

บทที่ 3

ทฤษฎีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน

- ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อ (Purchasing Power Parity Theory)
- วิธีทางการเงิน (Monetary Approach)
- วิธีทางสินทรัพย์ทางการเงิน (Portfolio Balance Approach)



1. ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อ (the Purchasing Power Parity Theory : PPP Theory) :1973

อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศจะสะท้อนให้เห็นอำนาจซื้อเปรียบเทียบของเงิน 2 สกุล ซึ่งเราเรียกว่าทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อ

- เราเรียกว่า ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อ ทฤษฎีนี้สามารถใช้พยากรณ์อัตราแลกเปลี่ยนในระยะยาว และใช้พยากรณ์ระดับที่ค่าของเงินตราควรจะเป็นภายใต้ระบบ managed floating exchange rate



- ทฤษฎี PPP เป็นทฤษฎีที่ต้องการอธิบายดุลยภาพของอัตราแลกเปลี่ยน โดย Gustav Cassel (19420)

ว่าด้วยจำนวนเงินเท่ากันควรซื้อสินค้าชนิดเดียวกันได้จำนวนเท่ากันในประเทศต่าง ๆ (หน่วยเงินตราคิดเป็นเงินตราสกุลเดียวกัน)

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



ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อ มี 2 แนวความคิด
คือ

- ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้ออย่างสมบูรณ์
(absolute PPP)
- ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อโดยเปรียบเทียบ
(relative PPP)



• 1. Absolute PPP

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



Absolute PPP

มีปัญหาได้แก่

- Non-traded good
- ราคาสินค้าหลายชนิดอาจจะไม่เท่ากันในทุกประเทศ ถึงแม้สินค้าเหล่านั้นจะมีลักษณะเหมือนกันแต่ราคาต่างกัน
- การใช้ตัวถ่วงน้ำหนักระดับราคาในแต่ละประเทศต่างกัน ทำให้เกิดความแตกต่างระหว่างระดับราคา



○ 2. Relative PPP

- ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อโดยเปรียบเทียบ กล่าวว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาหนึ่งเท่ากับการเปลี่ยนแปลงระดับราคาของสองประเทศในเวลาเดียวกัน ฉะนั้นดุลยภาพของอัตราแลกเปลี่ยนคือ

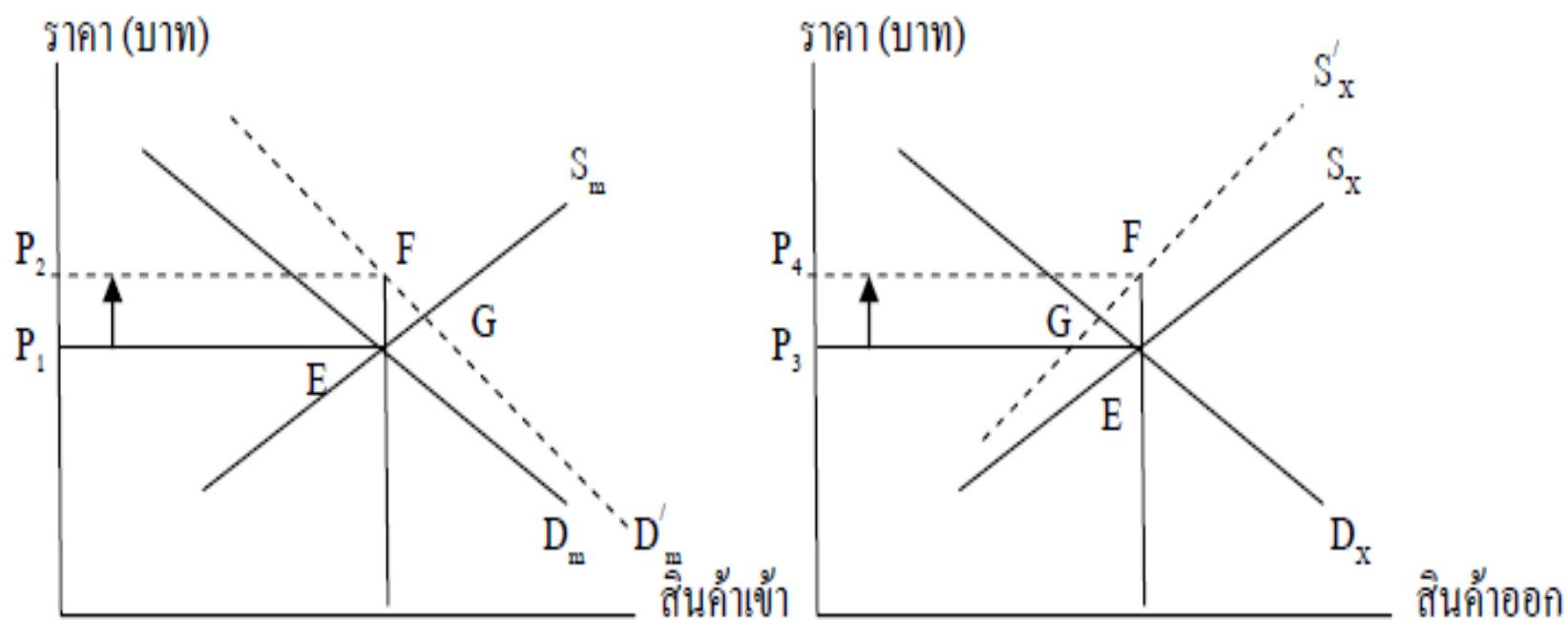


$$S_A^t = \frac{P_A^t / P_A^0}{P_B^t / P_B^0} \cdot S_A^0$$

โดย S_A^t, S_A^0 คือ ดุลยภาพของอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศ A ในปี t และเวลาพื้นฐานตามลำดับ P_A^t และ P_A^0 คือ ระดับราคาของประเทศ A ในปี t และเวลาพื้นฐานตามลำดับ P_B^t และ P_B^0 คือ ระดับราคาของประเทศ B ในปี t และพื้นฐานตามลำดับ เราจะเห็นว่าตามทฤษฎี PPP โดยเปรียบเทียบอัตราแลกเปลี่ยนจะปรับตัวตามความแตกต่างของภาวะเงินเฟ้อของ 2 ประเทศ ซึ่ง



ภาวะเงินเฟ้อเกิดขึ้นในประเทศ A อัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพของประเทศ A ควรจะสูงกว่าอัตราแลกเปลี่ยนปัจจุบัน 50% ตามอัตราเงินเฟ้อ นั่นคือเงินตราของประเทศ A เสื่อมค่าลง 50% เมื่อเทียบกับเงินตราของประเทศ B เราสามารถอธิบายได้ด้วยรูปที่ 11



รูปที่ 11 แสดงทฤษฎีการแสวงหากำไรของเงินเฟ้อ



2. วิธีการเงิน (Monetary Approach)

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



- พันธบัตรภายในประเทศและต่างประเทศทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์
พันธบัตรทั้ง 2 ทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ แสดงว่า
uncovered interest parity เป็นจริงอย่างต่อเนื่อง
นั่นก็คือนักลงทุนระหว่างประเทศสามารถลงทุนในพันธบัตร
ภายในประเทศหรือต่างประเทศจะมีความเสี่ยงและอายุใกล้เคียงเท่ากัน
- ดังนั้นเขาจึงสามารถเปลี่ยนการถือพันธบัตรชนิดหนึ่งไปอีกชนิดหนึ่ง
ทันที ความแตกต่างระหว่างพันธบัตรทั้ง 2 คือ เงินตราที่กำหนดมูลค่า
เป็นคนละสกุล แต่ปัจจัยที่นักลงทุนคำนึงถึงในการพิจารณาว่าควรซื้อ
พันธบัตรชนิดใด คืออัตราดอกเบี้ยเปรียบเทียบกับและการคาดคะเน
เกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยน ปัจจัยทั้ง 2 นี้มีความสัมพันธ์กันดังนี้



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

โดย ES' คือ อัตราการคาดคะเนการเสื่อมค่าของเงินตราภายในประเทศ

r และ r^* คือ อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศและต่างประเทศตามลำดับ

สมการดังกล่าวคือเงื่อนไขของ uncovered interest parity (UIP) เงื่อนไข UIP เป็นจริง

ตลอดเวลา แสดงว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายอย่างสมบูรณ์



- แบบจำลอง **flexible price, sticky price** และ **real interest rate differential** มีลักษณะที่เหมือนกัน คือ อุปสงค์และอุปทานของเงินเป็นปัจจัยที่สำคัญในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน **UIP** เป็นจริงตลอดเวลา นั่นคือ พันธบัตรภายในประเทศและต่างประเทศมีความเสี่ยงเท่ากัน ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยคาดคะเน ผลตอบแทนเท่ากัน
- แบบจำลองทั้ง 3 มีความแตกต่างกันดังนี้
- ในแบบจำลองของ **Dornbusch** ไม่ได้เกี่ยวข้องกับการคาดคะเนภาวะเงินเฟ้อ
- แบบจำลอง **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)³ และสมมติว่า PPP เป็นจริงตลอดเวลาอัตราแลกเปลี่ยนถูกกำหนดโดยขบวนการที่ทำให้ความต้องการถือเงินเท่ากับปริมาณเงินในแต่ละประเทศ ตามวิธีทางการเงิน ความต้องการถือเงินขึ้นอยู่กับระดับรายได้ที่แท้จริงภายในประเทศ ระดับราคาภายในประเทศ และอัตราดอกเบี้ย



- แบบจำลองทางการเงิน **flexible price** ที่มีข้อสมมติว่าระดับราคาทั้งหมดในระบบเศรษฐกิจเคลื่อนไหวได้เต็มที่ พันธบัตรภายในประเทศและต่างประเทศทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ อธิบายว่าการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินเปรียบเทียบกับ รายได้เปรียบเทียบและการคาดคะเนภาวะเงินเฟ้อเปรียบเทียบมีผลกระทบอัตราแลกเปลี่ยน
- ประเทศที่มีอัตราความเจริญเติบโตของปริมาณเงินมากกว่าต่างประเทศจะมีการคาดคะเนภาวะเงินเฟ้อสูง ทำให้ลดความต้องการที่จะถือเงินแต่จะเพิ่มการใช้จ่ายซื้อสินค้า ระดับราคาภายในประเทศจะสูงขึ้น ทำให้ค่าของเงินเสื่อมค่าเพื่อรักษาอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพ



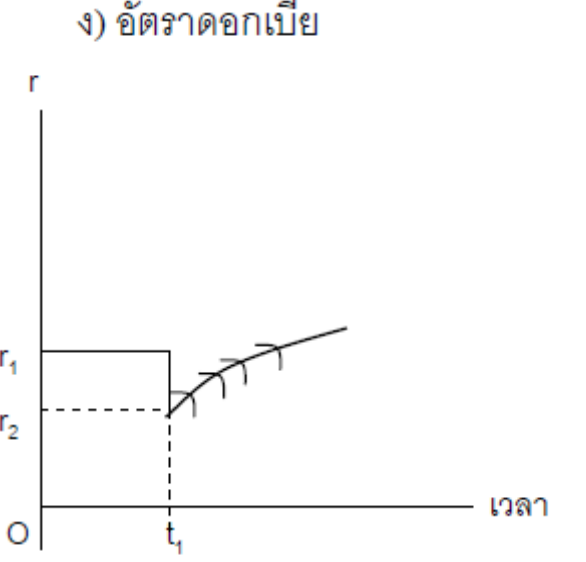
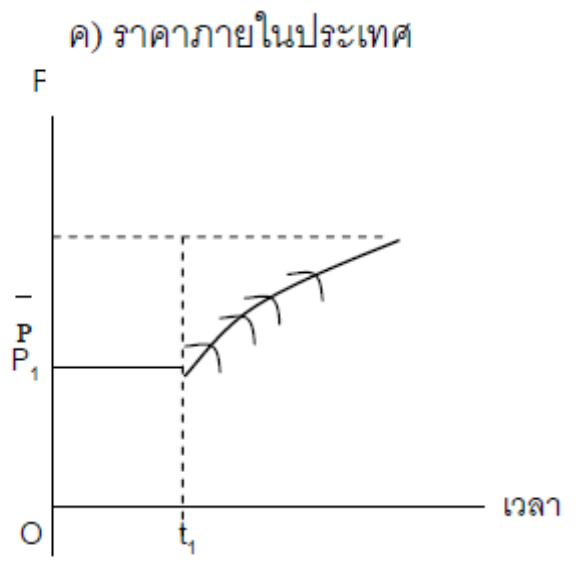
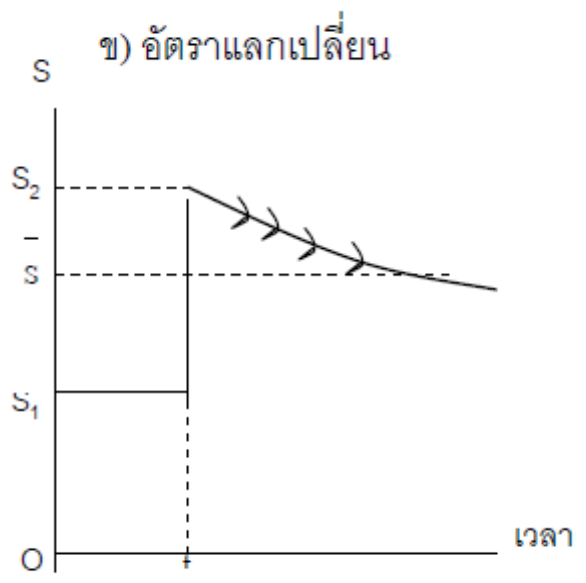
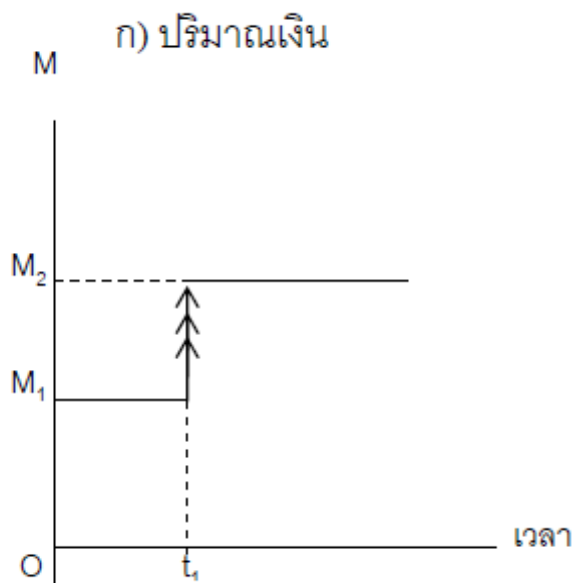
- การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยในรูปตัวเงินเกิดจากการคาดคะเนภาวะเงินเฟ้อสูงขึ้น การคาดคะเนภาวะเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นทำให้ความต้องการถือเงินสดลงและการใช้จ่าย
- ายซื้อสินค้าเพิ่มขึ้น ซึ่งนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของระดับราคาสินค้าภายในประเทศ เมื่อราคาสินค้าสูงขึ้นค่าของเงินจะเสื่อมค่าตามทฤษฎี PPP



2.2 แบบจำลอง DORNBUSCH STICKY-PRICE

- ตามแบบจำลองของ Dornbusch ได้สมมติว่าเงื่อนไข UIP เป็นจริงในระยะยาวเท่านั้น นั่นคือ ถ้าอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศต่ำกว่าต่างประเทศ ค่าของเงินภายในประเทศจะเสื่อมค่า
- ในอัตราเท่ากันเพื่อชดเชยอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำ เพราะมีการแสวงหาผลประโยชน์จากผลตอบแทนที่คาดคะเนในตลาดทุน ในทางตรงกันข้าม ราคาสินค้าจะปรับตัวอย่างช้าๆ ต่อการเปลี่ยนแปลงในนโยบายเศรษฐกิจบางส่วน เพราะค่าจ้างปรับตัวเป็นช่วงเวลาเท่านั้น และบางส่วนเกิดจากธุรกิจปรับราคาสูงขึ้นหรือลดลงช้า ดังนั้นเราจึงมีราคา sticky





รูป 2 : แสดงแบบจำลองของ Dornbusch



2.3 แบบจำลอง REAL INTEREST – RATE DIFFERENTIAL

- แบบจำลองนี้เป็นแนวคิดของ Jeffrey A. Frankel ผู้ซึ่งได้รวมแบบจำลอง flexible – price และ sticky – price เข้าด้วยกัน
- ในระยะยาว คุณภาพของอัตราแลกเปลี่ยนถูกกำหนดโดยปริมาณเงินเปรียบเทียบ รายได้เปรียบเทียบ
-



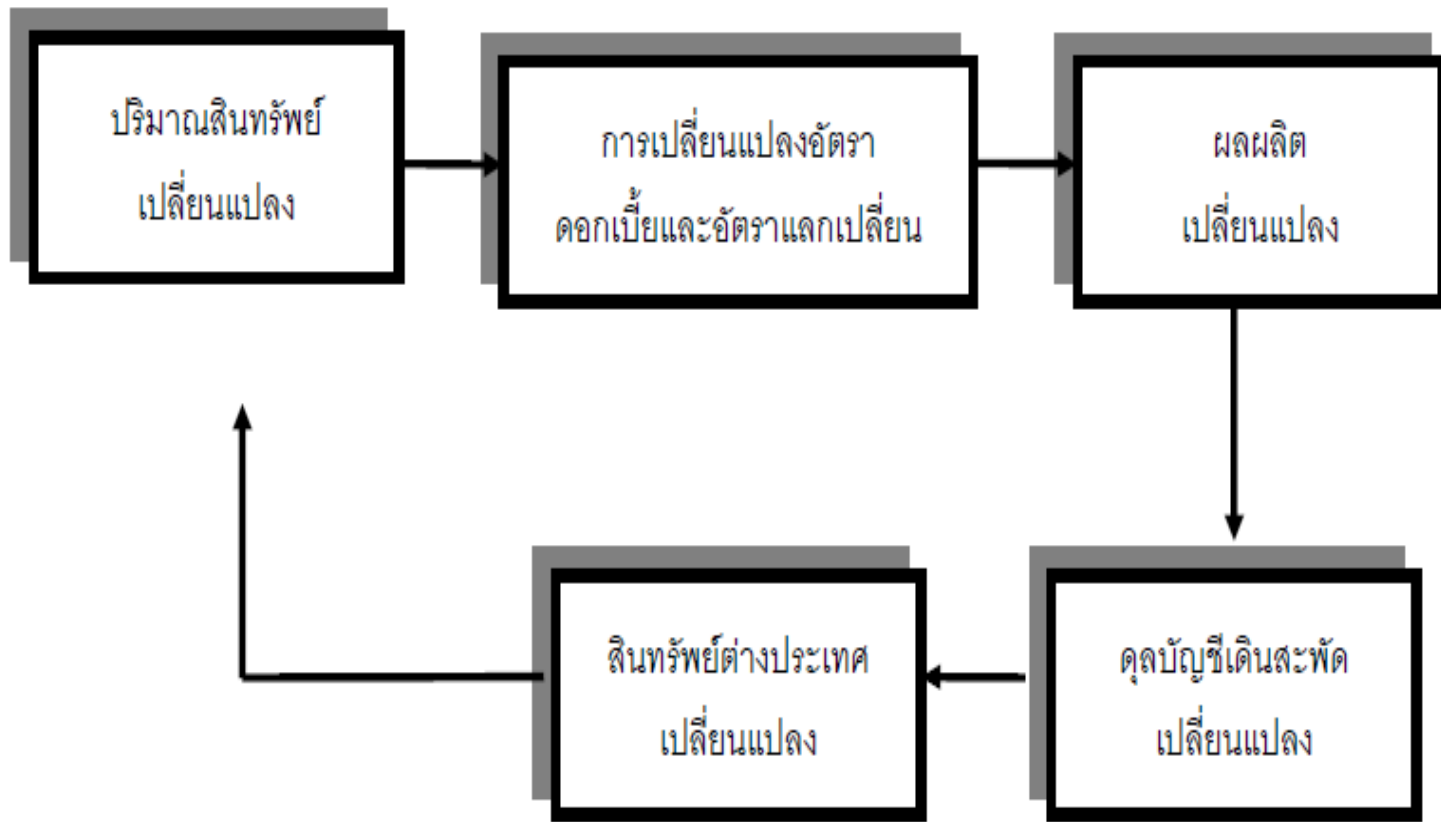
- แต่สำหรับดุลยภาพของอัตราแลกเปลี่ยนในระยะสั้นถูกกำหนดด้วยปริมาณเงินเปรียบเทียบ รายได้เปรียบเทียบการคาดคะเนภาวะเงินเฟ้อเปรียบเทียบ และอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเปรียบเทียบตามแบบจำลองนี้ ถ้าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงไม่ได้ดุลยภาพ
- อัตราแลกเปลี่ยนจะห่างจากอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพระยะยาว ถ้าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงภายในประเทศต่ำกว่าต่างประเทศ
- ดังนั้นอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของเงินตราภายในประเทศจะมีค่าต่ำเกินไป (**undervalued**) เมื่อเทียบกับอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพระยะยาว ก็จะมีการคาดคะเนการแข็งค่าของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของเงินตราภายในประเทศชดเชย



3. วิธีทางสินทรัพย์ทางการเงิน (THE PORTFOLIO-BALANCE APPROACH)

- ในการวิเคราะห์แบบจำลองเราสมมติว่าราคาและผลผลิตภายในประเทศคงที่
- แสดงว่าเราเน้นการวิเคราะห์การสะสมหรือไม่สะสมสินทรัพย์ต่างประเทศที่เกิดจากความไม่ได้ดุลยภาพของบัญชีเดินสะพัดตามหลังการเปลี่ยนแปลงที่มีผลต่ออัตราแลกเปลี่ยน บัญชีเดินสะพัดเกินดุล
- หมายความว่าประเทศกำลังสะสมสิทธิเรียกร้อง (claims) กับส่วนอื่น ๆ ของโลก





รูป 3 : แสดงแบบจำลองของ Dornbusch

