลต่างของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศและภายในประเทศเป็นลบ แต่ถ้าผลต่างเป็นบวกเงินตราต่างประเทศจะมี forward discount

จากรูป จะแสดงทิศทางการเคลื่อนย้ายเงินทุนด้วย ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ย และ forward premium หรือ discount ไม่สอดคล้องกับเงื่อนไขของ Interest parity นั่นคือ

สถานการณ์ที่เกิดขึ้นจะไม่อยู่บนเส้น interest parity เช่นที่จุด A จะมีการเคลื่อนย้ายเงินทุนไปต่างประเทศ เพราะขณะนั้นการลงทุนในต่างประเทศได้รับผลประโยชน์ (อัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศสูงกว่า และเงินตราต่างประเทศมี forward premium) ถ้าสถานการณ์เป็นจุด B ผลต่างของอัตราดอกเบี้ยเป็นบวก เงินตราต่างประเทศมี forward discount ซึ่งน้อยกว่าผลต่างของอัตราดอกเบี้ย ฉะนั้นผู้ลงทุนก็ยังได้รับประโยชน์ถ้าลงทุนในต่างประเทศ ถ้าสถานการณ์เป็นจุด C และ D การลงทุนในต่างประเทศจะขาดทุน จึงควรลงทุนภายในประเทศ เพราะทั้ง C และ D ผลต่างของอัตราดอกเบี้ยเป็นลบ และที่ C เงินตราต่างประเทศมี forward discount ส่วนที่ D ถึงแม้เงินตราต่างประเทศจะมี forward premium ซึ่งสามารถชดเชยผลต่างของอัตราดอกเบี้ยได้ แต่ forward premium นั้นน้อยกว่าผลต่างของอัตราดอกเบี้ย นั้นน้อยกว่าผลต่างของอัตราดอกเบี้ย จากการพิจารณาสถานการณ์ทั้ง 4 เราพอสรุปได้ว่า เส้น interest parity ควรจะลงทุนในต่างประเทศได้เส้น interest parity ควรจะลงทุนในประเทศ ส่วนขอบเขตของเส้นไขปลา แสดงค่าใช้จ่ายในการแลกเปลี่ยน (transaction cost)

เงื่อนไขความเสมอภาคของอัตราดอกเบี้ยที่ได้ป้องกันความเสี่ยง (covered interest parity) นี้เป็นสูตรที่ธนาคารใช้คำนวณอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และมีสูตรดังนี้

$$F = \frac{(r^* - r)S}{(1+r)} + S$$

F คือ อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า 1 ปี ในรูปเงินตราต่างประเทศต่อหนึ่งหน่วยเงินตราภายในประเทศ S คือ อัตราแลกเปลี่ยนทันทีในรูปเงินตราต่างประเทศต่อหนึ่งหน่วยเงินตราภายในประเทศ r คือ อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศหนึ่งปี r\* คือ อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศหนึ่งปี

## 5. ประสิทธิภาพของตลาดเงินตราต่างประเทศ

Eugene Fama (1970) ได้ให้ความหมายของคำว่าตลาดมีประสิทธิภาพว่า “เป็นตลาดที่ราคาสะท้อนข้อมูลทั้งหมดที่มีอยู่อย่างเต็มที่” ตลาดเงินตราต่างประเทศมีประสิทธิภาพเมื่ออัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า เป็นตัวพยากรณ์ที่ดีของอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต (future spot rate) นั่นคือ ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าสะท้อนข้อมูลทั้งหมดที่มีอยู่และอัตราแลกเปลี่ยนทันทีและอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าปรับเข้าสู่ข้อมูลใหม่อย่างรวดเร็ว ผู้ลงทุนไม่สามารถได้กำไรผิดปกติจากการใช้ข้อมูลที่มีอยู่

อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (forward rate) ต้องเท่ากับอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต ถ้าทุกคนมีความรู้อย่างสมบูรณ์ (perfect foresight) ตัวอย่างเช่น ถ้าทุกคนรู้อย่างแน่นอนว่าภายใน 90 วัน อัตราแลกเปลี่ยนทันทีเท่ากับ 1.85 ดอลลาร์ต่อปอนด์ อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า

90 วัน ควรจะเท่ากับ 1.85 ดอลลาร์ต่อปอนด์ด้วย เพราะถ้าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าเท่ากับ 1.80 ดอลลาร์ ผู้ซื้อเงินปอนด์ล่วงหน้าจะได้กำไร หรือถ้าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าเท่ากับ 2.00 ดอลลาร์ คนจะขายเงินปอนด์ล่วงหน้า แต่ในโลกที่แท้จริงมีความไม่แน่นอน ดังนั้นจึงไม่สามารถพยากรณ์อัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตได้อย่างสมบูรณ์ ความหมายของตลาดจะมีประสิทธิภาพเมื่อมีความไม่แน่นอนจึงหมายถึงอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าต่างจากอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตที่คาดหวังไว้เท่ากับ risk premium ฉะนั้นทำให้การทดสอบประสิทธิภาพของตลาดเงินตราต่างประเทศมีความยากลำบากในการคำนวณ และในการให้ความหมาย ถึงแม้ว่าตลาดเงินตราต่างประเทศมีประสิทธิภาพ เราไม่สามารถคาดคะเนได้ว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าเท่ากับอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต เพราะอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตขึ้นอยู่กับเหตุการณ์ที่มองไม่เห็นหลายอย่าง อย่างไรก็ตามถ้าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้ามากกว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตบ่อยครั้งเท่ากับที่น้อยกว่า เราอาจกล่าวได้ว่าตลาดมีประสิทธิภาพในความหมายว่าไม่มีข้อมูลที่ทำให้ผู้ลงทุนสามารถมีกำไรผิดปกติ

ในการทดสอบประสิทธิภาพของตลาดเงินตราต่างประเทศมีอยู่หลายวิธี วิธีแรกเป็นวิธีหนึ่งที่นิยมใช้มากที่สุด คือการทดสอบว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าพยากรณ์อัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตสูงกว่าหรือน้อยกว่า ถ้าเป็นเช่นนี้ก็เป็นการชี้ว่าตลาดเงินตราต่างประเทศไม่มีประสิทธิภาพ และตลาดเงินตราต่างประเทศจะมีประสิทธิภาพเมื่ออัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตเท่ากับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า วิธีที่สอง การทดสอบประสิทธิภาพของตลาดเงินตราต่างประเทศ โดยนำแนวคิดการคาดคะเนอย่างมีเหตุผล (rational expectation) เราจะได้อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าอาจจะพยากรณ์อัตราทันทีในอนาคตสูงหรือต่ำกว่า เพราะมี risk premium ที่มีค่าเป็นบวกหรือลบ แต่ไม่ใช่เพราะตลาดไม่มีประสิทธิภาพ

Levich และเพื่อน ๆ ได้ทำการทดสอบประสิทธิภาพของตลาดเงินตราต่างประเทศ ผลการทดสอบส่วนมากแสดงว่า ตลาดเงินตราต่างประเทศมีประสิทธิภาพตามความหมายของคำว่าประสิทธิภาพ ตัวอย่างเช่นความแตกต่างของอัตราแลกเปลี่ยนน้อยกว่าค่าใช้จ่ายในการแลกเปลี่ยน ในทำนองเดียวกันบางครั้งผู้ลงทุนได้กำไรและบางครั้งก็ขาดทุน และมีโอกาสน้อยมากที่จะได้กำไรจำนวนมาก ๆ เมื่อเร็ว ๆ นี้ Frankel และ Mac Arthur ได้แสดงให้เห็นว่า covered interest arbitrage ใช้ได้ดีกับประเทศอุตสาหกรรมใหญ่ ๆ แต่ใช้ไม่ดีกับประเทศอุตสาหกรรมเล็ก ๆ และจากการศึกษาของคนอื่น ๆ ก็ได้ผลสรุปว่าตลาดเงินตราต่างประเทศมีประสิทธิภาพพอสมควร อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าอาจจะสะท้อนข้อมูลทั้งหมดที่มีอยู่หรือเกือบทั้งหมด และโดยทั่วไปดูเสมือนว่าจะมากกว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตพอ ๆ กับที่น้อย

กว่า และเมื่อเร็ว ๆ นี้ความแตกต่างนี้มีมาก นั่นคืออัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าดูเหมือนจะเป็นตัวพยากรณ์อัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตที่ดีแต่ไม่มีประสิทธิภาพ

## 6. Eurocurrency Market

### 6.1 ลักษณะ

Eurocurrency คือเงินฝากที่ธนาคารนอกประเทศเจ้าของเงินนั้น ตัวอย่างเช่น เงินดอลลาร์สหรัฐฯที่ฝากไว้ในธนาคารนอกประเทศอเมริกา ธนาคารเหล่านี้จะอยู่ในยุโรป ซึ่งเป็นสาขาของธนาคารพาณิชย์ของอเมริกา เราเรียกเงินนี้ว่า Eurodollar ในทำนองเดียวกันเงินปอนด์ที่ฝากไว้ในธนาคารฝรั่งเศสซึ่งเป็นสาขาของธนาคารอังกฤษ เราเรียกว่า Eurosterling เงินมาร์กที่ฝากไว้ในอิตาลี เรียกว่า Euromark เป็นต้น เงินฝากเหล่านี้มักจะถูกขอกู้หรือให้กู้โดยธนาคารระหว่างประเทศที่สำคัญ บริษัทระหว่างประเทศและรัฐบาล เมื่อต้องการเงินทุนเพิ่มหรือต้องการลงทุนเพิ่ม ตลาดที่มีการให้กู้เงินหรือรับฝากเงินยูโรเรียกว่า Eurocurrency Market ในปัจจุบันนี้ธนาคารประเภทนี้ได้ขยายไปที่ศูนย์กลางการเงินอื่น ๆ เช่น โตเกียว สิงคโปร์ ฮองกง คุเวต บาฮามาส และหมู่เกาะเคย์แมน เราเรียกว่า Asian currency market กิจกรรมของธนาคารเหล่านี้เป็นกิจกรรมของธนาคารนอกชายฝั่ง (offshore banking) ที่เจริญเติบโตอย่างรวดเร็วเพราะขาดข้อบังคับ ซึ่งทำให้การให้บริการทางธนาคารมีประสิทธิภาพมาก

**6.2 การพัฒนาตลาด Eurocurrency** ครั้งแรกเงินฝากที่เกิดขึ้นคือเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเกิดขึ้นภายหลังปี 1950 ตลาดที่รับฝากเงินนี้เรียกว่า Eurodollar market ในเวลาต่อมาเงินตราสกุลสำคัญอื่นก็ได้ดำเนินการในลักษณะนี้ เช่น เยน มาร์ก ปอนด์ ฟรังก์ และฟรังก์สวิส เป็นต้น ตลาดของเงินประเภทนี้เรียกว่า Eurocurrency market เพราะเป็นตลาดที่ได้กระจุกตัวอยู่ในยุโรป ฉะนั้นชื่อที่ถูกตั้งมากกว่าควรเป็น offshore deposits

ตลาดเงินยูโรประกอบด้วยเงินทุนระยะสั้นที่มีอายุน้อยกว่าหกเดือน ในการวัดขนาดของตลาดเงินยูโร เราต้องแยกความแตกต่างระหว่าง gross และ net size, gross size ประกอบด้วยเงินฝาก interbank เงินฝากเหล่านี้เป็นเงินฝากของธนาคารที่มีเงินยูโรส่วนเกินที่ให้กับธนาคารอื่นที่มีอุปสงค์เงินยูโรดอลลาร์ส่วนเกิน ดังนั้นเงินฝาก interbank แสดงการโอนเงินยูโรจากธนาคารหนึ่งไปให้อีกธนาคารหนึ่ง และไม่เกี่ยวข้องกับการเพิ่มสุทธิของเงินยูโร ทั้งหมดที่ให้กับลูกค้าที่ไม่ใช่ของธนาคารก็ืม

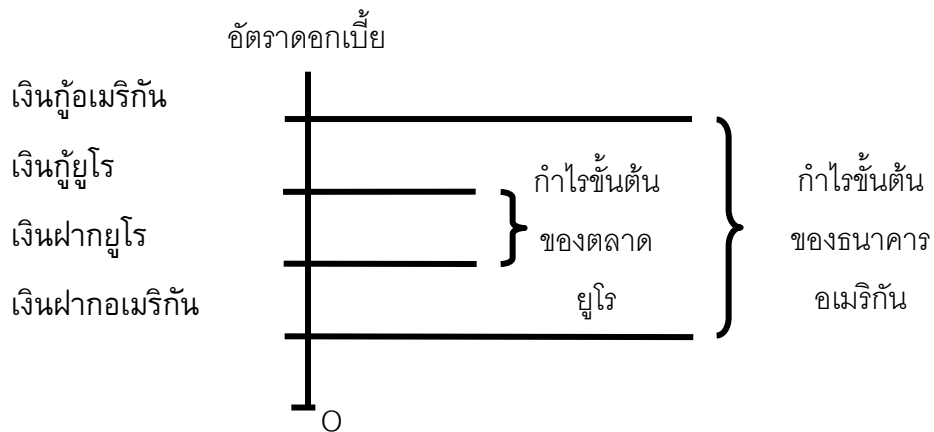
เงินยูโรดอลลาร์เกิดขึ้นเนื่องจากชาวรัสเซียต้องการเงินดอลลาร์สหรัฐฯบางเวลา แต่ไม่ต้องการฝากเงินดอลลาร์สหรัฐฯเหล่านั้นไว้ในธนาคารอเมริกา เพราะกลัวว่ารัฐบาลอเมริกันจะยึดเอาไป เขาจึงแก้ปัญหาไม่ให้เงินจำนวนนี้อยู่ในความควบคุมของรัฐบาลอเมริกัน โดยฝากเงิน

ดอลลาร์สหรัฐเหล่านั้นในรูปแบบบัญชีพิเศษกับธนาคารในยุโรป เช่น ฝากไว้ในอังกฤษและฝรั่งเศส เงินฝากของชาวรัสเซียนี้เป็นต้นกำเนิดของเงินยูโรดอลลาร์ เงินฝากยูโรดอลลาร์ในระยะแรกมีประมาณพันล้านดอลลาร์ในระยะเวลาต่อมาเงินยูโรดอลลาร์ก็เพิ่มขึ้นมาก เราพอสรุปสาเหตุที่ทำให้ตลาดยูโรดอลลาร์เจริญขึ้นอย่างรวดเร็วโดยเฉพาะในช่วง 1960-1970 ดังนี้

**6.2.1** เงินดอลลาร์สหรัฐมีลักษณะพิเศษ คือเป็นเงินสกุลหลักหรือ vehicle currency และในการแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศโดยทั่วไปจะใช้เงินดอลลาร์สหรัฐ

**6.2.2** รัฐบาลหลายประเทศใช้เงินดอลลาร์สหรัฐเพื่อรักษามูลค่าภายนอกของอัตราแลกเปลี่ยนให้อยู่ในช่วง support point

**6.2.3** เงินฝากในตลาดยูโรดอลลาร์ได้อัตราดอกเบี้ยสูงกว่าเงินฝากในประเทศ อเมริกา เพราะธนาคารในอเมริกาต้องอยู่ภายใต้ Regulation Q ซึ่งรัฐบาลอเมริกันกำหนดอัตราดอกเบี้ยสูงสุดที่ธนาคารควรจ่ายกับเงินฝากประจำ แต่อัตราดอกเบี้ยในยุโรปสูงกว่าอัตรา Regulation Q เช่นในปี 1960 อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำในอเมริการ้อยละ 4 ต่อปี แต่ตลาดยูโรดอลลาร์จ่ายร้อยละ 6-8 ต่อปี ในขณะที่เดียวกันตลาดยูโรดอลลาร์ก็เสนออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ต่ำกว่าในประเทศอเมริกา เพราะตลาดยูโรไม่ได้ถูกควบคุมด้วย regulation Q และถือเงินสำรองไว้น้อยกว่าธนาคารอเมริกัน สำหรับธนาคารอเมริกันถูกบังคับให้ถือเงินฝากส่วนหนึ่งในรูปแบบของเงินสำรองที่ไม่ได้ดอกเบี้ย ฉะนั้นจึงสรุปได้ว่าส่วนแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ซึ่งเรียกว่า spread ของตลาดยูโรต่ำกว่าของธนาคารอเมริกัน



รูปที่ 4 : แสดงการเปรียบเทียบ spread ของอเมริกันและตลาดยูโร

จากรูปที่ 4 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝากภายในประเทศอเมริกา และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝากของตลาดยูโร ในรูปแสดงให้เห็นว่ากำไรขั้นต้น (spread) ของธนาคารอเมริกันมากกว่าตลาดยูโร

เมื่อจะทำการเปรียบเทียบอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝากของธนาคารอเมริกันและตลาดยูโร ก็จะมีปัญหาเกี่ยวกับการกำหนดว่าจะใช้อัตราดอกเบี้ยใด โดยปกติอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในตลาดยูโรจะแสดงเป็นร้อยละสูงกว่า LIBOR (London interbank offer rate) LIBOR เป็นอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารใหญ่ ๆ ในลอนดอน 6 ธนาคารใช้สำหรับเงินฝากหรือเงินให้ยืมระหว่างกันแต่ละเช้า

**6.2.4** ในช่วงเวลานั้นรัฐบาลอเมริกันเก็บภาษีกับพันธบัตร (bonds) ต่างประเทศที่ออกในนิวยอร์ก และมีข้อจำกัดสำหรับธนาคารอเมริกันที่ให้เงินกู้กับชาวต่างประเทศ ทำให้ชาวต่างประเทศหันมาขอกู้จากตลาดยูโรดอลลาร์แทน

**6.2.5** ตลาดยูโรดอลลาร์เป็นตลาดที่มีการแข่งขัน และมีประสิทธิภาพสูง แม้ตลาดยูโรดอลลาร์จะจ่ายอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่น่าสนใจ และเก็บอัตราดอกเบี้ยกับเงินกู้ในอัตราแข่งขันกำไรขั้นต้น (spread) จึงน้อย แต่ตลาดยูโรดอลลาร์ก็ดำเนินงานได้ เพราะตลาดยูโรดอลลาร์ไม่ได้ทำธุรกิจเล็ก ๆ ฉะนั้นเงินฝากและเงินให้กู้ยืมมีจำนวนมาก

**6.2.6** ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของตลาดยูโรดอลลาร์ต่ำ เพราะไม่ต้องมีเงินสำรองตามกฎหมายและข้อจำกัดอื่น ๆ กับเงินฝากยูโรดอลลาร์

**6.2.7** ธนาคารก็ไม่ต้องอยู่ในฐานะ open position (เงินดอลลาร์สหรัฐที่จะได้รับเท่ากับที่ต้องส่งมอบให้ลูกค้า) ฉะนั้นตลาดยูโรดอลลาร์จึงไม่ต้องรับการเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน

เงินยูโรเป็นเงินฝากประจำ และ near money ธนาคารยูโรไม่ได้สร้างเงินแต่เป็นตัวกลางที่ทำให้ผู้กู้และผู้ถูกู้พบกัน และการดำเนินงานของธนาคารยูโรดำเนินงานเหมือนสถาบันการออมและกู้ยืมภายในประเทศมากกว่าเป็นธนาคารพาณิชย์

ตลาดยูโรดอลลาร์ขยายตัวอย่างรวดเร็ว ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากกำไรขั้นต้นของตลาดต่ำ และได้ขยายตัวเป็นเงินตราสกุลอื่นเช่น มาร์ก ฟรังก์ ปอนด์ เยน ดอลลาร์แคนาดา ฟรังก์สวิส และลีร์ เป็นต้น เราเรียกว่า Eurocurrency กิจกรรมต่าง ๆ ในตลาดยูโรดอลลาร์ เราจะหมายถึงการธนาคารนอกชายฝั่ง (offshore banking) ในเงินดอลลาร์ ซึ่งจะมีมากกว่าเงินสกุลอื่น ๆ

ในเดือนธันวาคม 1981 กระทรวงการคลังอนุญาตให้ธนาคารอเมริกันดำเนินกิจกรรมการธนาคารยูโรในประเทศอเมริกา ซึ่งก่อนหน้านี้ธนาคารอเมริกันดำเนินการธนาคารต่างประเทศ โดยการให้ยืมเงินกู้และรับฝากเงินผ่านสาขาของธนาคารนอกชายฝั่ง สาขาของ



ธนาคาร ได้แก่ Cayman Islands หรือ Bahamas ซึ่งเป็นสาขาเล็ก ๆ ที่มีแต่เพียงโทรศัพท์ ธนาคารอเมริกันจะใช้สถานที่เหล่านี้เป็นที่ของเงินให้กู้และเงินฝาก ทำให้ธนาคารอเมริกันสามารถหลีกเลี่ยงการดำรงเงินสำรองและกฎระเบียบต่าง ๆ ที่ธนาคารอเมริกันต้องปฏิบัติ ฉะนั้นในเดือนธันวาคม 1981 กิจกรรมการธนาคารระหว่างประเทศลักษณะนี้เป็นกิจกรรมถูกต้องตามกฎหมาย เราเรียกว่า International Banking Facilities หรือ IBFs จุดประสงค์ของการมี IBF เพื่อให้ธนาคารอเมริกันในประเทศอเมริกาสามารถแข่งขันกับธนาคารนอกชายฝั่ง โดยไม่ต้องใช้สถานที่นอกชายฝั่ง หลังจากเดือนแรกที่มี IBFs เงินกู้มีประมาณ 29.1 พันล้านดอลลาร์ ในขณะที่สาขาของธนาคารที่ Caribbean ลดลงเหลือ 23.3 พันล้านดอลลาร์

**6.3 การดำเนินงานของตลาดยูโรดอลลาร์** เริ่มแรกการสร้างเงินยูโรดอลลาร์ก็เหมือนการสร้างเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ทั่วไป คือสมมติธนาคารในลอนดอนได้รับเงินฝากจากธนาคารนิวยอร์ก ถ้าธนาคารในลอนดอนรับเงินฝากจำนวนนี้ไว้เท่านั้นก็จะไม่มีการสร้างเงินยูโรดอลลาร์เพิ่มขึ้น แต่ถ้า ธนาคารในลอนดอนให้คนกู้ยืมเงินในอัตราดอกเบี้ยระดับหนึ่ง ก็จะมีการสร้างเงินดอลลาร์เกิดขึ้น เนื่องจากการสร้างเงินดอลลาร์โดยธนาคารที่ไม่ใช่ธนาคารในอเมริกา เราจึงเรียกเงินนั้นว่า “ยูโรดอลลาร์” ขบวนการสร้างเงินฝากของยูโรดอลลาร์จะยุติลงเมื่อเงินกู้ยืมครั้งสุดท้ายไม่ได้นำไป ฝากธนาคาร หรือมีการนำเงินยูโรดอลลาร์ไปฝากธนาคารในอเมริกา หรือมีการเปลี่ยนเงินยูโรดอลลาร์ เป็นเงินตราภายในประเทศ

ตลาดยูโรดอลลาร์สามารถสร้างเงินได้เช่นเดียวกับธนาคารพาณิชย์ทั่ว ๆ ไป คือถ้าธนาคารได้รับเงินฝาก 100 ดอลลาร์ ธนาคารสามารถให้กู้ยืมได้ 80 ดอลลาร์ ถ้าผู้ได้รับเงิน 80 ดอลลาร์นี้นำไปฝากธนาคารอื่น ธนาคารใหม่จะได้รับเงินฝาก 80 ดอลลาร์ ถ้าเงินสดสำรองตามกฎหมายเท่ากับ 20% และสามารถให้ลูกค้ากู้ยืมได้เพียง 64 ดอลลาร์ ด้วยขบวนการเช่นนี้ ธนาคารสามารถสร้างเงินฝากเพิ่มขึ้นตามค่าของตัวคูณการสร้างเงิน ตัวคูณจะมีค่าเท่ากับ 1/0.2 ซึ่งเท่ากับ 5 ฉะนั้นจากเงินฝากเดิม 100 ดอลลาร์ สามารถสร้างเงินฝากเพิ่มอีก 400 ดอลลาร์ (500 ดอลลาร์หักด้วยเงินต้น 100 ดอลลาร์)

ตัวคูณการสร้างเงินฝากของตลาดยูโรดอลลาร์มีค่ามาก เพราะตลาดยูโรดอลลาร์ไม่ต้องดำรงเงินสดสำรอง แต่อย่างไรก็ตามมีเงินยูโรดอลลาร์รั่วไหลออกจากตลาดยูโรดอลลาร์มาก ทำให้ตัวคูณของการสร้างเงินมีค่าน้อย ตามลักษณะนี้การดำเนินงานของตลาดยูโรดอลลาร์เหมือนกับสถาบันเงินออมและเงินกู้ภายในประเทศมากกว่าเหมือนธนาคารพาณิชย์ในอเมริกา เป็นที่น่าสังเกตว่าเมื่อบุคคลหรือธุรกิจโอนเงินฝากจากธนาคารในนิวยอร์กไปที่ธนาคารลอนดอน โดยมีบัญชีอยู่กับธนาคารอเมริกัน ปริมาณเงินของอเมริกายังคงไม่เปลี่ยนแปลง แต่จะมีเงินฝาก

ยูโรดอลลาร์จำนวนเท่ากันในลอนดอน ผลที่เกิดตามมาคือ ธนาคารลอนดอนจะใช้เงินฝากยูโรดอลลาร์นี้สร้างเงินยูโรดอลลาร์เพิ่มขึ้น

ตลาดยูโรดอลลาร์ที่เกิดขึ้นสร้างปัญหาหลายประการคือ ประการแรกไม่สามารถลดภาวะเงินเฟ้อภายในประเทศได้ เพราะธุรกิจใหญ่ภายในประเทศไม่สามารถกู้ยืมเงินภายในประเทศ (เพราะมีการใช้นโยบายจำกัดสินเชื่อ) จะสามารถกู้ยืมจากตลาดยูโรดอลลาร์ปัญหานี้จะมีความรุนแรงภายในอัตราแลกเปลี่ยนคงที่มากกว่าอัตราแลกเปลี่ยนเสรี ยกเว้นแต่รัฐบาลเข้าเกี่ยวข้องในตลาดเงินตราต่างประเทศ เพื่อลดการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนประการที่สอง ทำให้มีการเคลื่อนย้ายเงินยูโรดอลลาร์ระยะสั้นจากศูนย์กลางการเงินแห่งหนึ่งไปอีกแห่งหนึ่งทำให้อัตราแลกเปลี่ยน และอัตราดอกเบี้ยไม่มีเสถียรภาพ แต่ปัญหานี้มีความรุนแรงมากภายในอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ประการที่สามคือ ตลาดยูโรดอลลาร์ควบคุมยาก ถึงแม้จะมีปัญหาเกิดขึ้นหลายประการ ตลาดยูโรดอลลาร์ก็มีผลประโยชน์ต่อตลาดการเงิน คือตั้งแต่ปี 1973 ตลาดยูโรดอลลาร์ทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการรับฝากเงินจากประเทศส่งน้ำมันออกและให้กู้ยืมเงินแก่ประเทศที่ต้องจ่ายค่าน้ำมันที่สูงขึ้น ตลาดยูโรดอลลาร์จึงเป็นผู้ป้องกันวิกฤตการณ์สภาพคล่องตั้งแต่ปี 1970 ซึ่งสถาบันการเงินระหว่างประเทศกระทำไม่ได้หรือไม่ตั้งใจจะกระทำ ดังนั้นในระยะหลังตลาดยูโรไม่ได้สร้างเงินฝาก แต่เป็นตัวกลางที่ทำให้ผู้ให้กู้และผู้ถูกกู้ และการดำเนินงานของตลาดยูโรเหมือนสถาบันการออมและการกู้ยืมภายในประเทศมากกว่าเป็นธนาคารพาณิชย์

## 7. สรุป

ตลาดเงินตราต่างประเทศ คือสถานที่ต่าง ๆ ที่มีการซื้อและขายเงินตราต่างประเทศทั่วโลก ตลาดเงินตราต่างประเทศจึงเป็นตลาดที่ไม่มีขอบเขต หน้าที่ของตลาดเงินตราต่างประเทศที่สำคัญ ๆ คือ การโอนอำนาจซื้อและสินเชื่อ สำหรับตลาดเงินตราต่างประเทศที่จะมีการส่งมอบเงินตราต่างประเทศ ตามเวลาที่ตกลงกันซึ่งไม่เกิน 1 ปี เรียกว่าตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า เครื่องมือที่ใช้ในตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้ามีหลายประเภท ประเภทแรกคือ สัญญาล่วงหน้า ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้ามากกว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าทันที แสดงว่าเงินตราต่างประเทศมี premium แต่ถ้าเป็นในทางตรงข้าม แสดงว่าเงินตราต่างประเทศมี discount ประเภทที่สอง ได้แก่ currency swaps คือข้อสัญญาที่จะทำการซื้อและขายเงินตราต่างประเทศ โดยการซื้อและขายเงินตราต่างประเทศจะเกิดขึ้นในเวลาต่างกัน การทำ swap เป็นวิธีที่เหมาะสมกับผู้ที่ต้องการลงทุนหรือกู้ยืมในต่างประเทศ และธนาคาร แต่ไม่มีประโยชน์ต่อผู้สั่งเข้าและผู้ส่งออก ประเภทที่สาม คือ foreign exchange futures ซึ่งเป็นสัญญาล่วงหน้า

ของเงินจำนวนหนึ่งระหว่าง future dealers กับลูกค้าที่จะเลือกวันที่จะทำการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศในตลาดการเงิน เครื่องมือนี้มีประโยชน์ต่อนักเก็งกำไร ประเภทที่สี่คือ currency options ซึ่งคือสิทธิ์ที่จะซื้อ (call) หรือขาย (put) เงินตราต่างประเทศในราคาที่ไม่สูงหรือต่ำกว่าราคาที่ตกลงกันไว้ในสัญญา (strike price) ภายในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง (American option) หรือ ณ วันใดวันหนึ่ง (European option) ในอนาคต ผู้ซื้อ option มีสิทธิ์ที่จะ ซื้อหรือยกเลิกการซื้อ ผู้ซื้อจะจ่ายค่าธรรมเนียม 1 – 5% ของมูลค่าในสัญญาตามสิทธิให้แก่ผู้ขาย ซึ่งค่าธรรมเนียมนี้สูงกว่า forward contract ทำให้สถาบันการเงินพัฒนาเครื่องมือขั้นต่อไปที่เรียกว่า collar เป็นการรวม call และ put ของ currency options เข้าด้วยกัน ซึ่งจะเป็นบริการที่ให้การคุ้มครองอัตราแลกเปลี่ยนแบบเป็นช่วง ๆ แก่ลูกค้ากับสถาบันการเงิน นอกจากนี้ก็มีเครื่องมือใหม่ที่เรียกว่า break forward เป็นการรวมสัญญาล่วงหน้าและ option เข้าด้วยกัน participating forward or FOX เป็นสัญญาล่วงหน้าพร้อมกับการทำ option ซึ่งสามารถยกเลิกสัญญาเมื่อใดก็ได้ในอนาคต

หน้าที่ของตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าที่สำคัญ คือ ป้องกันความเสี่ยง (hedging or cover) ซึ่งตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าจะให้ความสะดวกในการซื้อและขายเงินตราต่างประเทศเพื่อลดการเสี่ยงโดยการทำสัญญาล่วงหน้า (forward contract) นอกจากนี้ตลาดเงินตราต่างประเทศให้ความสะดวกในการเก็งกำไรแก่ผู้ลงทุน ซึ่งการเก็งกำไรมี 2 ลักษณะคือการเก็งกำไรที่มีเสถียรภาพ และไม่มีเสถียรภาพ (stabilizing and destabilizing speculation)

สำหรับผู้ลงทุนนั้นต้องการแสวงหาผลประโยชน์จากความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ย ซึ่งมี 2 ลักษณะคือ uncovered interest arbitrage ผู้ลงทุนจะโอนเงินไปลงทุนในที่ที่มีอัตราดอกเบี้ยสูงกว่า และ covered interest arbitrage ผู้ลงทุนจะโอนเงินไปลงทุนในที่อัตราดอกเบี้ยสูงกว่า พร้อมกับได้ทำการป้องกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน ผู้ลงทุนจะมีการเคลื่อนย้ายเงินทุนจนกระทั่งเขาไม่ได้รับผลประโยชน์จากเงินลงทุน เราเรียกว่า Interest parity theory

ตลาดเงินตราต่างประเทศจะมีประสิทธิภาพ ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าเป็นตัวพยากรณ์ที่ดีของอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต (future spot rate) แสดงว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าสะท้อนข้อมูลทั้งหมดที่มีอยู่

Eurocurrency market คือตลาดที่อยู่นอกประเทศเจ้าของเงิน และเงินฝากครั้งแรกคือเงินดอลลาร์ เราเรียกว่าตลาดยูโรดอลลาร์ ต่อมาตลาดประเภทนี้ได้ขยายไปยังศูนย์กลางการเงินอื่น ๆ เช่น โตเกียว สิงคโปร์ ฯลฯ เรียกว่า Asian-currency market เงินฝากในตลาดยูโรได้อัตราดอกเบี้ยสูงกว่าเงินฝากในประเทศอเมริกา เพราะตลาดยูโรไม่ได้ถูกควบคุมโดย Regulation Q และในขณะเดียวกันตลาดยูโรเสนออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ต่ำกว่าในประเทศอเมริกาในระยะแรก

ตลาดยูโรสามารถสร้างเงินฝากได้เหมือนธนาคารพาณิชย์ทั่วไป โดยตลาดยูโรสามารถสร้างเงินฝากเพิ่มขึ้นเท่ากับค่าตัวคูณการสร้างเงิน ตัวคูณนี้จะมีค่ามากเพราะตลาดยูโรไม่ต้องดำรงเงินสดสำรองตลาดยูโรที่เกิดขึ้นก็ได้สร้างปัญหาหลายประการ แต่ที่สำคัญคือไม่สามารถลดภาวะเงินเฟ้อภายในประเทศได้ อัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยไม่มีเสถียรภาพ แต่อย่างไรก็ตามตลาดยูโรดอลลาร์ก็มีประโยชน์ต่อตลาดการเงิน เพราะตั้งแต่ปี 1973 ตลาดยูโรดอลลาร์ทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการรับฝากเงินตากประเทศส่งน้ำมันออก ตลาดนี้จึงเป็นผู้ป้องกันวิกฤตการณ์สภาพคล่องตั้งแต่ปี 1970 ดังนั้นในระยะหลังตลาดยูโรทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการกู้ยืมเงินหรือเป็น clearing house

---

## เชิงอรรถ

---

1. ฝ่ายการวิจัยนโยบายเศรษฐกิจรวม, สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย, โครงการศึกษาเรื่องเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่และผลกระทบต่อนโยบายเศรษฐกิจ, 2532, หน้า 106.
  2. Michael Melvin, **International Money and Finance**. (USA : Pearson Education, Inc., 2004), pp. 75 – 76.
  3. สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย, *op. cit.*, p. 1.
  4. *Ibid*, หน้า. 5.
  5. *Ibid*, หน้า 17
  6. Dominick Salvatore, **International Economics**, 3rd edition. (New York : Macmillan Publishing Company, 1990), p. 394.
-