

การตอบสนองของตลาดการเงินไทย
ที่มีต่อการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา
The Response of Thai Financial Market to Target Fed Funds Rates Announcement

ปาริชาติ สุรัสวดี¹

Parichart Surarassamee¹

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาถึงการตอบสนองของตลาดการเงินไทยที่มีต่อการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา (Target Fed Funds Rate) โดยใช้อัตราดอกเบี้ยล่วงหน้า Fed Funds Future ซึ่งในตลาดการเงินไทยที่ศึกษานี้ ประกอบไปด้วยตลาดเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน ตลาดหลักทรัพย์ และตลาดพันธบัตร

ผลการศึกษาพบว่า อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคาร ดัชนีหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรทุกอายุการไถ่ถอนมีการตอบสนองอย่างมากอย่างมีนัยสำคัญต่อการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ ในขณะที่ อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคาร อัตราแลกเปลี่ยน ดัชนีหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรบางอายุการไถ่ถอนเท่านั้นที่มีการปรับตัวตอบสนองเพียงเล็กน้อยต่อการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นไปตามคาดการณ์

ในด้านความผันผวนนั้นพบว่า การตอบสนองในตลาดการเงินไทยมีขนาดการตอบสนองต่อการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์มากกว่าการประกาศที่เป็นไปตามคาดการณ์ โดยหากการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่เป็นไปตามที่ตลาดคาดการณ์จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคาร และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรมีความผันผวนลดลง แต่ถ้าหากการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นไปตามที่ตลาดคาดการณ์จะส่งผลให้ตลาดอัตราแลกเปลี่ยนและตลาดพันธบัตรมีความผันผวนมากขึ้น

คำสำคัญ : อัตราดอกเบี้ยนโยบายธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา อัตราดอกเบี้ยล่วงหน้าสหรัฐฯ ความผันผวน

ABSTRACT

This research aims to study the responses of Thai financial markets to Target Fed Funds Rates announcement by using Fed Funds Future Rate. Thai financial market include overnight interbank market, foreign exchange market, stock market and bond market.

We find the responses of interbank-overnight rate, SET Index and bond rate every maturities to unanticipated changes in target fed funds rate are large and statistical significant, while anticipated changes in target fed funds rate have little effect on interbank-overnight rate, exchange rate and some maturity of bond rate.

¹ คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย กรุงเทพฯ 10330

Faculty of Economics, Chulalongkorn University, Bangkok 10330

In addition, we find volatility of financial markets have larger response to unanticipated changes than anticipate. Anticipate changes in target fed funds rate increase volatility in exchange rate and bond rate, while unanticipated changes in target fed funds rate decrease volatility in interbank-overnight rate and bond rate.

Keywords : Target Fed Funds Rate, Fed Funds Future, volatility

E-mail : parichart_23@hotmail.com

คำนำ

ในการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา (Federal Reserve) นั้น มีวัตถุประสงค์เหมือนกับธนาคารกลางส่วนใหญ่ในโลกนั้นคือการรักษาเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ ซึ่งเครื่องมือที่ Fed ใช้ในการดำเนินนโยบายการเงินคืออัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Target Fed Funds Rate) เพื่อส่งสัญญาณทิศทางของนโยบายการเงิน โดยผ่านการพิจารณาจากคณะกรรมการนโยบายการเงิน (FOMC) ในทุกครั้งที่ FOMC จะมีการประชุม นักวิเคราะห์และนักลงทุนทั่วโลกให้ความสนใจต่อการประกาศเป็นอย่างมาก โดยจะมีการจับตาดูอย่างใกล้ชิดถึงความเปลี่ยนแปลงที่จะเกิดขึ้นกับอัตราดอกเบี้ย Fed Fund Rate เพราะการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวไม่เพียงแต่จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ เองเท่านั้น แต่ยังส่งผลถึงเศรษฐกิจโลกอีกด้วย เนื่องจากว่าครึ่งประเทศในโลกใช้เงินสกุลดอลลาร์เป็นทุนสำรองเงินตราระหว่างประเทศ อีกทั้งเงินสกุลดอลลาร์เป็นสกุลเงินที่ใช้ในการดำเนินธุรกรรมระหว่างประเทศมากที่สุดในโลก รวมทั้งขนาดเศรษฐกิจของสหรัฐฯ มีขนาดใหญ่ และการเป็นศูนย์กลางของโลกธุรกิจการเงิน ทำให้สหรัฐฯ ถูกมองว่าเป็นประเทศใหญ่ที่มีอิทธิพลต่อเศรษฐกิจโลก ดังนั้นทิศทางการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ย Fed Fund Rate จึงเปรียบเสมือนเครื่องชี้วัดว่าอัตราดอกเบี้ยของโลกจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใด ส่งผลให้เกิดแรงกดดันต่อตลาดการเงินทั่วโลกโดยเฉพาะประเทศเล็กอย่างประเทศไทย

สิ่งที่น่าสนใจคือ ความผันผวนทางการเงินที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาที่ Fed ประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยความผันผวนหมายถึงภาวะที่ราคาสินทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงค่าขึ้นลงไม่แน่นอน เป็นการแสดงถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากความไม่แน่นอนของระดับราคาและผลตอบแทนจากการถือสินทรัพย์ดังกล่าว การที่ระบบเศรษฐกิจมีความผันผวนเกิดขึ้น ในด้านหนึ่งอาจแสดงว่าตลาดมีการใช้ข้อมูลข่าวสารอย่างมีประสิทธิภาพ แต่ในอีกด้านหนึ่งถ้าตลาดมีความผันผวนมากเกินไปก็แสดงให้เห็นถึงความไม่มีเสถียรภาพของตลาดการเงินอันเนื่องมาจากความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น ซึ่งอาจส่งผลเสียต่อระบบการเงินรวมถึงภาคเศรษฐกิจจริงและระบบเศรษฐกิจในท้ายที่สุด จึงเป็นสิ่งที่น่าสนใจว่าในช่วงเวลาที่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed นั้นส่งผลกระทบต่อความผันผวนในตลาดการเงินของประเทศไทยอย่างไร

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการตอบสนองของตลาดการเงินที่มีต่อการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Federal Reserve เริ่มต้นจากการศึกษาผลกระทบที่มีต่อประเทศอเมริกาเอง แล้วจึงขยายการศึกษาต่อไปยังผลกระทบในประเทศต่างๆทั่วโลก เช่น ประเทศในแถบยุโรป ละตินอเมริกา ออสเตรเลียและเอเชีย

เริ่มต้นด้วยงานวิจัยการศึกษาผลกระทบที่มีต่อระดับราคาและอัตราผลตอบแทนในประเทศอเมริกาพบว่ามีผู้ศึกษาคือ Cook and Hahn (1989), Royle and Sellon (1995), Kuttner (2001) และ Demiralp และ Jorda

(2004) ผลการศึกษาพบว่าตลาดอัตราดอกเบี้ยอเมริกาตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของ Target Fed Funds Rate ในทุกอายุการไถ่ถอน แต่จะตอบสนองในอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นมาก แล้วจะค่อยลดลงในอัตราดอกเบี้ยระยะยาว

สำหรับงานที่ศึกษาผลกระทบที่มีต่อระดับราคาและอัตราผลตอบแทนที่มีต่อประเทศอื่นๆ ทั่วโลก ได้ทำการศึกษาโดย Ehrmann and Fratzscher (2006), Monticini And Giacomo (2005) Berument Ceylan and Olgun (2007) และ Wongswan (2005) พบว่าการดำเนินนโยบายการเงินของ Fed สามารถส่งผ่านไปยังตลาดหุ้น อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น และอัตราแลกเปลี่ยนทั่วโลก และการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่ได้คาดการณ์มีผลกระทบต่อตลาดการเงินในต่างประเทศมากกว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นไปตามคาดการณ์

สำหรับการศึกษาผลกระทบต่อความผันผวนนั้น พบว่างานที่ศึกษาผลจากการประกาศต่อความผันผวนในตลาดการเงินของอเมริกา ได้แก่ Lee (2002,2006) และ Anderson (2007) พบว่าการดำเนินนโยบายการเงินของ Fed ส่งผลให้ ตลาดการเงินมีความผันผวนตอบสนองต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่ได้เป็นไปตามคาดการณ์ มากกว่าที่เป็นไปตามคาดการณ์ โดยอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นมีความผันผวนมากกว่า และจะผันผวนน้อยลงในอัตราดอกเบี้ยระยะยาวกว่า

และงานที่ศึกษาผลจากการประกาศต่อความผันผวนในตลาดการเงินของประเทศอื่นๆ ทั่วโลก ซึ่งศึกษาโดย Ehrmann and Fratzscher (2003), Kim and Nguyen (2008), Guidi (2008) และ Bredin D., Gavin C. and O'Reilly G. (2005) พบว่าตลาดการเงินในต่างประเทศมีการตอบสนองต่อนโยบายการเงินของ FED โดยตลาดการเงินมีความผันผวนสนองต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่ได้คาดการณ์ ซึ่งตลาดจะมีความผันผวนน้อยในรอบ ๆ วันที่จะประกาศ แต่จะผันผวนมากในวันที่ประกาศ และขนาดความผันผวนขึ้นอยู่กับการคาดการณ์ ถ้าผลจากการประกาศไม่เป็นไปตามคาดการณ์สูงอัตราผลตอบแทนจะมีความผันผวนมาก

สำหรับงานที่ศึกษาในประเทศไทยที่ผ่านมาไม่เคยมีการวัดการคาดการณ์และไม่ได้คาดการณ์ของตลาดส่วนใหญ่เน้นศึกษาตลาดเงินระยะสั้น ซึ่งยังขาดการศึกษาในตลาดพันธบัตร อัตราแลกเปลี่ยน และขาดการศึกษาเรื่องความผันผวนซึ่งเป็นประเด็นสำคัญ งานศึกษานี้จึงสนใจศึกษาการตอบสนองของตลาดการเงินไทยที่มีต่อการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายธนาคารกลางสหรัฐฯ ทั้งในระดับ ขนาด ทิศทางและความผันผวน เพื่อเป็นแนวทางในการวางแผนป้องกัน และกำหนดกลยุทธ์ในการลงทุนในตลาดการเงินได้อย่างถูกต้อง ซึ่งเป็นการช่วยลดความเสี่ยงและความเสียหายจากการลงทุน และเป็นการช่วยเพิ่มความมีเสถียรภาพให้กับภาคการเงินไทยได้อีกด้วย

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาการตอบสนองในระดับ (level) ของราคาและอัตราผลตอบแทนในตลาดการเงินไทยที่มีต่อการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา
2. เพื่อศึกษาความผันผวน (volatility) ของราคาและอัตราผลตอบแทนในตลาดการเงินไทยที่มีต่อการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา

อุปกรณ์และวิธีการ

การศึกษาในครั้งนี้มีขอบเขตในการศึกษาคือ ศึกษาการตอบสนองของราคาและอัตราผลตอบแทนในตลาดการเงินไทยที่มีต่อการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ซึ่งประกอบด้วย อัตราดอกเบี้ยผู้ยืมข้ามคืนระหว่าง

ธนาคาร อัตราแลกเปลี่ยน (บาท/ดอลลาร์) ดัชนีหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล ตั้งแต่ 1 เดือน – 12 ปี และตัวแปรอัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ ที่ใช้คือ Target Fed Funds Rates, Spot-month และ One-Month Fed Funds Future โดยศึกษาตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน 2542 จนถึงเดือนสิงหาคม 2551

สำหรับวิธีการศึกษามีขั้นตอนหลักที่สำคัญ คือ การประมาณการคาดการณ์จากอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้า Fed Fund Future และการนำผลการประมาณการคาดการณ์ดังกล่าวมาทดสอบการตอบสนองในตลาดการเงินไทย

ในส่วนของ การประมาณการคาดการณ์จากอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้า Fed Fund Future จะใช้ Spot-Month Fed Fund Future ณ วัน t เดือน s ($f_{s,t}^o$) เพื่อแยกอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เกิดจากการคาดการณ์ ($\Delta \tilde{r}_t^e$) และไม่คาดการณ์ ($\Delta \tilde{r}_t^u$) ออกจากกัน โดยที่ ($\Delta \tilde{r}_t$) คือการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ประกาศจริง และ m คือจำนวนวันในเดือนนั้น สามารถอธิบายด้วยสมการที่ (1) และ (2) ดังนี้

$$\Delta \tilde{r}_t^u = \frac{m}{m-t} (f_{s,t}^o - f_{s,t-1}^o) \quad (1)$$

$$\Delta \tilde{r}_t^e = \Delta \tilde{r}_t - \Delta \tilde{r}_t^u \quad (2)$$

ภายใต้สมมติฐานที่ว่า ณ วัน $t-1$ ซึ่งเป็นวันก่อนหน้าวันประกาศหนึ่งวัน ตลาดจะมีการคาดการณ์ต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบาย ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยล่วงหน้า Fed Funds Future ปรับตัว ณ ระดับที่ตลาดคาดการณ์ไว้ จนเมื่อถึงวัน t ซึ่งเป็นวันที่ Fed ประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายจริง ทำยที่สุดตลาดอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้าก็จะมีการปรับตัวอีกครั้ง ซึ่งส่งผลให้ Fed Funds Future ณ วัน t ปรับตัวจนเท่ากับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ประกาศจริง ดังนั้นส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้า Fed Funds Future ณ วันประกาศกับวันก่อนประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายจึงหมายถึงส่วนที่ตลาดไม่ได้คาดการณ์เอาไว้ ดังสมการ (1) และอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นไปตามคาดการณ์ จึงสามารถคำนวณได้จาก ผลต่างจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ประกาศจริงกับอัตราดอกเบี้ยที่ไม่ได้คาดการณ์ ดังสมการ (2)

การทดสอบการตอบสนองของตลาดการเงินไทยที่มีต่อการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed จะทดสอบผ่านแบบจำลอง EGARCH (1,1) ที่พัฒนามาจาก Lee (2006) โดยมีสมการค่าเฉลี่ย (Mean Equation) และสมการความแปรปรวน (Variance Equation) ของราคาและอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ ดังนี้

$$\Delta R_t = \gamma_1 \Delta \tilde{r}_t^e + \gamma_2 \Delta \tilde{r}_t^u + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$\ln(h_t) = \omega + \alpha \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} \right) + \beta \ln(h_{t-1}) + \theta \left(\left| \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} \right| - \sqrt{\frac{2}{\pi}} \right) + \varphi_1 \Delta \tilde{r}_t^e + \varphi_2 \Delta r_t^u \quad (4)$$

ในส่วนของสมการที่ (3) ทางขวามือประกอบด้วยตัวแปรผลการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นไปตามคาดการณ์ และไม่ได้คาดการณ์ตามสมการที่ (1) และ (2) ทางด้านซ้ายมือจะเป็นอัตราผลตอบแทนในวันที่ประกาศเทียบกับวันก่อนหน้าวันประกาศ ซึ่งประกอบไปด้วย อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคาร อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศ ดัชนีหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล ในส่วนของสมการที่ (4) แสดงความผันผวนที่มีจากการประกาศว่ามีผลต่อความผันผวนอย่างไร แต่เนื่องจากเวลาของสหรัฐฯและประเทศไทยไม่ตรงกัน โดยประเทศไทยมีเวลาเร็วกว่าประมาณ 12 ชั่วโมง ในขณะที่ Fed ประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งเป็นเวลาประมาณ 2:15 p.m. Eastern Time Zone ในขณะที่เดียวกันในประเทศไทยจึงเป็นเวลาประมาณ 2.15 น. ของอีกวันหนึ่งในประเทศไทย ดังนั้นการใช้ระดับราคาและอัตราผลตอบแทนในตลาดการเงินในประเทศไทยจะใช้ราคาของวันถัดมา ($t+1$)

ผลการทดลองและวิจารณ์

ผลการประมาณการณ์การคาดการณ์จากอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้า Fed Funds Future พบว่าช่วงเวลาในการศึกษาตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน 2542 จนถึงเดือนสิงหาคม 2551 Fed มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้งหมด 75 ครั้ง เมื่อมองในภาพรวมแล้วส่วนใหญ่ตลาดอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้า มีการคาดการณ์ถึงทิศทางของการเปลี่ยนแปลงได้ค่อนข้างแม่นยำ ซึ่งสอดคล้องกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ประกาศจริง ถึงแม้ว่าขนาดของการเปลี่ยนแปลงจะผิดพลาดไปจากค่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ประกาศจริงก็ตาม

จากการทดสอบการตอบสนองของระดับราคาและอัตราผลตอบแทนพบว่าอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคารมีการตอบสนองเป็นไปในทิศทางเดียวกันและมีขนาดการตอบสนองต่อผลจากการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ตลาดไม่คาดการณ์มากกว่าที่คาดการณ์ แต่ในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนมีการตอบสนองต่อผลการประกาศที่เป็นไปตามที่คาดการณ์เท่านั้น โดยมีทิศทางการตอบสนองเป็นไปในทิศทางเดียวกันคือหาก Fed ประกาศเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนบาท/ดอลลาร์อ่อนค่าลง ในตลาดหลักทรัพย์ตอบสนองต่อการประกาศที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์และมีทิศทางตรงกันข้าม และสำหรับตลาดพันธบัตรนั้นพบว่าการตอบสนองเป็นไปในทิศทางเดียวกันและมีขนาดการตอบสนองต่อผลจากการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ตลาดไม่คาดการณ์ในทุกอายุการไถ่ถอน แต่มีการตอบสนองต่อผลจากการประกาศที่เป็นไปตามคาดการณ์บ้าง ในพันธบัตรบางอายุการไถ่ถอนระยะสั้นและกลาง ดังแสดงในตารางที่ 1

ในการทดสอบความผันผวนนั้น พบว่าในตลาดเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารมีความผันผวนลดลงสนองต่อผลจากการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ตลาดไม่คาดการณ์ แต่ตลาดหลักทรัพย์ไม่มีความผันผวนตอบสนอง ในขณะที่ตลาดอัตราแลกเปลี่ยนมีความผันผวนมากขึ้นสนองต่อผลการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นไปตามคาดการณ์ และตลาดพันธบัตรส่วนใหญ่ทั้งในระยะสั้น กลาง ยาว มีความผันผวนลดลงเมื่อผลจากการประกาศไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์ ยกเว้นพันธบัตรอายุ 6 เดือนที่มีความผันผวนเพิ่มขึ้น แต่ถ้าผลจากการประกาศเป็นไปตามที่ตลาดคาดการณ์จะส่งผลให้พันธบัตรอายุการไถ่ถอน 1 เดือน 1 ปี 4 ปี 5 ปี และ 12 ปี มีความผันผวนเพิ่มขึ้น ดังแสดงในตารางที่ 2

ตารางที่ 1 แสดงผลการตอบสนองของตลาดการเงิน ตามสมการระดับอัตราผลตอบแทน (Mean Equation)

| ตลาดการเงิน | การตอบสนองต่อเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย Fed | |
|-----------------------------|---|---------------------------------|
| | เป็นไปตามคาดการณ์ (expected) | ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ (surprise) |
| ตลาดเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร | 0.1068 (0.0000)*** | 0.2891 (0.000)*** |
| ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน | 0.0024 (0.0000)*** | 0.0004 (0.5211) |
| ตลาดหลักทรัพย์ | -0.0076 (0.1793) | -0.0239 (0.0651)* |
| ตลาดพันธบัตรระยะสั้น | | |
| 1 เดือน | 0.0097 (0.0681)* | 0.0478 (0.0153)** |
| 3 เดือน | 0.0088 (0.2645) | 0.0580 (0.0000)*** |
| 6 เดือน | 0.0105 (0.5308) | 0.1791 (0.0000)*** |
| 1 ปี | 0.0263 (0.0000)*** | 0.0707 (0.0001)*** |
| ตลาดพันธบัตรระยะกลาง | | |
| 2 ปี | -0.0029 (0.6769) | 0.0574 (0.0043)*** |

| ตลาดการเงิน | การตอบสนองต่อเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย Fed | |
|---------------------|---|---------------------------------|
| | เป็นไปตามคาดการณ์ (expected) | ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ (surprise) |
| 3 ปี | 0.0220 (0.1290) | 0.1255 (0.0151)** |
| 4 ปี | 0.0297 (0.0243)** | 0.1291 (0.0089)*** |
| 5 ปี | 0.0037 (0.8531) | 0.2509 (0.0000)*** |
| ตลาดพันธบัตรระยะยาว | | |
| 7 ปี | 0.0359 (0.2318) | 0.2245 (0.0005)*** |
| 8 ปี | 0.0216 (0.4144) | 0.2243 (0.0017)*** |
| 10 ปี | 0.0025 (0.9343) | 0.1852 (0.0153)** |
| 12 ปี | 0.0140 (0.0000)*** | 0.1654 (0.0007)*** |

ตารางที่ 2 แสดงความผันผวนของตลาดการเงินตามสมการความแปรปรวน (Variance Equation)

| ตลาดการเงิน | ความผันผวนที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลง อัตราดอกเบี้ยนโยบาย Fed | |
|-----------------------------|--|---------------------------------|
| | เป็นไปตามคาดการณ์ (expected) | ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ (surprise) |
| ตลาดเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร | 0.0010(0.9128) | -0.0477 (0.0013)*** |
| ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน | 0.0111(0.0013)*** | 0.0015 (0.8687) |
| ตลาดหลักทรัพย์ | -0.0046 (0.2055) | 0.0002 (0.9854) |
| ตลาดพันธบัตรระยะสั้น | | |
| 1 เดือน | 0.0340 (0.0286)** | -0.0435 (0.0272)** |
| 3 เดือน | 0.0101 (0.2998) | -0.0283 (0.0199)** |
| 6 เดือน | -0.0045 (0.6192) | 0.0878 (0.0000)*** |
| 1 ปี | 0.0332 (0.0000)*** | -0.0709 (0.0000)*** |
| ตลาดพันธบัตรระยะกลาง | | |
| 2 ปี | -0.0030 (0.5999) | -0.0155 (0.2160) |
| 3 ปี | 0.0014 (0.7027) | -0.0374 (0.0131)** |
| 4 ปี | 0.0117 (0.0000)*** | -0.0664 (0.0006)*** |
| 5 ปี | 0.0048 (0.0426)** | -0.0227 (0.0736)* |
| ตลาดพันธบัตรระยะยาว | | |
| 7 ปี | -0.0098 (0.4041) | -0.0158 (0.0353)** |
| 8 ปี | 0.0036 (0.3986) | -0.0232 (0.0025)*** |
| 10 ปี | 0.0048 (0.5084) | -0.0304 (0.0175)** |
| 12 ปี | 0.0075 (0.0026)*** | -0.0278 (0.0050)*** |

หมายเหตุ *,** และ *** แทนการมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90 95 และ 99% ตามลำดับ

จากผลที่แสดงไว้นั้น พบว่าการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ส่งผลให้ตลาดการเงินไทยมีการปรับตัวตอบสนอง โดยเฉพาะผลจากการประกาศที่ไม่เป็นไปตามที่ตลาดคาดการณ์ที่ส่งผลให้ทุกตลาดมีการตอบสนองและมีขนาดการตอบสนองที่มากกว่าผลการประกาศที่เป็นไปตามคาดการณ์ ยกเว้นตลาดอัตราแลกเปลี่ยนที่มีการตอบสนองต่อนโยบายการเงินที่เป็นไปตามคาดการณ์ จะเห็นได้ว่าในตลาดเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารมีการตอบสนองสูงที่สุดในตลาดการเงินไทย เป็นไปตามทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค เนื่องจากธนาคาร

พาณิชย์จำเป็นต้องมีการปรับตัวกู้ยืมเงินกันระหว่างธนาคารเพื่อรักษาสภาพคล่องและเงินสำรองระหว่างวันของธนาคาร และสุดท้ายในตลาดพันธบัตรที่มีการตอบสนองในทุกอายุการไถ่ถอน แต่สิ่งที่น่าสนใจคือผลการตอบสนองค่อนข้างชัดเจนในพันธบัตรระยะกลาง 5 ปี และ ระยะยาวทุกอายุการไถ่ถอน ซึ่งแสดงให้เห็นว่าผลจากการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ของ Fed ส่งผลไปยังตลาดพันธบัตรระยะยาวซึ่งสามารถส่งผ่านไปยังภาคเศรษฐกิจจริงของไทยได้

ในส่วนของความผันผวนที่ทดสอบได้จากแบบจำลองนั้น พบว่าโดยภาพรวมแล้วถ้า Fed ประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นไปตามที่คาดการณ์จะส่งผลให้ตลาดการเงินมีความผันผวนมากขึ้น ซึ่งอธิบายได้ว่าในกรณีนี้นักเก็งกำไรสามารถคาดการณ์ต่อทิศทางการเปลี่ยนแปลงในตลาดการเงินในภาพรวมได้จึงมีการเข้าดำเนินการเก็งกำไรในตลาดจึงส่งผลให้ตลาดมีความผันผวนมากขึ้น ในทางตรงกันข้ามถ้า Fed ประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ส่งผลให้ตลาดการเงินมีความผันผวนลดลงอาจเกิดจากการที่นักเก็งกำไรยังไม่ค่อยมั่นใจถึงการเคลื่อนไหวในตลาด จึงยังไม่เข้ามาดำเนินการเก็งกำไรในตลาดจึงส่งผลให้ความผันผวนลดลง

สรุปผลและเสนอแนะ

สรุปผล

จากงานวิจัยนี้พบว่า การปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ส่งผลต่อตลาดการเงินไทยให้เกิดการปรับตัวตอบสนองต่อเปลี่ยนแปลงทั้งในระดับราคาและความผันผวน ซึ่งประกอบไปด้วยตลาดเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน ตลาดหลักทรัพย์ และตลาดพันธบัตรอย่างมีนัยสำคัญ และเมื่อแยกผลจากการประกาศออกเป็นการประกาศที่เป็นไปตามตลาดคาดการณ์และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ ผลจากการประกาศทั้งสองแบบส่งผลให้ตลาดมีการตอบสนองที่ไม่เท่าเทียมกัน โดยพบว่าตลาดจะมีการตอบสนองต่อการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ในขนาดที่มากกว่าการประกาศที่เป็นไปตามคาดการณ์ทั้งในด้านระดับและความผันผวน โดยในด้านระดับนั้นในทุกตลาดยกเว้นตลาดอัตราแลกเปลี่ยนมีการตอบสนองอย่างมากต่อการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ ในขณะที่หากการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นไปตามคาดการณ์ จะมีเพียงอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคาร อัตราแลกเปลี่ยน และพันธบัตรบางอายุการไถ่ถอนเท่านั้นที่มีการปรับตัวตอบสนองเพียงเล็กน้อย ในด้านความผันผวนนั้นพบว่าหากการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นไปตามที่ตลาดคาดการณ์จะส่งผลให้ตลาดอัตราแลกเปลี่ยนและตลาดพันธบัตรมีความผันผวนมากขึ้น แต่ถ้าหากการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่เป็นไปตามที่ตลาดคาดการณ์จะส่งผลให้ตลาดเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร และตลาดพันธบัตรมีความผันผวนลดลง

ข้อเสนอแนะ

ภาคการเงินควรมีการพัฒนาเครื่องมือเพื่อช่วยลดความเสี่ยงทางการเงินมากขึ้น โดยเฉพาะการลดความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย เช่น การให้มีตลาดอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้า เป็นต้น เพื่อเป็นการป้องกันหรือลดความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเป็นปัจจัยสำคัญที่นอกจากจะมีผลต่อการไหลเข้าไหลออกของเงินทุนต่างประเทศซึ่งส่งผลกระทบต่อเชื่อมโยงต่อไปในทุกตลาดของภาคการเงินแล้ว อีกทั้งยังกระทบต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจภายในประเทศอีกด้วย

เอกสารอ้างอิง

- Anderson M. 2007. Using Intraday Data to Gauge Financial Market Responses to Fed and ECB Monetary Policy Decisions. ECB Working Paper No. 726.
- Berument H., Ceylan N. and Olgun H. 2007. The Effect of changes in the Anticipate and Unanticipate Fed Funds Target Rate on Financial Indicators: The case of an Emerging Market Country - Turkey. Journal of Financial and Economics 40-47.
- Bredin D., Gavin C. and O'Reilly G. 2005. US monetary policy announcements and Irish stock market volatility. Applied Financial Economics, Volume 15, Number 17, 1243-1250.
- Cook T., Hahn T. 1989. The effect of changes in the Federal funds rate target on market interest rates in the 1970s. Journal of Monetary Economics 24, 331-351.
- Demiralp S, Jorda O. 2004. The response of Term Rates to Fed Announcements. Journal of Money Credit and banking. 387-405.
- Ehrmann M. and Fratzscher M. 2003. Monetary Policy Announcements and Money Markets: A Transatlantic Perspective. Journal of International Finance, 6, 309-328.
- Ehrmann M., Fratzscher M. 2006. Global Financial Transmission of Monetary Policy Shocks. Working Paper European Central Bank Working Paper.
- Guidi F. 2008. European Central Bank and Federal Reserve USA: monetary policy effects on the returns volatility of the Italian Stock Market Index Mibtel. Munich Personal RePEc Archive.
- Kim S.J. and Nguyen D.Q.T. 2008. The reaction of the Australian financial markets to the interest rate news from the Reserve Bank of Australia and the U.S. Fed. Research in International Business and Finance, in press, pp. 1-18.
- Kuttner K. N. 2001. Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence from the Fed Funds Futures Market. Journal of Monetary Economics 47, 525-543.
- Lee J. 2002. Federal Funds Rate Target changes and interest rate volatility. Journal of Economics and Business 159-191.
- Lee J. 2006. The impact of Federal Funds Target changes on interest rate volatility. Journal of Economics and Financial 241-259.
- Monticini A, Giacomo V. 2005. Are Europe's Interest rates led by FED Announcement?. Journal of Monetary Economics .1-21.
- Roley, V.V., Sellon, G.H. 1995. Monetary policy actions and long term interest rates. Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Quarterly 80, 77-89.
- Wongswan J. 2005. The Response of Global Equity Indexes to U.S. Monetary Policy Announcements., FRB International Finance Discussion Paper No. 844.