

การศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลายนโยบายการเงินปริมาณต่อตลาดทุน ปริมาณเงินในระบบ
และอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศมาเลเซียและจีน



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

พ.ศ. 2565

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

การศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลायเชิงปริมาณต่อตลาดทุน ปริมาณเงินในระบบ
และอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศมาเลเซีย และจีน

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 29 มิถุนายน 2565



จิตรกัญญา สังข์ทอง

นางสาวจิตรกัญญา สังข์ทอง

ผู้วิจัย

ไพภัทร ธาระวานิช

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ไพภัทร ธาระวานิช,

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

H. Willichau

ผู้ช่วยศาสตราจารย์กิตติชัย ราชมหา,

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

Valuda Raomam

รองศาสตราจารย์วิจิตา รักธรรม,

Ph.D.

คณบดีวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

Signature

รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร์ โคลิกา,

Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์ เรื่องการศึกษาผลกระทบของการลดลงของนโยบายผ่อนคลायเชิงปริมาณต่อตลาดทุนและนโยบายการเงินของประเทศมาเลเซียและจีน สำเร็จลุล่วงได้ด้วย ความกรุณาและการสนับสนุนที่ดีจากผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช และ รองศาสตราจารย์ ดร.ชาติริ จันทร โกลี กอาจารย์ที่ปรึกษาในงานวิจัยครั้งนี้ที่ได้ให้คำปรึกษาและข้อเสนอแนะทั้งทางด้านวิชาการและให้ความช่วยเหลือในการตรวจสอบแก้ไข เนื้อหาตลอดจนช่วยกำกับดูแลและกระบวนการจัดทำการศึกษาฉบับนี้ให้สำเร็จตามกำหนดเวลา และให้คำแนะนำในส่วนของหัวข้องานวิจัย เนื้อหาและการทดสอบแบบจำลองต่างๆ ซึ่งคณะผู้วิจัยขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ ที่นี้

นอกจากนี้คณะผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณาจารย์เจ้าหน้าที่ของวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดลทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ ประสาทวิชาความรู้และให้คำปรึกษาตลอดระยะเวลาการศึกษาของคณะผู้วิจัย

คณะผู้วิจัยขอขอบพระคุณบิดามารดา พี่น้อง ผู้บังคับบัญชา และเพื่อนๆ ที่ช่วยเหลือสนับสนุน และให้กำลังใจคณะผู้วิจัยมาโดยตลอด สุดท้ายนี้คณะผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าสารนิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจไม่มากก็น้อย และเป็นแนวทางต่อผู้ที่ จะทำการศึกษาเรื่องที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติมต่อไปในอนาคต หากสารนิพนธ์ ฉบับนี้มี ข้อผิดพลาดประการใด คณะผู้วิจัยขอรับไว้ และขออภัยมา ณ ที่นี้

จิตรกัญญา สังข์ทอง

การศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณต่อตลาดทุน ปริมาณเงินในระบบ และอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศมาเลเซียและจีน

THE EFFECTS OF QUANTITATIVE EASING ON THE STOCK MARKET, MONEY SUPPLY, AND EXCHANGE RATE IN MALAYSIA AND CHINA

จิตรกัญญา สังกข์ทอง 6350223

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์กิตติชัย ราชมหา, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคลิกา, Ph.D.

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้ศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณของประเทศสหรัฐอเมริกาต่ออัตราผลตอบแทนรวมของตลาดทุน ปริมาณเงินในระบบ และอัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินของกลุ่มประเทศสมาคมประชาชาติแห่งเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (ASEAN) 5 ประเทศ ได้แก่ ประเทศไทย ประเทศสิงคโปร์ ประเทศฟิลิปปินส์ ประเทศอินโดนีเซีย และประเทศมาเลเซีย รวมทั้งศึกษาประเทศนอกกลุ่มทั้งหมด 3 ประเทศ คือ ประเทศจีน ประเทศญี่ปุ่น และประเทศเกาหลีใต้ การศึกษารอบกลุ่มเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021 โดยใช้แบบจำลอง Vector Autoregressive Models (VARs)

ผลการศึกษาพบว่าผลกระทบจากประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณของประเทศสหรัฐอเมริกาส่งผลกระทบต่อเชิงบวกหรือสามารถเพิ่มอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดทุนในประเทศมาเลเซีย และจีน

ผลกระทบจากการทำ QE ไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนและปริมาณเงินในระบบของประเทศมาเลเซีย และจีน

คำสำคัญ : นโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงิน/ มาเลเซีย/ จีน

สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	ช
สารบัญรูปภาพ	ท
บทที่ 1 บทนำ (Introduction)	1
บทที่ 2 ทบทวนวรรณกรรม (Literature Review)	6
2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)	6
2.1.1 นโยบายการเงิน (Monetary Policy)	6
2.1.2 ทฤษฎีกระแสการไหลของเงินทุน (Flow Theory)	9
2.1.3 ทฤษฎี International Fisher Effect	11
2.1.4 ทฤษฎีความเสมอภาคของดอกเบี้ย Interest rate parity	11
2.1.5 ทฤษฎี Uncovered Interest Rate Parity	12
2.1.6 ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อ โดยเปรียบเทียบ (Relative Purchasing Power Parity)	13
2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical Studies)	15
บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย (Methodology)	17
3.1 แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา (Model)	17
3.2 วิธีการทางสถิติ (Statistical Methods)	19
3.2.1 วิธี Vector Autoregressive Models (VAR)	19
3.2.2 วิธี Vector Autoregressive Models (VAR) - Rolling-Window	20
3.3 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data)	22
บทที่ 4 ผลการศึกษา	25
4.1 การศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลायเชิงปริมาณต่อผลตอบแทนรวมของตลาดทุน อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนของแต่ละประเทศ	

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
ด้วยวิธี Vector Autoregressive Models (VAR)	25
4.1.1 ประเทศมาเลเซีย (Malaysia)	25
4.1.2 ประเทศจีน (China)	31
4.2 การศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลايเชิงปริมาณต่อผลตอบแทนรวม ของตลาดทุน อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนของแต่ละประเทศ ด้วยวิธี Vector Autoregressive Models (VAR) - Rolling-Window	37
4.2.1 ประเทศมาเลเซีย (Malaysia)	37
4.2.1.1 การศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลايเชิงปริมาณ ต่อผลตอบแทนรวมของตลาดทุน	37
4.2.1.2 ศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลايเชิงปริมาณ ต่อปริมาณเงินในระบบ	40
4.2.1.3 ศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลايเชิงปริมาณ ต่อเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงิน แบบ Direct Quote	43
4.2.2 ประเทศจีน (China)	45
4.2.1.1 การศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลايเชิงปริมาณ ต่อผลตอบแทนรวมของตลาดทุน	45
4.2.1.2 ศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลايเชิงปริมาณ ต่อปริมาณเงินในระบบ	50
4.2.1.3 ศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลايเชิงปริมาณ ต่อเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงิน แบบ Direct Quote	53
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษา (Conclusion)	55
5.1 สรุปผลการศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลايเชิงปริมาณ ต่อผลตอบแทนรวมของตลาดทุน อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน	

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนของแต่ละประเทศ ด้วยวิธี Vector Autoregressive Models (VAR)	55
5.2 สรุปผลการศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณต่อผลตอบแทนรวมของตลาดทุน อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนของแต่ละประเทศ ด้วยวิธี Vector Autoregressive Models (VAR) - Rolling-Window Analysis of Time Series	58
บรรณานุกรม	61
ภาคผนวก	66
ประวัติผู้วิจัย	71



สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า	
2.1	รายละเอียดนโยบายทางการเงิน	7
3.1	ช่วงเวลาของข้อมูลในการทดสอบทางสถิติด้วยวิธี Vector Autoregressive Models (VAR) - Rolling-Window	21
3.2	รายชื่อตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศที่ศึกษา	23
3.3	รายชื่อธนาคารกลางของกลุ่มประเทศที่ศึกษา	23
3.4	เส้นเวลาการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกา	24
4.1	ผลการทดสอบความหยุดนิ่งของอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดทุน อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ของประเทศมาเลเซีย ในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021	26
4.2	ผลการทดสอบความล่าช้าที่เหมาะสมกับอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดทุน อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ประเทศมาเลเซียในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021	27
4.3	ตารางแสดงค่า Eigen Value ของ อัตราผลตอบแทนรวมของตลาดทุน อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ประเทศมาเลเซียในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021	28
4.4	แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดทุน อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ของประเทศมาเลเซีย อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 สหรัฐอเมริกา และ การทำนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021 ด้วยแบบจำลอง Vector Autoregressive Models (VAR)	30

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตาราง	หน้า
4.5 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ประเทศมาเลเซีย ในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021 ด้วยวิธี Granger Causality	31
4.6 ผลการทดสอบความหยุดนิ่งของอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ของประเทศจีน ในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021	32
4.7 ผลการทดสอบความล่าช้าที่เหมาะสมกับอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ประเทศจีนในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021	33
4.8 ตารางแสดงค่า Eigen Value ของ อัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ประเทศจีนในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021	34
4.9 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ของประเทศจีน อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 สหรัฐอเมริกา และ การทำนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021 ด้วยแบบจำลอง Vector Autoregressive Models (VAR)	35
4.10 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ประเทศจีน ในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021 ด้วยวิธี Granger Causality	36

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตาราง	หน้า
5.1 ตารางสรุปผลการศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลायเชิงปริมาณต่อผลตอบแทนรวมของตลาดทุนของกลุ่มประเทศที่ทำการศึกษ ด้วยวิธี Vector Autoregressive Models ที่ระดับความเชื่อมั่น 5%	55
5.2 ตารางสรุปผลการศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลायเชิงปริมาณต่ออัตราการเติบโตของปริมาณเงินในระบบของกลุ่มประเทศที่ทำการศึกษ ด้วยวิธี Vector Autoregressive Models ที่ระดับความเชื่อมั่น 5%	57
5.3 ตารางสรุปผลการศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลायเชิงปริมาณต่อเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนของกลุ่มประเทศที่ทำการศึกษ ด้วยวิธี Vector Autoregressive Models ที่ระดับความเชื่อมั่น 5%	57
5.4 ตารางสรุปผลการศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลायเชิงปริมาณต่อผลตอบแทนรวมของตลาดทุน ด้วยวิธี Vector Autoregressive Models - Rolling-Window Analysis of Time Series ที่ระดับความเชื่อมั่น 5%	58
5.5 ตารางสรุปผลการศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลायเชิงปริมาณต่ออัตราการเติบโตของปริมาณเงิน(M2) ด้วยวิธี Vector Autoregressive Models- Rolling-Window Analysis of Time Series ที่ระดับความเชื่อมั่น 5%	59
5.6 ตารางสรุปผลการศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลायเชิงปริมาณต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ด้วยวิธี Vector Autoregressive Models - Rolling-Window Analysis of Time Series ที่ระดับความเชื่อมั่น 5%	59

สารบัญรูปร่างภาพ

รูปร่างภาพ	หน้า
4.1 แสดงค่า Unit Circle ของอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ประเทศมาเลเซียในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021	28
4.2 แสดงค่า Unit Circle ของอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ประเทศจีนในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021	34
4.3 กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย (KLSE)	39
4.4 กราฟค่า T-Score ของแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย (KLSE)	40
4.5 กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับอัตราการเติบโตของปริมาณเงินในระบบของประเทศมาเลเซีย (M2)	42
4.6 กราฟค่า T-Score ของแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับอัตราการเติบโตของปริมาณเงินในระบบของประเทศมาเลเซีย (M2)	42
4.7 กราฟที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของค่าเงินริงกิต/ 1 ดอลลาร์สหรัฐ (Direct Quote)	44
4.8 กราฟค่า T-Score ของแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของค่าเงินริงกิต/ 1 ดอลลาร์สหรัฐ (Direct Quote)	45
4.9 กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีน เซี่ยงไฮ้คอมโพสิต (SSEC)	48
4.10 กราฟค่า T-Score ของแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับ ผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีน (SSEC)	48
4.11 กราฟแสดงอัตราการเติบโตของ GDP ของประเทศจีน (%รายปี)	49
4.12 กราฟแสดงอัตราส่วนระหว่างปริมาณหนี้สินของรัฐบาลทั้งหมดต่อ GDP ของประเทศจีน	49

สารบัญรูปรภาพ (ต่อ)

รูปรภาพ	หน้า
4.13 กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับอัตราการเติบโตของปริมาณเงินในระบบของ ประเทศจีน (M2)	52
4.14 กราฟค่า T-Score ของแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับอัตราการเติบโตของปริมาณเงิน ในระบบของประเทศจีน (M2)	52
4.15 กราฟที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของค่าเงิน หยวน/ 1 ดอลลาร์สหรัฐ (Direct Quote)	52
4.16 กราฟค่า T-Score ของแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของ ค่าเงินหยวน/ 1 ดอลลาร์สหรัฐ (Direct Quote)	54



บทที่ 1

บทนำ (Introduction)

ปัจจุบันเรื่องของการลงทุนในสินทรัพย์ต่าง ๆ นั้นได้รับความสนใจเป็นอย่างมากซึ่งนโยบายทางการเงินของประเทศที่มีขนาดเศรษฐกิจใหญ่เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของสินทรัพย์ต่าง ๆ ปริมาณเงินในระบบ และอัตราการเปลี่ยนแปลงทางการเงินอีกด้วย วิทยานิพนธ์นี้ศึกษาเกี่ยวกับนโยบายทางการเงินจากประเทศที่พัฒนาอย่างการประกาศนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ในช่วงวิกฤตนั้นส่งผลกระทบต่อโครงสร้างทางการเงินและผลตอบแทนของตลาดตราสารทุน ปริมาณเงินในระบบ และอัตราการเปลี่ยนแปลงทางการเงินในกลุ่มประเทศประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน 5 ประเทศ ได้แก่ประเทศไทย ประเทศสิงคโปร์ ประเทศฟิลิปปินส์ ประเทศอินโดนีเซีย และประเทศมาเลเซีย รวมทั้งศึกษาประเทศนอกกลุ่มทั้งหมด 3 ประเทศ คือ ประเทศจีน ประเทศญี่ปุ่น และประเทศเกาหลีใต้ ซึ่งช่วงที่มีการประกาศทำนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ ส่งผลให้ตลาดทุนของฝั่งสหรัฐอเมริกา รวมถึงตลาดหุ้นทั่วโลกมีการฟื้นตัวจากภาวะวิกฤตที่เกิดขึ้นจึงนำไปสู่ข้อสงสัยที่ว่า การใช้นโยบายทางการเงินแบบผ่อนคลายของสหรัฐอเมริกาส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของตลาดทุน ปริมาณเงินในระบบ และอัตราการเปลี่ยนแปลงทางการเงินของกลุ่มประเทศที่เราให้ความสนใจอย่างไร ณ ช่วงที่มีการประกาศใช้ QE และถ้าส่งผลจะส่งผลในทิศทางเดียวกันหรือทิศทางตรงกันข้ามกับการใช้นโยบายแบบผ่อนคลายของปริมาณเงิน

ในช่วงที่ทำการศึกษาคือครอบคลุมถึงวิกฤต Subprime ซึ่งเป็นวิกฤตที่ทำให้ธนาคารกลางของสหรัฐอเมริกาคัดสินใจทำ QE เป็นครั้งแรก และได้มีการประกาศนโยบาย QE ถึง 4 ครั้ง เพื่อจัดการกับวิกฤตนี้ โดยสาเหตุสำคัญอย่างแรกคือการผ่อนคลายกฎเกณฑ์ในการกำกับสถาบันการเงิน ส่งผลให้สถาบันการเงินสามารถทำธุรกรรมประเภทใหม่ๆ ได้มากขึ้น รวมถึงการนำเอาสินเชื่อจำนองบ้านมาผ่านกระบวนการแปลงเป็นหุ้นกู้จำพวก Mortgage-Backed Security (MBS) และ Collateralized debt obligations (CDOs) ที่จ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้ลงทุนจากดอกเบี้ยที่ได้รับจากลูกหนี้จำนองที่อยู่อาศัย จากนั้นจึงนำเงินที่ได้จากการออกหุ้นกู้มาปล่อยกู้เพิ่มขึ้น ทำให้สถาบันการเงินเปลี่ยนบทบาทจากเจ้าหนี้มาเป็น "คนกลาง" ส่วนนักลงทุนซึ่งส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบันที่ซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าวกลับกลายเป็น "เจ้าหนี้" ถือครองสินเชื่อจำนองบ้านแทนกระบวนการดังกล่าว เพื่อให้สถาบันการเงินสามารถกระจายความเสี่ยงออกจาก portfolio ได้มากขึ้น สถาบันการเงินเหล่านั้นจึงสามารถปล่อยกู้และลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง ได้มากกว่าที่เคยเป็น

ในอดีต นอกจากนี้การที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องเป็นระยะเวลานานตั้งแต่ปี 2001 เป็นต้นมาทำให้สถาบันการเงินพยายามหาช่องทางในการหารายได้มากขึ้น

จากการลดมาตรฐานในการปล่อยกู้ลงมาโดยเฉพาะการปล่อยกู้ในตลาด subprime ซึ่งเป็นตลาดของลูกหนี้ที่มีคุณสมบัติไม่ครบถ้วนหรือลูกหนี้ที่มีความเสี่ยงสูงก็ได้ขยายตัวเพิ่มมากขึ้นด้วย โดยสถาบันการเงินเหล่านี้จึงใจผู้กู้ด้วยการให้ผู้กู้สามารถจ่ายดอกเบี้ยในระดับต่ำและคงที่ในช่วงแรกของการกู้จึงทำให้เกิดการเก็งกำไรในตลาดที่อยู่อาศัยมากขึ้นเรื่อย ๆ ผลักดันให้ราคาบ้านเพิ่มขึ้นสูงถึงกว่า 200 เปอร์เซ็นต์ ภายในเวลา 5 ปี ระยะเวลาต่อมาในช่วงกลางปี 2004 ราคาสินค้าในตลาดโลกเริ่มปรับตัวสูงขึ้น สะท้อนถึงอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้น ธนาคารกลางสหรัฐ (Fed) จึงใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวด คือเริ่มปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปอย่างต่อเนื่องจากร้อยละ 1 ในเดือนมิถุนายน ปี 2004 ขึ้นมาถึง ร้อยละ 5.25 ในเดือนมิถุนายน ปี 2006 เมื่อต้นทุนทางการเงินสูงขึ้น ประกอบกับระยะเวลาที่สินเชื่อที่อยู่อาศัยส่วนใหญ่ เริ่มเข้าสู่ช่วงอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ตลาดหุ้นที่เฟื่องฟูก่อนหน้านี้เกิดภาวะที่เรียกว่า “ฟองสบู่แตก” ราคาบ้านในสหรัฐเริ่มลดลงต่อเนื่อง ส่งผลให้ผู้กู้ด้อยคุณภาพ โดยเฉพาะผู้กู้ในกลุ่ม Subprime เริ่มมีการผิดนัดชำระหนี้เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ส่งผลให้ผู้ปล่อยกู้ในตราสาร MBS และ CDOs ที่เป็นตราสารอนุพันธ์ซับซ้อนไม่สามารถประเมินมูลค่าที่แท้จริงได้ ทำให้นักลงทุนเกิดความกังวลและระมัดระวังการลงทุนมากขึ้น ทำให้สภาพคล่องตึงตัว (Liquidity Crunch) ในตลาดการเงินสหรัฐ และลุกลามไปทั่วโลก อีกทั้งการบริโภคและการลงทุนในสหรัฐฯ หดตัวอย่างรุนแรง ส่งผลให้เศรษฐกิจเริ่มเข้าสู่ภาวะถดถอยตั้งแต่เดือนธันวาคม ปี 2007

สำหรับภูมิภาคเอเชียได้รับผลกระทบจากวิกฤต Subprime ทางอ้อม จากการเร่งขายสินทรัพย์จำนวนมาก (Deleveraging) ของนักลงทุนต่างประเทศ นำไปสู่ปัญหาสภาพคล่องตึงตัวของภาคธุรกิจและต้นทุนการกู้ยืมเงินที่สูงขึ้น สถาบันการเงินหลายแห่งลดการลงทุนและบางส่วนได้ถอนทุนออกจากภูมิภาคเอเชียทำให้เงินทุนที่เคยไหลเข้า หดตัวลงอย่างรวดเร็วและรุนแรง สถาบันการเงินจำเป็นต้องระดมทุนผ่านช่องทางอื่น เช่น การออกพันธบัตร แต่การที่สินเชื่อดึงตัวทำให้การออกพันธบัตรทำได้ยากขึ้น โดยเฉพาะธุรกิจที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำ ประกอบกับนักลงทุนและกองทุนต่างๆขายหลักทรัพย์ออกจากตลาดหุ้นในภูมิภาคเอเชียอย่างรวดเร็วจากการขาดความเชื่อมั่นและลดผลการขาดทุนที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคต นอกจากนี้ยังกดดันให้ค่าเงินในภูมิภาคอ่อนค่าลงอย่างเห็นได้ชัด โดยเฉพาะในช่วงเดือนกันยายน 2008 ถึงมีนาคม 2009 เงินวอนของเกาหลี และเงินรูเปียของอินโดนีเซียอ่อนค่าลงมากกว่าร้อยละ 20 และร้อยละ 10 ตามลำดับ ภูมิภาคเอเชียส่วนใหญ่ผลิตสินค้าที่ใช้เทคโนโลยีระดับกลางถึงสูง เช่น รถยนต์ อิเล็กทรอนิกส์ และเครื่องจักรกล เป็นต้น

เมื่อประเทศผู้นำเข้าสินค้าเหล่านี้ประสบกับวิกฤตเศรษฐกิจ ประกอบกับการหดตัวของสินเชื่อยิ่งทำให้ประเทศในภูมิภาคเอเชียส่วนใหญ่ได้รับผลกระทบมากทางการค้า

เมื่อเกิดฟองสบู่แตกและเศรษฐกิจพังทลาย ธนาคารกลางของอเมริกาได้ตัดสินใจประกาศทำนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ครั้งแรกในช่วงปลายเดือนพฤศจิกายน 2008 หลังจากที่ Lehman Brothers ล่มละลายไปได้เพียง 3 เดือน โดยการทำ QE ครั้งแรกกินระยะเวลาไป 19 เดือน โดยธนาคารกลางของสหรัฐอเมริกาได้ทำการเข้าซื้อตราสารหนี้ที่มีสินเชื่อที่อยู่อาศัยเป็นหลักประกันการจำนองด้วยจำนวนเงินมากถึง 1.7 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ และปรับลดคนโยบายดอกเบี้ยจาก 6.3% เป็น 5.2% เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตามการประกาศใช้ QE ในครั้งนี้ยังไม่สามารถจัดการกับวิกฤตนี้ได้ดีมานักและยังเป็นผลทำให้ราคาทองและราคาน้ำมันในสหรัฐอเมริกาปรับตัวเพิ่มขึ้นเกือบ 50% ของราคา ณ ตอนนั้น

เมื่อนโยบาย QE ฉบับแรกไม่สามารถจัดการกับวิกฤต Subprime ได้ดีมากนัก ธนาคารกลางของอเมริกาจึงได้ตัดสินใจประกาศนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) เป็นครั้งที่ 2 ได้เริ่มในเดือนพฤศจิกายน 2010 หลังจากการทำครั้งที่ 1 ไปเพียง 4 เดือนเท่านั้น โดยการประกาศนโยบายในครั้งนี้มีเป้าหมายคือการกระตุ้นเศรษฐกิจเป็นหลักผ่านการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลด้วยจำนวนเงินถึง 8.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ และใช้เวลาในการทำ QE ครั้งที่ 2 นี้เป็นเวลาเพียงประมาณ 8 เดือนเท่านั้น

ผ่านไปเพียง 2 เดือนหลังจากทำ QE ครั้งที่ 2 ธนาคารกลางของสหรัฐอเมริกาได้ตัดสินใจทำมาตรการทางการเงินที่ธนาคารกลางจะลดสัดส่วนการถือครองพันธบัตรระยะสั้นแล้วเพิ่มการถือครองพันธบัตรระยะยาว (Operation Twist) ซึ่งจะช่วยอายุครบกำหนดได้ถอนเฉลี่ยของสินทรัพย์ในงบดุลของธนาคารกลางสหรัฐอเมริกาเพิ่มขึ้น โดยที่ไม่ต้องมีการอัดฉีดเงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจซึ่งมีความเสี่ยงที่จะเป็นแรงกระตุ้นทำให้เกิดเงินเฟ้อ โดยเป้าหมายของการทำ Operation Twist คือการกดอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวให้อยู่ในระดับที่ต่ำกว่าผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นเพื่อลดต้นทุนการกู้ยืมของธุรกิจ โดยการทำ Operation Twist ใช้เวลาไปถึงเดือนธันวาคม 2012 และการทำ QE ไป 2 ครั้ง รวมกับการทำ Operation Twist นั้นส่งผลดีกับเศรษฐกิจ

โดยภารกิจถัดมาที่ทางธนาคารกลางสหรัฐอเมริกาต้องจัดการคืออัตราการว่างงานที่สูงขึ้น โดยธนาคารกลางสหรัฐได้ตัดสินใจประกาศทำ QE เป็นครั้งที่ 3 ซึ่งเริ่มต้นขึ้นในเดือนกันยายน 2012 และจบลงในเดือนธันวาคม 2012 พร้อมกับ Operation Twist ธนาคารกลางสหรัฐได้ตัดสินใจใช้เงินเป็นจำนวน 4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐในการเข้าซื้อหนี้เสียในส่วนของอสังหาริมทรัพย์จากธนาคารพาณิชย์ เพื่อต้องการดึงเอาหนี้เสียในส่วนของอสังหาริมทรัพย์ออกจากระบบ และเป็นการเพิ่มความสามารถให้กับธนาคารพาณิชย์ให้เพิ่มการปล่อยกู้ให้กับประชาชน

หลังจากจบการทำ QE ครั้งที่ 3 ธนาคารกลางสหรัฐอเมริกาได้ตัดสินใจเริ่มการทำ QE ครั้งที่ 4 ในเดือนมกราคม 2013 โดยธนาคารกลางสหรัฐอเมริกาได้ประกาศเป้าหมายว่าการทำ QE ครั้งนี้จะหยุดลงก็ต่อเมื่ออัตราการว่างงานต่ำกว่า 6.5% หรือเงินเฟ้ออยู่สูงกว่า 2.5% โดยเครื่องมือหลักที่ธนาคารกลางสหรัฐอเมริกาคัดสินใจใช้คือการเข้าซื้อพันธบัตรระยะยาวและตราสารหนี้ที่มีสินเชื่อที่อยู่อาศัยเป็นหลักประกันการจำนองด้วยจำนวนเงิน 8.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ สุดท้ายแล้วการทำ QE เพื่อจัดการกับวิกฤต Subprime ได้จบลงในเดือนตุลาคม 2014 เป็นเวลาถึง 71 เดือน

และการทำ QE ครั้งล่าสุดเกิดขึ้นหลังการระบาดหนักของโควิด 19 ในสหรัฐอเมริกา อัตราการว่างงานในสหรัฐอเมริกาค่อยๆเพิ่มขึ้นไปแตะระดับสูงสุดที่ 14.7% ในเดือนพฤษภาคม 2020 ซึ่งเป็นอัตราที่สูงสุด นับตั้งแต่ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำครั้งใหญ่ในช่วงปี 1930 อัตราการว่างงานที่สูง ทำให้กำลังซื้อของชาวอเมริกันลดลงอย่างมาก อีกประเด็นคือ ความไม่แน่นอนของภาวะเศรษฐกิจ ทำให้ชาวอเมริกันเอาเงินไปฝากธนาคารมากขึ้น เพื่อเก็บเงินสดไว้ใช้ แม้แต่จะไม่ได้ดอกเบี้ยเลยก็ตาม ซึ่งเรื่องนี้ สะท้อนได้จาก การเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์ของสหรัฐอเมริกา โดยในช่วงมีนาคมถึงพฤษภาคม 2020 เงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์ของสหรัฐอเมริกา เพิ่มขึ้นกว่า 62 ล้านล้านบาท โดยธนาคารกลางสหรัฐอเมริการะงับนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณในเดือนมีนาคม 2020 โดยในปี 2020 เพียงปีเดียว ธนาคารกลางสหรัฐอเมริการู้เงินไปถึง 6.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐในการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลเพื่อผลตอบแทนของพันธบัตรลดต่ำลง ซึ่งจะส่งผลไปยังดอกเบี้ยในตลาดการกู้ยืมให้ลดลง จนเกิดแรงจูงใจให้ภาคเอกชนมากู้ยืมเงินไปลงทุนและจ้างงานในระบบเศรษฐกิจต่อไป อีกทั้งยังทำการปรับลดดอกเบี้ยเหลือเพียง 0.25% เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ

วิจัยนี้เป็นการศึกษาถึงผลกระทบของการประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณต่อตลาดทุน ปริมาณเงินในระบบ และอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทในประเทศไทย ประเทศสิงคโปร์ ประเทศฟิลิปปินส์ ประเทศอินโดนีเซีย ประเทศมาเลเซีย ประเทศจีน ประเทศญี่ปุ่น และประเทศเกาหลีใต้ โดยอ้างอิงแนวทางการศึกษาตามแนวคิดและทฤษฎีนโยบายการเงิน (Monetary Policy) ทฤษฎีกระแสการไหลของเงินทุน (Fund Flow) ทฤษฎี International Fisher Effect ทฤษฎีความเสมอภาคของดอกเบี้ย Interest rate parity ทฤษฎี Covered interest Rate parity ทฤษฎี Uncovered Interest Rate Parity และทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อโดยเปรียบเทียบ (Relative Purchasing Power Parity) ผ่านแบบจำลอง Vector Autoregressive Models (VARs)

จากผลศึกษาพบว่า การประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณในประเทศสหรัฐอเมริกาส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนรวมของตลาดทุนในประเทศสิงคโปร์ ประเทศมาเลเซีย ประเทศฟิลิปปินส์ ประเทศอินโดนีเซีย ประเทศญี่ปุ่น และประเทศเกาหลีใต้ และไม่ส่งผล

กระทบต่อผลตอบแทนรวมของตลาดทุนในประเทศไทย และประเทศจีน โดยวิจัยนี้สามารถสรุปได้ว่าการประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายนโยบายการเงิน (QE) ในประเทศสหรัฐอเมริกาส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนรวมของตลาดทุนในกลุ่มประเทศเปิดใหม่มากกว่ากลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว (Junji, Kui-Wai & Tatsuyoshi, 2016) ซึ่งเป็นไปตามผลคาดการณ์ของคณะผู้จัดทำ โดยปัจจัยสำคัญที่เข้ามาเร่งหรือชะลอผลกระทบนี้คือ นโยบายการเงินในประเทศนั้น ๆ ว่า ณ ตอนที่ประเทศสหรัฐอเมริกามีการประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายนโยบายการเงิน (QE) ในประเทศนั้น ๆ มีการปรับใช้ดอกเบี้ยนโยบายเท่าไร หรือมีการเข้าไปแทรกแซงอัตราแลกเปลี่ยนหรือไม่ และอีกปัจจัยสำคัญเข้ามาเร่งหรือชะลอผลกระทบนี้คือความมั่นคง ความโปร่งใสทางการเมืองในประเทศนั้น ๆ ซึ่งจะเป็ปัจจัยที่ช่วยให้เพิ่มความมั่นใจให้แก่นักลงทุนต่างชาติในการเคลื่อนย้ายเงินมาลงทุนในประเทศนั้น ๆ ได้ โดยสามารถอธิบายผ่านทฤษฎีกระแสการไหลของเงินทุนที่อธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างดอกเบี้ยนโยบายและทิศทางของการไหลของกระแสเงิน

อีกทั้งผลกระทบจากประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายนโยบายการเงินของประเทศส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนของประเทศญี่ปุ่น คือการประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายนโยบายการเงินส่งผลทำให้ค่าเงินเยนอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ และส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนของประเทศอินโดนีเซีย คือการประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายนโยบายการเงินส่งผลทำให้ค่าเงินรูเปี้ยห์แข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ ในขณะที่การประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายนโยบายการเงินไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนของประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย ไทย ฟิลิปปินส์ จีน และเกาหลีใต้

ในขณะที่การประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายนโยบายการเงิน (QE) ในประเทศสหรัฐอเมริกาไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราการเติบโตของปริมาณเงินของทุกประเทศที่ทำการศึกษา ซึ่งเป็นไปตามผลคาดการณ์ของคณะผู้จัดทำ และหลักการนโยบายการเงินที่ว่าอัตราการเติบโตของปริมาณเงินในระบบในประเทศนั้น ๆ จะสอดคล้องกับนโยบายทางการเงินภายในประเทศนั้น ๆ มากกว่านโยบายทางการเงินจากต่างประเทศ

งานวิจัยนี้ได้ถูกแบ่งออกเป็นห้าส่วน ได้แก่ ส่วนแรกคือ บทนำ (Introduction) ส่วนที่ 2 ระบุถึงการทบทวนวรรณกรรม (Literature Review) ส่วนที่ 3 กล่าวถึงข้อมูล ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ (Data, Variables and Methodologies) ส่วนที่ 4 คือ ผลการวิจัย (Results) และส่วนสุดท้าย ส่วนที่ 5 คือ สรุปผลการศึกษา (Conclusion) ตามลำดับ

บทที่ 2

บททวนวรรณกรรม (Literature Review)

บทนี้เน้นการศึกษาเกี่ยวกับแนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีตของการศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลาฯเชิงปริมาณต่อตลาดทุน ปริมาณเงินในระบบ และอัตราแลกเปลี่ยน โดยทฤษฎีต่างๆที่ใช้ในการอธิบายผลกระทบที่ทำการศึกษาได้แก่ นโยบายการเงิน (Monetary Policy), ทฤษฎีกระแสการไหลของเงินทุน (Flow Theory), ทฤษฎี International Fisher Effect, ทฤษฎีความเสมอภาคของดอกเบี้ย (Interest rate parity), ทฤษฎีความเสมอภาคของอัตราดอกเบี้ยที่ได้ป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน (Covered interest Rate parity), ทฤษฎีความเสมอภาคของอัตราดอกเบี้ยที่ไม่ได้ป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน (Uncovered interest rate parity-UIP), ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อโดยเปรียบเทียบ (Relative Purchasing Power Parity - RPPP) ด้วยทฤษฎีที่ได้กล่าวข้างต้นสามารถอธิบายผลกระทบของนโยบายผ่อนคลาฯเชิงปริมาณต่อตลาดทุน ปริมาณเงินในระบบ และอัตราแลกเปลี่ยนได้ โดยกล่าวอย่างละเอียดในหัวข้อที่ 2.1 อีกทั้งการศึกษานี้ยังได้รวบรวมงานศึกษาเชิงประจักษ์ต่างๆทั้งในประเทศ และต่างประเทศที่สอดคล้องกับทฤษฎีดังกล่าวข้างต้น ในหัวข้อที่ 2.2 จากงานศึกษาเชิงประจักษ์ทั้งทั้งในประเทศและต่างประเทศ ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลกระทบของนโยบายผ่อนคลาฯเชิงปริมาณต่อตลาดทุน ปริมาณเงินในระบบ และอัตราแลกเปลี่ยน

2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)

2.1.1 นโยบายการเงิน (Monetary Policy)

นโยบายการเงิน คือมาตรการทางการเงินชนิดหนึ่งที่ธนาคารกลาง (ธนาคารแห่งชาติ) เป็นผู้ควบคุมปริมาณเงินและเครดิตในระบบเศรษฐกิจ ซึ่งมีอำนาจในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน รวมถึงระบบอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศด้วย ว่าใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศแบบคงที่ (Fixed Exchange Rate) แบบลอยตัว (Floating Exchange Rate) หรือแบบลอยตัวแบบจัดการ (Managed Floating) เพื่อรักษาเสถียรภาพทางการเงินภายในประเทศ ตัวอย่างเช่น หากเศรษฐกิจภายในประเทศกำลังเข้าสู่ภาวะเงินเฟ้อหรือเงินฝืดนั้น ธนาคารกลางจะประกาศนโยบายทางการเงินออกมา เพื่อไม่ให้เกิดเหตุการณ์เงินฝืดหรือเงินเฟ้อมากเกินไป โดย

นโยบายการเงินหลัก ๆ แบ่งได้เป็น 2 แบบ คือ (ธนาคารแห่งประเทศไทย, บริษัทหลักทรัพย์ z.com, 2565) นโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย และนโยบายการเงินแบบเข้มงวด โดยทั้ง 2 นโยบายต่างใช้ในเวลาที่ต่างกัน

นโยบายการเงินมีอิทธิพลโดยตรงต่อตลาดทุน โดยตลาดทุนเป็นตลาดที่มีการซื้อขายตราสารทางการเงินหรือกู้ยืมเงินระยะยาวที่มีระยะเวลาตั้งแต่ 1 ปี ขึ้นไป โดยสามารถแบ่งออกเป็นตราสารหนี้ระยะยาว เช่น พันธบัตรรัฐบาล พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ และตราสารหนี้ภาคเอกชน (หุ้นกู้) และตราสารทุน เช่น หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และ กองทุนรวม

ในตลาดทุนการระดมทุนเพื่อลงทุนมาจาก 2 ช่องทางคือผู้ถือหุ้น หรือกู้ยืมจากแหล่งเงินกู้ เช่น ธนาคาร หรือการออกหุ้นกู้ ซึ่งเมื่อเกิดการกู้ยืมเงินผู้กู้ยืมต้องจ่ายคืนผู้กู้ในรูปแบบ “ดอกเบี้ย” ดังนั้นการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยนโยบายจึงมีผลกระทบต่อตลาดทุน

นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายทำให้นักลงทุนเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในสินทรัพย์ตลาดทุน เพราะผลตอบแทนจากดอกเบี้ยลดลงประกอกับต้นทุนในการกู้ยืมเงินลดลง ทำให้นักลงทุนเลือกลงทุนในตลาดทุนมากขึ้น

ในขณะที่นโยบายการเงินแบบตึงตัวทำให้นักลงทุนเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นที่มีอายุตราไม่เกิน 1 ปี เช่น ตั๋วเงินคลัง ตั๋วแลกเงินที่ธนาคารรับรอง ตราสารพาณิชย์หรือเอกสารการค้า และ ใบรับฝากเงินที่เปลี่ยนมือได้ เพราะยังอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น ราคาตราสารทางการเงินลดลง ทำให้การถือตราสารทางการเงินที่มีอายุสั้นจะมีความเสี่ยงน้อยกว่า จะเห็นได้ว่านโยบายการเงินต้องใช้ความรอบคอบในการออกนโยบาย เพราะวัตถุประสงค์ในการใช้นโยบายทางการเงินคือการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ ไม่ให้หดตัวหรือขยายตัวจนเกินไป เพราะเกิดผลเสียได้ทั้งสองทาง นโยบายการเงินจึงเป็นเครื่องมือสำคัญสำหรับระบบเศรษฐกิจภายในประเทศ

ตารางที่ 2.1 รายละเอียดนโยบายทางการเงิน

นโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย	นโยบายการเงินแบบเข้มงวด
ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย	เพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบาย
ซื้อพันธบัตร	ขายพันธบัตร
ลดอัตราเงินสดสำรองของธนาคารพาณิชย์	เพิ่มอัตราเงินสดสำรองของธนาคารพาณิชย์

การใช้นโยบายการเงินช่วงเศรษฐกิจชะงัก ชนาคากลางจะเลือกใช้ "นโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย" เพื่อรักษาเสถียรภาพของเศรษฐกิจในประเทศไม่ให้เกิดภาวะเงินฝืด หรือกล่าวคือเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจของประเทศ และเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินในระบบในประเทศนั้น ๆ ผ่าน 3 วิธีดังนี้

1. การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เปรียบเสมือนการลดดอกเบี้ยอ้างอิง ซึ่งเมื่อดอกเบี้ยอ้างอิงปรับตัวลดลงอาจนำมาสู่การปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ รวมถึงปรับลดอัตราดอกเบี้ยฝากด้วยเช่นกัน ฉะนั้นหากเมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลดลง จะส่งผลให้สนับสนุนภาคการลงทุนมากขึ้น เกิดการจ้างงานเพิ่มขึ้น เมื่อเกิดการจ้างงานมากขึ้น สะท้อนให้เห็นถึงการเติบโตทางเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้น ผู้คนมีรายได้เพิ่มขึ้น

2. การซื้อพันธบัตรจากภาคเอกชนหรือรัฐบาล เมื่อปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจมีการหมุนเวียนน้อยจนเกินไปหรือเกิดภาวะเงินฝืด ซึ่งจะส่งผลให้การผลิตและการบริโภคลดลง ดังนั้นชนาคากลางจะรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจโดยการนำเงินเข้าสู่ระบบเพิ่มขึ้น ผ่านการซื้อพันธบัตรจากภาคเอกชนหรือรัฐบาล ซึ่งจะทำให้เอกชนหรือรัฐบาลได้รับเงินจากการขายพันธบัตรให้กับชนาคากลาง ทำให้เอกชนหรือรัฐบาลสามารถนำเงินมาใช้ตามจุดประสงค์ที่ต้องการได้ และจะส่งผลให้เกิดการสนับสนุนการลงทุนและบริโภคตามลำดับ

3. การปรับลดอัตราเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ เมื่อธนาคารพาณิชย์ได้รับเงินฝากจากประชาชนเข้ามา ธนาคารพาณิชย์ต้องสำรองเงินส่วนหนึ่งไว้ตามกฎหมาย ในขณะที่อีกส่วนหนึ่งจะนำไปปล่อยสินเชื่อเพื่อให้เงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจต่อไป ตัวอย่างเช่น หากอัตราเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์อยู่ที่ 10% หมายความว่าทุก ๆ การฝากเงิน 100 บาท ธนาคารพาณิชย์จะต้องเก็บสำรองไว้ 10 บาท ในขณะที่อีก 90 บาท ธนาคารสามารถนำไปปล่อยสินเชื่อเพื่อให้เงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจได้ ฉะนั้น หากมีการประกาศลดอัตราเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ จะทำให้มีปริมาณเงินหมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจเพิ่มมากขึ้น

ส่วนกรณีการใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวด เป็นการชะลอการเติบโตที่ร้อนแรงของเศรษฐกิจ ตัวอย่างเช่นในกรณีที่เศรษฐกิจเติบโตที่ร้อนแรง จะตามมาซึ่งการจับจ่ายใช้สอยของประชาชนที่มากขึ้น ส่งผลให้ราคาสินค้าสูงขึ้นและเกิดภาวะเงินเฟ้อที่มีความรุนแรงชนาคากลางจำเป็นต้องทำการลดปริมาณเงินในระบบ ซึ่งการลดปริมาณเงินในระบบสามารถทำได้ผ่าน 3 วิธีดังนี้

เพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบาย การออกพันธบัตรรัฐบาล และการเพิ่มอัตราเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์เพื่อลดการปล่อยสินเชื่อซึ่งการดำเนินนโยบายแบบเข้มงวด เพื่อไม่ให้เกิดภาวะเงินเฟ้อที่มากเกินไป (ชนาคารแห่งประเทศไทย, บริษัทหลักทรัพย์ z.com, 2565)

1. การเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เปรียบเสมือนการเพิ่มดอกเบี้ยอ้างอิง ซึ่งเมื่อดอกเบี้ยอ้างอิงปรับตัวเพิ่มขึ้นอาจนำมาสู่การปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ รวมถึงปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเงินฝากด้วยเช่นกัน ฉะนั้นหากเมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้เพิ่มขึ้น จะส่งผลให้ภาคการลงทุนนั้นหดตัวลง การจ้างงานลดลง ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงการชะลอทางเศรษฐกิจ

2. การขายพันธบัตรรัฐบาล เมื่อปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจมีการหมุนเวียนมากเกินไปหรือเกิดภาวะเงินเฟ้อ ซึ่งจะส่งผลให้การผลิตและการบริโภคเพิ่มขึ้น ดังนั้นธนาคารกลางจะรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจโดยการนำเงินออกจากระบบมากขึ้น ผ่านการขายพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งจะทำให้ปริมาณเงินมือประชาชนนั้นลดลง ส่งผลประชาชนมีกำลังในการใช้จ่ายน้อยลง

3. การปรับเพิ่มอัตราเงินสดสำรองของธนาคารพาณิชย์ ฉะนั้นหากมีการประกาศเพิ่มอัตราเงินสดสำรองของธนาคารพาณิชย์ จะทำให้มีปริมาณเงินหมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจลดน้อยลงขึ้น

โดยเครื่องมือที่ได้กล่าวไปข้างต้นเป็นเพียงเครื่องมือส่วนหนึ่งที่ธนาคารกลางสามารถควบคุมได้ อีกทั้งยังมีอัตราแลกเปลี่ยนที่ธนาคารกลางสามารถเข้ามาแทรกแซงได้ ขึ้นอยู่กับประเทศนั้นใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบใด ซึ่งการใช้นโยบายเหล่านี้ใช้เพื่อรักษาเสถียรภาพทางการเงินของประเทศ เพื่อไม่ให้เกิดภาวะเงินฝืดหรือเงินเฟ้อมากเกินไป

2.1.2 ทฤษฎีกระแสการไหลของเงินทุน (Flow Theory)

ทฤษฎีกระแสการไหลของเงินทุนเน้นความสัมพันธ์ระหว่างการไหลของเงินทุนและอัตราดอกเบี้ย โดยอัตราดอกเบี้ยเป็นปัจจัยหลักที่ทำให้เกิดการไหลเวียนของกระแสเงินลงทุนระหว่างประเทศ ผ่านตัวกลางคือนักลงทุน (Carry Trade) ที่เป็นตัวกลางในการเคลื่อนย้ายกระแสเงินลงทุน การเพิ่มขึ้นของดอกเบี้ยในต่างประเทศส่งผลกระทบต่อการไหลออกของเงินทุนภายในประเทศเนื่องจากอัตราดอกเบี้ยนอกประเทศสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศ ในทางตรงกันข้ามถ้าหากอัตราดอกเบี้ยในประเทศมีการปรับตัวสูงขึ้นและสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศจะส่งผลให้เกิดการไหลเข้าของเงินทุนต่างชาติ (Duo Li, 2018)

ในมุมมองของการลงทุน สิ่งที่ทำให้ทฤษฎีกระแสการไหลของเงินทุนได้รับความสนใจเป็นเพราะกระแสของเงินทุนส่งผลโดยตรงกับตลาดทุนของประเทศที่กระแสเงินทุนได้ไหลเข้าไป เนื่องจากมูลค่าของกระแสของเงินทุนมักจะเป็นมูลค่าที่สูงมาก ๆ จากนักลงทุนทั่วโลก นั่นหมายความว่าถ้ากระแสเงินทุนเข้าไปที่ตลาดประเทศใดก็จะทำให้ตลาดของประเทศนั้นมูลค่าปรับตัวสูงขึ้นตาม

ในทางกลับกันเมื่อกระแสเงินทุนไหลออกจากตลาดทุนของประเทศนั้น ๆ ก็จะทำให้มูลค่าของตลาดทุนประเทศนั้นปรับตัวลดลงตามเงิน ทุนเคลื่อนย้ายที่ไหลออกไป อีกทั้งยังส่งผลกระทบต่อโดยตรงกับอัตราแลกเปลี่ยนหรือค่าเงินของประเทศที่กระแสเงินทุนไหลเข้าไปลงทุน (หรือไหลออก) เนื่องจากการที่จะเข้าไปลงทุนในประเทศใด จำเป็นที่จะต้องแลกเงินเป็นเงินสกุลของประเทศนั้น ทำให้ปริมาณความต้องการสกุลเงินนั้นสูงขึ้นส่งผลให้ค่าเงินของประเทศที่กระแสเงินทุนไหลเข้าเกิดการแข็งค่า และเมื่อกระแสเงินทุนไหลออกจากประเทศหนึ่งนักลงทุนก็ต้องการการแลกเงินกลับเป็นเงินสกุลที่ตนต้องการ ก็จะทำให้ปริมาณความต้องการเงินของประเทศที่กระแสเงินทุนไหลออกก็จะลดน้อยลงและส่งผลให้เงินอ่อนค่า ซึ่งกระแสของเงินทุนส่วนใหญ่จะไหลเข้าประเทศที่มีลักษณะดังนี้

1. ประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยนโยบายระดับสูงเนื่องจากเป็นช่องทางใหม่ ๆ ในการสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้น จากอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับสูง ซึ่งประเทศที่มีคุณสมบัติข้อนี้ ก็จะได้รับพิจารณา เป็นลำดับต้น ๆ
2. ประเทศที่เพิ่งจะเปิดรับการลงทุนต่างประเทศ เนื่องจากเป็นโอกาสในการสร้างการเติบโตจากการลงทุนต่าง ๆ ทรัพยากรต่าง ๆ ในประเทศยังอยู่ในระดับต้นทุนที่ไม่สูงมากนักและยังมีจำนวนมาก เช่น ค่าจ้างแรงงาน และ วัตถุดิบที่ใช้ในการผลิต เนื่องจากเพิ่งเป็นเพียงจุดเริ่มต้น ดังนั้นอัตราการเติบโตจึงอยู่ในระดับที่สูงกว่าหลายประเทศใหญ่ที่อาจจะถึงจุดอิ่มตัวแล้ว
3. ประเทศที่มีสถานะทางเศรษฐกิจมั่นคง เนื่องจากเป็นทางเลือกที่ดีสำหรับการลงทุน เพราะจะไม่มีวิกฤติมากระทบต่อการดำเนินธุรกิจภายในประเทศ ซึ่งประเทศที่มีคุณสมบัติดังกล่าว จะถูกมองเป็นประเทศปลอดภัย หรือ Safe Haven และ มักจะเป็นเป้าหมายในการไหลเข้าของ Fund Flow ยามที่เศรษฐกิจทั่วโลกเกิดวิกฤติ

2.1.3 ทฤษฎี International Fisher Effect

ทฤษฎี International Fisher Effect กล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน (Nominal Interest Rate) กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน (change in the exchange rate) ระหว่าง 2 ประเทศ ผ่านสมการ

$$S_t = S_0 \left(\frac{1 + R_{dt}}{1 + R_{ft}} \right)$$

S_t คือ อัตราแลกเปลี่ยน ณ เวลาที่ t

S_0 = Spot rate

R_{dt} = อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินภายในประเทศ ณ เวลาที่ t

R_{ft} = อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินต่างประเทศ ณ เวลาที่ t

ความแตกต่างกันของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินสามารถนำมาใช้คาดการณ์ความเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนได้ เนื่องจากประเทศใดที่มีอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าประเทศอื่นๆ มีแนวโน้มที่จะมีอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นเช่นกัน อัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นนี้จะทำให้สกุลเงินในประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยสูงกว่า และนำไปสู่การอ่อนค่าลงของสกุลเงินเมื่อเทียบกับประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่า (Eiteman & David K, 2013)

2.1.4 ทฤษฎีความเสมอภาคของดอกเบี้ย Interest rate parity

$$F_t = S_0 \left(\frac{1 + i_t^a}{1 + i_t^b} \right)$$

F_0 = Forward rate

S_0 = Spot rate

i_t^a = อัตราดอกเบี้ยประเทศ a ณ เวลา t

i_t^b = อัตราดอกเบี้ยประเทศ b ณ เวลา t

ทฤษฎีความเสมอภาคของดอกเบี้ย หรือ Interest rate parity – IRP เป็นทฤษฎีที่ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างสองประเทศมีค่าเท่ากับส่วนต่างระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นราคาตลาด โดย IRP เป็นทฤษฎีพื้นฐานแสดงถึงความสัมพันธ์ โดยมีแนวคิดว่าหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงเหมือนกัน ถ้าหากตัดสินใจลงทุนทำธุรกรรมออก อาจจะมีส่วนต่างเรื่องของอัตราดอกเบี้ยซึ่งส่วนที่แพงกว่าเราเรียกว่า (Premium) ส่วนที่ราคาถูกกว่าเราเรียก (Discount) ของอัตราแลกเปลี่ยนเงินต่างประเทศ โดยทั่วไปนักลงทุนมักทำกำไรจากการเคลื่อนย้าย

เงินทุนระยะสั้น โดยเงินทุนจะไหลไปหาที่ ๆ ให้ผลตอบแทนมากกว่าในที่นี้ก็คือ ดอกเบี้ย จึงเกิดกระบวนการ covered interest arbitrage จนกระทั่งบรรลุลออัตราดอกเบี้ยเสมอภาค หรือไม่เช่นนั้นก็มี การแทรกแซงจากรัฐบาล (สุดา ปิตะวรรณ และเพาพันธ์ กัลยาณมิตร, 2553)

จากทฤษฎีความเสมอภาคของดอกเบี้ย Interest rate parity สามารถคาดการณ์ได้ว่า เงินทุนจะไหลไปที่ประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยสูงเพื่อแสวงหาผลตอบแทนที่มากขึ้น บนความเสี่ยงที่ เท่ากันดังนั้นประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำมักจะมีเงินทุนไหลออกจนกว่าจะมีการเปลี่ยนแปลง ดอกเบี้ยนโยบาย

2.1.5 ทฤษฎี Uncovered Interest Rate Parity

$$i_t^a = \frac{E_t(\Delta S_{(t+k)})}{S_t} + i_t^b$$

$E_t(\Delta S_{(t+k)})$ คือ การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต ที่คาดหวัง (expected future spot exchange rate) ณ เวลา $t + k$

K คือ จำนวนช่วงเวลาในอนาคตนับจากเวลา t

S_t คือ อัตราแลกเปลี่ยน ณ เวลา t

i_t^a = อัตราดอกเบี้ยประเทศ a ณ เวลา t

i_t^b = อัตราดอกเบี้ยประเทศ b ณ เวลา t

ทฤษฎีความเสมอภาคของอัตราดอกเบี้ยที่ไม่ได้ป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน (Uncovered interest rate parity-UIP) ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างสองประเทศจะเท่ากับ การเปลี่ยนแปลงสัมพัทธ์ของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศในช่วงเวลา แสดงให้เห็นว่า อัตรา ดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตมีความสอดคล้องและเชื่อมโยงกัน ดังนั้นเมื่อปัจจัยใดปัจจัย หนึ่งได้รับผลกระทบจะทำให้ทั้งสองปัจจัยที่เหลือได้รับผลกระทบด้วยเช่นเดียวกัน(พิทักษ์, 2561)

ดังนั้น ทฤษฎีความเสมอภาคของอัตราดอกเบี้ยที่ไม่ได้ป้องกันความเสี่ยงจากอัตรา แลกเปลี่ยน (Uncovered interest rate parity-UIP) สามารถทำนายได้ว่าถ้าหากเกิดการเปลี่ยนแปลง ในอัตราดอกเบี้ยหรือว่าเงินเฟ้อในประเทศใดประเทศหนึ่งจะส่งผลกระทบต่อ อัตราแลกเปลี่ยนอีก ประเทศหนึ่ง

2.1.6 ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อโดยเปรียบเทียบ (Relative Purchasing Power Parity)

$$S_t = S_0 \left(\frac{1 + i_t^a}{1 + i_t^b} \right)$$

S_0 = Spot rate

S_t คือ อัตราแลกเปลี่ยน ณ เวลา t

i_t^a = อัตราเงินเฟ้อประเทศ a ณ เวลา t

i_t^b = อัตราเงินเฟ้อประเทศ b ณ เวลา t

ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อโดยเปรียบเทียบ (Relative Purchasing Power Parity - RPPP) พื้นฐานมาจากทฤษฎี Purchasing Power Parity (PPP) หรือ ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อ ซึ่งเป็นทฤษฎีที่ว่าด้วยความเท่าเทียมกันของอำนาจซื้อ โดยอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างสกุลเงินสองประเทศต้องอยู่ในภาวะสมดุล ทำให้อำนาจการซื้อหรือราคาสินค้าอย่างหนึ่งในประเทศทั้งสองเท่ากัน โดยทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อโดยเปรียบเทียบกล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราเงินเฟ้อและอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งทฤษฎีนี้กล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราเงินเฟ้อและอัตราแลกเปลี่ยน ขอสมมติว่าประเทศ A มีอัตราเงินเฟ้อสูงกว่าประเทศ B 10% ต่อปี ดังนั้นเมื่อถึงสิ้นปีสกุลเงินของประเทศ A จะมีอำนาจซื้อสินค้าขึ้นหนึ่งลดลงไป 10% จากแนวคิดตามทฤษฎี Relative Purchasing Power Parity ความแตกต่างของอัตราเงินเฟ้อ จะส่งผลให้สกุลเงินของประเทศ A อ่อนค่าลง 10% เพื่อรักษอำนาจซื้อสินค้าขึ้นหนึ่งให้เท่าเทียมกัน ซึ่งทฤษฎี Relative Purchasing Power Parity (RPPP) ยังต้องอาศัยผลกระทบอย่างอื่น เช่น สภาพเศรษฐกิจแต่ละประเทศ โดยในระยะสั้นในโลกความเป็นจริงอาจจะไม่ได้เกิดขึ้น (Chen, thebusinrssprofessor.com, 2022)

จากทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อโดยเปรียบเทียบ (Relative Purchasing Power Parity - RPPP) สามารถทำนายได้ว่า ประเทศที่มีเงินเฟ้อสูงกว่าจะส่งผลทางตรงต่ออัตราแลกเปลี่ยนของประเทศนั้น ๆ เพื่อรักษอำนาจซื้อสินค้าให้เท่าเทียมกัน

จากทฤษฎีและแนวคิดข้างต้นนั้น สามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้ง 3 ตัวแปรได้ดังนี้

ตามทฤษฎี เมื่อสหรัฐอเมริกามีการ ใช้นโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณส่งผลให้ปริมาณเงินในตลาดทุนของประเทศสหรัฐอเมริกามีปริมาณเพิ่มมากขึ้นจากการที่ผลตอบแทนในรูปแบบของ

ดอกเบี้ยลดลงและเงินวิ่งเข้าหาสินทรัพย์เสี่ยงเพื่อรักษาขนาดของผลตอบแทนที่ต้องการไว้ โดยการใช้นโยบายผ่อนคลายนโยบายเชิงปริมาณของสหรัฐอเมริกาส่งผลกระทบต่อตลาดทุนประเทศอื่น จาก การที่มีเงินทุนไหลเข้าจากทฤษฎีกระแสการไหลของเงินทุนเงินทุนจะไหลเข้าไปยังตลาดทุนที่ให้ ผลตอบแทนสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศเมื่อหักลบจากเงินเฟ้อ และเป็นประเทศที่มีเศรษฐกิจที่ มั่นคง

เมื่อประเทศต่างๆ ได้รับเงินทุนไหลเข้าจากการใช้นโยบายผ่อนคลายนโยบายเชิงปริมาณ สหรัฐอเมริกาของไปลงทุนในประเทศก็ส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนโดยประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ย ที่สูงจากทฤษฎีความเสมอภาคของดอกเบี้ย Interest rate parity จะเป็นประเทศที่ถูกคาดการณ์ว่า เงินทุนจะไหลเข้ามาสูงกว่าประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำเนื่องจากบนความเสี่ยงเท่ากันแต่ให้ ผลตอบแทนมากกว่า และการไหลเข้าของเงินทุนส่งผลให้ค่าเงินมีทิศทางที่แข็งค่าขึ้นไปด้วย

โดยทางกลุ่มได้มีการตั้งข้อสงสัยจากทฤษฎีที่ได้กล่าวไปในข้างต้น การใช้นโยบาย ผ่อนคลายนโยบายเชิงปริมาณของประเทศไทยส่งผลกระทบต่อตลาดทุน ปริมาณเงินในระบบ และอัตรา แลกเปลี่ยน ประเทศไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ ญี่ปุ่น เกาหลีใต้ และจีน ใน ทิศทางที่เป็นบวกหรือเป็นลบต่อ ตลาดทุน ปริมาณเงินในระบบ และอัตราแลกเปลี่ยน ของประเทศ ที่กลุ่มได้ให้ความสนใจ

ทางกลุ่มได้ตั้งสมมติฐานว่าจากทฤษฎีข้างต้นสามารถทำนายผลได้ว่าการใช้นโยบาย ผ่อนคลายนโยบายเชิงปริมาณของประเทศไทยส่งผลกระทบต่อตลาดทุน ในทิศทางบวกตลาดทุนมีการ ปรับตัวสูงขึ้นจากเม็ดเงินที่ไหลเข้ามาลงทุน และ ส่งผลกระทบต่อปริมาณเงินในระบบในทิศทางที่เป็นบวก จากเม็ดเงินที่ไหลเข้ามาลงทุนส่งผลให้ปริมาณเงินในระบบเพิ่มมากขึ้น และส่งผลกระทบต่ออัตรา แลกเปลี่ยนในทิศทางที่เป็นบวกคือค่าเงินมีการแข็งค่าขึ้น

2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical Studies)

งานวิจัยในอดีตที่ศึกษาถึงผลกระทบของนโยบายมาตรการผ่อนคลายนโยบายเชิงปริมาณทาง การเงิน (QE) ที่ใช้รับมือกับปัญหาการชะลอตัวของเศรษฐกิจ โดยเฉพาะประเทศที่มีเศรษฐกิจ ขนาดใหญ่ เช่น ประเทศอเมริกา ประเทศทางแถบยุโรป และประเทศญี่ปุ่น ว่าส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นใน ประเทศในแถบเอเชียหรือไม่ โดยอ้างถึงสองปัจจัยหลักที่ทำให้การทำ QE ในประเทศที่มีขนาด เศรษฐกิจที่ใหญ่ส่งผลกระทบต่อตลาดทุนในประเทศอื่น ๆ คือ อัตราดอกเบี้ยที่ลดลง และการ เพิ่มขึ้นของการเข้าซื้อพันธบัตร มีดังนี้

1. The dynamic effects of quantitative easing on stock price: Evidence from Asian emerging markets (Miyakoshia et al., 2016) เป็นการศึกษาถึงผลกระทบของนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ในประเทศสหรัฐอเมริกา สหภาพยุโรป และญี่ปุ่นต่อตลาดทุนในประเทศเกิดใหม่ในเอเชีย (AEM) จำนวน 8 ประเทศ ได้แก่ บังกลาเทศ อินเดีย อินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ ไทย และ เกาหลีใต้ ในช่วงเวลาดังแต่ปี 2001 ถึง 2016 โดยการศึกษานี้เชื่อว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ต่ำในประเทศที่มีการประกาศใช้ นโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณจะส่งผลทำให้นักลงทุน (Carry Trade) ย้ายเงินออกไปลงทุนในประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่าเพื่อแสวงหาผลตอบแทนที่สูงกว่า ทำให้ตลาดทุน และตลาดการลงทุนประเภทอื่น ๆ เช่น ตลาดตราสารหนี้ หรือตลาดอสังหาริมทรัพย์ ได้รับผลประโยชน์ โดยเฉพาะในประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่

การศึกษานี้พบว่า นโยบาย QE ในประเทศสหรัฐอเมริกา สหภาพยุโรป และญี่ปุ่นส่งผลดีต่อตลาดทุนในประเทศกลุ่ม AEM ซึ่งถือว่าเป็นตลาดเกิดใหม่ เนื่องจากเศรษฐกิจในประเทศเกิดใหม่มีความสัมพันธ์ที่ใกล้ชิดกับประเทศที่มีขนาดเศรษฐกิจใหญ่ และความต่างของดอกเบี้ยนโยบายที่ทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายของเงินทุนจากประเทศที่ประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณเข้าสู่ประเทศที่มีดอกเบี้ยสูงกว่าผ่านตัวกลางนักลงทุน (Carry Trade) ที่ต้องการแสวงหาผลตอบแทนที่สูงกว่า รวมถึงอัตราแลกเปลี่ยนด้วยเช่นเดียวกัน โดยการประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณของประเทศญี่ปุ่นจะส่งผลค่อนข้างมากต่อตลาดทุนในประเทศเกิดใหม่ในเอเชีย (AEM) ทั้ง 8 ประเทศ ในช่วงก่อนปี 2008 ในขณะที่การประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณในประเทศสหรัฐอเมริกา ส่งผลค่อนข้างมากต่อตลาดทุนในประเทศเกิดใหม่ในเอเชีย (AEM) ทั้ง 8 ประเทศ ในช่วงหลังปี 2008 และการประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณในประเทศสหภาพยุโรปไม่ส่งผลต่อตลาดทุนในประเทศเกิดใหม่ในเอเชีย (AEM) ทั้ง 8 ประเทศ

2. The Transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Financial Markets (Aizenman et al., 2014) เป็นการศึกษาถึงผลกระทบของการยกเลิกการใช้นโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ในประเทศสหรัฐอเมริกาต่อตลาดทุน ตลาดตราสาร อัตราแลกเปลี่ยน และ CDS spreads ใน 5 ประเทศเกิดใหม่ ได้แก่ ประเทศบราซิล อินเดีย อินโดนีเซีย แอฟริกาใต้ และตุรกี ตั้งแต่ปี 2012 ถึง 2013 โดยการศึกษานี้เชื่อว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ต่ำในประเทศที่มีการประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณจะส่งผลทำให้นักลงทุน (Carry Trade) ย้ายเงินออกไปลงทุนในประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่าเพื่อแสวงหาผลตอบแทนที่สูงกว่า แต่เมื่อเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้น ธนาคารกลางในประเทศนั้นๆ จะประกาศยกเลิกการใช้นโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ผ่านการปรับดอกเบี้ยนโยบายให้สูงขึ้น จะทำให้กระแสเงินไหลกลับเข้ามาในประเทศที่มีการประกาศยกเลิกการใช้นโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) จากการที่นักลงทุนย้ายเงินกลับเข้ามาเพื่อ

แสวงหาผลตอบแทนที่สูงกว่า ดังนั้นจึงส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้น อัตราแลกเปลี่ยน และ CDS spreads โดยเฉพาะในประเทศเกิดใหม่

การศึกษานี้พบว่า การประกาศยกเลิกนโยบาย QE ในประเทศสหรัฐอเมริกา การศึกษานี้พบว่า นโยบาย QE ในประเทศสหรัฐอเมริกา ส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้น ตลาดตราสาร อัตราแลกเปลี่ยน และ CDS spreads ใน 5 ประเทศเกิดใหม่ ได้แก่ ประเทศบราซิล อินเดีย อินโดนีเซีย แอฟริกาใต้ และตุรกี เพียงเล็กน้อยเท่านั้น เนื่องจากธนาคารกลางของสหรัฐอเมริกาออกมาประกาศเกี่ยวกับรายละเอียดการประกาศยกเลิกนโยบาย QE มากถึง 26 ครั้ง ทำให้นักลงทุนสามารถรู้ และคาดการณ์เกี่ยวกับสถานการณ์และปริมาณเงินที่ธนาคารกลางกำลังจะดึงออกจากระบบ โดยส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นมากที่สุด รองมาเป็นอัตราแลกเปลี่ยน และส่งผลกระทบต่อ CDS spreads น้อยที่สุด



บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย (Methodology)

3.1 แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา (Model)

จากแนวคิดและทฤษฎีที่กล่าวไว้ในบทที่ 2 จะเห็นความสัมพันธ์ทั้ง 2 แบบ คือแบบ ส่งผลซึ่งกันและกัน (Interdependence) กับแบบพลวัต (Dynamic) อย่างต่อเนื่องจึงต้องใช้วิธีการศึกษาโดยใช้แบบจำลองของ Vector Autoregressive (VARs) ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ คือ เป็น แบบจำลองอนุกรมเวลาหนึ่งที่สามารถวิเคราะห์อนุกรมเวลาที่มีผลกระทบซึ่งกันและกัน โดยมีสูตรดังนี้

$$\begin{pmatrix} R_{A,t} \\ m_{A,t} \\ \% \Delta FX_{A,t} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} c_{RA} \\ c_{mA} \\ c_{FXA} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \alpha_{11} & \alpha_{12} & \alpha_{13} \\ \alpha_{21} & \alpha_{22} & \alpha_{23} \\ \alpha_{31} & \alpha_{32} & \alpha_{32} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} R_{A,t-1} \\ m_{A,t-1} \\ \% \Delta FX_{A,t-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \beta_{11} & \beta_{12} \\ \beta_{21} & \beta_{22} \\ \beta_{31} & \beta_{32} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} m_{US,t-1} \\ dQE_{t-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \varepsilon_{RA,t} \\ \varepsilon_{mA,t} \\ \varepsilon_{FXA,t} \end{pmatrix} \quad (3.1)$$

- $R_{A,t}$ = อัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศ
- $m_{A,t}$ = อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน (Money Supply M2)
- $\% \Delta FX_{A,t}$ = เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ตัวอย่าง บาทต่อดอลลาร์
- c_{RA} = ค่าคงที่อัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์
- c_{mA} = ค่าคงของตัวแปรอัตราการเติบโตปริมาณเงิน M2
- c_{FXA} = ค่าคงของเปอร์เซ็นต์ของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote
- m_{US} = อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน (Money Supply M2)
- dQE = QE Dummy โดยช่วงที่ทำ QE จะให้เท่ากับ 1 ช่วงที่ไม่มีการทำ QE จะให้เท่ากับ 0
- α = ค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนรวม อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน
- β_{11} = ค่าสัมประสิทธิ์ระหว่างอัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 ประเทศสหรัฐอเมริกา กับอัตราผลตอบแทนรวมของแต่ละ

	ประเทศ
β_{12}	= ค่าสัมประสิทธิ์ระหว่างการทำนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ของสหรัฐ กับอัตราผลตอบแทนรวมของแต่ละประเทศ
β_{21}	= ค่าสัมประสิทธิ์ระหว่างอัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 ประเทศสหรัฐอเมริกา กับอัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 ของแต่ละประเทศ
β_{22}	= ค่าสัมประสิทธิ์ระหว่างการทำนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ของสหรัฐ กับอัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 ของแต่ละประเทศ
β_{31}	= ค่าสัมประสิทธิ์ระหว่างอัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 ประเทศสหรัฐอเมริกา กับเปอร์เซ็นต์ของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ของแต่ละประเทศ
β_{32}	= ค่าสัมประสิทธิ์ระหว่างการทำนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ของสหรัฐประเทศสหรัฐอเมริกา กับเปอร์เซ็นต์ของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ของแต่ละประเทศ
ϵ	= ค่าคลาดเคลื่อน (Error Term)
t	= ช่วงเวลารายเดือน
$t-1$	= ผลกระทบของจากตัวแปรในแต่ละตัวในปัจจุบันจะส่งผลกระทบต่อตัวแปรอื่นๆและตัวมันเองในหนึ่งช่วงเวลาถัดไปข้างหน้า

ค่าสัมประสิทธิ์ (β) จะมีค่าออกมา 2 แบบ คือ ค่าเป็นบวก (+) หมายถึง ตัวแปรทั้ง 2 มีความสัมพันธ์ในทางบวก จะมีทิศทางเดียวกัน เช่น การทำนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ของสหรัฐ มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลตอบแทนของตลาดในในประเทศไทย แสดงว่าถ้ามีการทำ QE ผลตอบแทนของตลาดหุ้นในประเทศไทยจะเพิ่มขึ้น แต่ถ้ามีค่าเป็นลบ (-) หมายถึง ตัวแปรทั้ง 2 มีความสัมพันธ์ทางลบ จะมีทิศทางตรงกันข้ามกัน เช่น การทำนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ของสหรัฐ มีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลตอบแทนของตลาดในในประเทศไทย แสดงว่าถ้ามีการทำ QE ผลตอบแทนของตลาดหุ้นในประเทศไทยจะลดลง โดยเครื่องหมายที่คาดการณ์ ตั้งแต่ β_{11} ถึง β_{32} เป็นบวกทั้งหมด เนื่องจากประเทศสหรัฐอเมริกามีขนาดเศรษฐกิจใหญ่ที่สุดในโลกดังนั้น

จึงคาดการณ์ว่าจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนรวมของตลาด อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ *Direct quote* ของกลุ่มประเทศที่ทำการศึกษา

3.2 วิธีการทางสถิติ (Statistical Methods)

3.2.1 วิธี Vector Autoregressive Models (VAR)

กลุ่มผู้วิจัยใช้แบบจำลอง Vector Autoregressive Models (VAR) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของข้อมูลที่สามารถทำนายกันและกันได้ โดยแบบจำลองจะมีลักษณะเหมือนระบบสมการต่อเนื่องมีการพิจารณาตัวแปรตามหรือตัวแปรภายในหลายตัวพร้อมกัน (Dependent or Endogenous) โดยตัวแปรภายในจะถูกกำหนดด้วยอดีตของตัวเอง (Lagged Variable) และถูกอธิบายด้วยตัวแปรล่าช้าของตัวแปรภายในตัวอื่นๆ (Lagged of other variable) ทางกลุ่มผู้วิจัยศึกษาผลกระทบนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ หรือ การทำ QE ของประเทศสหรัฐอเมริกาส่งผลอย่างไรต่ออัตราผลตอบแทนราคาหุ้นของหลักทรัพย์ ปริมาณเงิน M2 และการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ของกลุ่มประเทศสมาคมประชาชาติแห่งเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (ASEAN) 5 ประเทศ ได้แก่ ประเทศไทย ประเทศสิงคโปร์ ประเทศฟิลิปปินส์ ประเทศอินโดนีเซีย และประเทศมาเลเซีย รวมทั้งศึกษาประเทศนอกกลุ่มทั้งหมด 3 ประเทศ คือ ประเทศจีน ประเทศญี่ปุ่น และประเทศเกาหลีใต้ โดยใช้วิธี Vector Autoregressive Models (VAR) มีขั้นตอนศึกษาดังนี้

1. ตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลองจากสมการข้างต้น ทำข้อมูลให้อยู่ในรูปอนุกรมเวลา (Time Series Data)

2. ทดสอบความ Stationary ของตัวแปรอนุกรมเวลาด้วย Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test ด้วยโปรแกรม STATA โดยตัวแปรทุกตัวจะต้องมีความหยุดนิ่งที่ระดับเดียวกัน เพื่อป้องกันการเกิดปัญหาความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นจริง (Spurious Relationship) ข้อมูลที่มีลักษณะหยุดนิ่ง (Stationary) หมายถึง ข้อมูลอนุกรมเวลาที่มีค่าเฉลี่ย (Mean) และมีค่าความแปรปรวน (Variance) เท่ากันตลอดเวลาที่ศึกษา วิธีการตรวจสอบจะใช้การเปรียบเทียบค่าสถิติ t (MacKinnon approximate p -value for $Z(t)$) หากน้อยกว่า 0.05 แสดงว่าข้อมูล Stationary (เฉลิมพล จตุพร, 2561)

3. การกำหนดจำนวนความล่าช้า (Lag) ที่เหมาะสมกับแบบจำลองที่ใช้โดยเลือกจากค่า Information criteria ที่มีค่าน้อยที่สุด โดยพิจารณาจากค่า Akaike Information Criterion (AIC) Hannon-Quinn Information Criterion (HQIC) และ SBIC หรือ Schwarz Information Criterion ค่าที่น้อยเกิดมาจาก มีความแปรปรวนและความแปรปรวนรวมที่น้อย มีจำนวนของตัวแปรและจำนวน Lag ที่

น้อย และมีจำนวนข้อมูลในการประมาณค่าที่มาก (ปีติวรรณ ธนาเลิศกุลธรณ์ และสมพร ปั้นโกษา, 2563)

4. ทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรด้วยแบบจำลอง Vector Autoregressive Models (VAR) และ Granger Causality Test ว่าตัวแปรต่างๆมีความสัมพันธ์กันหรือไม่ และหากมีความสัมพันธ์กันจะสามารถทำนายกันและกันได้ โดยแบบจำลอง VAR จะกำหนดตัวแปรภายในแต่ละตัวมีความล่าช้าในตัวเอง

5. การวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงเหตุผล (Granger causality) เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยมุ่งเน้นว่าตัวแปรที่ใช้ในการศึกษานั้น มีความสัมพันธ์เป็นเหตุเป็นผลซึ่งกันและกันหรือไม่

3.2.2 วิธี Vector Autoregressive Models (VAR) - Rolling-Window

เป็นการศึกษาเพิ่มเติมเพื่อดูว่าในการทำนโยบายผ่อนคลางเชิงปริมาณในแต่ละช่วงสามารถทำนายอัตราผลตอบแทนราคาหุ้นของหลักทรัพย์ ปริมาณเงิน M2 และการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ของกลุ่มประเทศที่ศึกษาได้หรือไม่ ใช้ข้อมูลรายเดือนทั้งหมด 176 เดือน จะแบ่งข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบเป็นช่วงละ 3 ปี หรือ 36 เดือน และจะมีการเคลื่อน 1 เดือน เช่น ช่วงข้อมูลเดือนที่ 1-36 ถัดมา ช่วงข้อมูลเดือนที่ 2-37 เป็นต้น รวมทั้งหมด 140 ช่วง

ตารางที่ 3.1 ช่วงเวลาของข้อมูลในการทดสอบทางสถิติด้วยวิธี Vector Autoregressive Models (VAR) - Rolling-Window

ช่วงเวลา	เดือน
1	เดือนพฤษภาคม 2007 ถึงเดือนเมษายน 2010
2	เดือนมิถุนายน 2007 ถึงเดือนพฤษภาคม 2010
3	เดือนกรกฎาคม 2007 ถึงเดือนมิถุนายน 2010
4	เดือนสิงหาคม 2007 ถึงเดือนกรกฎาคม 2010
5	เดือนกันยายน 2007 ถึงเดือนสิงหาคม 2010
6	เดือนตุลาคม 2007 ถึงเดือนกันยายน 2010
7	เดือนพฤศจิกายน 2007 ถึงเดือนตุลาคม 2010
8	เดือนธันวาคม 2007 ถึงเดือนพฤศจิกายน 2010
.	.
.	.
.	.
130	เดือนกุมภาพันธ์ 2018 ถึงเดือนมกราคม 2021
131	เดือนมีนาคม 2018 ถึงเดือนกุมภาพันธ์ 2021
132	เดือนเมษายน 2018 ถึงเดือนมีนาคม 2021
133	เดือนพฤษภาคม 2018 ถึงเดือนเมษายน 2021
134	เดือนมิถุนายน 2018 ถึงเดือนพฤษภาคม 2021
135	เดือนกรกฎาคม 2018 ถึงเดือนมิถุนายน 2021
136	เดือนสิงหาคม 2018 ถึงเดือนกรกฎาคม 2021
137	เดือนกันยายน 2018 ถึงเดือนสิงหาคม 2021
138	เดือนตุลาคม 2018 ถึงเดือนกันยายน 2021
139	เดือนพฤศจิกายน 2018 ถึงเดือนตุลาคม 2021
140	เดือนธันวาคม 2018 ถึงเดือนพฤศจิกายน 2021

3.3 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data)

การวิจัยนี้ศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณของประเทศสหรัฐอเมริกาส่งผลอย่างไรต่ออัตราผลตอบแทนราคาหุ้นของประเทศมาเลเซีย และประเทศจีน โดยผ่านทางปัจจัยทางเศรษฐกิจ คือ อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (Exchange rate) อัตราดอกเบี้ย (monetary policy rate) และศึกษาถึงผลกระทบต่อปริมาณเงินในระบบ และรวมถึงอัตราแลกเปลี่ยนของแต่ละประเทศได้รับผลกระทบอย่างไร โดยการศึกษาครอบคลุมระหว่างเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021

ข้อมูลทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลรายเดือน ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษามีทั้งสิ้น 176 ช่วงเวลา โดยช่วงเวลาดังกล่าวครอบคลุมวิกฤตทางการเงินของสหรัฐอเมริกา (Subprime Crisis) ในช่วงเดือนตุลาคม 2008 และวิกฤตโรคระบาด COVID-19 ในเดือนมกราคม 2020 ที่ส่งผลกระทบต่อภาวะเศรษฐกิจทั่วโลก อีกทั้งยังครอบคลุมช่วงเวลาที่ธนาคารกลางของประเทศสหรัฐอเมริกาได้ประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินจำนวน 5 ฉบับ เพื่อใช้ข้อมูลในช่วงเวลาดังกล่าวในการศึกษาผลกระทบการลดลงของนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณของประเทศสหรัฐอเมริกาส่งผลอย่างไรต่ออัตราผลตอบแทนราคาหุ้นของหลักทรัพย์ของประเทศกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา โดยแบ่งการศึกษาออกเป็นช่วงเวลาย่อย (Sub Period) 5 ช่วงเวลา ตามรอบการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินในประเทศสหรัฐอเมริกา ได้แก่

1. ช่วงระหว่างการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 1 – ครอบคลุมตั้งแต่เดือนธันวาคม 2008 ถึง เดือนมิถุนายน 2010
2. ช่วงระหว่างการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 2 – ครอบคลุมตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน 2010 ถึง เดือนมิถุนายน 2011
3. ช่วงระหว่างการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 3 – ครอบคลุมตั้งแต่เดือนกันยายน 2012 ถึง เดือนธันวาคม 2012
4. ช่วงระหว่างการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 4 – ครอบคลุมตั้งแต่เดือนมกราคม 2012 ถึง เดือนตุลาคม 2012
5. ช่วงระหว่างการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 5 – ครอบคลุมตั้งแต่เดือนมีนาคม 2020 ถึง เดือนธันวาคม 2021

โดยข้อมูลหลักที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คืออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ปริมาณเงินในระบบ และข้อมูลการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกา

อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Total Market Return) ได้ใช้อัตราผลตอบแทนที่รวมเงินปันผลเข้าไป รายเดือน จากฐานข้อมูล Refinitiv ที่เป็นการรวบรวมข้อมูลจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศดังนี้

ตารางที่ 3.2 รายชื่อตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศที่ศึกษา

ประเทศ	ตลาด
ประเทศมาเลเซีย	Malaysia Stock Market (FBM KLCI)
ประเทศจีน	Shanghai Shenzhen CSI 300

อัตราดอกเบี้ย (Interest Rate) ในกลุ่มของประเทศที่ทำการศึกษา ได้ใช้ดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลระยะเวลา 10 ปี ที่ออกโดยรัฐบาลในประเทศนั้นๆ โดยเก็บข้อมูลย้อนหลังจากฐานข้อมูลจากธนาคารกลางของแต่ละประเทศดังนี้

ตารางที่ 3.3 รายชื่อธนาคารกลางของกลุ่มประเทศที่ศึกษา

ประเทศ	Policy maker
ประเทศมาเลเซีย	Bank Negara Malaysia
ประเทศจีน	Central Bank of the Republic of China

ปริมาณเงินในระบบ (Money Supply) ได้ใช้ปริมาณเงินในระบบประเภทที่ 2 โดยความหมายของปริมาณเงินประเภทที่สองประกอบไปด้วยธนบัตร เหรียญกษาปณ์ เงินฝากกระแสรายวัน เงินฝากออมทรัพย์ และเงินฝากประจำ ในหน่วยสกุลเงินในประเทศนั้น ๆ หลังจากนั้นนำข้อมูลมาคำนวณหาอัตราการเติบโตของปริมาณเงินในระบบของประเทศนั้น ๆ โดยเป็นการเก็บข้อมูลจากฐานข้อมูล Refinitiv

อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (Foreign Exchange Rate) ได้เก็บข้อมูลย้อนหลังจากฐานข้อมูลของธนาคารกลางของแต่ละประเทศ โดยเลือกใช้อัตราแลกเปลี่ยนที่อยู่ในรูป Direct Quote หลังจากนั้นได้นำข้อมูลมาคำนวณเป็นอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน (Percent Change of Exchange Rate)

ข้อมูลการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกา ได้มีการเก็บข้อมูลแบบ Dummy โดยแทนช่วงที่มีการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินเป็น 1 และช่วงที่ไม่มีการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินเป็น 0 โดยแบ่งออกเป็น 5 ช่วงที่ธนาคารกลางของประเทศอเมริกาได้มีการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินดังนี้

ตารางที่ 3.4 เส้นเวลาการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกา

ลำดับ	ระยะเวลา
QE 1	เดือนธันวาคม 2008 – เดือนมิถุนายน 2010
QE 2	เดือนพฤศจิกายน 2010 - เดือนมิถุนายน 2011
QE 3	เดือนกันยายน 2012 - เดือนธันวาคม 2012
QE 4	เดือนมกราคม 2013 - เดือนตุลาคม 2014
QE 5	เดือนมีนาคม 2020 - เดือนธันวาคม 2021

บทที่ 4

ผลการศึกษา

บทนี้จะเป็นส่วนของผลการทดสอบจากการดำเนินการทางวิธีสถิติ โดยแบ่งการทดสอบออกเป็นสองส่วน ส่วนแรก ทดสอบ Stationary ด้วยวิธี Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test ส่วนที่สอง การศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณต่อผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และ เปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนของแต่ละประเทศ ด้วยวิธี Vector Autoregressive Models (VAR) - Rolling-Window

4.1 การศึกษาผลกระทบของของนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณต่อผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนของแต่ละประเทศ ด้วยวิธี Vector Autoregressive Models (VAR)

4.1.1 ประเทศมาเลเซีย (Malaysia)

การทดสอบความหยุดนิ่ง (Stationary) ของตัวแปรด้วยวิธี Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test จากตารางที่ 4.1 ผลการทดสอบ Stationary ด้วยวิธี Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test พบว่า อัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และ เปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ของประเทศสิงคโปร์มีค่า Mackinnon P-value เท่ากับ 0.00 น้อยกว่า 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก (H_0 : ตัวแปรมีลักษณะเป็น *Non – stationary*) สะท้อนว่าข้อมูล Stationary เป็นข้อมูลอนุกรมเวลาที่มีค่าเฉลี่ย (Mean) และค่าความแปรปรวน (Variance) เท่ากันตลอดเวลาที่ศึกษา จึงไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์ปลอม (Spurious Relationship) และมีอันดับความสัมพันธ์ของข้อมูล (Order of Integration) เท่ากับ 0 หรือ I(0)

ตารางที่ 4.1 ผลการทดสอบความหยุดนิ่งของอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดทุน อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ของประเทศมาเลเซีย ในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021

ตัวแปร	ค่าสถิติ t	MacKinnon p-value	ผลการทดสอบ
ผลตอบแทนรวมของตลาดทุน	-8.357	0.000	Stationary
อัตราการเติบโตปริมาณเงิน M2	-9.91	0.000	Stationary
การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote	-9.005	0.000	Stationary

การกำหนดจำนวนความล่าช้า (Lag) ที่เหมาะสมกับแบบจำลอง 3.1 ในการประมาณการค่าด้วยแบบจำลองอนุกรมเวลาจำเป็นต้องมีการหาความล่าช้าที่เหมาะสมในกรณีที่ตัวแปร มีระยะเวลาในการส่งผลต่อตัวแปรอื่นๆ ในแบบจำลอง ในการศึกษาครั้งนี้จะพิจารณาจากค่า Akaike Information Criterion (AIC) Hannon-Quinn Information Criterion (HQIC) และ SBIC หรือ Schwarz Information Criterion ที่มีค่าน้อยที่สุดเป็นเกณฑ์

จากตาราง 4.7 ผลการทดสอบความล่าช้าที่เหมาะสมกับอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดทุน อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ประเทศมาเลเซีย พบว่า HQIC มีค่าน้อยที่สุดมีจำนวนเท่ากับ Lag เท่ากับ 1 หมายถึงการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรในอดีตที่ผ่านมา 1 เดือนจะส่งผลกระทบต่อตัวแปรอื่นๆรวมทั้งตัวมันเองในเวลาถัดไป 1 เดือนต่อมา

ตารางที่ 4.2 ผลการทดสอบความล่าช้าที่เหมาะสมกับอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดทุน อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ประเทศมาเลเซียในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021 ให้เครื่องหมาย * คือ Indicator Lag Order selected by the criterion, Likelihood Restricted Test (LR) คือตัวเลือกสหสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญ Final Prediction Error (FPE) คือตัวเลือกที่ให้ค่าคาดการณ์แม่นยำมากที่สุด โดยการเลือกความล่าช้าที่เหมาะสม (Optimal Lag) กับแบบจำลอง ประกอบด้วย 3 วิธีได้แก่ 1) Akaike Information Criterion (AIC) 2) Hannan-Quinn Information Criterion (HQIC) และ 3) SBIC หรือ Schwarz Information Criterion คือ การเลือกข้อมูลที่เหมาะสมที่ทำให้เกิดความคลาดเคลื่อน (Error) น้อยที่สุด

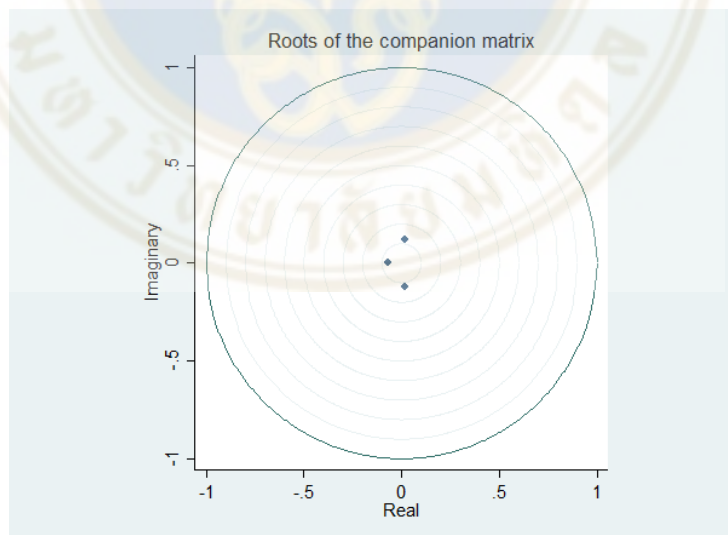
lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	-1085.17				2270.5	16.2414	16.2677	16.3063*
1	-1063.32	43.704	9	0.000	1874.29	16.0496	16.155*	16.3091
2	-1051.15	24.349	9	0.004	1787.98*	16.0022	16.1867	16.4563
3	-1048.77	4.7622	9	0.855	1974.71	16.101	16.3646	16.7497
4	-1042.54	12.446	9	0.189	2060.35	16.1424	16.4852	16.9858
5	-1040.1	4.8901	9	0.844	2275.74	16.2403	16.6621	17.2783
6	-1037.25	5.6956	9	0.770	2500.44	16.3321	16.833	17.5647
7	-1032.7	9.0973	9	0.428	2680.84	16.3985	16.9785	17.8258
8	-1027.18	11.05	9	0.272	2835.63	16.4504	17.1095	18.0723
9	-1024.44	5.4815	9	0.790	3130.4	16.5438	17.282	18.3604
10	-1021.22	6.4399	9	0.695	3435.9	16.6301	17.4474	18.6413
11	-1019.42	3.596	9	0.936	3858.1	16.7376	17.6339	18.9434
12	-1015.78	7.2691	9	0.609	4222.4	16.8176	17.7931	19.2181
13	-1009.02	13.526	9	0.140	4418.89	16.851	17.9056	19.4461
14	-1002.36	13.317	9	0.149	4641.77	16.886	18.0196	19.6757
15	-996.166	12.389	9	0.192	4921.56	16.9279	18.1406	19.9122
16	-988.577	15.179	9	0.086	5124.31	16.9489	18.2407	20.1279
17	-984.351	8.4526	9	0.489	5626.54	17.0202	18.3911	20.3938
18	-979.306	10.089	9	0.343	6122.8	17.0792	18.5292	20.6474
19	-971.664	15.284	9	0.083	6432.42	17.0995	18.6286	20.8623
20	-954.379	34.57	9	0.000	5874.95	16.9758	18.584	20.9333
21	-944.048	20.661	9	0.014	5978.7	16.9559	18.6432	21.1081
22	-938.478	11.14	9	0.266	6563.92	17.0071	18.7735	21.3539
23	-931.195	14.565	9	0.104	7062.25	17.0328	18.8782	21.5742
24	-926.629	9.1334	9	0.425	7959.99	17.0989	19.0235	21.835
25	-912.026	29.206	9	0.001	7775.15	17.0153	19.019	21.946
26	-906.414	11.224	9	0.261	8750	17.0659	19.1486	22.1912
27	-893.468	25.892	9	0.002	8900.04	17.007	19.1688	22.3269
28	-873.315	40.306	9	0.000	8206.42	16.8405	19.0815	22.3551
29	-869.608	7.4143	9	0.594	9776.09	16.9195	19.2395	22.6287
30	-860.682	17.851	9	0.037	10906.1	16.9206	19.3197	22.8244
31	-841.879	37.606	9	0.000	10648.1	16.7743	19.2525	22.8728
32	-826.64	30.479	9	0.000	11145.4	16.6812	19.2385	22.9743
33	-816.532	20.216	9	0.017	12839.7	16.6647	19.3011	23.1524
34	-799.354	34.357	9	0.000	13619.3	16.5426	19.2581	23.2249
35	-787.682	23.345	9	0.005	16124.8	16.5027	19.2973	23.3797
36	-775.05	25.264	9	0.003	19473.9	16.4485	19.3222	23.5201
37	-755.36	39.38	9	0.000	22098.5	16.289	19.2417	23.5552
38	-711.437	87.846	9	0.000	18469.4	15.7677	18.7996	23.2286
39	-682.333	58.208	9	0.000	20763.8	15.4677	18.5786	23.1231
40	-660.735	43.196*	9	0.000	29057.4	15.2796*	18.4697	23.1297

การทดสอบความเสถียร หรือ Stability ของตัวแปรในแบบจำลองที่ใช้ทดสอบทางสถิติ VAR หากมีความเสถียรค่าความยืดหยุ่น (Modulus) หรือ Eigenvalue น้อยกว่า 1

จากตารางที่ 4.3 ค่า Eigen Value มีค่าน้อยกว่า 1 และเมื่อดูจากภาพ 4.2 ค่า Unit Circle อยู่ภายในวงกลม แสดงว่าอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดทุน อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ของประเทศมาเลเซียของแบบจำลองมีความ Stability จึงสามารถนำไปวิเคราะห์ปฏิกิริยาตอบสนองต่อความแปรปรวน (Impulse Response Function) ต่อไปได้

ตารางที่ 4.3 ตารางแสดงค่า Eigen Value ของ อัตราผลตอบแทนรวมของตลาดทุน อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ประเทศมาเลเซียในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021

Eigenvalue	Moduls
.020888 - .119905i	0.121710
.020888 + .119905i	0.121710
-0.070568	0.070568



ภาพที่ 4.1 แสดงค่า Unit Circle ของอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดทุน อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ประเทศมาเลเซียในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรต้น ได้แก่ การทำนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ของสหรัฐ และ อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 ของสหรัฐ สามารถทำนายผลตอบแทนรวมของตลาดทุน อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote มาเลเซีย ที่เป็นตัวแปรตามได้หรือไม่ ด้วยแบบจำลอง Vector Autoregressive Models และ Granger Causality Test ที่ระดับความล่าช้าที่เหมาะสมเท่ากับ 1

จากตาราง 4.4 แสดงผลการทำสอบ Vector Autoregressive Models พบว่า นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ของสหรัฐกับ อัตราผลตอบแทนรวมของตลาดทุนประเทศมาเลเซียมีความสัมพันธ์ สามารถทำนายกันและกันได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 5% และมีทิศทางความสัมพันธ์ทางเดียวกัน (+) หมายถึงว่า เมื่อมีการอัดฉีดเงิน โดยการทำให้ QE ของสหรัฐอเมริกา อัตราการเติบโตปริมาณเงิน M2 ของมาเลเซียก็เพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน เนื่องจากประเทศมาเลเซียเป็นประเทศที่ใช้นโยบายการเงินโดยการควบคุมดอกเบี้ยนโยบายเป็นหลัก โดยดอกเบี้ยนโยบายของมาเลเซียในช่วงที่มีการประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ของสหรัฐนั้นสูงกว่าของสหรัฐในทุกช่วง อยู่ที่ประมาณ 4% ส่งผลให้กระแสเงินทุนยังคงหลั่งไหลเข้ามาภายในประเทศ

ตารางที่ 4.4 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ของประเทศมาเลเซีย อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 สหรัฐอเมริกา และ การทำนโยบายผ่อนคลายนโยบาย (QE) ในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021 ด้วยแบบจำลอง Vector Autoregressive Models (VAR) ให้เครื่องหมาย * คือตัวเลือกค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญที่ระดับ 5%

Number of obs = 174								
	เครื่องหมาย	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]		
ผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น								
	อัตราการเติบโตปริมาณเงินM2 (Lag1)	+	0.0040	0.0035	1.15	0.252	-0.0029	0.0110
	การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบDirect Quote (Lag1)	+	0.1597	0.1235	1.29	0.196	-0.0824	0.4018
	อัตราการเติบโตปริมาณเงินM2 ของสหรัฐอเมริกา (Lag1)	+	0.2445	0.3505	0.70	0.485	-0.4424	0.9314
	การทำQE ของธนาคารกลางสหรัฐ (Lag1)	+	1.2829	0.5124	2.50	0.012*	0.2786	2.2872
อัตราการเติบโตปริมาณเงิน M2								
	ผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น(Lag1)	-	-2.1566	1.7594	-1.23	0.220	-5.6050	1.2918
	การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบDirect Quote (Lag1)	+	1.8100	2.6196	0.69	0.490	-3.3244	6.9444
	อัตราการเติบโตปริมาณเงินM2 ของสหรัฐอเมริกา (Lag1)	-	-1.2660	7.4327	-0.17	0.865	-15.8337	13.3018
	การทำQE ของธนาคารกลางสหรัฐ (Lag1)	+	16.1945	10.8672	1.49	0.136	-5.1047	37.4938
การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote								
	ผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น(Lag1)	-	-0.0961	0.0559	-1.72	0.085	-0.2057	0.0134
	อัตราการเติบโตปริมาณเงินM2 (Lag1)	-	-0.0019	0.0024	-0.80	0.423	-0.0066	0.0028
	อัตราการเติบโตปริมาณเงินM2 ของสหรัฐอเมริกา (Lag1)	+	0.3100	0.2361	1.31	0.189	-0.1528	0.7727
	การทำQE ของธนาคารกลางสหรัฐ (Lag1)	-	-0.2937	0.3452	-0.85	0.395	-0.9703	0.3829

จากตารางที่ 4.5 แสดงผลทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆของประเทศมาเลเซีย ด้วยวิธี Granger Causality พบว่าอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ไม่สามารถทำนายกันและกันได้

ตารางที่ 4.5 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ประเทศมาเลเซีย ในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021 ด้วยวิธี Granger Causality ให้เครื่องหมาย * คือตัวเลือกค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญที่ระดับ 5%

Equation - Excluded	Chi2	df	Prob > chi2
ผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น กับ อัตราการเติบโตปริมาณเงิน M2	1.311	1	0.252
ผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น กับ การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote	1.671	1	0.196
ผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น กับ ทุกตัวแปร	2.965	2	0.227
อัตราการเติบโตปริมาณเงิน M2 กับ ผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น	1.502	1	0.220
อัตราการเติบโตปริมาณเงิน M2 กับ การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote	0.477	1	0.490
อัตราการเติบโตปริมาณเงิน M2 กับ ทุกตัวแปร	3.342	2	0.188
การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote กับ ผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น	2.959	1	0.085
การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote กับ อัตราการเติบโตปริมาณเงิน M2	0.641	1	0.423
การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote กับ ทุกตัวแปร	3.673	2	0.159

4.1.2 ประเทศจีน (China)

การทดสอบ Stationary ของตัวแปรด้วยวิธี Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test จากตารางที่ 4.6 ผลการทดสอบความหยุดนิ่ง (Stationary) ด้วยวิธี Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test พบว่า อัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ของประเทศจีน มีค่า Mackinnon P-value เท่ากับ 0.00 น้อยกว่า 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก (H_0 : ตัวแปรมีลักษณะเป็น *Non – stationary*) สะท้อนว่าข้อมูล Stationary เป็นข้อมูลอนุกรมเวลาที่มีค่าเฉลี่ย (Mean) และค่าความแปรปรวน (Variance) เท่ากันตลอดเวลาที่ศึกษา จึงไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์ปลอม (Spurious Relationship) และมีอันดับความสัมพันธ์ของข้อมูล (Order of Integration) เท่ากับ 0 หรือ I(0)

ตารางที่ 4.6 ผลการทดสอบความหยุดนิ่งของอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quoted ของประเทศจีน ในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021

ตัวแปร	ค่าสถิติ t	MacKinnon p-value	ผลการทดสอบ
ผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น	-8.545	0.000	Stationary
อัตราการเติบโตปริมาณเงิน M2	-9.568	0.000	Stationary
การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote	-7.822	0.000	Stationary

การกำหนดจำนวนความล่าช้า (Lag) ที่เหมาะสมกับแบบจำลอง 3.1 ในการประมาณการค่าด้วยแบบจำลองอนุกรมเวลาจำเป็นต้องมีการหาความล่าช้าที่เหมาะสมในกรณีที่ตัวแปรที่มีระยะเวลาในการส่งผลต่อตัวแปรอื่นๆ ในแบบจำลอง ในการศึกษารั้งนี้ จะพิจารณาจากค่า Akaike Information Criterion (AIC) Hannon-Quinn Information Criterion (HQIC) และ SBIC หรือ Schwarz Information Criterion ที่มีค่าน้อยที่สุดเป็นเกณฑ์

จากตาราง 4.7 ผลการทำสอบความล่าช้าที่เหมาะสมกับอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ประเทศจีน พบว่า FPE AIC มีค่าน้อยที่สุดมีจำนวนเท่ากับ Lag เท่ากับ 1 หมายถึงการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรในอดีตที่ผ่านมา 1 เดือนจะส่งผลกระทบต่อตัวแปรอื่นๆ รวมทั้งตัวมันเองในเวลาถัดไป 1 เดือนต่อมา

ตารางที่ 4.7 ผลการทดสอบความล่าช้าที่เหมาะสมกับอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดทุน อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ประเทศจีนในช่วงเดือนพฤษภาคมปี 2007 ถึง เดือนธันวาคมปี 2021 ให้เครื่องหมาย * คือ Indicator Lag Order selected by the criterion, Likelihood Restricted Test (LR) คือตัวเลือกสหสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญ Final Prediction Error (FPE) คือตัวเลือกที่ให้ค่าคาดการณ์แม่นยำมากที่สุด โดยการเลือกความล่าช้าที่เหมาะสม (Optimal Lag) กับแบบจำลอง ประกอบด้วย 3 วิธีได้แก่ 1) Akaike Information Criterion (AIC) 2) Hannon-Quinn Information Criterion (HQIC) และ 3) SBIC หรือ Schwarz Information Criterion คือ การเลือกข้อมูลที่เหมาะสมที่ทำให้เกิดค่าความคลาดเคลื่อน (Error) น้อยที่สุด

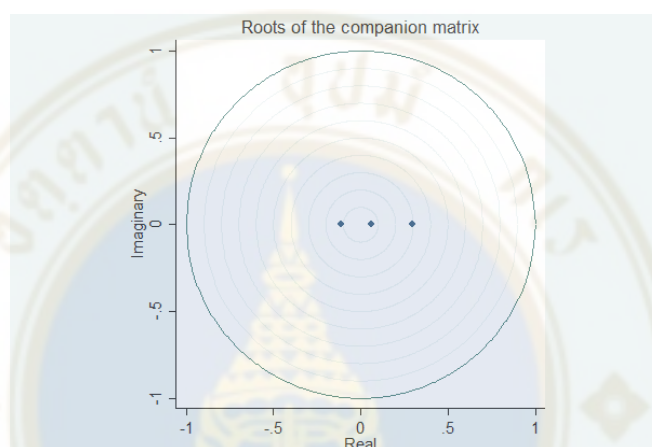
lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	-1015.83				46.3319	12.3495	12.3724*	12.4059*
1	-1006	19.654	9	0.020	45.8711*	12.3394*	12.4311	12.5653
2	-1003.04	5.9176	9	0.748	49.3623	12.4127	12.5731	12.808
3	-989.241	27.607	9	0.001	46.5839	12.3544	12.5837	12.9192
4	-980.715	17.052	9	0.048	46.8774	12.3602	12.6582	13.0943
5	-974.941	11.548	9	0.240	48.7882	12.3993	12.7661	13.3028
6	-968.701	12.481	9	0.188	50.5106	12.4327	12.8683	13.5057
7	-962.119	13.163	9	0.155	52.1025	12.4621	12.9664	13.7044
8	-952.758	18.722	9	0.028	51.9924	12.4577	13.0308	13.8695
9	-945.931	13.654	9	0.135	53.5347	12.484	13.1259	14.0652
10	-936.373	19.118*	9	0.024	53.3655	12.4772	13.1879	14.2279

การทดสอบความเสถียร หรือ Stability ของตัวแปรในแบบจำลอง VAR หากมีความเสถียรค่าความยืดหยุ่น (Modulus) หรือ Eigenvalue น้อยกว่า 1

จากตารางที่ 4.8 ค่า Eigen Value มีค่าน้อยกว่า 1 และเมื่อดูจากภาพ 4.6 ค่า Unit Circle อยู่ภายในวงกลม แสดงว่าอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดทุน อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ประเทศจีนของแบบจำลองมีความ Stability จึงสามารถนำไปวิเคราะห์ปฏิกิริยาตอบสนองต่อความแปรปรวน (Impulse Response Function) ต่อไปได้

ตารางที่ 4.8 ตารางแสดงค่า Eigen Value ของ อัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ประเทศจีนในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021

Eigenvalue	Modulus
0.296477	0.296477
-0.113419	0.113419
0.061803	0.061803



ภาพที่ 4.2 แสดงค่า Unit Circle ของอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ประเทศจีนในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรต้น ได้แก่ การทำนโยบายผ่อนคลายนเชิงปริมาณ (QE) ของสหรัฐฯ และ อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 ของสหรัฐฯ สามารถทำนายผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ของจีนที่เป็นตัวแปรตามได้หรือไม่ ด้วยแบบจำลอง Vector Autoregressive Models และ Granger Causality Test ที่ระดับความล่าช้าที่เหมาะสมเท่ากับ 1

จากตาราง 4.9 แสดงผลการทำสอบ Vector Autoregressive Models พบว่า ผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 ประเทศจีน เปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ของประเทศจีน อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2

ของสหรัฐอเมริกา และ การทำนโยบายเชิงผ่อนคลายนโยบายของสหรัฐ ไม่มีความสัมพันธ์กัน ไม่สามารถทำนายกันและกันได้

ประเทศจีนเป็นประเทศที่มีลักษณะเป็นคู่แข่งทางการค้าที่สำคัญของประเทศสหรัฐอเมริกา จึงทำให้กฎหมายของประเทศจีนไม่เอื้ออำนวยกับนักลงทุนต่างชาติที่จะเคลื่อนย้ายเงินเข้ามาลงทุนภายในประเทศมากนัก โดยเฉพาะนักลงทุนจากประเทศสหรัฐอเมริกา และอีกหนึ่งปัจจัยประเทศจีนยังมีนโยบายที่มุ่งเน้นเกี่ยวกับการเติบโตภายในประเทศมากกว่าการพึ่งพาประเทศอื่น ๆ เนื่องจากประเทศจีนมีจำนวนประชากรมากที่สุดในโลก เมื่ออ้างอิงทฤษฎีกระแสการไหลของเงินทุน จะเห็นได้ว่าประเทศจีนยังขาดคุณสมบัติของประเทศที่นักลงทุนจะเคลื่อนย้ายเงินมาลงทุน จึงทำให้เห็นนโยบายการผ่อนคลายนโยบาย (QE) ในประเทศสหรัฐอเมริกาไม่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในประเทศจีน

ตารางที่ 4.9 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ของประเทศจีน อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 สหรัฐอเมริกา และ การทำนโยบายผ่อนคลายนโยบาย (QE) ในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021 ด้วยแบบจำลอง Vector Autoregressive Models (VAR) ให้เครื่องหมาย * คือตัวเล็กลงว่าสัมพันธ์มีนัยสำคัญที่ระดับ 5%

		Number of obs = 174						
	เครื่องหมาย	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]		
ผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น								
อัตราการเติบโตปริมาณเงินM2 (Lag1)	+	0.5386	0.5086	1.06	0.290	-0.4583	1.5355	
การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบDirect Quote (Lag1)	-	-0.5135	0.5623	-0.91	0.361	-1.6155	0.5885	
อัตราการเติบโตปริมาณเงินM2 ของสหรัฐอเมริกา (Lag1)	+	0.3640	0.7860	0.46	0.643	-1.1765	1.9044	
การทำQE ของธนาคารกลางสหรัฐ (Lag1)	+	0.9642	1.1329	0.85	0.395	-1.2562	3.1846	
อัตราการเติบโตปริมาณเงิน M2								
ผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น(Lag1)	+	0.0149	0.0112	1.33	0.184	-0.0071	0.0368	
การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบDirect Quote (Lag1)	+	0.0676	0.0836	0.81	0.419	-0.0963	0.2316	
อัตราการเติบโตปริมาณเงินM2 ของสหรัฐอเมริกา (Lag1)	-	-0.0268	0.1169	-0.23	0.818	-0.2560	0.2023	
การทำQE ของธนาคารกลางสหรัฐ (Lag1)	+	0.1094	0.1685	0.65	0.516	-0.2208	0.4397	
การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote								
ผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น(Lag1)	+	0.0126	0.0096	1.31	0.191	-0.0063	0.0315	
อัตราการเติบโตปริมาณเงินM2 (Lag1)	+	0.0143	0.0651	0.22	0.827	-0.1134	0.1419	
อัตราการเติบโตปริมาณเงินM2 ของสหรัฐอเมริกา (Lag1)	-	-0.0395	0.1007	-0.39	0.695	-0.2368	0.1578	
การทำQE ของธนาคารกลางสหรัฐ (Lag1)	-	-0.1555	0.1451	-1.07	0.284	-0.4399	0.1288	

จากตารางที่ 4.10 แสดงผลทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆด้วยวิธี Granger Causality พบว่าอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ไม่สามารถอธิบายกันและกันได้

ตารางที่ 4.10 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ประเทศจีน ในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2007 ถึง เดือนธันวาคม ปี 2021 ด้วยวิธี Granger Causality ให้เครื่องหมาย * คือตัวเลือกค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญที่ระดับ 5%

Equation - Excluded	Chi2	df	Prob > chi2
ผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น กับ อัตราการเติบโตปริมาณเงิน M2	1.121	1	0.290
ผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น กับ การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote	0.834	1	0.361
ผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น กับ ทุกตัวแปร	2.035	2	0.362
อัตราการเติบโตปริมาณเงิน M2 กับ ผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น	1.764	1	0.184
อัตราการเติบโตปริมาณเงิน M2 กับ การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote	0.654	1	0.419
อัตราการเติบโตปริมาณเงิน M2 กับ ทุกตัวแปร	2.282	2	0.320
การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote กับ ผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น	1.708	1	0.191
การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote กับ อัตราการเติบโตปริมาณเงิน M2	0.048	1	0.827
การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote กับ ทุกตัวแปร	1.735	2	0.420

4.2 การศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลาฯเชิงปริมาณต่อผลตอบแทนรวมของตลาดทุน อัตราการเติบโตของปริมาณเงินM2 และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนของแต่ละประเทศ ด้วยวิธี Vector Autoregressive Models (VAR) - Rolling-Window

4.2.1 ประเทศมาเลเซีย (Malaysia)

4.2.1.1 การศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลาฯเชิงปริมาณต่อผลตอบแทนรวมของตลาดทุน

ในช่วงการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลาฯเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 1 (เดือนธันวาคม 2008 – เดือนมิถุนายน 2010) QE ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ KLSE อย่างมีนัยสำคัญ และเมื่อค่าสัมประสิทธิ์แล้วนั้นมีแนวโน้มลดลงเป็นผลมาจากหลายปัจจัย ได้แก่ ในปี 2009 ปริมาณเงินลงทุนจากต่างประเทศที่เข้ามาในมาเลเซียลดลงอยู่ที่ 7.57 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ เหลือ 0.11 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ จากปี 2008 อีกทั้งยังเกิดการแพร่ระบาดของไข้หวัดใหญ่ (Flu) หรือ A/H1N1 เป็นไวรัสชนิดย่อยของไข้หวัดสเปนทำให้รัฐบาลกลางได้ประกาศภาวะฉุกเฉินด้านสุขภาพแห่งชาติในมาเลเซีย มีและสั่งปิดโรงเรียนชั่วคราว และมาเลเซียยังได้เผชิญหน้ากับภัยพิบัติทางธรรมชาติ ตั้งแต่ 3 พฤศจิกายน เกิดดินถล่มขนาดใหญ่ในเซลาัง และสลังงอร์ ซึ่งสลังงอร์เป็นรัฐที่มีความมั่งคั่งมากที่สุดในมาเลเซีย มีอาณาเขตติดกับกรุงกัวลาลัมเปอร์ และปุตราจายาซึ่งเป็นเขตปกครองพิเศษที่เคยอยู่ภายใต้การบริหารของรัฐสลังงอร์ อุตสาหกรรมหลักของรัฐสลังงอร์ คือ อุตสาหกรรมการผลิต อาทิ รถยนต์ เครื่องใช้ไฟฟ้า เคมีภัณฑ์ และอุตสาหกรรมการบริการ การเกิดดินถล่มครั้งนี้ทำให้มีปิดทางหลวงกัวลาลัมเปอร์-ราวัง ตั้งแต่วันที่ 7 ถึง 23 พฤศจิกายน การเกิดน้ำท่วมฉับพลันครั้งใหญ่ส่งผลกระทบต่อ กลันตัน ตรังกานุ และปะหัง ทางธนาคารกลางของมาเลเซีย (Bank Negara Malaysia) ยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายค้างคืน (OPR) ที่ 2% รวมทั้งผลกระทบจากวิกฤตทางการเงินในปี 2008 ที่ส่งผลมาอย่างต่อเนื่องทำให้นักลงทุนเริ่มมองหาสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำมากขึ้น ทางธนาคารกลางก็ได้เร่งออกตราสารอย่าง BNMN และ BNMNi สำหรับตลาดเงินอิสลาม จึงทำให้กราฟมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง

ต่อมาในช่วงการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลาฯเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 2 (เดือนพฤศจิกายน 2010 - เดือนมิถุนายน 2011) QE ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ KLSE อย่างมีนัยสำคัญ โดยค่าสัมประสิทธิ์แล้วนั้นมีแนวโน้มลดลงจากผลกระทบวิกฤตการณ์ทางการเงินใน 2008 และยังคงส่งผลกระทบต่อ

ช่วงการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 3 และ 4 (เดือนกันยายน 2012 - เดือนตุลาคม 2014) ในเดือน ตุลาคม 2012 ถึง ตุลาคม 2014 ค่าสัมประสิทธิ์แล้วนั้นมีแนวโน้มทรงตัวตั้งแต่ประมาณ -1.4 ถึง 0.6 ช่วงนี้ธนาคารกลางได้คงอัตราดอกเบี้ยค้างคืน (ORP) อยู่ที่ 3% การเติบโตของการส่งออกภาคอุตสาหกรรมชะลอตัว การส่งออกสินค้าโภคภัณฑ์ที่หดตัวมีสาเหตุหลักมาจากความต้องการและราคาน้ำมันปาล์มดิบและยางพาราที่ลดลง ราคา LNG และน้ำมันดิบที่ลดลงก็ส่งผลต่อการเติบโตของการส่งออกสินค้าโภคภัณฑ์

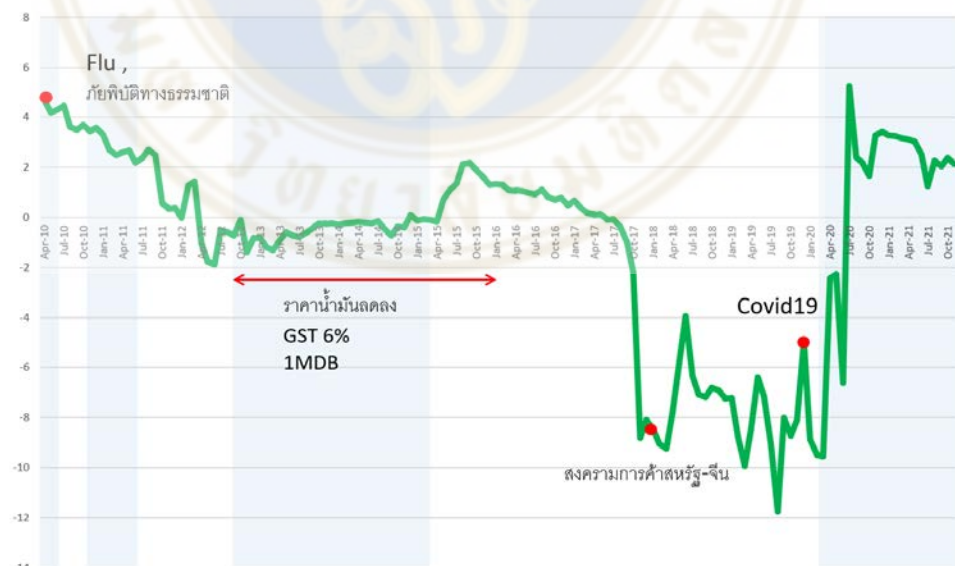
ต้นปี 2015 การชะลอตัวทางเศรษฐกิจของมาเลเซีย จากราคาน้ำมันในตลาดโลกที่ตกต่ำส่งผลกระทบต่ออย่างมากเนื่องจากเศรษฐกิจมาเลเซียเกี่ยวข้องกับน้ำมันเป็นหลัก โดยมาเลเซียเป็นประเทศส่งออกน้ำมันที่ใหญ่ที่สุดในเอเชีย และเป็นผู้ส่งออกก๊าซธรรมชาติอันดับสองของโลก รายได้ของมาเลเซียจากน้ำมันคิดเป็น 1 ใน 3 จากรายได้ทั้งหมด และจะหันมาเก็บภาษีสินค้าและบริการ (Goods and Services Tax) หรือ GST ในอัตราที่ 6% ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาสินค้าโดยตรงทำให้ราคาสินค้ามีราคาที่สูงขึ้นผู้บริโภคจ่ายน้อยลง และเรื่อง เรื่องอื้อฉาวทางการเมืองของ One Malaysia Development Bank (1MDB) ที่ถูกเปิดเผยเป็นเรื่องเกี่ยวกับการที่นายกรัฐมนตรีนาจิบ ราซัคกับการใช้เงินทุนในทางที่ผิดจากกองทุนเพื่อการลงทุนของรัฐ (1MDB) ทำให้เกิดความไม่แน่นอนทางการเมืองเมื่อส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่ลดลง

ต่อมาในช่วงการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 5 QE ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียอย่างไม่มีนัยสำคัญ โดยค่าสัมประสิทธิ์อยู่ในช่วงลบจากนั้นค่อยๆมีแนวโน้มสูงขึ้น ในช่วงนี้เป็นช่วงที่เกิดการแพร่ระบาดของเชื้อ Covid-19 ในมาเลเซียพบผู้ติดเชื้อรายแรกวันที่ 25 มกราคม 2020 และเกิดการแพร่กระจายของเชื้ออย่างรวดเร็ว นายกรัฐมนตรีมาเลเซียได้ประกาศคำสั่งควบคุมการเคลื่อนไหว (MCO) ประกาศใช้ในหลายพื้นที่ในกรุงกัวลาลัมเปอร์และรัฐสลังงอร์ การเว้นระยะห่างทางสังคมเป็นเวลา 14 วัน (18 มีนาคมถึง 31 มีนาคม 2020) เพื่อลดการแพร่กระจายอย่างรวดเร็วของ COVID-19 ตั้งแต่วันที่ 18 มีนาคม 2020 เป็นต้นไป รัฐบาลได้ห้ามไม่ให้ประชาชนเดินทางไปยังรัฐอื่นหรือพื้นที่ที่ได้รับผลกระทบจากโควิด-19 มีเพียง 1 คนจาก 1 ครอบครัวเท่านั้นที่สามารถออกจากบ้านและออกไปซื้อของจำเป็นได้ คำสั่งควบคุมการเคลื่อนไหวที่บังคับใช้เพื่อควบคุมการระบาดได้จำกัดกิจกรรมทางเศรษฐกิจและทำให้สภาวะตลาดแรงงานอ่อนแอลง จึงทำให้ค่าสัมประสิทธิ์แล้วนั้นอยู่ในช่วงลบ

ในปี 2018 ได้เริ่มต้นสงครามการค้าระหว่างสหรัฐอเมริกากับจีน ส่งผลทำให้การส่งออกของมาเลเซียลดลง เมื่อเดือนกันยายน 2019 ยอดส่งออกตกต่ำที่สุดเมื่อเทียบกับช่วงเวลาเดียวกัน ต่ำสุดในรอบ 3 ปี การส่งออกของมาเลเซียในเดือนกันยายนมูลค่ารวม 7.77 หมื่น

ล้านริงกิต หรือ 1.87 หมื่นล้านเหรียญสหรัฐ หรือ 5.65 แสนล้านบาท ต่ำกว่าปีที่ผ่านมาอยู่ที่ 6.8% หรือประมาณ 8.334 หมื่นล้านริงกิต นอกจากนี้ เมื่อเทียบกับเดือนสิงหาคมในปีที่ผ่านมายอดส่งออก ลดลง 0.8% ธนาคารกลางของมาเลเซีย (Bank Negara Malaysia) ลดอัตราดอกเบี้ย OPR ลงจาก 3.25% ในปี 2018 อยู่ที่ 3% ในปี 2019

ในการทำ QE ครั้งที่ 5 ของสหรัฐ ในช่วงนี้เป็นช่วงที่เกิดการแพร่ระบาดของเชื้อ Covid-19 ในมาเลเซียพบผู้ติดเชื้อรายแรกวันที่ 25 มกราคม 2020 และเกิดการแพร่กระจายของเชื้ออย่างรวดเร็ว นายกรัฐมนตรีมาเลเซียได้ประกาศคำสั่งควบคุมการเคลื่อนไหว (MCO) ประกาศใช้ในหลายพื้นที่ การควบคุมการระบาดได้จำกัดกิจกรรมทางเศรษฐกิจทำให้บริษัท โรงงาน อุตสาหกรรม ต้องหยุดการทำงานชั่วคราว โดยเฉพาะอย่างยิ่ง โรงงานผลิตถุงมือยาง เป็นผู้ผลิตและส่งออกถุงมือยางไปยัง 195 ประเทศ และจัดหาถุงมือยางเป็นสัดส่วน 67% ของความต้องการทั้งโลก และโรงงานไฟฟ้าและอิเล็กทรอนิกส์ (E&E) การผลิตหยุดชะงักอาจส่งผลกระทบต่อประกอบและผลิตโครงสร้างพื้นฐานที่สำคัญ อาทิ เครื่องช่วยหายใจ อุปกรณ์ทางการแพทย์ และผลิตภัณฑ์ที่จำเป็นอื่น ๆ และทำให้สถานะตลาดแรงงานอ่อนแอลง จึงทำให้ค่าสัมประสิทธิ์แล้วนั้นอยู่ในช่วงลบ แต่ภายหลังทางสมาคมผลิตถุงมือยาง และสมาคมอุตสาหกรรมเซมิคอนดักเตอร์ของมาเลเซียได้ขออนุญาตเปิดให้โรงงานกลับมาผลิตอีกครั้งส่งผลให้นักลงทุนสนใจเข้ามาลงทุนในมาเลเซียมากขึ้น กราฟจึงมีแนวโน้มที่เพิ่มขึ้น



กราฟที่ 4.3 กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย (KLSE)



กราฟที่ 4.4 กราฟค่า T-Score ของแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย (KLSE)

4.2.1.2 ศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณต่อปริมาณเงินในระบบ

ในช่วงการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 1 ของธนาคารกลางสหรัฐ พบว่า ถึง QE ส่งผลกระทบท่อปริมาณเงิน (M2) อย่างไม่มีนัยสำคัญ จากปัจจัยภายในประเทศธนาคารกลางมาเลเซียได้ปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายข้ามคืน (OPR) ซึ่งเป็นเครื่องมือหลักที่ส่งผลต่อปริมาณเงิน และเป็นตัวทำนายสำหรับการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นเพื่อแก้ปัญหาสภาพคล่องภายในประเทศ ปรับขึ้นทีละน้อย จาก 2% ในปี 2009 มาเป็น 2.75% ในปี 2010 เพื่อปรับในตลาดการเงินกลับเข้ามามีประสิทธิภาพมากขึ้น และได้ใช้นโยบายทางการเงินอื่นๆ เพื่อเพิ่มสภาพคล่อง เช่น ทำการซื้อคืนพันธบัตร (Repo Operation) และมีการออก Bank Negara Malaysia Monetary Notes 2 แบบ คือ BNMN สำหรับแบบธรรมดาและ BNMN-i สำหรับตลาดเงินอิสลาม เพิ่มขึ้นจากปี 2019 14% และ 7% ตามลำดับ ส่งผลให้ค่าสัมประสิทธิ์มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

ในช่วงการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 2 ของธนาคารกลางสหรัฐ พบว่า ถึง QE ส่งผลกระทบท่อปริมาณเงิน (M2) อย่างไม่มีนัยสำคัญ สภาพคล่องส่วนเกินโดยรวมเพิ่มขึ้นจาก 299.2 พันล้านริงกิต ณ สิ้นปี 2010 เป็น 397.5 พันล้านริงกิต

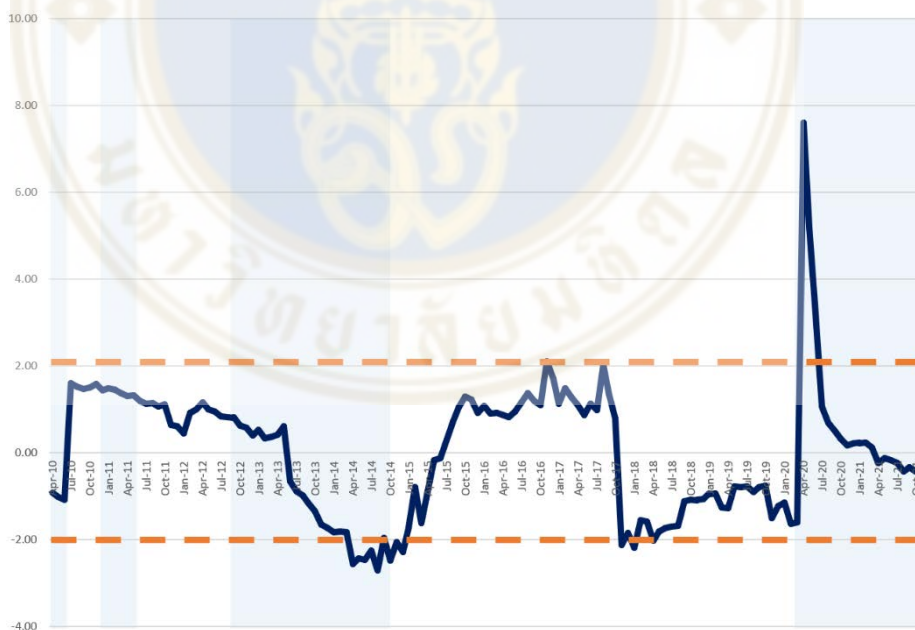
ณ เดือนมิถุนายน 2011 ก่อนที่จะลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี 2011 เนื่องจาก Bank Negara Malaysia ลดการออก BNMN และ การกู้ยืมในตลาดเงิน

การประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 3 พบว่า ถึง QE ของธนาคารกลางสหรัฐ ส่งผลกระทบต่อปริมาณเงิน (M2) อย่างไม่มีนัยสำคัญ เศรษฐกิจมาเลเซียในการขยายตัวของกิจกรรมภายในประเทศได้รับการสนับสนุนจากการส่งออกที่ปรับตัวดีขึ้น ท่ามกลางการใช้จ่ายภาครัฐที่ชะลอตัวลง อุปสงค์ในประเทศคาดว่าจะอยู่ในระดับปานกลาง สะท้อนถึงการควมรวมของภาครัฐและการบริโภคภาคเอกชนที่ลดลงบางส่วน และอัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นเป็น 2.6% ในเดือนกันยายน สะท้อนจากราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้นเป็นหลักจากปัจจัยต้นทุนภายในประเทศ

การประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 4 และ 5 ของธนาคารกลางสหรัฐ พบว่า ถึง QE ส่งผลกระทบต่อปริมาณเงิน (M2) อย่างมีนัยสำคัญ การประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 4 ในปี 2014 ราคาน้ำมันลดลงตัว ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อที่ลดลง การประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 5 ในช่วงไตรมาสแรกของปี 2019 อัตราดอกเบี้ยนโยบายขำคิน (OPR) ยังคงตัวที่ 3.25% ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยของสหรัฐอยู่ที่ 1.75% นักลงทุนมีหันมาลงทุน แต่หลังจากนั้นการแพร่ระบาดของโควิด 19 ที่หนักหน่วงขึ้นทางธนาคารกลางมาเลเซียมีการปรับอัตราดอกเบี้ย OPR จาก 2.5% ลงมาเป็น 1.75% เพิ่มสภาพคล่องเพื่อลดผลกระทบจากการแพร่ระบาดของโควิด 19 ทำให้ต้องมีการนำมาตรการกักกันใช้ในบางพื้นที่ที่จะส่งผลกระทบต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจในระยะสั้น และนำมาแก้ไขปัญหาเงินเฟ้อที่คาดว่าจะสูงขึ้น โดยเฉลี่ยระหว่าง 2.5% ถึง 4.0% จากปัจจัยกดดันด้านต้นทุนของราคาน้ำมันในตลาดโลกที่สูงขึ้น และความไม่แน่นอนของการแพร่ระบาดส่งผลให้นักลงทุนลงทุนลดลงในตลาดหุ้น



กราฟที่ 4.5 กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับอัตราการเติบโตของปริมาณเงินในระบบของประเทศไทย (M2)



กราฟที่ 4.6 กราฟค่า T-Score ของแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับอัตราการเติบโตของปริมาณเงินในระบบของประเทศไทย (M2)

4.2.1.3 ศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลायเชิงปริมาณต่อเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงิน แบบ Direct Quote

ในช่วงการทำ QE ครั้งที่ 1 (เดือนธันวาคม 2008 – เดือนมิถุนายน 2010) ค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง QE กับเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินริงกิต/1 ดอลลาร์สหรัฐ แบบ Direct Quote นั้นมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นแต่ริงกิตยังแข็งค่าเนื่องจากเงินลงทุนทางตรงจากต่างชาติ (FDI) ในปี 2010 อยู่ที่ 10 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ เพิ่มขึ้นจากปี 2009 ที่อยู่ที่ 0.11 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ส่งผลให้ความต้องการริงกิตเพิ่มขึ้นค่าเงินริงกิตจึงแข็งค่าขึ้น

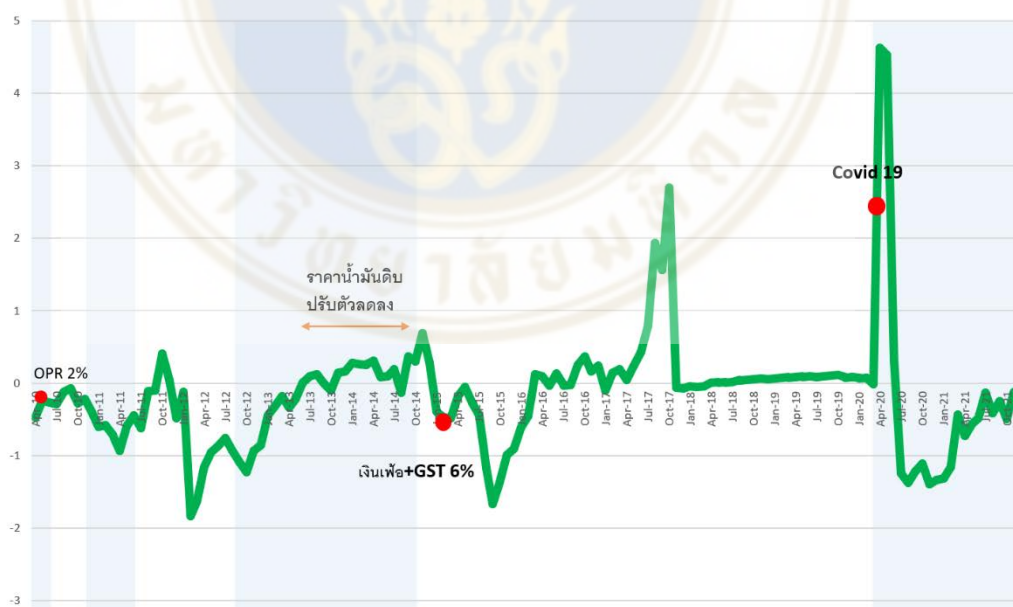
ในช่วงการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลायเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 2 (เดือนพฤศจิกายน 2010 - เดือนมิถุนายน 2011) QE ไม่ส่งผลกระทบต่อเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินสกุลริงกิตอย่างมีนัยสำคัญ แต่เกิดจากการเกินดุลทางการค้า อัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นจาก 2.75% เป็น 3% ทำให้ริงกิตยังคงแข็งค่า

ในช่วงการทำ QE ครั้งที่ 3-4 (เดือนกันยายน 2012 - เดือนตุลาคม 2014) ค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง QE กับเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินริงกิต/ 1 ดอลลาร์สหรัฐ แบบ Direct Quote นั้นมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ริงกิตอ่อนค่ามากขึ้น เนื่องจากการเป็นผลมาจากราคาน้ำมันดิบลดลง ราคาน้ำมันในตลาดโลกที่ตกต่ำอย่างต่อเนื่อง มาเลเซียเป็นประเทศส่งออกน้ำมันที่ใหญ่ที่สุดในเอเชียและเป็นผู้ส่งออกก๊าซธรรมชาติอันดับสองของโลก มาเลเซียพึ่งพิงน้ำมันและก๊าซประมาณ 1 ใน 3 ของงบประมาณรายได้ทั้งหมดจึงทำให้รายได้ลดลงค่าริงกิตจึงอ่อนค่าลงเช่นเดียวกัน

ในช่วงมกราคม 2015 การเพิ่มขึ้นของการคาดการณ์เงินเฟ้อซึ่งทำให้ผู้บริโภคเล็งเลใจรวมถึงรับกระทบซ้ำซ้อนจากการจัดเก็บภาษี GST 6% ในเดือนเมษายน และเรื่องอื้อฉาวทางการเมืองของ One Malaysia Development Bank (1MDB) ที่ถูกเปิดเผยทำให้เกิดความไม่มั่นคงทางการเมืองและราคาน้ำมันที่ตกต่ำ โดยเศรษฐกิจมาเลเซียเกี่ยวข้องกับน้ำมันเป็นหลัก ส่งผลให้ค่าเงินริงกิต (RM) อ่อนค่าลง ในขณะที่เดียวกัน BMN ได้เข้าแทรกแซงตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศจำนวนมาก จึงทำให้การอ่อนค่าของริงกิตหยุดลงในเดือนตุลาคม 2015 ปัจจัยภายนอกส่งผลต่อค่าเงินริงกิต

ในปี 2018 ความตึงเครียดจากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐอเมริกาและจีนยังสร้างความวิตกกังวลให้นักลงทุน และข่าวไม่สงบเกี่ยวกับ Brexit อย่างไม่แน่นอนริงกิตไม่ได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงเนื่องจากมาเลเซียยังมีดุลส่วนเกินของบัญชีเดินสะพัดอย่างต่อเนื่องและการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายข้ามคืน (OPR) เป็น 3.25% เพิ่มขึ้นจากปีก่อน 0.25% ช่วยเสริมให้ริงกิตแข็งแกร่งขึ้นไม่อ่อนตัวลงไปมากกว่าเดิม

ในช่วงการทำ QE ครั้งที่ 5 (เดือนมีนาคม 2020 – เดือนธันวาคม 2021) QE ส่งผลกระทบต่อเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน (ริงกิต/ 1 ดอลลาร์สหรัฐ) อย่างมีนัยสำคัญ ค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง QE กับเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินริงกิต/ ดอลลาร์สหรัฐ แบบ Direct Quote นั้นพุ่งสูงมากในช่วงต้นปี 2020 เพราะมาเลเซียพบผู้ติดเชื้อรายแรกวันที่ 25 มกราคม 2020 และเกิดการแพร่กระจายของเชื้ออย่างรวดเร็ว นายกรัฐมนตรีมาเลเซียได้ประกาศคำสั่งควบคุมการเคลื่อนไหว (MCO) ประกาศใช้ในหลายพื้นที่ในประเทศทำให้บริษัทอุตสาหกรรม ต้องหยุดการทำงานชั่วคราวโดยเฉพาะอย่างยิ่ง โรงงานผลิตถุงมือยาง และโรงงานไฟฟ้าและอิเล็กทรอนิกส์ (E&E) การผลิตหยุดชะงักอาจส่งผลกระทบต่อการประกอบและผลิตโครงสร้างพื้นฐานที่สำคัญ อาทิ เครื่องช่วยหายใจ อุปกรณ์ทางการแพทย์ และผลิตภัณฑ์ที่จำเป็นอื่น ๆ จึงทำให้เงินลงทุนจากต่างประเทศ (FDI) ลดลง ค่าเงินริงกิตจึงอ่อนตัวลง แต่ทางสมาคมผลิตถุงมือยาง และสมาคมอุตสาหกรรมเซมิคอนดักเตอร์ของมาเลเซียได้ขออนุญาตเปิดให้โรงงานกลับมาผลิตอีกครั้ง รวมถึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ธนาคารกลางมาเลเซียกำหนดอยู่ที่ 1.75% มากกว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐที่อยู่ที่ 0.25% ทำให้ดึงให้เงินลงทุนต่างประเทศ (FDI) ไหลเข้ามาอีกครั้งค่าเงินริงกิตจึงแข็งค่าขึ้น



กราฟที่ 4.7 กราฟที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของค่าเงินริงกิต/ 1 ดอลลาร์สหรัฐ (Direct Quote)



กราฟที่ 4.8 กราฟค่า T-Score ของแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของค่าเงินริงกิต/ 1 ดอลลาร์สหรัฐ (Direct Quote)

4.2.2 ประเทศจีน (China)

4.2.2.1 การศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณต่อผลตอบแทนรวมของตลาดทุน

ในช่วงการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 1 และ 2 ค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง QE กับผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์เซี่ยงไฮ้คอมโพสิต ในปี 2010 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์เซี่ยงไฮ้คอมโพสิต ร่วงลง 14.3% เมื่อเทียบกับจากต้นปี อีกทั้งเงินเฟ้อสูงกับแรงกดดันด้านเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ในปี 2010 อยู่ที่ 3% ส่งผลต่อเนื่องมาในปี 2011 อยู่ที่ 5% แม้จะอยู่หลังช่วงการทำ QE ครั้งที่ 2 ในปี 2011 ดัชนีหุ้นยังคงปรับตัวลดลง 21.7% ประเทศจีนได้รับผลกระทบจากวิกฤตหนี้สาธารณะยุโรป และเศรษฐกิจญี่ปุ่นหดตัวจากผลกระทบแผ่นดินไหวและสึนามิเพิ่มเข้ามาจากสถานการณ์เงินเฟ้อที่ยังคงเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทำให้การนำเข้าและส่งออกชะลอตัวลง 12.2% เมื่อเทียบกับปีก่อน

ในช่วงการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 3 และ 4 ค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง QE กับผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์นั้นอยู่ในช่วงบวก อย่างไรก็ตาม ณ ช่วงเวลานี้ QE ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์อย่างไม่มีนัยสำคัญ เนื่องจากเศรษฐกิจในประเทศยังคงเติบโตอย่างต่อเนื่อง การเติบโตของการผลิต

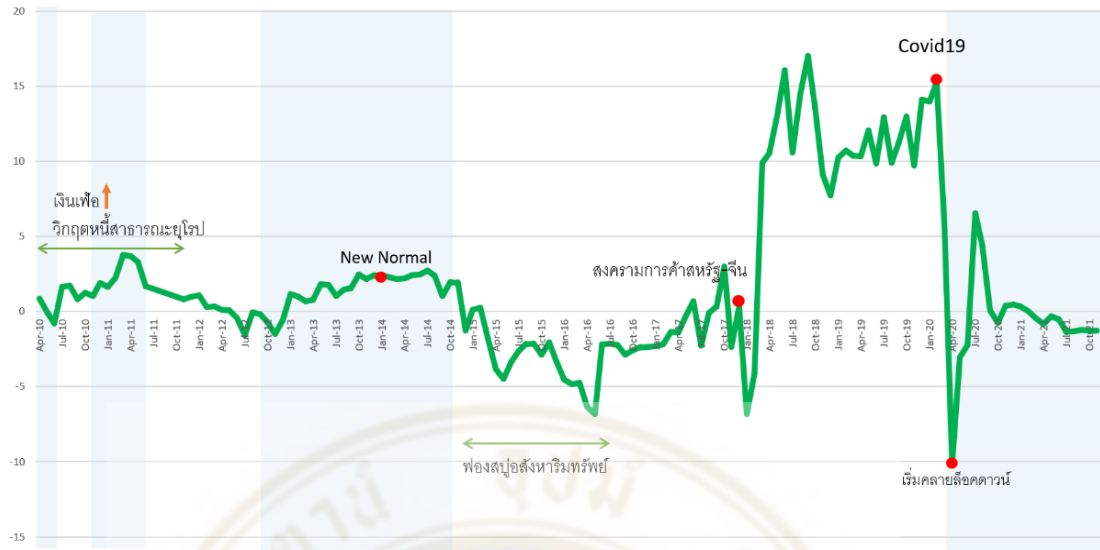
ภาคอุตสาหกรรมทรงตัวและดีขึ้น การลงทุนและการบริโภคขยายตัวอย่างต่อเนื่อง สถานการณ์เงินเพื่อและการจ้างงานโดยทั่วไปมีเสถียรภาพ GDP อยู่ที่ 56.9 ล้านล้านหยวนในปี 2013 เพิ่มขึ้น 7.7% เมื่อเทียบเป็นรายปี มูลค่าการนำเข้าและส่งออกทั้งหมดเพิ่มขึ้น 7.6% จึงทำค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง QE และผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ทรงตัวอยู่ในช่วงเฉลี่ย 2.5 หลังจากนั้นค่อยๆลดต่ำลง ในปี 2014 ธนาคารกลางจีนได้ประกาศใช้นโยบาย "New normal" หรือ "ภาวะต่ำลง" จากชะลอตัวทางเศรษฐกิจโลกและปัญหาเศรษฐกิจฟองสบู่ของสินทรัพย์ภายในประเทศ GDP ณ ปี 2014 อยู่ที่ 7.4% สาเหตุของการเกิดปัญหาจากการที่รัฐบาลจีนมีนโยบายการส่งเสริมเศรษฐกิจของภาคอสังหาริมทรัพย์ อย่างเช่น การพัฒนามหานครเจิ้งโจวเมืองหลวงของมณฑลเหอหนาน หนึ่งในเมืองที่ยากจนที่สุดของจีน ให้กลายเป็นเมืองเศรษฐกิจขนาดใหญ่มีระดับการเติบโตที่รวดเร็วโดยการเร่งอัดฉีดเงินเข้าระบบที่มีรูปแบบคล้ายกับวิกฤตทางการเงินในปี 2008 ลดอัตราดอกเบี้ยในการกู้ยืมและเพิ่มโควตาการให้กู้ยืมและส่วนลดของธนาคารกลางหลายครั้งในปี 2014 ส่งผลให้ อัตราส่วนหนี้ทั้งหมดสิ้นต่อ GDP มีแนวโน้มสูงขึ้นตามกราฟ 4.30 ซึ่งการที่มีภาระหนี้ส่งผลให้เกิดเศรษฐกิจถดถอยส่งผลกระทบต่อการลงทุนในตลาดหุ้น ถึงแม้ว่าธนาคารกลางจะพยายามแก้ไขปัญหาลดดอกเบี้ยอสังหาริมทรัพย์แต่คงส่งผลกระทบต่อเนื่องมาตั้งแต่ปี 2016 ที่ยังเกิดในบางพื้นที่ ซึ่งสร้างความกังวลให้กับนักลงทุนจึงส่งผลให้ค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง QE กับผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ลดลงมาติดลบอีกครั้ง

ในปี 2018 ได้เกิดสงครามการค้าระหว่างจีนและสหรัฐอเมริกา เป็นที่จับตาและสร้างความกังวลให้แก่ทั่วโลกสงครามดำเนินไปอย่างดุเดือด ช่วงต้นปี 2018 สหรัฐอเมริกาตัดสินใจประกาศขึ้นบัญชีดำ พร้อมสั่งให้บริษัทอเมริกาเลิกทำการค้ากับ ZTE (บริษัทของประเทศจีน) เป็นเวลา 7 ปี ซึ่งส่งผลกระทบต่ออย่างหนักต่อบริษัททั้งการทำธุรกิจในอเมริกาและการขายในประเทศจีนก็ต้องหยุดขายชั่วคราว เนื่องจากประสบปัญหาขาดอุปกรณ์ในการผลิตที่บางส่วนเพราะต้องใช้ของอเมริกา ZTE อาจจะมีมูลค่าความเสียหายจากการโดนอเมริกาแบนสูงถึง 2 หมื่นล้านหยวน หรือประมาณ 1 แสนล้านบาท เพราะ ZTE เป็นหนึ่งในบริษัทที่มีสำคัญของการนำพาเทคโนโลยีจีนออกไปสู่ประเทศภายนอกตามนโยบาย Made in China 2025 ภายหลังจากที่รัฐบาลจีนได้มีการเจรจากับรัฐบาลอเมริกาถึงการยกเลิกแบน ZTE ซึ่งในที่สุดจีนและอเมริกายกเลิกแบน ZTE ในเดือนมิถุนายนปีเดียวกัน ส่งผลให้เรียกความเชื่อมั่นจากนักลงทุนขึ้นมาได้ ค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง QE กับผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นอย่างมาก แต่สงครามการค้ายังคงดำเนินไปเรื่อยๆนำไปสู่การตั้งกำแพงภาษีต่อสินค้าจีนคิดเป็นมูลค่าหลายหมื่นล้านดอลลาร์ และจีนก็ดำเนินการตอบโต้ด้วยวิธีการเดียวกัน จนกระทั่งทั้งสองประเทศมีข้อตกลงชะลอการตั้ง

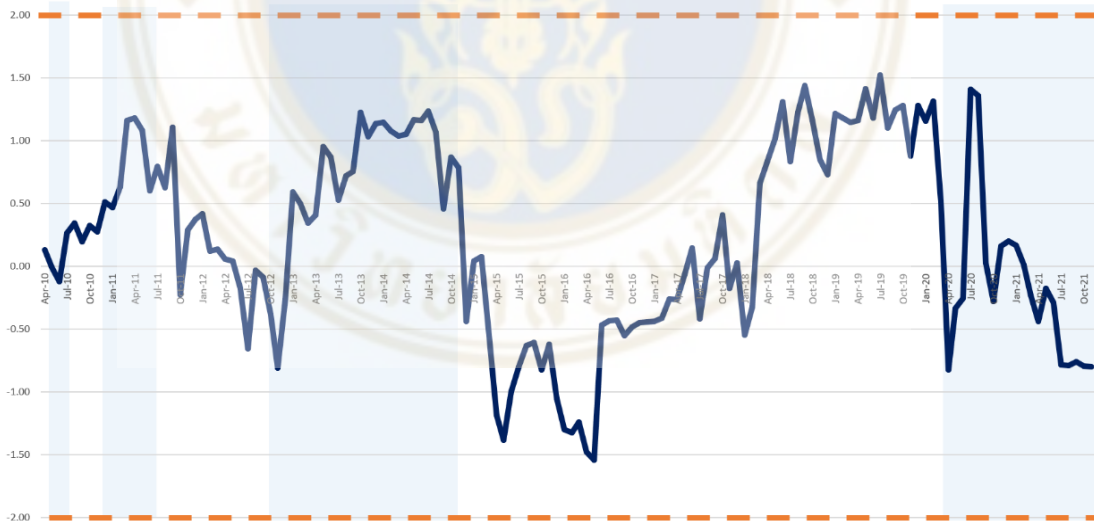
กำแพงภาษีใหม่ในเดือนธันวาคม 2018 เป็นเวลา 90 วัน เพื่อเปิดโอกาสให้มีการเจรจาใหม่อีกครั้ง แต่มีแนวโน้มว่าจะไม่มีความคืบหน้าและเป็นผลต่ออย่างไร้ผลให้ตลาดหุ้นยังคงมีความผันผวน

ในปี 2019 รัฐบาลจีนเชื่อว่าจะทำให้เศรษฐกิจจีนสามารถเติบโตต่อไปได้อย่างต่อเนื่อง คือ “นวัตกรรมและเทคโนโลยี” โดยรัฐบาลจีนตั้งเป้าอย่างชัดเจนว่าจะเป็นผู้นำด้านนวัตกรรมของโลก (Global Leader in Innovation) ภายในปี ค.ศ. 2050 ผ่านการนำนวัตกรรมและเทคโนโลยีใหม่ๆ มาใช้ในภาคการผลิตและภาคบริการของประเทศ ในปี 2019 รัฐบาลจีนทุ่มงบประมาณในส่วนวิจัยและพัฒนาของประเทศอย่างมหาศาลราว 10.3 ล้านล้านบาท เพราะเชื่อว่านวัตกรรมใหม่ๆ คือเครื่องยนต์สำคัญที่ช่วยขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศโดยงบการวิจัยและพัฒนาของจีน ซึ่งสูงสุดเป็นประวัติการณ์ และเพิ่มขึ้นกว่า 3 เท่าในรอบ 10 ปี ทำให้บริษัทหลายแห่งเติบโตจากการสร้างนวัตกรรมจนเป็นผู้นำด้านเทคโนโลยี อาทิ Alibaba บริษัทที่ทำธุรกิจด้านอีคอมเมิร์ซและเทคโนโลยีรายใหญ่ของโลก Tencent บริษัทผู้ให้บริการ Social platform อันดับหนึ่งของจีน เว็บไซต์สำหรับการค้นหาข้อมูล (search engine) เป็นต้นซึ่งในปัจจุบันบริษัท อีคอมเมิร์ซของจีนนั้นมีส่วนแบ่งการตลาดกว่า 40% ของโลก จากที่กล่าวไปนั้นความน่าสนใจของการลงทุนในตลาดหุ้นจึงเพิ่มสูงขึ้นส่งผลให้ตลาดหุ้นคิดตัวขึ้นอย่างเห็นได้ชัด และค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง QE กับผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์เพิ่มเล็กน้อย

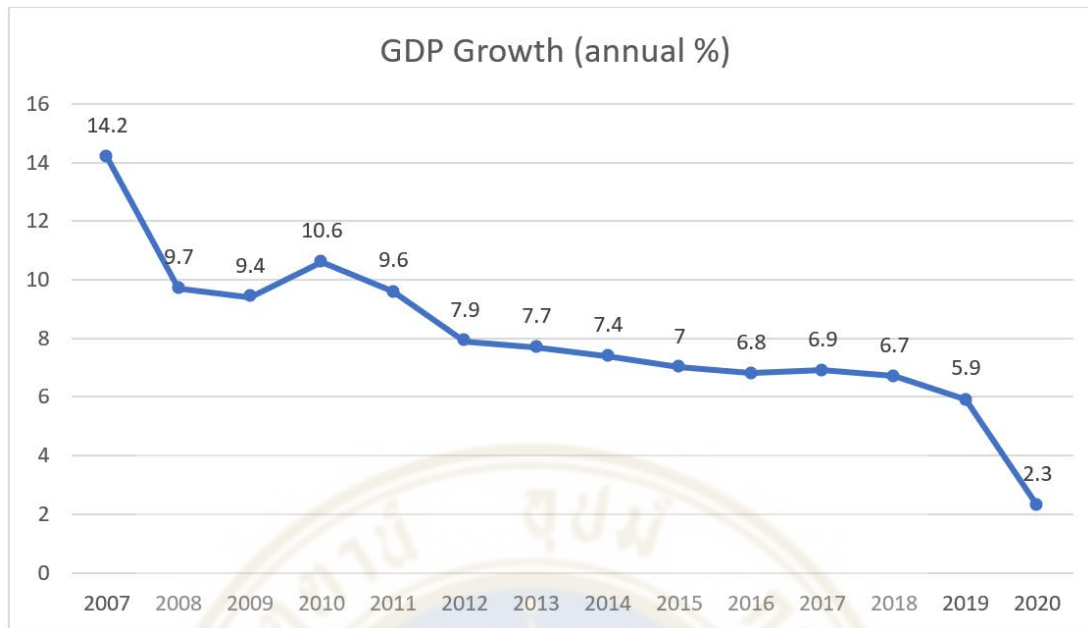
แต่อย่างไรก็ตามการประกาศประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 5 เพื่อจัดการกับวิกฤต COVID-19 ค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง QE กับผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์เชิงไฮคอมโพสิตนั้นลดลงมาอยู่ในช่วงติดลบ และเพราะเป็นช่วงแรกเริ่มที่เกิดวิกฤต อีกทั้งเป็นการระบาดที่เกิดขึ้นอย่างรวดเร็วจนถึงรับไม่ทันไม่แม้แต่ในประเทศจีนเพียงเท่านั้นแต่ลุกลามไปทั่วโลก เมื่อวันที่ 23 มกราคม 2020 รัฐบาลกลางของจีนได้กำหนดการปิดเมืองในอู่ฮั่นและเมืองอื่นๆ ในหูเป่ย์ รวมแล้วทั้งหมด 19 เมือง เพื่อพยายามกักบริเวณศูนย์กลางของการระบาดของ COVID-19 และในที่สุดก็บังคับใช้กับเมืองอื่นๆ อีก 15 เมืองในหูเป่ย์ ซึ่งส่งผลกระทบต่อผู้คนทั้งหมดประมาณ 57 ล้านคน การคมนาคมขนส่งในอู่ฮั่น หวงกั่ง และเอโจว ถูกจำกัดอย่างเข้มงวด รวมถึงการปิดระบบขนส่งสาธารณะ รถไฟ สนามบิน และทางหลวงสายหลัก และมีคำสั่งให้ปิดบริษัทที่ไม่จำเป็นทั้งหมด รวมทั้งโรงงานผลิต ในมณฑลหูเป่ย์ และทำการปิดเมืองอีกครั้งวันที่ 24 มีนาคม สำหรับเมืองหูเป่ย์ และ เดือนเมษายนสำหรับอู่ฮั่น ส่งผลให้กราฟมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น แต่อย่างไรก็ตามวันที่ 1 กรกฎาคม 2021 ได้มีการปิดเมืองฉือเจียจวง จากการสำรวจสำมะโนประชากรปี 2020 เมืองนี้มีประชากรทั้งหมด 11,235,086 คนและซีอาน ในวันที่ 22 ธันวาคม 2021 ส่งผลให้กราฟมีแนวโน้มลดลงเรื่อยจากการแพร่กระจายของโรคระบาดที่เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ



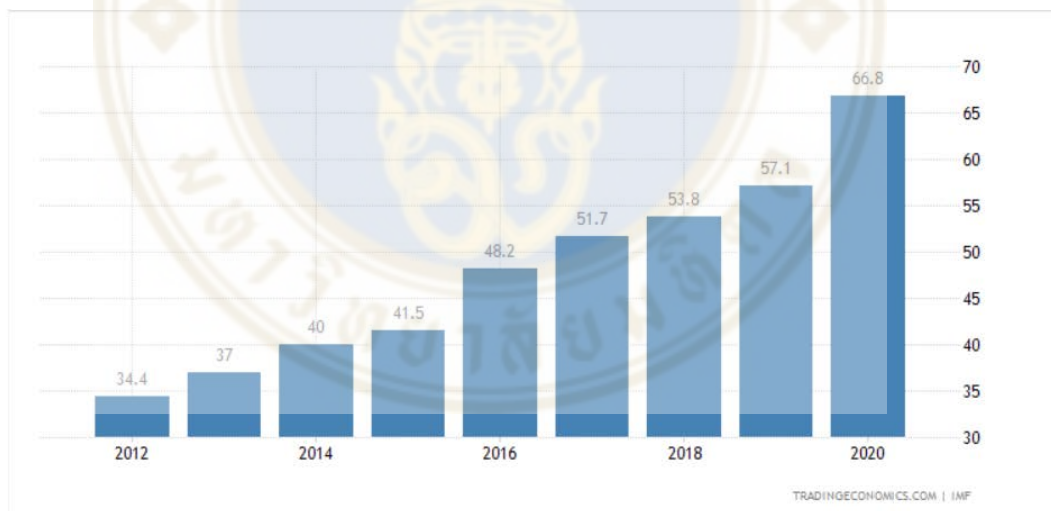
กราฟที่ 4.9 กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีน เซี่ยงไฮ้คอมโพสิต (SSEC)



กราฟที่ 4.10 กราฟค่า T-Score ของแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับ ผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีน (SSEC)



กราฟที่ 4.11 กราฟแสดงอัตราการเติบโตของ GDP ของประเทศจีน (%รายปี)
แหล่งที่มา: ธนาคารโลก



กราฟที่ 4.12 กราฟแสดงอัตราส่วนระหว่างปริมาณหนี้สินของรัฐบาลทั้งหมดต่อ GDP ของประเทศจีน
แหล่งที่มา: Trading Economics

4.2.2.2 ศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณต่อปริมาณเงินในระบบ

การใช้มาตรการการผ่อนคลายเชิงปริมาณครั้งที่ 1 ของธนาคารกลางสหรัฐ ในเดือนมีนาคม 2009 ค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง QE กับกับนโยบายทางการเงิน (M2) ของประเทศจีนมีค่าเป็นบวกแต่มีแนวโน้มที่ลดลงเรื่อยๆ ในปี 2010 ช่วงแรกมีการคงอัตราดอกเบี้ยไว้คงที่ แต่เนื่องจาก สถานการณ์เงินเฟ้อภายในประเทศที่เพิ่มสูงขึ้นในไตรมาสที่ 4 จากการปรับอัตราส่วนเงินสำรองที่เพิ่มขึ้น จึงได้มีการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง ณ สิ้นปี 2010 ได้มีการปรับอัตราดอกเบี้ยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของสถาบันการเงินเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ณ สิ้นเดือนธันวาคม ค่าถ่วงน้ำหนักอัตราดอกเบี้ยเงินกู้เฉลี่ยอยู่ที่ 6.19% เพิ่มขึ้น 0.94 เปอร์เซ็นต์จากช่วงต้นปี ณ สิ้นปี 2010 และกลับมาออกตั๋วเงินของธนาคารกลางอายุ 3 ปี เพื่อระงับสภาพคล่อง

การประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 2 ของธนาคารกลางสหรัฐ QE ส่งผลกระทบท่อนโยบายการเงิน (M2) อย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าในการผ่อนคลายนโยบายทางการเงินของสหรัฐนั้นไม่ส่งผลกระทบต่อปริมาณเงิน M2 ของจีน แต่เกิดจากสถานการณ์เงินเฟ้อภายในประเทศยังเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องทางรัฐบาลจีนได้เร่งการแก้ไขปัญหาโดยการปรับเพิ่มอัตราส่วนเงินสำรอง และปรับอัตราดอกเบี้ยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของสถาบันการเงินเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ณ สิ้นเดือนธันวาคม 2010 ค่าถ่วงน้ำหนักอัตราดอกเบี้ยเงินกู้เฉลี่ยอยู่ที่ 6.19% เพิ่มขึ้น 0.94 เปอร์เซ็นต์จากช่วงต้นปี และ ณ สิ้นปี 2011 อยู่ที่ 8.01% อีกทั้งยังขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและดอกเบี้ยอ้างอิงเป็น 3.5% และ 6.56% เพื่อควบคุมเงินเฟ้อ ทำให้ค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง QE กับปริมาณเงิน (M2) มีแนวโน้มปรับตัวลดลงมา

การประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 3 และ 4 ของธนาคารกลางสหรัฐ ค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง QE กับปริมาณเงิน (M2) อยู่ในแดนลบ เนื่องจากเศรษฐกิจจีนมีการเติบโตที่ชะลอลง รัฐบาลจีนจึงได้ได้ประกาศใช้นโยบาย "New normal" หรือ "ภาวะต่ำลง" ในปี 2014 จากชะลอตัวทางเศรษฐกิจโลก ทางรัฐบาลจีนมีนโยบายในการส่งเสริมเศรษฐกิจของภาคอสังหาริมทรัพย์ภายในประเทศโดยการเร่งอัดฉีดเงินเข้าระบบที่มีรูปแบบคล้ายกับวิกฤตทางการเงินในปี 2008 ลดอัตราดอกเบี้ยในการกู้ และ เร่งการซื้อคืนกลับ (Repo Operation) จนทำให้ปัญหาเศรษฐกิจฟองสบู่ของสินทรัพย์ภายในประเทศที่เกิดขึ้นมา ธนาคารกลางจึงเร่งการขายพันธบัตร (Reverse Repo) เพื่อดึงปริมาณเงินออกจากระบบ

ในปีครึ่งปีหลังของปี 2015 ถึง 2016 ค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง QE กับปริมาณเงิน (M2) ประเทศจีนต้องเผชิญกับแรงกดดันด้านลบ อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับปานกลาง และผลกระทบจากความไม่แน่นอนจากต่างประเทศก็ส่งผลกระทบเพิ่มมากขึ้น เนื่องจากผลกระทบ

ของการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐ การออกหนี้รัฐบาลท้องถิ่นจำนวนมาก รวมทั้งความผันผวนของตลาดหุ้นภายในประเทศ จึงทำให้เกิดกระแสเงินสดไหลออกทางรัฐบาลจีนจึงได้พยายามที่จะเพิ่มสภาพคล่องให้มากขึ้น โดยการลดอัตราส่วนความต้องการเงินสำรองเงินฝากเป้าหมาย ปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้จากธนาคารกลางให้กับธนาคารพาณิชย์ ผ่านทางการจัดสรรเงินกู้แบบ Pledged Supplementary Lending (PLS คือ การรักษาเสถียรภาพของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น) รวม 1.576 แสนล้านหยวน เพื่อช่วยการสนับสนุนในส่วนสำคัญและภาคที่อ่อนแอในระบบเศรษฐกิจ รวมถึงวิสาหกิจขนาดเล็กและขนาดเล็ก

การประกาศประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 5 ของธนาคารกลางสหรัฐ เพื่อจัดการกับวิกฤต COVID-19 ณ ช่วงเวลานี้ ค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง QE กับนโยบายทางการเงิน (M2) อยู่ในช่วงติดลบและที่ประมาณ -2 เป็นผลมาจากประเทศจีนเป็นประเทศเกิดการระบาดของเชื้อหนักที่สุดในช่วงแรกซึ่งสร้างแรงกดดันให้แก่รัฐบาลจีนเป็นอย่างมาก และเครื่องมือทางการเงินยังคงไม่มีใช้สำหรับมือกับเหตุการณ์นี้ แต่หลังจากนั้นจะเห็นว่าการาฟมีแนวโน้มที่เพิ่มขึ้นเป็นผลมาจากนโยบายการเงินที่ออกมา โดยการเร่งอัดฉีดเพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้มากผ่านการปรับลดอัตราส่วนสำรองที่จำเป็น (RRR) สามครั้ง เปิดตัวกองทุนระยะยาวมูลค่า 2.7 ล้านล้านหยวน เพื่อให้กู้ยืมแก่ MSE และองค์กรเอกชน เพื่อรองรับเศรษฐกิจที่แท้จริง ปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ อัตราเงินกู้ขององค์กรในเดือนมีนาคมอยู่ที่ 4.82 เปอร์เซ็นต์ ลดลง 0.3 เปอร์เซ็นต์ จากสิ้นปี 2019 นอกจากนี้ยังอำนวยความสะดวกให้ธนาคารในการเติมเต็มเงินทุนผ่านการออกหุ้นกู้ถาวรเพื่อลดข้อจำกัดด้านเงินทุนของสินเชื่อธนาคาร PBC ได้เพิ่มโควตาส่วนลดขึ้น 2 แสนล้านหยวน และโควตาเงินกู้แบบ Standing Lending Facility (SLF) อีก 100 พันล้านหยวนเพื่อรองรับสภาพคล่อง ส่งผลทำให้สินเชื่อเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว และโครงสร้างสินเชื่อได้รับการปรับให้เหมาะสมยิ่งขึ้น ในไตรมาสที่ 1 ปี 2020 เงินสดสุทธิจำนวน 583.3 พันล้านหยวนถูกฉีดเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจ เพิ่มขึ้น 410 พันล้านหยวนต่อปี

ในปลายเดือนธันวาคม PBC 2020 ได้อัดฉีดกองทุนข้ามปีผ่านการดำเนินการ 14 days- reverse repo เพื่อตอบสนองความต้องการของตลาดและรักษาเสถียรภาพของสภาพคล่องของตลาด



กราฟที่ 4.13 กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับอัตราการเติบโตของปริมาณเงินในระบบของประเทศไทย (M2)



กราฟที่ 4.14 กราฟค่า T-Score ของแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับอัตราการเติบโตของปริมาณเงินในระบบของประเทศไทย (M2)

4.2.2.3 ศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลायเชิงปริมาณต่อเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงิน แบบ Direct Quote

ในช่วงการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลायเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 1 (เดือนธันวาคม 2008 – เดือนมิถุนายน 2010) ค่าสัมประสิทธิ์มีแนวโน้มที่คงตัวแต่ยังอยู่ในแดนบวก เนื่องจากผลกระทบของวิกฤตซับไพร์มทำให้เศรษฐกิจสหรัฐมีความผันผวนค่อนข้างสูงจึงส่งผลให้ประเทศที่นำเข้าสินค้าหลักของจีนเก็บเงินในสกุลหยวนมากขึ้น ค่าเงินหยวนยังคงแข็งค่า

ในช่วงการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลायเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 2 (เดือนพฤศจิกายน 2010 - เดือนมิถุนายน 2011) ส่งออกและการนำเข้าพื้่นตัวปานกลางและดุลการค้าพื้่นตัว การเติบโตของการส่งออกการส่งออกมีมูลค่า 474.8 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ เพิ่มขึ้น 22.1% เมื่อเทียบเป็นรายปี ใน อีกทั้งแรงกดดันทางด้านเงินเพื่อทำให้ต้องมีเพิ่มอัตราส่วนเงินสำรองเพิ่มอัตราดอกเบี้ยอย่างที 6.19% เพิ่มขึ้น 0.94 เปอร์เซ็นต์จากช่วงต้นปี ณ สิ้นปี 2010 และ 8.01% ณ สิ้นปี 2011 ทำให้ค่าเงินหยวนแข็งค่าขึ้น

ช่วงการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลायเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 3 และ 4 (เดือนกันยายน 2012 - เดือนตุลาคม 2014) เศรษฐกิจในประเทศยังคงเติบโตอย่างต่อเนื่อง การเติบโตของการผลิตภาคอุตสาหกรรมทรงตัวและดีขึ้น การลงทุนและการบริโภคขยายตัวอย่างต่อเนื่อง สถานการณ์เงินเพื่อและการจ้างงานโดยทั่วไปไม่มีเสถียรภาพ ค่าเงินจึงมีการทรงตัวดูได้จากค่าสัมประสิทธิ์ที่อยู่ทีช่วงทรงตัว ก่อนจะค่อยๆขึ้นเกิดจากการเกิดภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่ อสังหาริมทรัพย์ภายในประเทศทางธนาคารกลางจึงเร่งการขายพันธบัตร (Reverse Repo) เพื่อดึงปริมาณเงินออกจากระบบส่งผลให้หยวนกลับมาอ่อนค่าอีกครั้งในปี 2014

ถัดมาปี 2015 ภาครัฐบาลได้ลดอัตราส่วนความต้องการสำรองเพื่อเพิ่มสภาพคล่องในระยะยาว อัตราดอกเบี้ยมีการลดต่ำลง และเพิ่มโควต้าในการปล่อยกู้ให้แก่สถาบันทางการเงินเพื่อนำมาสนับสนุนการปล่อยสินเชื่อให้แก่ ภาคเกษตร พื้่นที่ชนบท และภาคเอกชน ทำให้ปริมาณเงินในระบบเพิ่มมากขึ้น อุปทานของเงินหยวนเพิ่มขึ้นส่งผลให้ค่าเงินหยวนอ่อนค่า

ช่วงการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลायเชิงปริมาณทางการเงินครั้งที่ 5 (เดือนมีนาคม 2020 – เดือนธันวาคม 2021) เกิดขึ้นการการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด19 ธนาคารกลางจีนได้เพิ่มปริมาณเงินเข้าสู่ในระบบผ่านการปรับลดอัตราส่วนสำรองที่จำเป็น 3 ครั้ง และมอบกองทุนระยะยาวมูลค่า 2.7 ล้านหยวนสำหรับสถาบันการเงินเพื่อสนับสนุนในการกู้แก่ วิชากิจขนาดเล็ก ภาคเอกชน ภาคการผลิตและอุตสาหกรรม ปฏิรูปอัตราดอกเบี้ย LPR แบบใหม่ที่ไม่ได้คำนวณโดยอิงกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ benchmark ที่แบงก์ชาติกำหนดแล้ว แต่อิงกับอัตราดอกเบี้ยโครงการเงินกู้ระยะกลาง (MLF) ซึ่งปัจจุบันอยู่ที่ระดับเพียง 3.3% เมื่อเทียบกับอัตราดอกเบี้ย

benchmark ซึ่งอยู่ที่ 4.35% ทำให้ต้นทุนในการกู้ลดลง ทำให้นักลงทุนภายในประเทศลงทุนต่างประเทศลดลงจาก 41 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ มาเกือบครึ่งอยู่ 23 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ส่งผลให้ค่าเงินหยวนแข็งค่า



กราฟที่ 4.15 กราฟที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของค่าเงินหยวน/ 1 ดอลลาร์สหรัฐ (Direct Quote)



กราฟที่ 4.16 กราฟค่า T-Score ของแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของค่าเงินหยวน/ 1 ดอลลาร์สหรัฐ (Direct Quote)

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา (Conclusion)

5.1 สรุปผลการศึกษาผลกระทบของของนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณต่อผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนของแต่ละประเทศ ด้วยวิธี Vector Autoregressive Models (VAR)

วิจัยนี้ได้มีการศึกษาเพื่อตรวจสอบว่าการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณของประเทศสหรัฐอเมริกา นั้นส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนรวมตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงินในระบบ และอัตราการเปลี่ยนแปลงของค่าเงิน ในประเทศที่ทำการศึกษาหรือไม่ ผ่านวิธี Vector Autoregressive Models

ตารางที่ 5.1 ตารางสรุปผลการศึกษาผลกระทบของของนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณต่อผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นของกลุ่มประเทศที่ทำการศึกษา ด้วยวิธี Vector Autoregressive Models ที่ระดับความเชื่อมั่น 5%

ประเทศ	P-Value	ค่าสัมประสิทธิ์	ผลกระทบ
มาเลเซีย	0.010	1.2829	ส่งผลกระทบ
จีน	0.395	0.9642	ไม่ส่งผล

จากศึกษาผลกระทบของการประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ของประเทศสหรัฐอเมริกาผ่านวิธี Vector Autoregressive Models พบว่าการประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณในประเทศสหรัฐอเมริกาส่งผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในประเทศมาเลเซีย

การประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในประเทศมาเลเซีย แม้ประเทศมาเลเซียจะถูกจัดให้อยู่ในประเทศเปิดใหม่ แต่เหตุการณ์ทางการเมืองภายในประเทศมาเลเซียในช่วงนั้นมีความไม่มั่นคงค่อนข้างสูงเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอินโดนีเซีย และประเทศฟิลิปปินส์ อาทิเช่นเรื่องอื้อฉาวทางการเมืองของ

One Malaysia Development Bank (1MDB) ที่ถูกเปิดเผยเป็นเรื่องเกี่ยวกับการที่นายกรัฐมนตรีนาจิบ ราซัค กักับการใช้เงินทุนในทางที่ผิดจากกองทุนเพื่อการลงทุนของรัฐ (1MDB) ทำให้เกิดความไม่แน่นอนทางการเมื่อส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่ลดลงซึ่งเป็นเหตุทำให้เงินทุนชะลอตัว ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีกระแสเงินทุนไหลเข้า อย่างไรก็ตามประเทศมาเลเซียเป็นประเทศที่ใช้นโยบายการเงินโดยการควบคุมดอกเบี้ยนโยบายเป็นหลัก โดยดอกเบี้ยนโยบายของมาเลเซียในช่วงที่มีการประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายนเชิงปริมาณ (QE) ของสหรัฐนั้นสูงกว่าของสหรัฐในช่วง อยู่ที่ประมาณ 4% ส่งผลให้กระแสเงินทุนยังคงหลั่งไหลเข้ามาภายในประเทศ

ในทางตรงกันข้ามการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายนเชิงปริมาณ (QE) ในประเทศสหรัฐอเมริกาไม่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนรวมของตลาดทุนในประเทศจีน ซึ่งประเทศจีนเป็นประเทศที่มีลักษณะเป็นคู่แข่งทางการค้าที่สำคัญของประเทศสหรัฐอเมริกา ดังนั้นจึงทำให้กฎหมายของประเทศจีนไม่เอื้ออำนวยกับนักลงทุนต่างชาติที่จะเคลื่อนย้ายเงินเข้ามาลงทุนภายในประเทศมากนัก โดยเฉพาะนักลงทุนจากประเทศสหรัฐอเมริกา และอีกหนึ่งปัจจัยประเทศจีนยังมีนโยบายที่มุ่งเน้นเกี่ยวกับการเติบโตภายในประเทศมากกว่าการพึ่งพาประเทศอื่น ๆ เนื่องด้วยประเทศจีนมีจำนวนประชากรมากที่สุดในโลก เมื่ออ้างอิงทฤษฎีกระแสการไหลของเงินทุน จะเห็นได้ว่าประเทศไทย และประเทศจีนยังขาดคุณสมบัติของประเทศที่นักลงทุนจะเคลื่อนย้ายเงินมาลงทุน จึงทำให้นโยบายการผ่อนคลายนเชิงปริมาณ (QE) ในประเทศสหรัฐอเมริกาไม่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนรวมของตลาดทุนในประเทศไทยและจีน

วิจัยนี้สามารถสรุปได้ว่าการประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายนเชิงปริมาณ (QE) ในประเทศสหรัฐอเมริกาส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนรวมของตลาดทุนในกลุ่มประเทศเปิดใหม่มากกว่ากลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว (Miyakoshia, 2016) ซึ่งเป็นไปตามผลคาดการณ์ของคณะผู้จัดทำ โดยปัจจัยสำคัญที่เข้ามาเร่งหรือชะลอผลกระทบนี้คือ นโยบายการเงินในประเทศนั้น ๆ ว่า ณ ตอนที่ประเทศสหรัฐอเมริกามีการประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายนเชิงปริมาณ (QE) ในประเทศนั้น ๆ มีการปรับใช้ดอกเบี้ยนโยบายเท่าไร หรือมีการเข้าไปแทรกแซงอัตราแลกเปลี่ยนหรือไม่ และอีกปัจจัยสำคัญเข้ามาเร่งหรือชะลอผลกระทบนี้คือความมั่นคง ความโปร่งใสทางการเมืองในประเทศนั้น ๆ ซึ่งจะเป็นปัจจัยที่ช่วยให้เพิ่มความมั่นใจให้แก่นักลงทุนต่างชาติในการเคลื่อนย้ายเงินมาลงทุนในประเทศนั้น ๆ ได้ โดยสามารถอธิบายผ่านทฤษฎีกระแสการไหลของเงินทุนที่อธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างดอกเบี้ยนโยบายและทิศทางของการไหลของกระแสเงิน

ตารางที่ 5.2 ตารางสรุปผลการศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลायเชิงปริมาณต่ออัตราการเติบโตของปริมาณเงินในระบบของกลุ่มประเทศที่ทำการศึกษ ด้วยวิธี Vector Autoregressive Models ที่ระดับความเชื่อมั่น 5%

ประเทศ	P-Value	ค่าสัมประสิทธิ์	ผลกระทบ
มาเลเซีย	0.142	16.1945	ไม่ส่งผล
จีน	0.516	0.1094	ไม่ส่งผล

การประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลायเชิงปริมาณ (QE) ในประเทศสหรัฐอเมริกาไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราการเติบโตของปริมาณเงินของทุกประเทศที่ทำการศึกษา เนื่องจากปริมาณเงินจากการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลायเชิงปริมาณ (QE) ของประเทศสหรัฐอเมริกาที่ไหลเข้ามาในประเทศนั้นๆ ถือว่าเป็นจำนวนที่น้อยมากเมื่อเทียบกับปริมาณเงินที่มีอยู่แล้วในระบบของแต่ละประเทศ เมื่อนำปริมาณเงินมาคำนวณอัตราการเติบโตของปริมาณเงินในระบบจึงทำให้การเปลี่ยนแปลงเพียงเล็กน้อย โดยปกติแล้วปริมาณเงินในระบบจะมีการเปลี่ยนแปลงอย่างเห็นได้ชัดจากนโยบายการเงินภายในประเทศเป็นหลัก

ผลการสรุปของวิจัยนี้เป็นไปตามผลคลาดการของคณะผู้จัดทำ ที่ว่าการประกาศใช้นโยบายผ่อนคลायเชิงปริมาณ (QE) ในประเทศสหรัฐอเมริกาไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราการเติบโตของปริมาณเงิน เนื่องจากคณะผู้จัดทำมีความเชื่อที่ว่าปริมาณเงินในระบบในประเทศนั้นๆ จะสอดคล้องกับนโยบายทางการเงินภายในประเทศนั้นๆ มากกว่านโยบายทางการเงินจากต่างประเทศ

ตารางที่ 5.3 ตารางสรุปผลการศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลायเชิงปริมาณต่อเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนของกลุ่มประเทศที่ทำการศึกษา ด้วยวิธี Vector Autoregressive Models ที่ระดับความเชื่อมั่น 5%

ประเทศ	P-Value	ค่าสัมประสิทธิ์	ผลกระทบ
มาเลเซีย	0.364	-0.2937	ไม่ส่งผล
จีน	0.284	-0.1555	ไม่ส่งผล

การประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ในประเทศสหรัฐอเมริกาไม่ส่งผลกระทบต่อเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศมาเลเซีย และประเทศจีน เนื่องจากปัจจัยหลักที่ส่งผลกระทบต่อเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศเหล่านี้คือการส่งออกและการนำเข้า

โดยผลการสรุปของวิจัยนี้ไม่เป็นไปตามการคาดการณ์ของคณะผู้จัดทำ ที่ว่าการประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ในประเทศสหรัฐอเมริกาไม่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน แบบ Direct Quote ในกลุ่มประเทศที่ทำการศึกษา (Aizenman, 2014) ที่มีผลสรุปเป็นไปตามการคาดการณ์ของคณะผู้จัดทำ ที่ว่าการประกาศใช้นโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ในประเทศสหรัฐอเมริกาส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน

5.2 สรุปผลการศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณต่อผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน และเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนของแต่ละประเทศ ด้วยวิธี Vector Autoregressive Models (VAR) – Rolling-Window Analysis of Time Series

วิจัยนี้ได้มีการศึกษาเพิ่มเติมเพื่อตรวจสอบว่าการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณของประเทศสหรัฐอเมริกานั้นส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนรวมตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงินในระบบ และอัตราการเปลี่ยนแปลงของค่าเงิน ในประเทศที่ทำการศึกษา ในช่วงการทำ QE ครั้งใดบ้าง ผ่านวิธี Vector Autoregressive Models (Rolling-Window) ที่ระดับความเชื่อมั่น 5%

ตารางที่ 5.4 ตารางสรุปผลการศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณต่อผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น ด้วยวิธี Vector Autoregressive Models - Rolling-Window Analysis of Time Series ที่ระดับความเชื่อมั่น 5%

	QE ครั้งที่ 1	QE ครั้งที่ 2	QE ครั้งที่ 3	QE ครั้งที่ 4	QE ครั้งที่ 5
มาเลเซีย	ส่งผลกระทบต่อ (เชิงบวก)	ส่งผลกระทบต่อ (เชิงบวก)	ไม่ส่งผล	ไม่ส่งผล	ไม่ส่งผล
จีน	ไม่ส่งผล	ไม่ส่งผล	ไม่ส่งผล	ไม่ส่งผล	ไม่ส่งผล

ตารางที่ 5.5 ตารางสรุปผลการศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลायเชิงปริมาณต่ออัตราการเติบโตของปริมาณเงิน(M2) ด้วยวิธี Vector Autoregressive Models- Rolling-Window Analysis of Time Series ที่ระดับความเชื่อมั่น 5%

	QE ครั้งที่ 1	QE ครั้งที่ 2	QE ครั้งที่ 3	QE ครั้งที่ 4	QE ครั้งที่ 5
มาเลเซีย	ไม่ส่งผล	ไม่ส่งผล	ไม่ส่งผล	ส่งผลกระทบ (เชิงลบ)	ส่งผลกระทบ (เชิงบวก)
จีน	ไม่ส่งผล	ไม่ส่งผล	ไม่ส่งผล	ไม่ส่งผล	ไม่ส่งผล

ตารางที่ 5.6 ตารางสรุปผลการศึกษาผลกระทบของนโยบายผ่อนคลायเชิงปริมาณต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราการแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ด้วยวิธี Vector Autoregressive Models - Rolling-Window Analysis of Time Series ที่ระดับความเชื่อมั่น 5%

	QE ครั้งที่ 1	QE ครั้งที่ 2	QE ครั้งที่ 3	QE ครั้งที่ 4	QE ครั้งที่ 5
มาเลเซีย	ไม่ส่งผล	ไม่ส่งผล	ไม่ส่งผล	ไม่ส่งผล	ส่งผลกระทบ (เชิงลบ)

จากศึกษาผลกระทบของการประกาศใช้นโยบายผ่อนคลायเชิงปริมาณ (QE) ของประเทศสหรัฐอเมริกาผ่านวิธี Vector Autoregressive Models (Rolling-Window) พบว่าโดยภาพรวมการประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลायเชิงปริมาณของฝั่งสหรัฐอเมริกาครั้งที่ 5 นั้นส่งผลต่อผลตอบแทนรวมตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงินในระบบ และอัตราการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินในประเทศที่ทำการศึกษามากที่สุด

ในขณะที่การประกาศใช้นโยบายการผ่อนคลायเชิงปริมาณของฝั่งสหรัฐอเมริกาครั้งที่ 1-4 ไม่ค่อยส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนรวมตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของปริมาณเงินในระบบ และอัตราการเปลี่ยนแปลงของค่าเงิน เนื่องการประกาศใช้นโยบายผ่อนคลायเชิงปริมาณในแต่ละครั้งมีลักษณะเฉพาะที่แตกต่างกัน โดยการใช้นโยบายการผ่อนคลायเชิงปริมาณของฝั่งสหรัฐอเมริกาครั้งที่ 1-4 มีวัตถุประสงค์เพื่อบรรเทาผลกระทบของวิกฤต Subprime ใช้เวลาดั้งสั้น 71 เดือน โดยใช้เงินกว่า 1.7 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ ในขณะที่การใช้นโยบายการผ่อนคลायเชิงปริมาณของฝั่งสหรัฐอเมริกาครั้งที่ 5 เพื่อบรรเทาผลกระทบจากการแพร่ระบาดของ COVID19 ใช้เงินมากถึง 8.93 ล้านล้านดอลลาร์ (ณ เดือน มิถุนายน 2022) ซึ่ง เป็นจำนวนที่มากกว่าการใช้นโยบายการผ่อนคลायเชิงปริมาณของฝั่งสหรัฐอเมริกา ครั้งที่ 1-4 รวมกัน ประมาณ 5 เท่า และใช้ระยะเวลาสั้นกว่า ดังนั้นจึง

สรุปได้ว่า การใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณของฝั่งสหรัฐอเมริกาที่มีปริมาณเงินอัดฉีดที่มาก จะสามารถส่งผลกระทบต่อไปยังผลตอบแทนรวมตลาดทุนได้ในบางประเทศ อีกทั้งนโยบายการเงินผ่อนคลายภายในประเทศยังเป็นส่วนสำคัญที่ช่วยให้ปริมาณเงินจากการใช้นโยบายการผ่อนคลายเชิงปริมาณของฝั่งสหรัฐอเมริกาไหลเข้าสู่ตลาดทุนประเทศนั้นๆได้



บรรณานุกรม

- เฉลิมพล จตุพร. (2561). แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) และการประยุกต์. สืบค้นเมื่อ 20 พฤษภาคม 2565, จากเว็บไซต์: <https://cj007blog.files.wordpress.com/2020/04/05-var-and-its-applications-2nd-2018.pdf>
- ชนกกานต์ เมฆองค์. (2564). ผลของการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างชาติในหลักทรัพย์ไทย. สืบค้นเมื่อ 20 พฤษภาคม 2565, จากเว็บไซต์: https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/ArticleAndResearch/FAQ/FAQ_190.pdf
- บริษัทหลักทรัพย์ Z.com. (2565). นโยบายการเงิน. สืบค้นเมื่อ 10 กุมภาพันธ์ 2565, จากเว็บไซต์: https://th.trade.z.com/content-detail?id=0cf88353-041b-4012-b823-56b4b0b55e14&fbclid=IwAR3q9ZifMtHdW0CVLxAL-kVHSf8ROSP9NnyQ-Z71cfZwd-HZouL_CWaayWE
- ปิติวรรณ ธนาเลิศกิลธรรม์ และ สมพร ปันโกษา. (2563). การศึกษาถึงความผันผวนของปัจจัยภายนอกที่มีผลต่อดัชนี SET. สืบค้นเมื่อ 20 พฤษภาคม 2565, จากเว็บไซต์: <https://rsujournals.rsu.ac.th/index.php/rgrc/article/download/1834/1425/>
- สุดา ปิตะวรรณ. (2552). ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนระหว่างค่าเงินบาท กับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ. สืบค้นเมื่อ 10 กุมภาพันธ์ 2565, จากเว็บไซต์: http://utcc2.utcc.ac.th/academicweek_proceeding /2553/business/suda.pdf
- Aizenman, J., Binici, M., & Hutchison, M. M. (2014). The transmission of federal reserve tapering NEWS to emerging financial market. *NBER working paper series*. Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w19980>
- Bank Negara Malaysia. (2008). Monetary Policy in 2008. Retrieved from <https://www.bnm.gov.my/search#gsc.tab=0&gsc.q=monetary%20policy&gsc.sort=>
- Bank Negara Malaysia. (2009). Monetary Policy in 2009. Retrieved from <https://www.bnm.gov.my/search#gsc.tab=0&gsc.q=monetary%20policy&gsc.sort=>
- Bank Negara Malaysia. (2010). Monetary Policy in 2010. Retrieved from <https://www.bnm.gov.my/search#gsc.tab=0&gsc.q=monetary%20policy&gsc.sort=>
- Bank Negara Malaysia. (2011). Monetary Policy in 2011. Retrieved from <https://www.bnm.gov.my/search#gsc.tab=0&gsc.q=monetary%20policy&gsc.sort=>

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Bank Negara Malaysia. (2012). Monetary Policy in 2012. Retrieved from
<https://www.bnm.gov.my/search#gsc.tab=0&gsc.q=monetary%20policy&gsc.sort=>
- Bank Negara Malaysia. (2013). Monetary Policy in 2013. Retrieved from
<https://www.bnm.gov.my/search#gsc.tab=0&gsc.q=monetary%20policy&gsc.sort=>
- Bank Negara Malaysia. (2014). Monetary Policy in 2014. Retrieved from
<https://www.bnm.gov.my/search#gsc.tab=0&gsc.q=monetary%20policy&gsc.sort=>
- Bank Negara Malaysia. (2015). Monetary Policy in 2015. Retrieved from
<https://www.bnm.gov.my/search#gsc.tab=0&gsc.q=monetary%20policy&gsc.sort=>
- Bank Negara Malaysia. (2016). Monetary Policy in 2016. Retrieved from
<https://www.bnm.gov.my/search#gsc.tab=0&gsc.q=monetary%20policy&gsc.sort=>
- Bank Negara Malaysia. (2017). Monetary Policy in 2017. Retrieved from
<https://www.bnm.gov.my/search#gsc.tab=0&gsc.q=monetary%20policy&gsc.sort=>
- Bank Negara Malaysia. (2018). Monetary Policy in 2018. Retrieved from
<https://www.bnm.gov.my/search#gsc.tab=0&gsc.q=monetary%20policy&gsc.sort=>
- Bank Negara Malaysia. (2019). Outlook and Policy in 2019. Retrieved from
<https://www.bnm.gov.my/search#gsc.tab=0&gsc.q=monetary%20policy&gsc.sort=>
- Eiteman, David K., et. al. Multinational Business Finance (Thirteenth Edition) Addison - Wesley Publishing, 2013. (ED)
- Hargrave, M. (2021). Covered Interest Rate Parity. Retrieved from
<https://www.investopedia.com/terms/c/covered-interest-rate-parity.asp>
- Hayes, A. (2021). Uncovered Interest Rate Parity (UIP). Retrieved from
<https://www.investopedia.com/terms/u/uncoveredinterestrateparity.asp>
- Hayes, A. (2021). Interest Rate Parity (IRP). Retrieved from
<https://www.investopedia.com/terms/i/interestrateparity.asp>
- Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China. (2008). China Monetary Policy Report Quarter Four, 2007. Retrieved from
<http://www.pbc.gov.cn/en/3688247/3688975/index.html>

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China. (2009). China Monetary Policy Report Quarter Four, 2008. Retrieved from <http://www.pbc.gov.cn/en/3688247/3688975/index.html>
- Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China. (2010). China Monetary Policy Report Quarter Four, 2009. Retrieved from <http://www.pbc.gov.cn/en/3688247/3688975/index.html>
- Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China. (2011). China Monetary Policy Report, Quarter Four, 2010. Retrieved from <http://www.pbc.gov.cn/en/3688247/3688975/index.html>
- Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China. (2012). China Monetary Policy Report Quarter Four, 2011. Retrieved from <http://www.pbc.gov.cn/en/3688247/3688975/index.html>
- Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China. (2013). China Monetary Policy Report, Quarter Four, 2012. Retrieved from <http://www.pbc.gov.cn/en/3688247/3688975/index.html>
- Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China. (2014). China Monetary Policy Report Quarter Four , 2013. Retrieved from <http://www.pbc.gov.cn/en/3688247/3688975/index.html>
- Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China. (2015). China Monetary Policy Report Quarter Four, 2014. Retrieved from <http://www.pbc.gov.cn/en/3688247/3688975/index.html>
- Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China. (2016). China Monetary Policy Report Quarter Four, 2015. Retrieved from <http://www.pbc.gov.cn/en/3688247/3688975/index.html>
- Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China. (2017). China Monetary Policy Report Quarter Four, 2016. Retrieved from <http://www.pbc.gov.cn/en/3688247/3688975/index.html>

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China. (2018). China Monetary Policy Report Quarter Four, 2017. Retrieved from <http://www.pbc.gov.cn/en/3688247/3688975/index.html>
- Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China. (2019). China Monetary Policy Report Quarter Four, 2018. Retrieved from <http://www.pbc.gov.cn/en/3688247/3688975/index.html>
- Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China. (2020). China Monetary Policy Report Quarter Four, 2019. Retrieved from <http://www.pbc.gov.cn/en/3688247/3688975/index.html>
- Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China. (2021). China Monetary Policy Report Q4 2020. Retrieved from <http://www.pbc.gov.cn/en/3688247/3688975/index.html>
- Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China. (2022). China Monetary Policy Report Q4 2021. Retrieved from <http://www.pbc.gov.cn/en/3688247/3688975/index.html>
- Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China. (2021). China Monetary Policy Report Q4 2020. Retrieved from <http://www.pbc.gov.cn/en/3688247/3688975/index.html>
- Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China. (2011). Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China. Retrieved from <http://www.pbc.gov.cn/en/3688247/3688975/index.html>
- Investopedia. (2021). International Fisher Effect (IFE). Retrieved from <https://www.investopedia.com/terms/i/ife.asp>
- Prayarach, K. (2022). Model long-run relationship in finance Retrieved from http://fin.bus.ku.ac.th/01131591%20Financial%20Research/Lecture%20Slides/W4--VAR_VECM.pdf

บรรณานุกรม (ต่อ)

Tatsuyoshi, M., Junji, S., & Kui-Wai, L. (2017). The dynamic effects of quantitative easing on stock price: Evidence from Asian emerging markets, 2001–2016. *International Review of Economics & Finance*, 49(1), 548-567. doi:10.1016/j.iref.2017.03.002





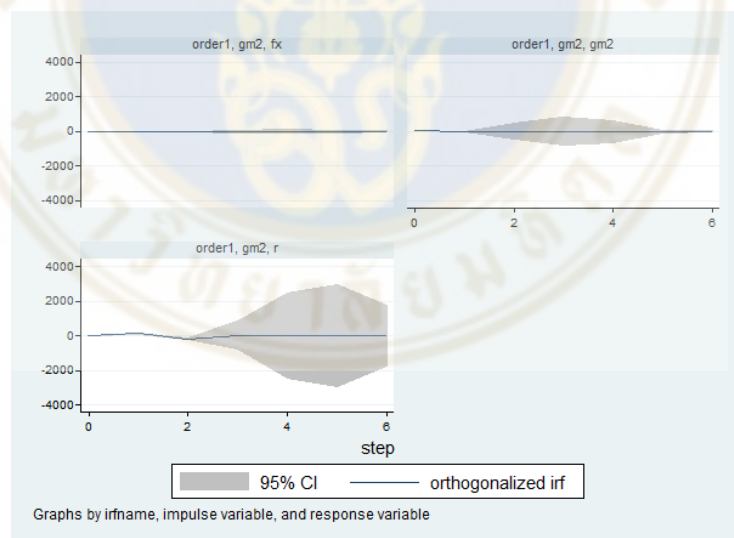
ภาคผนวก

ภาคผนวก

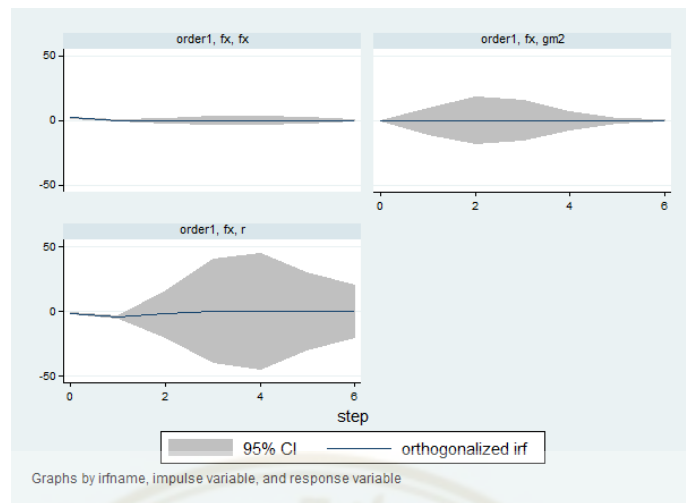
วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรด้วยวิธี Cumulative Orthogonal Impulse Response Function เป็นการวิเคราะห์การตอบสนองของตัวแปร ได้แก่ อัตราผลตอบแทนราคาหุ้นของหลักทรัพย์ ปริมาณเงิน M2 และการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ของกลุ่มประเทศที่ศึกษาเมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลัน (Shock) โดยจะอาศัยคุณสมบัติ Stability ของแบบจำลองที่ได้ทดสอบไปก่อนหน้านี้ โดยได้ผลการวิเคราะห์ดังนี้

1. ประเทศมาเลเซีย (Malaysia)

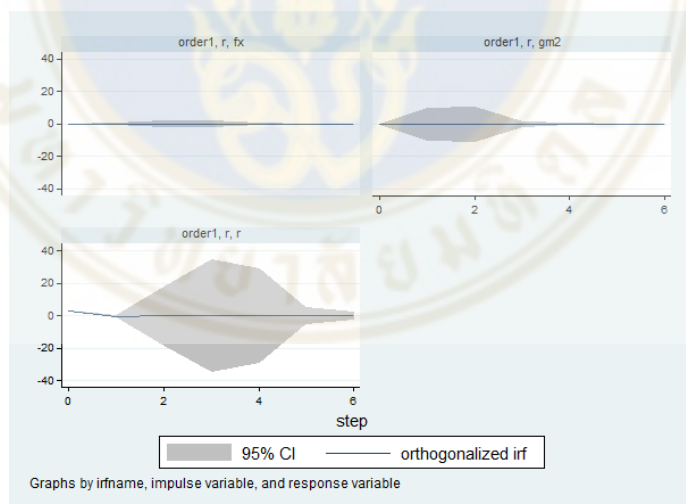
จากภาพ 1.1 1.2 และ 1.3 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรด้วยวิธี Cumulative Orthogonal Impulse Response Function ของประเทศมาเลเซีย พบว่า อัตราผลตอบแทนราคาหุ้นของหลักทรัพย์ ปริมาณเงิน M2 และการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ไม่มีความสัมพันธ์กัน



ภาพที่ 1.1 กราฟแสดง Cumulative Orthogonal Impulse Response Function ของอัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 กับ ผลตอบแทนรวมของตลาดทุน และ เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ของประเทศมาเลเซีย โดยช่วงกราฟที่ครอบคลุมช่วง 0 อธิบายว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และช่วงกราฟที่ไม่ครอบคลุมช่วง 0 มีนัยสำคัญทางสถิติ



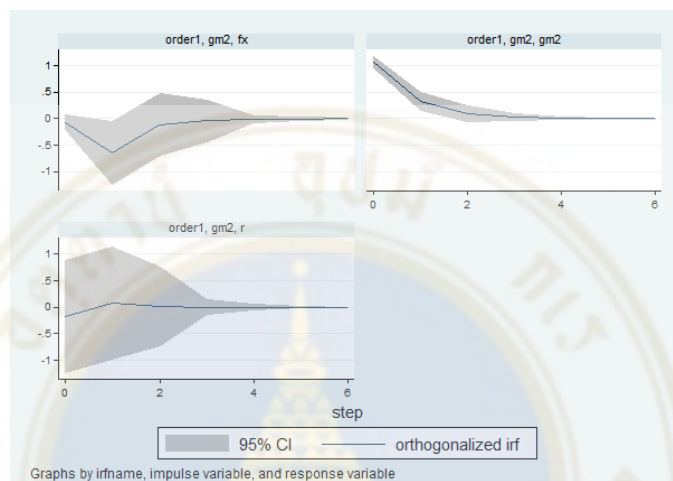
ภาพที่ 1.2 กราฟแสดง Cumulative Orthogonal Impulse Response Function ของเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote กับ อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และ ผลตอบแทนรวมของตลาดทุนของประเทศมาเลเซีย โดยช่วงกราฟที่ครอบคลุมช่วง 0 อธิบายว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และช่วงกราฟที่ไม่ครอบคลุมช่วง 0 มีนัยสำคัญทางสถิติ



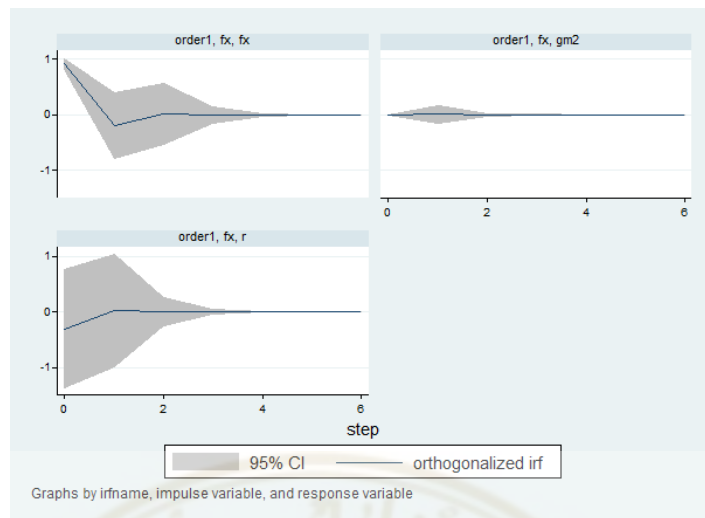
ภาพที่ 1.3 กราฟแสดง Cumulative Orthogonal Impulse Response Function ของผลตอบแทนรวมของตลาดทุน กับ อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และ เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ของประเทศมาเลเซีย โดยช่วงกราฟที่ครอบคลุมช่วง 0 อธิบายว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และช่วงกราฟที่ไม่ครอบคลุมช่วง 0 มีนัยสำคัญทางสถิติ

2. ประเทศจีน (China)

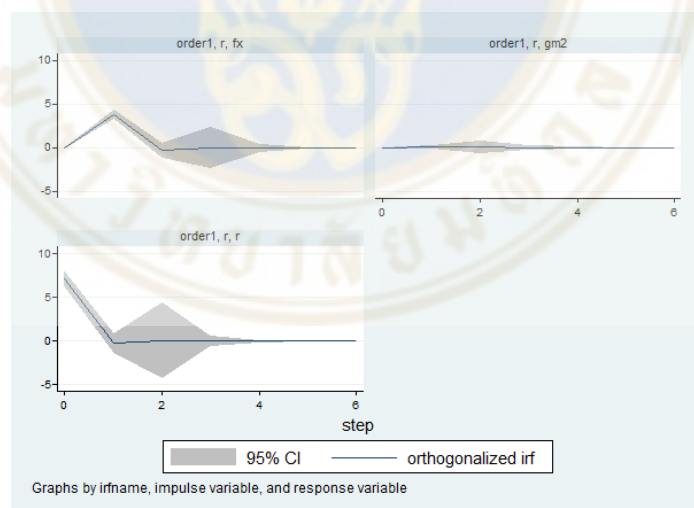
จากภาพ 2.1 2.2 และ 2.3 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรด้วยวิธี Cumulative Orthogonal Impulse Response Function ของประเทศจีนได้ พบว่า อัตราผลตอบแทนราคาหุ้นของหลักทรัพย์ ปริมาณเงิน M2 และการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ไม่มีความสัมพันธ์กัน



ภาพที่ 2.1 กราฟแสดง Cumulative Orthogonal Impulse Response Function ของอัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 กับ ผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น และ เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ของประเทศจีน โดยช่วงกราฟที่ครอบคลุมช่วง 0 อธิบายว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และช่วงกราฟที่ไม่ครอบคลุมช่วง 0 มีนัยสำคัญทางสถิติ



ภาพที่ 2.2 กราฟแสดง Cumulative Orthogonal Impulse Response Function ของเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote กับ อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และ ผลตอบแทนรวมของตลาดทุนของประเทศไทย โดยช่วงกราฟที่ครอบคลุมช่วง 0 อธิบายว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และช่วงกราฟที่ไม่ครอบคลุมช่วง 0 มีนัยสำคัญทางสถิติ



ภาพที่ 2.3 กราฟแสดง Cumulative Orthogonal Impulse Response Function ของผลตอบแทนรวมของตลาดทุน กับ อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน M2 และ เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quote ของประเทศไทย โดยช่วงกราฟที่ครอบคลุมช่วง 0 อธิบายว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และช่วงกราฟที่ไม่ครอบคลุมช่วง 0 มีนัยสำคัญทางสถิติ