



Journal of  
Buddhist Innovation Review



บัณฑิตวิทยาลัย  
มหาวิทยาลัยมหาจุฬาลงกรณราชวิทยาลัย

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในช่วงที่  
ประเทศไทยเกิดวิกฤตการระบาดของไวรัสโควิด-19

Factors Influencing Exchange Rate of Baht  
against U.S. Dollar under COVID-19 Pandemic in Thailand

Research Articles

บทความวิจัย

พรภัทร อินทรวรพัฒน์ PHONPHAT INTARAVORRAPHAT

คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสวนดุสิต

Faculty of Management Science, Suan Dusit University 0819341224pat@gmail.com

รุ่งโรจน์ เย็นชัยพฤกษ์ RUNGROJ YENCHAIYAPRUEK

คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสวนดุสิต

Faculty of Management Science, Suan Dusit University

[0819341224pat@gmail.com](mailto:0819341224pat@gmail.com)

Article history

Received: April 2, 2024 / Revised: April 7, 2024

Accepted: April 9, 2024 / Available Online: April 9, 2024

### บทคัดย่อ

บทความวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในช่วงเกิดวิกฤตการระบาดของไวรัสโควิด-19 โดยกลุ่มตัวอย่างการวิจัยคือข้อมูลทุติยภูมิของอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทต่อเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาและปัจจัยทางเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องในการประมาณแบบจำลองตามแนวคิดของแบบจำลองมันเดลเฟรมมิง (Mundell Fleming) ซึ่งจัดเก็บและรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลขององค์กรทางเศรษฐกิจของประเทศไทยและสหรัฐอเมริกา รวมถึงองค์การอนามัยโลก (WHO) ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2563 ถึง เดือนพฤศจิกายน พ.ศ. 2566 จำนวน 47 เดือน และวิเคราะห์ผลวิจัยด้วยสมการถดถอยเชิงซ้อน (OLS)

ผลการวิจัยพบว่า การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในช่วงเกิดวิกฤตการระบาดของไวรัสโควิด-19 โดยค่าเงินบาทในช่วงการเกิดการระบาดของไวรัสโควิด-19 จะแข็งค่าขึ้นจากการเพิ่มขึ้นของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ และจะเสื่อมค่าลงจากการที่ประเทศไทยก่อนนี้สาธารณะ การเพิ่มขึ้นของส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยของประเทศไทยและประเทศสหรัฐอเมริกา การเพิ่มขึ้นของอัตราการตายของผู้ป่วยจากไวรัสโควิด-19 ในประเทศไทย และเปลี่ยนแปลงไปตามค่าเงินในช่วงเวลาอดีต 1 ช่วงเวลา โดยตัวแปรอิสระทั้งหมดในแบบจำลองสามารถอธิบายอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในช่วงที่ประเทศไทยเกิดวิกฤตการระบาดของ

ไวรัสโควิด-19 ได้ประมาณร้อยละ 95 ( $R^2 = 0.95$ ,  $p < 0.01$ ) ดังนั้นในการรักษาเสถียรภาพของค่าเงินบาท ผู้มีอำนาจในการดำเนินนโยบายจึงต้องคำนึงถึงการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยทางเศรษฐกิจของไทยและสหรัฐอเมริกา ไปพร้อมกัน รวมถึงการบริหารความเสี่ยงวิกฤตในทุกๆ มิติ โดยเฉพาะวิกฤตด้านสาธารณสุขที่ส่งผลกระทบต่อเนื่อง ไปสู่วิกฤตเศรษฐกิจที่รุนแรงเหมือนการการระบาดของไวรัสโควิด-19 ภาครัฐจึงต้องบริหารงานและ ใช้นโยบายภาครัฐในช่วงวิกฤตด้วยฐานของหลักธรรมาภิบาล มุ่งลดต้นทุนทางสังคมให้กับประชาชน

**คำสำคัญ:** อัตราแลกเปลี่ยน, เงินบาท, เงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา, ไวรัส โควิด-19

### Abstract

This research article was to study the factors that influencing exchange rate of Baht against U.S. dollar COVID-19 pandemic in Thailand. We used monthly data from economic database of Thailand and U.S. for period 2020 - 2023 (47 Data) to be the sample in this research, based on a multiple regression technique (OLS) and Mundell Fleming model.

As a whole, the fluctuation in spot exchange rate of Baht against U.S. dollar was positively influenced by Thailand's public debt, nominal interest rates differential of Thailand and U.S., COVID-19 pandemic in Thailand (new death) and exchange rate of Baht against U.S. dollar in the past month. On the other hand, exchange rate of Baht against U.S. dollar was negatively influenced by Thailand's international reserve. All these factors accounted for 95 percent of the variance explained by exchange rate of baht against U.S. dollar under COVID-19 Pandemic in Thailand ( $R^2 = 0.95$ ,  $p < 0.01$ ). Therefore, the policymaker should perceive about the effect of economic factors of Thai and U.S. to stabilize exchange rate of Baht at the same time, should and perceive about risk management in all dimensions of crises, especially public health crisis that lead to economic crises. Therefore, Thai government sector must manage and implement the government policies during crisis based on the principles of good governance to reduce social cost for the people.

**Keywords:** Exchange Rate, Baht, U.S. Dollar, COVID-19 Pandemic

### บทนำ

ตั้งแต่วันที่ 2 กรกฎาคม พ.ศ. 2540 ประเทศไทยได้เปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากเดิมที่ค่อนข้างคงที่อย่างระบบตะกร้าเงิน (Basket of Currencies) มาเป็นระบบที่ค่าเงินบาทสามารถเคลื่อนไหวไปตามอุปสงค์และอุปทานของเงินตราต่างประเทศได้มากขึ้น อย่างระบบลอยตัวแบบมีการจัดการ (Managed Float) ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาท เมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เกิดการผันผวนอย่างรุนแรง จากที่ค่าเงินบาทมีค่าเฉลี่ยประมาณ 25-26 บาทต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงของระบบอัตรา

แลกเปลี่ยนตะกร้าเงิน กลับเสื่อมค่าลงเป็น 47.15 บาทต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือนที่ 1 ของปีพ.ศ. 2541 หลังจากนั้นค่าเงินบาทจึงค่อยๆ ปรับตัวแข็งค่าขึ้น จนถึงในปัจจุบัน (ปี พ.ศ. 2557) อยู่ที่ประมาณ 32 บาทต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าถึงร้อยละ 32 นับจากปี พ.ศ. 2541 (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2557) สะท้อนถึงความเสี่ยงในการดำเนินธุรกรรมของผู้ที่เกี่ยวข้องกับตลาดเงินตราต่างประเทศ เช่น นักลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินระหว่างประเทศ ผู้ส่งออกและนำเข้า ฯลฯ ได้เป็นอย่างดี

เมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เกิดการผันผวนอย่างรุนแรง จากที่ค่าเงินบาทมีค่าเฉลี่ยประมาณ 25-26 บาทต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงของระบบอัตราแลกเปลี่ยนตะกร้าเงิน กลับเสื่อมค่าลงเป็น 47.15 บาทต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือนที่ 1 ของปีพ.ศ. 2541 หลังจากนั้นค่าเงินบาทจึงค่อยๆ ปรับตัวแข็งค่าขึ้น จนถึงในปัจจุบัน (ปี พ.ศ. 2557) อยู่ที่ประมาณ 32 บาทต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าถึงร้อยละ 32 นับจากปี พ.ศ. 2541 (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2557) สะท้อนถึงความเสี่ยงในการดำเนินธุรกรรมของผู้ที่เกี่ยวข้องกับตลาดเงินตราต่างประเทศ เช่น นักลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินระหว่างประเทศ ผู้ส่งออกและนำเข้า ฯลฯ ได้เป็นอย่างดี นอกจากนั้นในช่วงเวลาที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการนั้น ก็เกิดเหตุการณ์ ความผันผวนและเปลี่ยนแปลงในระบบเศรษฐกิจไทยและเศรษฐกิจโลกหลายเหตุการณ์ เช่น การดำเนินนโยบายการเงินของประเทศไทยมีความเป็นอิสระมากขึ้น (Independent Monetary Policy) เพราะไม่ต้องผูกติดกับการแทรกแซงค่าเงินบาท โดยกองทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราเหมือนในระบบตะกร้าเงิน โดยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2543 เป็นต้นมา ประเทศไทยได้ดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อแบบยืดหยุ่น (Flexible Inflation Targeting) ซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยมีหน้าที่ดูแลอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ในกรอบที่กำหนดไว้ ไปพร้อมกับการดูแลการขยายตัวทางเศรษฐกิจรวมกันไป (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2567) นอกจากนั้นในช่วงเวลาดังกล่าวยังได้เกิดความผันผวนของเศรษฐกิจโลกมาโดยตลอด ทั้งการเกิดวิกฤติเศรษฐกิจของประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2540 ที่รู้จักกันในชื่อ “วิกฤติต้มยำกุ้ง” ตลอดจนการเกิดวิกฤติซับไพร์มของประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงปี พ.ศ. 2551 ซึ่งรายได้ประชาชาติของสหรัฐฯ เริ่มถดถอยมาตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2548 จนทำให้ประเทศสหรัฐฯ ต้องใช้มาตรการ Quantitative Easing (QE) หรือ มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ เพื่อใช้ในการพิมพ์ธนบัตรดอลลาร์สหรัฐฯ และอัดฉีดปริมาณเงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจ ซึ่งส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจทั่วโลก อีกทั้งในปี พ.ศ. 2552 วิกฤติเศรษฐกิจได้ลุกลามเข้าสู่สหภาพยุโรป จนถึงปัจจุบันจนโลกและประเทศไทยต้องเผชิญกับวิกฤตครั้งใหญ่จากการระบาดของไวรัสโควิด-19 ทำให้มีผู้ติดเชื้อและผู้เสียชีวิตจำนวนมาก จากฐานข้อมูลองค์การอนามัยโลก ปี ค.ศ. 2023 ผู้ติดเชื้อสะสมถึงเดือนพฤษภาคม 2566 ทั่วโลกเท่ากับ 674,300,771 คน และเสียชีวิต 6,793,224 คน)

จากฐานข้อมูลองค์การอนามัยโลก ปี ค.ศ. 2023 ส่งให้ประเทศต่างๆ รวมทั้งประเทศไทยเกิดวิกฤตเศรษฐกิจตามมา โดยเฉพาะประเทศไทยนั้น ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศลดลงในปี พ.ศ. 2563 ถึงร้อยละ 8 (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2567) กระทั่งในปี พ.ศ. 2566 รายได้ประชาชาติของประเทศไทยยังไม่เติบโตเพียงพอให้คนไทยมีความสามารถในการบริโภคและอุปโภค (Private Consumption Expenditure) ได้ในระดับก่อนช่วงเวลาก่อนเกิดวิกฤติการระบาดของไวรัสโควิด-19 โดยระดับอุปสงค์รวมของประเทศในปี พ.ศ. 2566 ของประเทศไทยคาดว่าจะมีแนวโน้มที่ดีขึ้นจากปี พ.ศ. 2563 – 2565 แต่ยังไม่กลับเข้าสู่ระดับอุปสงค์รวมของปี 2562 (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2567) ซึ่งปรากฏการณ์ทางเศรษฐกิจต่างๆ ที่กล่าวมา ยิ่งเห็น

ความเป็นไปได้ในระดับสูงที่ค่าเงินบาทในระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการจะเกิดความผันผวนไปตามความผันผวนของเศรษฐกิจของโลก โดยเฉพาะค่าเงินบาทเมื่อเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา เนื่องจากปริมาณการซื้อขายแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศในการทำธุรกรรมผ่านธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทยที่มีสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 85 (ปี พ.ศ. 2566) คือ เงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา อีกทั้งสหรัฐอเมริกายังเป็นคู่ค้าของไทยที่มีมูลค่าการค้าระหว่างประเทศกับไทยระดับต้นๆ (ปี พ.ศ. 2565 อยู่ลำดับที่ 3) โดยมีมูลค่าถึง 1,241,986 ล้านบาท ขณะที่แนวโน้มของค่าเงินบาทก็มีแนวโน้มอ่อนค่าลงตั้งแต่เกิดการระบาดของไวรัสโควิดเป็นต้นมา (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2567) โดยมีค่าอ่อนสุดที่ประมาณ 38 บาทต่อ 1 ดอลลาร์

จากการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทที่ได้อิทธิพลจากตัวแปรปัจจัยทางเศรษฐกิจต่างๆ ตามที่ได้กล่าวมาในข้างต้น จึงมีความจำเป็นอย่างยิ่งที่ผู้ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกรรมระหว่างประเทศต้องรับรู้อิทธิพลจากปัจจัยที่กำหนดค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นอย่างดีเพื่อนำมาเป็นข้อมูลในการวางแผนบริหารความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Risk) รวมทั้งภาครัฐก็จำเป็นต้องรับรู้อิทธิพลของปัจจัยที่กำหนดค่าเงินบาทเพื่อรักษาเสถียรภาพของค่าเงินและสร้างกลยุทธ์ในการป้องกันผลกระทบจากการดำเนินนโยบายทางการเงิน การคลัง การค้าและการลงทุนระหว่างประเทศ จากเหตุผลทั้งหมดที่ได้กล่าวมาในข้างต้นจึงเป็นที่มาของความสำคัญและปัญหาที่นำมาสู่การศึกษา “ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในช่วงที่ประเทศไทยเกิดวิกฤตการระบาดของไวรัสโควิด-19”

#### วัตถุประสงค์ของการวิจัย

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อค้นหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ทั้งผลกระทบในเชิงของขนาดและทิศทางของความสัมพันธ์ของอิทธิพลในช่วงที่ประเทศไทยเกิดวิกฤตการระบาดของไวรัสโควิด-19

#### วิธีดำเนินการวิจัย

ขั้นตอนที่ 1 การศึกษาดานเนื้อเอกสารแนวคิดทฤษฎี และสมมติฐานการวิจัย

การวิจัยนี้ได้ใช้แบบจำลองตามทฤษฎีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของแบบจำลอง Mundell Fleming (เกษร หอมขจร, 2556; Husted and Melvin, 2020 และ Pilbeam, 2020)) ในการอธิบายการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งแบบจำลอง Mundell Fleming มุ่งเน้นอธิบายค่าของเงินตราต่างประเทศด้วย (1) ดุลยภาพของตลาดเงินที่เป็นตัวแทนของนโยบายการเงินของประเทศนั้นๆ (โดยงานวิจัยนี้ได้ใช้ปริมาณเงินตามความหมายแคบของประเทศไทยเป็นตัวแปรในการประมาณการ) โดยสมมติให้ปริมาณเงินและความต้องการถือเงินมีค่าเท่ากัน (2) ดุลยภาพของตลาดสินค้าและบริการ ที่สะท้อนอิทธิพลของนโยบายการคลังในภาคเศรษฐกิจจริง ทั้งรายรับและรายจ่ายของรัฐบาล (โดยงานวิจัยนี้ได้ใช้ปริมาณหนี้สาธารณะของประเทศไทยเป็นตัวแปรในการประมาณการ) และ (3) ดุลบัญชีการชำระเงิน (Balance of Payment: โดยงานวิจัยนี้ได้ใช้ปริมาณเงินทุนสำรองระหว่างประเทศของประเทศไทยเป็นตัวแปรในการประมาณการ) จากการเปลี่ยนแปลงของสามตัวแปรข้างต้น จะมีตัวแปรอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ (โดยงานวิจัยนี้ได้ใช้ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยของประเทศไทยและประเทศสหรัฐฯ เป็นตัวแปรในการประมาณการ) เป็นตัวแปรที่คอยขับเคลื่อนการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน ผ่านการไหลออกและการไหลเข้าของเงินทุน

ระหว่างประเทศที่ส่งผลให้ค่าเงินภายใน ประเทศเสื่อมค่าและแข็งค่าตามลำดับ ซึ่งในกรณีประเทศไทยเมื่อเทียบกับประเทศสหรัฐอเมริกา นับว่าเป็นประเทศที่มีขนาดเศรษฐกิจเล็กกว่า ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยภายในตลาดเงินประเทศไทย จะไม่ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยของประเทศสหรัฐอเมริกาให้เกิดการเปลี่ยนแปลง

ซึ่งในการวิจัยนี้ ผู้วิจัยได้ทำแบบจำลอง Mundell Fleming มาร่วมอธิบายกับทฤษฎีความสมดุลของตะกร้าสินทรัพย์ (Portfolio Balance) ซึ่งมีมุมมองว่า พันธบัตรภายในประเทศและพันธบัตรต่างประเทศไม่สามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ อีกทั้งยังมองว่าปริมาณเงินเป็นเพียงสินทรัพย์ทางการเงินชนิดหนึ่งที่นักลงทุนจะเลือกลงทุนไว้ใน Portfolio ร่วมกับพันธบัตรในประเทศและพันธบัตรต่างประเทศ โดยการวิจัยนี้แตกต่างจากการวิจัยเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยนทั่วไป เพราะการวิจัยได้ใช้ตัวแปรการก่อหนี้สาธารณะ (Public Debt) มาอธิบายอิทธิพลของนโยบายการคลังและยังเป็นตัวแทนของตัวแปรปริมาณพันธบัตรภายในประเทศอีกด้วยเช่นกัน เนื่องจาก เมื่อรัฐบาลขาดดุลงบประมาณรายจ่าย รัฐบาลก็ต้องก่อหนี้สาธารณะด้วยการขายพันธบัตรรัฐบาลให้กับภาคเอกชน ส่งผลให้ปริมาณพันธบัตรภายในประเทศในมือภาคเอกชนมีจำนวนมากขึ้น จนอุปทานของพันธบัตรภายในประเทศปรับตัวสูงขึ้น จนราคาลดลง นักลงทุนลดความต้องการถือ ทำให้ค่าเงินภายในประเทศเสื่อมค่าลง (Pilbeam, 2020) เพื่อให้แบบจำลองฯ มีตัวแปรที่สะท้อนนโยบายการเงิน การคลัง และภาคระหว่างประเทศ จากเนื้อหาแนวคิดและทฤษฎีข้างต้น จึงกำหนดสมมติฐานของการวิจัยไว้ดังนี้

นอกจากนั้น การวิจัยยังได้นำตัวแปรอัตราการตายของผู้ป่วยที่ติดเชื้อไวรัสโควิด-19 ในประเทศไทย มาใช้เป็นตัวแปรที่สะท้อนระดับความรุนแรงของวิกฤตดังกล่าวที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยนของเงินตราต่างประเทศอีกด้วยเช่นกัน ซึ่งมีผลการวิจัยที่เกี่ยวข้องได้สะท้อนว่า ตัวแปรอัตราการตายของผู้ป่วยที่ติดเชื้อไวรัสโควิด-19 มีอิทธิพลต่อการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินในประเทศนั้นๆ (Gongkhonkwa (2021); Banda and Edriss (2023); Diao (2023); Jamal and Bhat (2022)) ซึ่งจะสะท้อน ความเป็นจริงของรัฐบาลไทยและหน่วยงานผู้มีอำนาจในการใช้โยบายทางเศรษฐกิจ ที่จำเป็นต้องใช้นโยบายอย่างสมดุล เพื่อให้ประชาชนไทยที่กำลังมีอำนาจซื้อลดลงอย่างมาก สามารถดำเนินชีวิตอยู่ได้ในภาวะเศรษฐกิจที่เกิดวิกฤตจากวิกฤตด้านสาธารณสุขที่รัฐต้องเข้ามาดูแลชีวิตของคนไทยผ่านเงินงบประมาณแผ่นดิน

ดังนั้นรัฐบาลและหน่วยงานผู้มีอำนาจในการกำหนดนโยบายทางเศรษฐกิจ รวมถึงนโยบายทางเศรษฐกิจของไทย จำเป็นต้องใช้นโยบายตามหลัก “ธรรมาภิบาล (Good Governance)” อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ โดยสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาระบบราชการ (2552) กล่าวว่า หลักธรรมาภิบาลของการบริหารกิจการบ้านเมืองที่ดีประกอบด้วย 10 หลัก ได้แก่ หลักการตอบสนอง (Responsiveness) หลักประสิทธิผล (Effectiveness) หลักประสิทธิภาพและคุ้มค่า (Efficiency) หลักความเสมอภาค (Equity) หลักฉันทามติ (Consensus Oriented) หลักความรับผิดชอบ (Accountability) หลักความโปร่งใส (Transparency) หลักการกระจายอำนาจ (Decentralization) หลักการมีส่วนร่วม (Participation) และ หลักนิติธรรม (Rule of Law) ซึ่งหลักการดังกล่าวจะต้องมียึดมั่นในการบริหารประเทศ โดยเฉพาะในช่วงวิกฤต เช่น การดำเนินนโยบายการเงิน การคลัง รวมถึงด้านอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ก็ต้องไม่กระทบคุณภาพชีวิตของประชาชน เช่น ไม่ปล่อยให้เงินเฟ้อขึ้นสูงเกินไป ทำให้ประชาชนขาดเงินออม ไม่ลดทอนความสามารถในการส่งออกสินค้าและบริการของประเทศ สามารถรักษาเงินทุนสำรองระหว่างประเทศให้มั่นคงเพียงพอต่อการฟื้นฟูและขับเคลื่อนเศรษฐกิจ

รวมถึงรักษาความเสถียรภาพของค่าเงินบาทให้มีความสมดุล ดังนั้นในการวิจัยนี้ ตัวแปรอัตราการตายของผู้ป่วยที่ติดเชื้อไวรัสโควิด-19 ในประเทศไทย จึงนับว่าเป็นตัวแทนตามหลักการ “ธรรมชาติของด้านนโยบายการเงินและการคลัง” (World bank, 1992) ที่การดำเนินนโยบายของภาครัฐต้องคำนึงถึงการควบคุมต้นทุนทางสังคม (Social Cost) ของประเทศ โดยเฉพาะในช่วงที่วิกฤตโควิด-19 ทั้งในมิติเศรษฐกิจ สาธารณสุข และคุณภาพชีวิตที่ดีของประชาชนไทย เช่นกัน ดังนั้น ถ้ารัฐบาลสามารถลดอัตราการตายของคนไทยจากการระบาดของไวรัสโควิด-19 ได้ ก็จะสะท้อนให้เห็นความรับผิดชอบต่อสังคมและความคุ้มค่าเชิงผลลัพธ์ตามหลักธรรมาภิบาลของรัฐบาลไทย ก็จะส่งผลให้นักลงทุนเชื่อมั่นที่จะเข้าถือเงินบาท และทำให้ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้น ราคาสินค้าและบริการที่สร้างความลำบากของประชาชนก็จะลดลง เช่นกัน

จากหลักการ แนวคิด ทฤษฎีข้างต้น จึงสรุปตัวแปรทั้งหมดในการวิจัยเป็นไปตามสมมติฐานดังนี้

1. ปริมาณเงินตามความหมายแคบของประเทศไทย อัตราการตายของผู้ป่วยที่ติดเชื้อไวรัสโควิด-19 ในประเทศไทย และอัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในอดีต 1 ช่วงเวลา (เดือน) เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ 1 หน่วย หรือ ทำให้ค่าเงินบาทเสื่อมค่าลงเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ 1 หน่วย
2. เงินทุนสำรองระหว่างประเทศของประเทศไทย อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินเปรียบเทียบระหว่างประเทศไทยและสหรัฐอเมริกา ปริมาณหนี้สาธารณะของประเทศไทย เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลเชิงลบต่ออัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ 1 หน่วย หรือ ทำให้ค่าเงินบาทเสื่อมค่าลงเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ 1 หน่วย

### ขั้นตอนที่ 2 การเก็บรวบรวมข้อมูลในการประมาณแบบจำลอง

ประชากรและกลุ่มตัวอย่างของการวิจัยคือข้อมูลของอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ และปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ประกอบไปด้วย ปริมาณเงินตามความหมายแคบของประเทศไทย เงินทุนสำรองระหว่างประเทศของประเทศไทย ปริมาณหนี้สาธารณะของประเทศไทย อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินเปรียบเทียบระหว่างประเทศไทยและสหรัฐอเมริกา อัตราการตายของผู้ป่วยที่ติดเชื้อไวรัสโควิด-19 ในประเทศไทย และอัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในอดีต 1 ช่วงเวลา (เดือน) ในช่วงที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2563 ถึง เดือนพฤศจิกายน พ.ศ. 2566 จำนวน 47 เดือน การเก็บรวบรวมข้อมูล ได้จัดเก็บข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ทางเศรษฐกิจแบบอนุกรมเวลา (Time Series Data) รายเดือน จากแหล่งข้อมูล คือ (1) ฐานข้อมูลสถิติเศรษฐกิจและการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย (ข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ 1 หน่วย ปริมาณเงินตามความหมายแคบของประเทศไทย เงินทุนสำรองระหว่างประเทศของประเทศไทย ปริมาณหนี้สาธารณะของประเทศไทย อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินของประเทศไทย) (2) ฐานข้อมูล Economic Research ของ Federal Reserve Bank of ST. Louis (ข้อมูลอัตราดอกเบี้ย ของประเทศสหรัฐอเมริกา) และ (3) องค์การอนามัยโลก (WHO) (ข้อมูลอัตราการตายของผู้ป่วยที่ติดเชื้อไวรัสโควิด-19 ในประเทศไทย)

### ขั้นตอนที่ 3 การประมาณแบบจำลอง

สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลนั้น การวิจัยได้ใช้สมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression Model) ด้วยวิธีการกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS) เพื่อประมาณการค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพลของตัวแปรอิสระในแบบจำลองตามทฤษฎี Monetary and Portfolio Balance นอกจากนั้นยังทดสอบปัญหา Autocorrelation ด้วยวิธี Breusch–Godfrey Serial Correlation LM Test และทดสอบปัญหา Heteroskedasticity ด้วยวิธี Autoregressive Conditional Heteroskedasticity ในการประมาณการแบบจำลอง โดยแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา มีรายละเอียดดังนี้

$$EX_t = \alpha + \beta_1 M1_t + \beta_2 DNI_t + \beta_3 RES_t + \beta_4 TDEBT_t + \beta_5 COVID_t + \beta_6 EX_{t-1} + \varepsilon EX_t$$

โดยที่

|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|--------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| $\alpha$           | คือ ค่าคงที่ของสมการ (Constant Term)                                                                                                                                                                                                                                     |
| $\beta_i$          | คือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่แสดงอิทธิพลของปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา                                                                                                                                            |
| $EX_t$             | คือ ค่า Logarithm ของอัตราแลกเปลี่ยนทันที (Spot Rate) ของค่าเงินบาทต่อเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา 1 หน่วยในช่วงเวลาปัจจุบัน (ตัวแปรตามในการวิจัย)                                                                                                                            |
| $M1_t$             | คือ ปริมาณเงินตามความหมายแคบ (Narrow Money: M1) ของประเทศไทยในช่วงเวลาปัจจุบัน (หน่วยเป็นค่า Logarithm)                                                                                                                                                                  |
| $DNI_t$            | คือ ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน (Nominal Interest Rate) เปรียบเทียบของประเทศไทยกับประเทศสหรัฐฯ ในช่วงเวลาปัจจุบัน (หน่วยเป็นร้อยละต่อปี) โดยใช้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทยลบด้วยอัตราดอกเบี้ย Federal Funds ของประเทศสหรัฐฯ |
| $RES_t$            | คือ ปริมาณเงินทุนสำรองระหว่างประเทศของประเทศไทย (หน่วยเป็นค่า Logarithm)                                                                                                                                                                                                 |
| $TDEBT_t$          | คือ ปริมาณหนี้สาธารณะของประเทศไทย (หน่วยเป็นค่า Logarithm)                                                                                                                                                                                                               |
| $COVID_{19}$       | คือ อัตราการเสียชีวิตของผู้ติดเชื้อไวรัสโควิด-19 ในประเทศไทย (จำนวนผู้เสียชีวิต 1,000 คน)                                                                                                                                                                                |
| $EX_{t-1}$         | คือ อัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา 1 หน่วยในเดือนที่ผ่านมา (หน่วยเป็นค่า Logarithm)                                                                                                                                                         |
| $\varepsilon EX_t$ | คือ ค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณการในช่วงเวลาปัจจุบัน (Error Term)                                                                                                                                                                                                      |

#### ขั้นตอนที่ 4 การนำเสนอผลการวิจัย

สำหรับการนำเสนอผลการวิจัย จะแสดงในรูปแบบของแบบจำลองสมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression Model) มีการนำเสนอค่าสถิติในการประมาณการค่าสัมประสิทธิ์และการสถิติที่ใช้ทดสอบสมมติฐาน ผลทดสอบปัญหา Autocorrelation ด้วยวิธี Breusch–Godfrey Serial Correlation LM Test และผลการทดสอบปัญหา Heteroskedasticity ด้วยวิธี Autoregressive Conditional Heteroskedasticity และผลวิเคราะห์/สังเคราะห์ข้อมูลองค์ความรู้ที่ได้รับ

#### ผลการวิจัย

แบบจำลองปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในช่วงเกิดวิกฤตการระบาดของไวรัสโควิด-19 แสดงได้ตามผลการประมาณการแบบจำลองดังนี้

$$EX_t = 11.67 - 0.31 M1_t + 0.01 DNI_t - 0.61 RES_t + 0.20 TDEBT_t$$

$$\begin{matrix} (3.75)^{***} & (-1.29)^{NS} & (3.58)^{***} & (-7.00)^{***} & (2.87)^{***} \\ 0.0039 & COVID_t & + & 0.41 & EX_{t-1} \\ (2.00)^* & & & (4.47)^{**} & \end{matrix}$$

R-Squared = 0.9535 Adjusted R-Squared = 0.9464

F-Statistics = 133.4684\*\*\* Prob. (F-Statistics) = 0.0000

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-Statistics = 0.7541<sup>NS</sup> Prob. = 0.3905

Obs\*R-squared = 0.8951<sup>NS</sup> Prob. = 0.3441

Autoregressive Conditional Heteroskedasticity Test:

F-Statistics = 0.4942<sup>NS</sup> Prob. = 0.4847

Obs\*R-squared = 0.5065<sup>NS</sup> Prob. = 0.4766

หมายเหตุ: \* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.10  
\*\* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.05  
\*\*\* คือ มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01  
NS คือ ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ  
( ) ในวงเล็บคือค่าสถิติคำนวณของสถิติ t

จากผลการประมาณการแบบจำลองสรุปได้ว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในช่วงเกิดวิกฤตการระบาดของไวรัสโควิด-19 ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ (ทดสอบค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระในแบบจำลองด้วยค่าสถิติ t) ประกอบไปด้วย

1. ปริมาณเงินตามความหมายแคบของประเทศไทยในช่วงเวลาปัจจุบัน ( $DM_t$ ) โดยถ้าปริมาณเงินตามความหมายแคบของประเทศไทยปรับตัวสูงขึ้นมากกว่าประเทศสหรัฐอเมริการ้อยละ 1 ค่าเงินบาทจะแข็งค่าขึ้นทันทีร้อยละ 0.31 เมื่อเปรียบเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในเดือนปัจจุบัน แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

2. อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินเปรียบเทียบของประเทศไทยกับประเทศสหรัฐฯ ในช่วงเวลาปัจจุบัน ( $DNIt$ ) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.05 โดยถ้าอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินของประเทศไทยปรับตัวสูงขึ้นมากกว่าประเทศสหรัฐอเมริการ้อยละ 1 ค่าเงินบาทจะเสื่อมค่าลงทันทีร้อยละ 0.01 เมื่อเปรียบเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในเดือนปัจจุบัน

3. เงินทุนสำรองระหว่างประเทศของประเทศไทยในช่วงเวลาปัจจุบัน ( $RES_t$ ) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 โดยถ้าเงินทุนสำรองระหว่างประเทศของประเทศไทยปรับตัวสูงขึ้นร้อยละ 1 ค่าเงินบาทจะแข็งค่าขึ้นทันทีร้อยละ 0.61 เมื่อเปรียบเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในเดือนปัจจุบัน

4. ปริมาณหนี้สาธารณะของประเทศไทยในช่วงเวลาปัจจุบัน ( $TDEBT_t$ ) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 โดยถ้าปริมาณหนี้สาธารณะของประเทศไทยปรับตัวสูงขึ้นมากกว่าประเทศสหรัฐฯ ร้อยละ 1 จะส่งผลให้ค่าเงินบาทเสื่อมค่าลงทันทีร้อยละ 0.20 เมื่อเปรียบเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในเดือนปัจจุบัน

5. อัตราการเสียชีวิตของผู้ติดเชื้อไวรัสโควิด-19 ในประเทศไทย ( $COVID_t$ ) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.10 โดยถ้าอัตราการเสียชีวิตของผู้ติดเชื้อไวรัสโควิด-19 ในประเทศไทยเพิ่มขึ้น 1,000 คน จะส่งผลให้

ค่าเงินบาทเสื่อมค่าลงทันทีร้อยละ 0.0039 เมื่อเปรียบเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในเดือนปัจจุบัน

6. อัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา 1 หน่วยในเดือนที่ผ่านมา  $EX_{t-1}$ ) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 โดยถ้าอัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา 1 หน่วยในเดือนที่ผ่านมา เพิ่มขึ้น ร้อยละ 1 จะส่งผลให้ค่าเงินบาทในเดือนปัจจุบันเสื่อมค่าลงทันทีร้อยละ 0.41 เมื่อเปรียบเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา

จากผลการประมาณการแบบจำลองข้างต้น พบได้ว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวในสมการสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงที่ประเทศไทยเกิดการระบาดของไวรัสโควิด-19 ได้สูงถึงร้อยละ 95.35 ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 ขณะที่การทดสอบ Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test (ใช้ความล่าช้า (lag) ของค่า Error Term เท่ากับ 1 เดือน) พบว่าค่าสถิติ F และค่าของผลคูณของจำนวน Observations และ R-squared ตกอยู่ในสมมติฐานหลัก ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 จึงสามารถปฏิเสธปัญหา Autocorrelation ในการประมาณการแบบจำลองได้ อีกทั้งการทดสอบ Autoregressive Conditional Heteroskedasticity โดยใช้ความล่าช้า (lag) ของค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนในการทดสอบ 1 ช่วงเวลา (เดือน) พบว่า ค่าสถิติ F และค่าของผลคูณของจำนวน Observations และ R-squared ตกอยู่ในสมมติฐานหลัก ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 จึงสามารถปฏิเสธปัญหา Heteroskedasticity ในการประมาณการแบบจำลองข้างต้นได้เช่นกัน

### อภิปรายผล

จากผลการวิจัยในข้างต้น สามารถอภิปรายผลได้ดังนี้

1. ผลการวิจัยนี้ พบว่า การที่ปริมาณเงินตามความหมายแคบของประเทศไทยปรับตัวสูงขึ้น ส่งผลให้ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นทันที เมื่อเปรียบเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย แต่ก็ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ปรากฏการณ์ข้างต้น สะท้อนให้เห็นความสอดคล้องกับแบบจำลองของทฤษฎี Mundell-Fleming Model (Flodén (2010); Polito and Brendon (2019)) ในประเด็นที่ ในประเทศที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว (Floating Exchange Rates) การเพิ่มปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจจะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินภายในประเทศเสื่อมค่าลง แต่ก็ทำให้การส่งออกของประเทศไทยสูงขึ้นจนทำให้เงินทุนสำรองระหว่างประเทศสูงขึ้น จึงทำให้นักลงทุนมีความต้องการถือเงินบาทมากขึ้น และนำไปสู่การกลับมาแข็งค่าขึ้นของค่าเงิน การอัดฉีดปริมาณเงินลงในระบบเศรษฐกิจนั้น สุดท้ายจึงไม่เกิดผลกระทบต่อค่าเงินบาทในระยะยาวในที่สุด โดยเฉพาะในช่วงการระบาดของโควิด-19 นั้น การอัดฉีดเงินเข้าสู่ระบบของรัฐบาล ทำไปเพื่อเติมเต็มและซ่อมแซมระบบเศรษฐกิจ ช่วยเหลือผู้ประกอบการ ไม่ได้กระตุ้นเศรษฐกิจเป็นหลัก นักลงทุนในเงินตราต่างประเทศจึงอาจไม่นำปัจจัยด้านปริมาณเงินมาใช้เป็นตัวแปรในการตัดสินใจในการลงทุนก็เป็นได้

2. ผลการวิจัยนี้ พบว่า การที่อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินของประเทศไทยปรับตัวสูงขึ้นมากกว่าประเทศสหรัฐอเมริกา ส่งผลให้ค่าเงินบาทเสื่อมค่าลงทันทีเมื่อเปรียบเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งผิดไปจากสมมติฐานการวิจัย ซึ่งปรากฏการณ์นี้อาจเกิดขึ้นจากการที่การวิจัยนี้ได้ใช้อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน (Nominal Interest Rate) ซึ่งได้รวมค่าคาดการณ์ของอัตราเงินเฟ้อไว้แล้ว จึงเป็นไปได้ว่า เมื่ออัตราดอกเบี้ยของประเทศไทยสูงขึ้นกว่าสหรัฐอเมริกา ผู้ที่เกี่ยวข้องกับตลาดเงินตราต่างประเทศจะลดความต้องการถือเงิน

บาทลง เพราะคาดการณ์ว่าอัตราเงินเฟ้อที่แฝงอยู่ในอัตราดอกเบี้ยไทยสูงขึ้น จะทำให้ปริมาณเงินที่แท้จริงลดลง ค่าของเงินบาทจึงเสื่อมค่าลงในที่สุด ประกอบกับในปัจจุบันประเทศไทยได้ดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อฯ นักลงทุนจึงอาจคาดการณ์ว่าการที่อัตราดอกเบี้ยของไทยเพิ่มสูงขึ้นเป็นเพราะอัตราเงินเฟ้อของประเทศไทยสูงกว่ากรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ จึงคาดการณ์ว่าค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่เหมาะสมตามดุลยภาพของทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อ (Purchasing Power Parity: PPP) ควรจะเสื่อมค่าลง ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Baljinnyam and Lu (2013) พบว่า เมื่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศมองโกเลียสูงขึ้นกว่าประเทศจีน จะส่งผลให้ค่าเงินมองโกเลียเสื่อมค่าลง เพราะนักลงทุนในตลาดเงินตราต่างประเทศคาดการณ์ว่า ดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้นเป็นเพราะเกิดเงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้น อย่างไรก็ตามถ้าพิจารณาจากข้อมูลจริง จำพบว่าในช่วงที่ประเทศไทยเกิดการระบาดของไวรัสโควิด-19 นั้น อัตราดอกเบี้ยของประเทศไทยเริ่มมีแนวโน้มต่ำกว่าประเทศสหรัฐอเมริกา ในขณะที่ทั้ง 2 ประเทศและทั่วโลกก็ต้องเผชิญปัญหาเงินเฟ้อ โดยเฉพาะช่วงปี 2565 – 2566 เป็นต้นมา ดังนั้นอาจอธิบายได้ว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินบาท อาจไม่ส่งผลให้เกิด Capital Inflow เข้ามาในประเทศไทย ยิ่งปรับขึ้นดอกเบี้ย นักลงทุนก็จะมองว่ากำลังจะเกิดภาวะเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น และค่าเงินบาทจึงเสื่อมค่าลง

3. ผลการวิจัยนี้ พบว่า เงินทุนสำรองระหว่างประเทศของประเทศไทยในช่วงเวลาปัจจุบัน ส่งผลให้ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้น ตรงกับสมมติฐานการวิจัยและสอดคล้องกับแบบจำลองของทฤษฎี Mundell-Fleming Model (Flodén (2010); Polito and Brendon (2019)) เมื่อเปรียบเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในไตรมาสปัจจุบัน ที่การเพิ่มขึ้นของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ สะท้อนให้เห็นว่าดุลการชำระเงินมีแนวโน้มเกินดุล มีเงินทุนไหลเข้ามาในประเทศไทยมากขึ้น ทั้งการลงทุนทางตรง หรือ การลงทุนทางอ้อมก็ตาม จึงส่งผลให้อุปทานของเงินตราต่างประเทศในประเทศไทยสูงขึ้น และนำไปสู่การแข็งค่าขึ้นของค่าเงินบาทในประเทศไทย ซึ่งในมุมมองข้างต้นก็ยังสอดคล้องกับมุมมองของทฤษฎีความสมดุลของตะกร้าสินทรัพย์ (Portfolio Balance) ด้วยเช่นกัน

4. ผลการวิจัยนี้ พบว่า ปริมาณหนี้สาธารณะของประเทศไทย ส่งผลให้ค่าเงินบาทเสื่อมค่าลง ไม่ตรงกับสมมติฐานการวิจัยตามแนวคิดของแบบจำลอง Mundell-Fleming Model อย่างไรก็ตามยังสามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีตะกร้าสินทรัพย์ (Portfolio Balance) ที่ตัวแปรหนี้สาธารณะของประเทศไทยอาจเป็นตัวแทนการเปลี่ยนแปลงของปริมาณอุปทานพันธบัตรภายในประเทศ เนื่องจาก เมื่อรัฐบาลขาดดุลงบประมาณรายจ่าย รัฐบาลก็ต้องก่อหนี้สาธารณะด้วยการขายพันธบัตรรัฐบาลให้กับภาคเอกชน ส่งผลให้ปริมาณพันธบัตรภายในประเทศในมือภาคเอกชนมีจำนวนมากขึ้น จนอุปทานของพันธบัตรภายในประเทศปรับตัวสูงขึ้น จนราคาลดลง นักลงทุนลดความต้องการถือ ทำให้ค่าเงินบาทประเทศเสื่อมค่าลง (Pilbeam, 2020) โดยเฉพาะในช่วงที่ประเทศไทยเกิดการระบาดของไวรัสโควิด-19 ที่รัฐบาลจำเป็นต้องใช้จ่ายมากขึ้นเพื่อฟื้นฟูเศรษฐกิจ จึงมีความจำเป็นต้องออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อก่อหนี้สาธารณะมากขึ้น จึงหลีกเลี่ยงไม่ได้ที่ปริมาณพันธบัตรในประเทศจะเพิ่มขึ้นจากการก่อหนี้ในระยะยาว

5. ผลการวิจัยนี้ พบว่า อัตราการเสียชีวิตของผู้ติดเชื้อไวรัสโควิด-19 ในประเทศไทยมีนัยสำคัญต่อการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์ในมางเสื่อมค่าลง สะท้อนให้เห็นถึงการเกิดวิกฤตสาธารณสุขของประเทศที่จะนำไปสู่วิกฤตเศรษฐกิจ จนทำให้นักลงทุนตัดสินใจที่จะขายเงินบาท

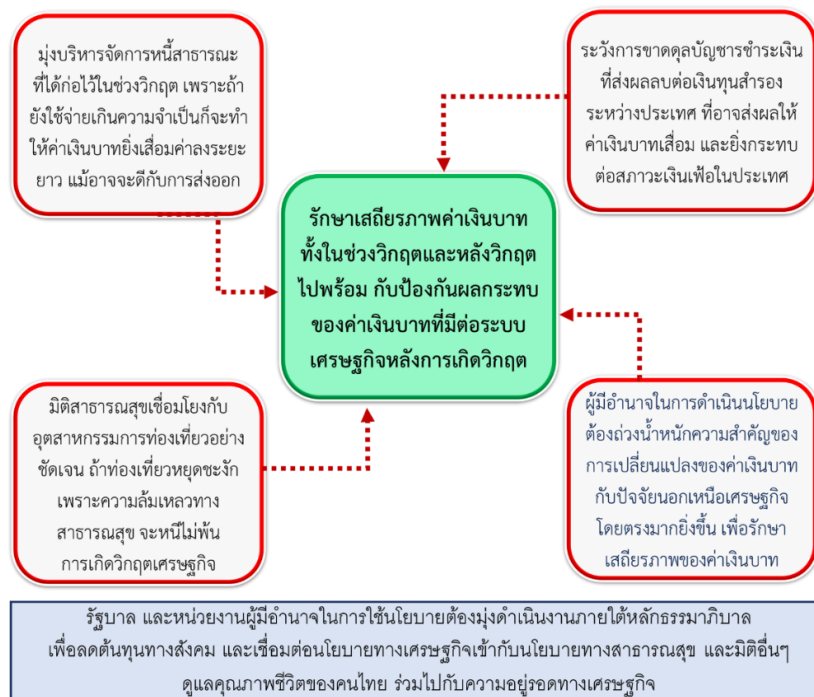
และตัดสินใจถือเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐอเมริกาที่เป็นสินทรัพย์ที่นักลงทุนมองว่าเป็น “Safe Heaven” (Gongkhonkwa (2021); Banda and Edriss (2023); Diao (2023); Jamal and Bhat (2022)) แสดงให้เห็นว่ารัฐบาลไทยจำเป็นต้องรักษาเสถียรภาพของค่าเงินบาทจากการบริหารความเสี่ยงวิกฤตในทุกๆ มิติ โดยเฉพาะวิกฤตด้านสาธารณสุขที่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ โดยเฉพาะประเทศไทยที่ต้องพึ่งพารายได้จากการท่องเที่ยวเกือบร้อยละ 20 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ จึงอาจส่งผลกระทบต่อความต้องการถือเงินบาทของนักลงทุนในเงินตราระหว่างประเทศอย่างมีนัยสำคัญ เพราะการเกิดการระบาดของไวรัสโควิด-19 ทำลายระบบห่วงโซ่อุปทานของอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวอย่างชัดเจนอีกทั้งในมุมมองตามหลัก “ธรรมาภิบาล” การที่รัฐบาลไทยมุ่งลดผลกระทบทางสังคม จากการใช้นโยบายทางสาธารณสุขเข้าบริหารจัดการสถานการณ์โควิด-19 ของประเทศไทยให้ดีขึ้น รวมไปถึงนโยบายทางด้านเศรษฐกิจก็สะท้อนให้เห็นถึง “ธรรมาภิบาลของด้านนโยบายการเงินและการคลัง” (World bank, 1992) เช่นกัน ดังนั้น ถ้ารัฐบาลสามารถลดอัตราการตายของคนไทยจากการระบาดของไวรัสโควิด-19 ได้ ก็จะสะท้อนให้เห็นความรับผิดชอบต่อสังคมและความคุ้มค่าเชิงผลลัพธ์ตามหลักธรรมาภิบาลของรัฐบาลไทยก็จะส่งผลให้นักลงทุนเชื่อมั่นที่จะเข้าถือเงินบาทมากขึ้น

**องค์ความรู้ที่ได้รับ**

จากผลการศึกษาพบประเด็นองค์ความรู้สำคัญ คือ

1. การใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัวในขณะที่ประเทศไทยในสามารถใช้นโยบายการเงินได้อย่างเป็นอิสระมากขึ้น รัฐบาลและผู้มีอำนาจในการดำเนินนโยบายการเงินควรต้องระวังปัญหาเงินเฟ้อจากการขยายตัวของอุปสงค์รวมทั้งจากการขยายตัวของปริมาณเงินโดยตรงและการเสื่อมค่าลงของค่าเงินบาทที่จะร่วมกันผลักดันให้อัตราเงินเฟ้อของประเทศเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนในการผลิตสินค้าและบริการเพื่อส่งออกของประเทศไทย จนลดความสามารถในการแข่งขันด้านการค้าระหว่างประเทศลง และนำไปสู่การขาดดุลการค้าและบัญชีเดินสะพัดในระยะยาว ยิ่งจะทำให้ค่าเงินบาทเสื่อมค่าลง ไปพร้อมกับอัตราเงินเฟ้อสะสม ซึ่งการใช้นโยบายทางเศรษฐกิจต่างๆ ในช่วงวิกฤต การใช้นโยบายยังต้องคำนึงถึงต้นทุนทางสังคมตามหลักธรรมาภิบาลเป็นสำคัญ
2. เมื่อประเทศไทยพ้นวิกฤตจากไวรัสโควิด-19 หรือ อยู่ในระดับที่รับได้ เช่นในปัจจุบัน ควรมุ่งบริหารจัดการหนี้สาธารณะที่ได้ก่อไว้ในช่วงวิกฤต เพราะถ้ายังใช้จ่ายเกินความจำเป็นก็จะทำให้ค่าเงินบาทยิ่งเสื่อมค่าลงระยะยาว แม้อาจจะดีกับการส่งออก แต่ก็ต้องแลกกับปัญหาเงินเฟ้อภายในประเทศเช่นกัน โดยเฉพาะสินค้าพลังงานที่อาจส่งผลให้ค่าครองชีพของประชาชนไทยแพงขึ้นอย่างไม่ควรจะเป็น ซึ่งตอกย้ำความสำคัญของการใช้หลักธรรมาภิบาลของรัฐบาลในการลดผลกระทบที่จะเกิดต่อคุณภาพชีวิตที่ดีของประชาชนไทย
3. ผู้มีอำนาจในการดำเนินนโยบายควรเน้นรักษาเสถียรภาพของค่าเงินบาทเป็นสำคัญ ไม่ให้เกิดการผันผวนมากเกินไป จนสร้างความเสี่ยงให้กับผู้ประกอบการธุรกิจส่งออกหรือนำเข้า รวมถึงผู้ที่ต้องทำธุรกรรมการลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินระหว่างประเทศด้วยเช่นกัน
4. ผลการศึกษา บ่งชี้ว่า ปัจจัยทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศที่สะท้อนภาพของการเกิดวิกฤตด้านสาธารณสุขที่ส่งผลให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจของประเทศไทยมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินบาทเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แสดงให้เห็นได้ว่า ในระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นในปัจจุบันนี้ ส่งผลให้

ความผันผวนจากมิติอื่นๆ เช่น มิติสาธารณสุขเชื่อมโยงกับการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจมากขึ้น เพราะการเกิดวิกฤตข้างต้นกระทบต่อความสามารถในการสร้างรายได้จากอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวหยุดชะงัก จนก่อให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจ โดยเฉพาะประเทศไทยที่พึ่งพารายได้จากการท่องเที่ยวเกือบร้อยละ 20 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ผู้มีอำนาจในการดำเนินนโยบายจำเป็นต้องถ่วงน้ำหนักความสำคัญของการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินบาทที่เกิดจากปัจจัยในมิติอื่นๆ นอกเหนือปัจจัยทางเศรษฐกิจโดยตรงของประเทศในการรักษาเสถียรภาพของค่าเงินบาทด้วยเช่นกัน แต่ที่สำคัญถ้ารัฐบาล หรือ หน่วยงานที่มีอำนาจในการใช้นโยบาย ไม่ใช่หลักธรรมาภิบาลในการปกครองประเทศ หรือ วางเฉยต่อคุณภาพชีวิตของประชาชน ไม่เร่งกอบกู้วิกฤตทางสาธารณสุขในช่วงวิกฤต หรือ ไม่รับผิดชอบในการบูรณาการนโยบายทางเศรษฐกิจเข้ากับนโยบายด้านสาธารณสุขของประเทศตามที่กล่าวมา ประชาชนก็คงได้รับต้นทุนทางสังคมจากการใช้นโยบายอย่างที่ไม่ควรจะเป็นเช่นกัน การทำงานของรัฐจึงควรยึดมั่นหลักธรรมาภิบาลในการดำเนินงาน และเข้าใจให้ชัดเจนว่า อัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทจะมีเสถียรภาพ และไม่ก่อให้เกิดต้นทุนทางสังคม (Social Cost) กับประชาชน ส่วนหนึ่งเกิดจากการคำนึงถึงคุณภาพชีวิตที่ดีของประชาชนไทย โดยองค์ความรู้ข้างต้นสามารถสรุปได้ตามภาพที่ 1 ดังนี้



ภาพที่ 1 สรุปองค์ความรู้ : โดยผู้วิจัย

## บทสรุป

ในช่วงที่ประเทศไทยเกิดวิกฤตการระบาดของไวรัสโควิด-19 อัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาส่งผลให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าลง อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินของประเทศไทยปรับตัวสูงขึ้น ปริมาณหนี้สาธารณะของประเทศไทย อัตราการเสียชีวิตของผู้ติดเชื้อไวรัสโควิด-19 ในประเทศไทย และอัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาส่งผลให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าลงในเดือนที่ผ่านมา ในทางตรงกันข้าม ถ้าเงินทุนสำรองระหว่างประเทศของประเทศไทยในช่วงเวลาปัจจุบันเพิ่มมากขึ้นหรือ อัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาส่งผลให้ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นในเดือนที่ผ่านมาจะส่งผลให้อัตรา

แลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาก็จะแข็งค่าขึ้นด้วยเช่นกัน อีกทั้งการแก้ปัญหาทางสาธารณสุขของคนไทย มีผลให้นักลงทุนเข้าถือเงินบาทมากขึ้น สะท้อนถึงความเชื่อมั่นในการถือสินทรัพย์ทางการเงินและการลงทุนของประเทศไทย รัฐบาลและหน่วยงานผู้มีส่วนในการใช้นโยบายจึงต้องมุ่งดำเนินงานภายใต้หลักธรรมาภิบาลเพื่อลดต้นทุนทางสังคมและเชื่อมต่อนโยบายทางเศรษฐกิจเข้ากับนโยบายทางสาธารณสุขและมิติอื่นๆ ดูแลคุณภาพชีวิตของคนไทยรวมไปกับความอยู่รอดทางเศรษฐกิจ

**ข้อเสนอแนะเพื่อการวิจัยครั้งต่อไป**

1. ควรศึกษาในช่วงที่ประเทศไทยเกิดการเปลี่ยนแปลงตามปัจจัยเศรษฐกิจต่าง เช่น ในปัจจัยทุนสำรองระหว่างประเทศ เช่น ช่วงที่ดุลการชำระเงินเกินดุล หรือ ขาดดุล หรือ ในช่วงที่ประเทศไทยมีดอกเบี้ยเทียบกับต่างประเทศในระดับต่างๆ กัน หรือ ในช่วงที่ประเทศไทยต้องประสบกับวิกฤตการระบาดของไวรัสโควิด-19 ซึ่งบางช่วงมีเงินเฟ้อในระดับสูง หรือ ในปัจจุบันที่ลดต่ำลง เพื่อสะท้อนการส่งอิทธิพลของปัจจัยต่างๆ ได้ดียิ่งขึ้น
2. ควรศึกษาช่วงเวลาที่เกิดวิกฤตโควิด-19 เริ่มผ่อนคลายนจนทำให้เกิดภาวะเงินเฟ้ออย่างรุนแรงทั่วโลก ว่าช่วงเวลานั้นๆ มีผลกระทบอย่างไรต่อค่าเงินบาทและเพิ่มจำนวนข้อมูลในการประมาณการให้มีจำนวนมากขึ้น

#### Reference :

##### Book:

เกษร หอมขจร. (2556). *ทฤษฎีการเงินระหว่างประเทศ*. กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัยรามคำแหง.  
สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาระบบราชการ. (2552). คู่มือการจัดระดับการกำกับดูแลองค์การภาครัฐตามหลักธรรมาภิบาลของการบริหารกิจการบ้านเมืองที่ดี (Good Governance Rating). กรุงเทพมหานคร: พรินซ์ โพร.

##### Journal :

- Somboon Sirisanhiron, Phruksa Sinlueanam, Kamonchanok Wongsawat and Supattra Phurahong. (2023). An analysis of the concept of fiscal governance through government measures to promote domestic consumption and tourism. *Panya Journal*. 29 (1), 109 – 122.
- Baljinnyam, B., & Lu, D. H. (2013). Analysis on influencing factors of the exchange rate between Chinese Yuan (CNY) and Mongolian Tögrög (MNT). *International Journal of Development and Sustainability*. 2 (3), 1636-1644.
- Banda, F., and Edriss, A. (2023). How Did Covid-19 Affect the structural relationship between exchange rates and money supply? evidence from Malawi. *International Journal of Economics and Financial*. 13 (1), 199-205.
- Bouraouia, T., & Phisutthiwatcharavongb, A. (2015). On the determinants of the THB/USD exchange rate. *Procedia Economics and Finance*. 30 (2), 137–145.
- Diao, Y. (2023). Empirical analysis of factors influencing RMB exchange rate volatility in the

context of RMB internationalization. *Frontiers in Business, Economics and Management*. 11 (3), 23-33.

Gongkhonkwa, G. (2021). COVID-19 Pandemic: Impact on Thai Baht Exchange Rate. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*. 8 (7), 121–127

Jamal, A., and Bhat, B. (2022). COVID-19 pandemic and the exchange rate movements: evidence from six major COVID-19 hot spots. *Future Business Journal*. 8 (1), 1-11.

Parveen, S., Khan, A. Q., & Ismail, M. (2018). Analysis of the factors affecting exchange rate variability in Pakistan. *Academic Research International*. 2 (3), 670-675.

Patosa, J. B., & Cruz, A. T. (2017). Factors affecting exchange rate movements in selected Asian countries. *International Journal of Research in Economics and Social Sciences*. 5 (3), 1-17.

#### Language books :

Flodén, M. (2020). *The open economy revisited: The Mundell-Fleming model and the exchange-rate regime*. Stockholm: Stockholm School of Economics.

Husted, S., & Melvin, M. (2020). *International economics. (9th ed.)*. Boston: Addison Wesley Longman.

Pilbeam, K. (2020). *International finance. (9th ed.)*. London: Addison Wesley Longman.

Yong, C. & Ling, O. W. (2000). *PPP and the monetary model of exchange-rate determination: The case of Singapore*. Nanyang: Nanyang Business School. Nanyang ; Technological University.

World Bank. (1992). *Governance and Development*. Washington D.C.: The World Bank.