

อิทธิพลของดัชนีความไม่แน่นอนของนโยบายการค้า วัฏจักรการเมืองของสหรัฐอเมริกา
ดัชนีความผันผวน VIX และปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค ที่มีต่อดัชนีผลตอบแทนรวม
ของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศกลุ่มอาเซียน

The Influence of Trade Policy Uncertainty, U.S. Political Cycles, the CBOE Volatility
Index, and Macroeconomic Factors on the Total Return Indices in ASEAN Stock Markets

ชญมน พรหมพิทักษ์¹ และมรรษกร เชื้อทองฮัว²

Chayamon Prompitak¹ and Massaporn Cheuathonghua²

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ ประเทศไทย^{1,2}

Faculty of Business Administration, Kasetsart University, Thailand^{1,2}

Corresponding author: chayamon.pr@ku.th¹

วันที่รับบทความ 9 มีนาคม 2569

วันที่แก้ไขบทความ 4 เมษายน 2569

วันที่ตอบรับบทความ 10 เมษายน 2569

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของดัชนีความไม่แน่นอนของนโยบายการค้า วัฏจักรการเมืองของสหรัฐอเมริกา ดัชนีความผันผวน VIX และปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีต่อดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศกลุ่มอาเซียน รวมทั้งเพื่อเปรียบเทียบความแตกต่างของผลกระทบของปัจจัยดังกล่าวระหว่างตลาดหุ้นของแต่ละประเทศในกลุ่มอาเซียน ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ ประเภทข้อมูลอนุกรมเวลารายวัน ครอบคลุมช่วงระยะเวลาดังแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2553 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2568 รวมทั้งหมด 2,828 วัน โดยใช้วิธีการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้น และประมาณค่าด้วยวิธี Newey–West standard errors เพื่อแก้ไขปัญหาความแปรปรวนไม่คงที่และความสัมพันธ์เชิงอนุกรมของค่าคลาดเคลื่อน ผลการศึกษาพบว่า ดัชนีความไม่แน่นอนของนโยบายการค้า และวัฏจักรการเมืองของสหรัฐอเมริกาในช่วงที่พรรคเดโมแครตดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่ดัชนีความผันผวน VIX มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคนั้น ผลการศึกษาพบว่า ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระหว่างสหรัฐอเมริกาและประเทศในอาเซียนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่อัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อย่างไรก็ตาม ราคาทองคำมีความสัมพันธ์กับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นของประเทศอินโดนีเซียอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเท่านั้น ทั้งนี้ ผลการศึกษานี้สามารถนำไปใช้ในการกำหนดนโยบายเพื่อรองรับความผันผวนจากปัจจัยต่างประเทศ และช่วยให้นักลงทุนสามารถวางกลยุทธ์การลงทุนภายใต้ความไม่แน่นอนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

คำสำคัญ: ดัชนีความไม่แน่นอนของนโยบายการค้า วัฏจักรการเมืองสหรัฐอเมริกา ดัชนีความผันผวน VIX ปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล อัตราแลกเปลี่ยน ราคาทองคำ ดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศกลุ่มอาเซียน

Abstract

This study aims to examine the impact of the Trade Policy Uncertainty index, the U.S. political cycle, the CBOE volatility index, and macroeconomic factors on the total return indices of stock markets in ASEAN countries, as well as to compare the differences in the effects of these factors across ASEAN stock markets. Secondary data in the form of daily time-series, covering the period from 1 January 2010 to 31 December 2025 with the total of 2,828 observations, are employed in this study. The empirical analysis is conducted by using Multiple Linear Regression, with Newey–West estimator to handle potential heteroskedasticity and autocorrelation. The results indicate that the Trade Policy Uncertainty index and the U.S. political cycle during periods in which the Democratic Party holds office are positively and statistically significant associated with the total return indices of ASEAN stock markets. In contrast, the CBOE volatility index exhibits a negative and statistically significant relationship with those of ASEAN stock markets. According to macroeconomic factors, the yield spread between U.S. government bonds and those of ASEAN countries positively and significantly affects the total return indices of ASEAN stock markets. Conversely, exchange rate depreciation is associated with lower total return indices. However, gold price only significantly influences that of Indonesia. These findings can be utilized to formulate policies in mitigating volatility that arises from external factors as well as to assist investors in effectively developing investment strategies under uncertainty.

Keywords: Trade Policy Uncertainty (TPU) Index, U.S. Political Cycle, VIX Volatility Index, Macroeconomic Factors, Government Bond Yield Spread, Exchange Rate, Gold Prices, Total Return Indices of ASEAN Stock Markets

บทนำ

สหรัฐอเมริกาเป็นศูนย์กลางของระบบเศรษฐกิจและการเงินโลกอย่างเด่นชัด ทั้งในด้านขนาดผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ความลึก และสภาพคล่องของตลาดทุน ตลอดจนบทบาทของเงินดอลลาร์ในฐานะสกุลเงินหลักของโลก การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ และนโยบายการคลังของ

รัฐบาลกลางจึงมีอิทธิพลต่อทิศทางเศรษฐกิจและตลาดการเงินทั่วโลกอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ การศึกษาที่ผ่านมาชี้ให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงสภาพคล่องทางการเงินของสหรัฐฯ สามารถส่งผลกระทบต่อวัฏจักรการเงินโลกผ่านช่องทางของกระแสเงินทุนและอัตราดอกเบี้ย (Miranda-Agrippino and Rey, 2020) นอกจากบทบาททางเศรษฐกิจมหภาคแล้ว สหรัฐฯ ยังเป็นผู้นำด้านเทคโนโลยีและนวัตกรรม โดยเฉพาะอุตสาหกรรมเซมิคอนดักเตอร์ซึ่งเป็นรากฐานของเศรษฐกิจดิจิทัลสมัยใหม่ การเติบโตของบริษัทเทคโนโลยีขนาดใหญ่ในสหรัฐฯ มีผลต่อโครงสร้างตลาดทุนและห่วงโซ่อุปทานระดับโลก (Chen & Dauchy, 2018) ความเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นสหรัฐฯ ค่าเงินดอลลาร์ และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลจึงถูกใช้เป็นตัวชี้วัดสำคัญของระดับความเสี่ยงและความเชื่อมั่นของนักลงทุนทั่วโลก ภายใต้บริบทดังกล่าว การเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ การเงิน และเทคโนโลยีของสหรัฐฯ จึงมีนัยต่อการกำหนดกลยุทธ์ของรัฐบาล ภาคธุรกิจ และนักลงทุนในประเทศอื่นอย่างมีนัยสำคัญ

วัฏจักรทางการเมืองของสหรัฐอเมริกาเป็นอีกหนึ่งปัจจัยสำคัญที่กำหนดทิศทางเศรษฐกิจในแต่ละช่วงเวลา ความแตกต่างเชิงอุดมการณ์ระหว่างพรรคเดโมแครต และพรรครีพับลิกันสะท้อนผ่านนโยบายด้านการใช้จ่ายภาครัฐ ภาษี และเสถียรภาพราคา ซึ่งส่งผลกระทบต่อระดับการจ้างงาน เงินเฟ้อ และการเติบโตทางเศรษฐกิจโดยรวม แนวคิดวัฏจักรการเมืองอธิบายว่าพรรคการเมืองแต่ละพรรคมีฐานเสียงที่แตกต่างกัน จึงมีแรงจูงใจในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจที่ไม่เหมือนกัน (Hibbs, 1977) ต่อมางานวิจัยที่เสนอแนวคิด “Presidential Puzzle” พบว่า ผลตอบแทนตลาดหุ้นในช่วงรัฐบาลเดโมแครตสูงกว่าช่วงรัฐบาลรีพับลิกันอย่างมีนัยสำคัญ แม้จะควบคุมปัจจัยความเสี่ยงอื่นแล้วก็ตาม (Santa-Clara & Valkanov, 2003) ข้อค้นพบดังกล่าวสะท้อนว่า ปัจจัยทางการเมืองมิได้เป็นเพียงบริบทเชิงสัญลักษณ์ แต่มีผลต่อราคาสินทรัพย์ในเชิงโครงสร้าง

ภายใต้การบูรณาการของตลาดทุนโลก ผลกระทบจากเศรษฐกิจและการเมืองของสหรัฐฯ สามารถส่งผ่านมายังประเทศเกิดใหม่ได้อย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะกลุ่มประเทศอาเซียนที่มีระดับการเปิดเสรีทางการค้าและการเงินสูง งานศึกษาพบว่า การเปิดเสรีบัญชีเงินทุนทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างตลาดทุนของประเทศต่าง ๆ เพิ่มขึ้น (Bekaert, Harvey, & Ng, 2005) ส่งผลให้ตลาดเกิดใหม่มีความเชื่อมโยงกับตลาดการเงินโลกมากขึ้น และมีแนวโน้มได้รับอิทธิพลจากปัจจัยเสี่ยงระดับโลก โดยเฉพาะปัจจัยทางเศรษฐกิจและการเงินจากสหรัฐอเมริกา (Carrieri, Errunza, and Hogan, 2007) นอกจากนี้ การเปลี่ยนแปลงทางการเมืองของสหรัฐฯ มิได้จำกัดผลเพียงภายในประเทศ แต่ยังส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมของตลาดการเงินทั่วโลก เนื่องจากนักลงทุนมักใช้ผลการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ เป็นสัญญาณในการประเมินทิศทางเศรษฐกิจและนโยบายสำคัญ เช่น นโยบายการคลัง การเงิน การค้าระหว่างประเทศ และภูมิรัฐศาสตร์ ซึ่งอาจกระทบต่อเสถียรภาพการเงินโลก (Goodell and Vähämaa, 2012) ในขณะเดียวกัน การปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ ยังสามารถกระตุ้นการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ส่งผลต่อค่าเงิน ต้นทุนทางการเงิน และระดับสภาพคล่องของตลาดหุ้นอาเซียน เหตุการณ์ระดับโลก เช่น วิกฤตการเงินโลกปี 2008 และการแพร่ระบาดของโควิด-19 ในปี 2020 แสดงให้เห็นถึงการเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกันของตลาดสหรัฐฯ และตลาดอาเซียน

อย่างชัดเจน สะท้อนระดับความเชื่อมโยงทางการเงินที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น การทำความเข้าใจกลไกการส่งผ่านดังกล่าวจึงมีความสำคัญต่อการประเมินความเสี่ยงและการจัดสรรพอร์ตการลงทุนในภูมิภาค

นอกจากวัฏจักรทางการเมืองแล้ว ปัจจัยด้านความไม่แน่นอนเชิงนโยบายและความผันผวนของตลาดยังมีบทบาทสำคัญในการกำหนดผลตอบแทนของตลาดหุ้น ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายการค้า (TPU) ซึ่งส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุน การผลิต และกระแสเงินทุนในระดับโลก งานวิจัยพบว่า การเพิ่มขึ้นของ TPU ส่งผลลบต่อผลตอบแทนตลาดหุ้น โดยเฉพาะประเทศที่พึ่งพาการส่งออกสูง (He, Lucey, & Wang, 2021) ขณะเดียวกัน ดัชนีความผันผวน VIX ได้รับการยอมรับในฐานะตัวแทนของความกังวลของนักลงทุน โดยพบว่า การเพิ่มขึ้นของ VIX มักสัมพันธ์กับแรงขายในตลาดหุ้น (Whaley, 2009) และความผันผวนของตลาดสหรัฐฯ สามารถส่งผ่านไปยังตลาดต่างประเทศได้ (Sarwar, 2012) นอกจากนี้ ปัจจัยอื่นๆ เช่น ราคาทองคำซึ่งทำหน้าที่เป็นสินทรัพย์หลบภัย (Ali et al., 2020) ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระหว่างประเทศ (Bowman, Londono, and Sapriz, 2014) และอัตราแลกเปลี่ยน (Abdalla & Murinde, 1997) ล้วนเป็นช่องทางสำคัญที่เชื่อมโยงความเสี่ยงภายนอกเข้ากับผลตอบแทนของตลาดหุ้นอาเซียนเช่นกัน

จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมา แม้งานวิจัยจำนวนมากที่ได้ศึกษาวัฏจักรการเมืองของสหรัฐฯ ต่อผลตอบแทนตลาดหุ้นภายในประเทศ แต่ยังมีงานวิจัยจำนวนน้อยที่วิเคราะห์ผลกระทบเชิงโครงสร้างและระยะยาวต่อประเทศคู่ค้า โดยเฉพาะกลุ่มประเทศอาเซียนที่มีความเชื่อมโยงทางเศรษฐกิจและการเงินกับสหรัฐฯ อย่างมาก งานวิจัยส่วนใหญ่ในบริบทของประเทศในภูมิภาคเอเชียมักใช้วิธีเหตุการณ์ศึกษา (Event Study) เพื่อวัดผลกระทบระยะสั้นรอบการเลือกตั้ง ซึ่งยังเป็นการศึกษาเฉพาะช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ ทำให้การศึกษาความสัมพันธ์รวมถึงการอธิบายกลไกการส่งผ่านในระยะยาวยังมีข้อจำกัด และขาดการวิเคราะห์เชิงพลวัตที่สามารถอธิบายผลกระทบของความไม่แน่นอนเชิงนโยบายของสหรัฐฯ วัฏจักรการเมือง และดัชนีความผันผวน VIX ต่อผลตอบแทนของตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียนในระยะยาวและเชิงโครงสร้าง รวมถึงการพิจารณาปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคร่วมกันอย่างเป็นระบบ ดังนั้น การศึกษานี้จึงมุ่งวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างความไม่แน่นอนเชิงนโยบายการค้าและวัฏจักรการเมืองของสหรัฐฯ รวมถึงปัจจัยทางการเงินระหว่างประเทศและดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นของหกประเทศในภูมิภาคอาเซียน ครอบคลุมช่วงเวลาหลายสมัยประชาธิปไตย เพื่อให้สะท้อนผลกระทบในเชิงโครงสร้างมากยิ่งขึ้น งานวิจัยนี้จะช่วยเติมเต็มช่องว่างองค์ความรู้เกี่ยวกับอิทธิพลของความไม่แน่นอนเชิงนโยบายการค้าและวัฏจักรการเมืองของสหรัฐฯ ต่อประเทศในภูมิภาคอาเซียนที่ยังมีการศึกษาจำนวนจำกัด และเป็นประโยชน์ต่อการกำหนดนโยบาย การบริหารความเสี่ยง และการวางกลยุทธ์การลงทุนภายใต้บริบทของเศรษฐกิจโลกที่มีความเชื่อมโยงกันอย่างลึกซึ้งและผันผวนสูงในปัจจุบัน ทั้งนี้ ผลการศึกษานี้สามารถนำไปใช้ในการกำหนดนโยบายเพื่อรองรับความผันผวนจากปัจจัยต่างประเทศ และช่วยให้นักลงทุนสามารถวางกลยุทธ์การลงทุนภายใต้ความไม่แน่นอนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาอิทธิพลของดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายการค้า (TPU) วัฏจักรการเมืองของสหรัฐอเมริกา ดัชนีความผันผวน VIX และปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค ได้แก่ ราคาทองคำ ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล และอัตราแลกเปลี่ยน ที่มีต่อดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ใน 6 ประเทศกลุ่มอาเซียน ได้แก่ ไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ และเวียดนาม
2. เพื่อเปรียบเทียบความแตกต่างของผลการศึกษาของปัจจัยที่ส่งผลต่อดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ใน 6 ประเทศกลุ่มอาเซียน ได้แก่ ไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ และเวียดนาม

การทบทวนวรรณกรรม

ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายการค้า (TPU) เพื่อวัดระดับความไม่แน่นอนที่เกิดจากนโยบายการค้าระหว่างประเทศของประเทศ สหรัฐอเมริกา โดยเฉพาะมาตรการด้านภาษีนำเข้า-ส่งออก ข้อพิพาททางการค้า และความไม่ชัดเจนของท่าทีเชิงนโยบายของประเทศสหรัฐอเมริกา ดัชนีดังกล่าวถูกสร้างขึ้นจากการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงข้อความในสื่อข่าวร่วมกับข้อมูลเชิงโครงสร้างของมาตรการทางการค้า เพื่อสะท้อนการเปลี่ยนแปลงของความไม่แน่นอนด้านการค้าในเชิงปริมาณอย่างเป็นระบบ Caldara et al. (2019) แสดงให้เห็นว่าความไม่แน่นอนทางการค้ามีผลกระทบต่อการตัดสินใจลงทุน ภาคการผลิต ห่วงโซ่อุปทาน และกิจกรรมทางเศรษฐกิจในระดับมหภาค โดยเฉพาะในช่วงที่เกิดความตึงเครียดทางการค้าระหว่างประเทศ นอกจากนี้ความไม่แน่นอนดังกล่าวยังสามารถส่งผ่านมายังตลาดการเงิน ผ่านความคาดหวังของนักลงทุนและการปรับตัวของกระแสเงินทุนระหว่างประเทศ ทำให้ TPU กลายเป็นตัวแปรสำคัญในการอธิบายพลวัตของตลาดทุนภายใต้บริบทเศรษฐกิจโลกที่มีความผันผวนและเชื่อมโยงกันอย่างลึกซึ้ง

การดำรงตำแหน่งของประธานาธิบดี Hibbs (1977) พรรคการเมืองเป็นตัวแทนของกลุ่มผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจและสังคมที่แตกต่างกัน พรรคที่ยึดโยงกับแรงงานและชนชั้นกลางระดับล่างมักให้ความสำคัญกับการลดการว่างงาน การเพิ่มรายได้ประชาชน และการสนับสนุนอุปสงค์ในประเทศ ในขณะที่พรรคที่มีฐานเสียงเป็นชนชั้นกลางระดับบนและภาคธุรกิจ มักให้ความสำคัญกับการควบคุมเงินเฟ้อ เสถียรภาพด้านราคา และวินัยการคลัง ความแตกต่างในเชิงอุดมการณ์ดังกล่าวทำให้ผลลัพธ์ทางเศรษฐกิจ เช่น การเติบโตทางเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อ การว่างงาน และการกระจายรายได้ เปลี่ยนแปลงไปตามพรรคที่อยู่ในอำนาจ ซึ่งถือเป็นจุดเริ่มต้นของแนวคิดที่เรียกว่า วงจรเศรษฐกิจเชิงพรรคการเมือง (Partisan Political Cycles) ที่มองว่าการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจไม่เป็นกลาง หากแต่สะท้อนความชอบเชิงนโยบายของพรรคและกลุ่มผลประโยชน์ที่พรรคเป็นตัวแทน

ดัชนีความผันผวน VIX หรือ CBOE Volatility Index (VIX) ได้รับการพัฒนาโดย Whaley (2009) เพื่อใช้เป็นตัวชี้วัดระดับความคาดหวังของตลาดต่อความผันผวนของราคาหุ้นในอนาคตผ่านข้อมูลราคาของออปชันบนดัชนี S&P500 โดยอาศัยหลักการคำนวณ Implied Volatility ในระยะเวลา 30 วันข้างหน้า ทำให้ VIX ทำหน้าที่เป็นมาตรวัดสถานะทางจิตวิทยาของนักลงทุนในตลาดทุนซึ่งมักถูกเรียกว่า

“Investor Fear Gauge” หรือดัชนีความกลัวของนักลงทุน แนวคิดนี้สะท้อนว่าความผันผวนไม่ได้เป็นเพียงผลลัพธ์ของข้อมูลเศรษฐกิจ แต่ยังเป็นภาพแทนของความไม่แน่นอน ความวิตกกังวล และความเสี่ยงที่นักลงทุนรับรู้ในช่วงเวลานั้น ๆ เมื่อค่า VIX ปรับตัวสูงขึ้น มักบ่งชี้ว่านักลงทุนคาดการณ์ความผันผวนในอนาคตเพิ่มขึ้น ส่งผลให้มีการลดการถือครองสินทรัพย์เสี่ยงและย้ายไปสู่สินทรัพย์ปลอดภัย เช่น ทองคำ ดอลลาร์สหรัฐ หรือพันธบัตรรัฐบาล ในทางตรงข้าม ค่า VIX ที่อยู่ในระดับต่ำสะท้อนภาวะตลาดที่มีเสถียรภาพ ความมั่นใจที่มากขึ้น และความต้องการลงทุนในหุ้นหรือสินทรัพย์เสี่ยงซึ่งให้ผลตอบแทนสูงกว่า ทำให้ดัชนีนี้มีบทบาทสำคัญในการอธิบายพลวัตของตลาดทุนภายใต้สภาวะที่ความรู้สึกของนักลงทุนมีบทบาทอย่างมีนัยสำคัญ

ราคาทองคำ (GOLD) Baur and Lucey (2010) พบว่า ทองคำมีพฤติกรรมของสินทรัพย์หลบภัยในระยะสั้น โดยเฉพาะในช่วงที่ตลาดหุ้นเผชิญภาวะขาดความเชื่อมั่นของนักลงทุนหรือเกิดความตื่นตระหนก (Market Panic) ซึ่งทองคำจะมีการเคลื่อนไหวในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ แนวคิดนี้สะท้อนว่าทองคำไม่ได้เป็นเพียงสินทรัพย์เพื่อการลงทุน แต่ยังเป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนในช่วงภาวะวิกฤติ ในบริบทของงานวิจัยนี้มีความสำคัญอย่างยิ่งในการอธิบายพฤติกรรมของนักลงทุนในตลาดอาเซียนเมื่อเผชิญ ความไม่แน่นอนทางการเมืองของสหรัฐฯ ซึ่งมักนำไปสู่ความผันผวนของตลาดทุนโลก การเพิ่มขึ้นของความกังวลต่อทิศทางนโยบายของรัฐบาลสหรัฐฯ หรือความตึงเครียดทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศ ทำให้นักลงทุนหันไปถือครองสินทรัพย์ปลอดภัย เช่น ทองคำ เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการปรับตัวลดลงของตลาดหุ้น การเคลื่อนไหวของราคาทองคำจึงสามารถใช้เป็นตัวแปรสำคัญในการสะท้อนระดับความกลัวของนักลงทุนและเป็นตัวชี้วัดทางอ้อมของผลกระทบจากวัฏจักรการเมืองสหรัฐฯ ที่ส่งผ่านมายังตลาดทุนในภูมิภาคอาเซียน

ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะเวลา 10 ปี Bernanke and Kuttner (2005) อธิบายว่าการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินของสหรัฐอเมริกา โดยเฉพาะการปรับตัวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งถือเป็นอัตราปลอดความเสี่ยงของระบบการเงินโลก มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนของตลาดหุ้น โดยการเพิ่มขึ้นของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ส่งผลให้อัตราคิดลดในตลาดการเงินปรับตัวสูงขึ้น ทำให้มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตลดลง และกดดันราคาสินทรัพย์เสี่ยง นอกจากนี้ ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนที่กว้างขึ้นยังสะท้อนระดับความน่าดึงดูดเชิงเปรียบเทียบของสินทรัพย์สกุลดอลลาร์ ซึ่งอาจจูงใจให้นักลงทุนโยกย้ายเงินทุนจากตลาดเกิดใหม่กลับไปยังสหรัฐอเมริกา ส่งผลให้เกิดแรงขายในตลาดทุนของประเทศเกิดใหม่ ค่าเงินอ่อนค่า และความผันผวนทางการเงินเพิ่มสูงขึ้น

อัตราแลกเปลี่ยน Dornbusch (1976) อธิบายว่าอัตราแลกเปลี่ยนเป็นกลไกสำคัญในการส่งผ่านผลกระทบจากนโยบายการเงินและปัจจัยภายนอกเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจ โดยเฉพาะในระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวที่ค่าเงินปรับตัวตามการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยและกระแสเงินทุนระหว่างประเทศ สำหรับประเทศอาเซียนซึ่งพึ่งพาการค้าและเงินทุนต่างประเทศ การเปลี่ยนแปลงของค่าเงินจึงส่งผลต่อความสามารถในการแข่งขันของภาคส่งออก ต้นทุนการนำเข้า และภาระหนี้สกุลต่างประเทศของภาคเอกชน เมื่อค่าเงินอ่อนค่า ภาระหนี้ต่างประเทศในรูปสกุลเงินท้องถิ่นจะเพิ่มขึ้นและอาจกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน ขณะที่

การแข็งค่าของค่าเงินอาจลดรายได้จากการส่งออกและกระทบต่อผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียน ดังนั้น อัตราแลกเปลี่ยนจึงเป็นช่องทางสำคัญที่เชื่อมโยงความเสี่ยงจากภายนอกกับความผันผวนของตลาดทุน โดยเฉพาะในประเทศเกิดใหม่ที่มีการเปิดเสรีทางการค้าและการเงินสูง

ทฤษฎี แนวคิด และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีวงจรเศรษฐกิจและการเมืองมีจุดเริ่มต้นจาก Nordhaus (1975) ซึ่งเสนอว่ารัฐบาลอาจใช้นโยบายเศรษฐกิจแบบขยายตัวก่อนการเลือกตั้งเพื่อเพิ่มความนิยมทางการเมือง ส่งผลให้เกิดวัฏจักรเศรษฐกิจที่ขับเคลื่อนด้วยแรงจูงใจทางการเมือง แนวคิดนี้ต่อมาถูกพัฒนาโดย Hibbs (1977) ซึ่งชี้ว่าพรรคการเมืองมีอุดมการณ์และฐานเสียงที่แตกต่างกัน ทำให้การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจและผลลัพธ์ทางเศรษฐกิจแตกต่างกันตามพรรคที่อยู่ในอำนาจ ต่อมา Alesina (1987) ได้ขยายกรอบแนวคิดดังกล่าวโดยนำสมมติฐานความคาดหวังอย่างมีเหตุผลเข้ามาอธิบายว่าผู้มีส่วนร่วมทางเศรษฐกิจสามารถคาดการณ์นโยบายของแต่ละพรรคได้ล่วงหน้า ส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงทางการเมืองมีอิทธิพลต่อความเชื่อมั่น การลงทุน และกิจกรรมทางเศรษฐกิจทั้งก่อนและหลังการเลือกตั้ง แนวคิดเหล่านี้จึงกลายเป็นพื้นฐานสำคัญของวรรณกรรมด้านเศรษฐศาสตร์การเมืองมหภาค และการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเมืองกับตลาดการเงินและตลาดทุน

นอกจากมิติทางการเมืองที่อาจส่งผลต่อระบบเศรษฐกิจแล้ว แนวคิดเรื่องความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจได้รับการพัฒนาอย่างเป็นระบบจากงานของ Baker, Bloom and Davis (2016) ซึ่งสร้างดัชนี Economic Policy Uncertainty (EPU) (2024) เพื่อใช้วัดระดับความไม่แน่นอนจากนโยบายภาครัฐ ทั้งด้านการคลัง การเงิน และกฎระเบียบทางเศรษฐกิจ ดัชนีดังกล่าวสะท้อนความถี่ของการกล่าวถึงความไม่แน่นอนในสื่อมวลชนร่วมกับความผันผวนของตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค ผลการศึกษาชี้ว่าความไม่แน่นอนเชิงนโยบายสามารถชะลอการลงทุน การจ้างงาน และเพิ่มความผันผวนของตลาดทุน งานวิจัยนี้จึงเป็นพื้นฐานสำคัญในการศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนเชิงนโยบายต่อการกำหนดราคาสินทรัพย์และพฤติกรรมของนักลงทุนในตลาดการเงิน

ภายใต้กรอบความไม่แน่นอนเชิงนโยบายดังกล่าว งานวิจัยจำนวนหนึ่งให้ความสำคัญกับความไม่แน่นอนด้านนโยบายการค้า (TPU) ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อระบบเศรษฐกิจและตลาดทุนระหว่างประเทศ (Bekaert et al., 2005) พบว่า ภายใต้กระบวนการบูรณาการของตลาดทุนโลก ความเชื่อมโยงระหว่างตลาดพัฒนาแล้วและตลาดเกิดใหม่มีความสัมพันธ์กันมากขึ้น ส่งผลให้ความไม่แน่นอนเชิงนโยบายจากประเทศเศรษฐกิจหลักสามารถส่งผ่านไปยังตลาดทุนประเทศอื่นได้อย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะความไม่แน่นอนทางนโยบายการค้า (TPU) ของประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งมักถูกใช้เป็นตัวแทนของความไม่แน่นอนเชิงนโยบายของประเทศมหาอำนาจทางเศรษฐกิจ ขณะที่ Adjei and Adjei (2021) พบว่า TPU ไม่ส่งผลโดยตรงต่อผลตอบแทนตลาดหุ้นในปัจจุบัน แต่สามารถทำนายผลตอบแทนในอนาคตได้อย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนกลไกการเรียก ร้องส่วนชดเชยความเสี่ยงของนักลงทุน นอกจากนี้ He, Lucey and Wang (2021) พบว่า TPU ของสหรัฐฯ ส่งผลเชิงบวกชั่วคราวต่อผลตอบแทนตลาดหุ้นสหรัฐฯ แต่ส่งผลเชิงลบต่อผลตอบแทนตลาดหุ้นจีนอย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนความแตกต่างของผลกระทบระหว่างประเทศในบริบทสงครามการค้า ขณะที่ Bianconi, Esposito

and Sammon (2021) ชี้ว่า ผลกระทบของ TPU ขึ้นอยู่กับระดับการเปิดรับความเสี่ยงด้านการค้า โดยบริษัทที่พึ่งพาการนำเข้าจากจีนสูงมีผลตอบแทนลดลงในระยะสั้นเมื่อ TPU เพิ่มขึ้น แต่สามารถฟื้นตัวได้ในระยะยาวจากการปรับตัวของต้นทุนและโครงสร้างราคา นอกจากนี้ Caldara et al. (2019) พบว่า ความไม่แน่นอนทางนโยบายการค้า (TPU) ส่งผลให้การลงทุนของภาคธุรกิจและกิจกรรมทางเศรษฐกิจลดลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะในภาคธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการค้าระหว่างประเทศ ซึ่งสะท้อนว่าความไม่แน่นอนด้านนโยบายการค้าสามารถส่งผลกระทบต่อการค้าและกิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยรวม

ในอีกมิติหนึ่ง งานวิจัยเกี่ยวกับวงจรการเมืองสหรัฐอเมริกาชี้ให้เห็นถึงบทบาทของการเปลี่ยนผ่านอำนาจทางการเมืองต่อผลตอบแทนตลาดหุ้น Santa-Clara and Valkanov (2003) พบว่าผลตอบแทนตลาดหุ้นสหรัฐฯ ในช่วงรัฐบาลพรรค Democrat สูงกว่าช่วงรัฐบาลพรรค Republican อย่างมีนัยสำคัญ แม้ควบคุมปัจจัยด้านความเสี่ยงและเศรษฐกิจมหภาคแล้ว ต่อมา Belo, Gala and Li (2011) อธิบายความแตกต่างดังกล่าวผ่านช่องทางนโยบายการคลังและโครงสร้างการใช้จ่ายภาครัฐ ซึ่งมีผลต่อโครงสร้างความเสี่ยงและต้นทุนทุนของภาคธุรกิจ อย่างไรก็ตาม Pástor and Veronesi (2020) เสนอว่า ความแตกต่างของผลตอบแทนอาจเกิดจากระดับความเสี่ยงทางเศรษฐกิจในช่วงก่อนการเลือกตั้งมากกว่านโยบายของพรรคการเมืองโดยตรง โดยพรรค Democrat มักได้รับชัยชนะในช่วงที่ความเสี่ยงของระบบเศรษฐกิจอยู่ในระดับสูง ทำให้ผลตอบแทนภายหลังสะท้อนส่วนชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น เมื่อพิจารณาร่วมกัน งานวิจัยเหล่านี้ชี้ว่าการเปลี่ยนผ่านทางการเมืองของสหรัฐฯ สามารถส่งผลกระทบต่อความคาดหวังและการกำหนดราคาสินทรัพย์ทั้งในประเทศและต่างประเทศ

สำหรับดัชนีความผันผวน VIX นั้น Whaley (2009) อธิบายว่าการเพิ่มขึ้นของ VIX มักสัมพันธ์กับผลตอบแทนตลาดหุ้นเชิงลบในระยะสั้น Sarwar (2012) พบความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญระหว่างการเปลี่ยนแปลงของ VIX กับผลตอบแทนตลาดหุ้นทั้งในสหรัฐฯ และตลาดเกิดใหม่ ขณะที่ Bekaert and Hoerova (2014) แสดงให้เห็นว่า ระดับ Variance Premium ที่สูงสัมพันธ์กับผลตอบแทนในอนาคตที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ต่อมา Zakamulin (2016) พบว่า หลังจาก VIX แตะระดับสูงสุด ตลาดมักเกิดการฟื้นตัวในระยะสั้นจากภาวะ overreaction และ Kudryavtsev (2017) ยืนยันว่าการเพิ่มขึ้นของ VIX เชื่อมโยงกับแรงกดดันต่อราคาหุ้นและความเสี่ยงเชิงลบที่เพิ่มขึ้นอย่างชัดเจน

นอกเหนือจากปัจจัยด้านความผันผวนของตลาดการเงินแล้ว งานวิจัยยังให้ความสำคัญกับสินทรัพย์ปลอดภัย เช่น ทองคำ Ali et al. (2020) พบว่า ราคาทองคำมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนตลาดหุ้น โดยเฉพาะในช่วงที่ตลาดมีความผันผวนสูง นอกจากนี้ ขวัญชนก ลาภมาก (2564) และ ศรัญญา ตระกูลไพศาล และศิริขวัญ เจริญวิริยะกุล (2566) พบผลในทิศทางเดียวกันในบริบทตลาดหุ้นไทย โดยราคาทองคำที่เพิ่มขึ้นสัมพันธ์กับผลตอบแทนตลาดหุ้นที่ลดลง Hoai (2023) และ Karageorgou (2024) ยืนยันบทบาทของทองคำในฐานะสินทรัพย์ป้องกันความเสี่ยงและสินทรัพย์ปลอดภัย โดยเฉพาะในช่วงที่ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจเพิ่มสูงขึ้น

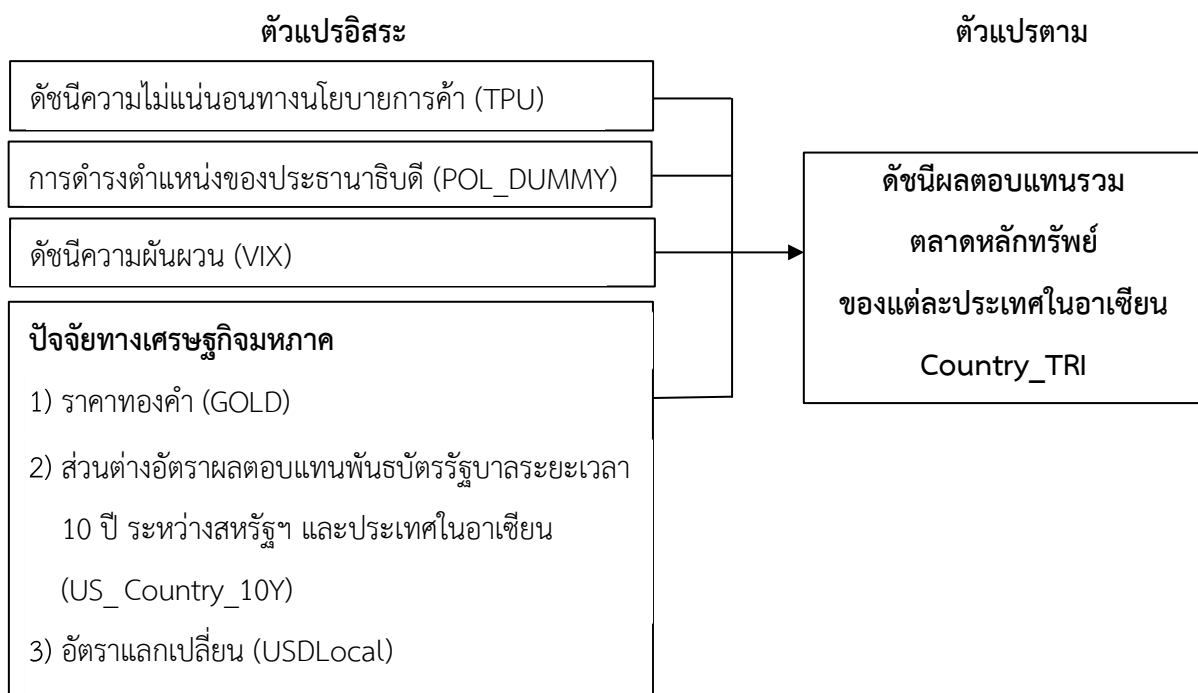
ในมิติของส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตร Bowman, Londono and Saprizo (2014) พบว่า การเพิ่มขึ้นของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ส่งผลให้ตลาดหุ้นเกิดใหม่ปรับตัวลดลงจากแรงไหลออกของเงินทุน Ain and Siddiqui (2019) พบว่า ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนตลาดหุ้น โดยเฉพาะประเทศที่มีความเชื่อมโยงทางการเงินกับสหรัฐฯ สูง ขณะที่ Caballero and Upper (2023) ยืนยันว่า การเพิ่มขึ้นของ Bond Yield สหรัฐฯ กดดันสินทรัพย์เสี่ยงผ่านกลไก risk premium และต้นทุนทางการเงินของภาคธุรกิจ

งานวิจัยเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยน Wongbangpo and Sharma (2002) พบว่า อัตราแลกเปลี่ยนมีความเชื่อมโยงกับตลาดหุ้นในประเทศอาเซียนผ่านกลไกความสามารถในการแข่งขันทางการค้า Zhao (2010) และ Ali et al. (2020) พบการส่งผ่านผลตอบแทนและความผันผวนระหว่างค่าเงินกับตลาดหุ้น ขณะที่ ศิริขวัญ เจริญวิริยะกุล และยุทธนา เศรษฐบุรพาโรหมย์ (2563) พบว่าเงินบาทที่อ่อนค่ามีผลเชิงลบต่อผลตอบแทนตลาดหุ้นไทย โดยเฉพาะในกลุ่มธุรกิจที่พึ่งพาการนำเข้า

อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาวรรณกรรมที่ผ่านมา พบว่าผลการศึกษายังไม่สอดคล้องกันในหลายประเด็น ทั้งในด้านทิศทางและขนาดของผลกระทบ ซึ่งขึ้นอยู่กับบริบทของประเทศ ช่วงเวลา และวิธีการวิเคราะห์ที่แตกต่างกัน สะท้อนถึงข้อจำกัดในการสรุปผลเชิงทั่วไป และนำไปสู่ความจำเป็นในการทดสอบซ้ำในบริบทของกลุ่มประเทศอาเซียน เพื่อให้ได้ข้อสรุปที่มีความครอบคลุมและสอดคล้องกับโครงสร้างเศรษฐกิจของภูมิภาคมากยิ่งขึ้น ซึ่งนอกเหนือจากตัวแปรที่นำมาใช้ในการศึกษานี้ วรรณกรรมที่ผ่านมาชี้ว่าผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ยังได้รับอิทธิพลจากปัจจัยอื่น ๆ เช่น อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย การเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP) รวมถึงปัจจัยเฉพาะของบริษัท เช่น ผลประกอบการและโครงสร้างเงินทุน ซึ่งล้วนมีบทบาทสำคัญต่อการกำหนดราคาสินทรัพย์ในตลาดทุน อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้มุ่งเน้นศึกษาผลกระทบของปัจจัยภายนอกประเทศ โดยเฉพาะความไม่แน่นอนเชิงนโยบายการค้าและวัฏจักรการเมืองของสหรัฐอเมริกา จึงมิได้นำตัวแปรดังกล่าวมาพิจารณา เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาความซ้ำซ้อนของข้อมูล (Multicollinearity) และเพื่อให้สามารถแยกอิทธิพลของปัจจัยภายนอกได้อย่างชัดเจนนอกจากนี้ การจำกัดขอบเขตของตัวแปรยังช่วยให้แบบจำลองมีความกระชับและสามารถตีความผลการศึกษได้ตรงตามวัตถุประสงค์ของงานวิจัยมากยิ่งขึ้น

จากการทบทวนงานวิจัยทั้งหมดข้างต้น สามารถสรุปได้ว่า ปัจจัยด้านความไม่แน่นอนเชิงนโยบายการค้า วัฏจักรการเมือง และดัชนีความผันผวน VIX รวมไปถึงปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค ได้แก่ ทองคำ ซึ่งจัดเป็นสินทรัพย์ปลอดภัย อัตราผลตอบแทนพันธบัตร และอัตราแลกเปลี่ยน ล้วนเป็นกลไกสำคัญที่ส่งผ่านผลกระทบสู่ตลาดหุ้นในภูมิภาคอาเซียน ผ่านช่องทางส่วนขาดเซยความเสี่ยง กระแสเงินทุนเคลื่อนย้าย และความคาดหวังของนักลงทุน ซึ่งเป็นพื้นฐานสำคัญในการพัฒนาแบบจำลองเชิงเศรษฐมิติของการศึกษาครั้งนี้ต่อไป ดังนั้นจึงเกิดกรอบแนวคิด และสมมติฐานวิจัยดังนี้

กรอบแนวคิด



รูปที่ 1 กรอบแนวคิดการศึกษาของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศในอาเซียน

สมมติฐานการวิจัย

1. ความไม่แน่นอนทางนโยบายการค้า มีความสัมพันธ์เชิงลบกับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียน เนื่องจากความไม่แน่นอนด้านมาตรการภาษี การเจรจาการค้า และท่าทีเชิงนโยบายของสหรัฐอเมริกา ส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน การตัดสินใจลงทุน และกระแสเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ภายใต้กรอบการเงินระหว่างประเทศ ความไม่แน่นอนที่เพิ่มขึ้นทำให้นักลงทุนเรียกร้องส่วนชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium) สูงขึ้น ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับลดลง หลักฐานเชิงประจักษ์สนับสนุนแนวคิดนี้โดย He, Lucey and Wang (2021) พบว่าความไม่แน่นอนทางนโยบายการค้าของสหรัฐฯ ส่งผลเชิงลบต่อผลตอบแทนตลาดหุ้นจีน และ Bianconi, Esposito and Sammon (2021) พบว่าบริษัทที่มีการเปิดรับความเสี่ยงด้านการค้าสูงมีผลตอบแทนลดลงเมื่อความไม่แน่นอนเพิ่มขึ้น ดังนั้น การเพิ่มขึ้นของความไม่แน่นอนทางนโยบายการค้าจึงมีแนวโน้มกดดันผลตอบแทนตลาดหุ้นในประเทศอาเซียนที่พึ่งพาการค้าและการส่งออกสูง

2. การดำรงตำแหน่งของประธานาธิบดีสหรัฐอเมริกามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียน เนื่องจากวัฏจักรทางการเมืองของสหรัฐฯ สะท้อนทิศทางการนโยบายเศรษฐกิจ การใช้จ่ายภาครัฐ และความเชื่อมั่นของนักลงทุน ซึ่งมีผลต่อการกำหนดราคาสินทรัพย์และกระแสเงินทุนในตลาดการเงินโลก Santa-Clara and Valkanov (2003) พบว่าผลตอบแทนตลาดหุ้นสหรัฐฯ ในช่วงรัฐบาลพรรคเดโมแครตสูงกว่าช่วงพรรครีพับลิกันอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ Belo, Gala and Li (2011) อธิบายว่าความแตกต่างดังกล่าวเกี่ยวข้องกับนโยบายการคลังและโครงสร้างการใช้จ่ายภาครัฐ อย่างไรก็ตาม Pástor and Veronesi (2020) ชี้ว่าผลตอบแทนอาจสะท้อนการเปลี่ยนแปลงของส่วนชดเชยความเสี่ยงตามวัฏจักร

เศรษฐกิจมากกว่านโยบายโดยตรง สำหรับประเทศอาเซียนที่มีความเชื่อมโยงกับเศรษฐกิจสหรัฐฯ สูง การเปลี่ยนแปลงผู้นำทางการเมืองจึงอาจส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนตลาดหุ้นผ่านความคาดหวังเชิงนโยบายและการแสวงหาเงินทุนระหว่างประเทศ

3. ดัชนีความผันผวน VIX มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียน โดยการเพิ่มขึ้นของ VIX สะท้อนระดับความเสี่ยงที่นักลงทุนรับรู้สูงขึ้น ส่งผลให้เกิดการลดการถือครองสินทรัพย์เสี่ยงและการเคลื่อนย้ายเงินทุนไปยังสินทรัพย์ปลอดภัย ซึ่งกดดันให้ผลตอบแทนตลาดหุ้นปรับตัวลดลง Whaley (2009) อธิบายว่า VIX ทำหน้าที่เป็นดัชนีความกลัวของนักลงทุน และมักเคลื่อนไหวสวนทางกับผลตอบแทนตลาดหุ้น ขณะที่ Sarwar (2012) พบความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญระหว่าง VIX กับผลตอบแทนตลาดหุ้นทั้งในสหรัฐฯ และตลาดเกิดใหม่ และ Bekaert and Hoerova (2014) ชี้ว่าการเพิ่มขึ้นของ variance premium สัมพันธ์กับผลตอบแทนหุ้นในอนาคตที่ลดลง นอกจากนี้ Zakamulin (2016) และ Kudryavtsev (2017) ยังพบว่าการเพิ่มขึ้นของ VIX เชื่อมโยงกับแรงกดดันต่อราคาหุ้นและความผันผวนเชิงลบของตลาด

4. ราคาทองคำ (Gold Price) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียน เนื่องจากทองคำถูกมองว่าเป็นสินทรัพย์ปลอดภัย (Safe Haven) ที่นักลงทุนมักถือครองเมื่อความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้เงินทุนเคลื่อนย้ายออกจากสินทรัพย์เสี่ยง เช่น หุ้น ไปยังทองคำ ทำให้ผลตอบแทนตลาดหุ้นมีแนวโน้มลดลง Ali et al. (2020) พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างราคาทองคำกับผลตอบแทนตลาดหุ้น โดยเฉพาะในช่วงตลาดผันผวน นอกจากนี้ ขวัญชนก ลาภมาก (2564) และ ศรัณญา ตระกูลไพศาล และศิริขวัญ เจริญวิริยะกุล (2566) พบผลในทิศทางเดียวกันในตลาดหุ้นไทย ขณะที่ Hoai (2023) และ Karageorgou (2024) ยืนยันบทบาทของทองคำในฐานะสินทรัพย์ป้องกันความเสี่ยงในช่วงเศรษฐกิจผันผวน ดังนั้น การเพิ่มขึ้นของราคาทองคำจึงมีแนวโน้มกดดันผลตอบแทนตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียนผ่านพฤติกรรมหลีกเลี่ยงความเสี่ยงของนักลงทุน

5. ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตร (Bond Yield Differential) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียน โดยการเพิ่มขึ้นของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ สะท้อนภาวะนโยบายการเงินที่เข้มงวดและอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ทำให้ต้นทุนเงินทุนเพิ่มขึ้นและลดความน่าสนใจของสินทรัพย์เสี่ยง นอกจากนี้ ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนยังส่งผลกระทบต่อ การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ซึ่งอาจกระตุ้นให้เกิดเงินทุนไหลออกจากตลาดหุ้นเกิดใหม่ Bowman, Londono and Saprizo (2014) พบว่าการเพิ่มขึ้นของ Bond Yield สหรัฐฯ ส่งผลให้ราคาหุ้นในตลาดเกิดใหม่ลดลง ขณะที่ Ain and Siddiqui (2019) พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่าง yield spread กับผลตอบแทนตลาดหุ้น นอกจากนี้ Pongpisarnsakul (2022) และ Rungruanglit (2023) ยังพบผลในทิศทางเดียวกันในตลาดหุ้นไทย และ Caballero and Upper (2023) ชี้ว่าการปรับขึ้น Bond Yield สหรัฐฯ กดดันสินทรัพย์เสี่ยงผ่านช่องทาง Risk Premium และสภาวะการจัดหาเงินทุนในตลาดการเงินโลก

6. อัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียน เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินส่งผลต่อความสามารถในการแข่งขันทางการค้า ต้นทุนการนำเข้า ภาระหนี้สกุลเงินต่างประเทศ และกระแสเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ โดยการอ่อนค่าของค่าเงินในประเทศเกิดใหม่มักสะท้อนแรงกดดันด้านเงินทุนไหลออกและความเสี่ยงทางการเงินที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ผลตอบแทนตลาดหุ้นลดลง Wongbangpo and Sharma (2002) พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนกับดัชนีตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียน ขณะที่ Zhao (2010) พบการส่งผ่านผลตอบแทนและความผันผวนระหว่างตลาดเงินและตลาดหุ้น นอกจากนี้ Ali et al. (2020) และ ศิริขวัญ เจริญวิริยะกุล และยุทธนา เศรษฐบุราโมทย์ (2563) ยังพบว่าการอ่อนค่าของค่าเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนตลาดหุ้นในตลาดเกิดใหม่และตลาดหุ้นไทย

ระเบียบวิธีการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายการค้า (TPU) วัฏจักรการเมืองของสหรัฐอเมริกา ดัชนีความผันผวน VIX และปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีต่อดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยกลุ่มอาเซียน ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาค้นคว้านี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ประเภทข้อมูลอนุกรมเวลา (Time Series Data) รายวัน ครอบคลุมช่วงระยะเวลาตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2553 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2568 รวมทั้งสิ้น 2,828 วัน โดยการศึกษาได้เลือกช่วงเวลาดังกล่าวเนื่องจากเป็นช่วงเวลาหลังวิกฤต 2551 และตลาดเข้าสู่ภาวะปกติ ซึ่งครอบคลุมหลายรัฐบาลสหรัฐฯ และเหตุการณ์สำคัญ ทำให้วิเคราะห์ผลกระทบระยะยาวได้ชัดเจน อย่างไรก็ตาม ช่วงเวลาข้างต้น มีเหตุการณ์สำคัญที่มีผลกระทบต่อการลงทุน ซึ่งผลกระทบที่เกิดขึ้นถูกเฉลี่ยออกไป และใช้ TPU กับ VIX เป็นตัวแทนของความไม่แน่นอนอยู่แล้ว และเนื่องจากแต่ละประเทศมีวันหยุดตลาดไม่ตรงกัน ผู้วิจัยจึงคัดเลือกเฉพาะวันที่มีข้อมูลตรงกันในทุกประเทศ ทำให้การศึกษาใช้ข้อมูลเป็นจำนวน 2,828 วัน ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามนั้น การศึกษานี้ใช้วิธีสมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Linear Regression Analysis) และใช้วิธี Newey–West standard errors เพื่อบรรเทาปัญหาความแปรปรวนไม่คงที่ (heteroskedasticity) และความสัมพันธ์กันของค่าคลาดเคลื่อนตามลำดับเวลา (autocorrelation) ซึ่งแบบจำลองเชิงเศรษฐมิติสามารถกำหนดให้อยู่ในรูปสมการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามได้ดังต่อไปนี้

$$Country_TRIt$$

$$= \beta_0 + \beta_1 TPU_t + \beta_2 POL_DUMMY_t \\ + \beta_3 VIX_t + \beta_4 GOLD_t \\ + \beta_5 US_COUNTRY_10Y_t + \beta_6 USDLocal_t \\ + \varepsilon$$

โดยกำหนดให้

Country_TRIt

หมายถึง อัตราการเปลี่ยนแปลงรายวันของดัชนีผลตอบแทนรวม (Daily Percentage Change of Total Return Index) ของประเทศในภูมิภาคอาเซียน ซึ่งสะท้อนผลตอบแทนจากราคาหุ้นรวมกับเงินปันผลในช่วงเวลา t โดยดัชนีผลตอบแทนรวมที่ใช้คำนวณอยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ (USD) เพื่อให้สามารถเปรียบเทียบข้ามประเทศได้อย่างสอดคล้องกัน โดยคำนวณจาก $Country_TRI_t = (TRI_t - TRI_{t-1}) / TRI_{t-1}$

โดยที่ TRI_t และ TRI_{t-1} คือ ดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ ณ เวลา t และ $t-1$ ตามลำดับ

TPUt

หมายถึง ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายการค้า (Trade Policy Uncertainty Index) โดยแปลงค่าเป็น LOG(TPU) และเผยแพร่ผ่านฐานข้อมูล Economic Policy Uncertainty (EPU)

POL_DUMMYt

หมายถึง ตัวแปรหุ่นทางการเมือง (Political Party Dummy) ซึ่งใช้แทนพรรคการเมือง ของประธานาธิบดีสหรัฐอเมริกา โดยกำหนดค่าเป็น 1 เมื่อประธานาธิบดีสหรัฐอเมริกามาจากพรรคเดโมแครต (Democrat) และกำหนดค่าเป็น 0 เมื่อมาจากพรรครีพับลิกัน (Republican) สำหรับช่วงเวลาที่ศึกษา พ.ศ. 2553–2568 กำหนดค่าตัวแปรอ้างอิงตามวันเข้ารับตำแหน่งอย่างเป็นทางการในวันที่ 20 มกราคม โดยกำหนดค่า $POL_DUMMY = 1$ ในช่วงวันที่ 1 มกราคม 2010 – 19 มกราคม 2017 และช่วงวันที่ 20 มกราคม 2021 – 19 มกราคม 2025 ซึ่งเป็นสมัยของประธานาธิบดีจากพรรคเดโมแครต ได้แก่ Barack Obama และ Joe Biden และกำหนดค่า $POL_DUMMY = 0$ ในช่วงวันที่ 20 มกราคม 2017 – 19 มกราคม 2021 และช่วงวันที่ 20 มกราคม 2025 – 31 ธันวาคม 2025 ซึ่งเป็นสมัยของประธานาธิบดีจากพรรครีพับลิกัน ได้แก่ Donald Trump.

VIXt

หมายถึง ดัชนีความผันผวน VIX โดยแปลงค่าเป็น LOG(VIX) ข้อมูลดัชนีดังกล่าวเผยแพร่โดย Chicago Board Options Exchange (CBOE)

GOLDt

หมายถึง ราคาทองคำในตลาดโลก (Gold Price) โดยแปลงค่าเป็น LOG(GOLD)

US_COUNTRY_10Yt

หมายถึง ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว (Bond Yield Differential) พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี และพันธบัตรรัฐบาลของประเทศในอาเซียน อายุ 10 ปี

$$US_COUNTRY_10Y_t = Y10Y_t^{US} - Y10Y_t^{LOCAL}$$

โดยที่ $Y10Y_t^{US}$

คือ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐอเมริกา อายุ 10 ปี ณ เวลา t

และ $Y10Y_t^{LOCAL}$

คือ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของประเทศในอาเซียน อายุ 10 ปี ณ เวลา t

USDLocalt

หมายถึง อัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate) ระหว่างสกุลเงินของประเทศในอาเซียนกับดอลลาร์สหรัฐ โดยแปลงค่าเป็น LOG(USDLocal)

 β_0

หมายถึง ค่าคงที่

 β_1 to β_6

หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ

t

หมายถึง ช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง

 ϵ

หมายถึง ค่าความคลาดเคลื่อน

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ส่วนใหญ่มาจากฐานข้อมูล LSEG ได้แก่ ราคาทองคำ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวอายุ 10 ปี และอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate) ระหว่างสกุลเงินของประเทศในกลุ่มอาเซียนกับดอลลาร์สหรัฐ ขณะที่ข้อมูลดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นของประเทศในภูมิภาคอาเซียนได้ดึงมาจากฐานข้อมูล Bloomberg

ทั้งนี้ หากข้อมูลอนุกรมเวลาที่ใช้ในการศึกษามีลักษณะไม่นิ่ง (Non-stationary) อาจนำไปสู่ปัญหาความสัมพันธ์ที่ไม่แท้จริง (Spurious Relationship) ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม ซึ่งทำให้ผลการประมาณค่าทางเศรษฐมิติมีความเอนเอียงและขาดความน่าเชื่อถือ ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงทำการทดสอบความนิ่งของข้อมูล และแปลงตัวแปรบางส่วนให้อยู่ในรูปผลต่างลำดับที่หนึ่ง [D (First Difference)] เพื่อจัดแนวโน้มเชิงเวลาและทำให้ข้อมูลมีคุณสมบัติสอดคล้องกับข้อกำหนดของแบบจำลอง นอกจากนี้ ตัวแปรบางตัวถูกแปลงให้อยู่ในรูปลอการิทึม (Logarithm: LOG) เพื่อสะท้อนการเปลี่ยนแปลงในเชิงสัดส่วน ลดความแปรปรวนของข้อมูล และเอื้อให้การตีความค่าสัมประสิทธิ์อยู่ในรูปความยืดหยุ่น (Elasticity) ได้อย่างเหมาะสม

การศึกษานี้แบ่งการวิเคราะห์ออกเป็นสองส่วนหลัก ส่วนแรกเป็นการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics Analysis) โดยคำนวณค่าสถิติพื้นฐาน ได้แก่ ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) เพื่ออธิบายลักษณะการกระจายตัวและระดับความผันผวนของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งประกอบด้วย ตัวแปรตาม คือ ดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียน (ไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ และเวียดนาม) และตัวแปรอิสระ ได้แก่ ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายการค้า (TPU) ตัวแปรหุ่นทางการเมืองของสหรัฐอเมริกา, ดัชนีความผันผวน VIX, ราคาทองคำ, ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐอเมริกากับประเทศอาเซียน และอัตราแลกเปลี่ยนเงินดอลลาร์สหรัฐเมื่อเทียบกับสกุลเงินท้องถิ่นของแต่ละประเทศ ส่วนที่สองเป็นการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics Analysis) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ทั้งนี้ ก่อนการดำเนินการวิเคราะห์เชิงอนุมาน

ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบความนิ่งของข้อมูล (Unit Root Test) เพื่อตรวจสอบคุณสมบัติของตัวแปร และตรวจสอบปัญหาสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) รวมไปถึงการทดสอบปัญหาความสัมพันธ์ของค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) และการตรวจสอบปัญหาความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนไม่คงที่ (Heteroskedasticity) เพื่อป้องกันความเอนเอียงของค่าสัมประสิทธิ์และความไม่เสถียรของแบบจำลอง เมื่อได้ดำเนินการแก้ไขปัญหาดังกล่าวแล้ว จึงนำข้อมูลเข้าสู่กระบวนการ

ประมาณค่าแบบจำลอง เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลของปัจจัยต่างๆที่ส่งผลต่อดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียนอย่างเป็นระบบและมีความน่าเชื่อถือทางสถิติ ดังนี้

1. การทดสอบความนิ่งของข้อมูล (Unit Root Test)

การศึกษาค้นคว้านี้ได้ดำเนินการตรวจสอบคุณสมบัติความนิ่งของข้อมูล (Stationarity) โดยใช้วิธีการทดสอบ Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test เนื่องจากข้อมูลอนุกรมเวลามักมีลักษณะไม่นิ่ง (Non-stationary) อาจก่อให้เกิดปัญหาความสัมพันธ์เชิงสถิติที่ไม่แท้จริง (Spurious Regression) ผู้วิจัยจึงทำการทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับความนิ่งของตัวแปรภายใต้ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ดังรายละเอียดต่อไปนี้

ตารางที่ 1 ผลการทดสอบ Unit Root Test ของตัวแปร ด้วยวิธี Augmented Dickey Fuller (ADF)

ตัวแปรที่ใช้ศึกษา	ADF Test ที่ระดับ 1 st Difference (Prob.)	Order of Integration
COUNTRY_TRI, TPU, VIX	-	I(0)
GOLD, US_COUNTRY_10Y, USDLocal	0.0000**	I(1)

โดย ** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

2. การตรวจสอบปัญหาสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity)

การทดสอบ Multicollinearity พบว่า ค่า VIF (Variance Inflation Factor) ของทุกตัวแปรอิสระต่ำกว่า 10 จึงสรุปได้ว่าแบบจำลองไม่มีปัญหา Multicollinearity ที่ส่งผลกระทบต่อผลการประมาณค่า

3. การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation)

การศึกษาค้นคว้านี้ได้ดำเนินการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์กันของค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) ภายในแบบจำลอง โดยใช้สถิติ Durbin-Watson (D.W.) เป็นเครื่องมือในการทดสอบ ทั้งนี้ การแปลผลอาศัยการเปรียบเทียบค่าสถิติที่คำนวณได้กับค่าขอบเขตล่าง (Lower Bound: dL) และค่าขอบเขตบน (Upper Bound: dU) ตามเกณฑ์การตัดสินใจ

ผลการทดสอบ Durbin-Watson พบว่า มีปัญหา Autocorrelation ในประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย ดังนั้น ผู้วิจัยจึงใช้วิธี Newey-West เพื่อปรับค่า Standard Error ให้มีความน่าเชื่อถือและรองรับทั้ง Heteroskedasticity และ Autocorrelation ได้อย่างเหมาะสม

4. การตรวจสอบปัญหาค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนไม่คงที่ (Heteroskedasticity)

การทดสอบปัญหาความแปรปรวนไม่คงที่ของค่าความคลาดเคลื่อน (Heteroskedasticity) โดยใช้วิธี Breusch-Pagan-Godfrey Test ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 พบว่า ค่า P-Value ของทุกประเทศน้อยกว่า 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก สรุปได้ว่าแบบจำลองมีปัญหา Heteroskedasticity ดังนั้น จึงใช้วิธี Newey-West เพื่อบรรเทาปัญหาดังกล่าวโดยการปรับค่า Standard Error ให้มีความน่าเชื่อถือมากขึ้น

ผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics Analysis)

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	ค่าสูงสุด (MAX)	ค่าต่ำสุด (MIN)	ค่าเฉลี่ย (MEAN)	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน (S.D.)
TH_TRI	58.62	20.73	44.37	7.39
SG_TRI	7,024.61	2,027.99	3,386.26	915.13
MY_TRI	718.56	359.63	545.19	63.16
ID_TRI	3.46	1.17	2.22	0.42
PH_TRI	279.16	79.16	210.13	41.60
VN_TRI	0.11	0.02	0.05	0.02
TPU	4,648.75	4.60	334.43	494.17
VIX	82.69	9.14	18.13	6.91
GOLD	4,488.82	1,051.75	1,642.70	598.56
US_TH_10Y	2.97%	-2.19%	-0.16%	1.12%
US_SG_10Y	2.45%	-0.98%	0.40%	0.62%
US_MY_10Y	1.04%	-2.81%	-1.22%	0.85%
US_ID_10Y	-1.92%	-7.71%	-4.68%	1.25%
US_PH_10Y	-0.74%	-4.99%	-2.68%	0.91%
US_VN_10Y	1.93%	-10.28%	-3.71%	3.34%
USDTHB	38.11	28.67	32.63	1.87
USDSGD	1.46	1.20	1.33	0.06
USDMYR	4.80	2.94	3.87	0.54
USDIDR	16,870.00	8,460.00	12,975.43	2,385.52
USDPHP	59.12	40.55	48.90	5.06
USDVND	26,427.00	18,469.50	22,494.96	1,673.54

จากตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาพบว่า ดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นประเทศไทย (TH_TRI) มีค่าสูงสุดเท่ากับ 58.62 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 20.73 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 44.37 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 7.39 แสดงให้เห็นถึงระดับการเคลื่อนไหวของดัชนีในช่วงเวลาที่ศึกษา ลำดับถัดมา ดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นสิงคโปร์ (SG_TRI) มีค่าสูงสุดเท่ากับ 7,024.61 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 2,027.99 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ

3,386.26 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 915.13 สะท้อนถึงช่วงการเปลี่ยนแปลงของดัชนีที่ค่อนข้างกว้าง เมื่อเทียบกับประเทศอื่นในกลุ่มตัวอย่าง ลำดับถัดมา ดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นมาเลเซีย (MY_TRI) มีค่าสูงสุดเท่ากับ 718.56 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 359.63 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 545.19 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 63.16 ขณะที่ดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นอินโดนีเซีย (ID_TRI) มีค่าสูงสุดเท่ากับ 3.46 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 1.17 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.22 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.42 ลำดับถัดมา ดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นฟิลิปปินส์ (PH_TRI) มีค่าสูงสุดเท่ากับ 279.16 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 79.16 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 210.13 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 41.60 และสุดท้าย ดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นเวียดนาม (VN_TRI) มีค่าสูงสุดเท่ากับ 0.11 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.02 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.05 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.02 โดยข้อมูลทั้งหมดสะท้อนช่วงการเคลื่อนไหวของดัชนีผลตอบแทนรวมในกลุ่มประเทศอาเซียนตลอดระยะเวลาที่ศึกษาอย่างต่อเนื่อง ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายการค้า (TPU) มีค่าสูงสุดเท่ากับ 4,648.75 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 4.60 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 334.43 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 494.17 ลำดับต่อมา ดัชนีความผันผวน VIX มีค่าสูงสุดเท่ากับ 82.69 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 9.14 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 18.13 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 6.91 ลำดับต่อมา ราคาทองคำ (GOLD) มีค่าสูงสุดเท่ากับ 4,488.82 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 1,051.75 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1,642.70 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 598.56 ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐอเมริกา กับไทย (US_TH_10Y) มีค่าสูงสุดเท่ากับ 2.97% ค่าต่ำสุดเท่ากับ -2.19% ค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.16% และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.12% ลำดับต่อมา ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐอเมริกากับสิงคโปร์ (US_SG_10Y) มีค่าสูงสุดเท่ากับ 2.45% ค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.98% ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.40% และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.62% ลำดับต่อมา ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐอเมริกากับมาเลเซีย (US_MY_10Y) มีค่าสูงสุดเท่ากับ 1.04% ค่าต่ำสุดเท่ากับ -2.81% ค่าเฉลี่ยเท่ากับ -1.22% และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.85% ลำดับต่อมา ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐอเมริกากับอินโดนีเซีย (US_ID_10Y) มีค่าสูงสุดเท่ากับ -1.92% ค่าต่ำสุดเท่ากับ -7.71% ค่าเฉลี่ยเท่ากับ -4.68% และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.25% ลำดับต่อมา ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐอเมริกากับฟิลิปปินส์ (US_PH_10Y) มีค่าสูงสุดเท่ากับ -0.74% ค่าต่ำสุดเท่ากับ -4.99% ค่าเฉลี่ยเท่ากับ -2.68% และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.91% และส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐอเมริกากับเวียดนาม (US_VN_10Y) มีค่าสูงสุดเท่ากับ 1.93% ค่าต่ำสุดเท่ากับ -10.28% ค่าเฉลี่ยเท่ากับ -3.71% และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 3.34% อัตราแลกเปลี่ยนบาทไทยต่อดอลลาร์สหรัฐฯ (USDTHB) มีค่าสูงสุดเท่ากับ 38.11 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 28.67 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 32.63 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.87 ลำดับต่อมา อัตราแลกเปลี่ยนดอลลาร์สิงคโปร์ต่อดอลลาร์สหรัฐฯ (USDUSD) มีค่าสูงสุดเท่ากับ 1.46 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 1.20 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.33 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.06 ลำดับต่อมา อัตราแลกเปลี่ยนริงกิตมาเลเซียต่อดอลลาร์สหรัฐฯ (USDMYR) มีค่าสูงสุดเท่ากับ 4.80 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 2.94 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.87 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.54 ลำดับต่อมา อัตราแลกเปลี่ยนรูเปียห์อินโดนีเซียต่อดอลลาร์สหรัฐฯ (USDIDR) มีค่าสูงสุดเท่ากับ 16,870.00 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 8,460.00 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 12,975.43 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ

2,385.52 ลำดับต่อมา อัตราแลกเปลี่ยนเปโซฟิลิปปินส์ต่อดอลลาร์สหรัฐฯ (USDPHP) มีค่าสูงสุดเท่ากับ 59.12 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 40.55 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 48.90 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 5.06 และสุดท้าย อัตราแลกเปลี่ยนดองเวียดนามต่อดอลลาร์สหรัฐฯ (USDVND) มีค่าสูงสุดเท่ากับ 26,427.00 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 18,469.50 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 22,494.96 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1,673.54

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics Analysis)

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยกลุ่มอาเซียน ได้แก่ ประเทศไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ และเวียดนาม สามารถแสดงได้ ดังนี้

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานของตัวแปรอิสระที่มีต่อดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตัวแปร (Variable)	ค่าสัมประสิทธิ์ Coefficient	ความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน (Std. Error)	สถิติทดสอบที (t-Statistic)	ระดับนัยสำคัญ (Prob.)
LOG(TPU)	0.0005	0.0002	2.3477	0.0190**
POL_DUMMY	0.0010	0.0005	1.9865	0.0471**
LOG(VIX)	-0.0033	0.0014	-2.4386	0.0148**
DLOG(GOLD)	-0.0185	0.0258	-0.7174	0.4732
D(US_TH_10Y)	1.4739	0.4101	3.5939	0.0003***
DLOG(USDTHB)	-1.1505	0.0804	-14.3142	0.0000***
C	0.0063	0.0029	2.1679	0.0302**
R-squared		0.1908	Prob(F-statistic) 0.0000	
Adjusted R-squared		0.1890		

จากตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานพบว่า แบบจำลองมีค่าสถิติ F-Statistic เท่ากับ 0.0000 แสดงถึงความสามารถของตัวแปรอิสระในการร่วมพยากรณ์ดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีค่า R-Squared เท่ากับ 0.1908 หรือร้อยละ 19.08 และค่า Adjusted R-Squared เท่ากับ 0.1890 ซึ่งหมายความว่าตัวแปรในแบบจำลองสามารถอธิบายความผันแปรของตัวแปรตามได้ร้อยละ 19.08 ส่วนที่เหลือ ร้อยละ 80.92 เป็นผลจากปัจจัยอื่นที่ไม่ได้รวมในการศึกษาครั้งนี้ ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามโดยใช้การทดสอบค่าสถิติที (t-statistic) โดยมีตัวแปรอิสระที่อธิบายตัวแปรตาม ได้แก่ ดัชนีความไม่แน่นอนของนโยบายการค้า (TPU) มีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ

0.0005 ตัวแปรหุ่นทางการเมือง (POL_DUMMY) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0010 ดัชนีความผันผวน VIX มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0033 ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะเวลา 10 ปีระหว่างสหรัฐฯ และไทย (US_TH_10Y) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 1.4739 และอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ (USDTHB) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -1.1505 จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลพบว่า ตลาดหุ้นไทยมีความอ่อนไหวต่อปัจจัยภายนอก โดยเฉพาะส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตร (US_TH_10Y) ซึ่งมีอิทธิพลสูงสุด รองลงมาคือ อัตราแลกเปลี่ยนที่มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับโครงสร้างเศรษฐกิจที่เปิดเสรีและพึ่งพากระแสเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ นอกจากนี้ ดัชนี VIX และตัวแปรหุ่นทางการเมืองสะท้อนบทบาทของความเสี่ยงและความผันผวนจากสหรัฐฯ ต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน โดยนำผลการวิเคราะห์มาเขียนเป็นสมการเชิงพยากรณ์ ดังต่อไปนี้

$$\begin{aligned} \text{TH_TRI} = & 0.0063^{**} + 0.0005 \times \text{LOG(TPU)}^{**} + 0.0010 \times \text{POL_DUMMY}^{**} \\ & + -0.0033 \times \text{LOG(VIX)}^{**} + 1.4739 \times \text{D(US_TH_10Y)}^{***} - 1.1505 \times \text{DLOG(USDTHB)}^{***} \end{aligned}$$

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานของตัวแปรอิสระที่มีต่อดัชนีผลตอบแทนรวมในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์

ตัวแปร (Variable)	ค่าสัมประสิทธิ์ Coefficient	ความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน (Std. Error)	สถิติทดสอบที (t-Statistic)	ระดับนัยสำคัญ (Prob.)
LOG(TPU)	0.0009	0.0002	5.1610	0.0000***
POL_DUMMY	0.0010	0.0004	2.3976	0.0166**
LOG(VIX)	-0.0047	0.0010	-4.5843	0.0000***
DLOG(GOLD)	0.0070	0.0221	0.3174	0.7510
D(US_SG_10Y)	0.2955	0.3211	0.9204	0.3574
DLOG(USDUSD)	-0.9268	0.0837	-11.0756	0.0000***
C	0.0085	0.0022	3.7695	0.0002
R-squared		0.1740	Prob(F-statistic) 0.0000	
Adjusted R-squared		0.1722		

จากตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานพบว่า แบบจำลองมีค่าสถิติ F-Statistic เท่ากับ 0.0000 แสดงถึงความสามารถของตัวแปรอิสระในการร่วมพยากรณ์ดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์อย่างมีนัยสำคัญ โดยมีค่า R-Squared เท่ากับ 0.1740 หรือร้อยละ 17.40 และค่า Adjusted R-Squared เท่ากับ 0.1722 ซึ่งหมายความว่าตัวแปรในแบบจำลองสามารถอธิบายความผันแปร ของตัวแปร

ตามได้ร้อยละ 17.40 ส่วนที่เหลือ ร้อยละ 82.60 เป็นผลจากปัจจัยอื่นที่ไม่ได้รวมในการศึกษา ครั้งนี้ ผลการ วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร อิสระและตัวแปรตามโดยใช้การทดสอบค่าสถิติ (t-statistic) โดยมี ตัวแปรอิสระที่อธิบายตัวแปรตาม ได้แก่ ดัชนีความไม่แน่นอนของนโยบายการค้า (TPU) มีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ 0.0009 ตัวแปรหุ่นทางการเมือง (POL_DUMMY) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0010 ดัชนีความผันผวน VIX มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0047 และอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินดอลลาร์สิงคโปร์ต่อดอลลาร์สหรัฐฯ (USDSGD) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.9268 จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลพบว่า ตลาดหุ้นสิงคโปร์มีความอ่อนไหวต่อปัจจัยภายนอกสูง โดยเฉพาะอัตราแลกเปลี่ยน (USDSGD) ซึ่งมีอิทธิพลสูงสุดและมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับบทบาทของสิงคโปร์ในฐานะศูนย์กลางทางการเงินที่เปิดเสรี นอกจากนี้ TPU ตัวแปรหุ่นทางการเมือง และ VIX มีนัยสำคัญ แสดงถึงความไวต่อข่าวสาร นโยบาย และความผันผวนจาก ตลาดสหรัฐฯ โดยนำผลการวิเคราะห์มาเขียนเป็นสมการเชิงพยากรณ์ ดังต่อไปนี้

$$SG_TRI = 0.0009 \times \text{LOG}(\text{TPU})^{***} + 0.0010 \times \text{POL_DUMMY}^{**} + -0.0047 \times \text{LOG}(\text{VIX})^{***} + -0.9268 \times \text{DLOG}(\text{USDSGD})^{***}$$

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานของตัวแปรอิสระที่มีต่อดัชนีผลตอบแทนรวมในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศมาเลเซีย

ตัวแปร (Variable)	ค่าสัมประสิทธิ์ Coefficient	ความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน (Std. Error)	สถิติทดสอบที (t-Statistic)	ระดับนัยสำคัญ (Prob.)
LOG(TPU)	0.0002	0.0001	1.6885	0.0914*
POL_DUMMY	0.0005	0.0003	1.5071	0.1319
LOG(VIX)	-0.0017	0.0007	-2.5011	0.0124**
DLOG(GOLD)	0.0226	0.0181	1.2469	0.2125
D(US_MY_10Y)	0.6366	0.3147	2.0227	0.0432**
DLOG(USDMYR)	-0.9355	0.0546	-17.1310	0.0000***
C	0.0037	0.0016	2.3020	0.0214**
R-squared		0.2943	Prob(F-statistic) 0.0000	
Adjusted R-squared		0.2928		

จากตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานพบว่า แบบจำลองมีค่าสถิติ F-Statistic เท่ากับ 0.0000 แสดงถึงความสามารถของตัวแปรอิสระในการร่วมพยากรณ์ดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีค่า R-Squared เท่ากับ 0.2943 หรือร้อยละ 29.43 และค่า

Adjusted R-Squared เท่ากับ 0.2928 ซึ่งหมายความว่าตัวแปรในแบบจำลองสามารถอธิบายความผันแปรของตัวแปร ตามได้ร้อยละ 29.43 ส่วนที่เหลือ ร้อยละ 70.57 เป็นผลจากปัจจัยอื่นที่ไม่ได้รวมในการศึกษาครั้งนี้ ผลการ วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร อิสระและตัวแปรตามโดยใช้การทดสอบค่าสถิติที (t-statistic) โดยมีตัวแปรอิสระที่อธิบายตัวแปรตาม ได้แก่ ดัชนีความไม่แน่นอนของนโยบายการค้า (TPU) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0002 ดัชนีความผันผวน VIX มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0017 ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะเวลา 10 ปี ระหว่างสหรัฐฯ และมาเลเซีย (US_MY_10Y) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.6366 และอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินริงกิตมาเลเซียต่อดอลลาร์สหรัฐฯ (USDMYR) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.9355 จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลพบว่า ตลาดหุ้นมาเลเซียได้รับอิทธิพลจากอัตราแลกเปลี่ยน (USDMYR) ซึ่งมีอิทธิพลสูงสุดและมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับโครงสร้างเศรษฐกิจที่พึ่งพาการค้าและเงินทุนระหว่างประเทศ ขณะเดียวกัน VIX และส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตร (US_MY_10Y) มีนัยสำคัญ สะท้อนบทบาทของความเสี่ยงและปัจจัยการเงินโลก ขณะที่ TPU และตัวแปรหุ้นทางการเมืองมีอิทธิพลในระดับจำกัด โดยนำผลการวิเคราะห์มาเขียน เป็นสมการเชิงพยากรณ์ ดังต่อไปนี้

$$\begin{aligned} \text{MY_TRI} = & 0.0037^{**} + 0.0002 \times \text{LOG(TPU)}^* + -0.0017 \times \text{LOG(VIX)}^{**} \\ & + 0.6366 \times \text{D(US_MY_10Y)}^{**} + -0.9355 \times \text{DLOG(USDMYR)}^{***} \end{aligned}$$

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานของตัวแปรอิสระที่มีต่อดัชนีผลตอบแทนรวมในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย

ตัวแปร (Variable)	ค่าสัมประสิทธิ์ Coefficient	ความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน (Std. Error)	สถิติทดสอบที (t-Statistic)	ระดับนัยสำคัญ (Prob.)
LOG(TPU)	0.0004	0.0002	2.0532	0.0401**
POL_DUMMY	0.0008	0.0004	1.9884	0.0469**
LOG(VIX)	-0.0026	0.0011	-2.4072	0.0161**
DLOG(GOLD)	0.0620	0.0255	2.4274	0.0153**
D(US_ID_10Y)	1.3832	0.3914	3.5337	0.0004***
DLOG(USDIDR)	-1.1690	0.0864	-13.5347	0.0000***
C	0.0053	0.0025	2.1521	0.0315**
R-squared		0.2332	Prob(F-statistic) 0.0000	
Adjusted R-squared		0.2316		

จากตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานพบว่า แบบจำลองมีค่าสถิติ F-Statistic เท่ากับ 0.0000 แสดงถึงความสามารถของตัวแปรอิสระในการร่วมพยากรณ์ดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซียอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีค่า R-Squared เท่ากับ 0.2332 หรือร้อยละ 23.32 และค่า Adjusted R-Squared เท่ากับ 0.2316 ซึ่งหมายความว่าตัวแปรในแบบจำลองสามารถอธิบาย ความผันแปรของตัวแปร ตามได้ร้อยละ 23.32 ส่วนที่เหลือ ร้อยละ 76.68 เป็นผลจากปัจจัยอื่นที่ไม่ได้รวมในการศึกษา ครั้งนี้ ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร อิสระและตัวแปรตามโดยใช้การทดสอบ ค่าสถิติที (t-statistic) โดยมี ตัวแปรอิสระที่อธิบายตัวแปรตาม ได้แก่ ดัชนีความไม่แน่นอนของนโยบายการค้า (TPU) มีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ 0.0004 ตัวแปรหุ่นทางการเมือง (POL_DUMMY) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0008 ดัชนีความผันผวน VIX มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0026 ราคาทองคำ (GOLD) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0620 ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะเวลา 10 ปี ระหว่างสหรัฐฯและอินโดนีเซีย (US_ID_10Y) มีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ 1.3832 และอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินรูเปียห์อินโดนีเซียต่อดอลลาร์สหรัฐฯ (USDIDR) มีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ -1.1690 จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลพบว่า ตลาดหุ้นอินโดนีเซียได้รับอิทธิพลจากปัจจัยภายนอก โดยเฉพาะส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตร (US_ID_10Y) ซึ่งมีอิทธิพลสูงสุด รองลงมาคืออัตราแลกเปลี่ยน (USDIDR) ที่มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนบทบาทของกระแสเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่าง ประเทศ นอกจากนี้ TPU ตัวแปรหุ่นทางการเมือง VIX และราคาทองคำมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าตลาด อินโดนีเซียตอบสนองทั้งต่อปัจจัยนโยบาย ความเสี่ยง และสินทรัพย์ปลอดภัย อย่างไรก็ตาม แม้ได้รับอิทธิพล จากปัจจัยภายนอก แต่ยังคงสะท้อนลักษณะของตลาดเกิดใหม่ที่มีความผันผวนและตอบสนองต่อหลายปัจจัย พร้อมกัน โดยนำผลการวิเคราะห์มาเขียนเป็นสมการเชิงพยากรณ์ ดังต่อไปนี้

$$\begin{aligned} \text{ID_TRI} = & 0.0053^{**} + 0.0004 \times \text{LOG(TPU)}^{**} + 0.0008 \times \text{POL_DUMMY}^{**} \\ & + -0.0026 \times \text{LOG(VIX)}^{**} + 0.0620 \times \text{DLOG(GOLD)}^{**} + 1.3832 \times \text{D(US_ID_10Y)}^{***} \\ & + -1.1690 \times \text{DLOG(USDIDR)}^{***} \end{aligned}$$

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานของตัวแปรอิสระที่มีต่อดัชนีผลตอบแทนรวมในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศฟิลิปปินส์

ตัวแปร (Variable)	ค่าสัมประสิทธิ์ Coefficient	ความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน (Std. Error)	สถิติทดสอบที (t-Statistic)	ระดับนัยสำคัญ (Prob.)
LOG(TPU)	0.0004	0.0002	1.4894	0.1365
POL_DUMMY	0.0011	0.0006	1.7589	0.0787*
LOG(VIX)	-0.0031	0.0017	-1.8515	0.0642*
DLOG(GOLD)	0.0237	0.0276	0.8582	0.3908

ตารางที่ 7 (ต่อ)

ตัวแปร (Variable)	ค่าสัมประสิทธิ์ Coefficient	ความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน (Std. Error)	สถิติทดสอบที (t-Statistic)	ระดับนัยสำคัญ (Prob.)
D(US_PH_10Y)	0.4951	0.1482	3.3418	0.0008***
DLOG(USDPHP)	-0.9840	0.0867	-11.3503	0.0000***
C	0.0068	0.0036	1.8582	0.0632*
R-squared		0.1098	Prob(F-statistic)	0.0000
Adjusted R-squared		0.1079		

จากตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานพบว่า แบบจำลองมีค่าสถิติ F-Statistic เท่ากับ 0.0000 แสดงถึงความสามารถของตัวแปรอิสระในการร่วมพยากรณ์ดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ประเทศฟิลิปปินส์ อย่างมีนัยสำคัญ โดยมีค่า R-Squared เท่ากับ 0.1098 หรือร้อยละ 10.98 และค่า Adjusted R-Squared เท่ากับ 0.1079 ซึ่งหมายความว่าตัวแปรในแบบจำลองสามารถอธิบายความผันแปรของตัวแปร ตามได้ร้อยละ 10.98 ส่วนที่เหลือ ร้อยละ 89.02 เป็นผลจากปัจจัยอื่นที่ไม่ได้รวมในการศึกษา ครั้งนี้ ผลการ วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร อิสระและตัวแปรตามโดยใช้การทดสอบค่าสถิติที (t-statistic) โดยมี ตัวแปรอิสระที่อธิบายตัวแปรตาม ได้แก่ ตัวแปรหุ่นทางการเมือง (POL_DUMMY) มีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ 0.0011 ดัชนีความผันผวน VIX มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0031 ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะ เวลา 10 ปี ระหว่างสหรัฐฯ และฟิลิปปินส์ (US_PH_10Y) มีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ 0.4951 และ อัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินเปโซฟิลิปปินส์ต่อดอลลาร์สหรัฐฯ (USDPHP) มีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ -0.9840 จาก ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพบว่า ผลลัพธ์สะท้อนว่าตลาดหุ้นฟิลิปปินส์ได้รับอิทธิพลจากอัตราแลกเปลี่ยน (USDPHP) ซึ่งมีอิทธิพลสูงสุดและมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ รองลงมาคือส่วนต่างอัตรา ผลตอบแทนพันธบัตร (US_PH_10Y) และ VIX สะท้อนบทบาทของปัจจัยการเงินและความเสี่ยงจาก ต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม ค่า R-squared อยู่ที่ร้อยละ 10.98 แม้สูงกว่าเวียดนามเล็กน้อย แต่ยังคงอยู่ในระดับที่ไม่ สูงมากนักเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆในการศึกษานี้ สะท้อนว่าตลาดหุ้นได้รับอิทธิพลจากปัจจัยภายในประเทศ เช่น การบริโภคและนโยบายเศรษฐกิจ มากกว่าปัจจัยภายนอก รวมถึงข้อจำกัดด้านสภาพคล่องของตลาดที่ทำให้ การส่งผ่านความเสี่ยงจากต่างประเทศไม่สมบูรณ์ โดยนำผลการวิเคราะห์มาเขียน เป็นสมการเชิงพยากรณ์ ดังต่อไปนี้

$$\begin{aligned}
 PH_TRI = & 0.0068^* + 0.0011 \times POL_DUMMY^* + -0.0031 \times LOG(VIX)^* \\
 & + 0.4951 \times D(US_PH_10Y)^{***} + -0.9840 \times DLOG(USDPHP)^{***}
 \end{aligned}$$

ตารางที่ 8 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานของตัวแปรอิสระที่มีต่อดัชนีผลตอบแทนรวมในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย

ตัวแปร (Variable)	ค่าสัมประสิทธิ์ Coefficient	ความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน (Std. Error)	สถิติทดสอบที (t-Statistic)	ระดับนัยสำคัญ (Prob.)
LOG(TPU)	0.0007	0.0002	3.0954	0.0020***
POL_DUMMY	0.0004	0.0006	0.7697	0.4415
LOG(VIX)	-0.0048	0.0012	-3.8810	0.0001***
DLOG(GOLD)	0.0364	0.0283	1.2884	0.1977
D(US_VN_10Y)	0.5051	0.3321	1.5209	0.1284
DLOG(USDVND)	-0.7572	0.2239	-3.3817	0.0007***
C	0.0107	0.0029	3.6702	0.0002
R-squared		0.0414	Prob(F-statistic) 0.0000	
Adjusted R-squared		0.0394		

จากตารางที่ 8 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานพบว่า แบบจำลองมีค่าสถิติ F-Statistic เท่ากับ 0.0000 แสดงถึงความสามารถของตัวแปรอิสระในการร่วมพยากรณ์ดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญ โดยมีค่า R-Squared เท่ากับ 0.0414 หรือร้อยละ 4.14 และค่า Adjusted R-Squared เท่ากับ 0.0394 ซึ่งหมายความว่าตัวแปรในแบบจำลองสามารถอธิบายความผันแปร ของตัวแปรตามได้ร้อยละ 4.14 ส่วนที่เหลือ ร้อยละ 95.86 เป็นผลจากปัจจัยอื่นที่ไม่ได้รวมในการศึกษาครั้งนี้ ผลการ วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร อิสระและตัวแปรตามโดยใช้การทดสอบค่าสถิติที (t-statistic) โดยมีตัวแปรอิสระที่อธิบายตัวแปรตาม ได้แก่ ดัชนีความไม่แน่นอนของนโยบายการค้า (TPU) มีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ 0.0007 ดัชนีความผันผวน VIX มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0048 และอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินทองเวียดนามต่อดอลลาร์สหรัฐฯ (USDVND) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.7572 จากผลการวิเคราะห์ข้อมูล ตลาดหุ้นเวียดนามได้รับอิทธิพลจากอัตราแลกเปลี่ยน (USDVND) ซึ่งมีอิทธิพลสูงสุดและมีความสัมพันธ์เชิงลบ อย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ TPU และ VIX มีนัยสำคัญ แสดงถึงการตอบสนองต่อความไม่แน่นอนและความผันผวนจากต่างประเทศ โดย TPU มีอิทธิพลในระดับจำกัด อย่างไรก็ตาม ค่า R-squared อยู่ในระดับไม่สูงมากนัก (ร้อยละ 4.14) สะท้อนว่าตัวแปรอิสระสามารถอธิบายความผันแปรของผลตอบแทนได้เพียงบางส่วน ซึ่งอาจเกิดจากโครงสร้างตลาดทุนที่ยังอยู่ในระยะพัฒนา และถูกขับเคลื่อนโดยปัจจัยภายในประเทศ (Domestic Factors) เป็นหลัก อีกทั้งระดับการเชื่อมโยงกับตลาดโลกที่ยังจำกัด ทำให้การตอบสนองต่อปัจจัยภายนอกมีน้อย โดยนำผลการวิเคราะห์มาเขียนเป็นสมการ เชิงพยากรณ์ ดังต่อไปนี้ เป็นสมการเชิงพยากรณ์ ดังต่อไปนี้

$$VN_TRI = 0.0007 \times \text{LOG}(TPU)^{***} + -0.0048 \times \text{LOG}(VIX)^{***} + -0.7572 \times \text{DLOG}(USDVND)^{***}$$

สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

จากผลการวิจัยอิทธิพลของดัชนีความไม่แน่นอนของนโยบายการค้า วัฏจักรการเมืองของสหรัฐอเมริกา ดัชนีความผันผวน VIX และปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีต่อดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศกลุ่มอาเซียน สามารถสรุปและอภิปรายผลการศึกษได้ ดังนี้

1) ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายการค้า (TPU) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยผลการศึกษาพบว่า TPU มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในประเทศไทย สิงคโปร์ อินโดนีเซีย เวียดนาม และมาเลเซียอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในประเทศฟิลิปปินส์ ผลดังกล่าวสะท้อนว่าความไม่แน่นอนด้านนโยบายการค้าระหว่างประเทศเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อ การกำหนดราคาสินทรัพย์และพฤติกรรมของนักลงทุนในตลาดทุนของภูมิภาคอาเซียน ผลการศึกษานี้ สอดคล้องกับงานของ Adjei and Adjei (2021) ซึ่งพบว่า TPU แม้อาจไม่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนในช่วงเวลา เดียวกัน แต่มีอำนาจในการทำนายผลตอบแทนในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนกลไกการเพิ่มขึ้นของส่วน ชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium) ภายใต้ภาวะความไม่แน่นอนทางการค้า นอกจากนี้ He, Lucey and Wang (2021) ยังชี้ให้เห็นว่าผลกระทบของ TPU มีลักษณะแตกต่างกันตามโครงสร้างเศรษฐกิจ โดยในบาง ประเทศอาจเกิดการไหลกลับของเงินทุนระยะสั้น ส่งผลให้ผลตอบแทนปรับตัวเพิ่มขึ้นชั่วคราว ในเชิงกลไกทาง เศรษฐศาสตร์ ความไม่แน่นอนด้านการค้าทำให้ระดับความเสี่ยงเชิงนโยบายเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้นักลงทุน เรียกร้องผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงดังกล่าว อีกทั้งการปรับพอร์ตการลงทุนระหว่างประเทศ ภายใต้ภาวะความไม่แน่นอนระดับโลก ยังทำให้ตลาดเกิดใหม่ที่มีความเชื่อมโยงกับกระแสเงินทุนระหว่าง ประเทศได้รับอิทธิพลจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนอย่างชัดเจน นอกจากนี้ Bianconi, Esposito and Sammon (2021) ยังพบว่า บริษัทที่มีการเปิดรับความเสี่ยงด้านการค้าในระดับสูงจะได้รับผลกระทบแตกต่างกันในระยะ สั้นและระยะยาว สะท้อนว่าผลของ TPU ต่อผลตอบแทนตลาดหุ้นขึ้นอยู่กับโครงสร้างเศรษฐกิจ และความสามารถในการปรับตัวของภาคธุรกิจในแต่ละประเทศ โดยเฉพาะในกรณีของประเทศไทยซึ่งมีความ เปราะบางเชิงโครงสร้างของเศรษฐกิจ จากการพึ่งพาการส่งออกและการเชื่อมโยงกับห่วงโซ่อุปทานโลกใน ระดับสูง ประกอบกับการพึ่งพาตลาดสหรัฐอเมริกาในด้านการค้า ทำให้ความไม่แน่นอนของนโยบายการค้าของ สหรัฐฯ สามารถส่งผ่านมายังภาคการส่งออกและตลาดทุนของไทยได้อย่างชัดเจน ทั้งนี้ ภาวะดังกล่าวยัง สะท้อนนัยสำคัญต่อการกระจายตลาดส่งออก ของประเทศ เพื่อช่วยลดความเสี่ยงจากการพึ่งพาตลาดหลัก เพียงบางประเทศในระยะยาว ดังนั้น การเพิ่มขึ้นของดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายการค้า (TPU) จึงมีแนวโน้มส่งผลให้ดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียนปรับตัวเพิ่มขึ้นผ่านช่องทางส่วน ชดเชยความเสี่ยงและการปรับพอร์ตของนักลงทุนภายใต้ภาวะความไม่แน่นอนของระบบการค้าโลก

2) วัฏจักรการเมืองของสหรัฐอเมริกา (POL_DUMMY) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยผลการศึกษาพบว่า POL_DUMMY มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในประเทศไทย สิงคโปร์ อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในประเทศ มาเลเซียและเวียดนาม ผลดังกล่าวสะท้อนว่าการเปลี่ยนผ่านอำนาจทางการเมืองของสหรัฐอเมริกามีบทบาทต่อทิศทางกระแสเงินทุนและการกำหนดราคาสินทรัพย์ในตลาดทุนของภูมิภาคอาเซียน ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับ Santa-Clara and Valkanov (2003) ที่พบว่า ผลตอบแทนตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกาในช่วงรัฐบาลพรรคเดโมแครตสูงกว่าช่วงพรรครีพับลิกันอย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนว่าความคาดหวังต่อนโยบายเศรษฐกิจและท่าทีของรัฐบาลมีอิทธิพลต่อการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ นอกจากนี้ Belo, Gala and Li (2011) ยังอธิบายว่าความแตกต่างดังกล่าวเกี่ยวข้องกับโครงสร้างการใช้จ่ายภาครัฐและทิศทางนโยบายเศรษฐกิจที่แตกต่างกันระหว่างสองพรรค ซึ่งส่งผลต่อกระแสเงินสดคาดการณ์และโครงสร้างความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียน อย่างไรก็ตาม Pástor and Veronesi (2020) ชี้ให้เห็นว่า ความแตกต่างของผลตอบแทนอาจสะท้อนระดับส่วนชดเชยความเสี่ยง (risk premium) ที่นักลงทุนต้องการภายใต้ภาวะความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจมากกว่าผลจากนโยบายโดยตรง โดยพบว่าพรรคเดโมแครตมักเข้าบริหารประเทศในช่วงที่ระดับความไม่มั่นคงทางเศรษฐกิจสูง ส่งผลให้ผลตอบแทนหลังการเลือกตั้งปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการคลี่คลายของความไม่แน่นอน ในเชิงกลไกทางเศรษฐศาสตร์ การเปลี่ยนแปลงผู้นำสหรัฐอเมริกาส่งผลต่อความคาดหวังด้านนโยบายการคลัง การค้าและกฎระเบียบ ซึ่งมีผลต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ค่าเงิน และต้นทุนเงินทุนของประเทศเกิดใหม่ รวมถึงความคาดหวังต่อนโยบายการเงินของสหรัฐ ซึ่งมีบทบาทสำคัญต่อทิศทางกระแสเงินทุนระหว่างประเทศ สำหรับภูมิภาคอาเซียนซึ่งมีความเชื่อมโยงกับกระแสเงินทุนโลกในระดับสูง การเข้าสู่ช่วงรัฐบาลพรรคเดโมแครตจึงมีแนวโน้มสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนตลาดหุ้นผ่านช่องทางความเชื่อมั่นของนักลงทุนและการไหลเข้าของเงินทุน อย่างไรก็ตาม ความสัมพันธ์ดังกล่าวอาจแตกต่างกันไปตามระดับความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจโลกและโครงสร้างพื้นฐานทางการเงินของแต่ละประเทศ ดังนั้น ตัวแปรวัฏจักรการเมืองของสหรัฐอเมริกา (POL_DUMMY) จึงมีบทบาทเป็นปัจจัยภายนอกที่ส่งผ่านผลกระทบต่อตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียนผ่านกลไกความคาดหวังเชิงนโยบายและการปรับระดับส่วนชดเชยความเสี่ยงในตลาดทุนระหว่างประเทศ

3) ดัชนีความผันผวน VIX มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยผลการศึกษาพบว่า VIX มีความสัมพันธ์เชิงลบกับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในประเทศไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย เวียดนาม และฟิลิปปินส์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลดังกล่าวสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่า ระดับความกังวลของนักลงทุนในตลาดโลกมีบทบาทสำคัญต่อการกำหนดทิศทางผลตอบแทนของตลาดทุน โดยเฉพาะในประเทศเกิดใหม่ที่มีความอ่อนไหวต่อกระแสเงินทุนระหว่างประเทศ ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับ Whaley (2009) ซึ่งอธิบายว่า VIX เป็นตัวสะท้อนความคาดหวังต่อความผันผวนในอนาคตของตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกา และมักปรับตัวสูงขึ้นในช่วงที่นักลงทุนมีความไม่มั่นใจ ส่งผลให้เกิดการลดการถือครองสินทรัพย์เสี่ยงและกดดันราคาหุ้นในระยะสั้น

นอกจากนี้ Sarwar (2012) พบว่าการเปลี่ยนแปลงของ VIX มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ สะท้อนการส่งผ่านแรงกระแทกด้านความเสี่ยงจากตลาดหลักไปยังตลาดที่มีความเปราะบางมากกว่า ขณะที่ Bekaert and Hoerova (2014) ชี้ให้เห็นว่าการเพิ่มขึ้นของส่วนชดเชยความผันผวน (Variance Risk premium) สัมพันธ์กับผลตอบแทนในอนาคตที่ลดลง ซึ่งสอดคล้องกับกลไกการกำหนดราคาสินทรัพย์ภายใต้ภาวะความไม่แน่นอน ในเชิงพฤติกรรม Zakamulin (2016) และ Kudryavtsev (2017) ให้หลักฐานว่า การพุ่งขึ้นของ VIX มักเกิดควบคู่กับแรงขายในตลาดหุ้นและภาวะตอบสนองเกินจริงของนักลงทุน โดยเฉพาะในช่วงที่มีข่าวร้ายหรือความเสี่ยงเชิงระบบเข้าสู่ตลาด กลไกดังกล่าวสามารถอธิบายผ่านช่องทางการหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (flight to safety) และการปรับพอร์ตการลงทุนระหว่างประเทศ ซึ่งส่งผลให้เงินทุนไหลออกจากตลาดเกิดใหม่รวมถึงประเทศในกลุ่มอาเซียน โดย VIX ยังถูกมองว่าเป็นตัวชี้วัดความเสี่ยงของระบบการเงินโลก (Global Risk Factor) ที่สะท้อนวัฏจักรการเงินโลก (Global Financial Cycle) ซึ่งมีอิทธิพลต่อทิศทางการแสวงหาผลตอบแทนและสภาพคล่องในตลาดทุนของประเทศเกิดใหม่ ดังนั้น การเพิ่มขึ้นของดัชนีความผันผวน VIX จึงมีแนวโน้มกดดันอัตราผลตอบแทนตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียนผ่านช่องทางการเชื่อมั่นของนักลงทุน การเคลื่อนย้ายเงินทุน และการปรับระดับส่วนชดเชยความเสี่ยงในตลาดทุนระหว่างประเทศ ซึ่งสอดคล้องกับลักษณะของตลาดเกิดใหม่ที่มีความอ่อนไหวต่อความเสี่ยงเชิงระบบระดับโลก

4) ราคาทองคำ (Gold Price) มีความสัมพันธ์กับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียนในบางประเทศอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยผลการศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงของราคาทองคำมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นประเทศอินโดนีเซียอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่ประเทศไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ และเวียดนาม ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ผลดังกล่าวสะท้อนว่าบทบาทของทองคำต่อผลตอบแทนตลาดหุ้นในภูมิภาคอาเซียนไม่ได้มีลักษณะสม่ำเสมอในทุกประเทศ และอาจขึ้นอยู่กับโครงสร้างตลาดและพฤติกรรมการลงทุนของแต่ละประเทศ แม้งานศึกษาหลายฉบับ เช่น Ali et al. (2020) จะพบว่า ทองคำมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนตลาดหุ้น โดยเฉพาะในช่วงที่ตลาดมีความผันผวนสูง และทำหน้าที่เป็นสินทรัพย์ปลอดภัย (Safe Haven) อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาของงานวิจัยนี้ชี้ว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่ได้เกิดขึ้นอย่างชัดเจนในบริบทของตลาดหุ้นอาเซียนส่วนใหญ่ ยกเว้นกรณีของประเทศอินโดนีเซีย ในเชิงกลไกทางเศรษฐศาสตร์ ความสัมพันธ์เชิงบวกที่พบในอินโดนีเซียอาจสะท้อนโครงสร้างเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องกับภาคสินค้าโภคภัณฑ์ (Commodity-Based Economy) ซึ่งการปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาทองคำอาจสะท้อนภาวะการฟื้นตัวของราคาสินค้าโภคภัณฑ์โดยรวม และส่งผลเชิงบวกต่อผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนบางกลุ่ม อีกทั้งทองคำอาจทำหน้าที่เป็นตัวบ่งชี้สภาพคล่องระดับโลกมากกว่าจะเป็นเพียงสินทรัพย์หลีกเลี่ยงความเสี่ยงเพียงอย่างเดียว ดังนั้น ผลการศึกษานี้จึงชี้ให้เห็นว่าบทบาทของราคาทองคำต่อผลตอบแทนตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียนมีลักษณะเฉพาะประเทศ (Country-specific Effect) มากกว่าผลกระทบเชิงระบบทั่วทั้งภูมิภาค และไม่ได้สนับสนุนสมมติฐาน Safe Haven อย่างชัดเจนในทุกตลาด

5) ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Bond Yield Differential) ระหว่างสหรัฐอเมริกากับประเทศในกลุ่มอาเซียน มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศ

อาเซียนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยผลการศึกษาพบว่า ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะเวลา 10 ปี (US 10Y Yield Differential) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในประเทศไทย มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่สิงคโปร์และเวียดนามไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ผลดังกล่าวสะท้อนว่าเมื่อส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรเพิ่มสูงขึ้น ผลตอบแทนตลาดหุ้นในบางประเทศอาเซียนมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น แม้งานศึกษาหลายฉบับเช่น Bowman, Londono and Saprizza (2014) และ Ain and Siddiqui (2019) จะรายงานความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ กับตลาดหุ้นในประเทศเกิดใหม่ อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาของงานวิจัยนี้ชี้ให้เห็นความสัมพันธ์เชิงบวกในหลายประเทศอาเซียน ซึ่งอาจสะท้อนบริบทที่แตกต่างกันของโครงสร้างตลาดทุนและระดับส่วนต่างผลตอบแทนที่เป็นแรงจูงใจต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุน ในเชิงกลไกทางเศรษฐศาสตร์ ความสัมพันธ์เชิงบวกดังกล่าวอาจอธิบายได้ผ่านช่องทางส่วนต่างผลตอบแทน ซึ่งเมื่อส่วนต่างอัตราผลตอบแทนระหว่างประเทศเพิ่มสูงขึ้น อาจสะท้อนความแข็งแกร่งทางเศรษฐกิจหรือแนวโน้มการเติบโตของประเทศอาเซียนบางประเทศ ทำให้นักลงทุนต่างชาติยังคงถือครองสินทรัพย์เสี่ยงในภูมิภาค นอกจากนี้ ส่วนต่างผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นอาจสัมพันธ์กับภาวะการขยายตัวของเศรษฐกิจโลก ซึ่งส่งผลเชิงบวกต่อผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดเกิดใหม่ อีกทั้ง Caballero and Upper (2023) ชี้ว่าผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ ต่อสินทรัพย์เสี่ยงขึ้นอยู่กับช่องทาง risk premium และสภาพคล่องโลก ดังนั้น ผลการศึกษานี้จึงสะท้อนว่าบทบาทของส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรในภูมิภาคอาเซียนมีลักษณะเฉพาะประเทศ และไม่ได้กดดันตลาดหุ้นในทิศทางเดียวกันเสมอไป ดังนั้น ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลจึงเป็นปัจจัยภายนอกที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนตลาดหุ้นอาเซียนผ่านช่องทางส่วนต่างผลตอบแทน การประเมินความเสี่ยง และบริบทเศรษฐกิจมหภาคของแต่ละประเทศ

6) อัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยผลการศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในทุกประเทศที่ศึกษา ได้แก่ ไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ และเวียดนาม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ เมื่อค่าเงินท้องถิ่นอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ ผลตอบแทนตลาดหุ้นมีแนวโน้มลดลง ผลลัพธ์ดังกล่าวสอดคล้องกับ Wongbangpo and Sharma (2002) ที่พบว่า การเปลี่ยนแปลงของค่าเงินมีอิทธิพลต่อดัชนีตลาดหุ้นในประเทศอาเซียนผ่านกลไกด้านความสามารถในการแข่งขันทางการค้าและเสถียรภาพมหภาค นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับ Ali et al. (2020) ที่รายงานว่าความผันผวนของค่าเงินสัมพันธ์กับการลดลงของผลตอบแทนตลาดหุ้นผ่านความเสี่ยงด้านเงินทุนเคลื่อนย้าย รวมถึง ศิริขวัญ เจริญวิริยะกุล และยุทธนา เศรษฐปราโมทย์ (2563) ที่พบว่าการอ่อนค่าของเงินบาทส่งผลเชิงลบต่อผลตอบแทนตลาดหุ้นไทยอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ Zhao (2010) ชี้ให้เห็นการส่งผ่านของผลตอบแทนและความผันผวนระหว่างตลาดอัตราแลกเปลี่ยนและตลาดหุ้น ในเชิงกลไกทางเศรษฐศาสตร์ การอ่อนค่าของค่าเงินเพิ่มต้นทุนการนำเข้า ภาระหนี้สกุลเงินต่างประเทศ และความไม่แน่นอนด้านเสถียรภาพทางการเงิน ส่งผลต่อกำไรคาดการณ์และมูลค่าปัจจุบันของ

กระแสเงินสดของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งยังกระตุ้นการไหลออกของเงินทุนจากนักลงทุนต่างชาติผ่านการปรับพอร์ตการลงทุน ประเทศในกลุ่มอาเซียนซึ่งมีความเชื่อมโยงกับกระแสเงินทุนโลกในระดับสูงจึงมีความอ่อนไหวต่อความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนอย่างชัดเจน ดังนั้น ผลการศึกษาจึงยืนยันว่าอัตราแลกเปลี่ยนเป็นปัจจัยมหภาคที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียนอย่างสม่ำเสมอ

โดยจากการศึกษาพบว่า TPU มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในประเทศไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และเวียดนาม สะท้อนว่าความไม่แน่นอนด้านนโยบายเศรษฐกิจของสหรัฐมาพร้อมกับการดำเนินมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจหรือการปรับนโยบายที่เอื้อต่อการเติบโต ส่งผลให้นักลงทุนคาดการณ์เชิงบวกต่อแนวโน้มเศรษฐกิจ ขณะที่ ไม่พบความมีนัยสำคัญในฟิลิปปินส์ เนื่องจากโครงสร้างเศรษฐกิจที่ขับเคลื่อนด้วยอุปสงค์ภายในประเทศเป็นหลัก ทำให้ผลกระทบจากความไม่แน่นอนด้านนโยบายเศรษฐกิจของสหรัฐมีจำกัดเมื่อเทียบกับประเทศที่พึ่งพาการค้าและเงินทุนระหว่างประเทศมากกว่า นอกจากนี้ ตลาดหุ้นฟิลิปปินส์ยังมีสัดส่วนผู้ลงทุนภายในประเทศสูง จึงช่วยลดความไวต่อปัจจัยความไม่แน่นอนจากภายนอกได้ในระดับหนึ่ง ขณะที่ POL_DUMMY มีนัยสำคัญในประเทศไทย สิงคโปร์ อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ บ่งชี้ว่าการเปลี่ยนผ่านทางการเมืองสหรัฐ มีผลต่อทิศทางนโยบายเศรษฐกิจและความต่อเนื่องของนโยบายภาครัฐ ซึ่งส่งผลต่อการคาดการณ์ของนักลงทุนและการตัดสินใจลงทุนในตลาดหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ในทางกลับกัน ไม่พบความมีนัยสำคัญในมาเลเซียและเวียดนาม เนื่องจากโครงสร้างนโยบายและทิศทางการบริหารเศรษฐกิจมีความต่อเนื่องมากกว่า หรือกลไกตลาดให้ความสำคัญกับปัจจัยเศรษฐกิจพื้นฐานและภายในประเทศมากกว่า ปัจจัยทางการเมืองภายนอกประเทศ ส่วน VIX มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญในทุกประเทศ สะท้อนอิทธิพลของความผันผวนของตลาดสหรัฐที่ส่งต่อผลตอบแทนตลาดหุ้นในภูมิภาคอาเซียนอย่างสม่ำเสมอ

ทั้งนี้ ผลการศึกษาที่พบความแตกต่างของนัยสำคัญของตัวแปรในแต่ละประเทศ สะท้อนปัจจัยเชิงโครงสร้างและความเสี่ยงเฉพาะประเทศที่แตกต่างกัน ซึ่งอาจรวมถึงความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ และความไม่แน่นอนด้านนโยบายในบริบทของแต่ละประเทศ โดยเฉพาะประเทศที่มีความอ่อนไหวต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายหรือพึ่งพาการค้าระหว่างประเทศสูง ส่งผลให้ปฏิกิริยาของตลาดหุ้นมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ ความแตกต่างของโครงสร้างอุตสาหกรรมของแต่ละประเทศ ส่งผลต่อระดับการเปิดรับเศรษฐกิจภายนอกพบว่า ไทย ฟิลิปปินส์ และอินโดนีเซียมีตัวแปรที่มีอิทธิพลสูงในลักษณะคล้ายกัน โดยเฉพาะอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ย สะท้อนโครงสร้างเศรษฐกิจที่พึ่งพาเงินทุนต่างชาติ ทำให้ไวต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ขณะที่สิงคโปร์และเวียดนามมีรูปแบบใกล้เคียงกันจากการเป็นเศรษฐกิจเปิดที่เชื่อมโยงกับการค้าโลกสูง จึงตอบสนองต่อ VIX และอัตราแลกเปลี่ยนอย่างเด่นชัด สำหรับมาเลเซียพบว่าอัตราแลกเปลี่ยนเป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลสูงสุด สะท้อนบทบาทของค่าเงินในเศรษฐกิจที่พึ่งพาการส่งออกและสินค้าโภคภัณฑ์เป็นหลัก

ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

1. ผลการศึกษาพบว่า ดัชนีความไม่แน่นอนของนโยบายการค้า (TPU) วัฏจักรการเมือง และดัชนีความผันผวน VIX มีอิทธิพลต่อดัชนีผลตอบแทนรวมของประเทศในกลุ่มอาเซียนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสะท้อนให้

เห็นถึงความเชื่อมโยงของเศรษฐกิจอาเซียนกับเศรษฐกิจโลก ดังนั้น ภาครัฐควรส่งเสริมการกระจายตลาดส่งออกไปยังประเทศคู่ค้าใหม่ ๆ เพื่อลดการพึ่งพาตลาดหลักเพียงบางประเทศ และลดความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนด้านนโยบายการค้าของประเทศมหาอำนาจทางเศรษฐกิจ

2. ผลการศึกษาพบว่า อัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นในหลายประเทศในกลุ่มอาเซียนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความสำคัญของเสถียรภาพด้านอัตราแลกเปลี่ยนต่อภาคการเงินและตลาดทุน ดังนั้น หน่วยงานที่เกี่ยวข้องควรมีมาตรการในการบริหารจัดการความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน รวมถึงส่งเสริมให้ภาคธุรกิจใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยงทางการเงิน เพื่อลดผลกระทบจากความผันผวนของค่าเงิน

3. ผลการศึกษาสะท้อนให้เห็นถึงอิทธิพลของความไม่แน่นอนด้านนโยบายการค้าและปัจจัยภายนอกต่อระบบเศรษฐกิจและตลาดทุนของประเทศในอาเซียน ภาครัฐควรให้ความสำคัญกับการพัฒนาและขยายความร่วมมือทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศ ผ่านการจัดทำข้อตกลงการค้าเสรีกับประเทศคู่ค้าในภูมิภาคต่าง ๆ เพื่อเพิ่มโอกาสทางการค้า และสร้างความสามารถในการแข่งขันของเศรษฐกิจในระยะยาว

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

1) งานวิจัยในอนาคตสามารถพิจารณานำข้อมูลของประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาคอื่นๆ เช่น เอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ยุโรป โอเชียเนีย และแอฟริกา มาศึกษาเพิ่มเติม และนำมาผลการศึกษาใหม่เปรียบเทียบกับผลการศึกษาในครั้งนี้ ซึ่งจะมีประโยชน์ต่อนักลงทุนและผู้ที่เกี่ยวข้องในการนำไปใช้ประกอบการลงทุน

บรรณานุกรม

- ขวัญชนก ลาภมาก. (2564). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาทองคำ ราคาน้ำมัน อัตราแลกเปลี่ยน และผลตอบแทนของตลาดทุนในสหรัฐอเมริกาและจีน [วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยมหิดล]. <https://archive.cm.mahidol.ac.th/handle/123456789/4060>
- ศรัญญา ตระกูลไพศาล, และศิริขวัญ เจริญวิริยะกุล. (2566). ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์กลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภคในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Procedia of Multidisciplinary Research*, 1(7), 34. <https://so09.tci-thaijo.org/index.php/PMR/article/view/2693>
- ศิริขวัญ เจริญวิริยะกุล, และยุทธนา เศรษฐพรโมทย์. (2563). ความผันผวนของราคาน้ำมัน อัตราแลกเปลี่ยน และผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: วิถีพลวัต. *Journal of Business, Economics and Communications*, 15(1), 135–149. <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/BECJournal/article/view/202295>

- Abdalla, I. S. A., & Murinde, V. (1997). Exchange rate and stock price interactions in emerging financial markets: Evidence on India, Korea, Pakistan and the Philippines. *Applied Financial Economics*, 7(1), 25–35. <https://doi.org/10.1080/096031097333826>
- Adjei, F. A., & Adjei, M. (2021). Trade Policy Uncertainty, Market Return, and Expected Return Predictability. *Journal of Finance and Economics*. 2021, 9(3), 106-114. DOI: 10.12691/jfe-9-3-2
- Ain, Q., & Siddiqui, D. A. (2020). Analyzing stock-bond correlation in emerging markets. *SSRN Electronic Journal*. <https://ssrn.com/abstract=3510934>
- Alesina, A. (1987). Macroeconomic policy in a two-party system as a repeated game. *Quarterly Journal of Economics*, 102(3), 651–678. <https://doi.org/10.2307/1884222>
- Ali, R., Mangla, I. U., Ur Rehman, R., Xue, W., Naseem, M. A., & Ahmad, M. I. (2020). Exchange rate, gold price, and stock market nexus: A quantile regression approach. *Resources Policy*, 68, 101733. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2020.101733>
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593–1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Baur, D. G., & Lucey, B. M. (2010). Is gold a hedge or a safe haven? An analysis of stocks, bonds and gold. *Financial Review*, 45(2), 217–229. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2010.00244.x>
- Bekaert, G., & Hoerova, M. (2014). The VIX, the variance premium and stock market volatility. *Journal of Econometrics*, 183(2), 181–192. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2014.05.008>
- Bekaert, G., Harvey, C. R., & Ng, A. (2005). Market integration and contagion. *Journal of Business*, 78(1), 39–69. <https://doi.org/10.1086/426519>
- Belo, F., Gala, V. D., & Li, J. (2011). Government spending, political cycles, and the cross section of stock returns. *Journal of Financial Economics*, 107(2), 305–324. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.08.016>
- Bernanke, B. S., & Kuttner, K. N. (2005). What explains the stock market's reaction to Federal Reserve policy? *Journal of Finance*, 60(3), 1221–1257. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00760.x>
- Bianconi, M., Esposito, F., & Sammon, M. (2021). Trade policy uncertainty and firm-level stock returns. *Journal of International Economics*, 132, 103490. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2021.103490>

- Bowman, D., Londono, J. M., & Sapriza, H. (2014). U.S. unconventional monetary policy and transmission to emerging markets. *International Finance Discussion Papers*, 1109. Federal Reserve Board.
- Caballero, J., & Upper, C. (2023). Global bond yields and spillovers to emerging markets. *BIS Quarterly Review*. Bank for International Settlements.
- Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A., & Raffo, A. (2019). The economic effects of trade policy uncertainty. *Journal of Monetary Economics*, 109, 38–59. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2019.11.002>
- Carrieri, F., Errunza, V., & Hogan, K. (2007). Characterizing world market integration through time. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(4), 915–940. <https://doi.org/10.1017/S0022109000003446>
- Chen, S., & Dauchy, E. (2018). *International technology sourcing and knowledge spillovers: Evidence from OECD countries* (IMF Working Paper No. 18/51). International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/03/12/International-Technology-Sourcing-and-Knowledge-Spillovers-Evidence-from-OECD-Countries-45696>
- Chicago Board Options Exchange. (n.d.). *VIX historical data*. <https://www.cboe.com/tradable-products/vix/vix-historical-data/>
- Dornbusch, R. (1976). Expectations and exchange rate dynamics. *Journal of Political Economy*, 84(6), 1161–1176. <https://doi.org/10.1086/260506>
- Economic Policy Uncertainty. (2024). *Economic policy uncertainty index*. <https://www.policyuncertainty.com>
- Goodell, J. W., & Vähämaa, S. (2013). U.S. presidential elections and implied volatility: The role of political uncertainty. *Journal of Banking & Finance*, 37(3), 1108–1117. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426612003603>
- He, F., Lucey, B., & Wang, Z. (2021). Trade policy uncertainty and its impact on the stock market –evidence from China-US trade conflict. *Finance Research Letters*, 40, 101753. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101806>
- Hibbs, D. A. (1977). Political parties and macroeconomic policy. *American Political Science Review*, 71(4), 1467–1487. <https://doi.org/10.2307/1961490>
- Hoai, N. T., Anh, L. T., Phuong, L. T. U., & Vy, D. T. 2023. Gold price, oil price, and stock market return spillovers: Empirical evidence from Vietnam. *VNU Journal of Economics and Business*, 3(6), 13–25. <https://www.researchgate.net/publication/376836548>
- Karageorgou, A. (2024). *The conditional relationships between gold and stock market prices:*

- Evidence from USA* [Master's thesis, Jönköping University]. <https://hj.diva-portal.org/smash/record.jsf?pid=diva2:1866688>
- Kudryavtsev, A. (2017). VIX index and stock returns following large price moves. *Journal of Risk & Control*, 4(1), 71–101. https://www.sciencpress.com/Upload/JRC/JRC%204_1_5.pdf
- Miranda-Agrippino, S., & Rey, H. (2020). U.S. monetary policy and the global financial cycle. *Review of Economic Studies*, 87(6), 2754–2776. <https://doi.org/10.1093/restud/rdaa019>
- Nordhaus, W. D. (1975). The political business cycle. *Review of Economic Studies*, 42(2), 169–190. <https://doi.org/10.2307/2296528>
- Pástor, Ľ., & Veronesi, P. (2020). Political cycles and stock returns. *Journal of Political Economy*, 128(8), 2859–2894. <https://doi.org/10.1086/710532>
- Pongpisarnsakul, A. (2022). *The effect of U.S. yield spreads on bank index performance in Singapore and Vietnam* [Master's independent study, Thammasat University]. https://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2022/TU_2022_6402042011_17432_24809.pdf
- Rungruanglit, C. (2023). To what extent can the yield curve spread serve as a tool for market timing in the Thailand stock market? [Master's independent study, Chulalongkorn University]. <https://digital.car.chula.ac.th/chulaetd/11187>
- Santa-Clara, P., & Valkanov, R. (2003). The presidential puzzle: Political cycles and the stock market. *Journal of Finance*, 58(5), 1841–1872. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00590>
- Sarwar, G. (2012). Is VIX an investor fear gauge in BRIC equity markets? *Journal of Multinational Financial Management*, 22(3), 55–65. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2012.01.003>
- Whaley, R. E. (2009). Understanding the VIX. *Journal of Portfolio Management*, 35(3), 98–105. <https://doi.org/10.3905/JPM.2009.35.3.098>
- Wongbangpo, P., & Sharma, S. C. (2002). Stock market and macroeconomic fundamental dynamic interactions: ASEAN-5 countries. *Journal of Asian Economics*, 13(1), 27–51. [https://doi.org/10.1016/S1049-0078\(01\)00111-7](https://doi.org/10.1016/S1049-0078(01)00111-7)
- Zakamulin, V. (2016). Abnormal stock market returns around peaks in VIX: The evidence of investor overreaction? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2773134>
- Zhao, H. (2010). Dynamic relationship between exchange rate and stock price: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 24(2), 103–112. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2009.09.001>