

## บทที่ 3

# ทฤษฎีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน

ในบทที่แล้วเราได้พิจารณาแบบจำลองง่าย ๆ ในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งมีความสัมพันธ์กับความยืดหยุ่นของอุปสงค์และอุปทานของเงินตราต่างประเทศ แต่ในบทนี้เราจะพิจารณาทฤษฎีดั้งเดิมซึ่งอาศัยกระแสของสินค้าและความเสมอภาคของอำนาจซื้อในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนระยะยาว และวิเคราะห์ทฤษฎีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนสมัยใหม่ที่เน้นความสำคัญของตลาดทุนและเงินทุนไหลเข้าออกระหว่างประเทศ รวมทั้งอธิบายการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนในระยะสั้นที่มีการเปลี่ยนแปลงมากกว่าระดับดุลยภาพระยะยาว (overshooting) นอกจากนี้ยังวิเคราะห์บทบาทของการคาดคะเนที่มีผลต่อการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน ดังนั้นเราสามารถอธิบายทฤษฎีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน 3 วิธีคือ วิธีแรก ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อ (Purchasing Power Parity Theory) วิธีที่สองเป็นวิธีทางการเงิน (the Monetary Approach) และวิธีที่สามเป็นวิธีทางสินทรัพย์ทางการเงิน (the Portfolio Balance Approach)

### 1. ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อ

(the Purchasing Power Parity Theory : PPP Theory)

ทฤษฎี PPP ได้ถูกนำมาใช้อธิบายพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนจริง (actual exchange rate) ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1973 เป็นต้นมา ในระยะยาวราคาสินค้าเปรียบเทียบของ 2 ประเทศเป็นตัวกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศที่สำคัญมาก หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศจะสะท้อนให้เห็นอำนาจซื้อเปรียบเทียบของเงิน 2 สกุล ซึ่งเราเรียกว่า ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อ ทฤษฎีนี้สามารถใช้พยากรณ์อัตราแลกเปลี่ยนในระยะยาว และใช้พยากรณ์ระดับที่ค่าของเงินตราควรจะเป็นภายใต้ระบบ managed floating exchange rate

ทฤษฎี PPP เป็นทฤษฎีที่ต้องการอธิบายดุลยภาพของอัตราแลกเปลี่ยน โดยแสดงวิธีคำนวณหาดุลยภาพอัตราแลกเปลี่ยนวิธีลัด เมื่อประเทศมีดุลการชำระเงินไม่สมดุล ความจำเป็นที่จะต้องมีการคำนวณเกิดขึ้น เพราะประเทศต่าง ๆ ไม่มีความรู้ว่าอุปสงค์และอุปทานของเงินตราต่างประเทศมีรูปร่างที่แน่นอนอย่างไร ทฤษฎีนี้ได้รับแนวความคิดมากจากนักเศรษฐศาสตร์ชาวสวีเดนชื่อ Gustav Cassel ในทศวรรษ 1920 ผู้ซึ่งกล่าวว่าด้วยจำนวนเงิน

เท่ากันควรซื้อสินค้าชนิดเดียวกันได้จำนวนเท่ากันในประเทศต่าง ๆ (หน่วยเงินตราคิดเป็นเงินตราสกุลเดียวกัน) จากแนวความคิดนี้ทำให้นักทฤษฎีการเงิน เช่น Marina Whitman (1975) ตั้งเป็นกฎที่เรียกว่า Law of One Price ของดุลยภาพตลาดที่มีการแข่งขัน เมื่อไม่คำนึงถึงค่าขนส่งและภาษีศุลกากร ตามกฎนี้กล่าวว่าสินค้าชนิดเดียวกันควรขายในราคาเดียวกันในทุก ๆ ประเทศ

ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อที่มี 2 แนวความคิด คือทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้ออย่างสมบูรณ์ (absolute PPP) และทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อโดยเปรียบเทียบ (relative PPP)

1.1 ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้ออย่างสมบูรณ์ กล่าวว่า ดุลยภาพของอัตราแลกเปลี่ยนเท่ากับอัตราส่วนของระดับราคาสินค้าของ 2 ประเทศ สมมติมีประเทศ 2 ประเทศ คือ ประเทศ A และประเทศ B ดุลยภาพของอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศ A คือ

$$S_A = P_A / P_B$$

ในที่นี้  $S_A$  คืออัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินตรา 2 สกุล  $P_A$  และ  $P_B$  ก็คือระดับราคาสินค้าในประเทศ A และประเทศ B ตามลำดับ

ในรูปแบบดุลยภาพบางส่วน (partial equilibrium model) ณ อัตราแลกเปลี่ยนใดอัตราหนึ่ง (ไม่ว่าจะเป็นอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพหรือไม่) ราคาสินค้าในประเทศ A เท่ากับราคาสินค้าประเทศ B คูณด้วยอัตราแลกเปลี่ยนหรือ  $P_A = S \cdot P_B$  ตัวอย่างเช่นราคาสินค้าของประเทศ B เท่ากับ 100 บาท และอัตราแลกเปลี่ยนคือ 25 บาทต่อดอลลาร์ ราคาสินค้าของประเทศ A จะเท่ากับ 2,500 บาท ความสัมพันธ์ในลักษณะเช่นนี้จะป็นอยู่ตลอดไปสำหรับสินค้าที่ซื้อขายกันแต่ละชนิด ถ้าไม่มีค่าขนส่งและข้อกีดขวางทางการค้า ซึ่งทำให้ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้ออย่างสมบูรณ์เป็นจริง

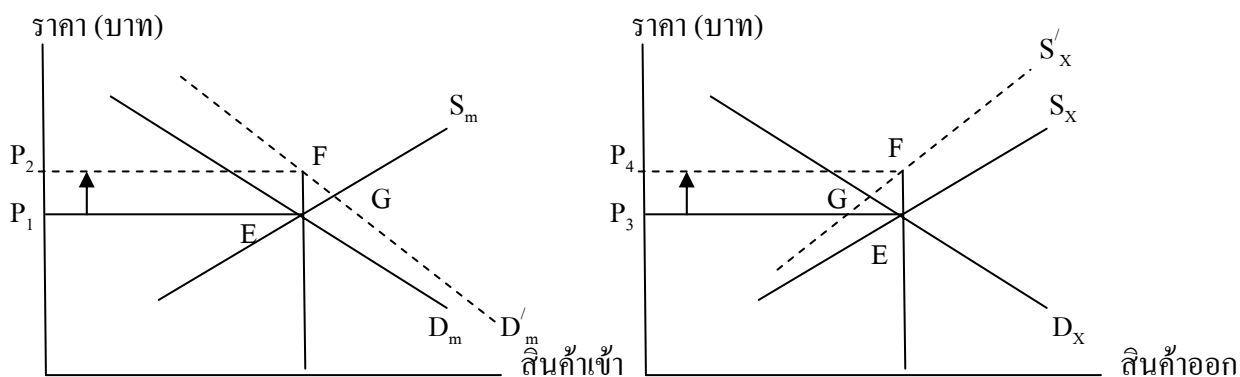
ตามความเป็นจริงการค้าระหว่างประเทศมีข้อกีดขวางมากมาย และมีค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการขนส่ง นอกจากนั้นสินค้าที่ซื้อขายกันก็มีหลายชนิด ทำให้เกิดปัญหาในการเลือกใช้ระดับราคาที่เหมาะสมของ 2 ประเทศ และสินค้าบางชนิดเป็นสินค้าที่ไม่มีการแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ (non-traded goods) เช่นการตัดผม ซึ่งเป็นบริการที่ไม่มีการแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ สินค้าเหล่านี้จึงไม่มีความสัมพันธ์ทางด้านราคาระหว่างประเทศต่าง ๆ ฉะนั้นความสัมพันธ์ระหว่างราคาสินค้าของประเทศต่าง ๆ ดังกล่าวมาแล้วข้างต้น จึงไม่เป็นจริงเสมอ เราจึงไม่สามารถใช้สมการ  $S_A = P_A / P_B$  ในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ

เมื่อใช้ Law of One Price สนับสนุนทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้ออย่างสมบูรณ์ เราจะหมายถึงระดับราคาสินค้าชนิดหนึ่ง แต่เมื่อเราขยายเป็นระดับราคาสินค้าหลายชนิดของประเทศหนึ่งเท่ากับของอีกประเทศหนึ่ง ข้อความนี้ไม่เป็นจริง เพราะประการแรกราคาสินค้าหลายชนิดอาจจะไม่เท่ากันในทุกประเทศ ถึงแม้สินค้าเหล่านั้นจะมีลักษณะเหมือนกันแต่ราคาต่างกัน ประการที่สอง การใช้ตัวถ่วงน้ำหนักระดับราคาในแต่ละประเทศต่างกัน ทำให้เกิดความแตกต่างระหว่างระดับราคา ถึงแม้ว่า Law of One Price ของสินค้าแต่ละชนิดจะเป็นจริง

1.2 ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อโดยเปรียบเทียบ กล่าวว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาหนึ่งเท่ากับการเปลี่ยนแปลงระดับราคาของสองประเทศในเวลาเดียวกัน ฉะนั้นดุลยภาพของอัตราแลกเปลี่ยนคือ

$$S_A^t = \frac{P_A^t/P_A^0}{P_B^t/P_B^0} \cdot S_A^0$$

โดย  $S_A^t, S_A^0$  คือดุลยภาพของอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศ A ในปี t และเวลาพื้นฐานตามลำดับ  $P_A^t$  และ  $P_A^0$  คือระดับราคาของประเทศ A ในปี t และเวลาพื้นฐานตามลำดับ  $P_B^t$  และ  $P_B^0$  คือระดับราคาของประเทศ B ในปี t และพื้นฐานตามลำดับ เราจะเห็นว่าตามทฤษฎี PPP โดยเปรียบเทียบอัตราแลกเปลี่ยนจะปรับตัวตามความแตกต่างของภาวะเงินเฟ้อของ 2 ประเทศ ซึ่งสามารถเขียนเป็นสูตรดังนี้  $\% \Delta S = \% \Delta P - \% \Delta P^*$  โดย  $\% \Delta S$  คือการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเป็นร้อยละ  $\% \Delta P$  และ  $\% \Delta P^*$  คืออัตราเงินเฟ้อภายในประเทศและต่างประเทศตามลำดับ ตัวอย่างเช่น ถ้าระดับราคาสินค้าของประเทศ A สูงขึ้น 50% แสดงว่ามีภาวะเงินเฟ้อเกิดขึ้นในประเทศ A อัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพของประเทศ A ควรจะสูงกว่าอัตราแลกเปลี่ยนปัจจุบัน 50% ตามอัตราเงินเฟ้อ นั่นคือเงินตราของประเทศ A เสื่อมค่าลง 50% เมื่อเทียบกับเงินตราของประเทศ B เราสามารถอธิบายได้ด้วยรูปที่ 11



รูปที่ 11 : แสดงทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อ

จากรูป เส้น  $D_m$  คือเส้นอุปสงค์สินค้าเข้าของประเทศ A  
 เส้น  $S_m$  คือเส้นอุปทานสินค้าเข้าของประเทศ A ซึ่งก็คืออุปทาน  
 สินค้าออกของประเทศ B นั่นเอง  
 เส้น  $D_x$  คือเส้นอุปสงค์สินค้าเข้าของประเทศ B ที่มีต่อสินค้าออกของ  
 ประเทศ A  
 เส้น  $S_x$  คือเส้นอุปทานสินค้าออกของประเทศ A

ดุลยภาพของตลาดก่อนมีภาวะเงินเฟ้ออยู่ที่จุด E ถ้าประเทศ A มีภาวะเงินเฟ้อ จะ  
 ทำให้ระดับราคาในประเทศ A สูงขึ้น ทำให้ความต้องการสินค้าเข้าเพิ่มขึ้น เส้น  $D_m$  จะเคลื่อน  
 เป็น  $D'_m$  ราคาสินค้าเข้าจะสูงจาก  $P_1$  เป็น  $P_2$  สำหรับสินค้าออก เมื่อมีภาวะเงินเฟ้อเพื่อส่งออก  
 จะได้รับค่าสินค้าเพิ่มขึ้น (ต้นทุนสูงขึ้น) ทำให้เส้น  $S_x$  เคลื่อนขึ้นไปข้างบนเป็น  $S'_x$  ราคา  
 สินค้าออกจะเพิ่มขึ้นจาก  $P_3$  เป็น  $P_4$  แต่ขณะที่มีภาวะเงินเฟ้อดุลยภาพของตลาดของสินค้าทั้ง 2  
 ชนิดจะอยู่ที่ G ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนยังคงเดิม ดุลการชำระเงินของประเทศ A จะขาดดุล ฉะนั้น  
 ประเทศ A จะแก้ไขปัญหาดุลการชำระเงินขาดดุลเมื่อมีภาวะเงินเฟ้อ โดยเพิ่มอัตราแลกเปลี่ยน  
 ในสัดส่วนเดียวกับภาวะเงินเฟ้อ ทำให้เส้นอุปสงค์ของสินค้าเข้าและเส้นอุปทานของสินค้าออก  
 ของประเทศ A เคลื่อนกลับไปเป็นเส้นเดิม ดุลยภาพของตลาดจะอยู่ที่จุด E ทำให้  
 ดุลการชำระเงินของประเทศ A สมดุลอีกครั้งหนึ่ง ข้อสังเกตสินค้าที่ไม่ได้ซื้อขายระหว่างประเทศ  
 (non-traded goods) ที่มีอยู่จะไม่มีผลต่อข้อสรุปดังกล่าว

ปัญหาที่คล้ายกับที่กล่าวมาแล้วได้เกิดขึ้นหลังสงครามโลกครั้งที่ 1 สงครามทำให้  
 การค้าระหว่างประเทศคู่สงครามได้รับผลกระทบกระเทือน และในที่สุดก็ไม่มีการค้าเกิดขึ้น  
 จนกระทั่งสงครามยุติลงจึงมีการค้าระหว่างประเทศเกิดขึ้นใหม่ ซึ่งทำให้ประเทศต้องสร้างอัตรา  
 แลกเปลี่ยนใหม่ บางประเทศคิดว่าตนควรกลับไปใช้อัตราแลกเปลี่ยนเดิมก่อนสงคราม แต่  
 ปรากฏว่าอัตราแลกเปลี่ยนเดิมไม่เหมาะสม เพราะหลายประเทศมีภาวะเงินเฟ้อเกิดขึ้น Cassel  
 จึงเสนอให้ปรับอัตราแลกเปลี่ยนใหม่ตามภาวะเงินเฟ้อ โดยใช้สูตรอัตราแลกเปลี่ยนใหม่ตาม  
 ภาวะเงินเฟ้อโดยใช้สูตรอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพตามทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อโดย  
 เปรียบเทียบ

ในปัจจุบันนี้ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อโดยเปรียบเทียบไม่เป็นจริง เพราะ  
 ตัวแปรทางด้านการเงินมีผลต่ออัตราแลกเปลี่ยน นอกจากนั้น เทคโนโลยี ธรรมเนียม ระดับการจ้าง

งาน เปลี่ยนแปลงตลอดเวลาในการค้าระหว่างประเทศ รวมทั้งมีการเคลื่อนย้ายเงินทุน มีข้อกีดขวางทางการค้ามากมาย สิ่งเหล่านี้มีผลต่ออัตราแลกเปลี่ยน แต่อย่างไรก็ตามในระยะยาว (long-run) ตัวแปรทางการเงินจะเป็นกลาง (neutral) ฉะนั้น ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อจะเป็นจริงในระยะยาว

## 2. วิธีทางการเงิน (Monetary Approach)

ทฤษฎีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวคิดของ PPP ที่ได้กล่าวมาแล้วเกี่ยวข้องกับ การแสวงหาผลประโยชน์จากสินค้า และไม่ได้กล่าวถึงการเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศ และในช่วงหลังสงครามโลกครั้งที่ 2 มีการเคลื่อนย้ายทุนจำนวนมาก และตลาดเงินเจริญเติบโตอย่างมาก ในกรณีดังกล่าวนักเก็งกำไรมีแนวโน้มที่จะเคลื่อนย้ายเงินระหว่างสกุลต่าง ๆ ขึ้นอยู่กับการคาดคะเนอัตราผลตอบแทนของเงินตราสกุลหนึ่งเทียบกับสกุลอื่น สิ่งที่ประชาชนคาดคะเนว่าจะเกิดอะไรขึ้นกับอัตราแลกเปลี่ยนจะมีบทบาทสำคัญในการพิจารณาสกุลเงินที่จะซื้อและขาย

แบบจำลองทางการเงินที่ใช้ในการอธิบายพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนมีอยู่ 3 แบบคือ แบบจำลอง flexible price, sticky price และ real interest rate differential

ในการพิจารณาแบบจำลองทางการเงินในที่นี้เราสมมติว่าพันธบัตรภายในประเทศและต่างประเทศทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ พันธบัตรทั้ง 2 ทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ แสดงว่า uncovered interest parity เป็นจริงอย่างต่อเนื่อง นั่นก็คือนักลงทุนระหว่างประเทศสามารถลงทุนในพันธบัตรภายในประเทศหรือต่างประเทศจะมีความเสี่ยงและอายุไถ่ถอนเท่ากัน ดังนั้นเขาจึงสามารถเปลี่ยนการถือพันธบัตรชนิดหนึ่งไปอีกชนิดหนึ่งทันที ความแตกต่างระหว่างพันธบัตรทั้ง 2 คือ เงินตราที่กำหนดมูลค่าเป็นคนละสกุล แต่ปัจจัยที่นักลงทุนคำนึงถึงในการพิจารณาว่าควรซื้อพันธบัตรชนิดใด คืออัตราดอกเบี้ยเปรียบเทียบและการคาดคะเนเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยน ปัจจัยทั้ง 2 นี้มีความสัมพันธ์กันดังนี้

$$ES' = r - r^*$$

โดย  $ES'$  คือ อัตราการคาดคะเนการเสื่อมค่าของเงินตราภายในประเทศ

$r$  และ  $r^*$  คือ อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศและต่างประเทศตามลำดับ

สมการดังกล่าวคือเงื่อนไขของ uncovered interest parity (UIP) เงื่อนไข UIP เป็นจริงตลอดเวลา แสดงว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายอย่างสมบูรณ์

แบบจำลอง flexible price, sticky price และ real interest rate differential มีลักษณะที่เหมือนกัน คือ อุปสงค์และอุปทานของเงินเป็นปัจจัยที่สำคัญในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน UIP เป็นจริงตลอดเวลา นั่นคือ พันธบัตรภายในประเทศและต่างประเทศมีความเสี่ยงเท่ากัน ดังนั้น อัตราการคาดคะเน ผลตอบแทนเท่ากัน

แบบจำลองทั้ง 3 มีความแตกต่างกันดังนี้ แบบจำลอง flexible price ได้รวมบทบาทของผลกระทบของการคาดคะเนภาวะเงินเฟ้อ ราคาทุกชนิดในระบบเศรษฐกิจ (ค่าจ้าง ราคาสินค้าหรืออัตราแลกเปลี่ยน) เคลื่อนไหวขึ้นและลงทั้งในระยะสั้นและระยะยาว แบบจำลอง sticky price ของ Rudiger Dornbusch (1976 a)<sup>2</sup> กล่าวว่าค่าจ้างและราคาในระยะสั้นมีแนวโน้มคงที่ และอัตราแลกเปลี่ยนเท่านั้นที่เปลี่ยนแปลงตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงในนโยบายเศรษฐกิจ ในระยะปานกลางถึงระยะยาวเท่านั้นที่ค่าจ้างและราคาปรับตัวต่อการเปลี่ยนแปลงในนโยบายเศรษฐกิจ และตัวแปรทางเศรษฐกิจ ในแบบจำลองของ Dornbusch ไม่ได้เกี่ยวข้องกับการคาดคะเนภาวะเงินเฟ้อแบบจำลอง real interest-rate differential ได้รวมบทบาทของการคาดคะเนภาวะเงินเฟ้อของแบบจำลอง flexible price เข้ากับแบบจำลอง sticky price ของ Dornbusch

## 2.1 แบบจำลองทางการเงิน flexible price

แบบจำลองนี้พัฒนาจาก Frenkel (1976) Mussa (1976) และ Bilson (1978 a)<sup>3</sup> และสมมติว่า PPP เป็นจริงตลอดเวลาอัตราแลกเปลี่ยนถูกกำหนดโดยขบวนการที่ทำให้ความต้องการถือเงินเท่ากับปริมาณเงินในแต่ละประเทศ ตามวิธีทางการเงิน ความต้องการถือเงินขึ้นอยู่กับระดับรายได้ที่แท้จริงภายในประเทศ ระดับราคาภายในประเทศ และอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ ขณะที่ระบบเศรษฐกิจเจริญเติบโตมากขึ้นและรายได้ที่แท้จริงเพิ่มขึ้น ถ้าระดับราคาสูงขึ้น คนจะมีความต้องการถือเงินมากขึ้น เพื่อนำมาใช้จ่ายให้ได้สินค้าเท่าเดิม สำหรับอัตราดอกเบี้ยซึ่งแสดงต้นทุนค่าเสียโอกาส (opportunity cost) ในการถือเงินถ้าอัตราดอกเบี้ยต่ำ ความต้องการถือเงินจะเพิ่มขึ้น เพราะอัตราดอกเบี้ยไม่เป็นสิ่งจูงใจให้คนลงทุนซื้อหลักทรัพย์ ถ้าเหตุการณ์เป็นตรงกันข้ามดังที่กล่าวมาแล้ว คือ รายได้ที่แท้จริง และระดับราคาลดลง หรืออัตราดอกเบี้ยสูงจะทำความต้องการถือเงินน้อยลง

แบบจำลองทางการเงิน flexible price ที่มีข้อสมมติว่าระดับราคาทั้งหมดในระบบเศรษฐกิจเคลื่อนไหวได้เต็มที่ พันธบัตรภายในประเทศและต่างประเทศทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ อธิบายว่าการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินเปรียบเทียบ รายได้เปรียบเทียบและการคาดคะเนภาวะเงินเฟ้อเปรียบเทียบมีผลกระทบอัตราแลกเปลี่ยน ประเทศที่มีอัตราความเจริญเติบโตของปริมาณเงินมากกว่าต่างประเทศจะมีการคาดคะเนภาวะเงินเฟ้อสูง ทำให้ลด

ความต้องการที่จะถือเงินแต่จะเพิ่มการใช้จ่ายซื้อสินค้า ระดับราคาภายในประเทศจะสูงขึ้น ทำให้ค่าของเงินเสื่อมค่าเพื่อรักษาอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ ตัวอย่างเช่น ปริมาณเงินภายในประเทศเพิ่มขึ้น 10% ทำให้ระดับราคาเพิ่มขึ้น 10% เมื่อระดับราคาภายในประเทศสูงขึ้น อัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพตามทฤษฎี PPP จะเพิ่มขึ้น 10% นั่นคือค่าของเงินเสื่อมค่า (depreciation) 10% ถ้ารายได้ภายในประเทศเพิ่มขึ้น ทำให้ความต้องการใช้จ่ายประจำวันเพิ่มขึ้น ความต้องการถือเงินก็จะเพิ่มขึ้น แต่ถ้าปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยคงที่ ความต้องการถือเงินที่เพิ่มขึ้นนี้จะต้องมาจากระดับราคาสินค้าภายในประเทศลดลง เมื่อราคาสินค้าลดลง ทำให้ค่าของเงินแข็งค่า (appreciation) ในทางตรงข้ามถ้ารายได้ของต่างประเทศเพิ่มขึ้นจะทำให้ราคาต่างประเทศลดลง ค่าของเงินภายในประเทศจะเสื่อมค่า

การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยในรูปตัวเงินเกิดจากการคาดคะเนภาวะเงินเฟ้อสูงขึ้น การคาดคะเนภาวะเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นทำให้ความต้องการถือเงินลดลงและการใช้จ่ายซื้อสินค้าเพิ่มขึ้น ซึ่งนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของระดับราคาสินค้าภายในประเทศ เมื่อราคาสินค้าสูงขึ้นค่าของเงินจะเสื่อมค่าตามทฤษฎี PPP

## 2.2 แบบจำลอง Dornbusch sticky-price

ข้อบกพร่องประการหนึ่งของแบบจำลอง flexible price คือสมมติว่า PPP เป็นจริงตลอดเวลา และราคาสินค้าเคลื่อนไหวขึ้นหรือลงตามอัตราแลกเปลี่ยน ความจริงการเปลี่ยนแปลงราคาทำให้อัตราแลกเปลี่ยนเปลี่ยนแปลงโดยผ่านเงื่อนไข PPP ดังนั้น แบบจำลองไม่มีประโยชน์ในการอธิบายอัตราแลกเปลี่ยนมีการห่างจาก PPP บทความของ Dornbusch ได้เสนอแบบจำลองทางการเงินที่สามารถอธิบายความห่างของอัตราแลกเปลี่ยนจาก PPP อย่างมากได้

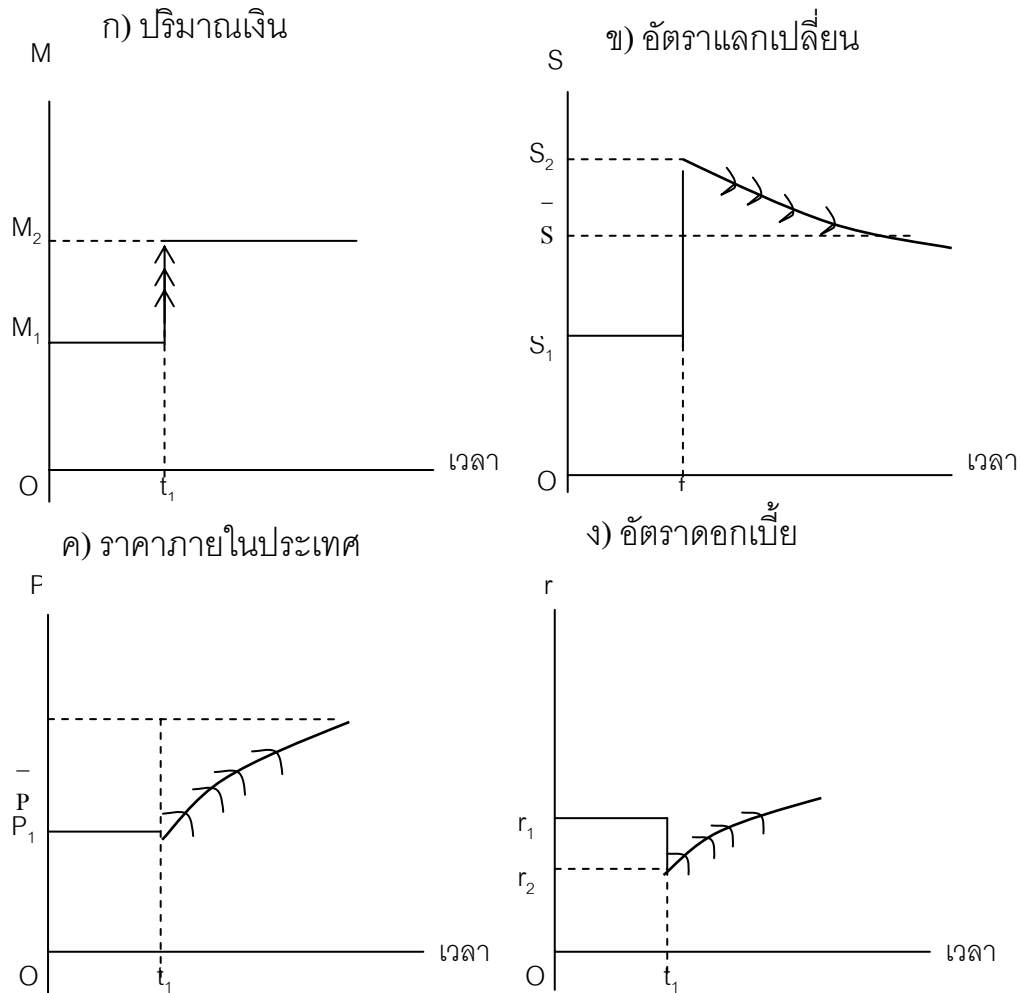
เบื้องหลังของแบบจำลอง sticky-price มีดังนี้ คือ ราคาในตลาดสินค้า และค่าจ้างในตลาดแรงงาน ถูกกำหนดในตลาด sticky price และมีแนวโน้มเปลี่ยนแปลงอย่างช้าๆ ตลอดเวลาตอบสนองต่อตัวแปรต่างๆ เช่นการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงิน ราคาและค่าจ้าง แต่ราคาและค่าจ้างจะต่อต้านแรงกดดันในทิศทางลดลง การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนจึงไม่สอดคล้องกับการเคลื่อนไหวของราคา และอัตราแลกเปลี่ยนจะห่างจาก PPP

### การอธิบายแบบจำลองของ Dornbusch อย่างง่าย

ตามแบบจำลองของ Dornbusch ได้สมมติว่าเงื่อนไข UIP เป็นจริงในระยะยาวเท่านั้น นั่นคือ ถ้าอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศต่ำกว่าต่างประเทศ ค่าของเงินภายในประเทศจะเสื่อมค่า

ในอัตราเท่ากันเพื่อชดเชยอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำ เพราะมีการแสวงหาผลประโยชน์จากผลตอบแทนที่คาดคะเนในตลาดทุน ในทางตรงกันข้าม ราคาสินค้าจะปรับตัวอย่างช้าๆ ตลอดเวลาต่อการเปลี่ยนแปลงในนโยบายเศรษฐกิจบางส่วน เพราะค่าจ้างปรับตัวเป็นช่วงเวลาเท่านั้น และบางส่วนเกิดจากธุรกิจปรับราคาสูงขึ้นหรือลดลงช้า ดังนั้นเราจึงมีราคา sticky

ในสถานการณ์ดังกล่าวกล่าวทุกคนเชื่อว่าในระยะยาวอัตราแลกเปลี่ยนถูกกำหนดโดย PPP และเริ่มแรกระบบเศรษฐกิจมีดุลยภาพอย่างเต็มที่ด้วยอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ  $r_1$  ซึ่งเท่ากับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ ดังนั้นไม่มีการคาดคะเนการแข็งค่าหรือเสื่อมค่าของเงิน สถานการณ์ดังกล่าวแสดงในรูปภาพที่ 2 ปริมาณเงินภายในประเทศเท่ากับ  $M_1$  และระดับราคาภายในประเทศเท่ากับ  $P_1$  อัตราแลกเปลี่ยนเท่ากับ  $S_1$  ซึ่งสอดคล้องตามทฤษฎี PPP เมื่อกำหนดระดับราคาต่างประเทศคงที่



รูป 2 : แสดงแบบจำลองของ Dornbusch



สมมติ ณ เวลา  $t_1$  รัฐบาลเพิ่มปริมาณเงินภายในประเทศอย่างไม่ได้คาดคะเนมาก่อนจาก  $M_1$  เป็น  $M_2$  ในระยะยาวทุกคนทราบว่าระดับราคาจะเพิ่มขึ้นในสัดส่วนเดียวกัน เช่นปริมาณเงินเพิ่ม 20% ระดับราคาจะเพิ่ม 20% ดังนั้นระดับราคาจะสูงขึ้นจาก  $P_1$  เป็น  $\bar{P}$  และเงินตราภายในประเทศเสื่อมค่าในสัดส่วนเดียวกัน (20%) จาก  $S_1$  เป็น  $\bar{S}$  เพื่อรักษาความเสมอภาคของอำนาจซื้อในระยะยาว

สำหรับในระยะสั้นแบบจำลองของ Dornbusch แสดงคำอธิบายในลักษณะ ต่างกัน ดังนี้ การที่ปริมาณเงินภายในประเทศเพิ่มขึ้นอย่างไม่ได้คาดคิดมาก่อน และระดับราคาภายในประเทศในระยะสั้นคงที่อยู่ที่  $P_1$  จะทำให้เกิดปริมาณเงินส่วนเกิน (excess supply) คนจะถือปริมาณเงินส่วนเกินนี้เมื่ออัตราดอกเบี้ยลดจาก  $r_1$  เป็น  $r_2$  เมื่ออัตราดอกเบี้ยภายในประเทศขณะนี้ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยของโลก แสดงว่านักเก็งกำไรจะคาดคะเนว่าเงินตราภายในประเทศจะแข็งค่าขึ้น ด้วยเหตุผลนี้ ณ เวลา  $t_1$  เงินตราภายในประเทศจะเสื่อมค่าจาก  $S_1$  เป็น  $S_2$  ซึ่งเลยดุลยภาพในระยะยาว ( $\bar{S}$ ) อัตราแลกเปลี่ยนสูงขึ้นมากเกินไป (overshoot) เพราะค่าเงินเสื่อมค่ามากกว่า 20% ทำให้มีการคาดคะเนว่าค่าเงินจะแข็งค่าเพื่อชดเชยกับอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรภายในประเทศที่ลดต่ำลง

หลังจากที่มีการตอบสนองของอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยต่อการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงิน จะมีพลังที่ทำให้ระบบเศรษฐกิจเคลื่อนไปสู่ดุลยภาพระยะยาว ผลของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศที่ลดลง และเงินตราภายในประเทศเสื่อมค่า จะทำให้ความต้องการสินค้าภายในประเทศเพิ่มขึ้น ขณะที่สมมติว่าผลผลิตคงที่เมื่อมีความต้องการสินค้าภายในประเทศส่วนเกิน จะทำให้ระดับราคาภายในประเทศสูงขึ้นจาก  $P_1$  และความต้องการสินค้าภายในประเทศของชาวต่างประเทศเพิ่มขึ้น ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนแข็งค่าจาก  $S_2$  เป็น  $\bar{S}$  ในเวลาเดียวกัน ระดับราคาภายในประเทศที่สูงขึ้นทำให้ความต้องการถือเงินภายในประเทศเพิ่มขึ้น และอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศสูงขึ้น เพื่อทำให้ตลาดเงินมีดุลยภาพระดับราคาภายในสูงขึ้นจาก  $P_1$  เป็น  $\bar{P}$  ในสัดส่วนเดียวกับปริมาณเงินที่เพิ่มและอัตราแลกเปลี่ยนแข็งค่าจาก  $S_2$  เป็น  $\bar{S}$  ซึ่งสอดคล้องกับ PPP ในระหว่างที่อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศสูงขึ้นจาก  $r_2$  เขาสู่ระดับเดิม  $r_1$  เพราะระดับราคาที่สูงขึ้นทำให้ความต้องการถือเงินสูงขึ้น ดังนั้นจะไม่มี การคาดคะเนการแข็งค่าของเงินหรือเสื่อมค่าของเงินตราภายในประเทศ

### 2.3 แบบจำลอง real interest – rate differential

แบบจำลองนี้เป็นแนวคิดของ Jeffrey A. Frankel ผู้ซึ่งได้รวมแบบจำลอง flexible – price และ sticky – price เข้าด้วยกัน

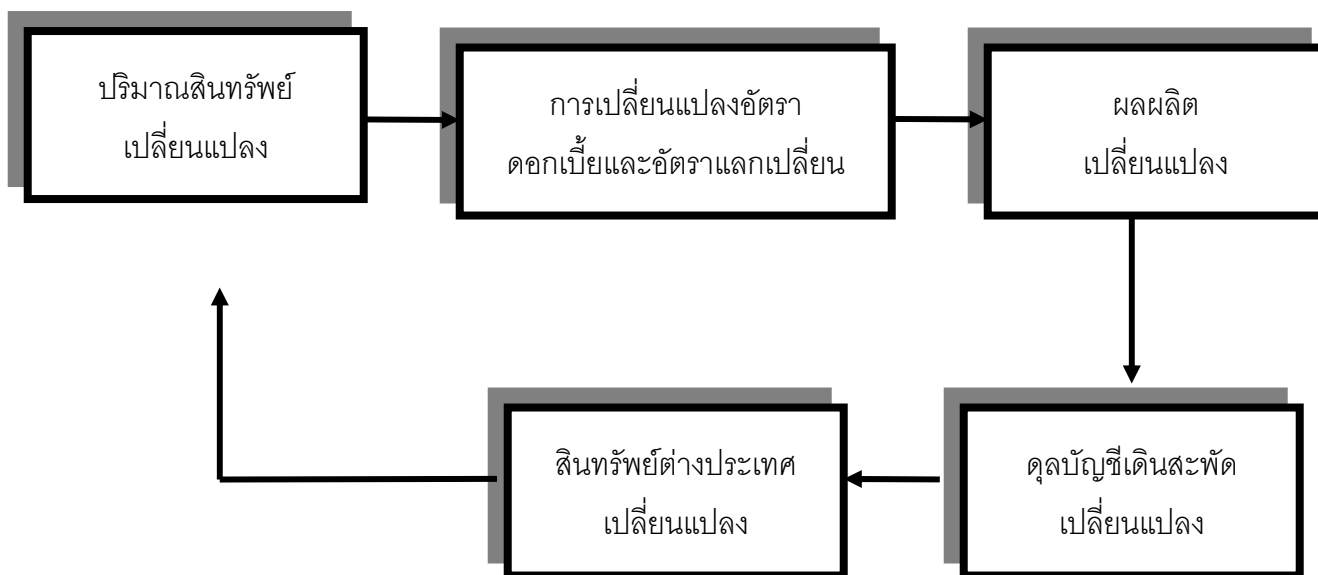
ในระยะยาว คุณภาพของอัตราแลกเปลี่ยนถูกกำหนดโดยปริมาณเงินเปรียบเทียบ รายได้เปรียบเทียบ และการคาดคะเนภาวะเงินเฟ้อเปรียบเทียบ ซึ่งคล้ายกับแนวคิดของ Frenkel ตามแบบจำลอง flexible price ระยะสั้น แต่สำหรับคุณภาพของอัตราแลกเปลี่ยนในระยะสั้นถูกกำหนดด้วยปริมาณเงินเปรียบเทียบ รายได้เปรียบเทียบการคาดคะเนภาวะเงินเฟ้อเปรียบเทียบ และอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเปรียบเทียบตามแบบจำลองนี้ ถ้าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงไม่ได้คุณภาพ อัตราแลกเปลี่ยนจะห่างจากอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพระยะยาว ถ้าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงภายในประเทศต่ำกว่าต่างประเทศ ดังนั้นอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของเงินตราภายในประเทศจะมีค่าต่ำเกินไป (undervalued) เมื่อเทียบกับอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพระยะยาว ก็จะมีการคาดคะเนการแข็งค่าของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของเงินตราภายในประเทศชัดเจน

### 3. วิธีทางสินทรัพย์ทางการเงิน (The Portfolio-Balance Approach)

วิธีทางการเงินไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนของเงินสกุลสำคัญ ๆ ในช่วงที่มีการใช้อัตราแลกเปลี่ยนเสรี (ตั้งแต่ ค.ศ. 1973) และเป็นวิธีที่ศึกษาการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนในระยะยาว นอกจากนี้ วิธีทางการเงินสมมติว่าสินทรัพย์ทางการเงินภายในประเทศและต่างประเทศ (พันธบัตร) ทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ ในความเป็นจริงพันธบัตรภายในประเทศและต่างประเทศทดแทนกันไม่สมบูรณ์ ฉะนั้น วิธีทางการเงินก็ไม่สามารถอธิบายได้ จะต้องใช้วิธีทางสินทรัพย์ทางการเงิน (The Portfolio-Balance Approach) ซึ่งกล่าวว่าอัตราแลกเปลี่ยนถูกกำหนดโดยขบวนการที่ทำให้อุปสงค์และอุปทานของสินทรัพย์ทางการเงินเท่ากันในแต่ละประเทศ

แบบจำลองนี้พัฒนามาจากแนวคิดของ William Branson (1976, 1977, 1984) และ Pennti Kouri (1976) และต่อมา Maurice Obstfeld (1980) Girton and Henderson (1977) และ Allen and Kenen (1980) ได้ขยายแบบจำลองในทิศทางที่ต่างกัน แบบจำลองที่พิจารณาในที่นี้อาศัยแนวคิดของ Branson (1976) และ Kouri (1976) ซึ่งเป็นแบบจำลองสินทรัพย์ทางการเงินอย่างง่าย เพราะแบบจำลองนี้ได้ใช้ข้อสมมติของการคาดคะเนอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ (static) นั่นคือไม่มีการคาดคะเนการเปลี่ยนแปลงค่าของอัตราแลกเปลี่ยน

ในการวิเคราะห์แบบจำลองเราสมมติว่าราคาและผลผลิตภายในประเทศคงที่ แสดงว่าเราเน้นการวิเคราะห์การสะสมหรือไม่สะสมสินทรัพย์ต่างประเทศที่เกิดจากความไม่ได้ดุลยภาพของบัญชีเดินสะพัดตามหลังการเปลี่ยนแปลงที่มีผลต่ออัตราแลกเปลี่ยน บัญชีเดินสะพัดเกินดุลหมายความว่าประเทศกำลังสะสมสิทธิเรียกร้อง (claims) กับส่วนอื่น ๆ ของโลก ดังที่แสดงโดยการเพิ่มการถือสินทรัพย์ต่างประเทศ การขาดดุลการชำระเงินทำให้มีการลดการถือพันธบัตรต่างประเทศ การอธิบายการเปลี่ยนแปลงตามแบบจำลองแสดงด้วยรูปภาพดังต่อไปนี้



รูป 3 : แสดงแบบจำลองของ Dornbusch

สมมติเจ้าหน้าที่ทางการเงินดำเนินการตามนโยบายการเงิน โดยวิธี OMO (open market operation), FXO (foreign exchange operation) หรือ SFXO (sterilized foreign exchange operation) ซึ่งการกระทำดังกล่าวทำให้สินทรัพย์ที่ประชาชนถือใน portfolio เปลี่ยนแปลงทำให้มีการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ การเปลี่ยนแปลงเหล่านี้ทำให้มีผลกระทบต่อผลผลิต และบัญชีเดินสะพัด บัญชีเดินสะพัดเกินดุลหรือขาดดุล ทำให้มีการสะสมหรือไม่สะสมสินทรัพย์ต่างประเทศ และสิ่งนี้ทำให้มีการเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์ที่ประชาชนถือใน portfolio ต่อไปพร้อมกับอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยต่อไปจนกระทั่งเข้าสู่ดุลยภาพระยะยาว

#### 4. สรุป

ทฤษฎีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนมีอยู่ 3 วิธี วิธีแรก คือ ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อ (purchasing power parity theory : PPP theory) เป็นทฤษฎีที่ใช้คำนวณหาดุลยภาพอัตราแลกเปลี่ยนมีอยู่ 2 แนวความคิด คือ วิธีที่หนึ่งคือทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้ออย่างสมบูรณ์ ซึ่งกล่าวว่าดุลยภาพของอัตราแลกเปลี่ยนเท่ากับราคาเปรียบเทียบใน 2 ประเทศ และทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อโดยเปรียบเทียบ ซึ่งกล่าวว่า ร้อยละของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเท่ากับผลต่างของอัตราเงินเฟ้อภายในประเทศและต่างประเทศ วิธีที่สองคือวิธีทางการเงิน ซึ่งมีข้อสมมติว่าพันธบัตรภายในประเทศและต่างประเทศทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ แบบจำลองทางการเงินที่ใช้อธิบายพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนมีอยู่ 3 แบบคือแบบจำลอง flexible price ตามแบบจำลองนี้ UIP เป็นจริงตลอดเวลา ดุลยภาพของ อัตราแลกเปลี่ยนขึ้นอยู่กับปริมาณเงินเปรียบเทียบรายได้เปรียบเทียบ และการคาดคะเนเงินเฟ้อเปรียบเทียบ แบบจำลองที่สอง คือ Dornbusch sticky – price ตามแบบจำลองนี้มีข้อสมมติว่า UIP เป็นจริงในระยะยาว ในระยะสั้นการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนมากเกินไปหรือเกิด overshooting ทำให้มีการคาดคะเนการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในทิศทางตรงกันข้าม ตัวอย่างเช่น ปริมาณเงินในประเทศเพิ่มขึ้น 20% ทำให้ค่าของเงินเสื่อมค่ามากกว่า 20% ทำให้มีการคาดคะเนการแข็งค่าของเงินตามมา แบบจำลองที่สามคือ real interest rate differential ซึ่งเป็นการรวมแบบจำลองของ flexible price และ sticky price เข้าด้วยกัน

---

## เชิงอรรถ

---

1. Keith Pilbeam, **International Finance (London : Collier Macmillan 2006), pp. 125 – 188.**
2. Rudiger Dounbusch, “Expectations and Exchange Rate Dynamics”, **Journal of Political Economy**, vol. 84, 1976a, pp. 1161 – 75.
3. J.F.O. Bilson, “Rational Expectations and the Exchange Rate”, in J.A. Frenkel an H.G. Johnson (eds), **The Economics of Exchange Rates**, (Reading : Addison Wesley, 1978a).