

Exchange Rate Regimes and Inflation Transmission: Evidence from Hong Kong and Thailand

Teerasak Sapwarabol^{1*} and Non Vorlapanit¹

¹ Department of Economics, Faculty of Economics, Kasetsart University, Thailand

* Corresponding author. E-mail: fecotss@ku.ac.th

ABSTRACT

This study aims to (1) examine the long-run equilibrium relationship between U.S. inflation and Hong Kong inflation, (2) examine the long-run equilibrium relationship between U.S. inflation and Thai inflation, and (3) investigate the causal transmission of inflation from the United States to Hong Kong and Thailand. Monthly time-series data from January 2018 to December 2022 are employed, using the consumer price index, exchange rate, money supply, and international reserves as the key variables. The analytical methods consist of the Johansen Cointegration Test, the Vector Error Correction Model (VECM), and the Granger Causality Test. The empirical results show that (1) U.S. and Hong Kong inflation share a long-run equilibrium relationship, consistent with Hong Kong's fixed exchange-rate regime, which limits monetary policy autonomy; (2) U.S. and Thai inflation also exhibit a long-run equilibrium relationship, indicating persistent price linkages despite Thailand's managed-float regime; and (3) the transmission of U.S. inflation to Hong Kong operates through money supply and international reserves, whereas the transmission to Thailand occurs through domestic inflation and the exchange rate. Overall, the findings confirm that the exchange-rate regime plays a crucial role in shaping both the magnitude and channels of international inflation transmission, with fixed-rate economies being more exposed to global inflation shocks than economies with more flexible arrangements.

Keywords: International Inflation Transmission, Cointegration, Vector Error Correction Model (VECM), Exchange Rate Regime

ระบบอัตราแลกเปลี่ยนกับการส่งผ่านเงินเพื่อระหว่างประเทศ: หลักฐานเชิงประจักษ์จากฮ่องกงและไทย

ธีรศักดิ์ ทรัพย์วิโรบล^{1*} และ นนทร์ วรพาดิษฐ์¹

¹ ภาควิชาเศรษฐศาสตร์ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ ประเทศไทย

* Corresponding author. E-mail: fecotss@ku.ac.th

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวระหว่างอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐและฮ่องกง 2) ศึกษาความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวระหว่างอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐและไทย และ 3) ตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลของการส่งผ่านเงินเพื่อระหว่างสหรัฐกับฮ่องกง และสหรัฐกับไทย การวิจัยใช้ข้อมูลอนุกรมเวลารายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2561 ถึงธันวาคม พ.ศ. 2565 โดยใช้ดัชนีราคาผู้บริโภค อัตราแลกเปลี่ยน ปริมาณเงิน และเงินสำรองระหว่างประเทศเป็นตัวแปรในการวิเคราะห์ เครื่องมือทางสถิติประกอบด้วย Johansen Cointegration Test แบบจำลอง Vector Error Correction Model (VECM) และ Granger Causality Test ผลการศึกษาพบว่า 1) อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐและฮ่องกงมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพร่วมกันในระยะยาว ซึ่งสอดคล้องกับลักษณะของระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ที่จำกัดความเป็นอิสระของนโยบายการเงิน 2) อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐและไทยมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพร่วมกันเช่นกัน แม้ประเทศไทยจะใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวภายใต้การจัดการ แต่ยังคงปรากฏความเชื่อมโยงด้านราคากับสหรัฐในระยะยาว และ 3) ผลการทดสอบ Granger Causality ชี้ว่าการส่งผ่านเงินเฟ้อจากสหรัฐสู่ฮ่องกงมีรูปแบบที่แตกต่างจากไทย โดยพบความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลผ่านตัวแปรด้านปริมาณเงินและเงินสำรองระหว่างประเทศ ขณะที่ประเทศไทยปรากฏความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลผ่านตัวแปรอัตราเงินเฟ้อและอัตราแลกเปลี่ยน โดยภาพรวม ผลการศึกษายืนยันว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนมีบทบาทสำคัญต่อระดับและช่องทางของการส่งผ่านเงินเพื่อระหว่างประเทศ โดยประเทศที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่มีแนวโน้มรับแรงกระแทกจากเงินเฟ้อโลกมากกว่าประเทศที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบยืดหยุ่น

คำสำคัญ: การส่งผ่านเงินเพื่อระหว่างประเทศ, ความสัมพันธ์ร่วมเชิงดุลยภาพระยะยาว, แบบจำลองการปรับแก้ความคลาดเคลื่อนเชิงเวกเตอร์, ระบบอัตราแลกเปลี่ยน

© 2026 JSSP: Journal of Social Science Panyapat

บทนำ

ความเชื่อมโยงทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศทำให้เงินเฟ้อของประเทศขนาดใหญ่ เช่น สหรัฐอเมริกา สามารถส่งผลกระทบต่อระดับราคาของประเทศอื่นผ่านกลไกการค้า การเคลื่อนย้ายเงินทุน ต้นทุนการนำเข้า และโดยเฉพาะระบบอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งเป็นกรอบนโยบายสำคัญในการกำหนดความสามารถของประเทศในการดูดซับหรือส่งผ่านแรงกดดันด้านราคาโลก การเร่งตัวของเงินเฟ้อสหรัฐในช่วงปี ค.ศ. 2021–2023 ภายหลังจากวิกฤต COVID-19 ประกอบกับความผันผวนของห่วงโซ่อุปทานและราคาพลังงาน ได้ส่งแรงกดดันมายังประเทศเศรษฐกิจเปิดจำนวนมากในเอเชีย สะท้อนคำถามสำคัญว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนมีบทบาทต่อระดับและช่องทางของการส่งผ่านเงินเพื่อระหว่างประเทศมากน้อยเพียงใด

ในเชิงทฤษฎี งานวิจัยในกรอบการเงินนิยมชี้ว่า ประเทศที่มีข้อจำกัดในการดำเนินนโยบายการเงิน โดยเฉพาะประเทศที่ตรึงค่าเงิน มักเผชิญอัตราเงินเฟ้อสูงกว่า เนื่องจากไม่สามารถใช้นโยบายการเงินอิสระเพื่อดูดซับแรงกระแทกจากต่างประเทศได้ (Choudhri & Hakura, 2006) ขณะที่หลักฐานเชิงประจักษ์ในเอเชียพบว่า ประเทศที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ เช่น ฮ่องกง มีระดับการส่งผ่านเงินเฟ้อจากสหรัฐสูงกว่าประเทศที่มีความยืดหยุ่นมากกว่า (Cheung & Yuen, 2002) อย่างไรก็ตาม งานวิจัยบางส่วนสะท้อนว่าบางประเทศที่ใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบยืดหยุ่น

เช่น ไทย กลับมีความเชื่อมโยงกับเงินเพื่อสหรัฐในระดับที่มีนัยสำคัญ ซึ่งบ่งชี้ว่าปัจจัยอื่น เช่น โครงสร้างการนำเข้าและภาวะการเงินโลก อาจมีบทบาทร่วมด้วย

งานวิจัยนี้จึงศึกษาความแตกต่างของการส่งผ่านเงินเพื่อภายใต้สองระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีลักษณะชัดเจน ได้แก่ ช่องกงบภายใต้ระบบ Currency Board และประเทศไทยภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวภายใต้การจัดการโดยใช้ข้อมูลช่วงปี พ.ศ. 2561–2565 ซึ่งครอบคลุมเหตุการณ์สำคัญ ได้แก่ ความตึงเครียดทางการค้าสหรัฐ–จีน การแพร่ระบาดของ COVID-19 และการเร่งตัวของเงินเพื่อโลก ช่วงเวลาดังกล่าวสะท้อนบริบทของความผันผวนสูง จึงเหมาะสมต่อการประเมินบทบาทของระบบอัตราแลกเปลี่ยนในการดูดซับหรือขยายแรงกระแทกจากต่างประเทศ

การวิเคราะห์ใช้ Johansen Cointegration Test, Vector Error Correction Model (VECM) และ Granger Causality Test เพื่ออธิบายทั้งความสัมพันธ์ระยะยาวและพลวัตระยะสั้น โดย “ระยะยาว” หมายถึงความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพร่วม (Cointegration) ระหว่างระดับราคา ขณะที่ “ระยะสั้น” หมายถึงกระบวนการปรับตัวผ่านกลไก Error correction ภายหลังจากเกิดแรงกระแทก ผลการศึกษาจะช่วยเสริมความเข้าใจเกี่ยวกับบทบาทของระบบอัตราแลกเปลี่ยนต่อการส่งผ่านเงินเพื่อในช่วงเศรษฐกิจโลกผันผวน และมีนัยสำคัญต่อการกำหนดนโยบายในประเทศเศรษฐกิจเปิด

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวระหว่างอัตราเงินเพื่อของสหรัฐอเมริกาและฮ่องกง
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวระหว่างอัตราเงินเพื่อของสหรัฐอเมริกาและไทย
3. เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลของกระบวนการส่งผ่านเงินเพื่อระหว่างสหรัฐอเมริกากับฮ่องกงและสหรัฐอเมริกากับไทย

ระเบียบวิธีวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยมีวิธีการดำเนินการวิจัย ดังนี้

1. ข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษา

การศึกษานี้กำหนดชุดตัวแปรตามกรอบแนวคิดของทฤษฎีปริมาณเงินสมัยใหม่ของนักเศรษฐศาสตร์สำนักการเงินนิยม (Monetarist) ภายใต้แนวคิดการวิเคราะห์ดุลการชำระเงินในระบบเศรษฐกิจเปิด ซึ่งเสนอว่าการเปลี่ยนแปลงระดับราคาในต่างประเทศสามารถส่งผ่านมายังระดับราคาในประเทศผ่านกลไกด้านปริมาณเงิน อัตราแลกเปลี่ยน และการปรับตัวของเงินสำรองระหว่างประเทศ ดังนั้นตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาจึงประกอบด้วยระดับราคาของต่างประเทศ (CPI) ระดับราคาภายในประเทศ ปริมาณเงินภายในประเทศ อัตราแลกเปลี่ยน และเงินสำรองระหว่างประเทศ ซึ่งสะท้อนกลไกสำคัญของกระบวนการส่งผ่านเงินเพื่อระหว่างประเทศตามแนวคิดทางทฤษฎีดังกล่าว

2. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

การทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรในแบบจำลองเพื่อตอบวัตถุประสงค์ของการวิจัย ดำเนินการด้วยเครื่องมือทางเศรษฐมิติ ดังนี้

2.1 การทดสอบความมีเสถียรภาพของข้อมูล (Stationarity Test)

ข้อมูลอนุกรมเวลามักมีลักษณะไม่นิ่ง (Non-Stationary) ซึ่งอาจก่อให้เกิดความสัมพันธ์ที่ไม่แท้จริง (Spurious Relationship) และทำให้ผลการประมาณค่าเบี่ยงเบน ก่อนการวิเคราะห์จึงต้องทดสอบความนิ่งของตัวแปร โดยใช้การทดสอบ Augmented Dickey–Fuller (ADF) เพื่อพิจารณาว่าตัวแปรอยู่ในอันดับความนิ่ง $I(0)$ หรือ $I(1)$

2.2 การทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว (Johansen Cointegration Test)

หากตัวแปรมีลำดับความนิ่งเท่ากัน จะทดสอบว่ามีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวหรือไม่ โดยใช้วิธีของ Johansen & Juselius (1990) ภายใต้แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) และประเมินจำนวนเวกเตอร์สหสัมพันธ์ร่วมจากค่า Trace Test และ Maximum Eigenvalue Test

2.3 แบบจำลอง Vector Error Correction Model (VECM)

เมื่อพบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว จะอาศัยแบบจำลอง VECM เพื่อศึกษาการปรับตัวในระยะสั้นของตัวแปรเพื่อเข้าสู่ดุลยภาพระยะยาว โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ของ Error-Correction Term (ECT) เพื่อระบุทิศทางและความเร็วของการปรับตัว

2.4 การทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุและผล (Granger Causality Test)

ใช้การทดสอบ Granger Causality ผ่านค่าสถิติ Wald Test เพื่อตรวจสอบว่าตัวแปรหนึ่งเป็นสาเหตุของการเปลี่ยนแปลงของอีกตัวแปรหนึ่งหรือไม่ รวมถึงพิจารณาความเป็นเหตุเป็นผลแบบทางเดียวหรือสองทางระหว่างตัวแปรในระบบ

3. สมมติฐานการวิจัย

การทดสอบสมมติฐานของการวิจัยดำเนินการตามลำดับขั้นตอนการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติ ดังนี้

3.1 การทดสอบความมีเสถียรภาพของข้อมูล ใช้การทดสอบ Augmented Dickey-Fuller (ADF) เพื่อพิจารณาว่าตัวแปรมีความนิ่งหรือไม่ โดยกำหนดสมมติฐาน ดังนี้

H_0 : ตัวแปรไม่มีลักษณะไม่นิ่ง (Non-Stationary)

H_a : ตัวแปรมีลักษณะนิ่ง (Stationary)

3.2 การทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว (Johansen Cointegration Test) โดยเมื่อพบว่าตัวแปร มีลำดับความนิ่งในระดับเดียวกัน จะทดสอบจำนวน Cointegrating Vector โดยกำหนดสมมติฐานเป็น 2 ขั้นตอน ได้แก่

การทดสอบด้วยค่า Trace Test (λ_{trace})

H_0 : จำนวน Cointegrating Vector $\leq r$

H_a : จำนวน Cointegrating Vector $> r$

การทดสอบด้วยค่า Maximum Eigenvalue Test (λ_{max})

H_0 : จำนวน Cointegrating Vector = r

H_a : จำนวน Cointegrating Vector = r + 1

3.3 การทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุและผล (Granger Causality Test) ใช้ค่าสถิติ Wald test เพื่อตรวจสอบทิศทางความเป็นเหตุเป็นผลระหว่างตัวแปรในแต่ละคู่ประเทศ โดยกำหนดสมมติฐาน ดังนี้

กรณีตัวแปร $X \rightarrow Y$

H_0 : X ไม่เป็นสาเหตุของ Y

H_a : X เป็นสาเหตุของ Y

และกรณีตัวแปร $Y \rightarrow X$

H_0 : Y ไม่เป็นสาเหตุของ X

H_a : Y เป็นสาเหตุของ X

4. การเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้อาศัยข้อมูลทุติยภูมิประเภทอนุกรมเวลาแบบรายเดือน ครอบคลุมช่วงเดือนมกราคม พ.ศ. 2561 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2565 รวมทั้งสิ้น 60 เดือน โดยการใช้ข้อมูลรายเดือนเพื่อสะท้อนพลวัตระยะสั้นและกระบวนการปรับตัวของตัวแปรทางเศรษฐกิจได้อย่างเหมาะสม โดยเฉพาะกลไกการส่งผ่านเงินเฟ้อระหว่างประเทศซึ่งมีลักษณะการปรับตัวอย่างต่อเนื่องตามเวลา ทั้งนี้ จำนวนข้อมูล 60 ตัวอย่างถือว่าอยู่ในระดับที่เพียงพอสำหรับการประมาณค่าแบบจำลองการปรับแก้ความคลาดเคลื่อนเชิงเวกเตอร์ (Vector Error Correction Model: VECM) ภายใต้โครงสร้างแบบจำลองที่มีจำนวนช่วงหน่วงเวลา (lag) จำกัด โดยการกำหนดจำนวนช่วงหน่วงเวลาอาศัยเกณฑ์ Akaike Information Criterion (AIC) เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาการกำหนดแบบจำลองที่มีพารามิเตอร์มากเกินไปและรักษาระดับองศาอิสระของแบบจำลองให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม ข้อมูลต่างๆ ได้มาจากแหล่งข้อมูล ดังนี้

4.1 ข้อมูลดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index: CPI) ของสหรัฐอเมริกา รวบรวมจากฐานข้อมูลของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund: IMF)

4.2 ข้อมูลดัชนีราคาผู้บริโภค อัตราแลกเปลี่ยนดอลลาร์ฮ่องกงต่อดอลลาร์สหรัฐ ปริมาณเงิน และเงินสำรองระหว่างประเทศของฮ่องกง รวบรวมจาก Hong Kong Monetary Authority (HKMA)

4.3 ข้อมูลดัชนีราคาผู้บริโภค อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ปริมาณเงิน และเงินสำรองระหว่างประเทศของไทย รวบรวมจากสำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ กระทรวงพาณิชย์ และธนาคารแห่งประเทศไทย

5. การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงคุณภาพระยะยาวและความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลของกระบวนการส่งผ่านเงินเพื่อระหว่างประเทศ เริ่มจากการทดสอบคุณสมบัติความมีเสถียรภาพของข้อมูลโดยใช้การทดสอบ Augmented Dickey-Fuller (ADF) เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาความสัมพันธ์ที่ไม่แท้จริง (Spurious Relationship) และเพื่อพิจารณาลำดับความนิ่ง (Order of Integration) ของตัวแปรแต่ละชุด ทั้งในแบบจำลองสหรัฐฯ-ฮ่องกง และสหรัฐฯ-ไทย โดยกำหนดความยาวค่าล่าช้า (Lag Length) ที่เหมาะสมด้วยเกณฑ์ Akaike Information Criterion (AIC)

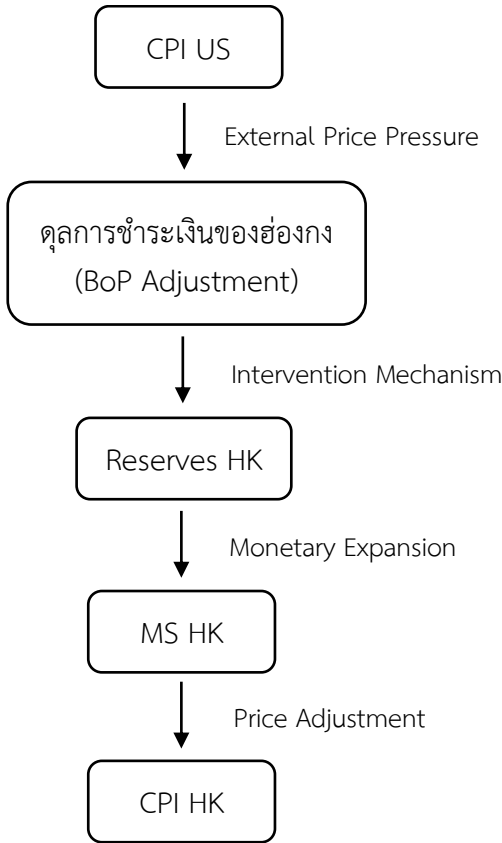
เมื่อพบว่าตัวแปรมีลำดับความนิ่งในระดับเดียวกัน จะทำการทดสอบความสัมพันธ์เชิงคุณภาพระยะยาวด้วยวิธีของ Johansen and Juselius (1990) โดยใช้ค่า Trace Test และ Maximum Eigenvalue Test เพื่อระบุจำนวนเวกเตอร์สหสัมพันธ์ร่วม (Cointegrating Vectors) ของระบบ ในกรณีที่พบความสัมพันธ์เชิงคุณภาพระยะยาว จะประมาณแบบจำลอง Vector Error Correction Model (VECM) เพื่อศึกษาการปรับตัวในระยะสั้นของตัวแปรเข้าสู่ดุลยภาพระยะยาว โดยอาศัยค่าสัมประสิทธิ์ของ Error-Correction Term (ECT) เพื่อระบุทิศทางและความเร็วของการปรับตัว (Speed of Adjustment) สุดท้ายจะทำการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลของการส่งผ่านเงินเพื่อระหว่างคู่ประเทศสหรัฐฯ-ฮ่องกง และสหรัฐฯ-ไทย โดยใช้ Granger Causality Test ผ่านค่าสถิติ Wald Test เพื่อทดสอบทั้งความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลโดยตรง (Direct Causal Linkage) และความสัมพันธ์เชิงลูกโซ่ (Causal Chain) ระหว่างตัวแปรที่ศึกษา

กรอบแนวคิดในการวิจัย

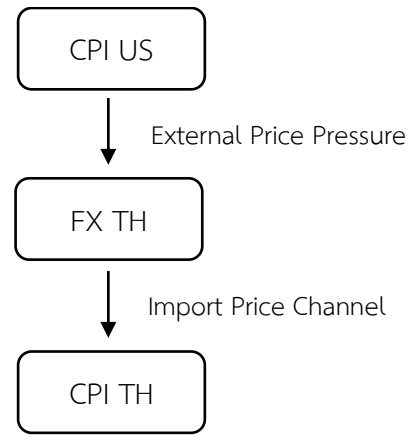
กรอบแนวคิดการส่งผ่านเงินเพื่อระหว่างประเทศภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่แตกต่างกันในการศึกษาคั้งนี้พัฒนาขึ้นบนพื้นฐานของแนวคิดสำนักการเงินนิยม (Monetarist Approach to the Balance of Payments) ซึ่งอธิบายความเชื่อมโยงระหว่างปริมาณเงิน ระดับราคา และดุลการชำระเงินผ่านกลไกการปรับตัวของระบบอัตราแลกเปลี่ยน โดยกรอบแนวคิดดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงระดับราคาของสหรัฐฯสามารถส่งผลกระทบต่อระดับราคาของฮ่องกงและไทยผ่านช่องทางที่แตกต่างกันตามลักษณะของระบบอัตราแลกเปลี่ยน

ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ การเพิ่มขึ้นของระดับราคาต่างประเทศก่อให้เกิดความไม่สมดุลทางการเงินระหว่างประเทศ ซึ่งสะท้อนผ่านดุลการชำระเงินและการเปลี่ยนแปลงของเงินสำรองระหว่างประเทศ นำไปสู่การปรับตัวของปริมาณเงินภายในประเทศ และท้ายที่สุดส่งผลกระทบต่อระดับราคาในประเทศตามกรอบทฤษฎีปริมาณเงิน ขณะที่ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว กลไกการปรับตัวเกิดขึ้นผ่านการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาสินค้านำเข้าและต้นทุนการผลิต และก่อให้เกิดการส่งผ่านเงินเพื่อผ่านช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนแทนการปรับตัวผ่านปริมาณเงินและเงินสำรองระหว่างประเทศ

ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่



ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย
ที่มา: จากการรวบรวมโดยผู้วิจัย

ผลการวิจัย

จากการศึกษาวิจัย พบว่า

1. การทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวระหว่างอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐและฮ่องกง

ผลการทดสอบคุณสมบัติความมีเสถียรภาพของข้อมูลอนุกรมเวลาโดยวิธี Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test (ตารางที่ 1) พบว่า ที่ระดับของข้อมูล (At Level) ตัวแปรส่วนใหญ่ยังมีลักษณะไม่นิ่ง (Non-Stationary) เนื่องจากมีค่า ADF Statistic ที่ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ตัวแปรมี Unit Root ได้ ตามเกณฑ์ของ Mackinnon อย่างไรก็ตาม เมื่อทำการเปลี่ยนแปลงข้อมูลให้อยู่ในรูปผลต่างอันดับหนึ่ง (First Difference) พบว่าตัวแปรทั้งหมดมีค่า ADF Statistic ที่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ 0.05 สะท้อนว่าตัวแปรทุกตัวมีคุณสมบัติเป็น Stationary ในระดับผลต่างอันดับหนึ่ง หรือเป็นตัวแปรในลำดับ (1) ทั้งหมด ทำให้สามารถดำเนินการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวตามวิธีของ Johansen ต่อไป เพื่อประเมินว่าชุดตัวแปรระหว่างสหรัฐและฮ่องกงมีความสัมพันธ์ร่วมกันในระยะยาวหรือไม่

ตารางที่ 1 ผลการทดสอบความมีเสถียรภาพของข้อมูลสหรัฐและฮ่องกงด้วยวิธี ADF Test

ตัวแปร	ADF Statistic	
	At Level	At First Difference
CPI US	-0.5785	-3.8982**
CPI HK	-4.8654***	-7.2197***
FX HK	-1.4086	-5.1711***
MS HK	-4.4103***	-9.8205***
R HK	0.1089	-3.8349**

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ: ***, ** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวตามวิธีของ Johansen โดยเลือกค่าความยาวของความล่าช้า (Lag Length) จากเกณฑ์ Akaike Information Criterion (AIC) พบว่าค่าที่เหมาะสมคือ 1 เมื่อนำค่าดังกล่าวไปใช้ในการทดสอบพบว่า ค่า Trace Statistic ของสมมติฐานหลักสามอันดับแรก ($r \leq 0$, $r \leq 1$ และ $r \leq 2$) มีค่ามากกว่าค่าวิกฤติของ MacKinnon ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 (ตารางที่ 2) ทำให้สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักได้ แต่สำหรับสมมติฐานลำดับที่ 4 ($r \leq 3$) พบว่าไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักได้ เนื่องจากค่า Trace Statistic ต่ำกว่าค่าวิกฤติ จึงสรุปได้ว่าระบบมีเวกเตอร์สหสัมพันธ์ร่วมจำนวน 3 Cointegrating Vector ในขณะที่ผลการทดสอบ Maximum Eigenvalue Statistic ให้ผลสอดคล้องกับผลการทดสอบค่า Trace Statistic โดยพบว่าค่า λ_{Max} ของสมมติฐานลำดับแรกและลำดับที่สองสูงกว่าค่าวิกฤติที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 และค่า λ_{Max} ของสมมติฐานลำดับที่สามสูงกว่าค่าวิกฤติที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 แต่ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักในลำดับถัดไปได้ ผลดังกล่าวสะท้อนว่าตัวแปรทั้งหมดในแบบจำลอง ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐ อัตราเงินเฟ้อของฮ่องกง อัตราแลกเปลี่ยนดอลลาร์ฮ่องกงต่อดอลลาร์สหรัฐ ปริมาณเงิน และเงินสำรองระหว่างประเทศของฮ่องกง มีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพร่วมกันในระยะยาวจำนวน 3 Cointegrating Vector

ตารางที่ 2 ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวระหว่างอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐและอัตราเงินเฟ้อของฮ่องกง

λ Trace Test			λ Max Test		
H ₀	H ₁	Trace Statistic	H ₀	H ₁	Max-Eigen Statistic
$r \leq 0$	$r > 0$	143.0595***	$r = 0$	$r = 1$	63.1738***
$r \leq 1$	$r > 1$	79.8858***	$r = 1$	$r = 2$	36.8736***
$r \leq 2$	$r > 2$	43.0121***	$r = 2$	$r = 3$	26.5248**
$r \leq 3$	$r > 3$	16.4873	$r = 3$	$r = 4$	11.7198

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ: ***, ** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

ผลการทดสอบการปรับตัวในระยะสั้นของแบบจำลอง Vector Error Correction Model (VECM) ในตารางที่ 3 สะท้อนว่ากลไกการส่งผ่านเงินเฟ้อระหว่างประเทศภายใต้กรอบแนวคิดการเงินนิยมและข้อจำกัดของระบบอัตราแลกเปลี่ยนมีลักษณะเฉพาะในมิติของเวลา โดยพบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของ Error Correction Term (ECT_{t-1}) ซึ่งได้จาก $\beta'X_{t-1}$ ในสมการ $\Delta(CPI\ HK)$ มีค่าเป็นลบ ซึ่งในเชิงทิศทางการสอดคล้องกับกรอบแนวคิดการเงินนิยมที่คาดว่าแรงกดดันด้านราคาจากต่างประเทศจะส่งผ่านเข้าสู่เศรษฐกิจภายในประเทศผ่านกลไกทางการเงิน อย่างไรก็ตาม ค่าสัมประสิทธิ์ดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนว่าการปรับตัวของอัตราเงินเฟ้อของฮ่องกงเข้าสู่ดุลยภาพระยะยาวไม่ได้เกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในระยะสั้น ผลลัพธ์ดังกล่าวสอดคล้องกับลักษณะของระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ ซึ่งธนาคารกลางมีบทบาทในการดูดซับความผันผวนจากภายนอกผ่านการแทรกแซงค่าเงินและการบริหารเงินสำรองระหว่างประเทศ ทำให้แรงกดดัน

ด้านราคาภายนอกไม่สะท้อนออกมาในรูปของการปรับตัวของระดับราคาอย่างรวดเร็วในระยะสั้น ขณะเดียวกัน ค่าสัมประสิทธิ์ของ ECT_{t-1} ในสมการ $\Delta(CPI US)$ ไม่พบว่า มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งบ่งชี้ว่าอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐไม่ตอบสนองต่อความคลาดเคลื่อนจากดุลยภาพร่วม สอดคล้องกับบทบาทของสหรัฐในฐานะประเทศต้นกำเนิดของแรงกดดันด้านราคา (Price Leader) มากกว่าประเทศผู้รับผลกระทบ โดยรวมแล้ว ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าการส่งผ่านเงินเฟ้อจากสหรัฐไปยังฮ่องกงภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ที่เกิดขึ้นผ่านกลไกดุลยภาพระยะยาวตามกรอบแนวคิดการเงินนิยมมากกว่าการปรับตัวของระดับราคาในระยะสั้น

ตารางที่ 3 ผลการทดสอบการปรับตัวในระยะสั้นของเงินเฟ้อสหรัฐและฮ่องกงจากแบบจำลอง VECM

Error Correction	$\Delta(CPI HK)$	$\Delta(CPI US)$
$\beta'X_{t-1}$	-0.0519 (-0.5459)	0.0092 (0.2939)
$\Delta CPI HK_{t-1}$	-0.5545*** (-4.1734)	-0.0913** (-2.0889)
$\Delta CPI US_{t-1}$	-0.1023 (-0.2533)	0.3571*** (2.6881)
$\Delta FX HK_{t-1}$	1.5697 (0.1296)	-0.5643 (-0.1416)
$\Delta MS HK_{t-1}$	0.0000004 (0.6303)	-0.0000001 (-0.3766)
$\Delta R HK_{t-1}$	0.0001 (0.4763)	0.000005 (0.4866)
Constant	0.3154 (1.4553)	0.2594*** (3.6372)

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ: ตัวเลขในวงเล็บแสดงค่า t-statistic

***, ** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

2. การทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวระหว่างอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐและไทย

ผลการทดสอบคุณสมบัติความมีเสถียรภาพของข้อมูลอนุกรมเวลาโดยวิธี Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test สำหรับกรณีสหรัฐและไทย (ตารางที่ 4) พบว่าตัวแปรส่วนใหญ่ยังมีลักษณะไม่นิ่งในระดับของข้อมูล แต่เมื่อทำการแปลงข้อมูลให้อยู่ในรูปผลต่างอันดับหนึ่ง ตัวแปรทั้งหมดสามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักของการมี Unit Root ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนว่าตัวแปรทุกตัวเป็นตัวแปรในลำดับ $I(1)$ และเหมาะสมต่อการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวตามวิธีของ Johansen ต่อไป โดยผลการทดสอบ Johansen Cointegration Test (ตารางที่ 5) ภายใต้การกำหนดค่าความยาวล่าช้าเท่ากับ 1 ซึ่งได้จากเกณฑ์ Akaike Information Criterion (AIC) พบว่า ค่า Trace Statistic และค่า Maximum Eigenvalue Statistic สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักในลำดับแรกได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานในลำดับถัดไปได้ จึงสรุปได้ว่าชุดตัวแปรระหว่างอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐและอัตราเงินเฟ้อของไทยมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพร่วมกันในระยะยาวจำนวน 1 Cointegrating Vector

ตารางที่ 4 ผลการทดสอบความมีเสถียรภาพของข้อมูลสหรัฐและไทยด้วยวิธี ADF Test

ตัวแปร	ADF Statistic	
	At Level	At First Difference
CPI US	-0.5785	-3.8982**
CPI TH	-0.7001	-6.0292***
FX TH	-1.6009	-4.5910***
MS TH	-2.1037	-4.6573***
R TH	-0.4401	-4.4768***

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ: ***, ** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

ตารางที่ 5 ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวระหว่างอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐและอัตราเงินเฟ้อของไทย

λ Trace Test			λ Max Test		
H ₀	H ₁	Trace Statistic	H ₀	H ₁	Max-Eigen Statistic
$r \leq 0$	$r > 0$	78.8228***	$r = 0$	$r = 1$	38.4827**
$r \leq 1$	$r > 1$	40.3402	$r = 1$	$r = 2$	20.1239
$r \leq 2$	$r > 2$	20.2162	$r = 2$	$r = 3$	13.7109

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ: ***, ** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

ผลการทดสอบการปรับตัวในระยะสั้นของแบบจำลอง VECM สำหรับกรณีสหรัฐและไทย (ตารางที่ 6) สะท้อนกลไกการส่งผ่านเงินเฟ้อระหว่างประเทศภายใต้กรอบแนวคิดการเงินนิยมที่ดำเนินอยู่ในบริบทของระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่นมากกว่ากรณีของฮ่องกง โดยพบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของ Error Correction Term (ECT_{t-1}) ในสมการ $\Delta(CPI TH)$ และ $\Delta(CPI US)$ มีค่าเป็นลบและมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าทั้งอัตราเงินเฟ้อของไทยและสหรัฐมีการปรับตัวเพื่อลดความคลาดเคลื่อนจากดุลยภาพระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญในระยะสั้น ในเชิงเศรษฐศาสตร์ ค่าสัมประสิทธิ์ ECT_{t-1} ในสมการ $\Delta(CPI TH)$ สะท้อนว่าแรงกดดันด้านราคาจากต่างประเทศสามารถส่งผ่านเข้าสู่เงินเฟ้อของไทยผ่านกลไกทางการเงินได้ค่อนข้างรวดเร็ว ซึ่งสอดคล้องกับกรอบแนวคิดการเงินนิยมภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่นมากขึ้นเมื่อเทียบกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ ขณะเดียวกัน การที่สมการ $\Delta(CPI US)$ แสดงการปรับตัวตาม ECT อย่างมีนัยสำคัญ บ่งชี้ว่าเงินเฟ้อของสหรัฐเองมีการตอบสนองต่อดุลยภาพร่วมภายใต้บริบทของปฏิสัมพันธ์ทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศ แตกต่างจากกรณีของฮ่องกงที่บทบาทของสหรัฐปรากฏเด่นชัดในฐานะประเทศต้นกำเนิดของแรงกดดันด้านราคาเพียงฝ่ายเดียว ผลการศึกษาดังกล่าวชี้ให้เห็นว่าการส่งผ่านเงินเฟ้อระหว่างสหรัฐและไทยเกิดขึ้นทั้งผ่านกลไกระยะสั้นและกลไกระยะยาว ซึ่งสะท้อนบทบาทของค่าเงิน ตลาดการเงิน และนโยบายเศรษฐกิจมหภาคที่มีความยืดหยุ่นมากกว่า ส่งผลให้การปรับตัวของระดับราคาเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในระยะสั้น แตกต่างจากระบบเศรษฐกิจที่ดำเนินนโยบายภายใต้ข้อจำกัดของระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่

ตารางที่ 6 ผลการทดสอบการปรับตัวในระยะสั้นของเงินเพื่อสหรัฐและไทยจากแบบจำลอง VECM

Error Correction	$\Delta(\text{CPI TH})$	$\Delta(\text{CPI US})$
$\beta'X_{t-1}$	-0.2715** (-2.1513)	-0.169054** (-2.19485)
$\Delta\text{CPI TH}_{t-1}$	0.2044 (1.0967)	0.158812 (1.3964)
$\Delta\text{CPI US}_{t-1}$	0.0907 (0.3687)	0.496694*** (3.30881)
$\Delta\text{FX TH}_{t-1}$	-0.1273 (-0.6706)	-0.081164 (-0.5425)
$\Delta\text{MS TH}_{t-1}$	-0.000007 (-1.0484)	0.0000001 (0.0208)
$\Delta\text{R TH}_{t-1}$	-0.00002 (-0.8286)	-0.000004 (-0.23394)
Constant	0.1786 (1.3065)	0.1589** (1.9047)

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ: ตัวเลขในวงเล็บแสดงค่า t-statistic

***, ** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

3. การทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลระหว่างอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐกับฮ่องกง และสหรัฐกับไทย

ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลโดยวิธี Granger Causality Test แสดงไว้ในตารางที่ 7 และตารางที่ 8 สำหรับกรณีสหรัฐและฮ่องกง (ตารางที่ 7) พบความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลระหว่างตัวแปรหลายคู่ โดยอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐ (CPI US) มีความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลไปยังอัตราเงินเฟ้อของฮ่องกง (CPI HK) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.1 ขณะเดียวกัน อัตราเงินเฟ้อของฮ่องกงพบว่ามีสัมพันธ์เชิงเหตุและผลไปยังอัตราแลกเปลี่ยนดอลลาร์ฮ่องกง (FX HK) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ ผลการทดสอบยังพบว่าอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐมีความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลกับปริมาณเงินของฮ่องกง (MS HK) และเงินสำรองระหว่างประเทศของฮ่องกง (R HK) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐมีความเกี่ยวข้องเชิงเหตุและผลกับตัวแปรทางการเงินของฮ่องกงในหลายมิติ สำหรับกรณีสหรัฐและไทย (ตารางที่ 8) พบว่าความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลมีจำนวนคู่ที่น้อยกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับกรณีของสหรัฐและฮ่องกง โดยอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐ (CPI US) มีความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลไปยังอัตราเงินเฟ้อของไทย (CPI TH) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.05 นอกจากนี้ ผลการทดสอบยังพบว่าเงินสำรองระหว่างประเทศของไทย (R TH) มีความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลไปยังอัตราแลกเปลี่ยนของไทย (FX TH) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 ขณะที่อัตราเงินเฟ้อของไทย (CPI TH) มีความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลไปยังเงินสำรองระหว่างประเทศของไทย ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 และปริมาณเงินของไทย (MS TH) มีความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลกับเงินสำรองระหว่างประเทศของไทย ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.1 โดยสรุป ผลการทดสอบ Granger Causality Test แสดงให้เห็นว่าการส่งผ่านเงินเฟ้อจากสหรัฐไปยังฮ่องกงมีความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลที่เชื่อมโยงกับตัวแปรทางการเงินหลายด้าน ในขณะที่กรณีของสหรัฐและไทย พบความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลในขอบเขตที่จำกัดกว่า

ตารางที่ 7 ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลระหว่างเงินเฟ้อของสหรัฐและฮ่องกง (Granger Causality Test)

ตัวแปรตาม (Y)	ตัวแปรอิสระ (X)				
	CPI HK	CPI US	FX HK	MS HK	R HK
CPI HK	-	3.6815* (0.0550)	0.2294 (0.6320)	0.2578 (0.6117)	0.1270 (0.7215)
CPI US	0.2069 (0.6495)	-	4.9693** (0.0258)	0.1339 (0.7144)	22.1134*** (0.0000)
FX HK	3.9620** (0.0465)	2.4047 (0.1210)	-	0.5517 (0.4576)	4.4909** (0.0341)
MS HK	1.5521 (0.2128)	17.7108*** (0.0000)	14.1865*** (0.0002)	-	2.4888 (0.1147)
R HK	1.1726 (0.2789)	4.1555** (0.0415)	2.8706* (0.0902)	7.4034*** (0.0065)	-

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ: ตัวเลขในวงเล็บแสดงค่า P-value

***, **, * หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01, 0.05 และ 0.1 ตามลำดับ

ตารางที่ 8 ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลระหว่างเงินเฟ้อของสหรัฐและไทย (Granger Causality Test)

ตัวแปรตาม (Y)	ตัวแปรอิสระ (X)				
	CPI TH	CPI US	FX TH	MS TH	R TH
CPI TH	-	6.4971** (0.0388)	2.9374 (0.2302)	2.9581 (0.2279)	2.6375 (0.2675)
CPI US	2.8375 (0.2420)	-	2.4886 (0.2881)	0.2321 (0.8904)	0.6111 (0.7367)
FX TH	0.1921 (0.9084)	4.8339* (0.0892)	-	2.8300 (0.2429)	19.2024*** (0.0001)
MS TH	0.7065 (0.7024)	2.1841 (0.3355)	0.0853 (0.9582)	-	2.1362 (0.3437)
R TH	6.9284** (0.0313)	3.3353 (0.1887)	2.7389 (0.2543)	5.9152* (0.0519)	-

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ: ตัวเลขในวงเล็บแสดงค่า P-value

***, **, * หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01, 0.05 และ 0.1 ตามลำดับ

อภิปรายผล

ผลจากการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 1 ซึ่งศึกษาความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวระหว่างอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐและฮ่องกง พบว่าตัวแปรในระบบมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพร่วมกันในระยะยาว สะท้อนว่าแรงกดดันด้านราคาจากสหรัฐสามารถส่งผ่านเข้าสู่เศรษฐกิจฮ่องกงได้ต่อเนื่องในระยะยาว ลักษณะดังกล่าวสอดคล้องกับทฤษฎีเศรษฐศาสตร์มหภาคของระบบเศรษฐกิจเปิดและแนวคิดการเงินนิยม ซึ่งชี้ว่าประเทศที่ดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่มีข้อจำกัดด้านอิสระของนโยบายการเงิน ทำให้แรงกระแทกด้านราคาและด้านการเงินจากต่างประเทศถูกส่งผ่านเข้าสู่ประเทศได้มากกว่าในระยะยาว ผลการวิจัยยังสอดคล้องกับ Choudhri & Hakura (2006) ซึ่งพบว่าประเทศที่มีกรอบนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นน้อยมีระดับ Inflation Pass-Through สูงกว่า และยังสอดคล้องกับผลของ Frankel, Parsley, & Wei (2012) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าระดับและความเร็วของ Exchange-Rate Pass-Through แตกต่างกันระหว่างประเทศ โดยความแตกต่างนี้สัมพันธ์กับเสถียรภาพราคา ระดับการพัฒนา และลักษณะของกรอบนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนของแต่ละประเทศ

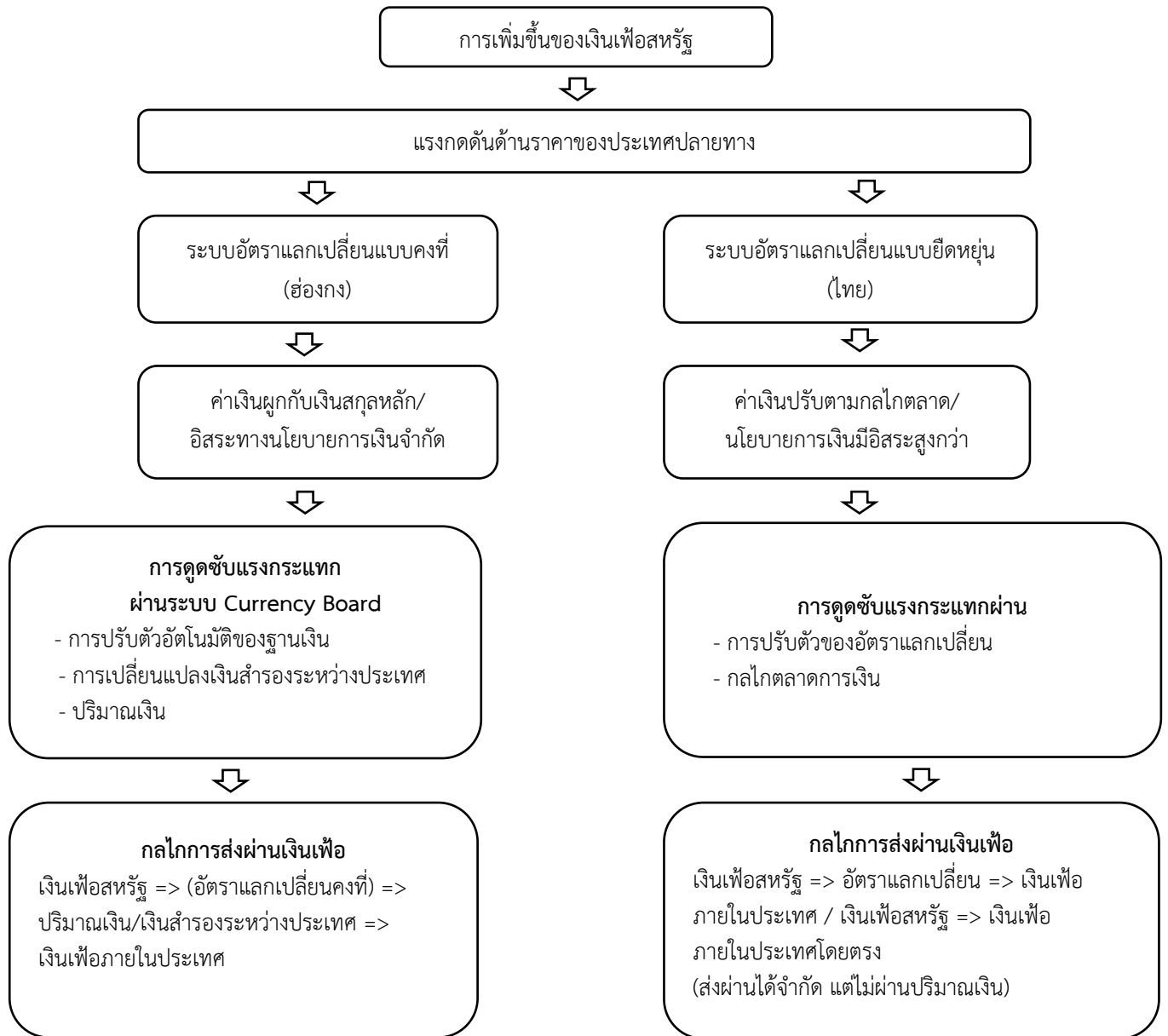
ผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 2 ซึ่งศึกษาความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวระหว่างอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐและไทย พบว่าทั้งสองตัวแปรมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพร่วมกันในระยะยาว แม้ประเทศไทยจะใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวภายใต้การจัดการ ผลดังกล่าวสะท้อนว่าแรงกดดันด้านราคาจากสหรัฐยังสามารถส่งผ่านเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจไทยในระยะยาวผ่านกลไกด้านการนำเข้าและปัจจัยทางการเงิน อย่างไรก็ตาม ความยืดหยุ่นของค่าเงินบาทช่วยลดระดับการส่งผ่านเมื่อเทียบกับประเทศที่ตรึงอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งสอดคล้องกับประเด็นในงานของ McCarthy (2007) ที่ชี้ว่าการส่งผ่านราคานำเข้าและอัตราแลกเปลี่ยนมีลักษณะไม่สมบูรณ์ (incomplete pass-through) และมักปรากฏผลเด่นชัดในระยะยาวมากกว่าในระยะสั้น โดยขึ้นอยู่กับโครงสร้างเศรษฐกิจมหภาคและกรอบนโยบายของแต่ละประเทศ

ผลจากการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 3 ซึ่งทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลระหว่างอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐกับฮ่องกง และสหรัฐกับไทย พบว่ากรณีของฮ่องกงมีความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลที่ครอบคลุมตัวแปรทางการเงินหลายมิติมากกว่ากรณีของไทย สะท้อนบทบาทของสหรัฐในฐานะแหล่งกำเนิดแรงกดดันด้านราคา และข้อจำกัดของระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ที่ทำให้แรงกระแทกจากภายนอกถูกส่งผ่านเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจฮ่องกงได้อย่างชัดเจนและต่อเนื่อง ในขณะที่กรณีของไทย ความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลปรากฏในวงจำกัดกว่า โดยพบเฉพาะในบางช่องทาง ทั้งในลักษณะผลโดยตรงผ่านอัตราเงินเฟ้อและผลทางอ้อมผ่านอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งสอดคล้องกับความยืดหยุ่นของระบบอัตราแลกเปลี่ยนและความอิสระด้านนโยบายการเงินที่สูงกว่าเมื่อเทียบกับฮ่องกง ผลลัพธ์ดังกล่าวสอดคล้องกับแนวคิดของ Taylor (2000) ที่ชี้ว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นและความน่าเชื่อถือของนโยบายการเงินมีบทบาทสำคัญในการลดความรุนแรงของการส่งผ่านเงินเฟ้อในระยะสั้น แม้ความเชื่อมโยงในระยะยาวจะยังคงมีอยู่ตามลักษณะของเศรษฐกิจเปิด

องค์ความรู้ใหม่

งานวิจัยนี้นำเสนอองค์ความรู้ใหม่โดยสังเคราะห์กลไกการส่งผ่านเงินเฟ้อระหว่างประเทศภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่แตกต่างกันระหว่างฮ่องกงและไทย โดยพบว่าแรงกดดันด้านราคาจากสหรัฐสามารถส่งผ่านเข้าสู่เศรษฐกิจทั้งสองประเทศ แต่ช่องทางและความรุนแรงของการส่งผ่านแตกต่างกันตามกรอบนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนของแต่ละประเทศใช้

ในกรณีของฮ่องกง ซึ่งมีระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ กลไกการส่งผ่านเกิดขึ้นผ่านการปรับตัวของฐานเงินและเงินสำรองระหว่างประเทศตามระบบ Currency Board ส่งผลให้เงินเฟ้อสหรัฐค่อยๆ ส่งผ่านเข้าสู่ระดับราคาในประเทศอย่างต่อเนื่องในระยะยาว แม้ผลระยะสั้นจะไม่ชัดเจนก็ตาม ส่วนประเทศไทยซึ่งใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบยืดหยุ่น พบว่าการส่งผ่านเงินเฟ้อเกิดขึ้นผ่านช่องทางที่แตกต่างกัน โดยผลวิจัยพบการส่งผ่านโดยตรงจากเงินเฟ้อสหรัฐไปยังเงินเฟ้อไทย และการส่งผ่านผ่านอัตราแลกเปลี่ยน แต่ไม่พบหลักฐานว่าปริมาณเงินเป็นช่องทางสำคัญของการส่งผ่าน ดังเช่นกรณีของฮ่องกง องค์ความรู้นี้ชี้ให้เห็นว่าประเภทของระบบอัตราแลกเปลี่ยนไม่เพียงกำหนดระดับของการส่งผ่านเงินเฟ้อ แต่ยังกำหนดช่องทางของการปรับตัว ทำให้ประเทศที่มีกรอบนโยบายต่างกันเผชิญผลกระทบจากเงินเฟ้อโลกด้วยรูปแบบที่แตกต่างกัน



ภาพที่ 2 กลไกการส่งผ่านเงินเพื่อระหว่างประเทศภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่แตกต่างกัน: กรณีฮ่องกงและไทย ที่มา: จากการศึกษา

สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวและความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลของการส่งผ่านเงินเพื่อระหว่างสหรัฐกับฮ่องกง และสหรัฐกับไทย โดยใช้ข้อมูลอนุกรมเวลารายเดือนช่วงมกราคม พ.ศ. 2561 ถึงธันวาคม พ.ศ. 2565 และประมาณค่าด้วย Johansen Cointegration Test, VECM และ Granger Causality Test

สำหรับวัตถุประสงค์ที่ 1 ผลการศึกษาพบว่าอัตราเงินเพื่อของสหรัฐและฮ่องกงมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพร่วมกันในระยะยาว สะท้อนลักษณะของระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ที่จำกัดอิสระของนโยบายการเงิน ทำให้แรงกดดันด้านราคาในต่างประเทศสามารถส่งผ่านเข้าสู่ระดับราคาในประเทศได้อย่างต่อเนื่องผ่านกลไกด้านสภาพคล่องและเงินสำรองระหว่างประเทศ

ผลการศึกษาตามวัตถุประสงค์ที่ 2 พบว่าอัตราเงินเพื่อของสหรัฐและไทยมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพร่วมกันเช่นกัน แม้ประเทศไทยจะใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบยืดหยุ่น แต่แรงกดดันด้านราคาในระยะยาวยังส่งผ่านเข้าสู่เศรษฐกิจไทยผ่านช่องทางการเงินและกลไกตลาดทุน ซึ่งเป็นลักษณะของเศรษฐกิจแบบเปิดที่เชื่อมโยงกับเงินทุนและการค้าระหว่างประเทศ

สำหรับวัตถุประสงค์ที่ 3 ผลการทดสอบ Granger Causality พบว่า การส่งผ่านเงินเฟ้อจากสหรัฐสู่ฮ่องกง มีความชัดเจนกว่าประเทศไทย โดยพบความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลจากอัตราเงินเฟ้อสหรัฐไปสู่อัตราเงินเฟ้อฮ่องกง ปริมาณเงินและเงินสำรองระหว่างประเทศ ในขณะที่ไทยพบความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลในบางช่องทางเท่านั้น ได้แก่ การส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน และการส่งผ่านไปสู่อัตราเงินเฟ้อไทย แต่ไม่พบการส่งผลกระทบต่อปริมาณเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนความยืดหยุ่นของค่าเงินบาทและความอิสระทางนโยบายการเงินที่สูงกว่า

อย่างไรก็ตาม การศึกษาครั้งนี้มีข้อจำกัดบางประการที่ควรพิจารณาในการตีความผลลัพธ์ โดยแบบจำลองมุ่งเน้นกลไกการส่งผ่านเงินเฟ้อผ่านกรอบแนวคิดสำนักการเงินนิยมและระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นหลัก ขณะที่ปัจจัยภายนอกอื่น เช่น ความผันผวนของราคาน้ำมันโลก ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ ภาวะการเงินโลก หรือแรงกระแทกด้านอุปทาน อาจมีบทบาทต่อระดับราคาในประเทศเช่นกัน แต่ไม่ได้ถูกรวมไว้ในแบบจำลองโดยตรง นอกจากนี้ ช่วงเวลาที่ศึกษาอยู่ในบริบทของความผันผวนทางเศรษฐกิจโลกค่อนข้างสูง จึงอาจสะท้อนผลเฉพาะช่วงเวลาในระดับหนึ่ง ดังนั้น ผลการศึกษาควรดูตีความภายใต้ขอบเขตของกรอบการวิเคราะห์ที่กำหนดไว้

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

จากผลการศึกษาที่ชี้ว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนมีบทบาทสำคัญต่อระดับและช่องทางของการส่งผ่านเงินเฟ้อจากสหรัฐมายังประเทศไทย หน่วยงานกำหนดนโยบายจึงควรติดตามแรงกดดันด้านราคาโลกควบคู่กับเสถียรภาพของค่าเงินอย่างใกล้ชิด โดยเฉพาะในช่วงที่เงินเฟ้อสหรัฐมีความผันผวนสูง สำหรับประเทศไทยซึ่งดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบยืดหยุ่น ควรใช้นโยบายการเงินร่วมกับการปรับตัวของอัตราแลกเปลี่ยนอย่างระมัดระวังเพื่อดูดซับแรงกระแทกจากต่างประเทศ พร้อมทั้งส่งเสริมความลึกและประสิทธิภาพของตลาดเงินและตลาดทุน เพื่อช่วยลดความเสี่ยงจากการส่งผ่านเงินเฟ้อและรักษาเสถียรภาพด้านราคาในประเทศ

2. ข้อเสนอแนะด้านการวิจัยครั้งต่อไป

งานวิจัยในอนาคตอาจพิจารณาขยายกรอบการวิเคราะห์ให้ครอบคลุมปัจจัยภายนอกอื่นที่มีบทบาทต่อการส่งผ่านเงินเฟ้อ เช่น ราคาน้ำมัน สินค้าโภคภัณฑ์ หรือภาวะการเงินโลก เพื่อสะท้อนแรงกดดันด้านราคาที่เกิดขึ้นจริงในระบบเศรษฐกิจเปิด นอกจากนี้ การประยุกต์ใช้แบบจำลองที่รองรับพฤติกรรมแบบไม่เชิงเส้นหรือการเปลี่ยนแปลงตามระบอบเศรษฐกิจ (เช่น Regime-Switching หรือ Time-Varying Parameter Models) อาจช่วยให้เข้าใจพลวัตของการส่งผ่านเงินเฟ้อในช่วงวิกฤตหรือช่วงที่นโยบายการเงินมีข้อจำกัดมากขึ้น อีกทั้งการขยายตัวอย่างไปยังประเทศอื่นในภูมิภาคจะช่วยให้สามารถเปรียบเทียบผลกระทบตามระบบอัตราแลกเปลี่ยนและโครงสร้างเศรษฐกิจที่แตกต่างกันได้อย่างเป็นระบบ

เอกสารอ้างอิง

- Cheung, Y.-W., & Yuen, J. (2002). Effects of U.S. inflation on Hong Kong and Singapore. *Journal of Comparative Economics*, 30(3), 603–619.
- Choudhri, E. U., & Hakura, D. S. (2006). Exchange rate pass-through to domestic prices: Does the inflationary environment matter?. *Journal of International Money and Finance*, 25(4), 614–639.
- Frankel, J. A., Parsley, D., & Wei, S.-J. (2012). Slow Pass-through Around the World: A New Import for Developing Countries?. *Open Economies Review*, 23(2), 213–251.
- McCarthy, J. (2007). Pass-through of exchange rates and import prices to domestic inflation in some industrialized economies. *Eastern Economic Journal*, 33(4), 511–537.
- Taylor, J. B. (2000). Low inflation, pass-through, and the pricing power of firms. *European Economic Review*, 44(7), 1389–1408.