

ผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินต่อภาวะเงินเฟ้อของ
ประเทศไทยภายหลังจากใช้นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ

นางสาวสุชัญญาพัชร คำเกิด



วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต
วิชาเอกเศรษฐศาสตร์ สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช

พ.ศ. 2556

**The Impacts of Monetary Policy Transmission on Inflation in Thailand after the
Implementation of Inflation Targeting Policy**

Miss Suchunyaphuchr Khuamgerd



A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for
the Degree of Master of Economics
School of Economics
Sukhothai Thammathirat Open University

2013

หัวข้อวิทยานิพนธ์ ผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินต่อภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทยภายหลังการใช้นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ

ชื่อและนามสกุล นางสาวสุชัญญาพัชร คำเกิด

วิชาเอก เศรษฐศาสตร์

สาขาวิชา เศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช

อาจารย์ที่ปรึกษา 1. ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. อภิญญา วนเศรษฐ
2. รองศาสตราจารย์สุณีย์ ศิลพิพัฒน์

วิทยานิพนธ์นี้ได้รับความเห็นชอบให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรระดับปริญญาโท เมื่อวันที่ 20 พฤษภาคม 2557

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์



ประธานกรรมการ

(อาจารย์ ดร. พัฒน์ พัฒนรังสรรค์)



กรรมการ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. อภิญญา วนเศรษฐ)



กรรมการ

(รองศาสตราจารย์สุณีย์ ศิลพิพัฒน์)



ประธานกรรมการบัณฑิตศึกษา

(ศาสตราจารย์ ดร. ศิริวรรณ ศรีพล)

R-2

ชื่อวิทยานิพนธ์ ผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินต่อภาวะเงินเฟ้อของ
ประเทศไทยภายหลังการใช้นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ
ผู้วิจัย นางสาวสุชญญาพัชร คำเกิด **รหัสนักศึกษา** 2536001106 **ปริญญา** เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต
อาจารย์ที่ปรึกษา (1) ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.อภิญญา วนเศรษฐ (2) รองศาสตราจารย์สุนีย์ ศีลพิพัฒน์
ปีการศึกษา 2556

บทคัดย่อ

วัตถุประสงค์ของการศึกษาเพื่อ 1) ศึกษากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินของประเทศไทย 2) ศึกษาผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินต่อภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทยภายหลังการใช้นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ และ 3) เปรียบเทียบความสำคัญของแต่ละช่องทางในการส่งผ่านนโยบายการเงินไปสู่ภาวะเงินเฟ้อ โดยใช้อัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน

วิธีการศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิรายไตรมาสตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 ถึงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2556 ประกอบด้วยการทดสอบคุณสมบัติความนิ่งของข้อมูลใช้วิธี Augment Dickey - Fuller Test และวิธี Phillips - Perron Test และใช้วิธีการประมาณค่าจากแบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) และใช้เครื่องมือทางเศรษฐมิติ ได้แก่ การทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว การวิเคราะห์ปฏิกิริยาการตอบสนองต่อความแปรปรวน และการวิเคราะห์โดยแยกส่วนประกอบของความแปรปรวน

ผลการศึกษาพบว่า 1) กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินของประเทศไทยโดยทั่วไปมี 5 ช่องทาง คือ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ช่องทางราคาสินทรัพย์ ช่องทางสินเชื่อ และช่องทางการคาดการณ์ 2) การทดสอบคุณสมบัติความนิ่ง พบว่าข้อมูลส่วนใหญ่มีความนิ่งที่ผลต่างลำดับที่ 1 หรือ $I(1)$ ส่วนการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว พบว่าตัวแปรทั้งหมดมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 3) การเปรียบเทียบความสำคัญแต่ละช่องทางโดยการทดสอบปฏิกิริยาการตอบสนองต่อความแปรปรวน พบว่าผลกระทบของกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินต่อเงินเฟ้อสูงสุด คือ ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ช่องทางราคาสินทรัพย์ ช่องทางอัตราดอกเบี้ยและช่องทางสินเชื่อ ตามลำดับ 4) การวิเคราะห์โดยแยกส่วนประกอบของความแปรปรวนเพื่อหาปัจจัยที่มีผลต่อเงินเฟ้อ พบว่าช่องทางราคาสินทรัพย์มีผลมากที่สุด ตามด้วย ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ช่องทางสินเชื่อ และช่องทางอัตราดอกเบี้ย ตามลำดับ

คำสำคัญ: กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน เป้าหมายเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย และอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน

Thesis title: The Impacts of Monetary Policy Transmission on Inflation in Thailand after the Implementation of Inflation Targeting Policy

Researcher: Miss Suchunyaphuchr Khuamgerd; **ID:** 2536001106; **Degree:** Master of Economics

Thesis advisors: (1) Dr. Apinya Wanaset, Assistant Professor; (2) Sunee Silphiphat, Associate Professor; **Academic year:** 2013

Abstract

The purposes of this study were to: 1) study the transmission mechanism of monetary policy in Thailand; 2) examine the impacts of the monetary policy transmission mechanism to inflation in Thailand after the Implementation of inflation targeting policy; and 3) compare the transmission mechanism of each channel to inflation by using interest rate policy as a tool of monetary policy.

The study used quarterly secondary data since Q4 of 2000 to Q4 of 2013 to test the data stationary by employing Augment Dickey - Fuller test and Phillips - Perron test and to estimate the value by applying a Vector Autoregressive (VAR) method. It also employed Econometric tools including Co-integration test, Impulse Response analysis and Variance Decomposition to analyze the data

The results showed that: 1) the transmission mechanism of the monetary policy in Thailand passed through 5 channels including interest rate, asset price, exchange rate, credit and expectation channels; 2) for the unit root test, all of variables were found stationary at the first difference (I(1)), all variables in this study had the long run relationships at a 0.05 significance level; 3) for comparing the transmission mechanism impulse response analysis, exchange rate channel showed the highest impact of monetary policy transmission on inflation, followed by asset price channel, interest rate channel and credit channel respectively; 4) for a variance decomposition analysis to investigate the factor affecting inflation, asset price channel was the most important one, followed by exchange rate channel, credit channel and interest rate channel respectively.

Keywords : Transmission Mechanism of Monetary Policy, Inflation Targeting, Policy Interest Rate and Core Inflation

กิตติกรรมประกาศ

การทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ สำเร็จลุล่วงลงได้ด้วยดี จากการที่ได้รับการประสิทธิ์ประสาทความรู้จาก คณาจารย์คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต และคณาจารย์สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช ทำให้ผู้ทำวิจัยได้รับการสะสมความรู้วิชาเศรษฐศาสตร์ ถือว่าเป็นจุดเริ่มต้นที่ดีของความสำเร็จ เพื่อเป็นการรำลึกถึงด้วยความขอบพระคุณ

ขอกราบขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.อภิญา วนเศรษฐ และรองศาสตราจารย์ สุนีย์ ศิลพิพัฒน์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่เสียสละเวลาอันมีค่ายิ่งที่กรุณาให้ความช่วยเหลือและคำแนะนำ ตลอดจนตรวจแก้ไขปรับปรุงข้อบกพร่องต่างๆ ด้วยความเอาใจใส่ด้วยดีมาตลอด ทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เสร็จสมบูรณ์ ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณ เจ้าหน้าที่สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราชทุกท่านรวมทั้งทุกท่านที่มีอาจกล่าวนามได้ทั้งหมด สำหรับทุกสิ่งทุกอย่างที่ให้ความช่วยเหลือด้วยดีตลอดมา

สำหรับความดีและประโยชน์ที่เกิดจากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้เขียนขอมอบให้บิดา มารดา บุคคลในครอบครัว และเพื่อนๆ รุ่น ปี 2553 มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช หากมีข้อบกพร่องประการใด ผู้เขียนขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

สุชัญญาพัชร คำเกิด

สิงหาคม 2557

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	จ
กิตติกรรมประกาศ	ฉ
สารบัญตาราง	ฅ
สารบัญภาพ	ญ
บทที่ 1 บทนำ	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์การวิจัย	3
ขอบเขตการวิจัย	4
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	4
นิยามศัพท์	5
บทที่ 2 สภาพทั่วไปของตลาดที่เป็นช่องทางในการส่งผ่านนโยบายการเงิน	11
ตลาดเงิน	11
ตลาดทุน	16
ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ	20
ตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์	28
บทที่ 3 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง	34
แนวคิดทางทฤษฎี	34
การดำเนินนโยบายการเงิน	34
กรอบการดำเนินนโยบายการเงิน	37
การส่งผ่านนโยบายการเงิน	41
วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง	47
บทที่ 4 ระเบียบวิธีวิจัย	60
ข้อมูลและตัวแปร	60
เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย	61
การวิเคราะห์ข้อมูล	62

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 5 ผลการศึกษา	72
ตอนที่ 1 ผลการทดสอบคุณสมบัติความนิ่งของข้อมูล	72
ตอนที่ 2 ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว	74
ตอนที่ 3 ผลการทดสอบปฏิกิริยาการตอบสนองต่อความแปรปรวน	82
ตอนที่ 4 ผลการทดสอบการวิเคราะห์โดยแยกส่วนประกอบของความแปรปรวน ของอัตราเงินเฟ้อ	97
บทที่ 6 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผลและข้อเสนอแนะ	106
สรุปผลการวิจัย	106
อภิปรายผล	112
ข้อเสนอแนะ	119
บรรณานุกรม	121
ภาคผนวก	125
ก ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	126
ข ผลการทดสอบคุณสมบัติความนิ่งของข้อมูล Unit Root Test	130
ค ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว Co-integration Test	143
ง ผลการทดสอบปฏิกิริยาการตอบสนองต่อความแปรปรวน Impulse Response Function Test	156
จ ผลการทดสอบการวิเคราะห์โดยแยกส่วนประกอบของความแปรปรวน ของอัตราเงินเฟ้อ Variance Decomposition Test	169
ประวัติผู้วิจัย	172

สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 2.1	องค์กรที่เกี่ยวข้องกับตลาดเงินที่เป็นทางการและตลาดเงินภาคเอกชน รวมถึงตราสารทางการเงินในแต่ละตลาดของตลาดเงิน 14
ตารางที่ 5.1	ผลการทดสอบ Unit Root Test ด้วยวิธีการคำนวณ ADF-Test และวิธี PP-Test ... 73
ตารางที่ 5.2	ผลการทดสอบการเลือกค่า Lag Length ของแบบจำลองตลาดเงิน โดยวิธี AIC 75
ตารางที่ 5.3	ผลการทดสอบ Co-integration ของแบบจำลองตลาดเงิน 75
ตารางที่ 5.4	ผลการทดสอบการเลือกค่า Lag Length ของแบบจำลองตลาดทุน โดยวิธี AIC 77
ตารางที่ 5.5	ผลการทดสอบ Co-integration ของแบบจำลองตลาดทุน 77
ตารางที่ 5.6	ผลการทดสอบการเลือกค่า Lag Length ของแบบจำลองตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศโดยวิธี SC 78
ตารางที่ 5.7	ผลการทดสอบ Co-integrationของแบบจำลองตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ 79
ตารางที่ 5.8	ผลการทดสอบการเลือกค่า Lag Length ของแบบจำลองตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์โดยวิธี AIC 80
ตารางที่ 5.9	ผลการทดสอบ Co-integration ของแบบจำลองตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ 81
ตารางที่ 5.10	ผลการวิเคราะห์ Variance Decomposition ของอัตราเงินเฟ้อ 98
ตารางที่ 5.11	สรุปผลการทดสอบ Impulse Response Function และVariance Decomposition 105



สารบัญภาพ

	หน้า
ภาพที่ 3.1 กรอบการดำเนินงานนโยบายการเงิน	35
ภาพที่ 3.2 กระบวนการส่งผ่านนโยบายการเงินภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว	36
ภาพที่ 3.3 กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน	42
ภาพที่ 5.1 การตอบสนองของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานและอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย	83
ภาพที่ 5.2 การตอบสนองของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานและดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย	85
ภาพที่ 5.3 การตอบสนองของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานและดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงต่อ การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย	87
ภาพที่ 5.4 การตอบสนองของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานและอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์ เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ขึ้นคิดต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย.....	90
ภาพที่ 5.5 ผลการวิเคราะห์ Variance Decomposition ของอัตราเงินเฟ้อ	97



บทที่ 1

บทนำ

1. ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

จากประสบการณ์การพัฒนาในระยะที่ผ่านมา การเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจหลายครั้ง อาทิ วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงินในประเทศไทย พ.ศ. 2540 วิกฤตการณ์ซัพไพร้ม รวมทั้ง วิกฤตการณ์ทางการเงินที่เกิดขึ้นในยุโรป ได้ส่งผลกระทบต่อประเทศต่างๆ ที่มีกิจกรรมทางเศรษฐกิจเกี่ยวข้องเชื่อมโยงกันรวมทั้งประเทศไทย ซึ่งก่อให้เกิดความเสียหายต่อระบบเศรษฐกิจ การเงินของประเทศไทยเป็นอย่างมาก โดยเฉพาะในส่วนของระบบธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินได้รับผลกระทบอย่างกว้างขวาง จากปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้และความเพียงพอของเงินกองทุนตามมาตรฐานสากล ซึ่งสาเหตุส่วนใหญ่เกิดจากการดำเนินนโยบายการเงินที่ผิดพลาด ส่งผลต่อเสถียรภาพและการขยายตัวของเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นเป้าหมายสำคัญของการดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจ

จากเหตุการณ์ดังกล่าว ธนาคารแห่งประเทศไทยในฐานะผู้ดูแลเสถียรภาพทางการเงิน ระบบสถาบันการเงิน ระบบการชำระเงินและรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจโดยเฉพาะที่สำคัญคือ เสถียรภาพด้านราคาหรืออัตราเงินเฟ้อ จึงให้ความสำคัญในการดูแลเสถียรภาพของระบบการเงินมากขึ้น โดยได้ปรับเปลี่ยนมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่นและมีกลไกในการปรับตัวดีขึ้น โดยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการในวันที่ 2 กรกฎาคม พ.ศ. 2540 และได้ปรับเปลี่ยนมาใช้กรอบการดำเนินนโยบายการเงินแบบตั้งเป้าหมายเงินเฟ้อในวันที่ 23 พฤษภาคม พ.ศ. 2543 กล่าวคือ ธนาคารแห่งประเทศไทยจะประกาศเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อไว้เป็นการล่วงหน้า สำหรับช่วง 1 - 2 ปีข้างหน้า เพื่อเป็นเป้าหมายหลักในการดำเนินนโยบายการเงินและธนาคารแห่งประเทศไทย จะดำเนินการรักษาอัตราเงินเฟ้อไม่ให้ต่ำกว่าหรือสูงกว่าเป้าหมายที่กำหนดไว้ จึงได้แต่งตั้งคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ขึ้น เพื่อกำหนดทิศทางนโยบายการเงินของประเทศในการรักษาเสถียรภาพของระดับราคา ตลอดจนพัฒนากรอบเป้าหมายเงินเฟ้อให้เหมาะสมกับประเทศไทยมากขึ้น ซึ่ง กนง. ได้กำหนดกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อในปัจจุบัน คือ อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเฉลี่ยรายไตรมาสระหว่างร้อยละ 0.5-3.0 ต่อปี¹⁾ เป็นเป้าหมายในการดำเนินนโยบายการเงิน

¹⁾ เป้าหมายเงินเฟ้อดังกล่าวถูกกำหนดโดยธนาคารแห่งประเทศไทยเมื่อวันที่ 1 กันยายน พ.ศ. 2552 เป็นต้นมา จากเดิมเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานอยู่ที่ร้อยละ 0 - 3.5 ต่อปี ทั้งนี้ได้ปรับขอบล่างให้สูงกว่าศูนย์เพื่อลดโอกาสของการเกิดภาวะเงินฝืด ขณะเดียวกันปรับขอบบนลงให้เท่ากับที่ปรับขอบล่างขึ้น เพื่อไม่ส่งสัญญาณว่าจุดยืนของนโยบายการเงินจะเปลี่ยนแปลง (ธนาคารแห่งประเทศไทย)

การกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเฉลี่ยรายไตรมาส ระหว่างร้อยละ 0.5-3.0 ต่อปี เพราะให้สอดคล้องกับอัตราเงินเฟ้อของประเทศคู่ค้าคู่แข่งที่สำคัญของประเทศไทย โดยเฉลี่ยอยู่ที่ประมาณร้อยละ 1.78 ต่อปี เพื่อรักษาความสามารถการแข่งขันด้านการค้ากับต่างประเทศได้และสอดคล้องกับประมาณการจากแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาครายไตรมาสที่ กนง. ใช้เป็นเครื่องมือประกอบการกำหนดนโยบายในการดำเนินนโยบายการเงิน ธนาคารกลางจะมีการกำหนดเป้าหมายในการดำเนินการไว้ (พรเพ็ญ สดศรีชัย , 2553) โดยหลักการการดำเนินนโยบายการเงินทั่วไปจะประกอบไปด้วย เป้าหมายสูงสุด (Ultimate Target) เช่น อัตราเงินเฟ้อ การเติบโตทางเศรษฐกิจหรือการจ้างงาน เป้าหมายขั้นกลาง (Intermediate Target) เช่น ปริมาณเงิน ปริมาณสินเชื่อหรืออัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งมีความสัมพันธ์กับเป้าหมายสูงสุด สำหรับในระดับปฏิบัติการจะมีเป้าหมายขั้นปฏิบัติการ (Operating Target) ที่อาจเป็นอัตราดอกเบี้ยหรือฐานเงิน ซึ่งสามารถส่งผ่านผลของการปฏิบัติการไปยังเป้าหมายขั้นกลางและเป้าหมายขั้นสูงสุดได้ดี กลไกความเชื่อมโยงดังกล่าวนี้ หากธนาคารกลางสามารถควบคุมให้เกิดการส่งผ่านจากเป้าหมายขั้นต้น ไปยังขั้นกลางและขั้นสุดท้ายได้ดี จะทำให้ธนาคารกลางสามารถรักษาเป้าหมายทางเศรษฐกิจได้และการดำเนินนโยบายการเงินทำให้เกิดประสิทธิผลได้นั้น จำเป็นจะต้องเข้าใจถึงกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน ซึ่งจะช่วยให้เกิดความมั่นใจว่า หากมีการปรับเปลี่ยนเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงินแล้วจะสามารถส่งผลไปยังเป้าหมายที่ต้องการได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยทั่วไปกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินมีอยู่ 5 ช่องทาง ได้แก่ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ช่องทางสินเชื่อ ช่องทางราคาสินทรัพย์ ช่องทางการคาดการณ์และช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ช่องทางดังกล่าวเป็นกลไกขับเคลื่อนนโยบายการเงินให้ส่งผลกระทบต่อการบริโภค การลงทุน การผลิต รายได้ประชาชาติและอัตราเงินเฟ้อ ทั้งนี้ ความสำคัญของแต่ละช่องทางนั้นจะมีความแตกต่างกันในแต่ละประเทศ ซึ่งเกิดจากโครงสร้างของระบบเศรษฐกิจและระบบการเงินของประเทศเป็นสำคัญ ซึ่งกระบวนการส่งผ่านของกลไก คือ เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จะมีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน (อัตราดอกเบี้ยเงินฝากและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้) ขณะเดียวกันก็จะมีผลกระทบต่อระดับสินเชื่อ ราคาสินทรัพย์ การคาดการณ์ทางเศรษฐกิจและอัตราแลกเปลี่ยน การเปลี่ยนแปลงของช่องทางต่างๆ ดังกล่าวจะกระทบต่อไปยังการจับจ่ายใช้สอยและการลงทุนของภาคเอกชน ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของการใช้จ่ายมวลรวมภายในประเทศ ซึ่งจะมีผลต่ออัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อ ซึ่งเป็นเป้าหมายขั้นสุดท้ายในการดำเนินนโยบายการเงินในที่สุด จะเห็นได้ว่ากลไกการส่งผ่านนี้ส่งผลไปตลาดต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจ ได้แก่ ตลาดเงิน ตลาดทุน ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ ตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ โดยผ่านช่องทางต่างๆ ข้างต้น

ดังนั้นการดำเนินนโยบายเงินจึงมีความสำคัญในป้องกันการเกิดวิกฤตและแก้ปัญหาเมื่อเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจขึ้น แต่ในขณะที่เดียวกันก็ยังมีความท้าทายในประเด็นเรื่องประสิทธิภาพของการดำเนินนโยบายการเงินว่าจะสามารถดูแลระบบเศรษฐกิจให้เข้าสู่เป้าหมายขั้นสุดท้ายที่วางไว้และแก้ปัญหาได้มากน้อยเพียงใด มีช่องทางอะไรบ้างที่เป็นช่องทางสำคัญและในแต่ละช่องทางของการส่งผ่านนโยบายการเงินนั้นมีประสิทธิภาพแตกต่างกันอย่างไร ในการส่งผ่านผลจากการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินไปสู่ระดับราคาและการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจ จึงนำไปสู่ประเด็นที่ต้องการศึกษาผลกระทบของกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินต่อภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทยภายหลังการใช้นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ

การศึกษานี้มุ่งเน้นการศึกษากลไกการส่งผ่านเพียง 4 ช่องทาง คือ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ช่องทางราคาสินทรัพย์ ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ช่องทางสินเชื่อ เนื่องจากช่องทางการคาดการณ์มีความไม่แน่นอนขึ้นอยู่กับอารมณ์ ความรู้สึกและสถานการณ์ในแต่ละช่วงเวลา จึงไม่รวมเข้ามาในการศึกษานี้ โดยตัวแทนตลาดที่สำคัญของแต่ละช่องทาง ได้แก่ ตลาดเงิน ตลาดทุน ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศและตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ ตามลำดับและทำการเปรียบเทียบความสำคัญของแต่ละช่องทางในการส่งผ่านของนโยบายการเงินไปสู่เป้าหมายขั้นสุดท้าย คือ เงินเฟ้อ อันเป็นไปตามกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อที่ธนาคารกลางให้ความสำคัญกับการดูแลเงินเฟ้อเป็นอันดับแรกและผลของการศึกษานี้จะช่วยให้ผู้ดำเนินนโยบายการเงินสามารถนำไปใช้ประเมินและวิเคราะห์ผลกระทบที่จะมีต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศไทยได้ ส่วนภาคธุรกิจและประชาชนทั่วไปสามารถใช้เป็นแนวทางการตัดสินใจในการบริโภคและการลงทุนในอนาคตได้เช่นกัน

2. วัตถุประสงค์การวิจัย

- 2.1 เพื่อศึกษากลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินของประเทศไทย
- 2.2 เพื่อศึกษาผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินต่อภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทยภายหลังการใช้นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ
- 2.3 เปรียบเทียบความสำคัญของการส่งผ่านของนโยบายการเงินแต่ละช่องทางที่นำไปสู่ภาวะเงินเฟ้อ

3. ขอบเขตการวิจัย

การศึกษาผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินต่อภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทยภายหลังจากการใช้นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ โดยพิจารณาตลาดที่สำคัญในระบบเศรษฐกิจที่ได้รับผลกระทบ ได้แก่ ตลาดเงิน ตลาดทุน ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ ตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ โดยในแต่ละตลาดจะมีตัวแปรที่เป็นตัวแปรแทนช่องทางในการส่งผ่านนโยบายการเงิน ตลาดเงินแทนช่องทางอัตราดอกเบี้ย ตลาดทุนแทนช่องทางราคาสินทรัพย์ ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศแทนช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ตลาดสินเชื่อแทนช่องทางสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2556 รวม 53 ไตรมาส โดยใช้อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Policy Rate)²⁾ เป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน

4. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

4.1 ทำให้ทราบถึงโครงสร้างการทำงานของกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินของประเทศไทย

4.2 ทำให้ทราบถึงประสิทธิภาพของช่องทาง การส่งผ่าน ตลาดเงิน ตลาดทุน ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ ตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ อันจะเป็นประโยชน์ต่อการดำเนินนโยบายการเงินให้เป็นไปตามแนวทางที่ถูกต้อง

²⁾ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ในการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ กรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ใช้อัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นเครื่องมือหลักในการส่งสัญญาณนโยบายการเงิน โดยในช่วงที่ผ่านมามีจนถึงวันที่ 16 มกราคม พ.ศ. 2550 กนง. ได้ใช้อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน (RP 14 วัน) เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อมาตั้งแต่วันที่ 17 มกราคม พ.ศ. 2550 กนง. ได้เปลี่ยนมาใช้อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะ 1 วัน (RP 1 วัน) แทนการเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยจากอัตราดอกเบี้ย RP 14 วัน มาเป็น RP 1 วัน และนับตั้งแต่วันที่ 13 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2551 เป็นต้นมา ธนาคารแห่งประเทศไทย ได้ใช้อัตราดอกเบี้ยธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคี (Bilateral Repurchase Transactions) ระยะ 1 วัน เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบายแทนอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 1 วัน พร้อมกับปิดตลาดซื้อคืนพันธบัตรของธนาคารแห่งประเทศไทยในวันดังกล่าว (ที่มกลยุทธ์นโยบายการเงิน 1 สาขนโยบายการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย)

4.3 ผลของการศึกษานี้เป็นสิ่งสำคัญที่จะช่วยให้ผู้ดำเนินนโยบายการเงินนำไปใช้ประเมินและวิเคราะห์ผลกระทบที่จะมีต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศได้ ส่วนภาคเอกชนหรือนักลงทุนและประชาชนหรือผู้บริโภคสามารถใช้เป็นแนวทางการตัดสินใจในการบริโภคและการลงทุนในอนาคต

5. นิยามศัพท์

5.1 กลไกการส่งผ่าน (Transmission Mechanism) คือ กระบวนการทำงานของตัวแปรทางการเงิน ที่เกิดจากการใช้นโยบายการเงินของธนาคารกลาง ผ่านช่องทางการส่งผ่านของนโยบายการเงินของธนาคารกลาง ช่องทางการส่งผ่านของนโยบายการเงิน ประกอบไปด้วย 5 ช่องทางหลักๆ ได้แก่ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ช่องทางสินเชื่อ ช่องทางราคาสินทรัพย์ ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนและช่องทางการคาดการณ์และส่งผ่านผลกระทบที่เกิดขึ้นไปยังเป้าหมายสุดท้าย คือ การรักษาเสถียรภาพและการเติบโตทางเศรษฐกิจ (อภิญา วนเศรษฐ , 2555)

5.2 นโยบายการเงิน (Monetary Policy) คือ การดูแลปริมาณเงินและตัวแปรทางการเงินอื่นๆ สินเชื่อโดยธนาคารกลาง เพื่อบรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจประการใดประการหนึ่งหรือหลายประการ อันได้แก่ การรักษาเสถียรภาพทางราคา การส่งเสริมให้มีการจ้างงานเต็มที่ การรักษาความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ การรักษาคุณภาพของดุลการชำระเงินระหว่างประเทศและกระจายรายได้ที่เป็นธรรม มาตรการทางการเงินต่างๆ ที่ธนาคารกลางนำมาใช้ ได้แก่ การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาด การเพิ่มหรือลดอัตราเงินสดสำรองตามกฎหมาย การเพิ่มหรือลดอัตรารับช่วงซื้อลดและการควบคุมเชิงคุณภาพ ในกรณีของไทย ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ใช้นโยบายการเงินเพื่อมุ่งรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจเป็นเป้าหมายหลัก ส่วนเป้าหมายรองๆ ลงไป คือ การสนับสนุนการพัฒนาทางเศรษฐกิจและสังคมและการเสริมสร้างความมั่นคงของสถาบันทางการเงิน (เกษมสันต์ วีระกุล , ชัยยุทธ ปัญญาสวัสดิ์สุทธิ์ , ทวี หมั่นนิกร , บุญช่วย ศรีคำพร , พรพิมล สันติฉัตรรัตน์ , เยาวเรศ ทับพันธุ , วันรักษ์ มิ่งมณีนาคิน , สมบูรณ์ ศิริประชัย , สิริลักษณ์ คอมันตร์ , สุกานดา เหลืองอ่อน , หงษ์ฟ้า ทรัพย์บุญเรือง , 2546)

5.3 ภาวะเงินเฟ้อ (Inflation) คือ ภาวะที่ระดับราคาสินค้าและบริการมีแนวโน้มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง การเกิดเงินเฟ้อมีได้หลายระดับตั้งแต่เงินเฟ้อแบบอ่อน เงินเฟ้อปานกลางจนกระทั่งเงินเฟ้ออย่างรุนแรง สาเหตุของการเกิดเงินเฟ้ออาจมาจากทางด้านอุปสงค์หรือความต้องการสินค้า

และบริการที่เพิ่มขึ้นมากกว่าสินค้าและบริการที่มีอยู่ในขณะนั้น จึงผลักดันให้ราคาสินค้าเพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้เงินเฟ้ออาจมีสาเหตุมาจากด้านอุปทานหรือต้นทุนในการผลิตสินค้าและบริการที่เพิ่มขึ้น โดยทั่วไปต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้นมาจากสาเหตุต่างๆ เช่น การเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมัน ค่าจ้างแรงงาน วัตถุดิบที่ใช้ในการผลิตสินค้า เป็นต้น หากเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นเล็กน้อย เช่น ร้อยละ 2 - 3 ต่อปี จะสร้างสิ่งจูงใจแก่ผู้ประกอบการ แต่หากเพิ่มขึ้นมากและผันผวนก็จะเกิดความไม่แน่นอนและเป็นปัญหาต่อระบบเศรษฐกิจ โดยเฉพาะเรื่องการครองชีพของประชาชนและการขาดเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ อันเป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาประเทศ (ธนาคารแห่งประเทศไทย)

5.4 เป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) คือ นโยบายการเงินที่ธนาคารกลางของประเทศให้ความสำคัญกับการดูแลอัตราเงินเฟ้อหรือเสถียรภาพด้านราคาเป็นอันดับแรก ด้วยความเชื่อที่ว่า การรักษาเสถียรภาพราคา โดยคงที่อัตราเงินเฟ้อในระดับต่ำจะส่งผลดีต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะยาว เป้าหมายเงินเฟ้อถูกนำมาใช้เป็นครั้งแรกใน พ.ศ. 2533 โดยธนาคารชาติของ ประเทศนิวซีแลนด์ สำหรับประเทศไทย ดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อแบบ ยืดหยุ่น (Flexible Inflation Targeting) มาตั้งแต่ พ.ศ. 2543 โดยใช้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานหรือ Core Inflation (อัตราเงินเฟ้อทั่วไปหักราคาสินค้าสดหมวดอาหารและพลังงาน) เป็นเป้าหมายและมีเป้าหมายเงินเฟ้ออยู่ระหว่าง 0.5 - 3.0% ต่อปี (ธนาคารแห่งประเทศไทย)

5.5 ดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index : CPI) คือ ดัชนีที่วัดการเปลี่ยนแปลงทางด้านราคาสินค้าและบริการที่ใช้ในการบริโภคหรือเงินเฟ้อนั่นเอง สามารถคำนวณจากสูตร

$$\text{อัตราเงินเฟ้อ } t = \frac{[\text{CPI}_t - \text{CPI}_{t-1}] \times 100}{\text{CPI}_{t-1}}$$

สำหรับประเทศไทยสินค้าที่อยู่ในรายการของการนำไปคำนวณดัชนีราคาผู้บริโภคแบ่งออกเป็น 8 หมวด ได้แก่ 1. หมวดอาหารและเครื่องดื่ม 2. หมวดเครื่องนุ่งห่มและรองเท้า 3. หมวดเคหสถาน 4. หมวดการตรวจรักษาและบริการส่วนบุคคล 5. หมวดพาหนะการขนส่งและการสื่อสาร 6. หมวดการบันเทิงการอ่านและการศึกษา 7. หมวดยาสูบ 8. หมวดอื่นๆ ที่ไม่ใช่อาหารและเครื่องดื่ม โดยกระทรวงพาณิชย์เป็นหน่วยงานที่ดูแลในเรื่องนี้ (อภิญา วนเศรษฐ , 2555)

5.6 อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline Inflation) คือ เงินเฟ้อที่คำนวณจากดัชนีราคาผู้บริโภค ซึ่งเป็นดัชนีชี้วัดการเปลี่ยนแปลงทางด้านราคาของสินค้าและบริการที่ใช้ในการบริโภค (ดูรายละเอียดที่ CPI) อัตราเงินเฟ้อทั่วไปแตกต่างจากอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน ตรงที่ว่าอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานนั้นไม่รวมรายการสินค้าในกลุ่มอาหารสดและพลังงานมาคำนวณ ดังนั้นอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานจึงมักมีความผันผวนน้อยกว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไป โดยเฉพาะในช่วงที่ราคาน้ำมันในตลาดโลกมีความผันผวนสูง (อภิญา วนเศรษฐ , 2555)

5.7 อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core Inflation) คือ เงินเฟ้อที่คำนวณจากดัชนีราคาผู้บริโภค โดยที่ไม่รวมเอาสินค้ากลุ่มอาหารสดและพลังงานมาคำนวณ เนื่องจากราคาของสินค้าทั้งสองกลุ่มนี้เปลี่ยนแปลงรวดเร็ว เช่น อาหารสดราคาจะแปรผันไปตามฤดูกาล ส่วนราคาพลังงานจะเปลี่ยนแปลงตามภาวะตลาดโลก เป็นต้น เงินเฟ้อพื้นฐานนี้ถูกนำไปใช้โดยธนาคารแห่งประเทศไทย เพื่อเป็นเป้าหมายในการกำหนดอัตราเงินเฟ้อภายใต้กรอบการดำเนินนโยบายการเงินที่ใช้อัตราเงินเฟ้อเป็นเป้าหมาย (Inflation Targeting) (อภิญา วนเศรษฐ , 2555)

5.8 อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Policy Rate) คือ ในการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ กรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ใช้อัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นเครื่องมือหลักในการส่งสัญญาณนโยบายการเงิน โดยในช่วงที่ผ่านมาจนถึงวันที่ 16 มกราคม พ.ศ. 2550 กนง. ได้ใช้อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร 14 วัน (RP 14 วัน) เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ต่อมาตั้งแต่วันที่ 17 มกราคม พ.ศ. 2550 กนง. ได้เปลี่ยนมาใช้อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร 1 วัน (RP 1 วัน) แทน การเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยจากอัตราดอกเบี้ย RP 14 วัน มาเป็น RP 1 วัน มีสาเหตุสำคัญดังนี้ 1) ธนาคารแห่งประเทศไทย กำหนดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็น Term ยาวกว่า 1 วัน แต่เข้าทำธุรกรรมในตลาดทุกวัน 2) ปักยการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องของสถาบันการเงิน (Reserve Maintenance Period) ไม่สอดคล้องกับกำหนดการประชุมของ กนง. ส่งผลให้บางปีกระร้อมการประชุม กนง. ดังนั้นในกรณีตลาดมีการคาดการณ์อย่างชัดเจนเกี่ยวกับทิศทางของอัตราดอกเบี้ยนโยบายว่าจะมีการปรับขึ้นหรือปรับลดลง การดำเนินการตามข้อ 1 - 2 ข้างต้นจะทำให้เกิดปัญหาการกระจุกตัวหรือไม่มีการลงทุนใน RP14 วัน ซึ่งจะส่งผลในทางกลับกันต่อการลงทุนใน RP 1 วัน ทำให้อัตราดอกเบี้ยมีความผันผวนและอัตราดอกเบี้ยในตลาดพันธบัตร (Term Structure) ถูกบิดเบือน ในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยนโยบายนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยจะเน้นการทำธุรกรรมในลักษณะ Fixed Rate ที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายในธุรกรรม Bilateral Repo ในช่วงเช้าของวัน (โดยสถาบันการเงินเป็นผู้เสนอปริมาณที่ต้องการจะกู้หรือลงทุน) และหากธนาคารแห่งประเทศไทยต้องการทำธุรกรรม

ระยะอื่นนอกเหนือจาก 1 วัน ธนาคารแห่งประเทศไทย จะทำธุรกรรมในลักษณะ Variable Rate Tender (โดยสถาบันการเงินเป็นผู้เสนอทั้งปริมาณและราคาที่ต้องการจะกู้หรือลงทุน) ธนาคารแห่งประเทศไทย จะยึดเป้าหมายปริมาณเป็นหลักและให้สถาบันการเงินกำหนดอัตราดอกเบี้ยตามภาวะและการคาดการณ์ของตลาด อย่างไรก็ตาม เพื่อให้ไม่มีธุรกรรม Fixed Rate ที่ครอบคลุมการประชุม กนง. ธนาคารแห่งประเทศไทย จะหลีกเลี่ยงการทำธุรกรรม Bilateral Repo ระยะ 1 วัน ในช่วงเช้าของวันที่มีการประชุม กนง. เนื่องจากโดยปกติแล้ว ธนาคารแห่งประเทศไทยจะแถลงผลการประชุม กนง. ในช่วงบ่าย ตั้งแต่วันที่ 13 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2551 เป็นต้นมา ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ใช้อัตราดอกเบี้ยธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคี (Bilateral Repurchase Transactions) ระยะ 1 วัน เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบายแทนอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 1 วัน พร้อมกับปิดตลาดซื้อคืนพันธบัตรของธนาคารแห่งประเทศไทยในวันดังกล่าว (ธนาคารแห่งประเทศไทย)

5.9 อัตราดอกเบี้ยลูกค้ายรายใหญ่ขั้นต่ำประเภทเงินกู้แบบมีระยะเวลา (Minimum Loan Rate : MLR) คือ อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ายรายใหญ่ขั้นต่ำเป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัวที่มีการปรับขึ้น-ลงตามภาวะตลาด โดยทั่วไปมักจะใช้อ้างอิงในการปล่อยสินเชื่อประเภทเงินกู้แบบมีระยะเวลาของธนาคารพาณิชย์ เช่น คิ้ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้กับนายโชคในอัตรา $MLR+0.5$ ถ้า MLR ขณะนั้นเท่ากับ 6% นายโชคก็จะจ่ายดอกเบี้ยในอัตรา 6.5% เป็นต้น และถ้าหากลูกค้ายมีความเสี่ยงมากขึ้นธนาคารก็จะคิดอัตราดอกเบี้ยในอัตราที่สูงขึ้น (อภิญา วนเศรษฐ , 2555)

5.10 ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (Real Effective Exchange Rate : REER) คือ ดัชนีค่าเงินบาท หรือ NEER ที่ปรับด้วยปัจจัยทางด้านราคาของแต่ละประเทศ โดยสามารถคำนวณจาก

$$REER = \frac{NEER}{CPI \text{ ประเทศอื่น} / CPI \text{ ไทย}}$$

ดังนั้น REER จะมีการปรับเปลี่ยนไปตามอัตราเงินเฟ้อ (CPI) ของแต่ละประเทศ โดยทั่วไปค่า NEER และ REER จะมีการเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกัน (อภิญา วนเศรษฐ, 2555)

5.11 ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) คือ ดัชนีที่แสดงมูลค่าเฉลี่ยของหุ้นสามัญทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ ณ ปัจจุบันเปรียบเทียบกับมูลค่า ณ วันฐาน (30 เมษายน พ.ศ. 2518) ซึ่งคือ วันแรกของการเปิดดำเนินการของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถคำนวณได้จากสูตร

$$\text{SET Index} = \frac{\text{มูลค่าตลาดโดยรวมของหุ้นสามัญที่จดทะเบียน ณ ปัจจุบัน} \times 100}{\text{มูลค่าตลาดโดยรวมของหุ้นสามัญที่จดทะเบียน ณ 30 เมษายน พ.ศ. 2518}}$$

การคำนวณใช้ค่าเฉลี่ยราคาหุ้นสามัญและถ่วงน้ำหนักตามจำนวนหุ้นที่จดทะเบียน ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นสามัญของบริษัทที่มีทุนจดทะเบียนมาก จะมีอิทธิพลกับการเคลื่อนไหวของ SET Index มากกว่าการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นสามัญของบริษัทที่มีทุนจดทะเบียนน้อย (อภิญา วนเศรษฐ , 2555)

5.12 ตลาดเงิน (Money Market) ตลาดที่มีการระดมทุนและให้สินเชื่อระยะสั้นไม่เกิน 1 ปี การโอนเงิน การซื้อขายหลักทรัพย์ทางการเงินที่มีอายุไม่เกินระยะสั้น เช่น ตั๋วแลกเงิน ตั๋วสัญญาใช้เงินและตั๋วเงินคลัง เป็นต้น เป็นที่รวมกลไกทั้งหลายที่ทำให้การหมุนเวียนของเงินทุนระยะสั้นเป็นไปด้วยดี อันได้แก่ การจัดหาเงินทุนเพื่อการประกอบการของธุรกิจ การให้สินเชื่อแก่บุคคลและการจัดหาเงินทุนระยะสั้นให้แก่ภาครัฐบาล แบ่งเป็น 1) ตลาดเงินในระบบซึ่งประกอบด้วย สถาบันการเงินที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมาย ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ และธนาคารกลาง กิจกรรมสำคัญในตลาดเงินในระบบ ได้แก่ การกู้ยืมระหว่างธนาคาร การกู้โดยตรงหรือเบิกเงินบัญชี โดยมีหลักทรัพย์ค้ำประกัน การกู้โดยการขายตราสารทางการเงิน ตั๋วเงินคลัง ตั๋วสัญญาใช้เงิน ตราสารการค้า ตลอดจนตราสารที่ธนาคารรับรองและ 2) ตลาดเงินนอกระบบซึ่งไม่มีกฎหมายรองรับสถานภาพ กิจกรรมที่สำคัญ ได้แก่ การให้กู้ การเงินเช่า การฝากขาย ฯลฯ ตลาดเงินนอกระบบยังมีบทบาทมากในประเทศกำลังพัฒนา (เกษมสันต์ วีระกุล , ชัยยุทธ ปัญญาสวัสดิ์สุทธิ์, ทวี หมั่นนิกร , บุญช่วย ศรีคำพร , พรพิมล สันติมณีนันท์ , เยาวเรศ ทับพันธุ , วันรักษ์ มิ่งมณีนาคิน , สมบูรณ์ ศิริประชัย , สิрилักษณ์ คอมนันต์, สุกานดา เหลืองอ่อน, หงษ์ฟ้า ทรัพย์บุญเรือง , 2546)

5.13 ตลาดทุน (Capital Market) แหล่งระดมเงินออมระยะยาวและให้สินเชื่อระยะยาว ตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไป ได้แก่ เงินฝากประจำ หุ้นกู้ หุ้นสามัญและพันธบัตรทั้งของรัฐบาลและเอกชน อาจแบ่งเป็นตลาดสินเชื่อทั่วไปและตลาดหลักทรัพย์ ตลาดสินเชื่อทั่วไปประกอบด้วย ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุน ส่วนตลาดหลักทรัพย์ยังแบ่งย่อยเป็นตลาดแรกและตลาดรอง ตลาดแรกคือตลาดที่ซื้อขายหลักทรัพย์ออกใหม่ เป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ที่หน่วยธุรกิจผู้ออกหลักทรัพย์ได้รับเงินทุนจากผู้ซื้อหลักทรัพย์ใหม่ ในทางเศรษฐศาสตร์ถือว่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดแรกคือ

การลงทุนที่แท้จริง ส่วนตลาดรอง คือ ตลาดที่ซื้อขายหลักทรัพย์เก่า การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองไม่ใช่การลงทุนที่แท้จริง เพราะหน่วยธุรกิจผู้ออกหลักทรัพย์ไม่ได้รับเงินทุนจากการซื้อขายเหล่านั้น การซื้อขายหลักทรัพย์เก่าเป็นเพียงการเปลี่ยนมือระหว่างผู้ถือหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม ตลาดรองก็มีบทบาทเกื้อกูลต่อตลาดแรก เพราะทำให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์ในตลาดแรกมีความมั่นใจว่าจะสามารถแลกเปลี่ยนเป็นเงินสดได้เมื่อต้องการ (เกษมสันต์ วีระกุล , ชัยยุทธ ปัญญาสวัสดิ์สุทธิ์ , ทวี หมั่นนิกร , บุญช่วย ศรีคำพร , พรพิมล สันติมณีนรัตน์ , เยาวเรศ ทับพันธุ , วันรักษ์ มิ่งมณีนากิน , สมบูรณ์ ศิริประชัย , สิริลักษณ์ คอมนันต์ , สุกานดา เหลืองอ่อน , หงษ์ฟ้า ทรัพย์บุญเรือง , 2546)

5.14 ตลาดเงินตราต่างประเทศ (Foreign Exchange Market) เป็นการตกลงซื้อขายหรือแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศของเงินตราสกุลหนึ่งกับเงินตราอีกสกุลหนึ่ง การติดต่อซื้อขายนี้อาจใช้วิธีการติดต่อกันทางโทรศัพท์หรือสื่ออื่นๆ ซึ่งสามารถติดต่อกันได้อย่างรวดเร็วและตลอดเวลา การซื้อขายนี้กระทำผ่านนายหน้าซึ่งเป็นสถาบันการเงิน ตลาดเงินตราต่างประเทศช่วยให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินตราต่างประเทศ เพื่อประโยชน์ในการติดต่อกันทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศและยังเป็นแหล่งแสวงหากำไรจากส่วนต่างของอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยระหว่างแต่ละศูนย์กลางทางการเงินอีกด้วย ตลาดเงินตราต่างประเทศที่ถือว่าเป็นศูนย์กลางใหญ่ของโลก คือ ตลาดนิวยอร์กและลอนดอน (ภราดร ปรีดาศักดิ์ , 2549)



บทที่ 2

สภาพทั่วไปของตลาดที่เป็นช่องทางในการส่งผ่านนโยบายการเงิน

ในการศึกษานี้จะอธิบายถึงสภาพทั่วไปของตลาดที่สำคัญทางเศรษฐกิจซึ่งมีหน้าที่สำคัญในการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากหน่วยเศรษฐกิจที่มีเงินส่วนเกินไปยังหน่วยเศรษฐกิจที่ขาดแคลนเงินทุน ดังนั้นการที่จะทำหน้าที่ได้ดีและมีประสิทธิภาพได้นั้น นับว่าเป็นสิ่งที่มีความสำคัญอย่างยิ่งต่อความมั่นคงและความมั่นคงต่อเศรษฐกิจของประเทศและศึกษาถึงผลกระทบของตลาดที่มีต่อเศรษฐกิจของประเทศ ดังนั้นจึงจำเป็นจะต้องมีความเข้าใจถึงความหมาย ลักษณะ ความสำคัญและบทบาทของตลาดซึ่งเป็นช่องทางในการส่งผ่านผลของนโยบายการเงิน ผ่านตลาดที่สำคัญนี้ส่งผ่านไปยังเงินเพื่อซึ่งเป็นเป้าหมายสุดท้ายของการดำเนินนโยบายการเงิน โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. ตลาดเงิน (Money Market)

ตลาดเงิน (Money Market) ถือว่าเป็นส่วนหนึ่งของตลาดการเงิน (Financial Market) โดยตลาดเงินนับเป็นแหล่งของการให้กู้และกู้เงินในระยะสั้น ตามปกติมีระยะเวลากู้ยืมและชำระคืนไม่เกิน 1 ปี เป็นการระดมทุนเพื่อเสริมสภาพคล่องขององค์กร เพื่อใช้เป็นทุนดำเนินการในระยะสั้น ตั้งแต่ 1 วัน (Overnight) 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน ไปจนถึง 1 ปี ส่วนผู้ที่ลงทุน คือ ผู้ที่มีเงินคงเหลือและต้องการนำเงินมาหาผลประโยชน์เพิ่มเติมในระยะสั้นก่อนที่จะนำไปใช้ตามวัตถุประสงค์หลักต่อไป (ฉัตรพล ชาวลิตชีวิน , 2553)

ความสำคัญของตลาดเงิน

ตลาดเงินมีส่วนสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจมากและเป็นตลาดที่มีธุรกรรมทางการเงินในการกู้ยืมมีมูลค่าสูงทุกๆ วัน ตลาดเงินเป็นตลาดที่ธนาคารแห่งประเทศไทย ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุนและธุรกิจประเภทต่างๆ นำเงินสดส่วนเกินที่สำรองไว้สำหรับสภาพคล่องมาลงทุน ตลาดเงินมีบทบาทสำคัญในการนำหน่วยเศรษฐกิจที่มีเงินส่วนเกิน คือ ผู้ให้กู้และผู้กู้ที่ขาดแคลนสภาพคล่องมาพบกันแล้วให้ฝ่ายที่ขาดสภาพคล่องได้ใช้สภาพคล่องส่วนเกินของอีกฝ่ายไปก่อน ผู้ต้องการเงินทุนอาจออกตราสารทางการเงินระยะสั้นๆ โดยการกู้ยืมอาจมีหรือไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกันก็ได้

ส่วนผู้ที่มีสภาพคล่องส่วนเกินอาจซื้อตราสารทางการเงินระยะสั้นหรือการให้กู้ยืมโดยตรง สำหรับการให้กู้ยืม (การให้กู้ยืม) มีต้นทุนของการกู้ยืม (ผลตอบแทนของการให้กู้ยืม) คือ อัตราดอกเบี้ยของตลาดเป็นตัวเชื่อมโยง ตลาดเงินเป็นตลาดที่ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้เพื่อการดำเนินนโยบายการเงินภายในประเทศ เพื่อควบคุมปริมาณเงินในตลาดและควบคุมอัตราดอกเบี้ย ทั้งนี้จะกระทำผ่านตลาดซื้อคืนพันธบัตร (Repurchase Market) และการทำธุรกรรมสวอปเงินตราต่างประเทศ (Foreign Exchange Swap) ตลาดเงินที่มีประสิทธิภาพจะทำให้การจัดสรรเงินทุนระยะสั้นไปสู่ระบบเศรษฐกิจเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ ธุรกรรมและอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินสะท้อนถึงนโยบายการเงิน สถานะความต้องการปริมาณเงินกู้ยืมระยะสั้นและการมีตลาดเงินที่เติบโตยังหมายถึง การเติบโตของ “สิ่งที่ใกล้เคียงเงิน” คือ จากเดิมหน่วยเศรษฐกิจจะถือเงินสดไว้แต่ยังสามารถถือตราสารทางการเงินในตลาดเงินแทนได้ เพราะมีสภาพคล่องใกล้เคียงกันกับการถือเงินสด โดยทั่วไปเงินทุนระยะสั้นที่ระดมได้จะถูกนำไปลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนของกิจการที่สำคัญ ได้แก่ บัญชีลูกหนี้และสินค้าคงคลัง เป็นต้น รวมทั้งการลงทุนในการให้บริการ ซึ่งจะส่งผลให้การใช้จ่ายโดยรวมของประเทศสูงขึ้น ซึ่งตามหลักเศรษฐศาสตร์ ปริมาณการหมุนเวียนของเงินในระบบเศรษฐกิจจะต้องเท่ากับการใช้จ่ายโดยรวมและการใช้จ่ายโดยรวมสามารถสะท้อนถึงการเติบโตทางเศรษฐกิจ การเพิ่มปริมาณการหมุนเวียนของเงินผ่านความสามารถในการหมุนจึงเพิ่มการใช้จ่ายโดยรวมและส่งเสริมต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ

ลักษณะของตลาดเงิน

ตลาดเงินเป็นตลาดกู้ยืมหรือการจัดหาเงินทุนระยะสั้น โดยใช้หลักทรัพย์ระยะสั้นที่มีระยะเวลาชำระคืนไม่เกิน 1 ปี มีสภาพคล่องในการซื้อขายสูงมีความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับคืนเงินกู้ต่ำ มีความเสี่ยงด้านราคาต่ำ รวมทั้งต้นทุนในการซื้อขายต่ำ มีความปลอดภัยสูง เพราะโอกาสที่จะเกิดการขาดทุนจากการซื้อขาย (Capital Loss) น้อย โดยวัตถุประสงค์ในการกู้ยืม เพื่อใช้เป็นการหมุนเวียนของธุรกิจในการผลิตสินค้าและบริการหรือเพื่อใช้จ่ายสำหรับการค้าส่ง ค้าปลีกและการนำเข้าส่งออกต่างประเทศหรือเป็นรายจ่ายเพื่อดำเนินงาน เช่น จ่ายเงินเดือน ค่าน้ำมัน ค่าไฟ ค่าสาธารณูปโภค ค่าวัตถุดิบ เป็นต้น นอกจากนั้นผู้กู้ยืมไปเพื่อการบริโภคหรือเพื่อการลงทุนระยะสั้น เช่น ซื้อหลักทรัพย์เพื่อหวังกำไรส่วนทุน ทั้งผู้ให้กู้ยืมและผู้กู้ยืมอาจเป็นประชาชน หน่วยธุรกิจ รัฐบาลหรือสถาบันการเงิน แต่วิธีการกู้ยืมส่วนใหญ่เป็นการกู้ยืมระหว่างสถาบันการเงินหรือ Interbank Loans และการกู้ยืมในตลาดเงิน ได้แก่ การกู้ระยะสั้น การกู้ประเภทมีกำหนดระยะเวลาวิธีส่วนใหญ่ใช้วิธีต่อรองราคา ลักษณะผู้กู้ยืมในตลาดเงินกล้าเสี่ยงน้อยและตลาดเงินจะไม่มีสถานะที่ตึงอย่างเป็นทางการสำหรับการซื้อขายตราสารระยะสั้น แตกต่างจากตลาดสินค้าต่างๆ ไป เช่น ตลาดเสื้อผ้า ตลาดหุ้นหรือตลาดผลไม้ แต่การซื้อขายตราสารทางการเงินในตลาดเงินส่วนใหญ่จะ

ทำผ่านผู้ค้าหลักทรัพย์ (Dealers) นายหน้า (Brokers) โดยทางโทรศัพท์ ทางคอมพิวเตอร์ โดยผู้ซื้อและผู้ขายไม่จำเป็นต้องมาพบปะกัน แต่เป็นการซื้อขายกันโดยตรงระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายแต่เป็นการตั้งซื้อขายผ่านธนาคารพาณิชย์ ซึ่งตลาดเงินโดยปกติแล้วการกู้ยืมจะเป็นลักษณะทางอ้อม คือธนาคารหรือสถาบันการเงินจะระดมเงินออมมาจากประชาชน แล้วนำเงินของประชาชนให้กู้แก่ผู้ลงทุน (เพลินพิศ สัตย์สงวน , 2554)

เครื่องมือทางการเงินในตลาดเงินของประเทศไทยประกอบด้วย ตราสารหนี้หรือการทำสัญญากู้ยืมของสถาบันการเงิน ธุรกิจต่างๆ และที่มีใช้สถาบันการเงิน โดยการตกลงกู้ยืมจะใช้สิ่งของที่ใช้แทนเงิน เช่น ตั๋วเงินคลัง พันธบัตร ตั๋วแลกเงินหรือตั๋วสัญญาใช้เงิน ตั๋วรับรองโดยสถาบันการเงิน (Banker's Acceptance : BA) บัตรเงินฝากที่เปลี่ยนมือได้ (Negotiable Certificate Deposit : NCD) กองทุนตลาดเงิน (Money Market Fund) เป็นต้น เครื่องมือทางการเงินในตลาดเงินจะเป็นเครื่องมือที่มีอายุคงเหลือไม่เกินหนึ่งปี

สถาบันการเงินที่กู้ยืมหรือซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดเงินประกอบด้วย ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ ธนาคารแห่งประเทศไทย กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงิน และสถาบันทางการเงินเฉพาะกิจอื่นๆ ที่รัฐบาลจัดตั้งขึ้นโดยใช้กฎหมายเฉพาะ เช่น ธนาคารออมสิน ธนาคารอาคารสงเคราะห์ ธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร และธนาคารเพื่อการส่งออกและนำเข้าแห่งประเทศไทย เป็นต้น ในประเทศไทยตลาดเงินสามารถแบ่งได้เป็น 2 ประเภท โดยแบ่งตามประเภทของผู้ระดมทุน คือ ผู้ระดมทุนภาครัฐจัดเป็นตลาดเงินที่เป็นทางการและผู้ระดมทุนภาคเอกชนจัดเป็นตลาดเงินของเอกชน มีรายละเอียดดังนี้



ตารางที่ 2.1 องค์กรที่เกี่ยวข้องกับตลาดเงินที่เป็นทางการและตลาดเงินภาคเอกชน รวมถึงตราสาร
ทางการเงินในแต่ละตลาดของตลาดเงิน

ตลาดเงิน	
ผู้ระดมทุนภาครัฐ	ผู้ระดมทุนภาคเอกชน
องค์กร	องค์กร
กระทรวงการคลัง ธนาคารแห่งประเทศไทย กองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ รัฐวิสาหกิจ ธนาคารเฉพาะกิจของรัฐบาล	ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ บริษัทเครดิตฟองซิเอร์ สถาบันการเงินและธุรกิจที่ไม่ใช่ สถาบันการเงิน บุคคลธรรมดา
เครื่องมือ	เครื่องมือ
1. ตั๋วเงินคลัง	1. การกู้ยืมเงินระหว่างสถาบันการเงิน
2. การซื้อขายตราสารหนี้ภาครัฐแบบมี สัญญาขายคืนและซื้อคืน	2. ตั๋วแลกเงิน
3. พันธบัตรระยะสั้นของธนาคารแห่ง ประเทศไทย	3. ตั๋วสัญญาใช้เงิน
4. พันธบัตรระยะสั้นของกองทุนฟื้นฟูและ พัฒนาระบบสถาบันการเงิน	4. ตั๋วแลกเงินฝาก
5. การกู้ยืมจากธนาคารแห่งประเทศไทย	5. หุ้นกู้ระยะสั้น
	6. เช็คลงวันที่ล่วงหน้า
	7. หุ้นกู้ระยะสั้น
	8. บัตรเงินฝาก

ที่มา : นันทพล พงษ์ไพบูลย์และปริญญา ดิสรเดวีวัฒน์ , 2549

ปัจจุบันธุรกรรมส่วนใหญ่ในตลาดเงินเป็นธุรกรรมที่เกิดขึ้นระหว่างสถาบันการเงินด้วยกันและเป็นธุรกรรมในสองตลาดหลัก ประกอบด้วยตลาดกู้ยืมระหว่างสถาบันการเงินและตลาดซื้อคืนพันธบัตร ทั้งนี้เนื่องจากธนาคารแห่งประเทศไทยได้กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนต้องดำรงสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องตามกฎหมาย โดยเฉลี่ยรายปีร้อยละ 6 ซึ่งสินทรัพย์สภาพคล่องที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดไว้ประกอบด้วย เงินสดในมือธนาคารพาณิชย์ไม่เกินร้อยละ 2.5 พันธบัตรรัฐบาลหรือพันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่กระทรวงการคลังเป็นผู้ค้ำประกันร้อยละ 2.5 และเงินฝากกระแสรายวันที่ธนาคารแห่งประเทศไทยไม่ต่ำกว่าร้อยละ 1 ดังนั้นสถาบันการเงินจะทำการปรับการถือเงินสด พันธบัตรและเงินฝากที่ธนาคารแห่งประเทศไทยผ่านตลาดทั้งสองเป็นประจำทุกวัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งการทำ

ธุรกรรมจะมีมูลค่าสูงเป็นพิเศษเมื่อใกล้วันสุดท้ายของงวดการดำรงสำรองสภาพคล่อง โดยสินทรัพย์สภาพคล่องที่ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนต้องดำรงไว้นี้จะมากขึ้นหรือลดลงขึ้นอยู่กับ การขยายตัวของปริมาณเงินฝากที่ได้รับ

ส่วนพัฒนาการของตลาดการเงินจึงเป็นตัวแปรสำคัญในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ การมีตลาดเงินที่พัฒนาและทำงานอย่างมีประสิทธิภาพจะช่วยเสริมสร้างความเข้มแข็งให้แก่ระบบการเงิน ตลาดเงินของไทยได้มีการพัฒนาเรื่อยมาเป็นระยะๆ แต่ถึงกระนั้นเครื่องมือในตลาดเงินของไทยยังมีจำนวนจำกัด การปรับปรุงแก้ไขระเบียบกฎหมายและกฎหมายรวมทั้งกฎหมายภาษีอากรที่ประยุกต์ใช้จะนำไปสู่การพัฒนาเครื่องมือทางการเงินใหม่ๆ เช่น สัญญาซื้อขายล่วงหน้าฟิวเจอร์สและใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ที่อิงกับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นหรือตราสารหนี้ระยะสั้น

สำหรับความเสี่ยงที่สำคัญในการลงทุนในตลาดเงิน คือ ความเสี่ยงต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยที่จะมีผลกระทบต่อราคาตลาดของตราสารและความเสี่ยงด้านเครดิตของผู้ออกตราสารว่าจะมีโอกาสผิดนัดชำระหนี้ ปัจจุบันแม้ว่าสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้กำหนดให้บริษัทเอกชนที่จะออกตราสารหนี้ต้องได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency) ซึ่งความเสี่ยงด้านเครดิตของผู้ออกตราสารนั้นถือว่ามีส่วนสำคัญต่อการลงทุนและการระดมเงินทุนในตลาดเงินมาก ส่วนความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของการซื้อขายนั้นมีไม่มากนัก เพราะมีสภาพคล่องสูงอยู่แล้วแต่สภาพคล่องยังขึ้นอยู่กับลักษณะเฉพาะของตราสาร (น้ำหนัก พงษ์ไพบูลย์และปริญญา ดิสรเทติวัฒน์ , 2549)

ความสัมพันธ์ของการดำเนินนโยบายการเงินกับอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยมีบทบาทความสำคัญในตลาดเงิน โดยมีความสัมพันธ์กับตลาดผลผลิตและบริการ เมื่ออัตราดอกเบี้ยเกิดการเปลี่ยนแปลงจะมีผลกระทบต่อตลาดทั้ง 2 ด้วยเหตุนี้อัตราดอกเบี้ยจึงเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน เพื่อรักษาเสถียรภาพของระดับราคาหรืออัตราเงินเฟ้อและการจ้างงานเต็มที่ ส่งผลต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ เช่น ในช่วงเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในปี 2540 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้เปลี่ยนมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการและใช้มาตรการในการแก้ปัญหาอัตราเงินเฟ้อภายในประเทศ คือ ใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยระดับสูง เพื่อควบคุมเงินเฟ้อและรักษาเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยน โดยการปรับอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานสูงขึ้นจากร้อยละ 10.5 เป็นร้อยละ 12.5 ต่อปี ส่งผลทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินปรับตัวสูงขึ้น เป็นต้น ส่งผลทำให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวลดลง ในปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทยได้กำหนดให้อัตราดอกเบี้ยธุรกรรมตลาดซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคีระยะ 1 วัน เป็นอัตรา

ดอกเบี้ยนโยบาย (Policy Rate)³⁾ ธนาคารแห่งประเทศไทยจะทำธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรระยะ 1 วัน กับคู่ค้า (Primary Dealers : PDs) โดยใช้ราคาการซื้อและขายคืนที่สอดคล้องกับระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ได้ประกาศไว้ ขณะที่สถาบันการเงินเองก็พร้อมที่จะทำธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรระหว่างกัน ในอัตราดอกเบี้ยที่สอดคล้องกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายเช่นกัน โดยคณะกรรมการนโยบายการเงิน (ก.น.ง.) จะส่งสัญญาณการเปลี่ยนแปลงในนโยบายการเงินผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบาย สำหรับการดูแลรักษาระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้เป็นไปตามที่ (ก.น.ง.) กำหนด ส่วนในด้านการดำเนินนโยบายการคลังและการบริหารหนี้สาธารณะของรัฐบาลจะส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเช่นเดียวกัน ซึ่งมีผลกระทบต่อการลงทุน รายได้ ผลผลิตและการจ้างงานภายในประเทศและอัตราดอกเบี้ยยังเป็นเครื่องมือเพื่อบรรลุวัตถุประสงค์อื่นๆ ได้อีก เช่น เป็นเครื่องมือจัดสรรสินเชื่อให้แก่ภาคเศรษฐกิจอื่นๆ ที่อำนวยความสะดวกให้แก่เศรษฐกิจของประเทศ เป็นเครื่องป้องกันไม่ให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนออกนอกประเทศ โดยการประกาศอัตราดอกเบี้ยในประเทศไม่ให้แตกต่างจากอัตราดอกเบี้ยในตลาดต่างประเทศ เป็นต้น และหลังจากที่ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ยกเลิกเพดานดอกเบี้ยในตลาดเงิน ทำให้อัตราดอกเบี้ยสามารถสะท้อนถึงอุปสงค์และอุปทานของเงินในตลาดเงินได้อย่างแท้จริง

2. ตลาดทุน (Capital Markets)

ตลาดทุน คือ แหล่งที่ให้กู้ยืมและระดมเงินทุนระยะยาว ผู้ประกอบการสามารถแสวงหาเงินทุนเพื่อนำไปใช้ในการก่อตั้งหรือขยายกิจการ เป็นการลงทุนที่ต้องใช้เงินเป็นจำนวนมาก เป็นตลาดที่มีการฝากและกู้ยืมที่มีลักษณะถาวร เป็นตลาดของผู้ออมเงินกับผู้ต้องการใช้เงินเกินกว่า 1 ปี ขึ้นไป (จิรินทร์ เทศวานิช , 2521) ตลาดทุนเป็นส่วนหนึ่งของตลาดการเงินซึ่งเป็นแหล่งกลางระดมเงินทุนและจัดสรรเงินทุนระยะยาว โดยการหาเงินทุนของผู้ประกอบการในตลาดทุนนั้นจะใช้วิธีการออกหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิหรือหุ้นกู้ แล้วนำไปขายในตลาดทุน เพื่อระดมทุนจากผู้ลงทุน

³⁾ ธนาคารแห่งประเทศไทย เปลี่ยนเครื่องมือในการส่งสัญญาณนโยบายการเงิน จากอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน เป็นระยะ 1 วัน โดยเริ่มมีผลบังคับใช้เมื่อวันที่ 17 มกราคม พ.ศ.2550 ภายใต้การปฏิรูปกรอบการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย เพื่อให้ธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถดูแลอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น (รายละเอียดของการปฏิรูปฯ ดูได้จากบทความในรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อ ฉบับเดือนมกราคม พ.ศ.2550) โดยหลังจากการปิดตลาดซื้อคืนของธนาคารแห่งประเทศไทยเมื่อวันที่ 13 กุมภาพันธ์ พ.ศ.2551 อัตราดอกเบี้ยนโยบาย คือ อัตราดอกเบี้ยธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคีระยะ 1 วัน

หรือประชาชน โดยได้รับผลตอบแทนในรูปเงินปันผลและกำไร/ขาดทุนจากส่วนต่างของราคาซื้อขาย นอกจากนี้การระดมทุนในตลาดทุนยังสามารถทำได้โดยการออกตราสารหนี้ซึ่งภาคเอกชนเรียกว่า หุ้นกู้เอกชน ส่วนทางภาครัฐจะระดมทุนโดยการออกพันธบัตรรัฐบาล

ความสำคัญของตลาดทุน

ตลาดทุนมีความสำคัญต่อเศรษฐกิจของประเทศโดยรวม สำหรับประเทศที่กำลังพัฒนา จำเป็นต้องใช้เงินทุนจำนวนมากเพื่อนำไปพัฒนาประเทศ โดยเฉพาะการสร้างโครงสร้างพื้นฐานภายในประเทศ เช่น ถนน ไฟฟ้า ประปา เขื่อน ท่าเรือ โทรศัพทและสนามบิน เป็นต้น และการมีตลาดทุนที่พัฒนาแล้วจะเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาประเทศเป็นอย่างมากทั้งภาครัฐและภาคธุรกิจ เพราะสามารถระดมเงินทุนได้อย่างสะดวกรวดเร็วและเพียงพอต่อความต้องการเงินทุนที่จะขยายการผลิต ซึ่งเป็นรากฐานของการเพิ่มรายได้และมาตรฐานการครองชีพของประชาชนในประเทศ สำหรับผู้ต้องการเงินทุน สามารถหาเงินทุนได้ตามความต้องการ ทำให้สามารถก่อตั้งหรือขยายกิจการได้สำเร็จมีรากฐานที่มั่นคงขึ้นผ่านตลาดทุน ส่วนประโยชน์สำหรับผู้ออมเงิน คือ สามารถหาผลประโยชน์จากการลงทุนหรือออมเงินในตลาดทุนได้มากกว่าการฝากเงินกับสถาบันการเงินและป้องกันไม่ให้เงินออมลดค่าลงเมื่อเกิดเงินเฟ้อ เพราะราคาหุ้นมักจะสูงขึ้นในเวลาที่เกิดเงินเฟ้อ เนื่องจากกำไรของภาคธุรกิจส่วนใหญ่จะเพิ่มขึ้น ตรงกันข้ามกับการฝากเงิน โดยทั่วไปเงินฝากจะมีค่าลดลงเมื่อเกิดเงินเฟ้อเพราะระดับราคาสินค้าสูงขึ้น (จรินทร์ เทศวานิช , 2521)

องค์ประกอบของตลาดหลักทรัพย์ประกอบด้วย

1. สถานที่ซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ไม่ได้ทำการซื้อขายหลักทรัพย์โดยตรง แต่ทำหน้าที่ควบคุมดูแลให้การซื้อขายเป็นไปอย่างมีระเบียบ
2. บริษัทสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ (นายหน้า) สำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ต้องกระทำผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่เป็นตัวแทนหรือนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ลงทุนทั่วไป โดยบริษัทสมาชิกจะได้รับค่าธรรมเนียมเป็นการตอบแทน ซึ่งการดำเนินการซื้อขายลักษณะนี้ เพื่อความเป็นระเบียบเรียบร้อยสะดวกแก่การควบคุมของตลาดหลักทรัพย์
3. หลักทรัพย์จดทะเบียน (สินค้ำ) หมายถึง หลักทรัพย์ที่มีคุณสมบัติตามหลักเกณฑ์ที่รัฐมนตรีกำหนดในประกาศกระทรวงการคลังและได้รับอนุมัติให้จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์เพื่อใช้ในการซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์ได้

ชนิดของหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในตลาดรอง ได้แก่ หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นกู้ หุ้นกู้แปลงสภาพ หน่วยลงทุน ใบสำคัญแสดงสิทธิในการจองซื้อหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิหรือหุ้นกู้ (Warrant) ในอนาคต พันธบัตรรัฐบาล พันธบัตรรัฐวิสาหกิจและตราสารหรือหลักฐานแสดงสิทธิในทรัพย์สินของโครงการจัดการลงทุน เป็นต้น

4. ผู้ลงทุน (ผู้ซื้อและผู้ขาย) เป็นองค์ประกอบสำคัญที่สุดของตลาดหลักทรัพย์แบ่งได้เป็นบุคคลธรรมดา ประชาชนทั่วไปและนิติบุคคลทั้งในและต่างประเทศ

ผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แบ่งเป็นนักเก็งกำไรเป็นบุคคลที่ชอบเสี่ยงหวังผลกำไรจากหลักทรัพย์ในช่วงสั้นไม่คำนึงถึงเงินปันผลที่จะได้รับ นักเก็งกำไรอาจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในวันเดียวกันได้หากมีกำไร ส่วนผู้ลงทุนระยะสั้นจะสนใจผลตอบแทนในรูปของกำไรจากการขายเป็นสำคัญและเงินปันผลบ้าง ผู้ลงทุนส่วนใหญ่จะระวังเกี่ยวกับราคาที่อาจลดลงจากภาวะตลาดโดยจะติดตามความเคลื่อนไหวของราคาอย่างใกล้ชิด ส่วนผู้ลงทุนระยะยาวมุ่งผลตอบแทนในระยะยาว ได้แก่ ดอกเบี้ย เงินปันผล รวมทั้งสิทธิต่างๆ ของหุ้น ตลอดจนกำไรจากการขายหลักทรัพย์นั้นๆ ผู้ลงทุนจะต้องวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของกิจการที่เลือกลงทุน โดยคำนึงถึงความปลอดภัยและความเสี่ยงที่คาดว่าจะเกิดขึ้นตลอดช่วงเวลาของการลงทุน

ลักษณะของตลาดทุน

ตลาดทุนเป็นศูนย์กลางการระดมเงินทุนโดยการซื้อขายหลักทรัพย์ระยะยาว (ตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไป) ตลอดจนเป็นตลาดที่เอื้ออำนวยความสะดวกในการเปลี่ยนแปลงสถานะความเป็นเจ้าของโดยผ่านกระบวนการการซื้อขายหุ้น จึงถือเป็นการลงทุนที่แท้จริง เพราะเป็นการระดมเงินจากประชาชนแล้วนำเงินไปลงทุนในโครงการต่างๆ ของธุรกิจเอกชนและรัฐบาลโดยตรง

สินทรัพย์ทางการเงินในตลาดทุน ได้แก่ หุ้นทุน (Capital Stock) ประกอบด้วยหุ้นสามัญ (Common Stock) หุ้นบุริมสิทธิ (Preferred Stock) , หุ้นกู้ (Bond) , พันธบัตรเอกชน (Corporate Bond) , พันธบัตรรัฐบาล (Government Bonds) สำหรับผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดทุน เช่น ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุนและเงินทุนหลักทรัพย์ ธนาคารกลาง บริษัทประกันชีวิต สำนักงานธุรกิจอุตสาหกรรมขนาดย่อม บุคคลธรรมดาและธุรกิจเอกชนทั่วไป เป็นต้น

ตลาดทุนแบ่งออกเป็น 2 ประเภท ดังนี้

1. ตลาดแรกหรือตลาดหลักทรัพย์ออกใหม่ (Primary or New Issued Market) เป็นแหล่งกลางที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่แก่ผู้ลงทุน เมื่อธุรกิจต้องการขยายทุนเพิ่มกิจการต่างๆ หรืออาจทำได้โดยการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม (Right Issue) ส่วนกิจการที่เป็นบริษัทมหาชนจำกัดและจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หรือที่อยู่ในระหว่างขอให้ตลาดหลักทรัพย์รับเป็น

บริษัทจดทะเบียนจะสามารถเสนอขายหุ้นให้แก่ประชาชน (Public Offering) ได้ นับเป็นการระดมเงินออมจากประชาชน เพื่อนำไปใช้ในธุรกิจอย่างแท้จริง การเสนอขายหลักทรัพย์อาจจะกระทำโดยบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั่นเองโดยตรงหรืออาจจะขายผ่านสถาบันการเงินที่ทำหน้าที่ประกันการขาย (Underwriter) ก็ได้หรืออาจเป็นการทำของธุรกิจจัดการลงทุนก็ได้ ส่วนราคาที่เสนอขายอาจสูงกว่ามูลค่าที่ตราไว้ (Par Value) ก็ได้มีกำหนดไว้ในหนังสือบริคณห์สนธิ (แต่กฎหมายไม่อนุญาตให้ออกหลักทรัพย์ใหม่ในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่ตราไว้)

2. ตลาดรอง (Secondary Market or Trading Market) เป็นแหล่งที่มีการติดต่อซื้อขายหลักทรัพย์ที่เคยผ่านการซื้อขายในตลาดแรกมาแล้ว การซื้อขายเป็นเพียงการเปลี่ยนมือผู้ถือหุ้น ตลาดรองไม่มีผลโดยตรงต่อการระดมเงินออมจากประชาชน แต่จะเป็นตลาดที่สนับสนุนตลาดแรกและให้ความมั่นใจแก่ผู้ซื้อในตลาดแรกว่าเขาจะขายหลักทรัพย์นั้นได้เมื่อต้องการเงินสด (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2540)

สำหรับสถาบันการเงินที่สำคัญในตลาดรอง คือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand) เพราะเป็นศูนย์กลางพบกันของนายหน้า (Broker) เพื่อตกลงเจรจาซื้อขายหลักทรัพย์กันและยังมีการซื้อขายหลักทรัพย์ที่อยู่นอกตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สถานที่ทำการอยู่ ณ ห้องค้าของบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์หรือบริษัทหลักทรัพย์บางแห่งและที่ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์กรุงเทพ (Bangkok Stock Dealing Center) หรือ ตลาดซื้อขายหลักทรัพย์นอกตลาด (Over the Counter)

ความสัมพันธ์ของการดำเนินนโยบายการเงินและราคาหลักทรัพย์เป็นไปในลักษณะทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย ในการควบคุมปริมาณเงิน สิ้นเชื่อและอัตราดอกเบี้ย โดยใช้เครื่องมือต่างๆ ได้แก่ การซื้อขายหลักทรัพย์ การใช้กลไกตลาดซื้อคืนพันธบัตร ซึ่งเครื่องมือเหล่านี้จะส่งผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในปริมาณเงิน การปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงินและอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินในระบบเศรษฐกิจ จะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ เช่น เมื่อเพิ่มปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเพิ่มสูงขึ้น จะทำให้เกิดสภาพคล่องส่วนเกิน ประชาชนมีเงินมากกว่าความต้องการใช้จริง จะทำให้ประชาชนต้องการจับจ่ายใช้สอยมากขึ้น เพื่อรักษาความสมดุลระหว่างปริมาณเงินกับการจับจ่ายใช้สอย ทำให้ภาคธุรกิจขายสินค้าและมีกำไรเพิ่มขึ้น ภาคธุรกิจจึงมีความต้องการขยายกำลังการผลิตส่งผลทำให้เกิดการจ้างงานเพิ่มขึ้น ทำให้ระดับรายได้ประชาชาติสูงขึ้น ในขณะเดียวกันประชาชนจะนำเงินไปลงทุนในการซื้อหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นส่งผลทำให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น ในทางกลับกันถ้าหากปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจลดลงก็จะส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ลดลงและการเปลี่ยนแปลงในปริมาณเงินยังส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์โดยผ่านอัตราดอกเบี้ย เมื่อปริมาณเงิน

เปลี่ยนแปลงจะทำให้อัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงข้าม นอกจากนั้นการเปลี่ยนแปลงในระดับอัตราดอกเบี้ยก็จะส่งผลต่อราคาหุ้นดังนี้

1. อัตราดอกเบี้ยเป็นส่วนหนึ่งของอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่ผู้ลงทุนจะได้รับ ถ้าอัตราดอกเบี้ยลดลง (โดยปัจจัยอื่นๆ คงที่) อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการฝากเงินไว้กับธนาคารพาณิชย์ย่อมลดลง ส่งผลทำให้ผู้ลงทุนนำเงินมาลงทุนในหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น เพราะผลตอบแทนสูงกว่าโดยเปรียบเทียบกับฝากเงินไว้ที่ธนาคารพาณิชย์ เมื่อความต้องการในการลงทุนในหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นจะส่งผลทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้น

2. ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเป็นตัวกำหนดทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามและอัตราดอกเบี้ยเป็นตัวกำหนดต้นทุนการกู้ยืมเงินมาซื้อหุ้น (การซื้อหุ้น โดย Margin) สมมติให้ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น จะทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินลดลง อัตราดอกเบี้ยเงินกู้จากนายหน้าค้าหุ้นก็จะลดลง ทำให้ความต้องการลงทุนซื้อหุ้นมีมากขึ้น ส่งผลทำให้ราคาหุ้นจะสูงขึ้นและในทางกลับกัน ถ้าปริมาณเงินลดลงจะทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินสูงขึ้นส่งผลทำให้ราคาหุ้นลดลง

3. อัตราดอกเบี้ยส่งผลโดยตรงต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในรูปการให้กู้ยืม เช่น การซื้อหุ้นกู้หรือพันธบัตรรัฐบาล ผู้ลงทุนจะเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญกับการลงทุนในช่องทางอื่นๆ เช่น เมื่ออัตราดอกเบี้ยลดลงจะทำให้อัตราผลตอบแทนจนถึงระยะเวลากำหนด (Yield to Maturity) ของหุ้นกู่จะลดลงเมื่อเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนจากหุ้นสามัญ จะทำให้ผู้ลงทุนเปลี่ยนการลงทุนในหุ้นกู่มาลงทุนในหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น จะส่งผลทำให้ราคาหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น

3. ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ (Foreign Exchange Market)

ประเทศต่างๆ มีเงินสกุลของตนเองเพื่อเป็นสื่อกลางในการแลกเปลี่ยนซื้อขาย เช่น ประเทศไทยมีเงินบาท ประเทศสหรัฐอเมริกามีเงินดอลลาร์ สหภาพยุโรปมีเงินยูโร ประเทศจีนมีเงินหยวน เป็นต้น รวมทั้งเงินยังทำหน้าที่ กำหนดราคาสินค้า เก็บรักษามูลค่าในประเทศของตนเอง และโดยส่วนใหญ่ประเทศที่มีระบบเศรษฐกิจแบบเปิด ธุรกิจการค้าอาจเกิดขึ้นข้ามพรมแดนของประเทศ ดังนั้นการค้าระหว่างประเทศจึงเข้ามามีส่วนสำคัญมากขึ้นในระบบเศรษฐกิจแบบเปิด โดยการค้าระหว่างประเทศจะเกี่ยวข้องกับการแลกเปลี่ยนร่วมกันของเงินสกุลที่แตกต่างกัน ตัวอย่างเช่น นักธุรกิจไทยสั่งซื้อสินค้าจากประเทศสหรัฐอเมริกา เงินบาทไทยจะต้องถูกแลกเปลี่ยนเป็นเงินดอลลาร์สหรัฐ เป็นต้น ดังนั้นการค้าเงินตราสกุลต่างๆ และเงินฝากธนาคารในรูปของเงินสกุลใด

สกุลหนึ่ง จะเกิดขึ้นในตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ (Foreign Exchange Market) การซื้อขายในตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศจะเป็นตัวกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน ขณะเดียวกันจะเป็นตัวกำหนดต้นทุนของสินค้าและสินทรัพย์ทางการเงินที่เป็นสกุลต่างประเทศ

สำหรับผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ (Foreign Exchange Market) ประกอบด้วย

1. ลูกค้ารายย่อย จุดประสงค์หลัก คือ ต้องการซื้อขายเงินตราต่างประเทศเพื่อชำระราคาสินค้าและบริการ ได้แก่ ผู้นำเข้าและผู้ส่งออก ผู้ลงทุนทางการเงินระหว่างประเทศ บริษัทข้ามชาติ และนักท่องเที่ยว เป็นต้น ส่วนการค้าเงินตราซื้อขายจะกระทำผ่านธนาคารพาณิชย์

2. ธนาคารพาณิชย์จะทำหน้าที่เป็น Counterpart ให้กับผู้ต้องการซื้อขายเงินตราต่างประเทศ และตลาดเงินตราต่างประเทศอาจเกิดขึ้นในระหว่างธนาคารพาณิชย์ด้วยกัน เนื่องจากปริมาณเงินส่วนเกินหรือขาดของเงินตราต่างประเทศที่ตนเองมีอยู่อาจทำให้เกิดความเสี่ยงจากการถือครองเงินตราต่างประเทศนานเกินไปทำให้มีต้นทุนสูงขึ้น ในการหาผู้ซื้อหรือขายเงินตราต่างประเทศในสกุลที่ถือครองอยู่และในปริมาณที่ต้องการอาจทำได้ยากหากกระทำด้วยตัวเอง ส่วนกำไรจะได้มาจากส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขาย

3. นายหน้า (Broker) ไม่ได้ทำการค้าเงินตราต่างประเทศได้ด้วยตัวเอง แต่จะเป็นผู้ประสานงานระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายหรือทำหน้าที่ในการจับคู่การซื้อขายเงินตราต่างประเทศ โดยได้รับผลตอบแทนในการจับคู่ คือ ค่าธรรมเนียมนายหน้า ค่าธรรมเนียมทั่วไปน้อยแต่ความเสี่ยงต่ำ เพราะไม่ได้เป็นเจ้าของเงิน (สินค้า) เงินตราต่างประเทศดังเช่นที่ธนาคารพาณิชย์กระทำ

4. นักเก็งกำไรและผู้ค้าที่ได้กำไรจากส่วนแตกต่างของราคาในแต่ละตลาดในเวลาเดียวกัน โดยจะหากำไรจากตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศโดยตรง วิธีการจะทำการซื้อขายเงินตราสกุลใดสกุลหนึ่งในสองตลาดที่มีราคาแตกต่างกันในเวลาเดียวกัน

5. ธนาคารกลางทำหน้าที่เป็นตัวแทนของประเทศในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศเพื่อควบคุมปริมาณเงินภายในประเทศและอัตราแลกเปลี่ยนให้เป็นไปในทิศทางหรือเป้าหมายที่ต้องการ ไม่ให้มีการซื้อขายเงินสกุลใดสกุลหนึ่งมากเกินไป จนกระทบต่อทุนสำรองระหว่างประเทศและอัตราแลกเปลี่ยนได้ ดังนั้นการเข้าไปแทรกแซงในตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศของธนาคารกลางจะมีผลต่อปริมาณเงินภายในประเทศและอัตราแลกเปลี่ยนได้โดยง่าย ซึ่งจะขึ้นอยู่กับระบบอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศที่ใช้อยู่ในขณะนั้น ถ้ารัฐบาลประกาศใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ (Fixed Exchange Rate System) ธนาคารกลางจะเข้าไปแทรกแซง เพื่อดูแลไม่ให้ตลาดมีความผันผวนเกินไป แต่ถ้ารัฐบาลประกาศใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว (Float Exchange Rate System) ธนาคารกลางจะไม่เข้าไปแทรกแซงจะปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนกำหนดขึ้นจากความต้องการ

(Demand) และปริมาณ (Supply) ของเงินตราสกุลนั้นๆ เพื่อสร้างอิทธิพลต่อมูลค่าเงินตราต่างประเทศของเงินสกุลของประเทศ โดยหลักการแล้วเงินตราต่างประเทศเป็นทรัพย์สินของประเทศจะไม่อนุญาตบุคคลหรือนิติบุคคลถือครองได้ ส่วนธนาคารพาณิชย์อนุญาตให้ถือครองได้เนื่องจากกระทำการแทนธนาคารกลางในการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับลูกค้ารายย่อยเพื่อความสะดวกในด้านการค้าแต่ต้องรายงานการถือครองให้ธนาคารกลางทราบเป็นระยะๆ เพื่อการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ (ชวินทร์ ลีนะบรรจง , 2551)

ส่วนหน้าที่ของตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ คือ การโอนอำนาจแห่งการซื้อ ถือได้ว่าเป็นหน้าที่ที่จำเป็นของการดำเนินธุรกรรมทางการค้าระหว่างประเทศ เพราะการดำเนินธุรกรรมทางการค้าและการเคลื่อนย้ายของเงินทุนของกลุ่มคนต่างอยู่คนละประเทศและมีหน่วยเงินตราแตกต่างกัน ส่วนหน้าที่ให้บริการสินเชื่อในการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศจะใช้เวลานานพอสมควร ดังนั้นอาจมีความจำเป็นต้องมีค่าใช้จ่ายระหว่างสินค้าที่อยู่ในระหว่างการเดินทางหรืออยู่ในห้องแสดงสินค้าที่ยังไม่มีลูกค้ามาสั่งซื้อ ตลาดเงินตราต่างประเทศจะมีเครื่องมือทางการเงินบางชนิด เช่น ตั๋วเงินที่ธนาคารรับรอง (Banker's Acceptances) หรือตราสารเครดิต (Letters of Credit : L/C) นำมาใช้เป็นเงินทุนสำหรับการค้าระหว่างประเทศ ในการให้สินเชื่อและหน้าที่ในการบริหารความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนเป็นเครื่องมือคุ้มครองความเสี่ยง (Hedging Facilities) คือ สามารถโอนความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยนจากผู้ที่ไม่ต้องการรับความเสี่ยง จากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนไปยังผู้ที่ให้บริการด้านการบริหารความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนแทน (Financial Service Providers)

ลักษณะของตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ

ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศเป็นตลาดสำหรับการซื้อขายเงินตราของประเทศหนึ่งด้วยเงินตราของอีกประเทศหนึ่ง ซึ่งทางด้านอุปสงค์หรือความต้องการซื้อ (กู้) เงินตราสกุลต่างประเทศในประเทศหนึ่ง ซึ่งเกิดจากความต้องการทำธุรกรรมระหว่างประเทศ เช่น การนำเข้าสินค้า การเดินทางท่องเที่ยวในต่างประเทศ การไปลงทุนในต่างประเทศ การกู้เป็นสกุลเงินต่างประเทศและการลงทุนในตราสารทางการเงินที่ตราไว้เป็นเงินตราต่างประเทศ ส่งลูกไปเรียนหนังสือและไปรักษาพยาบาลในต่างประเทศ เป็นต้น ส่วนด้านอุปทานของเงินตราต่างประเทศเกิดขึ้นในทิศทางกลับกัน คือ เกิดจากการส่งออกสินค้าและบริการ คนต่างประเทศเข้ามาเที่ยวในประเทศ การลงทุนและมากู้ยืมเงินสกุลท้องถิ่น ฯลฯ ในประเทศนั้น เป็นต้น ล้วนเป็นธุรกรรมที่ก่อให้เกิดความต้องการซื้อขายแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศทั้งสิ้น

ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศมีลักษณะเช่นเดียวกับตลาดสินค้าทั่วไปที่ราคาของเงินตราต่างประเทศหรืออัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งเป็นราคาของเงินสกุลหนึ่งเมื่อเทียบกับเงินอีกสกุลหนึ่งโดยอุปสงค์และอุปทานของเงินสกุลนั้น อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินตราสองสกุล ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง เรียกว่า อัตราปัจจุบัน (Spot Rate) ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศจะแตกต่างจากตลาดสินค้าและบริการอยู่ 2 ลักษณะ คือ ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศจะถูกแทรกแซงโดยทางการและตลาดเงินสกุลใดสกุลหนึ่งในทางปฏิบัติจะเทียบกับเงินตราสกุลหลัก โดยเฉพาะอย่างยิ่งเงินดอลลาร์สหรัฐเป็นสำคัญ

ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศมีอยู่ 2 ตลาด คือ ตลาดธนบัตร (รวมเหรียญกษาปณ์ด้วย) และตลาดซื้อขายเงินฝากเงินตราต่างประเทศระหว่างธนาคาร การซื้อขายจะไม่เกี่ยวข้องกันกับตลาดธนบัตร แต่ส่วนใหญ่ใช้วิธีการโอนเงินเข้าบัญชี การซื้อขายเงินฝากเงินตราต่างประเทศจะอยู่ในรูปของการกู้ยืมระหว่างธนาคาร การซื้อขายตัวส่งออก การซื้อขายตัวเงินสกุลต่างประเทศ เป็นต้น ส่วนการซื้อขายตลาดธนบัตรจะเป็นตลาดรายย่อยมีขนาดเล็กมาก ตลาดนี้ผู้ซื้อและผู้ขายจะเป็นนักท่องเที่ยว พ่อค้าชายแดน ผู้ค้าสิ่งของต้องห้ามหรือผู้ลักลอบนำเงินเข้าออก ในกรณีนักท่องเที่ยวส่วนใหญ่จะใช้ธนบัตรและเหรียญกษาปณ์ เช็กเดินทาง บัตร ATM และบัตรเครดิต เป็นต้น (นิพนธ์ นนทพันธุ์, 2553)

ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศเป็นศูนย์กลางการเงินระหว่างประเทศ สำหรับผู้ซื้อและผู้ขายมาพบปะกัน ไม่มีเวลาเปิดและปิดทำการที่แน่นอน ถือเป็นตลาดการเงินระหว่างประเทศที่กฎหมายในประเทศที่ตลาดการเงินแห่งนั้นได้รับการก่อตั้งเอื้ออำนวยอย่างยิ่งในการทำธุรกรรมทางการเงินระหว่างประเทศ เช่น การเคลื่อนย้ายเงินตราต่างประเทศเข้าและออกจากประเทศได้โดยเสรี ส่งผลให้มีผู้สนใจจากประเทศอื่นเข้ามาทำธุรกรรมด้วยเป็นจำนวนมากขึ้น เป็นต้น ศูนย์กลางการเงินระหว่างประเทศที่สำคัญที่สุดของโลก ได้แก่ กรุงลอนดอนในประเทศอังกฤษและนครนิวยอร์กในประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอื่นๆ ได้แก่ กรุงแฟรงก์เฟิร์ตในประเทศเยอรมันนี กรุงโตเกียวในประเทศญี่ปุ่น เมืองซูริกในประเทศสวิตเซอร์แลนด์ ลักเซมเบิร์ก ฮองกง สิงคโปร์ บาฮามาส และบาร์เรน เป็นต้น ตลาดเหล่านี้มีความเชื่อมโยงกันและเปิดทำงานต่อเนื่องกัน 24 ชั่วโมง ส่วนการซื้อขายกระทำโดยทางโทรศัพท์หรือเทเล็กซ์

ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศเป็นเครื่องมือหนึ่งในการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางของไทยในการควบคุมปริมาณเงินภายในประเทศไม่ให้เกิดความผันผวนมากเกินไป ในกรณีการซื้อขายเงินตราต่างประเทศระหว่างธนาคารพาณิชย์และระหว่างธนาคารพาณิชย์กับธุรกิจเอกชนจะเป็นการโอนย้ายปริมาณเงินระหว่างผู้ที่เกี่ยวข้องเท่านั้นจะไม่ทำให้ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลง แต่ถ้าธนาคารพาณิชย์มีการซื้อเงินตราต่างประเทศกับทุนรักษาระดับ

อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ จะมีผลต่อปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเพราะธนาคารพาณิชย์จะต้องส่งมอบชำระราคาเป็นเงินบาทให้แก่ทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ทำให้ปริมาณเงินบาทในระบบเศรษฐกิจลดลง ในทางกลับกันถ้าธนาคารพาณิชย์ขายเงินตราต่างประเทศให้แก่ทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ธนาคารพาณิชย์ก็จะได้รับเงินเป็นเงินบาทจากการขายเงินตราต่างประเทศ ทำให้ปริมาณเงินบาทในระบบเพิ่มขึ้น ส่วนความสัมพันธ์ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศกับตลาดเงินนั้น จะเป็นในลักษณะการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า โดยใช้ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยของตลาดเงินในประเทศไทยกับอัตราดอกเบี้ยของตลาดเงินในต่างประเทศมากำหนดราคาของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward Rate) ระหว่างกันว่าจะสูงหรือต่ำกว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันที ณ เวลานั้น (Spot Rate) ถ้าปรากฏว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าสูงกว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันที จะเรียกว่า อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้ามีส่วนเพิ่ม (Premium) แต่ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าต่ำกว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันที จะเรียกว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้ามีส่วนลด (Discount)

บทบาทและความสำคัญของตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ

ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ (Foreign Exchange Market) เป็นองค์ประกอบที่สำคัญของตลาดการเงินระหว่างประเทศ เป็นตลาดที่มีการซื้อขายหรือมีการแลกเปลี่ยนเงินตราสกุลหนึ่งกับเงินตราอีกสกุลหนึ่งระหว่างเอกชน หน่วยธุรกิจและสถาบันการเงินต่างๆ ตลาดเงินตราต่างประเทศแบ่งออกเป็น 2 ตลาด คือ ตลาดเงินตราต่างประเทศแบบซื้อขายทันที (Spot Markets) ซึ่งตลาดซื้อขายแบบทันทีจะมีการตกลงซื้อขายส่งมอบและชำระราคาสินค้าในทันที ซึ่งจะเกิดขึ้นโดยทั่วไปเมื่อผู้ซื้อหรือผู้ขายเงินตราต่างประเทศทำธุรกรรม ส่วนตลาดเงินตราต่างประเทศแบบซื้อขายล่วงหน้า (Forward Markets) สินค้า (เงินตราต่างประเทศ) จะมีการตกลงซื้อหรือขายกันในปัจจุบัน แต่จะมีการส่งมอบและชำระราคาในอนาคตตามแต่จะตกลงกันรายละเอียดมีดังนี้

1. ตลาดเงินตราต่างประเทศแบบซื้อขายทันที (Spot Markets) มีหน้าที่หลัก 2 ประการ ประการแรก คือ หน้าที่ในการโอนบัญชีหรือหักบัญชี เกิดจากการทำธุรกรรมหรือติดต่อซื้อขายระหว่างประเทศ โดยมีการชำระเงินติดตามมา เช่น ผู้ส่งออกเมื่อส่งสินค้าไปถึงมือผู้สั่งซื้อในต่างประเทศแล้ว ผู้สั่งซื้อในต่างประเทศจะชำระเงินผ่านธนาคารพาณิชย์เจ้าประจำของตนธนาคารพาณิชย์ (ต่างประเทศ) แห่งนั้นจะทำการโอนเงินมาให้ธนาคารพาณิชย์ที่เป็นเจ้าประจำของผู้ส่งออก โดยวิธีการหักบัญชีเงินฝากของ (ผู้สั่งซื้อสินค้า) ธนาคารพาณิชย์ (ต่างประเทศ) แห่งแรก หากธนาคารพาณิชย์เจ้าประจำของทั้งสองฝ่ายไม่มีบัญชีซึ่งกันและกันโดยตรง การชำระเงินก็ยังคง

ดำเนินไปได้ ทั้งนี้เพียงแต่ว่าการโอนเงิน โดยการหักบัญชีดังกล่าวต้องกระทำผ่านธนาคารมากกว่า 1 แห่งและในปัจจุบันการค้าระหว่างประเทศดำเนินไปอย่างกว้างขวางมากขึ้น มีการเชื่อมโยงต่อกันมากขึ้นทำให้ระบบการชำระเงินจึงสามารถเกิดขึ้นพร้อมกันหลายๆ ประเทศและหลายๆ สกุลเงิน โดยใช้ระบบการติดต่อสื่อสารที่ก้าวหน้ามากขึ้น ดังนั้นการโอนและการหักบัญชีพร้อมๆ กัน ในประเทศต่างๆ ทั่วโลกด้วยเงินตราหลายสกุลจึงดำเนินไปได้อย่างสะดวกรวดเร็วและหน้าที่ของตลาดเงินตราต่างประเทศแบบซื้อขายทันทีประการที่สอง คือ การจัดหาสินเชื่อเพื่อเป็นหลักประกันในการชำระหนี้ระหว่างประเทศ ถ้ามีการซื้อขายสินค้านานาชาติระหว่างประเทศ ผู้สั่งซื้อจะต้องชำระเงินทันทีที่สั่งซื้อสินค้าเมื่อได้รับสินค้าทุกครั้ง การค้าระหว่างประเทศคงไม่สามารถเพิ่มปริมาณได้มากดังเช่นที่เกิดขึ้นในปัจจุบัน เพราะผู้สั่งซื้อที่สามารถชำระเงินได้ทันทีนั้นคงจะมีจำนวนน้อยราย ฉะนั้นการให้สินเชื่อเพื่อการค้าจึงอำนวยความสะดวกต่อผู้สั่งซื้อหรือผู้นำเข้ามากและมีความจำเป็นต่อการค้าระหว่างประเทศมากขึ้นและทำให้การค้าระหว่างประเทศขยายตัว

2. ตลาดเงินตราต่างประเทศแบบซื้อขายล่วงหน้า (Forward Markets) หน้าที่สำคัญ คือ การลดความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต โดยจะมีการตกลงซื้อหรือขายกันในปัจจุบัน แต่จะมีการส่งมอบและชำระราคาในอนาคตตามแต่ที่จะตกลงกัน ดังนั้นการตกลงซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จำนวน 10,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในวันนี้ ณ ราคา 42.50 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในตลาดซื้อขายล่วงหน้าก็จะไม่มีการส่งมอบสินค้าและชำระราคาในวันนี้ แต่อาจตกลงระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายว่าจะส่งมอบและชำระราคาในอีก 30 วันข้างหน้า ซึ่งเป็นความแตกต่างที่สำคัญระหว่างตลาดซื้อขายในปัจจุบันและตลาดซื้อขายล่วงหน้า ดังนั้นเมื่อถึงกำหนดการชำระราคาอาจมีราคาที่แตกต่างกันได้ เช่น ดอลลาร์สหรัฐฯ ในปัจจุบันคงเหลือราคา 42 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งต่ำกว่าราคาซื้อขายล่วงหน้าที่ราคา 42.50 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งความแตกต่างระหว่างราคาซื้อขายล่วงหน้าและราคาปัจจุบันในกรณีนี้ถือว่ามี Premium เกิดขึ้นจากราคาซื้อล่วงหน้ามีราคาแพงกว่าราคาปัจจุบัน ในทางกลับกันถ้าราคาซื้อล่วงหน้ามีราคาถูกกว่าราคาปัจจุบันก็จะเกิด Discount ขึ้น ฉะนั้นเพื่อป้องกันการขาดทุนอันเกิดจากอัตราแลกเปลี่ยนสูงขึ้น จึงต้องทำสัญญาแบบซื้อขายล่วงหน้า (Forward Markets) กับธนาคารพาณิชย์ตามอัตราที่ตกลงกัน

ความสัมพันธ์ของการดำเนินนโยบายการเงินกับตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ โดยตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศของประเทศไทยมีการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง เพื่อความเหมาะสมและสอดคล้องกับภาวะเศรษฐกิจในขณะนั้น สร้างความเชื่อมั่นในค่าเงินบาทและป้องกันความผันผวนในตลาดเงินตราต่างประเทศ โดยในช่วงระหว่างปี 2524 – 2527 ประเทศไทยได้ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ จากนั้นเศรษฐกิจของประเทศไทยมีการขยายตัวอย่างรวดเร็วมากขึ้น ทำให้ประเทศไทยต้องประสบกับปัญหาทางเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่องในระหว่างปี 2525-2526 ค่าเงินดอลลาร์

สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้น ทำให้ค่าเงินบาทที่ผูกไว้กับดอลลาร์สหรัฐฯ มีค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็น ส่งผลทำให้ การส่งออกสุทธิลดลง การนำเข้าเพิ่มสูงขึ้นมาก ทำให้เกิดปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดอย่าง รุนแรง อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศอยู่ในระดับสูงกว่าประเทศไทย ดังนั้นทางการจึงได้เปลี่ยนมาใช้ ระบบปริวรรตเงินตราแบบตะกร้าเงิน (Basket of Currencies) ระหว่างปี 2527 - 2540 โดยการผูก ค่าเงินบาทไว้กับกลุ่มเงินตราของประเทศคู่ค้าที่สำคัญของประเทศไทยแทนการผูกกับค่าเงิน ดอลลาร์สหรัฐฯ เพียงสกุลเดียว โดยเงินแต่ละสกุลในตะกร้าเงินจะถูกถ่วงน้ำหนัก (Weight) ตาม สัดส่วนมูลค่าการส่งออกของประเทศไทยไปยังประเทศเจ้าของเงินสกุลนั้น จำนวนของสกุลเงินใน ตะกร้าเงินมักจะแตกต่างกันตามลักษณะ โครงสร้างการค้าของแต่ละประเทศ แต่อย่างไรก็ตาม น้ำหนักส่วนใหญ่จะอยู่ที่เงินดอลลาร์สหรัฐฯ ค่าเงินจึงเปลี่ยนแปลงไปตามค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่ เป็นเช่นนี้เพราะความสำคัญของเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ ในฐานะที่เป็นเงินตราสากลและใน กองทุนเงินสำรองของประเทศต่างๆ ซึ่งภายใต้ระบบตะกร้าเงินนี้ทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Equalization Fund : EEF) จะกำหนดค่าเงินบาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ โดยผูกกับการ เปลี่ยนแปลงค่าเงินสกุลหลักและสกุลเงินในภูมิภาคที่เปลี่ยนแปลงไปในแต่ละวันและจะคำนวณหา อัตราแลกเปลี่ยน บาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ ทุกเช้าวันทำการและจะประกาศอัตราแลกเปลี่ยนที่คำนวณ ได้ (อัตรากลาง) เวลา 08.00น. และจะรับซื้อและขายเงินดอลลาร์สหรัฐฯ กับธนาคารพาณิชย์ใน ประเทศในอัตรากลาง + และ - 2 สตางค์ (Spread 4 สตางค์) ในช่วงเวลา 08.30-12.00น. โดยไม่ จำกัดจำนวนและจะมีการชำระเงินภายในวันนั้น (และทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนจะมาซื้อและ ขายเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อกับธนาคารกลางตามอัตราทุน) ซึ่งวิธีการปกป้องค่าเงินโดยไม่จำกัด จำนวนนี้ ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนบาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ ที่ซื้อขายกันในตลาดอยู่ในระดับที่ใกล้เคียง กับอัตรากลางมากและการที่น้ำหนักของดอลลาร์สหรัฐฯ มีสูง จึงทำให้อัตราแลกเปลี่ยนบาท/ ดอลลาร์สหรัฐฯ ค่อนข้างคงที่มีเสถียรภาพ ซึ่งเป็นการสร้างบรรยากาศการค้าการลงทุนและมีความ เหมาะสมกับประเทศกำลังพัฒนา และช่วงปี 2530 ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เริ่มอ่อนค่าลง ปัญหาการ ขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเริ่มลดลงช่วยกระตุ้นการส่งออกและการลงทุนเพิ่มขึ้นส่งผลทำให้เศรษฐกิจ ขยายตัวอย่างรวดเร็ว ในขณะที่ประเทศต่างๆ ในภูมิภาคอินโดจีนเริ่มเปิดประเทศมากขึ้น ส่วน ประเทศไทยมีการปรับปรุงระบบการเงินภายในประเทศใหม่ เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการ แข่งขันจากการเปิดเสรีการค้า เช่น การผ่อนคลายการควบคุมการแลกเปลี่ยนและมีการจัดตั้งกิจการ วิเทศธนกิจ (International Banking Facilities : IBFs) ปี 2535 เพื่อให้ประเทศไทยเป็นศูนย์กลางทาง การเงินของภูมิภาค การยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ การผ่อนคลายการทำธุรกรรม ที่เกี่ยวกับการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ เป็นต้น จากมาตรการต่างๆ ดังกล่าวทำให้เศรษฐกิจของ ประเทศไทยขยายตัวอย่างต่อเนื่อง แต่ในปี 2537 ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้น ส่งผลทำให้

ค่าเงินบาทไทยแข็งค่าขึ้นตามอย่างต่อเนื่อง ส่งผลกระทบทำให้การส่งออกสินค้าลดลงและการนำเข้าสินค้าสูงชันมากทำให้ปี 2538 เป็นต้นมา ประเทศไทยประสบปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและปัญหาเงินเฟ้ออย่างต่อเนื่อง รวมทั้งการเกิดวิกฤตการณ์ภาคอสังหาริมทรัพย์และปัญหาความตกต่ำของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากโครงสร้างทางเศรษฐกิจและระบบการเงินของประเทศไทยไม่เสถียรภาพและขาดความพร้อมในการเปิดเสรีทางการเงินซึ่งเป็นปัญหาหรือรังและรุนแรงขึ้นเป็นลำดับ รวมถึงปัญหาหนี้สินต่างประเทศของภาคเอกชน ส่วนใหญ่เป็นหนี้ที่ไม่เป็นประโยชน์ต่อภาคการผลิตที่แท้จริงกลับถูกนำไปใช้ในการเก็งกำไรในหลักทรัพย์และธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ค่าเงินบาทไม่ได้สะท้อนมูลค่าที่แท้จริง ค่าเงินบาทสูงชันผิดปกติ ทำให้นักลงทุนเริ่มขาดความเชื่อมั่นและเคลื่อนย้ายเงินทุนออกนอกประเทศ ส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพค่าเงินบาท จนเป็นที่มาของการโจมตีค่าเงินบาทของนักลงทุนต่างประเทศ ตั้งแต่ปลายปี 2539 – 2540 ทำให้ทางการต้องเข้าทำการปกป้องค่าเงินบาทด้วยการนำเงินทุนสำรองระหว่างประเทศจำนวนมากไปพุงค่าเงินบาทแต่ในที่สุดก็ไม่สามารถต้านทานแรงเทขายเงินบาทจากนักเก็งกำไรได้ และไม่สามารถพุงค่าเงินบาทไว้ได้ ทำให้ต้องสูญเสียเงินทุนสำรองระหว่างประเทศเป็นจำนวนมหาศาล จนเป็นเหตุให้รัฐบาลต้องประกาศลอยตัวค่าเงินบาท เมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม พ.ศ. 2540 และหลังจากที่ประเทศไทยได้เปลี่ยนมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวในลักษณะแบบมีการจัดการ (Managed Float Exchange Rate System) ตั้งแต่ พ.ศ. 2540 – ปัจจุบัน โดยปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินสกุลต่างประเทศถูกกำหนดโดยกลไกตลาดและปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ ตามอุปสงค์และอุปทานของตลาดเงินตราในประเทศและต่างประเทศ โดยธนาคารแห่งประเทศไทยจะเข้าซื้อขายเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศตามความจำเป็น เพื่อให้บรรลุเป้าหมายนโยบายทางเศรษฐกิจของประเทศ สร้างความเชื่อมั่นให้กับนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนและเป็นการป้องกันไม่ให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการเคลื่อนไหวผันผวนมากเกินไปในระยะสั้น ซึ่งจะส่งผลทำให้เงินบาทมีเสถียรภาพในระยะยาวและภายหลังการเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจปี 2540 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้พุงค่าเงินบาท ด้วยการใช้มาตรการเพื่อจำกัดวงเงินสำหรับการให้กู้เงินบาทของสถาบันการเงินแก่ผู้ที่มีถิ่นที่อยู่ต่างประเทศและยกเลิกมาตรการแบ่งแยกตลาดเงินตราต่างประเทศในวันที่ 30 มกราคม พ.ศ. 2541 โดยให้สถาบันการเงินระงับการทำธุรกรรมเกี่ยวกับเงินบาทบางประเภทให้กับผู้ที่มีถิ่นที่อยู่ต่างประเทศที่ไม่มีธุรกิจการค้า การลงทุนในประเทศไทยรองรับ ได้แก่ การซื้อขายเงินตราต่างประเทศทั้งทันทีและล่วงหน้า การให้กู้ยืมเงินบาท การทำสัญญาแลกเปลี่ยน (Swap) และธุรกรรมอนุพันธ์ต่างๆ รวมถึงข้อจำกัดเกี่ยวกับการโอนเงินบาทจากการซื้อขายหลักทรัพย์และตราสารทางการเงินต่างๆ และได้ออกมาตรการต่างๆ เพิ่มขึ้นมากมาย ทำให้การส่งเงินเข้าออกประเทศมีความยากลำบากมากขึ้น เพื่อป้องกันการเก็งกำไร

ในค่าเงินบาทและสะท้อนถึงปริมาณธุรกรรมตามความเป็นจริงในตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศของประเทศไทย การกระทำดังกล่าวส่งผลทำให้ความเชื่อมั่นในค่าเงินบาทเริ่มกลับคืนมาได้ส่งผลทำให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าลงจนกลับมามีดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัดที่เกินดุลในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ เงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศเริ่มไหลกลับเข้ามาในประเทศ ระดับเงินสำรองระหว่างประเทศสูงขึ้นจนอยู่ในระดับที่มีความมั่นคงดังเช่นปัจจุบัน

4. ตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์

สินเชื่อมีความหมายคล้ายเงินตราที่เราใช้เป็นตัวแทนในการวัดมูลค่าสิ่งของที่ซื้อหาแลกเปลี่ยนระหว่างกัน เมื่อฝ่ายหนึ่ง (เจ้าหนี้) ส่งมอบสินค้าหรือบริการให้อีกฝ่ายหนึ่ง (ลูกหนี้) แล้วเจ้าหนี้จะคาดหวังว่า ลูกหนี้จะปฏิบัติตามข้อตกลงต่อกันว่าจะชำระราคาให้ตามวัน เวลา สถานที่ และจำนวนตามที่ได้ตกลงกัน จะเห็นได้ว่าเจ้าหนี้มีความเสี่ยงมาก ดังนั้นเจ้าหนี้จึงต้องเรียกร้องผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ย ค่าธรรมเนียม ส่วนลดรับ รวมกระทั่งถึงเรียกร้องสิ่งของมีค่าไว้เพื่อเป็นหลักประกัน ในกรณีที่ฝ่ายเจ้าหนี้ทำธุรกิจหรือมีอาชีพให้สินเชื่อ เช่น เป็นธนาคารหรือกิจการค้าส่งค้าปลีก จะต้องพิจารณาสินเชื่อกับลูกหนี้ทุกๆ ราย เพื่อให้กิจการมีกำไรดำรงอยู่ได้ในระยะยาว มีสภาพคล่องเพียงพอต่อการหมุนเวียนเงินทุน มีความเสี่ยงต่ำ ไม่เอาเปรียบลูกหนี้เกินสมควรและจรรยาบรรณและภาวะเศรษฐกิจชุมชนด้วย (กฤษฎา สังขมณี , 2554)

ความสำคัญของสินเชื่อในระบบเศรษฐกิจ

สืบเนื่องจากการที่คนๆ หนึ่งไม่สามารถเป็นเจ้าของปัจจัย 4 รวมถึงสิ่งอำนวยความสะดวกอื่นๆ ที่คนนั้นต้องการได้ ซึ่งชี้ให้เห็นว่าคนนั้นหรือสังคมนั้นยังไม่มีมาตรฐานการครองชีพที่ดีพอ ส่วนผู้ประกอบการ การทำการค้าแบบเงินสดเพียงอย่างเดียวเพื่อได้กำไรมาขยายกิจการต่อไป ยิ่งเป็นไปได้ยากเพราะจะทำได้ช้ามาก ดังนั้นสินเชื่อจึงเป็นคำตอบปัญหาดังกล่าวที่เกิดขึ้น และสามารถสนองความต้องการของมนุษย์และสร้างความเจริญ ความสะดวกสบายให้กับสังคมได้ ซึ่งการที่จะมีสินเชื่อก็ต้องควบคู่ไปกับการที่มีผู้ออมเงินในระบบเศรษฐกิจ จะทำให้สังคมได้รับประโยชน์ 2 ด้าน คือ ประชาชนรู้จักการออมเงินและมีวินัยในการชำระคืนหนี้สินที่ได้ก่อขึ้นมาเพื่อจะมีสิ่งอำนวยความสะดวกสบายหรือเพื่อประกอบธุรกิจการค้าของตนเอง กล่าวคือ สินเชื่อจะทำให้ประชาชนมีความเป็นอยู่ที่ดีขึ้น พ่อค้านักธุรกิจมียอดขายสินค้าหรือให้บริการมากขึ้น ส่งผลให้มีส่วนแบ่งการตลาดสูงขึ้น มีกำไรมากขึ้น ส่วนภาคการเงิน คือ สถาบันการเงินหรือธนาคารมีเงินรับ

ฝากและนำไปปล่อยกู้โดยจะได้รับความดอกเบี้ย ส่วนลด ค่าธรรมเนียมซึ่งจะส่งผลต่อกำไรของธนาคารต่อไปและระบบเศรษฐกิจจะมีความเจริญเติบโตอย่างมีเสถียรภาพ

แนวทางและหน้าที่ในการจัดการสินเชื่อ ผู้ให้สินเชื่อหรือเจ้าหนี้จะพิจารณาลูกค้าเพื่ออนุมัติสินเชื่อให้เป็นลูกหนี้หรือสินทรัพย์ที่ดี ในขณะที่เดียวกันก็ต้องมีงานรับชำระหนี้ทั้งเงินต้น ดอกเบี้ย ค่างวด ค่าธรรมเนียมหรือส่วนลดรับ รวมถึงงานเกี่ยวกับเอกสารสัญญา หลักประกัน การติดต่อกับหน่วยงานต่างๆ ทั้งภายในกันเองและหน่วยงานภายนอก เช่น สำนักงานเขต สำนักงานที่ดิน กระทรวงพาณิชย์ ธนาคารแห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นต้น ซึ่งเป็นงานที่ต้องรับผิดชอบมากถ้ามีการบริหารจัดการที่ต้องคัดกรองก็จะประสบความสำเร็จและมีประสิทธิภาพ

สำหรับวัตถุประสงค์ในการให้สินเชื่อ ธนาคารจะมุ่งไปที่การให้บริการด้านสินเชื่อที่ให้ผลตอบแทนในรูปแบบดอกเบี้ยรับและค่าธรรมเนียมส่วนลดต่างๆ ซึ่งเป็นรายได้หลักของแต่ละธนาคารจะส่งผลทำให้มีกำไรในระยะยาวและมีส่วนแบ่งทางการตลาดเพิ่มขึ้น เพื่อให้แข่งขันได้ในเชิงธุรกิจ เพราะผู้แข่งขันรายอื่นๆ ก็จะมีการจัดกลยุทธ์การตลาดมาแข่งขันกัน เช่น การขยายเวลาการให้สินเชื่อมีระยะเวลาปลอดดอกเบี้ย ลดดอกเบี้ย หรือแม้กระทั่งเพิ่มวงเงินกู้ที่สูงกว่าเดิม จึงต้องมีการปรับกลยุทธ์ด้านสินเชื่อ เพื่อให้สามารถแข่งขันและเพื่อสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของกิจการหรือธนาคารได้ ประการสุดท้าย คือ การรับผิดชอบต่อสังคม ต้องมีความระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อ กรณีกิจการขายสินค้าก็ต้องขายเงินเชื่ออย่างระมัดระวังมิให้ประชาชนใช้จ่ายเงินเกินตัวแล้วไม่สามารถชำระคืนหนี้ได้ ส่วนธนาคารจะนำเงินที่มาปล่อยสินเชื่อส่วนใหญ่เป็นเงินรับฝากมาจากประชาชนจะเป็นต้นทุนดอกเบี้ยจ่าย ธนาคารจะปล่อยสินเชื่อตามวัตถุประสงค์อย่างระมัดระวัง มีการกระจายการให้สินเชื่อไปยังลูกค้าหลายๆ ภาคธุรกิจ ไม่กระจุกตัวในกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งมากเกินไป ถ้าธนาคารปล่อยสินเชื่อผิดวัตถุประสงค์และไม่ระมัดระวังเพียงพอก็จะส่งผลทำให้เกิดวิกฤตทางการเงินได้

ปัจจัยในการกำหนดนโยบายสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ ธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถปล่อยสินเชื่อได้โดยอิสระ เพราะถูกกำกับจากธนาคารแห่งประเทศไทย การกำหนดนโยบายสินเชื่อส่วนหนึ่งจะขึ้นอยู่กับปัจจัยด้านกฎหมาย ธนาคารหรือสถาบันการเงินต้องดำเนินการภายใต้พระราชบัญญัติธนาคาร ธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ ธุรกิจฟองซิเอร์ ซึ่งกำกับโดยธนาคารแห่งประเทศไทย วัตถุประสงค์หลัก คือ มุ่งเน้นให้กิจการธนาคารมีสภาพคล่องเพียงพอต่อผู้กู้ให้ได้รับสินเชื่อและผู้ฝากเงินพร้อมดอกเบี้ยตามต้องการหรือตามระยะเวลาที่ตกลงกันและต่อธนาคารเอง โดยจัดสภาพคล่องเพื่อการทำธุรกิจการเงินได้อย่างคล่องตัว สำหรับเงินทุนจดทะเบียนของธนาคารธนาคารที่มีเงินทุนจดทะเบียนสูงมีเงินทุนสำรองได้ตามที่กฎหมายกำหนดก็สามารถปล่อยสินเชื่อได้มาก แสดงถึงมีความสามารถรองรับภาวะความเสี่ยงจากลูกหนี้ที่มีปัญหาได้ ไม่ทำให้ผู้ฝากเงิน

ของธนาคารขาดความเชื่อมั่นต่อธนาคารในด้านความเสี่ยงจากหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (Non Performing Loan : NPL) ธนาคารต้องดำเนินนโยบายกระจายความเสี่ยงไปยังธุรกิจหลายประเภท รวมถึงพยายามบริหารจัดการให้มีความเสี่ยงต่ำที่สุด เพื่อให้ไม่เกิดปัญหาหนี้เสีย ส่วนจำนวนหรือลักษณะของผู้ฝากเงินกับธนาคาร ธนาคารจะต้องจัดเงิน (Matching Fund) ให้สอดคล้องกันระหว่างเงินที่รับฝากมากับที่จะต้องไปปล่อยสินเชื่อ เพื่อให้ระยะเวลาทั้ง 2 ด้านใกล้เคียงกัน โดยจะส่งผลให้ไม่เกิดปัญหาในด้านสภาพคล่องของธนาคาร ด้านภาวะเศรษฐกิจโดยรวมทั้งในระดับโลก และภายในประเทศเป็นปัจจัยหนึ่งในการกำหนดนโยบายของธนาคารเช่นกัน ปัจจุบันปริมาณเงินฝากของธนาคารพาณิชย์มีจำนวนมากว่าการให้สินเชื่อ จึงทำให้ทุกๆ ธนาคารต้องลดดอกเบี้ยทั้งเงินฝากและเงินกู้ ทำให้ต้นทุนของธนาคารลดลง ทำให้ปล่อยสินเชื่อได้มากขึ้น ส่งผลทำให้ต้นทุนทางการเงินของธุรกิจที่จะมากู้เงินก็ต่ำลง ทำให้เกิดโครงการต่างๆ เพิ่มขึ้น ระบบเศรษฐกิจขับเคลื่อนต่อไปได้ สำหรับนโยบายของภาครัฐบาล มีหลายนโยบายในการสนับสนุนการปล่อยสินเชื่อเพิ่มขึ้น เช่น การกระตุ้นภาคอสังหาริมทรัพย์ ธนาคารพาณิชย์ก็สามารถให้สินเชื่อกับธุรกิจเหล่านี้ได้รวมถึงให้เงินกู้กับโครงการบ้านจัดสรรอื่นๆ ที่ทำขึ้นมาแข่งกับโครงการของรัฐบาลได้มากขึ้น ส่วนความพร้อมด้านบุคลากรฝ่ายสินเชื่อของธนาคาร บุคลากรต้องมีความสามารถด้านสินเชื่อ การวิเคราะห์สินเชื่อ การเร่งรัดและแก้ไขปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้เป็นอย่างดี

จะเห็นได้ว่าการให้สินเชื่อมีประโยชน์ต่อระบบเศรษฐกิจ ทั้งในแง่ประชาชนผู้รับสินเชื่อ ธุรกิจที่ได้สินเชื่อเพื่อการค้าและผู้ให้สินเชื่อ คือ ธนาคารหรือผู้ขายสินค้า ในด้านผู้ให้สินเชื่อจะต้องมีการบริหารจัดการที่ดี กำหนดขั้นตอนการปฏิบัติงานให้เข้าใจกันในทุกระดับขององค์กรและมีวัตถุประสงค์ในการให้สินเชื่อที่ชัดเจน โดยเฉพาะกิจการธนาคารหรือสถาบันการเงินจะต้องคำนึงถึงองค์ประกอบภายนอกที่กำกับดูแลด้วย เพื่อปฏิบัติให้ถูกต้องและบรรลุวัตถุประสงค์ของธนาคารต่อไป

ความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการเงินกับตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ เนื่องจากเงินทำหน้าที่เป็นสื่อกลางในการแลกเปลี่ยน เป็นเสมือนปัจจัยหล่อเลี้ยงเศรษฐกิจของประเทศ การพัฒนาประเทศจะดำเนินไปด้วยดีและมั่นคง ปริมาณเงินและสินเชื่อจะต้องอยู่ในปริมาณที่เหมาะสม จะทำให้ระบบเศรษฐกิจของประเทศดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจได้อย่างราบรื่น ด้วยเหตุผลดังกล่าว รัฐบาลจึงต้องเข้ามาควบคุมผ่านสถาบันการเงินที่สำคัญของประเทศ คือ ธนาคารกลาง โดยธนาคารกลางจะใช้นโยบายการเงินและสินเชื่อเพื่อรักษาเสถียรภาพทางการเงินของประเทศ เพื่อบรรลุวัตถุประสงค์ทางการมีเสถียรภาพของราคาสินค้า การจ้างงานเต็มที่ ความเจริญทางเศรษฐกิจ และความสมดุลในดุลการชำระเงิน ดังนั้นนโยบายในการควบคุมปริมาณเงินและสินเชื่อ คือ นโยบายการเงินเพื่อรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ ประกอบด้วย การควบคุมอัตราธนาคาร (Bank

Rate) เป็นอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารกลางคิดจากธนาคารพาณิชย์ ในกรณีที่ธนาคารพาณิชย์เกิดขาดแคลนเงินสดสามารถนำตัวเงินไปขายให้กับธนาคารกลางและธนาคารกลางจะทำการรับช่วงซื้อลดตัวเงินต่างๆ นั้นไว้ ด้วยเหตุนี้ธนาคารกลางสามารถควบคุมการให้สินเชื่อธนาคารพาณิชย์ได้โดยการเปลี่ยนแปลงอัตรารับช่วงซื้อลดให้สูงขึ้นหรือต่ำลงแล้วแต่กรณี เช่น ถ้าต้องการให้ธนาคารพาณิชย์ลดการปล่อยสินเชื่อ ธนาคารกลางก็จะเพิ่มอัตรารับช่วงซื้อลดให้สูงขึ้น เมื่ออัตราดอกเบี้ยเหล่านี้สูงขึ้น การกู้ยืมจะลดลง การลงทุนลดลง เป็นต้น นอกจากนี้อัตราธนาคารยังมีผลต่อการเคลื่อนย้ายของเงินทุนไปหาผลประโยชน์ในอัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่า ทำให้ส่งผลกระทบต่อดุลการชำระเงินของประเทศได้และยังส่งผลกระทบต่อบริษัทต่างๆ ที่ทำการค้าส่งออกหรือนำเข้า เพราะบริษัทต่างๆ เหล่านี้ จะไปกู้เงินจากแหล่งเงินทุนที่มีอัตราดอกเบี้ยสูงกว่า ส่วนการควบคุมการซื้อขายหลักทรัพย์ในท้องตลาดทั่วไป (Open Market Operation : OMOs) เป็นการเพิ่มหรือลดปริมาณสินเชื่อในระบบเศรษฐกิจ ซึ่ง OMOs เป็นเครื่องมือหลักในการรักษาระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายและดูแลสภาพคล่องในระบบให้เพียงพอต่อความต้องการของระบบธนาคารพาณิชย์ในการดำรงเงินสำรองและการชำระบัญชี ซึ่งการดำเนินการ โดยผ่านตลาดการเงินและผ่านเครื่องมือหลักประกอบด้วย การทำธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตร คือ การซื้อหรือขายพันธบัตร เป็นการปรับสภาพคล่องชั่วคราว การทำธุรกรรมซื้อขายขาด-ขายขาดหลักทรัพย์รัฐบาล โดยธนาคารกลางจะปล่อยสภาพคล่องเพื่อรองรับเงินสดหมุนเวียนในระบบที่เพิ่มขึ้นอย่างถาวรตามการเติบโตทางเศรษฐกิจ การออกพันธบัตรธนาคารกลาง เป็นวิธีที่ธนาคารกลางจะเป็นผู้กำหนดวงเงินการออกพันธบัตรแต่ละประเภทให้เหมาะสมกับภาวะตลาดในแต่ละช่วงเวลา การทำธุรกรรมสวอปเงินตราต่างประเทศเป็นธุรกรรมที่เป็นการซื้อหรือขายเงินตราต่างประเทศ มีสัญญาว่าจะทำธุรกรรมกลับหากัน ณ อัตราแลกเปลี่ยนและเวลาครบกำหนดในอนาคตที่ตกลงกัน การกำหนดอัตราเงินสำรองตามกฎหมาย โดยธนาคารกลางจะเป็นผู้กำหนด ปัจจุบันธนาคารกลางได้กำหนดอัตราส่วนการดำรงอัตราเงินสำรองตามกฎหมายของธนาคารพาณิชย์ไว้ที่ร้อยละ 6 ซึ่งการกำหนดอัตราเงินสำรองนี้ก็เพื่อมิให้ธนาคารพาณิชย์ขยายสินเชื่อมากเกินไป จนอาจเป็นอันตรายต่อระบบเศรษฐกิจได้ เป็นเครื่องมือสำคัญของธนาคารกลางในการที่จะบังคับให้ธนาคารพาณิชย์ต้องขยายหรือลดปริมาณเงินและสินเชื่อลงตามที่ต้องการ จะส่งผลกระทบต่อ การเพิ่มหรือลดปริมาณเงินและสินเชื่อในระบบเศรษฐกิจ ส่วนหน้าต่างตั้งรับเป็นการให้กู้ยืมแก่สถาบันการเงิน เป็นการกู้ยืมระยะสั้น โดยมีหลักทรัพย์ค้ำประกันและเสียดอกเบี้ย เพื่อปรับสภาพคล่องให้กับสถาบันการเงิน ณ สิ้นวัน เพื่อให้หน้าต่างตั้งรับเป็นแหล่งกู้ยืมสุดท้ายของธนาคารพาณิชย์ที่ขาดสภาพคล่องในแต่ละวัน ทั้งนี้ธนาคารกลางจะปรับสภาพคล่องโดยการทำในตลาดการเงิน จะส่งผลกระทบต่อระดับเงินสำรองของระบบสถาบันการเงิน (เงินฝากของสถาบันการเงินที่ธนาคารกลาง) และอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาด

การเงิน ในกรณีที่ธนาคารกลางต้องการให้มีขายสินเชื่อกว่าที่ธนาคารกลางจะเข้าซื้อหลักทรัพย์ต่างๆ โดยเฉพาะพันธบัตรรัฐบาลและตั๋วเงินคลังที่ธนาคารพาณิชย์ สถาบันการเงินอื่นๆ หน่วยธุรกิจ ตลอดจนประชาชนทั่วไปถืออยู่ จะส่งผลทำให้ปริมาณเงินหมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น เพื่อแก้ปัญหาภาวะเงินฝืดหรือในทางกลับกัน นอกจากนั้นเมื่อเกิดภาวะดุลการชำระเงินเกินดุล ประเทศจะได้รับการนำเข้าเงินตราต่างประเทศเข้ามา มาก ปริมาณเงินจะเพิ่มขึ้น ทำให้ระดับราคาสูงขึ้น ธนาคารกลางจะแก้ปัญหาโดยการขายหลักทรัพย์เพื่อลดปริมาณเงินหรือในทางกลับกัน ทั้งนี้เพื่อป้องกันมิให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในปริมาณเงินและระดับราคาส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจและประชาชนโดยทั่วไป นอกจากนี้การที่ธนาคารกลางจะเข้าซื้อหลักทรัพย์ในตลาด อาจจะมีการคาดคะเนกันว่าหลักทรัพย์จะมีราคาสูงขึ้น ทำให้ธนาคารพาณิชย์มีเงินสำรองมากขึ้นจะให้กู้และลงทุนหาผลประโยชน์มากขึ้น เท่ากับเป็นการเพิ่มปริมาณเงินฝากและปริมาณเงินหรือในทางกลับกัน ส่วนการควบคุมเฉพาะอย่าง เช่น การควบคุมสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคส่วนมากจะใช้วิธีควบคุมการขายสินค้าผ่อนชำระหรือผ่อนส่ง จะทำให้ประชาชนสามารถซื้อสินค้าและบริการได้มากขึ้นหรือลดลง ถ้าธนาคารกลางต้องการลดสินเชื่อ อาจกำหนดจำนวนเงินค้ำประกันหรือเงินที่จะต้องจ่ายครั้งแรกให้สูงขึ้น และอาจกำหนดระยะเวลาผ่อนส่งให้สั้นลง เพื่อให้ผู้บริโภคเปลี่ยนใจไม่ซื้อสินค้าได้ เป็นการควบคุมการใช้จ่ายของประชาชนโดยอ้อม การปันส่วนของสินเชื่อ วิธีนี้อาจจะจำกัดจำนวนเงินกู้ยืมสูงที่ธนาคารพาณิชย์จะกู้ได้ โดยทั่วไปธนาคารกลางจะปันส่วนสินเชื่อให้นำไปใช้ในวัตถุประสงค์ที่ต้องการให้มากที่สุด การควบคุมสินเชื่อเพื่อการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นการควบคุมเงินกู้เกี่ยวกับการหาผลประโยชน์ของนักค้ากำไร โดยวิธีกำหนดเงื่อนไขสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ เรียกว่า Margin Requirement เช่น ถ้าธนาคารกลางต้องการป้องกันการเกิดเงินเฟ้อหรือต้องการจำกัดการให้กู้เงินไปเพื่อซื้อหลักทรัพย์ ธนาคารก็จะกำหนด Margin Requirement ไว้สูงๆ การควบคุมสินเชื่อเพื่อการก่อสร้างหรือซื้ออาคาร เป็นวิธีที่จะใช้มากเมื่อเกิดเงินเฟ้อหรือในยามสงคราม ถ้าไม่ควบคุมจะทำให้ราคาสินค้าวัตถุดิบ ค่าจ้างแรงงานสูงอย่างรวดเร็ว อุปสงค์มีมากแต่อุปทานมีจำกัด ทำให้เกิดเงินเฟ้อได้ การกำหนดอัตรารับช่วงซื้อลดตั๋วเงินบางประเภทเป็นพิเศษ เช่น สินค้าส่งออก เป็นอัตราซื้อลดต่ำกว่าปกติ เพื่อสนับสนุนให้ธนาคารพาณิชย์ขยายสินเชื่อทางด้านนี้มากขึ้น ส่วนการควบคุมสินเชื่อสำหรับสินค้านำเข้าใช้ในกรณีเกิดภาวะการขาดดุลการค้าและดุลการชำระเงินอย่างรุนแรง โดยกำหนดให้ผู้สั่งซื้อสินค้าเข้าต้องวางเงินมัดจำล่วงหน้าตามมูลค่าสินค้าไว้ที่ธนาคารกลางหรือธนาคารพาณิชย์จึงจะมีสิทธิ์ในการสั่งซื้อสินค้าเข้าได้ เป็นต้น ส่วนการควบคุมโดยตรง ธนาคารกลางอาจกำหนดวงเงินสูงสุดที่ธนาคารพาณิชย์จะให้กู้ได้ทั้งหมดหรือให้กู้และลงทุนในกิจการ วิธีนี้อาจบังคับกับธนาคารใดธนาคารหนึ่งโดยเฉพาะหรือระบบธนาคารทั้งหมด เป็นต้น จากที่กล่าวมาทั้งหมดจะพบว่า วิธีการควบคุมปริมาณเงินและสินเชื่อมีอยู่หลายวิธี

การจะเลือกวิธีใดวิธีหนึ่งหรือใช้หลายวิธีร่วมกันนั้นขึ้นอยู่กับแต่ละสถานการณ์ทางเศรษฐกิจและโครงสร้างทางการเงินของแต่ละประเทศเป็นสำคัญ สำหรับธนาคารแห่งประเทศไทยจะใช้ช่องทางการดำเนินการผ่านตลาดการเงิน OMOs เป็นเครื่องมือหลัก เนื่องจากสามารถปรับเปลี่ยนการดำเนินการได้ทันทีเพื่อรักษาอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้อยู่ในระดับที่ได้กำหนดไว้ โดยธนาคารกลางสามารถปรับปริมาณเงินกู้ยืมจากการปรับอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 1 วัน (อัตราดอกเบี้ยนโยบาย) เช่น กรณีการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะส่งผลทำให้ธนาคารพาณิชย์กู้เงินเพิ่มเงินสำรองส่วนเกินจะลดลง การขยายสินเชื่อและการสร้างเงินฝากก็จะลดลงตามไปด้วยและในกรณีกลับกันการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะทำให้ธนาคารพาณิชย์จะมีเงินสำรองส่วนเกินมากขึ้น การขยายสินเชื่อและการสร้างเงินฝากจะเพิ่มขึ้น เป็นต้น



บทที่ 3

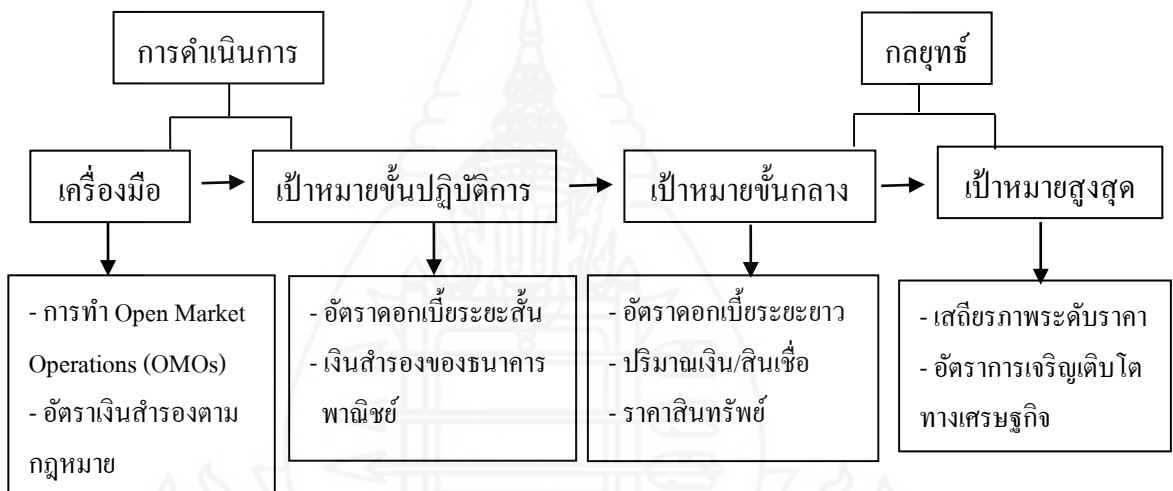
วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

1. แนวคิดทางทฤษฎี

การดำเนินนโยบายการเงิน

วัตถุประสงค์ประการหนึ่งหลักของการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลาง คือ การรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเสถียรภาพด้านราคา (หรือที่เรียกว่า เงินเฟ้อ) ไม่สูงหรือไม่ต่ำจนเกินไป แต่อยู่ในระดับที่เหมาะสม เนื่องจากเมื่อระดับราคาและระบบเศรษฐกิจมีเสถียรภาพแล้วประชาชนจะสามารถตัดสินใจในการออม การผลิต การบริโภคและการลงทุน ได้อย่างมีประสิทธิภาพส่งผลทำให้เศรษฐกิจเติบโต รวมทั้งเกิดการจ้างงานอย่างยั่งยืนและมั่นคงในระยะยาว (พรเพ็ญ สดศรีชัย : 2553) เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อที่อยู่ระดับต่ำและไม่ผันผวนจะช่วยรักษาอำนาจซื้อของผู้บริโภคและผู้ออม รักษาขีดความสามารถในการแข่งขันด้านราคาของภาคธุรกิจทั้งในและต่างประเทศ ลดความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Interest Rate) สร้างบรรยากาศที่ดีให้กับระบบเศรษฐกิจโดยรวมและช่วยลดความไม่แน่นอน ซึ่งเป็นปัจจัยลบต่อการวางแผนและตัดสินใจในการบริโภคและการลงทุนของภาคเอกชน ดังนั้นการดำเนินนโยบายการเงินธนาคารกลางจะเป็นผู้กำหนดกรอบการดำเนินนโยบายการเงินหรือเป้าหมายทางการเงินให้สอดคล้องกับเป้าหมายทางเศรษฐกิจอย่างมีประสิทธิภาพหมายถึง จะต้องไม่เปลี่ยนแปลงง่ายไม่ว่าจะมีปัจจัยภายนอกใดๆ มากระทบและเป้าหมายทางการเงินนั้นๆ ธนาคารกลางต้องสามารถควบคุมได้โดยเป้าหมายของการดำเนินนโยบายการเงินแบ่งออกเป็น 3 เป้าหมาย คือ เป้าหมายสุดท้าย (Ultimate Target) เป็นเป้าหมายทางเศรษฐกิจ คือ การรักษาเสถียรภาพด้านราคาและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยมีเป้าหมายชั้นกลาง (Intermediate Target) เป็นตัวส่งผ่าน ได้แก่ เป้าหมายด้านการเงิน เช่น อัตราดอกเบี้ยระยะยาว ปริมาณเงิน สินเชื่อ ราคาหลักทรัพย์ เป็นต้น โดยธนาคารกลางจะเลือกใช้เครื่องมือทางการเงิน (Instruments) เพื่อให้บรรลุเป้าหมายที่ต้องการ ได้แก่ การซื้อขายพันธบัตร การบริหารเงินสำรองตามกฎหมาย และการให้กู้ยืมเงินแก่สถาบันการเงิน เป็นต้น

การดำเนินนโยบายการเงินในแต่ละวันของธนาคารกลาง จะใช้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น หรือฐานเงินเป็นเป้าหมายขั้นต้นในการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นเครื่องมือ ในการส่งสัญญาณทางการเงิน เริ่มจากอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงิน เช่น อัตราดอกเบี้ยกู้ยืม ระหว่างธนาคารข้ามคืน อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรจะปรับตัวตาม ซึ่งเป็นเป้าหมายขั้น ปฏิบัติการ หลังจากนั้นจะส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาว อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ การขยายสินเชื่อและตลาดอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งเป็นเป้าหมายขั้นกลางและจะส่งผลต่อไปยัง เป้าหมายสุดท้าย คือ เสถียรภาพด้านราคาหรืออัตราเงินเฟ้อและการเติบโตทางเศรษฐกิจในที่สุด จะ ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงการใช้จ่ายในระบบเศรษฐกิจ ทั้งการบริโภคและการลงทุนในที่สุด โดย ความสัมพันธ์ของเครื่องและเป้าหมายการดำเนินนโยบายการเงินสามารถแสดง ได้ดังนี้



ภาพที่ 3.1 กรอบการดำเนินนโยบายการเงิน

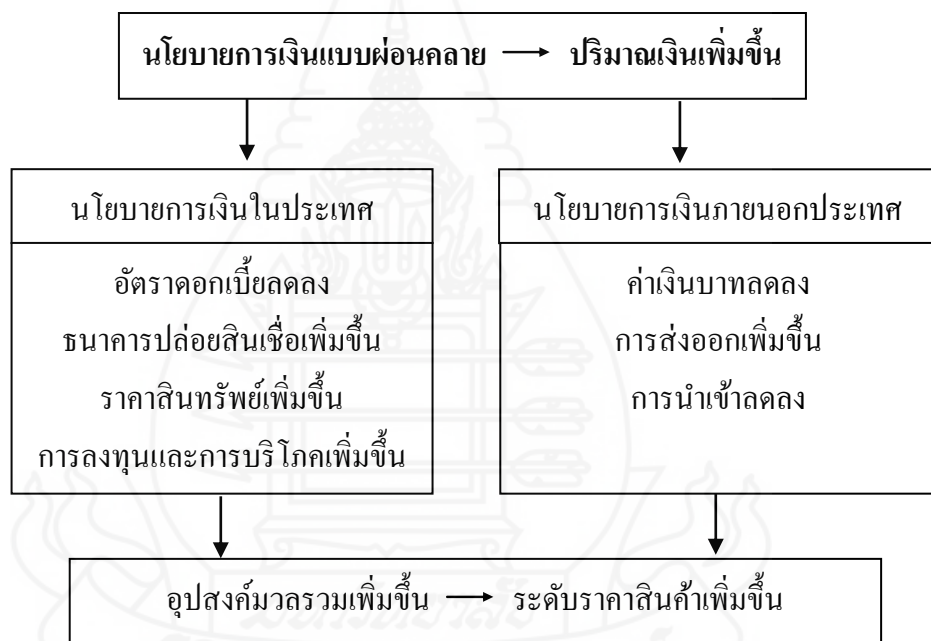
ที่มา : พรเพ็ญ สดศรีชัย , 2553

จากภาพที่ 3.1 เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงเครื่องมือทางการเงิน (Instruments) จะก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงสภาพคล่องของระบบการเงินและเป้าหมายทางการเงิน ซึ่งจะส่งผลต่อไปที่เป้าหมายทางเศรษฐกิจซึ่งเป็นเป้าหมายสูงสุด (Ultimate Target) คือ เสถียรภาพระดับราคาและอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

รูปแบบการดำเนินนโยบายการเงิน (Framework of Monetary Policy Management)

การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางเพื่อบรรลุเป้าหมายสูงสุด (Ultimate Target) คือเสถียรภาพระดับราคาและอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวมีกระบวนการส่งผ่านนโยบายการเงิน ในส่วนที่เป็นนโยบายการเงินในประเทศและนโยบายการเงินภายนอกประเทศมีรูปแบบและความสัมพันธ์ดังนี้

นโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย = ปริมาณเงินเพิ่มขึ้น
 นโยบายการเงินแบบเข้มงวด = ปริมาณเงินลดลง



ภาพที่ 3.2 กระบวนการส่งผ่านนโยบายการเงินภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว

ที่มา : จาตุรงค์ จันทรัมย์และพรเพ็ญ สดศรีชัย , 2547

จากภาพที่ 3.2 กระบวนการส่งผ่านนโยบายการเงินภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว ในกรณีการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย จะส่งผลทำให้ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น ในส่วนของกระบวนการส่งผ่านนโยบายการเงินภายในประเทศ จะทำให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศลดลง (ต้นทุนทางการเงินลดลง) ส่วนธนาคารสามารถปล่อยสินเชื่อได้เพิ่มขึ้น ราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้น ซึ่งจะช่วยกระตุ้นลงทุนและการบริโภคของภาคเอกชนเพิ่มขึ้น จะส่งผลทำให้เกิดความต้องการสินค้าและบริการภายในประเทศเพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้ระดับราคาสินค้าเพิ่มขึ้น ส่วนกระบวนการส่งผ่านนโยบายการเงินภายนอกประเทศ จะส่งผลทำให้ค่าเงินในประเทศลดลง ทำให้ราคาสินค้าภายในประเทศถูกลงเมื่อเปรียบเทียบกับราคาสินค้าต่างประเทศส่งผลทำให้การส่งออกสุทธิได้มากขึ้นและการนำเข้าลดลง ส่งผลทำให้ปริมาณสินค้าภายในประเทศลดลงในขณะที่ความต้องการสินค้าและบริการภายในประเทศเพิ่มขึ้น จะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทเพิ่มขึ้น ส่วนอัตราแลกเปลี่ยนยังมีผลโดยตรงต่อระดับราคาสินค้าภายในประเทศเปรียบเทียบกับระดับราคาสินค้านำเข้าจากต่างประเทศ

กรอบการดำเนินนโยบายการเงิน สามารถแบ่งออกได้เป็น 4 รูปแบบ ดังนี้

1. การตั้งเป้าหมายอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Targeting) มี 2 ระบบ คือ ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ (Fixed Exchange Rate) โดยแต่ละประเทศจะกำหนดค่าเงินเทียบกับปริมาณทองคำโดยมีการหนุนหลัง (Back-Up) ปริมาณเงินด้วยทองคำตามราคามาตรฐานที่กำหนดและระบบที่ปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนเป็นไปตามกลไกตลาด (Float Exchange Rate) โดยใช้เป้าหมายอัตราแลกเปลี่ยนเป็นเครื่องชี้แนะนโยบายการเงิน โดยการตั้งเป้าหมายอัตราแลกเปลี่ยนทั้ง 2 ระบบนี้ ธนาคารกลางจะดูแลปริมาณเงิน โดยการปรับเพิ่มหรือลดอัตราดอกเบี้ย ให้มีความสอดคล้องกับอุปสงค์ (Demand) และอุปทาน (Supply) ในตลาดเงินตราต่างประเทศ เพื่อรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนให้เป็นไปตามเป้าหมายที่ตั้งไว้ ซึ่งการดำเนินนโยบายการเงินแบบนี้เป็นนโยบายการเงินภายนอกประเทศ (External Monetary Policy) จะไม่มีอิสระในการดำเนินนโยบายการเงินในประเทศ (Domestic Monetary Policy) ภายใต้กฎเกณฑ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศที่ค่อนข้างเสรี ปัจจุบันประเทศที่ดำเนินนโยบายการเงินแบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ เช่น ฮองกง เป็นต้น

ข้อดีของระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ สำหรับประเทศที่มีปัญหาในเรื่องเงินเฟ้อสูง คือ การผูกค่าเงินไว้กับประเทศที่มีค่าเงินที่แข็งค่าและมีอัตราเงินเฟ้อต่ำจะส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อของประเทศนั้นปรับลดลงอย่างรวดเร็ว จะส่งผลให้เกิดความมั่นคงด้านการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศและธนาคารกลางสามารถรักษาวินัยในการดำเนินนโยบายการเงินโดยไม่ปล่อยเงินออกไป

ในระบบเศรษฐกิจมากเกินไปและไม่เป็นแหล่งเงินทุนเมื่อภาครัฐเกิดการขาดดุล ซึ่งจะส่งผลทำให้ค่าเงินภายในประเทศอ่อนค่าลงกว่าเป้าหมายที่กำหนดไว้

ส่วนปัจจัยสำคัญของการดำเนินนโยบายการเงินดังกล่าวให้เกิดประสิทธิภาพได้นั้น ประเทศของสกุลเงินทั้งสองควรมีระดับของการพัฒนาและโครงสร้างทางเศรษฐกิจและวงจรธุรกิจที่คล้ายกันและอัตราแลกเปลี่ยนที่กำหนดนั้นจะต้องอยู่ในระดับที่สมดุลกันระหว่างอุปสงค์และอุปทานของตลาดเงินตราต่างประเทศ รวมทั้งการเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์และอุปทานของเงินตราต่างประเทศจะต้องไม่ถูกระทบจากปัจจัยทางการเงินมากเกินไป โดยเฉพาะการไหลเข้าออกของเงินทุนที่ไม่สอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ การกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนคงที่นับว่าเหมาะสมสำหรับการแก้ปัญหาเงินเฟ้อหรือสร้างบรรยากาศการค้า การลงทุนได้ในระยะสั้นเท่านั้น แต่ในระยะยาวเป็นการยากที่ปัจจัยดังกล่าวจะเกิดขึ้นพร้อมๆ กันได้ ซึ่งเป็นจุดอ่อนที่จะนำไปสู่การเก็งกำไรค่าเงินได้และระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่เป็นนโยบายการเงินด้านต่างประเทศ ดังนั้นเมื่อเกิดเหตุการณ์ที่ไม่ได้คาดการณ์ไว้ในระยะสั้น ซึ่งธนาคารกลางจะไม่สามารถใช้นโยบายการเงินในประเทศ เพื่อที่จะแก้ไขปัญหาได้อย่างอิสระและมีประสิทธิภาพ เนื่องจากต้องดูแลอัตราแลกเปลี่ยน (จาคูรงค์ จันทรัมย์ และพรเพ็ญ สดศรีชัย , 2547)

2. การตั้งเป้าหมายปริมาณเงิน (Monetary Targeting) เป็นการดำเนินนโยบายการเงินในประเทศ (Domestic Monetary Policy) เป็นนโยบายที่ใช้กันอย่างแพร่หลายมากในทศวรรษที่ 1970 ธนาคารกลางของกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมชั้นนำของโลกในกลุ่ม G-7 ได้ทยอยประกาศใช้ Monetary Targeting ได้แก่ ธนาคารกลางของประเทศแคนาดา เยอรมัน สหราชอาณาจักร เป็นต้น ก่อนจะเข้าสู่ระบบ European Central Bank การตั้งเป้าหมายปริมาณเงินจะเริ่มจากธนาคารกลางจะตั้งเป้าหมายปริมาณเงินให้สอดคล้องกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจและในระดับที่สามารถรักษาเสถียรภาพด้านราคาเอาไว้ได้ ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของสำนักการเงินนิยม (Monetarism) คือ ถ้าสามารถควบคุมปริมาณเงินให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมได้จะส่งผลโดยตรงต่อการขยายตัวของผลผลิตและระดับราคาซึ่งเป็นเป้าหมายสุดท้ายได้ โดยต้องปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนผันผวนได้บ้าง ตามสมการ $MV = PQ$ (M = ปริมาณเงิน , V = Money Velocity , P = ระดับราคา , Q = ปริมาณผลผลิต)

ปัจจัยที่สำคัญของการกำหนดเป้าหมายปริมาณเงินให้เกิดประสิทธิภาพ คือ การควบคุมปริมาณเงินของธนาคารกลางจะต้องมีความสัมพันธ์ที่มีเสถียรภาพต่อเศรษฐกิจ (หรือการเปลี่ยนแปลงที่คาดการณ์ได้) กับเป้าหมายสุดท้าย คือ เสถียรภาพระดับราคาและอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจและการควบคุมปริมาณเงินของธนาคารกลางยังขึ้นอยู่กับหลายปัจจัยด้วยกัน เช่น ธนาคารกลางต้องมีเครื่องมือในการควบคุม มีความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบาย

การเงินหรือตัวแปรที่ธนาคารกลางควบคุมได้ (ฐานเงิน อัตราดอกเบี้ย) ต้องมีความสัมพันธ์ที่คงที่กับตัวแปรทางการเงินที่ต้องการควบคุม

ในช่วงครึ่งหลังทศวรรษที่ 1980 เป็นต้นมาธนาคารกลางบางประเทศประกาศยกเลิกใช้การดำเนินนโยบายการเงินแบบการตั้งเป้าหมายปริมาณเงิน (Monetary Targeting) ได้แก่ ธนาคารกลางนิวซีแลนด์ เยอรมันนี แคนาดา ฟินแลนด์ สวีเดน นอร์เวย์ เป็นต้น เนื่องจากการพัฒนาทางเศรษฐกิจการเงินเปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็ว ส่งผลให้ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินและเป้าหมายสุดท้ายด้านเศรษฐกิจ (Ultimate Target) นั้นมีความไม่แน่นอนเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ และยากที่จะสามารถคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงได้ล่วงหน้าและความสัมพันธ์ระหว่างฐานเงินกับปริมาณเงินนั้นไม่คงที่ ทำให้การคาดการณ์ความต้องการฐานเงินผิดไปมาก การดำเนินนโยบายการเงินยังขาดกลไกที่ควบคุมให้ธนาคารกลางรักษาวินัย (Discipline) เนื่องจากปริมาณเงินเป็นสิ่งที่ประชาชนให้ความสนใจน้อยและเข้าใจได้ยาก ดังนั้นธนาคารกลางอาจถูกกดดันโดยการปล่อยเงินออกสู่ระบบมากขึ้นได้ โดยอ้างความสัมพันธ์ที่ไม่แน่นอนระหว่างปริมาณเงินกับเศรษฐกิจและเพื่อใช้เป็นแหล่งเงินทุนของการขาดดุลของภาครัฐได้ (จาคูรงค์ จันทรังษ์ และพรเพ็ญ สดศรีชัย , 2547)

3. การตั้งเป้าหมายหลายอย่างประกอบกัน (Eclectic หรือ Just-Do-It Approach) ธนาคารกลางที่ดำเนินนโยบายการเงินแบบการตั้งเป้าหมายหลายอย่างประกอบกัน ได้แก่ ประเทศสหรัฐอเมริกาและญี่ปุ่น โดยธนาคารกลางจะไม่ใช้รูปแบบอัตราแลกเปลี่ยนหรือปริมาณเงินตัวใดตัวหนึ่งเป็น Policy Anchor แต่อาจจะใช้ตัวแปรหลายตัวพร้อมๆ กันไปและอาจให้ความสำคัญกับตัวแปรใดตัวแปรหนึ่งมากในช่วงเวลาหนึ่ง ตามความเหมาะสมกับสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจ ณ ขณะนั้น เป็นนโยบายที่มีความยืดหยุ่นมาก ซึ่งอาจทำให้ถูกมองว่าการดำเนินนโยบายขาดความโปร่งใสของนโยบายและขาดระบบตรวจสอบที่ทำให้ธนาคารกลางต้องรักษาวินัยในการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อควบคุมเงินเฟ้อ ซึ่งประเทศที่สามารถดำเนินนโยบายการเงินแบบนี้ได้ จำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องมีการกลางที่ได้รับความเชื่อถือจากประชาชนอย่างมากและต้องใช้ระยะเวลาเพื่อแสดงความแน่วแน่ในการดำเนินนโยบายการเงินให้บรรลุเป้าหมายและวัตถุประสงค์สูงสุดเพื่อควบคุมเงินเฟ้อได้จริง (จาคูรงค์ จันทรังษ์และพรเพ็ญ สดศรีชัย , 2547)

4. การตั้งเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) กรอบการตั้งเป้าหมายเงินเฟ้อเริ่มประกาศใช้ครั้งแรกในปี พ.ศ. 2533 (ค.ศ.1990) โดยประเทศนิวซีแลนด์ นำกรอบการตั้งเป้าหมายเงินเฟ้อมาใช้เป็นประเทศแรก เริ่มจากแนวคิดพื้นฐานที่ว่า ในระยะสั้นนโยบายการเงินจะมีผลกระทบต่อระดับผลผลิต แต่ในระยะยาว นโยบายการเงินจะมีผลกระทบต่อระดับราคาหรือเงินเฟ้อและอัตราเงินเฟ้อในระดับต่ำจะช่วยทำให้เกิดประสิทธิภาพในระบบเศรษฐกิจและสนับสนุนให้เกิดการผลิตตามศักยภาพสูงขึ้นได้ในระยะยาว โดยสาระสำคัญของกรอบการตั้งเป้าหมายเงินเฟ้อ คือ 1) มีการ

ตั้งเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อหรือระดับราคาที่ชัดเจนและประกาศไว้ล่วงหน้า โดยการวางกรอบประมาณการอัตราเงินเฟ้อจะต้องดีและสามารถนำมาใช้ชี้นำในการดำเนินนโยบายการเงินได้ 2) มีการวางกรอบให้ธนาคารกลางสามารถดำเนินนโยบายการเงินอย่างเป็นอิสระจากรัฐบาลได้มากพอที่จะทำให้บรรลุเป้าหมายเงินเฟ้อได้และมีกรอบความรับผิดชอบในกรณีที่ธนาคารกลางไม่สามารถทำตามเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อได้ 3) มีเครื่องมือที่ใช้ชี้นำทิศทางนโยบายการเงินได้อย่างชัดเจน ซึ่งประเทศที่ใช้กรอบการตั้งเป้าหมายเงินเฟ้อเกือบทั้งหมดจะใช้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินเป็นตัวกำหนดนโยบายการเงิน

การดำเนินนโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อธนาคารกลางจะมีความยืดหยุ่นมากและเมื่อความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางการเงินและตัวแปรทางเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลงไป ก็สามารถเปลี่ยนนโยบายการเงินให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงนั้นได้ ครัวเรือนที่สามารถรักษาอัตราเงินเฟ้อได้ภายในเป้าหมายที่ตั้งไว้ ซึ่งข้อดีของการดำเนินนโยบายการเงินแบบนี้ คือ มีความโปร่งใสและสร้างวินัยในการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลาง เนื่องจากมีการกำหนดกรอบความรับผิดชอบไว้อย่างชัดเจนในการดำเนินนโยบายการเงิน ด้วยการกำหนดเป้าหมายสุดท้าย (คืออัตราเงินเฟ้อหรือระดับราคา) และเครื่องมือ (อัตราดอกเบี้ย) ไว้อย่างชัดเจนเช่นกัน ซึ่งถ้าเป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้ กรอบการตั้งเป้าหมายเงินเฟ้อจะช่วยให้เกิดความเชื่อถือในการดำเนินนโยบายการเงินและทำให้การดำเนินนโยบายการเงินเกิดประสิทธิภาพสูงสุด (จาคูรงค์ จันทรัมย์ และพรเพ็ญ สดศรีชัย , 2547)

ประเทศที่ดำเนินนโยบายการเงินแบบนี้จะมีแบบจำลองทางเศรษฐกิจเพื่อใช้ประมาณการแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อไปข้างหน้า เพื่อประกอบการตัดสินใจด้านนโยบาย รวมถึงช่องทางในการสื่อสารนโยบายการเงิน แต่ควรระวังในเรื่องการตัดสินใจด้านนโยบาย คือ การดำเนินนโยบายไม่ควรอิงกับแบบจำลองเพียงอย่างเดียว แต่ควรอิงกับเหตุผลทางเศรษฐกิจและประสบการณ์ของผู้ทำนโยบายประกอบด้วย ตัวอย่างประเทศที่ดำเนินนโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ ได้แก่ นิวซีแลนด์ แคนาดา ซิลิ อิสราเอล อังกฤษ สวีเดน ฟินแลนด์ เปรู ออสเตรเลีย สเปน เกาหลีใต้ สาธารณรัฐกรีก โปแลนด์ โคลัมเบีย บราซิล เม็กซิโก สวิสเซอร์แลนด์ แอฟริกาใต้ ไทยและฟิลิปปินส์ ตามลำดับ

ในกรณีของประเทศไทยการกำหนดเป้าหมายทางการเงิน คณะกรรมการนโยบายการเงินใช้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core Inflation) ในการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อดำรงไว้ซึ่งเสถียรภาพด้านราคา ซึ่งอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานจะคำนวณจากอัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline Inflation) ที่ใช้กันอยู่ปกติหักด้วยราคาสินค้าในหมวดอาหารสดและพลังงาน เนื่องจากราคาสินค้าในกลุ่มดังกล่าวมีความผันผวนมากในระยะสั้น โดยราคาอาหารสดขึ้นอยู่กับสภาพอากาศและราคาน้ำมันอันเกิดจากปัจจัย

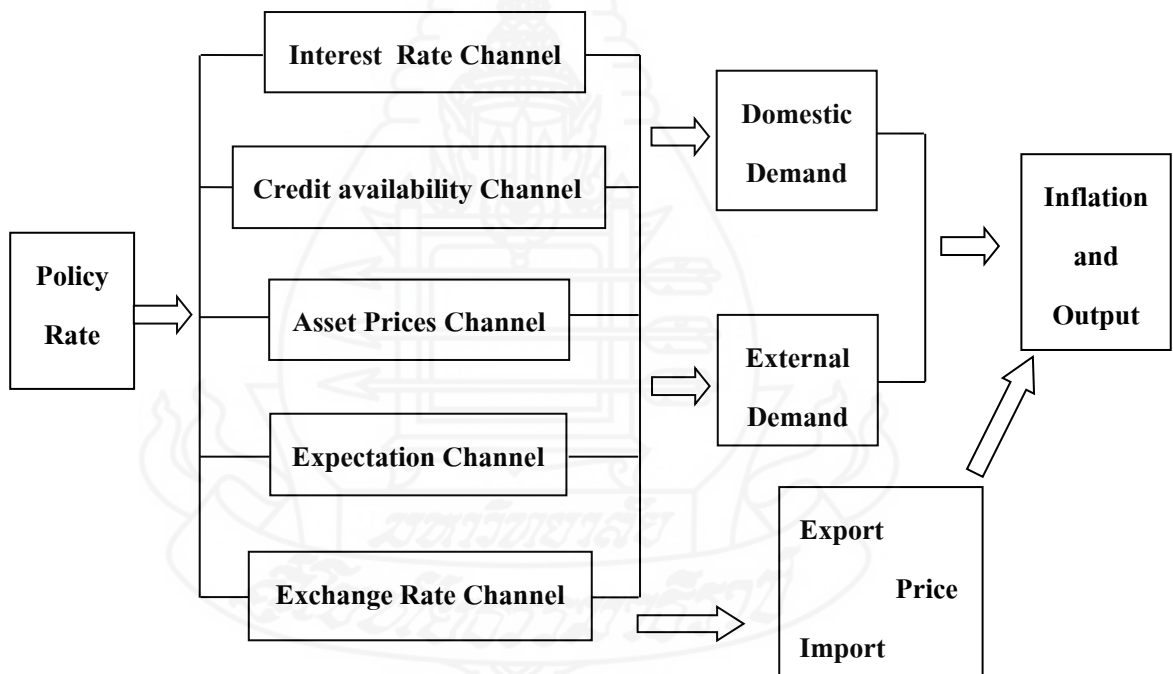
ภายนอกที่อยู่นอกเหนือความสามารถในการควบคุมของนโยบายการเงิน หากยังคงรวมอยู่ในเป้าหมายอาจจะทำให้ต้องปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินบ่อยครั้ง ดังนั้นการหักราคาสินค้าหมวดอาหารสดและพลังงานออกไปแล้วจะช่วยลดความผันผวนของอัตราเงินเฟ้อ สะท้อนแรงกดดันด้านราคาที่เป็นจริงที่มาจากอุปสงค์ได้ดีขึ้นและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานยังครอบคลุมสัดส่วนประมาณร้อยละ 76 ของข้อมูลเกี่ยวกับระดับราคาสินค้าที่ใช้ในการคำนวณดัชนีราคาผู้บริโภค ซึ่งอัตราเงินเฟ้อทั้ง 2 ประเภท ในระยะสั้นอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานจะมีความผันผวนน้อย จึงมีความเหมาะสมในการเป็นเป้าหมายของการดำเนินนโยบายการเงินที่ดูแลเสถียรภาพของเศรษฐกิจ ส่วนในระยะยาวอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานและอัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีความสัมพันธ์และเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่ได้ให้ผลที่แตกต่างกันในการใช้เป็นเป้าหมายในการดูแลเสถียรภาพทางเศรษฐกิจในระยะยาว ซึ่งคณะกรรมการนโยบายการเงินได้กำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานรายไตรมาสเป็นแบบช่วงอยู่ระหว่างร้อยละ 0-3.5 ต่อปี ซึ่งมีขนาดกว้างพอสมควร เพื่อช่วยให้การดำเนินนโยบายการเงินมีความยืดหยุ่นและรองรับการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจต่างๆ ที่อาจเกิดขึ้นในช่วงสั้นๆ จะช่วยลดความจำเป็นที่คณะกรรมการนโยบายการเงิน จะต้องปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินบ่อยครั้ง คือ ลดความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยนั่นเอง ช่วงเป้าหมายที่ไม่แคบจนเกินไปยังทำให้นโยบายการเงินสามารถให้ความสำคัญต่อการดูแลเสถียรภาพทางเศรษฐกิจได้อีกด้วยและจะสอดคล้องกับอัตราเงินเฟ้อของประเทศคู่ค้าคู่แข่งสำคัญของไทย ทำให้รักษาความสามารถในการแข่งขันได้ด้านราคาในการส่งออกของประเทศไทยได้ โดยในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา (พ.ศ. 2542 – พ.ศ. 2551) อัตราเงินเฟ้อของประเทศคู่ค้าคู่แข่งสำคัญของไทยเฉลี่ยอยู่ที่ประมาณร้อยละ 1.8 รวมทั้งยังสอดคล้องกับประมาณการจากแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาครายไตรมาสที่คณะกรรมการนโยบายการเงินใช้เป็นเครื่องมือประกอบการดำเนินนโยบายการเงิน ต่อมาคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) และรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังจึงได้พิจารณาทบทวนความเหมาะสมของเป้าหมายนโยบายอัตราเงินเฟ้อใหม่โดยกำหนดให้ใช้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเฉลี่ยรายไตรมาสเช่นเดิมเพื่อสร้างความต่อเนื่องในการดำเนินนโยบายการเงิน แต่ได้ปรับช่วง (Range) ของเป้าหมายให้แคบลงมาอยู่ที่ร้อยละ 0.5-3.0 ต่อปี ซึ่งการปรับขอบล่างขึ้นให้สูงกว่าศูนย์เพื่อลดโอกาสของการเกิดเงินฝืด ขณะเดียวกันปรับขอบบนลงให้เท่ากับที่ปรับขอบล่างขึ้นเพื่อไม่ส่งสัญญาณว่าจุดยืนของนโยบายการเงินจะเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้คณะรัฐมนตรีได้อนุมัติเป้าหมายใหม่เมื่อวันที่ 1 กันยายน พ.ศ. 2552

การส่งผ่านนโยบายการเงิน

กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน (Monetary Transmission Mechanism) เป็นกระบวนการในการตัดสินใจในการใช้นโยบายการเงินของธนาคารกลาง โดยจะถูกส่งผ่าน (Transmit) ไปสู่ระบบเศรษฐกิจ ส่งผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงใน Real GDP และเงินเฟ้อเป็นหลัก โดย Frisch

(1933) ได้กล่าวไว้ว่า ความผันผวนหรือเปลี่ยนแปลงในเศรษฐกิจจะมาจากกระบวนการที่เรียกว่า Impulses (Shock) และ Propagation (Transmission) โดยที่ Impulses จะเกิดขึ้นโดยไม่ปกติ (Irregular) แต่เมื่อเกิดขึ้นแล้วจะมี Propagation (การขยายผล) ติดตามมาทำให้มีการกระจายผลกระทบไปสู่ระบบเศรษฐกิจ (ชวินทร์ ลีณะบรรจง , 2551)

ดังนั้น เพื่อให้สามารถบรรลุเป้าหมายสูงสุด คือ เสถียรภาพด้านราคาหรืออัตราเงินเฟ้อ และการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจได้นั้น สิ่งสำคัญ คือ ผู้ดำเนินนโยบายจะต้องทำความเข้าใจในกลไก (Mechanism) การส่งผ่านนโยบายการเงินอย่างถ่องแท้ ที่นโยบายการเงินมีต่อระบบเศรษฐกิจ กระบวนการส่งผ่านนโยบายการเงินจึงจะประสบความสำเร็จได้ เพื่อให้สามารถวิเคราะห์ผลกระทบที่เกิดขึ้นได้อย่างถูกต้อง ตลอดจนสามารถพัฒนาและปรับปรุงแนวนโยบายและวิธีการดำเนินนโยบายการเงินให้เหมาะสมตามการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจที่มีความสัมพันธ์และเชื่อมโยงกันมากขึ้น ซึ่งกระบวนการส่งผ่านนโยบายการเงินมี 5 ช่องทางดังภาพที่ 3.3



ภาพที่ 3.3 กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

1. ช่องทางอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Channel)

จากหนังสือ The General Theory of Employment , Interest and Money ตามแนวคิดของเคนส์ (1936) ได้กล่าวไว้ว่าผลของการส่งผ่านนโยบายการเงินจะผ่านอัตราดอกเบี้ยเป็นหลัก และได้กล่าวถึงผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินที่มีผลต่อรายได้และราคา ซึ่งประเด็นสำคัญตามแนวคิดของเคนส์ คือ ในการดำเนินนโยบายการเงินผ่านอัตราดอกเบี้ย ในกรณีการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย จะส่งผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในปริมาณเงินเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงลดลงและผลของอัตราดอกเบี้ยทำให้การลงทุนเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นช่องทางที่กระทำผ่านการตัดสินใจใช้จ่ายเพื่อการลงทุนในเชิงธุรกิจของหน่วยเศรษฐกิจทั้งผู้ประกอบการและผู้บริโภค โดยผู้บริโภคจะมีการใช้จ่ายเพื่อการลงทุนในการซื้อที่อยู่อาศัยหรือสินค้าคงทนเพิ่มขึ้น เช่น ที่อยู่อาศัยหรือรถยนต์ เป็นต้น ส่งผลให้อุปสงค์มวลรวม (Aggregate Demand) และระดับผลผลิตเพิ่มขึ้น (ชวรินทร์ ลีณะบรรจง , 2551)

โดยทั่วไปตำราเศรษฐศาสตร์มหภาคจะแสดงการกำหนดอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น โดยสมมติให้อุปสงค์ในการถือเงินที่มีเสถียรภาพจะขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นซึ่งมีความสัมพันธ์กับวัฏจักรเศรษฐกิจและรายได้ หากรายได้ไม่เปลี่ยนแปลงในขณะที่อุปทานของเงินเพิ่มขึ้นดอกเบี้ยระยะสั้นจะลดลง ดังนั้นการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายจะนำไปสู่การลดลงของอัตราดอกเบี้ยตัวเงินและจะทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงลดลง ถึงแม้ว่าอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินคงที่ที่ระดับศูนย์ ก็ยังสามารถกระตุ้นการใช้จ่ายผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยได้ กล่าวคือ เมื่อกำหนดอัตราดอกเบี้ยตัวเงินเท่ากับศูนย์ ขณะที่ปริมาณเงินเพิ่มขึ้นก็จะทำให้ระดับราคาที่เกิดการฉ้อโกงเพิ่มขึ้น เกิดจากเงินเฟ้อที่คาดการณ์ไว้เพิ่มขึ้น ทำให้ระดับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงลดลง การลงทุนจึงเพิ่มขึ้น ส่งผลให้อุปสงค์มวลรวมและผลผลิตเพิ่มขึ้น

2. ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Channel)

ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนเป็นช่องทางผ่านตลาดทุนและตลาดสินค้าระหว่างประเทศ กลไกการส่งผ่านกระทำผ่านอัตราดอกเบี้ยไปสู่อัตราแลกเปลี่ยนและการส่งออกเป็นหลักซึ่งการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนจะขึ้นอยู่กับค่าไหลเข้าออกของเงินทุนระหว่างประเทศ ดังที่ Mundell (1963) ได้กล่าวว่า “หากมีการไหลของเงินทุนโดยเสรี ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ย (ในระยะสั้น) และอัตราแลกเปลี่ยนจะเป็นไปในลักษณะของ Interest Rate Parity นั่นคือ ความแตกต่างในอัตราดอกเบี้ยภายในและภายนอก (หรือระหว่าง 2 ประเทศ) จะเท่ากับอัตราแลกเปลี่ยนที่คาดคะเนว่าจะเปลี่ยนไประหว่าง 2 ประเทศ ซึ่งหากเกิดความไม่สมดุลกัน การไหลเข้าออกของเงินทุนจะเป็นตัวปรับทำให้มีเงินไหลเข้าสู่ประเทศที่มีผลตอบแทนของอัตราดอกเบี้ยสูงจนกระทั่งผลตอบแทนจากอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวเท่ากันทั้ง 2 ประเทศ”

สำหรับการดำเนินนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน กรณีดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย จะส่งผลทำให้ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ (ภายในประเทศ) เพิ่มขึ้น จะมีผลทำให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศลดลง จะทำให้เงินทุนไหลออกนอกประเทศ เนื่องจากอัตราผลตอบแทนเมื่อเปรียบเทียบกับภายในประเทศลดลงและทำให้อุปสงค์ต่อเงินตราต่างประเทศเพิ่มขึ้น ในขณะที่เดียวกันในตลาดเงินตราต่างประเทศก็เกิดผลทางการทดแทนต่อค่าเงินในประเทศ ทำให้ค่าเงินในประเทศลดลง การที่ค่าเงินในประเทศลดลง ทำให้ราคาสินค้าภายในประเทศถูกลง เมื่อเปรียบเทียบกับราคาสินค้าต่างประเทศ ส่งผลให้การส่งออกสุทธิได้มากขึ้น ดังนั้นระดับผลผลิตมวลรวมภายในประเทศจึงเพิ่มขึ้นและเงินเฟ้อมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้น

3. ช่องทางราคาสินทรัพย์ (Asset Prices Channel)

กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในมุมมองของสำนัก Monetarist จะมุ่งเน้นไปที่ราคาโดยเปรียบเทียบของสินทรัพย์ที่มีอยู่ทั้งหมด (Universe of Relative Asset Prices) และความมั่งคั่งที่แท้จริง (Real Wealth) เป็นหลัก ดังนั้นช่องทางนี้จะเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งมีความสำคัญต่อกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน โดยจะมีผลต่อการลงทุนตามทฤษฎี Tobin's q Theory (1969) และต่อการบริโภคตาม ทฤษฎี Wealth Effect ทั้ง 2 ทฤษฎีเป็นช่องทางที่มุ่งเน้นไปที่การเปลี่ยนแปลงในราคาทรัพย์สิน (โดยเปรียบเทียบ) ที่มีผลต่อตัวแปรรายได้และราคา โดย q ของ Tobin หมายถึง สัดส่วนของมูลค่าตลาดของบริษัท (Market Value of Firm) ต่อดัชนีทุนการทดแทนสินทรัพย์ (Replacement Cost of Capital) ในกรณี $q > 1$ หมายถึง ราคาตลาดของบริษัทสูงเมื่อเทียบกับต้นทุนการทดแทนสินทรัพย์ คือ ธุรกิจจึงระดมทุนโดยออกหุ้นใหม่มาขายในราคาที่สูงกว่า Replacement Cost เนื่องจากผู้ลงทุนจะมี Premium จากการลงทุนในธุรกิจนี้มากกว่าเอาเงินจำนวนดังกล่าวไปซื้อเครื่องจักรเครื่องใหม่ ในขณะที่ผู้ขายหุ้นก็จะสามารถระดมเงินทุนไปใช้ลงทุนได้มากขึ้น โดยออกหุ้นในจำนวนน้อยลงหรือเท่าเดิม ในทางกลับกันหาก $q < 1$ หมายถึง ราคาตลาดของบริษัทที่น้อยกว่า Replacement Cost ทำให้ผู้ลงทุนไม่ว่าจะเป็นผู้ถือหุ้นเดิมหรือคนใหม่ไม่สนใจที่จะลงทุนเนื่องจากสามารถนำเงินทุนไปซื้อธุรกิจอื่นๆ ที่มีราคาตลาดมากกว่า แต่ถ้านักธุรกิจต้องการเงินทุนเมื่อ q มีค่าต่ำ พวกเขาสามารถซื้อสินทรัพย์จากหน่วยธุรกิจอื่นได้ จะทำให้การใช้จ่ายในการลงทุนจึงมีค่าต่ำ

ดังนั้นการดำเนินนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาสินทรัพย์ กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินโดย Tobin's q Theory ด้วยการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายจะทำให้ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นประชาชนจะมีความรู้สึกว่าตนถือครองเงินในมือมากกว่าความต้องการ ดังนั้นพวกเขาจะพยายามลดปริมาณเงินในมือลง โดยการใช้จ่ายเพิ่มมากขึ้นให้สมดุลกับปริมาณเงินที่มีอยู่ในมือ กรณีหนึ่ง คือ นำเงินไปลงทุนในตลาดหลักทรัพย์หรือนอกตลาด

หลักทรัพย์ทำให้อุปสงค์ต่อหลักทรัพย์สูงขึ้น ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับราคาสินทรัพย์อื่นๆ เมื่อราคาปรับตัวลดลง ส่งผลให้ค่า q สูงขึ้น ทำให้การใช้จ่ายเพื่อการลงทุนเพิ่มขึ้นระดับผลผลิตจึงเพิ่มขึ้นตามไปด้วย

นอกจากนี้ ทฤษฎี Wealth Effect หมายถึง กลไกการส่งผ่านความมั่งคั่งที่แท้จริง เป็นผลจากการปรับตัวโดยเปรียบเทียบของราคาสินทรัพย์ทั้งหมด เช่น ที่ดิน อสังหาริมทรัพย์ เงินฝาก หรือเงินตราต่างประเทศ เป็นต้น สมมติว่า ความมั่งคั่งของบุคคลใดบุคคลหนึ่ง คือ ทุนทางการเงิน (Financial Wealth) ถูกกระทบจากราคาสินทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลง จากราคาสินทรัพย์ เช่น ราคาหุ้น ซึ่งเป็นองค์ประกอบที่สำคัญของทุนทางการเงินเพิ่มขึ้น มูลค่าความมั่งคั่งจะเพิ่มขึ้น ถึงแม้ว่าจะยังไม่รับรู้ผลกำไรขาดทุนเนื่องจากยังไม่ขายหุ้นออกไปก็ตาม การบริโภคจะเพิ่มขึ้น เนื่องจากมีความรู้สึกว่าตนเองรวยขึ้น (ความมั่งคั่งเพิ่มขึ้น)

ดังนั้น กลไกการส่งผ่านทั้ง 2 กรณีไม่ว่าจะกระทบผ่าน q หรือ Wealth มีสาเหตุมาจากราคาสินทรัพย์โดยเปรียบเทียบที่มีอยู่ทั้งหมดเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น ดังในกรณีที่ผ่านมา q Theory อาจประยุกต์ใช้ได้กับราคาอสังหาริมทรัพย์ เช่น บ้าน หรือทรัพย์สินประเภทอื่นๆ ได้ไม่จำกัด เพราะการที่ปริมาณเงินเพิ่มขึ้นจะมีผลทำให้ราคาที่ดินหรือบ้านจะเพิ่มขึ้นด้วย

4. ช่องทางสินเชื่อ (Credit Availability Channel)

ช่องทางสินเชื่อสามารถอธิบายด้วยช่องทางการให้สินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ เนื่องจากธนาคารพาณิชย์เป็นสถาบันการเงินที่มีบทบาทสำคัญในระบบการเงินของประเทศไทย และเป็นตัวกลางหลักที่ส่งผ่านผลกระทบจากการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินไปยังระดับการใช้จ่ายในระบบเศรษฐกิจและการดำเนินงานของภาคธุรกิจ ประสิทธิภาพของนโยบายการเงินจึงขึ้นอยู่กับระบบธนาคารพาณิชย์เป็นสำคัญ การทำหน้าที่ตัวกลางทางการเงินให้กับผู้กู้รายย่อยที่มีปัญหาความไม่สมดุลของข้อมูลข่าวสารในตลาดเงินสูงเมื่อเทียบกับผู้กู้รายใหญ่ที่สามารถเข้าถึงตลาดเงินหรือตลาดทุนได้โดยตรง โดยไม่ต้องผ่านตัวกลางทางการเงิน เช่น ธนาคารพาณิชย์ ดังนั้นการเพิ่มขึ้นในปริมาณเงินของธนาคารพาณิชย์จะส่งผลต่อการกู้ยืม โดยเฉพาะผู้กู้รายย่อยผ่านธนาคารพาณิชย์และตราใบที่ซึ่งไม่มีการทดแทนกันอย่างสมบูรณ์ระหว่างเงินฝากประเภทต่างๆ ของธนาคารพาณิชย์กับแหล่งเงินทุนอื่นๆ ได้ การส่งผ่านช่องทางสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ก็ยังคงเป็นกลไกสำคัญในการดำเนินนโยบายการเงิน ซึ่งจะเห็นได้ว่าการที่ค่าธรรมเนียมเงินกู้จากภายนอกธุรกิจในช่วงทางสินเชื่อจะถูกกำหนดมาจากอุปทานของเงินกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก สอดคล้องกับแนวคิดของ Ben S. Bernanke and Mark Gertler (1995) “ได้อธิบายถึงความไม่สมมาตรของข้อมูลข่าวสาร ซึ่งเป็นปัญหาให้กับผู้ให้กู้ในตลาดการเงินเป็นอย่างมาก โดยการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของค่าธรรมเนียมเงินกู้จากภายนอกจะทำให้ต้นทุนการกู้ยืมของบริษัทเอกชนสูงขึ้นหรือลดลง ซึ่งจะ

ส่งผลทำให้การใช้จ่ายและการผลิตในระบบเศรษฐกิจหดตัวลงหรือขยายตัว จะส่งผลต่อการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจ” ซึ่งมีอิทธิพลทำให้เกิดเงินเฟ้อ ดังนั้นเมื่อธนาคารกลางดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายก็จะมีผลทำให้ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น อัตราดอกเบี้ยลดลง ส่วนธนาคารพาณิชย์มีเงินสำรองและปริมาณเงินฝากเพิ่มขึ้น (Bank Deposits) ซึ่งจะส่งผลให้ปริมาณเงินที่ธนาคารพาณิชย์สามารถปล่อยสินเชื่อ (โดยผู้กู้รายย่อย) ผ่านธนาคารพาณิชย์เพิ่มขึ้น ส่งผลให้การใช้จ่ายในการลงทุนเพิ่มสูงขึ้นและระดับผลผลิตเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ จะส่งผลกระทบต่อต้นทุนของธุรกิจขนาดเล็กและขนาดกลางมากกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ เพราะธุรกิจขนาดเล็กต้องพึ่งสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก ในขณะที่ธุรกิจขนาดใหญ่สามารถหาแหล่งเงินทุนอื่นๆ ได้อีก เช่น ระดมทุนผ่านทางตลาดทุนหรือตลาดหุ้น ตลาดพันธบัตร เป็นต้น

5. ช่องทางการคาดการณ์ (Expectation Channel)

ช่องทางการคาดการณ์เป็นการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) เป็นเป้าหมายชั้นกลาง ซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยใช้เป็นเครื่องมือสร้างความสมดุลของการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อกับภาคเอกชน ดังนั้นการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อคาดการณ์ภาวะเศรษฐกิจของประชาชนที่สำคัญ คือ ภาวะเงินเฟ้อ การจ้างงาน การขยายตัวของระบบเศรษฐกิจ รายได้ในอนาคตและผลกำไร/ขาดทุน จะส่งผลกระทบต่อการดำเนินธุรกิจของภาคเอกชนและประชาชน ซึ่งผลกระทบของช่องทางการคาดการณ์มีความไม่แน่นอนสูงกว่าช่องทางอื่นๆ เนื่องจากขึ้นอยู่กับคาดการณ์หรือการตีความของภาคเอกชนและประชาชนได้ 2 กรณี คือ 1) ประชาชนเชื่อว่า การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของทางการ จะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจและคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจจะดีขึ้นในอนาคต จึงมีความต้องการบริโภคและลงทุนเพิ่มขึ้น ส่งผลต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อ 2) การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของทางการ ประชาชนอาจคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจจะชะลอตัวลงกว่าที่คาดการณ์ไว้จะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของประชาชนและภาคธุรกิจทำให้ไม่กล้าที่จะบริโภคหรือขยายการลงทุน ส่งผลทำให้เศรษฐกิจซบเซาลง ดังนั้นการดำเนินนโยบายการเงินให้เกิดประสิทธิผลตามที่คาดหวังไว้ ทางการจำเป็นต้องมีการสื่อสารหรือส่งสัญญาณการดำเนินนโยบายการเงินที่ชัดเจน เพื่อสร้างความเข้าใจต่อภาคเอกชนและประชาชน ใช้เป็นกรอบในวางแผนในการบริโภคและการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ (กอบศักดิ์และเมทินี , 2543)

สำหรับการศึกษารุ่นนี้จะมุ่งเน้นศึกษาการส่งผ่านนโยบายการเงิน 4 ช่องทาง คือ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ช่องทางราคาสินทรัพย์ ช่องทางสินเชื่อ ส่วนช่องทางการคาดการณ์ไม่ได้นำมาพิจารณาในการศึกษาในครั้งนี้ เนื่องจากผลกระทบของการดำเนิน

นโยบายการเงินเกิดจากความไม่แน่นอนของตลาดหรือขึ้นอยู่กับคาดการณ์ของภาคเอกชนและประชาชน จากการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินของทางการ โดยเฉพาะในเรื่องของ Inflation Forecast ถ้าไม่มีประสิทธิผลตามเป้าหมายของทางการตั้งเป้าหมายไว้ อาจปรับเปลี่ยนไปตามความเหมาะสมตามภาวะเศรษฐกิจในช่วงนั้น ทำให้ประชาชนและภาคเอกชนต้องปรับเปลี่ยนการคาดการณ์ให้สอดคล้องกับการดำเนินนโยบายการเงินของทางการเช่นกัน ดังนั้นกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินทั้ง 4 ช่องทางน่าจะสามารถอธิบายประสิทธิผลต่อเงินเพื่อให้ชัดเจนมากกว่าช่องทางการคาดการณ์

2. วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

สุวิตตา อย่างเจริญ (2546) ศึกษากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในช่องทางอัตราดอกเบี้ย : ผลการศึกษาเชิงประจักษ์กรณีประเทศไทย ใช้การวิเคราะห์แบบถดถอยเชิงซ้อน ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Ordinary Least Square : OLS) และแบบจำลองได้ใช้ในรูป Partial Adjustment Model ในการอธิบายการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะสั้นของตัวแปรตาม ส่วนการทดสอบคุณสมบัติความนิ่งของข้อมูล ในรูปแบบ ADF - Test ตามวิธี Augmented Dickey Fuller ส่วนตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลอง ตลาดสินเชื่อ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร ระยะข้ามคืน อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 7 วัน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี Composite Private Investment Index ส่วนตัวแปรตลาดเงินฝาก ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน Composite Private Consumption Index ใช้ข้อมูลแบบอนุกรมเวลารายเดือน ทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ ใน 3 ช่วงเวลาดังนี้ 1) ช่วงระหว่างก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจ เริ่มตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2536 ถึงเดือนมีนาคม พ.ศ. 2545 2) ช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2536 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2540 3) ช่วงหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2540 ถึงเดือนมีนาคม พ.ศ. 2545

ผลการศึกษาพบว่าในระยะสั้นความสัมพันธ์ของตัวแปรทางการเงินในตลาดเงิน คือ อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรเป็นอัตราดอกเบี้ยชี้นำในตลาดเงิน ส่วนในระยะยาว คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดีและใช้เป็นตัวแทนตลาดสินเชื่อ ส่วนอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนเป็นตัวแทนอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินฝาก ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจและพบว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้

ลูกค้าชั้นดี มีการตอบสนองที่ชัดเจนต่ออัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร กว่าช่วงก่อนการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ส่วนอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ไม่มีการตอบสนองที่ชัดเจน ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินเชื่อที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงการลงทุน พบว่าถ้ามีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยก็จะทำให้การลงทุนมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งแสดงให้เห็นว่ากลไกการทำงานของนโยบายการเงินในช่วงที่ทำการศึกษายังไม่ได้สะท้อนภาพการลงทุนที่แท้จริงของระบบเศรษฐกิจ ซึ่งอาจเกิดจากการบิดเบือนในระบบโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยหรืออาจมีปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุน เช่น อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ซึ่งไม่ได้ใส่ไว้ในแบบจำลอง ปัญหาหนี้เสียที่ยังคงค้างอยู่ในระบบสถาบันการเงิน ซึ่งเป็นปัจจัยที่สำคัญในการพิจารณาในการปล่อยเงินกู้เพื่อการลงทุน ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงการบริโภค พบว่าช่วงหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ความสัมพันธ์ของทั้ง 2 ตัวแปรมีทิศทางเดียวกัน โดยเป็นผลมาจาก Wealth Effect เพราะเมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินฝากสูงขึ้นจะทำให้รายได้จากอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นส่งผลทำให้เกิดการบริโภคเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ประสิทธิภาพการทำงานของกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยในช่วงที่ทำการศึกษามีน้อยมาก

ศรัญพร คงแก้ว (2548) ศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยวิเคราะห์เปรียบเทียบระหว่างการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายปริมาณเงินและกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ โดยใช้ข้อมูลรายเดือนและแบ่งช่วงเวลาของการศึกษาแบ่งเป็น 2 ช่วงเวลา คือ ช่วงที่มีการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายปริมาณเงิน ระหว่างเดือนสิงหาคม พ.ศ. 2540 ถึงเดือนพฤษภาคม พ.ศ. 2543 โดยใช้เครื่องทางการเงินผ่านตลาดซื้อคืนพันธบัตรและตลาดซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ส่วนช่วงที่มีการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ ธนาคารแห่งประเทศไทยได้กำหนดให้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเป็นเป้าหมายในการดำเนินนโยบายการเงิน โดยจะส่งสัญญาณทางการเงินผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายหรืออัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน ช่วงเวลาที่ทำการศึกษาระหว่างเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2543 ถึงเดือนกันยายน พ.ศ. 2547 ส่วนตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน อัตราแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยตัวเงินคลังระยะ 3 เดือนของประเทศสหรัฐอเมริกา การวิเคราะห์เชิงปริมาณ ใช้

เครื่องมือการทดสอบเชิงเหตุและผล (Granger Causality) การทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Co-integration) และการปรับตัวในระยะสั้นใช้รูปแบบ (Error Correction Model : ECM)

ผลการศึกษาพบว่าดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความผันผวนอย่างต่อเนื่อง เป็นผลมาจากทั้งปัจจัยภายในประเทศและต่างประเทศ ได้แก่ ภาวะเศรษฐกิจในประเทศและต่างประเทศ แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางประเทศสหรัฐอเมริกาและอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทย ความผันผวนของราคาน้ำมันในตลาดโลก เป็นต้น สำหรับความสัมพันธ์ของตัวแปรอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน อัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยตัวเงินคลังระยะ 3 เดือนของประเทศสหรัฐอเมริกา มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ ส่วนดัชนีการลงทุนภาคเอกชนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีทั้งหมด

ผลการศึกษาความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว พบว่าตัวแปรอธิบายทุกตัวมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวกับดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาความสัมพันธ์เชิงเหตุและผล พบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน อัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยตัวเงินคลังระยะ 3 เดือน ของประเทศสหรัฐอเมริกา มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ ในขณะที่ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์มีผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยตัวเงินคลังระยะ 3 เดือนของประเทศสหรัฐอเมริกาเท่านั้น นอกจากนี้ผลการศึกษาผลกระทบของการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายปริมาณเงิน ช่วงหลังการเกิดวิกฤตมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ ตรงข้ามกับสมมติฐานในแบบจำลอง ส่วนในช่วงที่ดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ พบว่าตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งตรงกับสมมติฐานในแบบจำลอง ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยน เนื่องจากค่าเงินบาทมีความผันผวนมากเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ทำให้การลงทุนลดลง ความเสี่ยงในการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนสูงและการที่ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ลดต่ำลงเนื่องมาจากภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ ส่งผลทำให้นักลงทุนขาดความเชื่อมั่น ส่วนอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน มีการปรับตัวสูงขึ้น นักลงทุนจะนำเงินไปฝากธนาคารมากขึ้น ส่งผลทำให้ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ลดลงและพบว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่

แตกต่างกับช่วงใช้กรอบเป้าหมายปริมาณเงิน ขณะที่อัตราดอกเบี้ยตัวเงินคลังระยะ 3 เดือนของ ประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มากกว่าอัตรา ดอกเบี้ยตัวเงินคลังระยะ 3 เดือนของประเทศสหรัฐอเมริกา ทำให้นักลงทุนต่างชาติเพิ่มการลงทุน ในตลาดหลักทรัพย์ ส่งผลทำให้ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์มีการตอบสนองเพิ่มขึ้น ส่วนตัวแปรที่มี ความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ไม่ตรงกับสมมติฐานในแบบจำลอง คือ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้นซึ่งแสดงถึงเศรษฐกิจขยายตัวดีขึ้นแต่ดัชนีราคาตลาด หลักทรัพย์ไม่ได้เพิ่มขึ้นตาม อาจจะมีสาเหตุมาจากวิกฤตเศรษฐกิจที่ยังคงส่งผลกระทบต่อความ เชื่อมมั่นของนักลงทุนอยู่ จากผลการศึกษาพบว่าผลกระทบของการดำเนินนโยบายการเงินทั้งสอง ช่วงเวลาผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยมีผลต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ไม่แตกต่างกันและพบว่า ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนเป็นช่องทางที่สามารถส่งผ่านนโยบายการเงินได้ดีกว่าช่องทางอัตรา ดอกเบี้ย

นภาพร แซ่เตียว (2550) ศึกษาการดำเนินนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน และผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจไทย โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทศดิกฤมปี แบบอนุกรม เวลาข้อมูลรายเดือนระหว่างเดือนพฤษภาคม พ.ศ. 2543 ถึงเดือนเมษายน พ.ศ. 2549 และตัวแปรที่ ทำการศึกษาประกอบด้วย มูลค่าการนำเข้าที่แท้จริง มูลค่าการส่งออกที่แท้จริง ดัชนีผลผลิต อุตสาหกรรม ดัชนีราคาผู้บริโภคสินค้าพื้นฐาน ดัชนีค่าเงินบาทแท้จริงและอัตราดอกเบี้ยซื้อคืน พันธบัตรระยะ 14 วัน เป็นตัวแปรภายใน โดยใช้อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน เป็น เครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน โดยใช้แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) ประกอบด้วย Impulse Response Function เพื่อศึกษาทิศทางตอบสนองของตัวแปรใน แบบจำลองเมื่อเกิด Shock ในอัตราดอกเบี้ยนโยบายและ Variance Decomposition เพื่อศึกษาว่าตัว แปรหนึ่งๆ ได้รับผลกระทบจากตัวแปรอื่นๆ ในแบบจำลองรวมทั้งตัวมันเองเป็นสัดส่วนเท่าใด

ผลการศึกษาจาก Impulse Response Function พบว่าเมื่อมีการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เพิ่มขึ้น อัตราแลกเปลี่ยนจะแข็งค่าขึ้น ทำให้ระดับราคาสินค้าในประเทศสูงกว่าโดยเปรียบเทียบกับ สินค้าต่างประเทศส่งผลให้การส่งออกลดลงและระดับผลผลิตลดลงตามในช่วงแรก ผู้ผลิตจึงต้อง ลดราคาสินค้าลงเพื่อให้สามารถจำหน่ายสินค้าได้เพิ่มขึ้น ทำให้ระดับราคาสินค้าโดยรวมใน ประเทศลดลง แต่หลังจากนั้นเมื่อระดับผลผลิตในประเทศลดลงระยะหนึ่งแต่ความต้องการใน

สินค้ายังมีอยู่ทำให้ระดับราคาสินค้าโดยรวมต้องปรับเพิ่มขึ้น ในขณะที่ตัวแปรด้านการนำเข้าให้ผลไม่เป็นไปตามทฤษฎีที่คาดไว้ในช่วงแรก โดยมูลค่าการนำเข้าลดลงแทนที่จะเพิ่มขึ้นตามการแข็งค่าของอัตราแลกเปลี่ยนอาจเกิดจากผลกระทบด้านมูลค่าจากการที่ค่าเงินต่างประเทศถูกลงและการลดลงของรายได้ในประเทศเมื่อเทียบเป็นสกุลต่างประเทศ ทำให้การนำเข้าในช่วงแรกลดลง สำหรับผลการศึกษา Variance Decomposition พบว่าตัวแปรส่วนใหญ่ได้รับอิทธิพลจากตัวมันเอง ตัวแปรอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนมีความสำคัญน้อย ตัวแปรที่มีอิทธิพลมากที่สุด คือ ดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน มีสัดส่วนเพียง 2% ตัวแปรที่ได้รับอิทธิพลจากอัตราแลกเปลี่ยนมากที่สุด คือ ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม สัดส่วน 4.7% ส่วนตัวแปรทางการเงินที่มีส่วนกำหนดอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนมากที่สุด ได้แก่ ดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐานมีส่วนกำหนดความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระดับค่อนข้างสูง ขณะที่อัตราแลกเปลี่ยนมีส่วนในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยนโยบายน้อยมากและการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายก็ส่งผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนน้อยมากเช่นกัน ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาอัตราแลกเปลี่ยนยังมีบทบาทในการเป็นช่องทางส่งผ่านของการดำเนินนโยบายการเงินสำหรับประเทศไทยไม่มากนัก

คมกฤษ หาญเจริญศักดิ์ (2544) ศึกษาการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย วัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์และทำการเปรียบเทียบว่าธนาคารขนาดเล็กและธนาคารขนาดใหญ่ได้รับผลกระทบจากการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางปล่อยสินเชื่อแตกต่างกันอย่างไร โดยใช้แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) ในการทดสอบ ตัวแปรที่เลือกใช้ในระบบจำลองประกอบด้วย อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะ 7 วัน เป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน ส่วนตัวแปรงบดุลธนาคารพาณิชย์ ประกอบด้วยปริมาณเงินฝาก ปริมาณสินเชื่อและปริมาณหลักทรัพย์ โดยใช้ 1 ตัวแปรต่อ 1 แบบจำลอง VAR แบ่งออกเป็น 2 ตัวแปร คือ ตัวแปรงบดุลของธนาคารขนาดใหญ่และตัวแปรงบดุลของธนาคารขนาดเล็ก ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ดัชนีราคาผู้บริโภค โดยใช้แบบจำลอง VAR จำนวน 6 แบบจำลอง วิเคราะห์ผลด้วยการคำนวณ Impulse Response Function และ Variance Decomposition และการศึกษาที่ใช้ข้อมูลประเภททศนิยม เป็นข้อมูลรายเดือนในช่วงเดือนมีนาคม พ.ศ. 2537 ถึงเดือนพฤศจิกายน พ.ศ. 2544 โดยการศึกษาแบ่งเป็น 2 ช่วงเวลา คือ ช่วงเวลาก่อนและหลังการเปลี่ยนนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน

(เดือนมีนาคม พ.ศ. 2537 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2540 และเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2540 ถึงเดือนพฤศจิกายน พ.ศ. 2544)

ผลการศึกษา Impulse Response Function พบว่าทั้งก่อนและหลังการเปลี่ยนแปลงนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลัน (Shock) ของอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร (เครื่องมือนโยบายการเงิน) ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อปริมาณเงินฝากของธนาคารขนาดเล็กและธนาคารขนาดใหญ่ สะท้อนให้เห็นว่ากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคารไม่ทำงาน ส่วนผลกระทบอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรต่อปริมาณสินเชื่อในช่วงก่อนเปลี่ยนนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน พบว่าไม่ส่งผลกระทบต่อปริมาณสินเชื่อธนาคารขนาดใหญ่ แต่ส่งผลต่อธนาคารขนาดเล็ก ทำให้ปริมาณสินเชื่อมีค่าเพิ่มขึ้นในช่วง 1 - 5 เดือนแรก สำหรับผลกระทบอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรที่มีต่อปริมาณหลักทรัพย์ พบว่าไม่ส่งผลกระทบต่อปริมาณหลักทรัพย์ที่ธนาคารทั้งสองขนาดถือครองไว้ ดังนั้นธนาคารไม่จำเป็นที่จะต้องมีการปรับเปลี่ยนการถือครองหลักทรัพย์เพื่อรองรับผลการดำเนินนโยบายการเงิน ผลการศึกษา Variance Decomposition พบว่าช่วงก่อนการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรส่งผลต่อความแปรปรวนของปริมาณเงินฝากธนาคารขนาดใหญ่มากกว่าธนาคารขนาดเล็ก นอกจากนี้พบว่าอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรส่งผลต่อความแปรปรวนของสินเชื่อธนาคารขนาดเล็กมากกว่าธนาคารใหญ่อย่างเห็นได้ชัด ส่วนปริมาณหลักทรัพย์ สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ กล่าวคือ อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรส่งผลต่อความแปรปรวนของปริมาณหลักทรัพย์ของธนาคารขนาดใหญ่มากกว่าธนาคารขนาดเล็ก ดังนั้นผลของการทดสอบกลไกการทำงานของนโยบายการเงินส่งผลผ่านช่องทางสินเชื่อของธนาคาร ธนาคารขนาดเล็กจะได้รับผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงินมากกว่าธนาคารขนาดใหญ่ เนื่องจากธนาคารขนาดใหญ่มีความสามารถระดมทุนได้มากกว่าธนาคารขนาดเล็ก กรณีดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวด ธนาคารขนาดใหญ่จะทำการลดการถือครองหลักทรัพย์มากกว่าธนาคารขนาดเล็ก เพื่อที่จะรักษาระดับของปริมาณสินเชื่อเอาไว้

ัญญารัตน์ บุญชิต (2547) ศึกษากลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินและภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทย เพื่อศึกษากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินที่มีผลต่อภาวะเงินเฟ้อของไทย โดยผ่านช่องทางต่างๆ ที่สำคัญในแต่ละตลาด 4 ตลาด ได้แก่ ตลาดเงิน ตลาดทุน ตลาดปริวรรตเงินตรา

ต่างประเทศ ตลาดแรงงานและทำการเปรียบเทียบความสำคัญของแต่ละช่องทางในการส่งผ่านของนโยบายการเงินไปสู่ตลาดทั้ง 4 ตลาด โดยใช้ตัวแปรอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 14 วัน (RP14 วัน) เป็นเครื่องมือการดำเนินนโยบายการเงิน ใช้ข้อมูลทศนิยม แบบอนุกรมเวลา รายไตรมาส ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2535 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2546 สำหรับตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลองประกอบด้วย อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง ต้นทุนแรงงานต่อหน่วย ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ส่วนขั้นตอนการทดสอบทางสถิติเริ่มจากการทดสอบคุณสมบัติความนิ่งของข้อมูล ในรูปแบบ ADF - Test ตามวิธี Augmented Dickey Fuller ทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว (Co-integration) การประมาณการโดยวิธี OLS และใช้แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) ในการทดสอบซึ่งประกอบด้วย Impulse Response Function และ Variance Decomposition

ผลการศึกษาจาก Impulse Response Function ซึ่งให้เห็นว่าเมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน ช่องทางตลาดแรงงานมีการตอบสนองต่อเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน ที่ค่อนข้างล่าช้า ส่วนอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงและดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการตอบสนองสูงสุดเร็วกว่าโดยเปรียบเทียบ ผลการศึกษายังแสดงให้เห็นว่าเมื่อเกิดเงินเฟ้อด้านอุปทาน เช่น การเพิ่มขึ้นของต้นทุนแรงงาน เป็นการยากที่ทางการจะควบคุมเงินเฟ้อให้เป็นไปตามเป้าหมายที่กำหนดไว้ได้ ส่วนความรวดเร็วในการตอบสนองสูงสุดของอัตราเงินเฟ้อต่อ Shock ของเครื่องมือนโยบายในช่องทางต่างๆ และระดับผลผลิต พบว่าอัตราเงินเฟ้อมีการตอบสนองมากที่สุด คือ อัตราดอกเบี้ย RP 14 วัน รองลงมา คือ อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง ต้นทุนแรงงานต่อหน่วย ระดับผลผลิต ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ตามลำดับ

ผลการศึกษา Variance Decomposition ของอัตราเงินเฟ้อ พบว่า อัตราดอกเบี้ย RP 14 วัน ซึ่งเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงินสามารถอธิบายความแปรปรวนหรือความเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อได้ดี ส่วนช่องทางที่สามารถอธิบายความเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อได้ดีที่สุดคือ ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ต้นทุนแรงงานต่อหน่วย ตามลำดับ อัตราดอกเบี้ย RP 14 วัน มีความสามารถอธิบายความเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้น้อยที่สุด แต่กลับสามารถ

อธิบายความเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากได้มาก ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความสำคัญของช่องทางอัตราดอกเบี้ยในการตอบสนองต่อเครื่องมือนโยบายและสามารถส่งผลกระทบต่อเงินเฟ้อได้พอสมควร

กอบศักดิ์ ภูตระกูลและเมทินี พุทสวัสดิ์กุล (2543) ศึกษากลไกการทำงานของนโยบายการเงิน เพื่อทดสอบว่า ในช่วง พ.ศ. 2523 ถึง พ.ศ. 2540 คือ ช่วงเริ่มเปิดเสรีทางการเงินและก่อนเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบลอยตัว กลไกการทำงานของนโยบายการเงินผ่านช่องทางสำคัญใดบ้าง โดยตัวแปรเครื่องมือทางการเงินที่ใช้ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ย (RP 7 วัน) และตัวแปรทางเศรษฐกิจที่เป็นเป้าสูงสุด ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อและดัชนีการลงทุนภาคเอกชน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้และปริมาณสินเชื่อของระบบธนาคารพาณิชย์ เป็นช่องทางในการส่งผ่านนโยบายการเงิน ใช้แบบจำลอง VAR ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่างๆ และคำนวณหา Impulse Response Function และ Variance Decomposition จากแบบจำลอง VAR ผลการศึกษาพบว่าปริมาณสินเชื่อเป็นตัวแปรสำคัญที่กำหนดอัตราการขยายตัวของการลงทุนและอัตราเงินเฟ้อในประเทศไทย ส่วนการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR จะมีผลต่อการลงทุนและอัตราเงินเฟ้อน้อยกว่าโดยเปรียบเทียบ

ปิติ ดิษยทัตและพินรัฐ วงศ์สินศิริกุล (2545) ศึกษากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเสริมสร้างความเข้าใจในเรื่องกลไกการทำงานของนโยบายการเงิน รวมทั้งศึกษาระยะเวลาในการส่งผ่านผลจากการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินไปสู่ระดับราคาและการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจ ความเร็วในการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยธนาคารพาณิชย์ต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยทำการศึกษาช่องทางส่งผ่านนโยบายการเงินจำนวน 4 ช่องทาง ได้แก่ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ช่องทางสินเชื่อ ช่องทางราคาสินทรัพย์และช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน โดยมุ่งเน้นศึกษาถึงอิทธิพลของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลระหว่างเดือนมกราคม พ.ศ. 2532 ถึงเดือนมีนาคม พ.ศ. 2545 โดยใช้แบบจำลอง VAR และ Impulse Response Function

ผลการศึกษาพบว่าเมื่อมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จะส่งผลทำให้ระดับราคาโดยรวมมีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินไม่มากนักในช่วงแรก แต่เริ่มลดลงหลังจากนั้นประมาณ 1 ปี และมีผลที่ค่อนข้างจะยั่งยืน ส่วนการตอบสนองของผลิตภัณฑ์มวลรวม

ในประเทศมีลักษณะคล้ายรูปตัว U คือ มีจุดต่ำสุดประมาณ 4 - 5 ไตรมาสและผลกระทบจางหายไป ในเวลาประมาณ 11 ไตรมาส เมื่อทำการเปรียบเทียบกับองค์ประกอบต่างๆ ของอุปสงค์รวม พบว่าการลงทุนมีการตอบสนองมากที่สุด สำหรับการวิเคราะห์ความสำคัญของแต่ละช่องทางของกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน พบว่าช่องทางอัตราดอกเบี้ยและช่องทางสินเชื่อธนาคารพาณิชย์มีบทบาทสำคัญ ในขณะที่ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนและช่องทางราคาสินทรัพย์นั้นมีบทบาทน้อยกว่า

วรุณยุพา เอี่ยมจ้อย (2548) ศึกษาผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินที่มีต่อการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนในระบบเศรษฐกิจไทย โดยกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินประกอบด้วย 5 ช่องทาง ได้แก่ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ช่องทางสินเชื่อ ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ช่องทางการคาดการณ์และช่องทางราคาสินทรัพย์ ใช้ข้อมูลอนุกรมเวลารายเดือน ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2540 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2547 และใช้แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) ส่วนตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลองประกอบด้วย ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน อัตราดอกเบี้ยให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร ดัชนีค่าเงินที่แท้จริง อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เริ่มจากการทดสอบคุณสมบัติความนิ่งของข้อมูล ในรูปแบบ ADF - Test ตามวิธี Augmented Dickey Fuller และทำการทดสอบ Impulse Response Function จากแบบจำลอง VAR รวมทั้งศึกษาผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในช่องทางต่างๆ ที่มีต่อการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชน ผลการศึกษาพบว่าช่องทางราคาสินทรัพย์ส่งผลกระทบต่อ การบริโภคภาคเอกชนมากที่สุด ในขณะที่ช่องทางอัตราดอกเบี้ยส่งผลกระทบต่อ การลงทุนของภาคเอกชนมากที่สุดและช่องทางการส่งผ่านของนโยบายการเงินทั้ง 5 ช่องทางส่งผลกระทบต่อ การลงทุนของภาคเอกชนมากกว่าการบริโภคของภาคเอกชน

Frederic S. Mishkin (1996) ศึกษาช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงินและ Frederic S. Mishkin (2001) ศึกษาการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาสินทรัพย์โดยเฉพาะ ซึ่งประกอบด้วย ราคาหลักทรัพย์ ราคาอสังหาริมทรัพย์ อัตราแลกเปลี่ยน โดยใช้วิธีการศึกษาด้วยวิธีพรรณนา Mishkin กล่าวว่าช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนจะมีประสิทธิผลได้ประเทศนั้นๆ จะต้องมีการเปิดประเทศมากขึ้นและจะไม่สามารถมีประสิทธิผล ถ้าประเทศนั้นใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ โดยประสิทธิผลของนโยบายการเงินจะส่งผลทำให้มูลค่าการส่งออกสุทธิและอุปสงค์รวมเปลี่ยนแปลงและส่งผลกระทบต่อ บดุลของสถาบันการเงินและที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน ดังนั้นการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นส่งผลทำให้ค่าเงินอ่อนค่าลง หนี้สินภายในประเทศมีมูลค่าเพิ่มขึ้น ขณะที่ราคาสินทรัพย์มีค่าคงที่ ทำให้ปัญหาในเรื่อง Adverse Selection และ Moral Hazard ลดลง ทำให้ธนาคารสามารถปล่อยสินเชื่อเงินกู้เพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้การลงทุนและอุปสงค์โดยรวมในประเทศ

เพิ่มขึ้น เศรษฐกิจภายในประเทศขยายตัวและส่งผลกระทบต่อเงินเฟ้อภายในประเทศเพิ่มขึ้น แสดงให้เห็นถึงบทบาทสำคัญของ การดำเนินนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน โดยระดับของผลกระทบต่อเงินเฟ้อและอุปสงค์โดยรวมภายในประเทศจะขึ้นอยู่กับขนาดของผลกระทบที่เกิดขึ้น ณ ขณะนั้น ขนาดของระบบเศรษฐกิจประเทศนั้นๆ และระดับของการเปิดประเทศ

Ben S C Fung (2002) ศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินในประเทศเอเชียตะวันออก โดยใช้แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) วัตถุประสงค์ของการศึกษาเพื่อทดสอบผลกระทบของนโยบายการเงินในประเทศเอเชียตะวันออก จำนวน 7 ประเทศ ได้แก่ ไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย ไต้หวัน อินโดนีเซีย เกาหลี ฟิลิปปินส์ ส่วนตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลองที่ไม่ใช่ตัวแปรนโยบายการเงิน ได้แก่ ดัชนีราคาสินค้า (เพื่อแก้ปัญหา Price Puzzle กรณีการดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวด ปกติระดับราคาจะปรับตัวลดลง แต่ระดับราคากลับปรับตัวเพิ่มขึ้น อัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้นอย่างไม่คาดคิดมาก่อน) ระดับผลผลิตอุตสาหกรรม ดัชนีราคาผู้บริโภคและปริมาณเงิน M1 ส่วนตัวแปรภายนอกประกอบด้วย ผลผลิตอุตสาหกรรมของประเทศสหรัฐอเมริกา ดัชนีราคาผู้บริโภคของประเทศสหรัฐอเมริกา อัตราดอกเบี้ย Fed Fund Rate ของประเทศสหรัฐอเมริกา ส่วนตัวแปรนโยบาย ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยนในนาม อัตราดอกเบี้ย ระยะเวลาที่ทำการศึกษาระหว่างปี 1980:1 – 2001:6 ส่วนตัวแปรนโยบายการเงินจะแตกต่างกันไปตามเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงินของแต่ละประเทศ ดังนี้

	Full sample	Exchange rate regime	Interest rate
Indonesia	1986:5 - 2001:6	Managed float/floating	Call money rate/ 3-month SBI
Korea	1988:12 - 2001:6	Managed float/floating	Overnight interest rate
Malaysia	1985:1 - 2001:6	Managed float/fixed	3-month interbank rate
Philippines	1983:1 - 2001:6	Managed float/floating	3-month T-bill rate/ overnight RRP rate
Singapore	1980:1 - 2001:6	NEER targeting	3-month interbank rate
Taiwan	1989:7 - 2001:6	Managed float	91- to 180-day commercial paper rate
Thailand	1989:1 - 2001:6	Basket peg/floating	14-day repurchase rate

ผลการทดสอบ Impulse Response Function การดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวด โดยใช้อัตราดอกเบี้ยเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน พบว่าระดับผลผลิตของทุกประเทศลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ยกเว้นไต้หวันและเกาหลี ส่วนระดับราคาของทุกประเทศมีระดับราคาเพิ่มขึ้นขณะที่ประเทศสิงคโปร์และเกาหลีลดลงในช่วงแรก สำหรับตัวแปรอัตราดอกเบี้ยทุกประเทศเพิ่มขึ้นทันทีอย่างมีนัยสำคัญ คือ อัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นไม่รุนแรงอาจเนื่องมาจากมีอัตราเงินเฟ้อต่ำอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ประเทศฟิลิปปินส์และอินโดนีเซียอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นมาก อาจเนื่องมาจากทั้งสองประเทศมีระดับอัตราเงินเฟ้อที่สูง โดยผลของอัตราดอกเบี้ยของทุกประเทศที่เพิ่มขึ้นจะมีการตอบสนองในช่วงระยะเวลาสั้นๆ อย่างมีนัยสำคัญโดยประมาณ 6 เดือน ทำให้อุปสงค์ของเงินทุกประเทศลดลงในช่วงแรกขณะที่เกาหลีไม่เป็นไปตามทฤษฎีกล่าว คือ เมื่ออัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นอุปสงค์ของเงินของประเทศเกาหลีเพิ่มขึ้น ส่วนตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยนมีค่าแข็งขึ้นเมื่อเกิด Shock ได้แก่ ประเทศสิงคโปร์ ไทย เกาหลี มาเลเซีย ส่วนประเทศที่ค่าเงินอ่อนลงอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ ไต้หวัน อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ ซึ่งผลของการตอบสนองของตัวแปรระดับผลผลิตปริมาณเงิน อัตราดอกเบี้ย ของทุกประเทศเป็นไปตามทฤษฎี ส่วนความผิดปกติที่เกิดจากผลของการตอบสนองของอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ย มักพบได้จากงานศึกษาทั่วไปที่ใช้แบบจำลอง VAR หรืออาจเกิดจากการระบุผลกระทบ Shock ผิดพลาดที่เกิดจากผลกระทบจากวิกฤตการณ์การเงินในปี 1997 ดังนั้น Fung จึงได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมโดยแบ่งช่วงเวลาของการศึกษาเป็น 2 ช่วง คือ ก่อนวิกฤตการณ์การเงินเดือนกรกฎาคม 1997 และหลังวิกฤตการณ์การเงินเริ่มเดือนมกราคม 1998

ผลการศึกษาในช่วงก่อนวิกฤตการณ์การเงินปี 1997 พบว่าระดับผลผลิตทุกประเทศลดลงอย่างมีนัยสำคัญและมีความผันผวน โดยเฉพาะประเทศไต้หวัน อินโดนีเซีย สิงคโปร์ ระดับผลผลิตค่อยๆ ลดลงแสดงว่านโยบายการเงินส่งผลกระทบในระยะยาว สำหรับปริมาณเงินทุกประเทศลดลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยส่งผลกระทบทันทีในช่วง 2-3 เดือนแรกและส่งผลกระทบในระยะยาวเช่นกัน ส่วนตัวแปรนโยบายผลของการตอบสนองได้ผลใกล้เคียงกับกรณีการศึกษาเต็มช่วงเวลาโดยไม่รวมช่วงเวลาวิกฤตที่อัตราดอกเบี้ยจะอยู่ในระดับสูงทุกประเทศอัตราดอกเบี้ยจะเพิ่มขึ้นในระยะเวลาสั้นๆ แต่น้อยกว่ากรณีศึกษาเต็มช่วงเวลา สำหรับค่าเงินอ่อนค่าลงในประเทศมาเลเซีย ฟิลิปปินส์ เกาหลี ในช่วงแรก ซึ่งเกิดความผิดปกติอาจเกิดจากการระบุข้อจำกัดทำให้อัตราแลกเปลี่ยนไม่ตอบสนอง Shock ของนโยบายการเงิน ส่วนอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญโดยประมาณ 8 เดือน ในประเทศ ไทย สิงคโปร์ อินโดนีเซีย ไต้หวัน โดยผลของการศึกษาช่วงก่อนวิกฤตปี 1997 พบว่าประเทศไต้หวัน อินโดนีเซีย สิงคโปร์ ได้ผลเป็นไปตามทฤษฎี ส่วนประเทศ ไทย มาเลเซีย

เกาหลี ฟิลิปปินส์ พบว่าผลของระดับราคาและอัตราแลกเปลี่ยนให้ผลตรงข้ามกับทฤษฎี ในช่วงเวลาสั้นๆ เท่านั้น

ส่วนผลการศึกษาในช่วงหลังวิกฤตการณ์การเงินเริ่มศึกษาในเดือนมกราคม 1998 โดยศึกษาตัวแปร 4 ตัว ยกเว้นปริมาณเงิน พบว่าระดับผลผลิตลดลงหลังจากเกิด Shock ในประเทศไทย มาเลเซีย ได้หวั่น เกาหลี แต่เกาหลีและมาเลเซีย จะได้รับผลกระทบในระดับผลผลิตอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนระดับราคาลดลงในประเทศสิงคโปร์และมาเลเซีย ส่วนประเทศไทย ได้หวั่น เกาหลี ฟิลิปปินส์ อินโดนีเซีย เกิด Price Puzzle ส่วนระดับอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นทุกประเทศระหว่าง 2-6 เดือน ขณะที่อัตราแลกเปลี่ยนลดลงในประเทศไทย เกาหลี มาเลเซีย ประเทศที่เหลือมีอัตราแลกเปลี่ยนที่เพิ่มขึ้น

สรุปผลการศึกษาช่วงก่อนและหลังการเกิดวิกฤตการณ์การเงินของทั้ง 7 ประเทศ ช่วงก่อนวิกฤตพบว่าผลการศึกษาเป็นไปตามทฤษฎี ส่วนช่วงหลังวิกฤตผลการศึกษาไม่มีนัยสำคัญทางสถิติและไม่ได้ผลตรงตามทฤษฎีทางการเงิน มีเพียงประเทศสิงคโปร์ประเทศเดียวที่ให้ผลทั้งสองช่วงเวลาใกล้เคียงกัน ขณะที่ประเทศไทย มาเลเซีย ได้หวั่น อินโดนีเซีย เกาหลี ฟิลิปปินส์ พบว่าไม่ได้ผลตรงตามทฤษฎีทางการเงิน เนื่องจากแบบจำลองให้ผลการศึกษาที่ไม่ถูกต้อง อย่างแรกคือ Price Puzzle ที่เกิดในประเทศส่วนใหญ่อาจเกิดจากการขาดตัวแปรที่ธนาคารกลางควรให้ความสนใจเกี่ยวกับอัตราเงินเฟ้อโดย Commodity Price Index ไม่สามารถแก้ปัญหาดังกล่าวได้ ส่วนตัวแปรอื่นๆ ของประเทศสหรัฐอเมริกาที่ไม่สามารถแก้ปัญหาดังกล่าวได้ ส่วนการดำเนินนโยบายการเงินโดยใช้อัตราดอกเบี้ยอาจไม่ส่งผลกระทบในการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางเท่ากับตัวแปรอื่นและธนาคารกลางบางประเทศไม่ได้ใช้อัตราดอกเบี้ยเป็นเครื่องในการดำเนินนโยบายการเงินและการระบุข้อจำกัดในการวิเคราะห์อาจไม่มีความเหมาะสมกับการระบุผลกระทบในบางประเทศ ส่วนการศึกษาสัดส่วนของอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยของ 7 ประเทศ พบว่าประเทศไทยมีสัดส่วนของอัตราแลกเปลี่ยนสูงสุด แต่สัดส่วนของอัตราแลกเปลี่ยนมีน้อยอาจเนื่องมาจากธนาคารกลางให้ความสนใจกับอัตราแลกเปลี่ยนน้อยในการดำเนินนโยบายการเงิน โดยให้ความสำคัญในการรักษเสถียรภาพของอัตราดอกเบี้ยมากกว่า

Hwee Kwan Chow (2004) ศึกษาผลกระทบของการส่งผ่านของนโยบายการเงินของประเทศสิงคโปร์ ทำการวิเคราะห์ด้วยวิธี Vector Autoregressive (VAR) โดยใช้อัตราแลกเปลี่ยนเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน โดยการใช้ Shock ของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (Effective Exchange Rate) ในการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางของประเทศสิงคโปร์ (Monetary Authority of Singapore : MAS) วัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการส่งผ่านของนโยบายการเงินของประเทศสิงคโปร์ ส่วนตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลองประกอบด้วย ตัวแปรภายใน ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยนถ่วงน้ำหนักทางการค้า อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารระยะ 3 เดือน ดัชนีราคาผู้บริโภค

ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ส่วนตัวแปรภายนอก ได้แก่ ดัชนีราคาน้ำมันในตลาดโลก อัตราดอกเบี้ยธนาคารกลางประเทศสหรัฐอเมริกา (US Federal Funds Rate) และผลผลิตของประเทศสหรัฐอเมริกา ผลการศึกษา Impulse Response Function พบว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศสิงคโปร์เพิ่มขึ้น ค่าเงินแข็งค่าขึ้น การนำเข้าเพิ่มขึ้น ส่งออกลดลง ส่งผลทำให้ความสามารถในแข่งขันทางการค้าลดลง ทำให้ระดับผลผลิตลดลง ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ส่วนระดับราคามีการตอบสนองต่อ Shock จากอัตราแลกเปลี่ยนค่อนข้างมาก ในขณะที่เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้นจะทำให้อัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นในระดับไม่มีนัยสำคัญ อาจเกิดจากการแทรกแซงค่าเงินจากธนาคารกลางของประเทศสิงคโปร์ เพื่อรักษาระดับความสมดุลของอัตราดอกเบี้ยและผลการศึกษา Variance Decomposition พบว่าเมื่อเกิด Shock จากอัตราแลกเปลี่ยนจะส่งผลกระทบต่อระดับผลผลิตภายในประเทศมาก ส่วน Shock จากอัตราดอกเบี้ยพบว่าส่งผลกระทบต่อระดับผลผลิตในประเทศน้อย และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนความแปรปรวนของระดับราคาจะมีผลต่อ Shock จากตัวมันเองสูงสุดถึง 90% อาจมีสาเหตุมาจากราคาสินค้าในประเทศขึ้นอยู่กับระดับอัตราเงินเฟ้อจากสินค้านำเข้าจากต่างประเทศมากกว่า ส่วนอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยจะมีผลกระทบต่อระดับราคาน้อยมาก แสดงให้เห็นว่าช่องอัตราแลกเปลี่ยนมีบทบาทมากกว่าอัตราดอกเบี้ย นอกจากนี้ Chow ยังได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมในส่วนของอัตราดอกเบี้ย พบว่าอัตราดอกเบี้ยไม่เป็นช่องทางที่สำคัญภายใต้การใช้อัตราแลกเปลี่ยนเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน



บทที่ 4

ระเบียบวิธีวิจัย

การศึกษาผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินต่อภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทย แบ่งเป็น 3 ส่วน คือ 1) ข้อมูลและตัวแปร 2) เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย และ 3) การวิเคราะห์ข้อมูล เพื่อนำไปสู่การวิเคราะห์ผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินต่อภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทยภายหลังการใช้นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. ข้อมูลและตัวแปร

การศึกษานี้เป็นการศึกษาเฉพาะผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงิน 4 ช่องทาง คือ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ช่องทางราคาสินทรัพย์ ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ช่องทางสินเชื่อ โดยมีตลาดที่สำคัญของระบบเศรษฐกิจ 4 ตลาด ซึ่งแต่ละตลาดจะแทนช่องทางในการส่งผ่านนโยบายการเงิน โดยตลาดเงิน คือ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ตลาดทุน คือ ช่องทางราคาสินทรัพย์ ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ คือ ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ คือ ช่องทางสินเชื่อ โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) แบบอนุกรมเวลา (Time Series) รายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 ถึงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2556 รวม 53 ไตรมาส โดยใช้อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Policy Rate) เป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน ซึ่งจะช่วยให้เข้าใจผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินต่อภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทยภายหลังการใช้นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อในเชิงลึกได้มากขึ้นและสามารถวิเคราะห์แนวโน้มในอนาคตได้อย่างถูกต้อง ตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์มหภาคที่นำมาใช้ในการศึกษาดังนี้

ลำดับ	ตัวแปรที่นำมาใช้ในการศึกษา	แหล่งที่มาของข้อมูล
1	อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Policy Rate : PR) (ประกาศใช้โดย กนง.)	ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.)
2	อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (Time Deposit Rate (3 Months) : RD)	
3	ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index : SET)	
4	ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (Real Effective Exchange Rate : REER)	
5	อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจาก ลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (Minimum Loan Rate : MLR)	
6	อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core Inflation : INF)	สำนักดัชนีเศรษฐกิจ การค้า กระทรวงพาณิชย์

2. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษานี้ได้เลือกใช้แบบจำลอง Vector Auto Regressive (VAR) โดยทำการศึกษาการส่งผ่านนโยบายการเงินจากแบบจำลอง VAR (ดังสมการที่ 4.1) ที่ได้ โดยการกระตุ้นเศรษฐกิจด้วยการปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Policy Rate : PR) เพื่อศึกษาผลการตอบสนองของตัวแปรขึ้นกลางในแต่ละช่องทางว่ามีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างไร โดยเครื่องมือที่ใช้ประมาณการร่วมกับแบบจำลอง VAR ดังนี้

1. Unit Root Test เพื่อทดสอบว่าตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในแบบจำลองมีคุณสมบัติความนิ่ง (Stationary) หรือไม่ โดยวิธี Augmented Dickey - Fuller Test (ADF-Test) และวิธี Phillips - Perron Test (PP-Test)

2. ทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Co-integration Test) ของตัวแปรต่างๆ ในแบบจำลองว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงดุลยภาพระยะยาวหรือไม่ โดยใช้วิธีของ Johansen (1988)

3. การวิเคราะห์ปฏิกิริยาการตอบสนองต่อความแปรปรวน (Impulse Response Function)

4. การวิเคราะห์โดยแยกส่วนประกอบของความแปรปรวน (Variance Decomposition)

3. การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษานี้แบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลเป็น 2 วิธี คือ 1) การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Description Analysis) และ 2) การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) ดังนี้

3.1 การวิเคราะห์เชิงพรรณนา ได้กล่าวถึงการดำเนินนโยบายการเงินในรูปแบบต่างๆ ได้แก่ การดำเนินนโยบายการเงินแบบการตั้งเป้าหมายอัตราแลกเปลี่ยน การตั้งเป้าหมายปริมาณเงิน การตั้งเป้าหมายหลายอย่างประกอบกันและการตั้งเป้าหมายเงินเฟ้อ นอกจากนี้ยังกล่าวถึงกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน 5 ช่องทาง ได้แก่ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ช่องทางราคาสินทรัพย์ ช่องทางสินเชื่อ ช่องทางการคาดการณ์และกล่าวถึงสภาพทั่วไปของตลาดต่างๆ (เป้าหมายชั้นกลาง) ซึ่งเป็นช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงิน จำนวน 4 ตลาด ได้แก่ ตลาดเงิน ตลาดทุน ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ ตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ ทั้งนี้ก็นำไปสู่การวิเคราะห์ผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินต่อภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทย ภายหลังจากใช้นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ

3.2 การวิเคราะห์เชิงปริมาณ แบ่งการศึกษาออกเป็น 4 ส่วนดังนี้

3.2.1 แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) เป็นแนวคิดของ Christopher A. Sims ซึ่งเสนอเป็นครั้งแรกใน ค.ศ. 1980 โดยได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวางในฐานะที่เป็นแบบจำลองทางเศรษฐมิติที่ใช้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่างๆ โดยไม่ทราบรูปแบบความสัมพันธ์ของตัวแปรมาก่อนล่วงหน้าแต่ใช้ข้อมูลในอดีตของตัวแปรเหล่านั้นมาหาความสัมพันธ์กัน โดยตัวแปรภายใน (Endogenous Variable) หนึ่งตัวจะขึ้นอยู่กับค่าในอดีตของตัวเองและตัวแปรภายในตัวอื่นๆ และค่าในปัจจุบันของตัวแปรภายนอก เนื่องจากไม่ทราบรูปแบบความสัมพันธ์ของตัวแปรมาก่อนล่วงหน้า ส่วนการประมาณค่าในลักษณะสมการลดรูปและกำหนดให้ตัวแปรทุกตัวเป็นปัจจัยภายใน ซึ่งจะสามารถหลีกเลี่ยงปัญหาการกำหนดตัวแปรภายนอก - ภายในที่ไม่สอดคล้องหรือไม่มีทฤษฎีรองรับตามแนวคิดดั้งเดิมของสำนักคลาสสิก ส่วนเครื่องมือหรือวิธีการที่ต้องใช้ประมาณการร่วมกับแบบจำลอง VAR ได้แก่ วิธี Co-integration วิธีการวิเคราะห์แบบ Impulse Response Function และวิธี Variance Decomposition ซึ่งเครื่องมือเหล่านี้จะนำผลที่ได้จากแบบจำลอง VAR ไปทดสอบต่อจะช่วยให้สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรและการพยากรณ์ผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรในแบบจำลองได้ชัดเจนขึ้น (อภิญา วนเศรษฐ , 2553) สมการ VAR สามารถแสดงได้ดังนี้

$$Y_t = \mu + \sum_{i=1}^p \phi_i Y_{t-i} + \mu_t, \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (4.1)$$

$$\mu_t = R \varepsilon_t \quad p \geq 1 \text{ และ } 1 \leq i \leq p$$

โดยที่	Y_t	=	เวกเตอร์ที่กำลังศึกษา
	μ	=	เวกเตอร์ของ Intercept Term
	ϕ_i	=	เวกเตอร์ของสัมประสิทธิ์
	ε_t	=	เวกเตอร์ของ Error Term
	R	=	ตัวไม่รู้ค่าที่เป็น Fixed Non Singular เมตริกซ์
	i	=	1, 2, 3, ..., p
	ε_t	\sim iid N (0,I),	t = 1,2,...,T

การเลือกความล่าช้าที่เหมาะสม (Optimal Lag Length)

เนื่องจากคุณสมบัติของแบบจำลอง VAR ยังมีข้อจำกัดในเรื่องปัญหาการเลือกช่วงเวลาที่เหมาะสม (Optimal Lags) ของแบบจำลองและปัญหาการพิจารณาการเลือกว่าช่วงเวลาของความล่าช้าสมควรเท่ากันทุกตัวแปรหรือไม่ ซึ่งการสร้างแบบจำลอง VAR ค่าของตัวแปรหนึ่งจะถูกกำหนดจากค่าในอดีต (Lagged Values) หรือค่าความล่าช้าของตัวเองและของตัวแปรอื่นๆ การเลือกค่าความล่าช้าที่เหมาะสม (Optimal Lag Length) หรือค่า n ที่มีค่าน้อยหรือมากเกินไปจะทำให้การกำหนดสมการผิดพลาด ทำให้ค่าสถิติที่ประมาณได้ไม่น่าเชื่อถือ ดังนั้นจึงต้องการเลือกค่าความล่าช้าที่เหมาะสม (Optimal Lag Length) มาเป็นตัวชี้วัด ซึ่งในการศึกษานี้ได้ใช้วิธี Akaike Information Criteria (AIC) หรือ Schwartz Bayesian Criteria (SBC หรือ SC) สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$AIC = T \log |\Sigma| + 2N \quad (4.2)$$

$$SBC \text{ หรือ } SC = T \log |\Sigma| + \log N |T| \quad (4.3)$$

โดยที่	T	=	จำนวนข้อมูลทั้งหมด
	$ \Sigma $	=	ค่า Determinant ของค่าความแปรปรวนและความแปรปรวนร่วมของค่าคลาดเคลื่อน
	N	=	จำนวนของค่าสัมประสิทธิ์ทั้งหมดที่ต้องประมาณค่า

การประมาณค่าแบบจำลอง VAR รูปแบบมาตรฐานที่ใช้ค่าความล่าช้า (Lag) ต่างๆ กัน โดยเลือกเอาจำนวนความล่าช้าที่ให้ค่า AIC หรือ SC ต่ำสุด การที่เลือกค่า AIC หรือ SC ต่ำสุด เนื่องจากเมื่อจำนวนความล่าช้าสูงขึ้นจะทำให้ $|\Sigma|$ ลดลงและ N สูงขึ้นส่งผลให้ Degree of Freedom ลดลง ดังนั้นจึงเลือกค่า AIC หรือ SC ต่ำสุดเนื่องจากมีความแปรปรวนและความแปรปรวนร่วมน้อย มีจำนวนของตัวแปรและจำนวน Lag น้อยและสุดท้ายมีจำนวนข้อมูลในการประมาณค่ามากขึ้น ซึ่งหมายถึงการเพิ่มตัวแปรหรือ Lag เข้าไปในแบบจำลองจะไม่ทำให้ค่าเกณฑ์เหล่านี้ลดลงอีก (วรุณยุพา เอี่ยมจ้อย , 2548)

3.2.2 ทดสอบคุณสมบัติความนิ่งของข้อมูล (Unit Root Test) การศึกษานี้ใช้ข้อมูลในการประมาณค่าเป็นข้อมูลอนุกรมเวลา ซึ่งข้อมูลอนุกรมเวลาทางเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่จะเปลี่ยนแปลงไปตามเวลาในลักษณะเพิ่มขึ้น ซึ่งจะทำให้การกำหนดแบบจำลองที่เหมาะสมเป็นไปได้ยาก เพราะมีอิทธิพลของเวลาเข้ามาเกี่ยวข้องและตัวแปรส่วนใหญ่มักมีความสัมพันธ์กัน ทำให้ชุดข้อมูลมีคุณสมบัติไม่นิ่งหรือการมีค่าเฉลี่ยไม่เท่ากันในแต่ละช่วงเวลาและถ้าตัวแปรที่ใช้ในการประมาณค่าในแบบจำลองมีลักษณะไม่นิ่ง จะทำให้เกิดปัญหาความสัมพันธ์ที่ไม่จริง (Spurious Regression) หรือตัวแปรไม่สัมพันธ์กัน ดังนั้นก่อนที่จะนำข้อมูลอนุกรมเวลามาวิเคราะห์ จึงต้องตรวจสอบว่าตัวแปรที่ใช้ในการศึกษามีคุณสมบัตินิ่งหรือไม่ ทั้งนี้เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาที่เกิดจากการนำข้อมูลที่มีลักษณะไม่นิ่งมาใช้ในแบบจำลอง ในการศึกษานี้เลือกทดสอบโดยใช้วิธี Augment Dickey - Fuller Test (ADF-Test) ที่เสนอ โดย Dickey and Fuller (1979 ,1981) และวิธี Phillips - Perron Test (PP-Test) ที่เสนอ โดย Phillips and Perron (1988) ถ้าผลการทดสอบพบว่าข้อมูลอนุกรมเวลาของตัวแปรที่นำมาใช้ในการศึกษานี้เป็น Stationary นั่นคือ ค่าของตัวแปรข้อมูลอนุกรมเวลาในอดีต Stochastic Process ต้องคงที่ตลอดช่วงเวลา ซึ่งข้อมูลอนุกรมเวลาของตัวแปรจะมีคุณสมบัติ Stationary เมื่อ (นภาพร แซ่เตียว , 2550)

$$1. \text{Mean} : E(Y_t) = E(Y_{t+m}) = \mu_x$$

คือ ค่าเฉลี่ยมีค่าคงที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามเวลา

$$2. \text{Variance} : \text{Var}(Y_t) = \text{Var}(Y_{t+m}) = \sigma_x^2$$

คือ ค่าความแปรปรวนมีค่าคงที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามเวลา

$$3. \text{Covariance} : \text{Cov}(Y_t, Y_{t+m}) = \text{Cov}(Y_t, Y_{t+k+m}) = \gamma_k$$

คือ ความแปรปรวนร่วมมีค่าคงที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามเวลา

โดยค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าความแปรปรวน (Variance) และค่าความแปรปรวนร่วม (Covariance) จะเข้าใกล้ค่าคงที่ค่าหนึ่งหรือเข้าหาคูขี้หอม ซึ่งอาจมีความผันผวนจากคูขี้หอมเป็นการชั่วคราวและมีแนวโน้มกลับมาสู่คูขี้หอมเดิม หากคุณสมบัติดังกล่าวเปลี่ยนแปลงไปตลอดช่วงเวลา ข้อมูลนั้นก็จะเป็น Non-Stationary หรือไม่

การทดสอบ Stationary โดยวิธีของ Dickey and Fuller (DF) ซึ่งสามารถทำได้โดยการประมาณการแบบจำลอง Autoregressive ดังนี้

$$y_t = \rho y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4.4)$$

โดยที่ y_t = ตัวแปรที่ต้องการศึกษาซึ่งถูกกำหนดโดยตัวแปรที่เป็นของตัวมันเองในช่วงเวลาที่ y_{t+1}

$$\rho = \text{สัมประสิทธิ์ของตัวแปร } y_{t+1}$$

$$\varepsilon_t = \text{Error Term}$$

การทดสอบ Stationary จะทดสอบสัมประสิทธิ์ตัวแปรความล่าช้าของอนุกรมเวลา (ρ) โดยมีเงื่อนไขดังนี้

$$|\rho| \geq 1 \quad \text{แสดงว่า } y_t \text{ มีลักษณะเป็น Non-Stationary}$$

$$|\rho| < 1 \quad \text{แสดงว่า } y_t \text{ มีลักษณะเป็น Stationary}$$

โดยสมมติฐาน (Null Hypothesis) ในการทดสอบ คือ

$$H_0 : \rho = 1 \quad \text{ชุดข้อมูลมีคุณสมบัติไม่นิ่ง}$$

$$H_1 : \rho < 1 \quad \text{ชุดข้อมูลมีคุณสมบัตินิ่ง}$$

การทดสอบ Unit Root นี้สามารถทำได้ในรูปแบบหนึ่งโดยเปลี่ยนสมการที่ 4.4 ดังนี้

$$y_t = (1+\theta)y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4.5)$$

จากสมการ 4.5 จะได้

$$\Delta y_t = \theta y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4.6)$$

โดยที่ $\rho = (1+\theta)$

$$\Delta = \text{ผลต่างอันดับที่หนึ่ง } (\Delta y_t = y_t - y_{t-1})$$

โดยสมมติฐาน (Null Hypothesis) ในการทดสอบคือ

$$H_0 : \theta = 1 \quad \text{ชุดข้อมูลมีคุณสมบัติไม่นิ่ง}$$

$$H_1 : \theta < 1 \quad \text{ชุดข้อมูลมีคุณสมบัตินิ่ง}$$

ถ้า y_t มีลักษณะเป็นแนวเดินเชิงสุ่มซึ่งมีความโน้มเอียงทั่วไปรวมอยู่ด้วย (Random Walk With Drift) เราสามารถเขียนแบบจำลอง ดังนี้

$$\Delta y_t = \alpha + \theta y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4.7)$$

ถ้า y_t มีลักษณะ Random Walk With Drift และมีแนวโน้มตามเวลาเชิงเส้น (Linear Time Trend) รวมอยู่ด้วยเราสามารถเขียนแบบจำลอง ดังนี้

$$\Delta y_t = \alpha + \beta t + \theta y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4.8)$$

โดยที่ $t =$ เวลา

กล่าวโดยสรุป Dickey and Fuller ได้พิจารณาสมการถดถอยจำนวน 3 รูปแบบ (คือ สมการที่ 4.6 - 4.8) ในการทดสอบว่ามี Unit Root หรือไม่

โดยพารามิเตอร์ที่อยู่ในสมการที่ 4.6 - 4.8 คือ θ โดยที่สมมติฐาน คือ $H_0 : \theta = 1$ จะมี Unit Root (ชุดข้อมูลมีคุณสมบัติไม่นิ่ง) และ $H_1 : \theta < 1$ (ชุดข้อมูลมีคุณสมบัตินิ่ง)

จากการทดสอบ Unit Root ด้วยวิธีของ Dickey and Fuller มีจุดอ่อน คือ ถ้าเกิดปัญหาตัวรบกวน (White-Noise) เกิดปัญหา Autocorrelation ทำให้เกิดความสัมพันธ์ที่ไม่แท้จริง ดังนั้น Dickey and Fuller ใช้วิธีแก้ปัญหาด้วยการเพิ่มค่าคงที่ (α) Time Trend (T) และตัวแปรในรูป Lag เข้าไปเป็นตัวแปรอธิบายในการอธิบาย Δy_t ในสมการดังนี้

$$\Delta y_t = \theta y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \phi \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (4.9)$$

$$\Delta y_t = \alpha + \theta y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \phi \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (4.10)$$

$$\Delta y_t = \alpha + \beta t + \theta y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \phi \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (4.11)$$

โดยที่ α	=	ค่าคงที่
β	=	สัมประสิทธิ์ของ Time Trend
t	=	Time Trend
$\sum_{i=1}^p y_{t-i}$	=	ผลกระทบของ Autocorrelation ของ y_t ลำดับที่สูงกว่า
ε_t	=	ค่าความคลาดเคลื่อน
p	=	จำนวน Lag ที่ทำให้ Error Term ไม่เกิดปัญหา Autocorrelation

จำนวนของ Lagged Difference Terms ที่จะนำเข้ามารวมในสมการนั้นจะมีมากพอที่ทำให้พจน์ค่าความคลาดเคลื่อน (Error Term) มีลักษณะเป็น Serially Independent และเมื่อนำเอาการทดสอบ Dickey - Fuller มาใช้กับสมการที่ 4.9 - 4.11 จะเรียกการทดสอบนี้ว่า Augmented Dickey - Fuller Test (ADF-Test) ซึ่งค่าสถิติที่ใช้ในการทดสอบจะมีการแจกแจงเหมือนกับสถิติ DF ดังนั้นเราสามารถใช้อัตถิติแบบเดียวกันได้

3.2.3 การทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว (Co-integration Test) การที่ข้อมูลอนุกรมเวลาส่วนมากมักจะมีลักษณะไม่นิ่ง คือ ค่าเฉลี่ยและค่าความแปรปรวนไม่คงที่และเปลี่ยนแปลงไปตามกาลเวลา ทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของสมการมีความสัมพันธ์ที่ไม่แท้จริง (Spurious Regression) ซึ่งสังเกตได้จากค่าสถิติ เช่น ค่า T-Statistic จะไม่เป็นการแจกแจงที่เป็นมาตรฐานและค่า R^2 ที่สูง ในขณะที่ค่า Durbin-Watson (DW) Statistic อยู่ในระดับต่ำ แสดงให้เห็นถึง High Level of Autocorrelated Residuals จึงเป็นการยากที่จะยอมรับได้ในทางเศรษฐศาสตร์ ดังนั้นวิธีการทดสอบ Co-integration ของ Johansen (1988) จึงเป็นวิธีที่จะจัดการกับข้อมูลที่มีลักษณะ Non-Stationary ได้ซึ่งเป็นวิธีการทดสอบที่ได้รับความนิยมใช้กันอย่างแพร่หลายในปัจจุบัน เพื่อที่ว่าตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์ต่างๆ มีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวตามที่ระบุไว้ในทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์หรือไม่และเป็นวิธีที่พัฒนามาจากวิธีการประมาณการแบบ Maximum Likelihood สามารถประยุกต์ใช้กับแบบจำลองที่มีตัวแปรมากกว่า 2 ตัวแปรขึ้นไปและสามารถทดสอบหาจำนวน Co-integration Vectors ได้พร้อมๆ กัน โดยไม่ต้องระบุก่อนว่าตัวแปรใดเป็นตัวแปรภายนอกและตัวแปรใดเป็นตัวแปรภายใน การศึกษาในครั้งนี้จะใช้เทคนิคการประมาณการและการทดสอบของ Johansen ในการทดสอบ Co-integration ของข้อมูลอนุกรมเวลาของตัวแปรที่นำมาศึกษาในแบบจำลอง จากสมการ Vector Autoregressive Model (VAR Model) สามารถเขียนในรูปสมการได้ดังนี้

$$y_t = A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \dots + A_n y_{t-n} + \mu_t \quad (4.12)$$

โดยที่

$$y_t = \text{เวกเตอร์ที่กำลังศึกษา}$$

$$\mu_t = \text{เวกเตอร์ของ Intercept Term}$$

$$A_1 \dots A_n = \text{เมทริกซ์ขนาด } k \times r$$

เนื่องจากตัวแปร y_t ในที่นี้ กำหนดให้เป็นตัวแปร Non Stationary ดังนั้นเราจึงสร้างให้เป็นตัวแบบสมการพลวัต ด้วยการจัดรูปแบบทางคณิตศาสตร์ใหม่บางประการดังสมการดังนี้

$$\Delta y_t = (A_1 - I) \Delta y_{t-1} + (A_1 + A_2 - I) y_{t-2} + \dots + A_n y_{t-n} + \mu_t \quad (4.13)$$

ด้วยการดำเนินการคล้ายคลึงซ้ำๆ กันจะได้ว่า

$$\Delta y_t = \Pi_1 \Delta y_{t-1} + \Pi_2 \Delta y_{t-2} + \dots + \Pi_{n-1} y_{t-n} + \mu_t \quad (4.14)$$

$$\sum_{i=1}^{n-1} \Pi_i \Delta y_{t-i} + \Pi y_{t-n} + \mu_t \quad (4.15)$$

โดยที่

$$\Pi_i = -(I - \sum_{j=1}^i A_j) \quad , \quad \Pi_0 = -(I - \sum_{i=1}^n A_i)$$

คุณสมบัติของความสัมพันธ์ของระบบตัวแบบนี้ในระยะยาวจะสามารถอธิบายอยู่ในตัวพารามิเตอร์ Π เมทริกซ์ ซึ่งจะสามารถเกิดขึ้นได้ใน 3 กรณีดังนี้

1. Rank (Π) = 0 แสดงว่า ระบบนี้เป็นระบบของตัวแปรที่เป็น Non Stationary Series และไม่เกิด Co-integration เกิดขึ้นระหว่างตัวแปรในระบบ ในที่นี้จะใช้ความสัมพันธ์ของ First Difference ของตัวแปรเหล่านั้น

2. Rank (Π) = m เมื่อ m คือ จำนวนตัวแปรในระบบนี้ ดังนั้นระบบนี้จึงเป็นระบบของตัวแปรที่เป็น Non Stationary Series และระบบนี้เป็นจำนวน Rank เต็ม (Full Rank) และเกิด Co-integrating Vector จำนวน m Vectors

3. Rank (Π) = $k < m$ แสดงว่า ระบบนี้เป็นระบบของตัวแปรที่เป็น Non Stationary Series และเกิดมีจำนวน Co-integrating Vector จำนวนเท่ากับ k Vectors

วิธี Co-integration ตามแนวทางของ Johansen ตั้งอยู่บนข้อเท็จจริงทางคณิตศาสตร์ที่ว่า Rank (Π) จะเท่ากับจำนวน Characteristic Root ที่ไม่เท่ากับศูนย์ ในขณะที่วิธีการทดสอบทางสถิติถึงจำนวนของ Characteristic Root ดังกล่าว จะมีค่าแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่นั้น ใช้สถิติ ดังนี้

$$\lambda_{\text{trace}}(k) = -T \sum_{i=k+1}^m \ln(1 - \hat{\lambda}_i) \quad (4.16)$$

หรือ

$$\lambda_{\text{max}}(k, k+1) = -T \sum_{i=k+1}^m \ln(1 - \hat{\lambda}_{k+1}) \quad (4.17)$$

โดยมีสมมติฐานในการทดสอบสำหรับกรณีที่ใช้ λ_{trace} คือ H_{0a} และกรณีที่ใช้ λ_{max} คือ H_{0b} ดังนี้

H_{0a} : อย่างมากที่สุดเกิด Co-integrating Vector อยู่จำนวน k Vectors (Alternative Hypothesis คือ มีมากที่สุด $k - 1$ Vectors)

ในการทดสอบด้วย λ_{trace} นี้จะต้องเริ่มต้นจากการทดสอบเริ่มที่จำนวน Co-integrating Vector อย่างมากที่สุดเท่ากับ 0 ก่อน หากสามารถปฏิเสธได้ ก็จะทดสอบต่อในจำนวนที่สูงขึ้นไปเรื่อยๆ จนไม่สามารถปฏิเสธได้

H_{0b} : อย่างน้อยที่สุดเกิด Co-integrating Vector อยู่จำนวน ไม่ต่ำกว่า k Vectors (Alternative Hypothesis คือ มีมากที่สุด $k + 1$ Vectors) (ไพทอร์ย์ ไกรพรศักดิ์ , 2554)

3.2.4 การวิเคราะห์ปฏิกริยาการตอบสนองต่อความแปรปรวน (Impulse Response Function : IRF) เป็นการวิเคราะห์หาผลกระทบในเชิงพลวัตของการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลัน (Shock) ที่เกิดขึ้นกับตัวแปรใดตัวแปรหนึ่งในระบบสมการและจะส่งผลกระทบต่อเนื่องต่อตัวแปรอื่นๆ ในระบบสมการทั้งหมดในช่วงเวลาเดียวกันและช่วงเวลาอื่นๆ ในอนาคต ในการศึกษานี้จะเป็นการวิเคราะห์การตอบสนองต่อความแปรปรวน (IRF) ในตัวแปรซึ่งเป็นเครื่องมือนโยบายการเงิน คือ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Policy Rate : PR) เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลัน (Shock) จะมีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงต่ออัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (Time

Deposit Rate (3 Months) : RD) ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index : SET) ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (Real Effective Exchange Rate : REER) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้แบบมีระยะเวลาที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (Minimum Loan Rate : MLR) และสุดท้ายคือ ตัวแปรเป้าหมาย (Target Variable) ระดับอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core Inflation : INF) ในทิศทางใด ซึ่ง IRF สามารถบอกทิศทางและปริมาณการใช้นโยบายการเงินและการวิเคราะห์ผลที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลัน (Shock) จะส่งผลกระทบต่อตัวแปรในแบบจำลองอย่างไร ซึ่งการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรสามารถวัดได้ในรูปของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน One Standard Deviation ซึ่งแสดงถึงการตอบสนองทันทีของระบบสมการเมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลัน (Innovation) 1 หน่วย

ดังนั้นเมื่อการวิเคราะห์แบบจำลอง VAR Model ไม่สามารถวิเคราะห์สัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประมาณค่าได้ จึงต้องใช้วิธีการทดสอบปฏิกริยาการตอบสนองต่อความแปรปรวน (Impulse Response Function : IRF) มาช่วยในการวิเคราะห์ ซึ่งเป็นวิธีที่ใช้แนวคิด Moving Average เพื่อดูการเคลื่อนไหวของตัวแปรที่เป็นข้อมูลอนุกรมเวลา ซึ่งแบบจำลอง VAR จะใช้คุณสมบัติ Stability ของแบบจำลอง ส่วนการเขียนแบบจำลองให้อยู่ในรูปของ (Vector Moving Average : VMA) ดังสมการที่ 4.18 ต่อจากนั้นหาค่าตัวทวีของผลกระทบ (Impact Multipliers) ($\phi_{ij}(i)$) ของค่าความผิดพลาด (ε_i) ในแบบจำลอง VMA ในแต่ละช่วงเวลาและนำตัวคูณนั้นมา Plot กราฟเทียบกับเวลาจะได้ปฏิกริยาการตอบสนองต่อความแปรปรวน (Impulse Response Function : IRF) ซึ่งจะสามารถทำการวิเคราะห์ผลกระทบในตัวแปรหนึ่ง ต่ออีกหนึ่งตัวแปรหนึ่งในแต่ละช่วงเวลาได้ จะสามารถบอกทิศทางขนาดและแนวโน้มของการเปลี่ยนแปลงของผลกระทบในแต่ละช่วงเวลาได้ (ปิยะวงศ์ ปัญจะเทวศุปต์, 2552) ดังนี้

$$\begin{pmatrix} y_t \\ x_t \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \bar{y}_t \\ \bar{x}_t \end{pmatrix} + \sum_{i=1}^{\infty} \begin{pmatrix} \phi_{11}(i) & \phi_{12}(i) \\ \phi_{21}(i) & \phi_{22}(i) \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \varepsilon_{y^{t-i}} \\ \varepsilon_{x^{t-i}} \end{pmatrix} \quad (4.18)$$

โดยที่	y_t	=	เวกเตอร์ที่กำลังศึกษา
	x_t	=	เวกเตอร์ที่กำลังศึกษา
	\bar{y}	=	ค่าเฉลี่ยของเวกเตอร์ที่กำลังศึกษา
	\bar{x}	=	ค่าเฉลี่ยของเวกเตอร์ที่กำลังศึกษา
	ϕ_{ij}	=	ค่าตัวทวีของผลกระทบ (Impact Multipliers)
	ε_i	=	เวกเตอร์ของค่าคลาดเคลื่อน

3.2.5. การวิเคราะห์โดยแยกส่วนประกอบของความแปรปรวน (Variance Decomposition : VD) จากการวิเคราะห์ Impulse Response Function เป็นการวิเคราะห์ตัวแปรที่ศึกษาแบบเป็นคู่ เนื่องจากสัมประสิทธิ์ของค่าความผิดพลาด (\mathcal{E}_i) ที่คำนวณได้เป็นค่าที่เกิดจาก Error ของตัวแปรเดียว ส่วนการวิเคราะห์โดยแยกส่วนประกอบของความแปรปรวน (VD) เป็นวิธีการวิเคราะห์ภาพรวมของตัวแปรในระบบสมการ โดยใช้แบบจำลอง (Vector Moving Average : VMA) ที่ได้จากการหา Impulse Response Function จะทำให้สามารถพยากรณ์ภาพรวมของตัวแปรในระบบสมการได้ดังสมการที่ 4.19 ต่อจากนั้นหาความแปรปรวนของตัวแปรที่พยากรณ์ดังสมการที่ 4.20 ดังนี้

$$\chi_{t+n} = \bar{\chi} + \sum_{i=1}^{n-1} \phi_{21(i)} \mathcal{E}_{y_{t+n-i}} + \sum_{i=1}^{n-1} \phi_{22(i)} \mathcal{E}_{\chi_{t+n-i}} \quad (4.19)$$

$$\sigma_{\chi}^2(n) = \sum_{i=1}^{n-1} \phi_{21(i)}^2 \sigma_y^2 + \sum_{i=1}^{n-1} \phi_{22(i)}^2 \sigma_{\chi}^2 \quad (4.20)$$

โดยที่

- χ_{t+n} = เวกเตอร์ของตัวแปรที่ศึกษา
- ϕ = ค่าตัวทวีของผลกระทบ (Impact Multipliers)
- \mathcal{E}_i = เวกเตอร์ของค่าคลาดเคลื่อน
- σ_{χ}^2 = ค่าความแปรปรวนของตัวแปรที่ศึกษา

จากสมการที่ 4.20 เป็นการหาความแปรปรวนของตัวแปรที่พยากรณ์ประกอบด้วยความแปรปรวนของตัวแปรอื่นที่พยากรณ์พร้อมๆ กันรวมทั้งของตัวแปรที่พยากรณ์และเมื่อทำการคิดคำนวณสัดส่วนของความแปรปรวนในแต่ละตัวแปรแล้ว จึงนำมาทำการเปรียบเทียบกับความแปรปรวนทั้งหมดที่ได้จากการพยากรณ์ จะได้ผลของการวิเคราะห์โดยแยกส่วนประกอบของความแปรปรวน (Variance Decomposition : VD) ที่สามารถนำมาใช้วิเคราะห์สัดส่วนของผลกระทบจากตัวแปรในระบบที่มีต่อตัวแปรหนึ่งได้ (ปิยะวงศ์ ปัญจะเทวศุภต์, 2552)

บทที่ 5

ผลการศึกษา

การศึกษาผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินต่อภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทยภายหลังจากการใช้นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ ใช้แบบจำลอง VAR ในการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแบบจำลองที่ส่งผลกระทบต่อภาวะเงินเฟ้อและเปรียบเทียบความสำคัญของแต่ละช่องทางในการส่งผ่านของนโยบายการเงิน โดยใช้ข้อมูลทศวรรษอนุกรมเวลา (Time Series Data) แบบรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 ถึงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2556 รวม 53 ไตรมาส โดยใช้อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Policy Rate) เป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน ในส่วนของผลการศึกษาจะนำเสนอผลการทดสอบแต่ละขั้นตอนดังนี้

- ตอนที่ 1 ผลการทดสอบคุณสมบัติความนิ่งของข้อมูล (Unit Root Test) โดยวิธี Augmented Dickey - Fuller Test และวิธี Phillips - Perron Test
 - ตอนที่ 2 ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Co-integration Test) โดยวิธีของ Johansen
 - ตอนที่ 3 ผลการทดสอบปฏิกริยาการตอบสนองต่อความแปรปรวน (Impulse Response Function : IRF)
 - ตอนที่ 4 ผลการทดสอบการวิเคราะห์โดยแยกส่วนประกอบของความแปรปรวนของอัตราเงินเฟ้อ (Variance Decomposition : VD)
- จากการวิเคราะห์โดยแบบจำลอง VAR มีขั้นตอนและได้ผลการศึกษา ดังนี้

ตอนที่ 1 ผลการทดสอบคุณสมบัติความนิ่งของข้อมูล (Unit Root Test)

การทดสอบคุณสมบัติความนิ่งของข้อมูลกับตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา โดยใช้การทดสอบด้วยวิธี Augmented Dickey – Fuller Test (ADF-Test) และวิธี Phillips – Perron Test (PP-Test) มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบคุณสมบัติความนิ่งของข้อมูลตัวแปรอนุกรมเวลาแต่ละตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core Inflation : INF) อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Policy Rate : PR) อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (Time Deposit Rate (3 Months) : RD) ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index : SET) ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (Real Effective

Exchange Rate : REER) และอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (Minimum Loan Rate : MLR) ว่ามีคุณสมบัติความนิ่งของข้อมูล (Stationary) หรือไม่ การทดสอบเริ่มจาก Unit Root Test ของข้อมูลตัวแปร ณ ค่าระดับ Order of Integration เท่ากับ 0 หรือ I(0) คือ ณ ระดับ Levels with None , Levels with Intercept , Levels with Trend and Intercept และถ้ายังไม่พบคุณสมบัติความนิ่งของข้อมูล (Stationary) ก็จะทำทดสอบผลต่างลำดับที่ 1 (Order of Integration เท่ากับ 1 หรือ I(1) และผลต่างลำดับต่อไปจนพบคุณสมบัติความนิ่งของข้อมูล (Stationary) โดยได้ผลการทดสอบดังนี้

ตารางที่ 5.1 ผลการทดสอบ Unit Root Test ด้วยวิธีการคำนวณ ADF-Test และวิธี PP – Test

ข้อมูลตัวแปร	ADF - Test			PP - Test			ผลการทดสอบ
	None	Intercept	Trend and Intercept	None	Intercept	Trend and Intercept	
INF	-1.860788	-3.411987*	-3.651223*	-1.474906	-2.564523	-2.605543	Non-Stationary
PR	-0.817371	-2.524472	-2.432855	-0.635003	-2.142551	-2.001657	Non-Stationary
RD	-1.088135	-2.639457	-2.618657	-1.054306	-2.209757	-2.220516	Non-Stationary
SET	1.239147	-1.156241	-2.646661	1.138199	-0.899044	-2.273233	Non-Stationary
REER	0.939379	-1.180013	-2.190318	1.004559	-1.200160	-2.409044	Non-Stationary
MLR	-0.280733	-2.374350	-3.116085	-0.584474	-2.434872	-2.457290	Non-Stationary
Δ INF	-5.604962*	-5.541637*	-5.478730*	-4.613334*	-4.568158*	-4.525000*	Stationary
Δ PR	-4.418920*	-4.375565*	-4.375007*	-4.418920*	-4.375565*	-4.435390*	Stationary
Δ RD	-4.471003*	-4.426067*	-4.343145*	-4.443160*	-4.397577*	-4.312664*	Stationary
Δ SET	-5.233552*	-5.388297*	-5.325598*	-5.105380*	-5.129516*	-5.040256*	Stationary
Δ REER	-6.124063*	-6.167682*	-6.110872*	-6.059037*	-6.123736*	-6.050090*	Stationary
Δ MLR	-4.437541*	-4.388227*	-4.319590*	-4.437541*	-4.388227*	-4.319590*	Stationary

Δ หมายถึงข้อมูลอยู่ในรูปผลต่างครั้งที่ 1 (First Difference) ของตัวแปรต่างๆ

หมายเหตุ : * มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05

จากตารางที่ 5.1 ผลการทดสอบ Unit Root Test ข้อมูลตัวแปรในแบบจำลอง พบว่าอัตราเงินเพื่อพื้นฐาน (INF) มีคุณสมบัติความนิ่ง (Stationary) ณ ระดับ Levels with Intercept , Levels with Trend and Intercept ณ ค่าระดับ Order of Integration เท่ากับ 0 หรือ I(0) ส่วนตัวแปรที่เหลือได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) ของตัวแปรเหล่านี้ให้อยู่ในรูปผลต่างลำดับที่ 1 ก่อนแล้วทำการทดสอบ Unit Root อีกครั้ง ผลการทดสอบพบว่าตัวแปรทั้งหมดมีคุณสมบัติความนิ่ง (Stationary) ณ ระดับ Order of Integration เท่ากับ 1 หรือ I(1) ที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ดังนั้นจากการทดสอบตัวแปรที่มีคุณสมบัตินิ่ง โดยใช้วิธี อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (RD) ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER) และอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) ไม่มีคุณสมบัติความนิ่งของข้อมูล (Non-Stationary) ที่ระดับ Level หรือ I(0) ดังนั้นจึงต้องทำการแปลงข้อมูล ADF-Test และ PP-Test สามารถสรุปได้ว่าตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษานี้มีคุณสมบัติความนิ่ง อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ภายหลังจากการทำ First Difference เป็นผลทำให้ตัวแปรทั้งหมดสามารถนำไปใช้ในการประมาณค่าในแบบจำลอง VAR ในส่วนอื่นต่อไปได้

ตอนที่ 2 ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Co-integration)

สำหรับการศึกษานี้เลือกการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Co-integration) ตามวิธีของ Johansen เพราะมีความเหมาะสมที่จะนำมาใช้ทดสอบกรณีที่เป็นแบบจำลองมีตัวแปรมากกว่าสองตัวแปรขึ้นไป และสามารถทดสอบหาจำนวน Co-integration ได้พร้อมๆ กัน โดยไม่ต้องระบุก่อนว่าตัวแปรใดเป็นตัวแปรภายนอกและตัวแปรใดเป็นตัวแปรภายใน โดยใช้ค่า Trace Statistic และ Max-Eigen Statistic ในการทดสอบเพื่อดูความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว (Co-integration Relationship) ระหว่างตัวแปรทุกตัวในแบบจำลอง โดยการตั้งสมมติฐานการทดสอบค่า Trace Statistic คือ ตัวแปรในแบบจำลอง VAR อย่างมากที่สุดเกิด Co-integrating Vector อยู่จำนวน k Vectors คือ ตัวแปรในแบบจำลอง VAR มีมากที่สุด k-1 Vectors ส่วนการตั้งสมมติฐานการทดสอบค่า Max-Eigen Statistic คือ ตัวแปรในแบบจำลองอย่างน้อยที่สุดเกิด Co-integrating Vector อยู่จำนวน ไม่ต่ำกว่า k Vectors คือ ตัวแปรในแบบจำลอง VAR มีมากที่สุดจำนวนเท่ากับ k+1 Vectors ดังนั้นผลที่ได้จากการทดสอบ Co-integration จะทำให้สามารถทราบว่าตัวแปรทุกตัวในแบบจำลองมีจำนวนความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว (Co-integration Vectors) ที่ความสัมพันธ์และในการศึกษาในครั้งนี้ได้ใช้เกณฑ์ Akaike Information Criterion (AIC) หรือ Schwartz Bayesian Criterion (SC หรือ SBC) ในการเลือกจำนวนตัวแปรค่าที่เหมาะสมของ

แบบจำลอง โดยหลักเกณฑ์การเลือกจำนวนตัวแปรค่าที่เหมาะสมจะเลือกแบบจำลองที่มีค่า AIC หรือ SC ต่ำที่สุด เนื่องจากมีความแปรปรวนและความแปรปรวนร่วมน้อย มีจำนวนของตัวแปรและจำนวน Lag น้อย มีจำนวนข้อมูลในการประมาณค่ามาก โดยผลการทดสอบ Co-integration Test แต่ละช่องทางมีดังนี้

ช่องทางอัตราดอกเบี้ย

การทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Co-integration Test) ของช่องทางอัตราดอกเบี้ย โดยเป็นตัวแทนของตลาดเงิน เพื่อดูความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวของตัวแปรในแบบจำลองที่มีอิทธิพลต่อเงินเฟ้อ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (RD) อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) ผลการทดสอบมีดังนี้

ตารางที่ 5.2 ผลการทดสอบการเลือกค่า Lag Length ของแบบจำลองตลาดเงิน โดยวิธี AIC

Lag	0	1	2	3	4
AIC ¹	6.081413	2.761430	2.120586*	2.264076	2.358988

หมายเหตุ * = แสดงตัวแปรค่าที่เหมาะสม ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05
AIC¹ = Akaike Information Criterion

จากตารางที่ 5.2 ผลการทดสอบหาจำนวนตัวแปรค่าที่เหมาะสม (Lag Length) ตามเกณฑ์ AIC มีค่าน้อยที่สุด พบว่าตลาดเงินมีค่า AIC = 2

ตารางที่ 5.3 ผลการทดสอบ Co-integration ของแบบจำลองตลาดเงิน

Unrestricted Co-integration Rank Test (Trace) and Test (Max-Eigenvalue)				
Hypothesized	Trace	Prob.**	Max-Eigen	Prob.**
No. of CE(s)	Statistic		Statistic	
None *	37.62614	0.0051*	26.19273	0.0089*
At most 1 *	11.43341	0.1862	8.617557	0.3194
At most 2	2.815852	0.0933	2.815852	0.0933

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

** denotes rejection of the hypothesis at the 0.10 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

จากตารางที่ 5.3 ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงคลยภาพระยะยาว (Co-integration Test) ช่องทางอัตราดอกเบี้ย (ตลาดเงิน) พบว่าค่าสถิติ λ_{trace} และ ค่าสถิติ λ_{Max} มีจำนวน Co-integration เท่ากับ 1 สมการ โดยค่า Trace Statistic เท่ากับ 37.62614 และ P-value เท่ากับ 0.0051 เนื่องจากค่า Trace Statistic มีค่ามากกว่าค่าวิกฤตทำให้สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่า มีจำนวน Co-integrating Vectors มากที่สุดเท่ากับ 1 เวกเตอร์ ส่วนค่า Max-Eigen Statistic เท่ากับ 26.19273 และ P-value เท่ากับ 0.0089 เนื่องจากค่า Max-Eigen Statistic มีค่ามากกว่าค่าวิกฤตทำให้สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่า มีจำนวน Co-integrating Vectors อยู่จำนวนไม่ต่ำกว่า 1 เวกเตอร์ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 นอกจากนี้ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงคลยภาพระยะยาว ของตัวแปรในแบบจำลองในช่องทางอัตราดอกเบี้ย ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (RD) อัตราเงินเพื่อพื้นฐาน (INF) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงคลยภาพระยะยาว ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 แสดงว่าความสัมพันธ์ของตัวแปรในแบบจำลองของตลาดเงิน คือ เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับตัวลดลง (เพิ่มขึ้น) จะส่งผลทำให้ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนปรับตัวลดลงตาม (เพิ่มขึ้น) จะส่งผลทำให้ อัตราเงินเพื่อพื้นฐานปรับตัวเพิ่มขึ้น (ลดลง) ในระยะยาว

ช่องทางราคาสินทรัพย์

การทดสอบความสัมพันธ์เชิงคลยภาพในระยะยาว (Co-integration Test) ของช่องทางราคาสินทรัพย์ โดยเป็นตัวแทนของตลาดทุน เพื่อดูความสัมพันธ์เชิงคลยภาพระยะยาวของตัวแปรในแบบจำลองที่มีอิทธิพลต่อเงินเพื่อ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) อัตราเงินเพื่อพื้นฐาน (INF) ผลการทดสอบมีดังนี้

ตารางที่ 5.4 ผลการทดสอบการเลือกค่า Lag Length ของแบบจำลองตลาดทุน โดยวิธี AIC

Lag	0	1	2	3	4
AIC ¹	19.21801	14.21455	13.58605*	13.77022	13.65929

หมายเหตุ * = แสดงตัวแปรค่าที่เหมาะสม
AIC¹ = Akaike Information Criterion

จากตารางที่ 5.4 ผลการทดสอบหาจำนวนตัวแปรค่าที่เหมาะสม (Lag Length) ตามเกณฑ์ AIC มีค่าน้อยที่สุด พบว่าตลาดทุนมีค่า AIC = 2

ตารางที่ 5.5 ผลการทดสอบ Co-integration ของแบบจำลองตลาดทุน

Unrestricted Co-integration Rank Test (Trace) and Test (Max-Eigenvalue)				
Hypothesized No. of CE(s)	Trace Statistic	Prob.**	Max-Eigen Statistic	Prob.**
None *	25.76583	0.1359	21.03586	0.0516**
At most 1 *	4.729963	0.8368	3.923453	0.8673
At most 2	0.806510	0.3692	0.806510	0.3692

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.10 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

** denotes rejection of the hypothesis at the 0.10 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

จากตารางที่ 5.5 ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว (Co-integration Test) ของทางราคาสินทรัพย์ (ตลาดทุน) พบว่าค่าสถิติ λ_{trace} มีจำนวน Co-integration เท่ากับศูนย์หรือตัวแปรไม่มีความสัมพันธ์ในระยะยาว โดยค่า Trace Statistic เท่ากับ 25.76583 และ P-value เท่ากับ 0.1359 เนื่องจากค่า Trace Statistic มีค่าน้อยกว่าค่าวิกฤตทำให้ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก

ที่ว่า มีจำนวน Co-integrating Vectors มากที่สุดเท่ากับ 1 เวกเตอร์ ส่วนค่าสถิติ λ_{Max} มีจำนวน Co-integration เท่ากับ 1 สมการ โดยค่า Max-Eigen Statistic เท่ากับ 21.03586 และ P-value เท่ากับ 0.0516 เนื่องจากค่า Max-Eigen Statistic มีค่ามากกว่าค่าวิกฤตทำให้สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่า มีจำนวน Co-integrating Vectors อยู่จำนวนไม่ต่ำกว่า 1 เวกเตอร์ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.10 นอกจากนี้ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว ของตัวแปรในแบบจำลองในช่องทางราคาสินทรัพย์ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว ณ ระดับนัยสำคัญ 0.10 แสดงว่าความสัมพันธ์ของตัวแปรในแบบจำลองของตลาดทุน คือ เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับตัวลดลง (เพิ่มขึ้น) จะส่งผลทำให้ ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น (ลดลง) จะส่งผลทำให้ อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานปรับตัวเพิ่มขึ้น (ลดลง) ในระยะยาว

ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน

การทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Co-integration Test) ของช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน โดยเป็นตัวแทนของตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ เพื่อดูความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวของตัวแปรในแบบจำลองที่มีอิทธิพลต่อเงินเฟ้อ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER) อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) โดยใช้หลักเกณฑ์การเลือกจำนวนตัวแปรล่า (Lag Length) ที่เหมาะสมด้วยวิธี SC โดยจะเลือกแบบจำลองที่มีค่า SC ต่ำที่สุด (เนื่องจากการเลือกค่า Lag Length ด้วยวิธี AIC ตัวแปรไม่ความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว) ผลการทดสอบมีดังนี้

ตารางที่ 5.6 ผลการทดสอบการเลือกค่า Lag Length ของแบบจำลองตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศโดยวิธี SC

Lag	0	1	2	3	4
SC ¹	11.58180	7.167792	7.017435*	7.276381	7.479141

หมายเหตุ * = แสดงตัวแปรล่าที่เหมาะสม
SC¹ = Schwarz Bayesian Criterion

จากตารางที่ 5.6 ผลการทดสอบหาจำนวนตัวแปรล่าที่เหมาะสม (Lag Length) ตามเกณฑ์ SC มีค่าน้อยที่สุด พบว่าตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศมีค่า $SC = 2$

ตารางที่ 5.7 ผลการทดสอบ Co-integration ของแบบจำลองตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ

Unrestricted Co-integration Rank Test (Trace) and Test (Max-Eigenvalue)				
Hypothesized	Trace	Prob.**	Max-Eigen	Prob.**
No. of CE(s)	Statistic		Statistic	
None *	39.96570	0.0024*	31.54692	0.0012*
At most 1 *	8.418787	0.4218	6.497592	0.5502
At most 2	1.921195	0.1657	1.921195	0.1657

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.10 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

** denotes rejection of the hypothesis at the 0.10 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

จากตารางที่ 5.7 ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว (Co-integration Test) ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน (ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ) พบว่าค่าสถิติ λ_{trace} และค่าสถิติ λ_{Max} มีจำนวน Co-integration เท่ากับ 1 สมการ โดยค่า Trace Statistic เท่ากับ 39.96570 และ P-Value เท่ากับ 0.0024 เนื่องจากค่า Trace Statistic มีค่ามากกว่าค่าวิกฤตทำให้สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่า มีจำนวน Co-integrating Vectors มากที่สุดเท่ากับ 1 เวกเตอร์ ส่วนค่า Max-Eigen Statistic เท่ากับ 31.54692 และ P-value เท่ากับ 0.0012 เนื่องจากค่า Max-Eigen Statistic มีค่ามากกว่าค่าวิกฤตทำให้สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่า มีจำนวน Co-integrating Vectors อยู่จำนวนไม่ต่ำกว่า 1 เวกเตอร์ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 นอกจากนี้ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวของตัวแปรในแบบจำลองในช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER) อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 แสดงว่าความสัมพันธ์ของตัวแปรในแบบจำลองของ

ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ คือ เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับตัวลดลง (เพิ่มขึ้น) จะส่งผลทำให้ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงปรับตัวลดลง : ค่าเงินบาทอ่อนค่า (เพิ่มขึ้น : ค่าเงินบาทแข็งค่า) จะส่งผลทำให้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานปรับตัวเพิ่มขึ้น (ลดลง) ในระยะยาว

ช่องทางสินเชื่อ

การทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Co-integration Test) ของช่องทางช่องทางสินเชื่อ โดยเป็นตัวแทนของตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ เพื่อดูความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวของตัวแปรในแบบจำลองที่มีอิทธิพลต่อเงินเฟ้อ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) ผลการทดสอบมีดังนี้

ตารางที่ 5.8 ผลการทดสอบการเลือกค่า Lag Length ของแบบจำลองตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ โดยวิธี AIC

Lag	0	1	2	3	4
AIC ¹	6.223871	1.345822	0.701160*	0.846409	0.895251

หมายเหตุ * = แสดงตัวแปรค่าที่เหมาะสม
AIC¹ = Akaike Information Criterion

จากตารางที่ 5.8 ผลการทดสอบหาจำนวนตัวแปรค่าที่เหมาะสม (Lag Length) ตามเกณฑ์ AIC มีค่าน้อยที่สุด พบว่าตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์มีค่า AIC = 2

ตารางที่ 5.9 ผลการทดสอบ Co-integration ของแบบจำลองตลาดสินค้าของธนาคารพาณิชย์

Unrestricted Co-integration Rank Test (Trace) and Test (Max-Eigenvalue)				
Hypothesized	Trace	Prob.**	Max-Eigen	Prob.**
No. of CE(s)	Statistic		Statistic	
None *	44.09680	0.0006*	27.86354	0.0049*
At most 1 *	16.23327	0.0387	12.34540	0.0983
At most 2	3.887870	0.0486	3.887870	0.0486

Trace test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

** denotes rejection of the hypothesis at the 0.10 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

จากตารางที่ 5.9 ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว (Co-integration Test) ช่องทางสินค้า (ตลาดสินค้าของธนาคารพาณิชย์) พบว่าค่าสถิติ λ_{Trace} มีจำนวน Co-integration เท่ากับ 3 สมการ โดยค่า Trace Statistic เท่ากับ 44.09680 และ P-value เท่ากับ 0.0006 เนื่องจากค่า Trace Statistic มีค่ามากกว่าค่าวิกฤตทำให้สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่า มีจำนวน Co-integrating Vectors มากที่สุดเท่ากับ 1 เวกเตอร์ ส่วนค่าสถิติ λ_{Max} มีจำนวน Co-integration เท่ากับ 1 สมการ โดยค่า Max-Eigen Statistic เท่ากับ 27.86354 และ P-value เท่ากับ 0.0049 เนื่องจากค่า Max-Eigen Statistic มีค่ามากกว่าค่าวิกฤตทำให้สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่า มีจำนวน Co-integrating Vectors อยู่จำนวนไม่ต่ำกว่า 1 เวกเตอร์ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 นอกจากนี้ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวของตัวแปรในแบบจำลองในช่องทางสินค้า ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 แสดงว่าความสัมพันธ์ของตัวแปรในแบบจำลองของตลาดสินค้าของธนาคารพาณิชย์ คือ เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับตัวลดลง (เพิ่มขึ้น) จะส่งผลทำให้ อัตราดอกเบี้ยที่

ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีปรับตัวลดลง (เพิ่มขึ้น) จะส่งผลทำให้อัตราเงินเพื่อพื้นฐานปรับตัวเพิ่มขึ้น (ลดลง) ในระยะยาว

สรุปผลจากการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว โดยวิธีของ Johansen ตัวแปรทุกตัวในแบบจำลอง จำนวน 4 ช่องทาง ได้แก่ อัตราเงินเพื่อพื้นฐาน (INF) อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (RD) ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER) อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) โดยใช้ค่า Trace Statistic และ Max-Eigen Statistic ในการทดสอบพบว่าแปรทุกตัวในแบบจำลองมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 และ 0.10

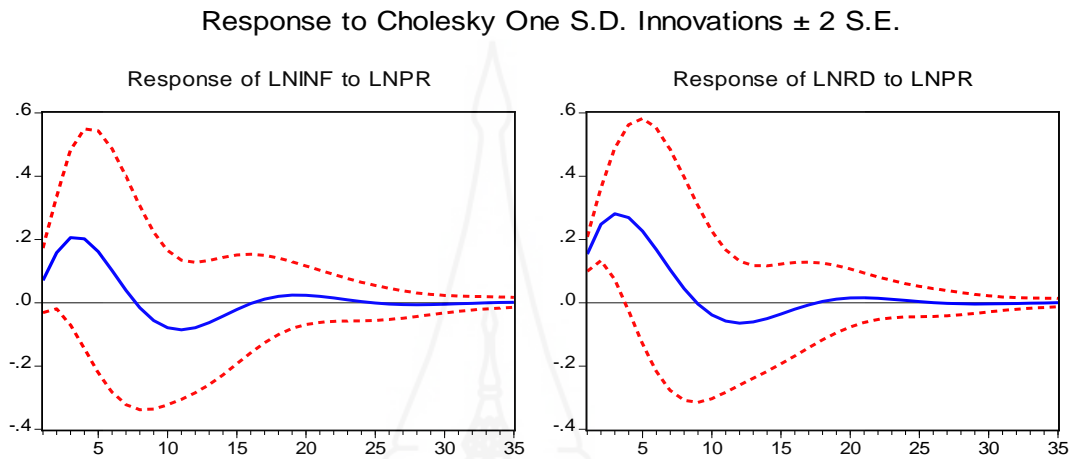
ตอนที่ 3 ผลการทดสอบปฏิริยาการตอบสนองต่อความแปรปรวน

การศึกษาในส่วนนี้จะใช้การทดสอบปฏิริยาการตอบสนองต่อความแปรปรวน (Impulse Response Function : IRF) ในการวิเคราะห์ว่าเมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงฉับพลัน (Shock) ในตัวแปรหนึ่งจะส่งผลกระทบต่อเคลื่อนไหวของตัวแปรอื่นในแบบจำลองในทิศทางใด ซึ่งการวิเคราะห์ผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินที่มีผลต่อภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทยนั้นจะพิจารณาปฏิริยาการตอบสนองต่อความแปรปรวนจากการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลัน (Shock) ในอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) ที่ส่งผลกระทบต่อตลาดที่สำคัญๆ ทางเศรษฐกิจ จำนวน 4 ตลาด ในทิศทางใด ซึ่งแต่ละตลาดจะแทนช่องทางในการส่งผ่านนโยบายการเงิน โดยตลาดเงินแทนช่องทางอัตราดอกเบี้ย ตลาดทุนแทนช่องทางราคาสินทรัพย์ ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศแทนช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์แทนช่องทางสินเชื่อและแต่ละตลาดจะใช้ตัวแปรแทน ได้แก่ ตลาดเงินแทนด้วยอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (RD) ตลาดทุนแทนด้วยดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศแทนด้วยดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER) ตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์แทนด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) โดยส่งผลกระทบต่อภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทย และในการศึกษาในครั้งนี้ได้ใช้เกณฑ์ (Akaike Information Criterion : AIC) ในการเลือกจำนวน (Lag Length) ที่เหมาะสมของแบบจำลอง โดยผลการทดสอบมีดังนี้

1. ผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินที่มีต่อช่องทางอัตราดอกเบี้ย

การทดสอบปฏิริยาการตอบสนองต่อความแปรปรวนส่วนนี้ จะวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันในอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) ที่ส่งผลกระทบต่อตัวแปรในแบบจำลองของช่องทางอัตราดอกเบี้ยหรือตลาดเงินและมีอิทธิพลต่อเงินเฟ้อ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) อัตรา

ดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (RD) อัตราเงินเพื่อพื้นฐาน (INF) โดยผลการทดสอบหาจำนวน (Lag Length) ที่เหมาะสมตามเกณฑ์ AIC พบว่าช่องทางอัตราดอกเบี้ยมีค่า Lag = 2 และผลการทดสอบ IRF มีดังนี้



ภาพที่ 5.1 การตอบสนองของอัตราเงินเพื่อพื้นฐานและอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

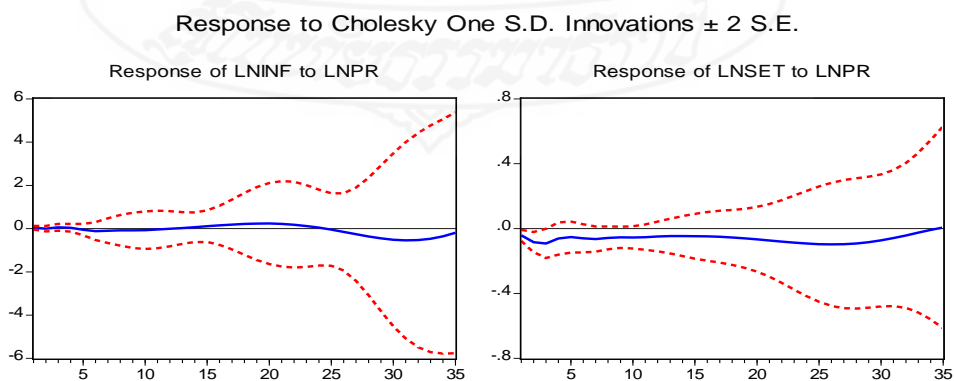
จากภาพที่ 5.1 ผลการศึกษาพบว่า การตอบสนองของอัตราเงินเพื่อพื้นฐาน (INF) จากการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) จะส่งผลทำให้อัตราเงินเพื่อพื้นฐาน (INF) ปรับเพิ่มขึ้นในไตรมาสแรกในทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (RD) และเพิ่มสูงสุดในไตรมาสที่ 3 หลังจากนั้นปรับตัวลดลงและเพิ่มขึ้นในทิศทางเข้าสู่จุดดุลยภาพ เนื่องจากสภาพคล่องในระบบการเงินระหว่าง พ.ศ. 2543 – พ.ศ. 2546 โดยรวมมีสูงทำให้อุปทานของเงินในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้ระดับราคาที่เกิดการฉ้อโกงได้เพิ่มขึ้นเงินเพื่อมีการเร่งตัวขึ้น ทำให้ระดับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินและอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงลดลง จะส่งผลทำให้การบริโภคและการลงทุนเพิ่มขึ้น ทำให้เงินเฟ้อด้านอุปสงค์เพิ่มขึ้น สอดคล้องกับแนวคิดของเคนส์ ที่กล่าวว่าผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินที่มีต่อรายได้และราคาเมื่อปริมาณเงินเพิ่มขึ้นจะส่งผลต่อการส่งผ่านนโยบายการเงิน โดยจะส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยเป็นหลัก ทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลง ต้นทุนเงินทุนต่ำลง การใช้จ่ายเพื่อการลงทุนเพิ่มขึ้นรวมถึงการซื้อที่อยู่อาศัยหรือสินค้านำมาลงทุนเพิ่มขึ้น เช่น ที่อยู่อาศัยหรือรถยนต์ เป็นต้น ส่งผลทำให้อุปสงค์มวลรวมและระดับผลผลิตเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นสาเหตุทำให้เกิดเงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นในระบบเศรษฐกิจของประเทศไทย ส่วนการตอบสนองของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (RD) หรือตลาดเงิน มีการปรับตัว

สูงขึ้น ตั้งแต่ไตรมาสแรกและสูงสุดไตรมาสที่ 3 ต่อเนื่องถึงไตรมาสที่ 8 ในทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) และอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) ในระยะสั้นผลการศึกษาเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพและใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในช่วงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 3 พ.ศ. 2545 ใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 2 ปี ผลการศึกษาตรงตามทฤษฎีกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน กล่าวคือ เมื่อธนาคารกลางประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น จะส่งผลทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะต่างๆ ของตลาดปรับตัวขึ้นตาม โดยเฉพาะอย่างยิ่งอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญที่สุดแหล่งหนึ่งปรับตัวขึ้นตาม ซึ่งส่งผลกระทบต่อต้นทุนในการลงทุนและการบริโภคของประชาชน ทำให้ระดับการใช้จ่าย ระดับการบริโภค ระดับการลงทุนในระบบเศรษฐกิจชะลอตัวลงและจากการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) จะส่งผลไปยังอัตราดอกเบี้ยระยะยาวในตลาดตราสารหนี้ทำให้ Yield Curve มีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นตาม อย่างไรก็ตามผลกระทบดังกล่าวต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาวในตลาดตราสารหนี้มีความไม่แน่นอนและขึ้นอยู่กับคาดการณ์เรื่องอัตราเงินเฟ้อในอนาคต (Inflation Expectation) ของภาคเอกชนเป็นสำคัญ ส่วนสภาพคล่องในระบบการเงินระหว่าง พ.ศ. 2543 – พ.ศ. 2546 โดยรวมมีสูงทำให้ธนาคารพาณิชย์มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้อย่างต่อเนื่องหลังจากเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน (ในระหว่าง พ.ศ. 2543 – พ.ศ. 2544 อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนยังคงสูงอยู่ระหว่างร้อยละ 3 – 2 ต่อปี) เนื่องจากปริมาณยอดเงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์มีปริมาณที่เพิ่มขึ้น โดยมีสาเหตุเกิดจากมียอดเงินฝากคงค้างมาจาก พ.ศ. 2542 และจากการที่เงินสดที่ภาคธุรกิจเอกชนและประชาชนเบิกถอนไว้ในช่วง Y2K (ค.ศ. 2000) ได้ทยอยกลับเข้าสู่ระบบธนาคารพาณิชย์ ธนาคารกลางมีการเพิ่มการให้กู้ยืมผ่านตลาดซื้อคืนพันธบัตรเพื่อช่วยเสริมสภาพคล่องให้กับระบบการเงินบางช่วงเวลาเป็นต้น ส่งผลทำให้เงินฝากธนาคารพาณิชย์สูงขึ้น ส่วนประชาชนยังไม่มั่นใจที่จะลงทุนในช่องทางอื่นมากกว่าการฝากเงินไว้กับธนาคารพาณิชย์และอีกปัจจัยหนึ่ง คือ ในช่วงปลาย พ.ศ. 2543 สภาพคล่องของเงินบาทในตลาดต่างประเทศมีการตึงตัวขึ้นมาก ทำให้สถาบันการเงินในต่างประเทศบางแห่งไม่สามารถหาเงินบาทมาชำระให้กับสถาบันการเงินในประเทศได้ทัน จึงเกิดปัญหาในระบบการชำระเงินของประเทศไทย ทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินในประเทศปรับตัวสูงขึ้น ดังนั้นธนาคารกลางจึงได้เข้ามาควบคุมโดยตรงในระยะสั้น โดยใช้มาตรการผ่อนคลายนโยบายการปล่อยเงินบาทให้กับ Non-Resident โดยไม่มีธุรกรรมรองรับเป็นการชั่วคราว ส่วนใน พ.ศ. 2544 ธนาคารกลางได้ดำเนินนโยบายปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน เพื่อแก้ไขความบิดเบือนของโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและช่วยรักษาเสถียรภาพด้านต่างประเทศ ส่วนใน พ.ศ. 2545 – พ.ศ. 2546 ธนาคารพาณิชย์ทยอยปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้อย่างต่อเนื่อง (อัตรา

ดอกเบียเงินฝากประจำ 3 เดือน อยู่ระหว่างร้อยละ 1.5 – 1 ต่อปี) ส่งผลในระยะยาวทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ปรับตัวลดลงต่ำกว่าจุดดุลยภาพในไตรมาสที่ 9 ซึ่งเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพและใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพ คือ ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2545 – ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2547 โดยใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 2 ปี 3 เดือน ผลการศึกษาตรงตามทฤษฎีกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินมีนัยสำคัญทางสถิติ คือ เมื่อธนาคารกลางดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นผลทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลง ต้นทุนของการบริโภคและการลงทุนลดลง จะส่งผลทำให้การบริโภคและการลงทุนเพิ่มขึ้น ทำให้เกิดเงินเฟ้อด้านอุปสงค์เพิ่มและหลังจากนั้นอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ปรับตัวเพิ่มขึ้นเข้าสู่จุดดุลยภาพในระยะยาวในไตรมาสที่ 18 จะเห็นได้ว่ากลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินช่องทางนี้ส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว สรุปตลาดเงินใช้ระยะเวลาในการตอบสนองซึ่งเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพทั้งระยะสั้นและระยะยาว ใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในระยะยาวคือ ในช่วงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2547 ใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 4 ปี 3 เดือน (รายงานเศรษฐกิจและการเงิน , ธนาคารแห่งประเทศไทย , 2543 – 2547)

2. ผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินที่มีต่อช่องทางราคาสินทรัพย์

การทดสอบปฏิกริยาตอบสนองต่อความแปรปรวนส่วนนี้ จะวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันในอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) ที่ส่งผลกระทบต่อตัวแปรในแบบจำลองของช่องทางราคาสินทรัพย์หรือตลาดทุนและมีอิทธิพลต่อเงินเฟ้อ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) โดยผลการทดสอบหาจำนวน (Lag Length) ที่เหมาะสมตามเกณฑ์ AIC พบว่าช่องทางราคาสินทรัพย์มีค่า Lag = 4 และผลการทดสอบ IRF มีดังนี้



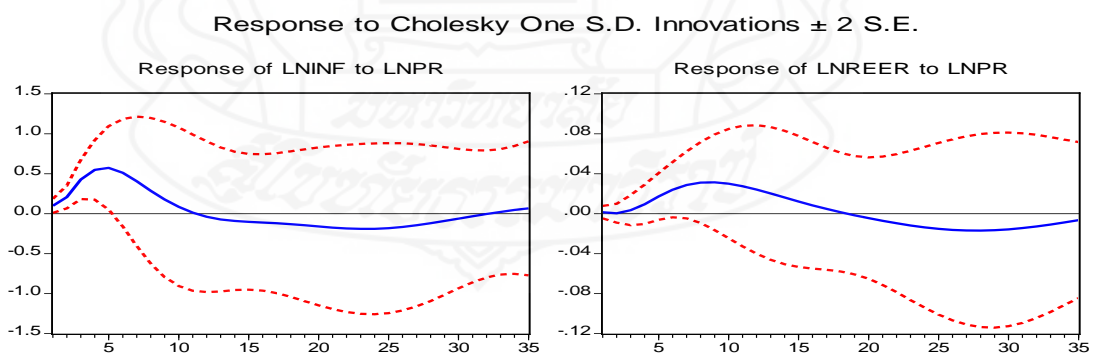
ภาพที่ 5.2 การตอบสนองของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานและดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

จากภาพที่ 5.2 ผลการศึกษาพบว่า การตอบสนองต่ออัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) จากการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) จะส่งผลทำให้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากพอสมควร รองจากช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนในไตรมาสแรก ในทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) แต่ตรงข้ามกับดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) หลังจากนั้นปรับตัวลดลงและปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดในไตรมาสที่ 20 ต่อเนื่องถึงไตรมาสที่ 24 หลังจากนั้นจึงปรับตัวลดลงต่ำกว่าจุดดุลยภาพและปรับตัวเพิ่มขึ้นเข้าใกล้จุดดุลยภาพ ในทิศทางเดียวกับดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ส่วนการตอบสนองต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) หรือตลาดทุน ปรับตัวลดลงทันทีในไตรมาสแรก ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) และตัวแปรอื่นๆ ในแบบจำลอง โดยปรับตัวลดลงต่ำกว่าจุดดุลยภาพต่ำสุดในไตรมาสที่ 26 หลังจากนั้นปรับตัวเพิ่มขึ้นเข้าสู่จุดดุลยภาพในระยะยาว ในไตรมาสที่ 34 ผลการศึกษาตรงตามทฤษฎีกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และราคาของตราสารหนี้ โดยราคาจะปรับตัวลดลงเมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นเนื่องจาก Present Value ของผลตอบแทนจากการถือครองหลักทรัพย์หรือการถือครองตราสารหนี้ จะถูกปรับด้วยอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ทำให้ความมั่งคั่ง Wealth Effect ของผู้บริโภคจะลดลงและการบริโภคในระบบเศรษฐกิจจะลดลงตามการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจเอเชีย ทางการค้าดำเนินนโยบายการเงิน โดยใช้มาตรการปรับอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินในอัตราที่สูง ส่งผลทำให้ประชาชนและภาคเอกชนนำเงินไปฝากไว้กับธนาคารพาณิชย์จำนวนมาก เนื่องจากสภาพคล่องของระบบธนาคารมีมากในช่วงฟื้นฟูทางเศรษฐกิจ ส่งผลทำให้ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง ส่วนหนึ่งอาจเป็นเพราะภาวะฟองสบู่ในตลาดหลักทรัพย์ที่เริ่มหดตัวก่อนในช่วงแรกและเมื่อวิกฤตเศรษฐกิจดีขึ้นธุรกิจต่างๆ ก็ประสบปัญหาต่อเนื่องทำให้แนวโน้มผลประกอบการลดลงและผลตอบแทนหรือกำไรลดลง การบริโภคและการลงทุนในระบบเศรษฐกิจลดลงและปริมาณผลผลิตโดยรวมลดลง ระดับราคาหรืออัตราเงินเฟ้อพื้นฐานลดลงและหลังจากนั้นดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามอัตราดอกเบี้ยโตทางเศรษฐกิจดีขึ้น ค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้น ต่างชาติมีความเชื่อมั่นมากขึ้น ทำให้มีเงินทุนไหลเข้าประเทศมากขึ้น โดยเฉพาะเงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย ส่งผลทำให้การลงทุนและการบริโภคเพิ่มขึ้น สอดคล้องกับทฤษฎีของ Tobin's q Theory และต่อการบริโภคตามทฤษฎี Wealth Effect ตามแนวคิดของสำนัก Monetarist โดยจะมุ่งเน้นไปที่ราคาโดยเปรียบเทียบของสินทรัพย์ที่มีอยู่ทั้งหมด กล่าวคือ เมื่อมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) จะทำให้ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจจะเพิ่มขึ้น ประชาชนจะมีความรู้สึกว่ามีเงินในมือมากกว่าความต้องการ จึง

พยายามที่จะลดปริมาณเงินในมือลงและวิธีการหนึ่ง คือ การนำเงินไปลงทุนในตลาดทุนเพิ่มขึ้นที่ ให้ผลตอบแทนมากกว่าการฝากเงินไว้กับธนาคารพาณิชย์ เช่น กองทุนรวมต่างๆ เป็นต้น ส่งผลทำให้ความต้องการต่อหลักทรัพย์สูงขึ้นทำให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น ทำให้เกิดการลงทุนในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นและปริมาณผลผลิตเพิ่มขึ้น ในขณะที่เดียวกันเมื่อราคาหลักทรัพย์หรือสินทรัพย์เพิ่มขึ้น มูลค่าความมั่งคั่ง (Wealth Effect) จะเพิ่มขึ้น จะส่งผลทำให้การบริโภคเพิ่มขึ้น สรุปตลาดทุนระยะเวลาในการตอบสนองซึ่งเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพและใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในระยะยาว คือ ในช่วงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2552 ใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 8 ปี 6 เดือน (รายงานเศรษฐกิจและการเงิน , ธนาคารแห่งประเทศไทย , 2543 – 2548)

3. ผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินที่มีต่อช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน

การทดสอบปฏิกิริยาตอบสนองต่อความแปรปรวนส่วนนี้ จะวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันในอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) ที่ส่งผลกระทบต่อตัวแปรในแบบจำลองของช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนหรือตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศและมีอิทธิพลต่อเงินเฟ้อ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER) อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) โดยผลการทดสอบหาจำนวน (Lag Length) ที่เหมาะสมตามเกณฑ์ AIC พบว่าช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนมีค่า Lag = 3 และผลการทดสอบ IRF มีดังนี้



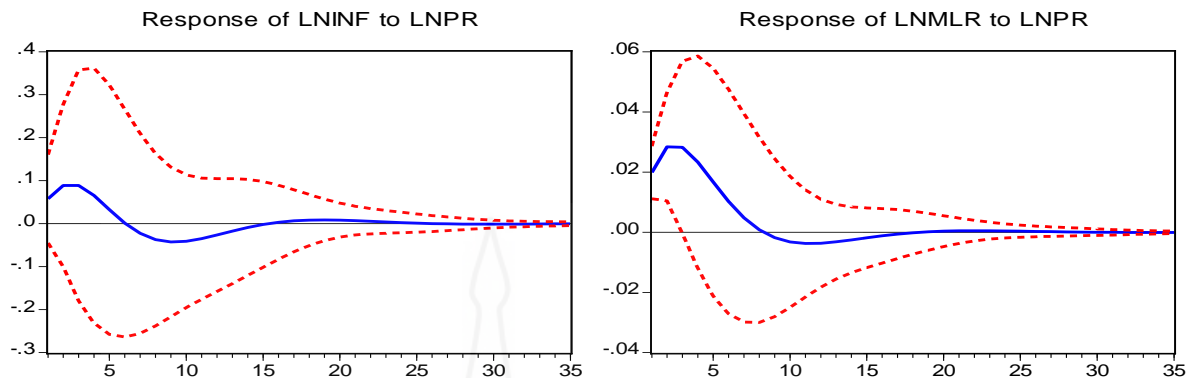
ภาพที่ 5.3 การตอบสนองของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานและดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

จากภาพที่ 5.3 ผลการศึกษาการตอบสนองของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) จากการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) จะส่งผลทำให้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานปรับตัวเพิ่มขึ้นทันทีในไตรมาสแรก โดยเพิ่มขึ้นต่อเนื่องสูงสุดในไตรมาสที่ 5 ในทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) หลังจากนั้นปรับตัวลดลงต่ำกว่าจุดดุลยภาพและปรับตัวสูงกว่าจุดดุลยภาพ ส่วนการตอบสนองของดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER) ปรับตัวเพิ่มขึ้นในทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) ในไตรมาสแรกต่อเนื่องสูงสุดในไตรมาสที่ 9 ในระยะสั้นผลการศึกษาเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพและใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในช่วงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2548 ใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 4 ปี 6 เดือน ผลการทดสอบตรงตามทฤษฎีกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน กล่าวคือ การปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อระดับอัตราแลกเปลี่ยน เมื่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศปรับตัวสูงขึ้น จะทำให้การลงทุนในตลาดการเงินของประเทศไทยมีผลตอบแทนที่สูงขึ้น โดยเปรียบเทียบกับการลงทุนในต่างประเทศ เงินทุนจะไหลเข้าจากต่างประเทศ ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนปรับตัวแข็งขึ้น โดยจะส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจ 2 ด้าน คือ ผู้ส่งออกในประเทศไทยจะสูญเสียความสามารถในการแข่งขัน ขณะที่ความต้องการสินค้านำเข้าจากต่างประเทศจะปรับตัวสูงขึ้น ทำให้ระดับของความต้องการซื้อสินค้าโดยรวม (Aggregate Demand) ลดลงตามด้วย การที่ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากเดือนธันวาคม พ.ศ. 2543 เศรษฐกิจของประเทศสหรัฐอเมริกาชะลอตัวลงมาก ทำให้มีแรงเทขายดอลลาร์สหรัฐฯ/บาท ของ US Fund และสถาบันการเงินต่างประเทศ เพื่อตัดขาดทุน การส่งออกทรงตัวส่วนการนำเข้าเร่งตัวมากขึ้น โดยปัจจัยสำคัญที่ทำให้ค่าเงินบาทแข็งค่า ด้านต่างประเทศ คือ 1) ภาวะเศรษฐกิจของประเทศสหรัฐอเมริกาชะลอตัวลง 2) ความกังวลในสงครามระหว่างประเทศอเมริกากับอิรัก 3) ความเชื่อมั่นของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่ลดลง 4) ข่าวการปรับค่าเงินหยวนของจีนทำให้ค่าเงินบาทและค่าเงินในภูมิภาคปรับตัวแข็งค่าขึ้น ส่วนปัจจัยในประเทศ คือ 1) ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจในประเทศดีขึ้นและความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจไทย 2) การปรับตัวสูงขึ้นของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 3) การปรับอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทยจากสถาบันจัดอันดับในต่างประเทศ 3 แห่ง ได้แก่ Fitch Rating , Moody's และ Standard & Poor's 4) การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายบางช่วง ภาระหนี้ต่างประเทศลดลงและเงินสำรองระหว่างประเทศอยู่ในระดับมั่นคง ความเชื่อมั่นในค่าเงินบาทดีขึ้น ทำให้มีเงินลงทุนจากต่างประเทศไหลเข้า ส่วนใหญ่เป็นการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ส่วนในระยะยาวดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงปรับตัวลดลงต่ำกว่าจุดดุลยภาพในไตรมาสที่ 18 ซึ่งเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพและใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพ คือ ตั้งแต่ไตรมาสที่ 2 พ.ศ. 2548 – ไตรมาสที่ 2 พ.ศ. 2552 โดยใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 4 ปี 3 เดือน ปัจจัยที่ทำให้ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงปรับตัวลดลง ทำให้ค่าเงินบาท

อ่อนค่า คือ 1) ความกังวลเกี่ยวกับสงครามในตะวันออกกลาง 2) การแพร่ระบาดของโรคทางเดินหายใจเฉียบพลันรุนแรง (SARS) 3)ราคาน้ำมันปรับตัวสูงขึ้นและส่งผลทำให้บริษัทน้ำมันมีความต้องการซื้อดอลลาร์สหรัฐฯ เพิ่มขึ้น 4) การระบาดของโรคไข้หวัดนกและสถานการณ์ความไม่สงบในภาคใต้ เป็นต้น การส่งออกสูงขึ้น ตามการขยายตัวทางเศรษฐกิจของกลุ่มค้าสำคัญ เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา อาเซียน สหภาพยุโรปและญี่ปุ่น เป็นต้น ส่วนด้านการนำเข้า ชะลอตัว ส่งผลทำให้ค่าเงินบาทภายในประเทศอ่อนค่าลงส่งผลทำให้เงินทุนเริ่มไหลออกนอกประเทศ เนื่องจากอัตราผลตอบแทนโดยเปรียบเทียบภายในประเทศลดต่ำลงและทำให้อุปสงค์ต่อเงินตราต่างประเทศเพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้ราคาสินค้าภายในประเทศถูกลงเมื่อเปรียบเทียบกับราคาสินค้าต่างประเทศ การส่งออกสุทธิเพิ่มขึ้นและเนื่องจากเมื่อประเทศไทยได้มีการเปลี่ยนมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว ทำให้การใช้นโยบายการเงินสามารถส่งผ่านผลกระทบไปยังตัวแปรเศรษฐกิจในทิศทางที่ชัดเจนขึ้น หลังจากนั้นดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER) ปรับตัวเพิ่มขึ้นเข้าใกล้จุดดุลยภาพในไตรมาสที่ 35 สรุปลดค่าปริวรรตเงินตราต่างประเทศใช้ระยะเวลาในการตอบสนองซึ่งเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพทั้งระยะสั้นและระยะยาว ใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในระยะยาว คือ ในช่วงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 2 พ.ศ. 2552 ใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 8 ปี 9 เดือน (รายงานเศรษฐกิจและการเงิน , ธนาคารแห่งประเทศไทย , 2543 – 2548)

4. ผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินที่มีต่อช่องทางสินเชื่อ

การทดสอบปฏิกิริยาตอบสนองต่อความแปรปรวนส่วนนี้ จะวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันในอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) ที่ส่งผลกระทบต่อตัวแปรในแบบจำลองของช่องทางสินเชื่อหรือตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์และมีอิทธิพลต่อเงินเฟ้อ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) โดยผลการทดสอบหาจำนวน (Lag Length) ที่เหมาะสมตามเกณฑ์ AIC พบว่าช่องทางสินเชื่อมีค่า Lag = 2 และผลการทดสอบ IRF มีดังนี้

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.

ภาพที่ 5.4 การตอบสนองของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานและอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์
เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

จากภาพที่ 5.4 ผลการศึกษาการตอบสนองของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) จากการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) จะส่งผลทำให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นในไตรมาสแรกสูงสุดในไตรมาสที่ 3 ต่อเนื่องถึงไตรมาสที่ 8 ในทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) หลังจากนั้นปรับตัวลดลงต่ำกว่าจุดดุลยภาพและปรับตัวสูงขึ้นเข้าสู่ดุลยภาพ ส่วนการตอบสนองของอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) ปรับตัวสูงขึ้นในไตรมาสแรกสูงสุดไตรมาสที่ 2 ต่อเนื่องถึงไตรมาสที่ 8 ในทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (RD) สอดคล้องกับแนวคิดของ Ben and Mark (1995) “ได้อธิบายถึงความไม่สมมาตรของข้อมูลข่าวสาร ซึ่งเป็นปัญหาให้กับผู้ให้กู้ในตลาดการเงินเป็นอย่างมาก โดยการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของค่าธรรมเนียมเงินกู้จากภายนอกจะทำให้ต้นทุนการกู้ยืมของบริษัทเอกชนสูงขึ้นหรือลดลง ซึ่งจะส่งผลทำให้การใช้จ่ายและการผลิตในระบบเศรษฐกิจหดตัวลงหรือขยายตัว จะส่งผลต่อการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจ” ซึ่งมีอิทธิพลทำให้เกิดเงินเฟ้อ ผลการตอบสนองในระยะสั้นผลการศึกษาเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพและใช้เวลาปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในช่วงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 3 พ.ศ. 2545 ใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 2 ปี ผลการศึกษาดังกล่าวตรงตามทฤษฎีกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ เมื่อธนาคารกลางประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยระยะต่างๆ ของตลาดปรับตัวขึ้นตาม โดยเฉพาะอย่างยิ่งอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญที่สุดแหล่งหนึ่งปรับตัวขึ้นตาม ซึ่งส่งผลกระทบต่อต้นทุนในการลงทุนและการบริโภคของประชาชน ทำให้ระดับการใช้จ่าย ระดับการบริโภค ระดับการลงทุน

ในระบบเศรษฐกิจชะลอตัวลง ช่องทางนี้เน้นถึงปัญหาของ Asymmetric Information ของตลาดการเงิน ที่ไม่สามารถกู้จากตลาดการเงินโดยตรงได้ โดยธนาคารพาณิชย์ซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการปล่อยกู้ยืมในระบบเศรษฐกิจ ซึ่งปัญหาของ Asymmetric Information จะส่งผลกระทบต่อคุณภาพของ Balance Sheet ของบริษัทและครัวเรือนในภาคเอกชน กล่าวคือ ในช่วงที่บริษัท ครัวเรือนและภาคเอกชนมีปัญหาระงับของคุณภาพของ Balance Sheet มากในช่วงเวลา ณ ขณะนั้น ความต้องการขยายสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์และของภาคเอกชนจะลดลง ทำให้ปริมาณการใช้จ่ายในระบบเศรษฐกิจปรับตัวลดลงตามไปด้วย ประกอบกับภาวะเศรษฐกิจ พ.ศ. 2543 - พ.ศ. 2546 ยังคงอยู่ในช่วงฟื้นตัวและชะลอตัวลงในช่วงปลายปีตามการอุปโภคบริโภคและการลงทุนของภาคเอกชนลดลง ส่วนสภาพคล่องในระบบการเงินนั้น โดยรวมมีสูงทำให้ธนาคารพาณิชย์มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้มาอย่างต่อเนื่องหลังจากเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน (ในระหว่าง พ.ศ. 2543 - พ.ศ. 2546 อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) ยังคงสูงอยู่ระหว่างร้อยละ 8.25-5.75 ต่อปี) เนื่องจากปริมาณยอดเงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์มีปริมาณที่เพิ่มขึ้น ซึ่งโดยปกติหากอัตราดอกเบี้ยกู้ปรับตัวลดลง จะทำให้สินเชื่อภายในประเทศควรที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่สินเชื่อภายในประเทศกลับปรับตัวลดลง ส่วนหนึ่งอาจเนื่องมาจากแนวโน้มการขยายตัวทางเศรษฐกิจไม่สูง ทำให้ความต้องการสินเชื่อมีไม่มาก ประกอบกับธุรกิจบางแห่งโดยเฉพาะธุรกิจขนาดใหญ่สามารถระดมทุนโดยตรงในประเทศเพิ่มขึ้น เช่น ภาคเอกชนระดมทุนโดยการออกตราสารหนี้มากขึ้น ประกอบกับธนาคารพาณิชย์ยังคงระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อใหม่ ส่งผลทำให้สินเชื่อรวมของธนาคารพาณิชย์ลดลง โดยรวมแล้วสภาพคล่องของระบบการเงินยังมีสูง ยกเว้นบางช่วงที่เงินตั้งตัวชั่วคราวดังที่กล่าวไปแล้วข้างต้น (ช่องทางอัตราดอกเบี้ย) ส่วนใน พ.ศ. 2545 - พ.ศ. 2546 ในระยะยาวอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) จะปรับตัวลดลงต่ำกว่าจุดดุลยภาพในไตรมาสที่ 9 ซึ่งเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพและใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในระยะยาว คือ ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2545 - ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2548 โดยใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 2 ปี 6 เดือน ผลการศึกษาตรงตามทฤษฎีกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินมีนัยสำคัญทางสถิติ อาจเนื่องมาจากภาวะเศรษฐกิจขยายตัวเพิ่มขึ้น การขยายตัวของสินเชื่อปรับตัวดีขึ้น ผู้บริโภคและภาคธุรกิจต่างหาทางเลือกด้านแหล่งเงินทุนมากขึ้น โดยพึ่งพาสินเชื่อระบบสถาบันการเงินลดลง ในขณะที่เดียวกันธนาคารพาณิชย์เริ่มปล่อยสินเชื่อเพิ่มขึ้นจากภาวะเศรษฐกิจที่ขยายตัวเพิ่มขึ้น ประกอบกับปริมาณเงินที่ธนาคารพาณิชย์สามารถปล่อยสินเชื่อ (ผู้กู้รายย่อย) ผ่านธนาคารพาณิชย์เพิ่มขึ้น อัตราดอกเบี้ยลดลง ทำให้ต้นทุนการบริโภคและการลงทุนลดลงและตราใบที่ซึ่งไม่มีการทดแทนกันอย่างสมบูรณ์ระหว่างเงินฝากประเภทต่างๆ ของธนาคารกับแหล่งเงินทุนอื่นๆ ได้ทำให้ปริมาณการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์เพิ่มขึ้น

ส่งผลทำให้การบริโภคและการลงทุนเพิ่มขึ้น ทำให้เกิดเงินเฟ้อด้านอุปสงค์เพิ่มและหลังจากนั้น อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) ปรับตัวสูงขึ้นเข้าสู่จุดดุลยภาพในระยะยาวที่ไตรมาสที่ 19 จะเห็นได้ว่ากลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงิน ช่องทางนี้ส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว สรุปตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ใช้ระยะเวลาในการตอบสนองซึ่งเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพทั้งระยะสั้นและระยะยาว ใช้เวลาปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในระยะยาว คือ ในช่วงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2548 ใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 4 ปี 6 เดือน (รายงานเศรษฐกิจและการเงิน , ธนาคารแห่งประเทศไทย , 2543 – 2548)

การทดสอบ Impulse Response Function เป็นการตอบสนองของตัวแปรต่อการเปลี่ยนแปลงฉับพลัน (Shock) ของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) ส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อ (INF) ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 - 35 พบว่าประสิทธิผลของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินกรณีผ่านแต่ละตัวแปรของตลาดจำนวน 4 ตลาด ในตลาดเงิน ตลาดทุน ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ ตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ ส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อ (INF) โดยมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นตั้งแต่ไตรมาสแรกเหมือนกัน ในทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) หลังจากนั้นผลของการตอบสนองต่ออัตราเงินเฟ้อ (INF) ของแต่ละตัวแปรมีขนาดที่แตกต่างกัน คือ ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER) มีการตอบสนองต่ออัตราเงินเฟ้อสูงสุดในไตรมาสที่ 5 ในขนาดที่มากกว่าทุกตัวแปรที่ทำการศึกษา รองลงมา คือ ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีการตอบสนองต่ออัตราเงินเฟ้อสูงสุดในไตรมาสที่ 20 มีการปรับตัวความผันผวนเล็กน้อยโดยปรับตัวลดลงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยและปรับเพิ่มขึ้นลดลงหลังจากนั้นจึงปรับตัวเข้าใกล้จุดดุลยภาพ ส่วนอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (RD) มีการตอบสนองต่ออัตราเงินเฟ้อสูงสุดในไตรมาสที่ 3 ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER) และอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) โดยอัตราเงินเฟ้อปรับตัวลดลงและเพิ่มขึ้นเข้าสู่จุดดุลยภาพ ขณะที่อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) มีการตอบสนองต่ออัตราเงินเฟ้อสูงสุดในไตรมาสที่ 3 โดยอัตราเงินเฟ้อปรับตัวลดลงและเพิ่มขึ้นเข้าสู่จุดดุลยภาพในระยะยาว ตามลำดับ (ตารางที่ 5.11)

การทดสอบ Impulse Response Function การตอบสนองต่อตัวแปร ที่ทำการศึกษาเกิดจากการเปลี่ยนแปลงฉับพลัน (Shock) ของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 - 35 พบว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (RD) มีการตอบสนองในขนาดสูงสุด รองลงมา คือ ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER) อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ตามลำดับ โดยผลการตอบสนองมีขนาด

แตกต่างกัน คือ การตอบสนองของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนหรือตลาดเงิน มีการปรับตัวสูงขึ้นตั้งแต่ไตรมาสแรกและสูงสุดไตรมาสที่ 3 ต่อเนื่องถึงไตรมาสที่ 8 ในทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี ในระยะสั้น ผลการศึกษาเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพและใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในช่วงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 3 พ.ศ. 2545 ใช้ระยะเวลาเท่ากับ 2 ปี กล่าวคือ เมื่อธนาคารกลางประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น จะส่งผลทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะต่างๆ ของตลาดปรับตัวขึ้นตาม โดยเฉพาะอย่างยิ่งอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญที่สุดแหล่งหนึ่งปรับตัวขึ้นตาม ซึ่งส่งผลกระทบต่อต้นทุนในการลงทุนและการบริโภคของประชาชน ทำให้ระดับการใช้จ่าย ระดับการบริโภค ระดับการลงทุนในระบบเศรษฐกิจชะลอตัวลง และจากสภาพคล่องในระบบการเงินระหว่าง พ.ศ. 2543 – พ.ศ. 2546 โดยรวมมีสูงทำให้ธนาคารพาณิชย์มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้มาอย่างต่อเนื่องหลังจากเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน ทำให้ในระยะยาวอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนหรือตลาดเงิน ปรับตัวลดลงต่ำกว่าจุดดุลยภาพในไตรมาสที่ 9 ซึ่งเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพและใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพ คือ ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2545 – ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2547 โดยใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 2 ปี 3 เดือน ผลการศึกษาตรงตามทฤษฎีกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินมีนัยสำคัญทางสถิติ คือ เมื่อธนาคารกลางดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นผลทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลง ต้นทุนของการบริโภคและการลงทุนลดลง จะส่งผลทำให้การบริโภคและการลงทุนเพิ่มขึ้น ทำให้เกิดเงินเฟ้อด้านอุปสงค์เพิ่มและหลังจากนั้นจึงปรับตัวสูงขึ้นในทิศทางเข้าสู่จุดดุลยภาพในไตรมาสที่ 18 สรุปตลาดเงินใช้ระยะเวลาในการตอบสนองซึ่งเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพทั้งระยะสั้นและระยะยาว ใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในระยะยาว คือ ในช่วงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2547 ใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 4 ปี 3 เดือน ส่วนการตอบสนองของดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงหรือตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ ปรับตัวเพิ่มขึ้นในทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ในไตรมาสแรกต่อเนื่องสูงสุดในไตรมาสที่ 9 ในระยะสั้นผลการศึกษาเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพและใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในช่วงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2548 ใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 4 ปี 6 เดือน ผลการทดสอบตรงตามทฤษฎีกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินค่าเงินบาทแข็งค่า กล่าวคือ การปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อระดับอัตราแลกเปลี่ยน เมื่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศปรับตัวสูงขึ้น จะทำให้การลงทุนในตลาดการเงินของประเทศไทยมีผลตอบแทนที่สูงขึ้นโดยเปรียบเทียบกับการลงทุนในต่างประเทศ เงินทุนจะไหลเข้าจากต่างประเทศ ส่งผลทำให้อัตราแลกเปลี่ยนปรับตัวแข็งขึ้น โดยจะส่งผลต่อภาคเศรษฐกิจ 2 ด้าน คือ ผู้ส่งออกในประเทศไทยจะสูญเสียความสามารถในการแข่งขัน

ขณะที่ความต้องการสินค้านำเข้าจากต่างประเทศจะปรับตัวสูงขึ้น ทำให้ระดับของความต้องการซื้อสินค้าโดยรวม (Aggregate Demand) ลดลงตามด้วย ส่วนในระยะยาวดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงปรับตัวลดลงต่ำกว่าจุดดุลยภาพในไตรมาสที่ 18 ซึ่งเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพและใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพ คือ ตั้งแต่ไตรมาสที่ 2 พ.ศ. 2548 – ไตรมาสที่ 2 พ.ศ. 2552 โดยใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 4 ปี 3 เดือน ส่งผลทำให้ค่าเงินบาทภายในประเทศอ่อนค่าลง ส่งผลทำให้เงินทุนเริ่มไหลออกนอกประเทศ เนื่องจากอัตราผลตอบแทนโดยเปรียบเทียบภายในประเทศลดต่ำลงและทำให้อุปสงค์ต่อเงินตราต่างประเทศเพิ่มขึ้น ทำให้ราคาสินค้าภายในประเทศถูกลงเมื่อเปรียบเทียบกับราคาสินค้าต่างประเทศ การส่งออกสุทธิเพิ่มขึ้น หลังจากนั้นดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER) ปรับตัวเพิ่มขึ้นเข้าสู่จุดดุลยภาพในไตรมาสที่ 35 สรุปตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศใช้ระยะเวลาในการตอบสนองซึ่งเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพทั้งระยะสั้นและระยะยาว ใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในระยะยาว คือ ในช่วงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 2 พ.ศ. 2552 ใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 8 ปี 9 เดือน สำหรับการตอบสนองของอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีหรือตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ปรับตัวสูงขึ้นในไตรมาสแรกสูงสุดไตรมาสที่ 2 ต่อเนื่องถึงไตรมาสที่ 8 ในทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ในระยะสั้นผลการศึกษาเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพและใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในช่วงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 3 พ.ศ. 2545 ใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 2 ปี กล่าวคือ เมื่อธนาคารกลางประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น จะส่งผลทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะต่างๆ ของตลาดปรับตัวขึ้นตาม โดยเฉพาะอย่างยิ่งอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญที่สุดแหล่งหนึ่งปรับตัวขึ้นตาม ซึ่งส่งผลกระทบต่อต้นทุนในการลงทุนและการบริโภคของประชาชน ทำให้ระดับการใช้จ่าย ระดับการบริโภค ระดับการลงทุนในระบบเศรษฐกิจชะลอตัวลง ช่องทางนี้เน้นถึงปัญหาของ Asymmetric Information ของตลาดการเงิน ที่ไม่สามารถกู้จากตลาดการเงิน โดยตรงได้ โดยธนาคารพาณิชย์ซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการปล่อยกู้ยืมในระบบเศรษฐกิจ ซึ่งปัญหาของ Asymmetric Information จะส่งผลต่อคุณภาพของ Balance Sheet ของบริษัทและครัวเรือนในภาคเอกชน กล่าวคือ ในช่วงที่บริษัท ครัวเรือนและภาคเอกชนมีปัญหาเรื่องของคุณภาพของ Balance Sheet มากในช่วงเวลา ณ ขณะนั้น ความต้องการขยายสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์และของภาคเอกชนจะลดลง ทำให้ปริมาณการใช้จ่ายในระบบเศรษฐกิจปรับตัวลดลงตามไปด้วย ส่วนในระยะยาวอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) จะปรับตัวลดลงต่ำกว่าจุดดุลยภาพในไตรมาสที่ 9 ซึ่งเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพและใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในระยะยาวคือ ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2545 – ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2548 โดยใช้ระยะเวลา

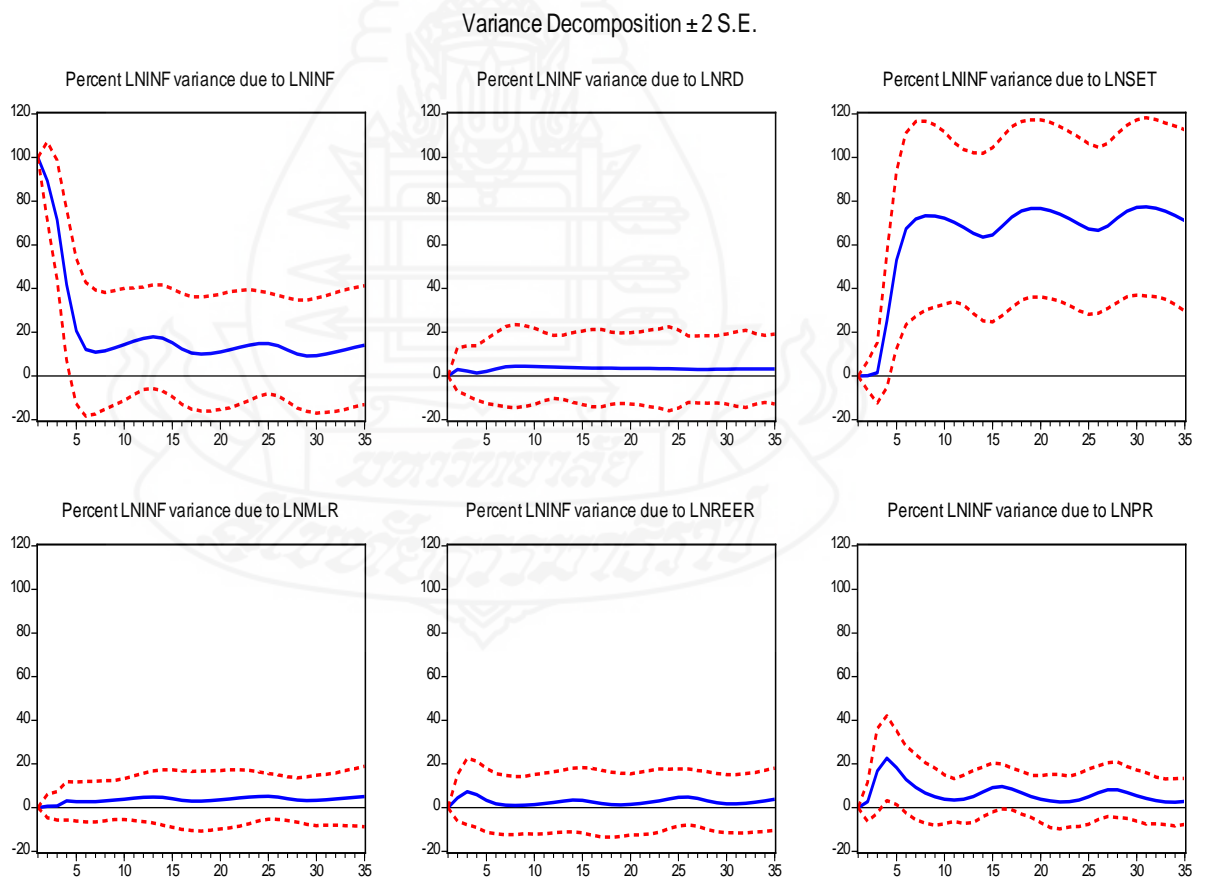
ในการปรับตัวเท่ากับ 2 ปี 6 เดือน ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับนโยบายการเงินมีนัยสำคัญทางสถิติ อาจเนื่องมาจากภาวะเศรษฐกิจขยายตัวเพิ่มขึ้น การขยายตัวของสินเชื่อปรับตัวดีขึ้นตามการขยายตัวทางเศรษฐกิจ นอกจากนี้ผู้บริโภครวมและภาคธุรกิจต่างหาทางลดต้นทุนแหล่งเงินทุนมากขึ้น โดยพึ่งพาสินเชื่อระบบสถาบันการเงินลดลง เมื่ออัตราดอกเบี้ยลดลง ทำให้ต้นทุนการบริโภคและการลงทุนลดลง ส่งผลทำให้การบริโภคและการลงทุนเพิ่มขึ้น ทำให้เกิดเงินเฟ้อด้านอุปสงค์เพิ่มและหลังจากนั้นอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีปรับตัวสูงขึ้นในทิศทางเข้าสู่จุดดุลยภาพในไตรมาสที่ 19 สรุปตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ใช้ระยะเวลาในการตอบสนองซึ่งเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพทั้งระยะสั้นและระยะยาว ใช้เวลาปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในระยะยาว คือ ในช่วงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2548 ใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 4 ปี 6 เดือน ในขณะที่การตอบสนองต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือตลาดทุน ปรับตัวลดลงทันทีในไตรมาสแรก ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) และตัวแปรอื่นๆ ในแบบจำลอง โดยปรับตัวต่ำกว่าจุดดุลยภาพต่ำสุดในไตรมาสที่ 26 กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และราคาของตราสารหนี้ โดยราคาจะปรับตัวลดลงเมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น เนื่องจาก Present Value ของผลตอบแทนจากการถือครองหลักทรัพย์หรือการถือครองตราสารหนี้ จะถูกปรับด้วยอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ทำให้ความมั่งคั่ง Wealth Effect ของผู้บริโภคจะลดลงและการบริโภคในระบบเศรษฐกิจจะลดลงตาม หลังจากนั้นดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ปรับตัวเพิ่มขึ้นเข้าสู่จุดดุลยภาพในระยะยาวไตรมาสที่ 35 โดยปรับตัวเพิ่มขึ้นตามอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจดีขึ้น ค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้น ต่างชาติมีความเชื่อมั่นมากขึ้น ทำให้มีเงินทุนไหลเข้าประเทศมากขึ้น โดยเฉพาะเงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย ส่งผลทำให้การลงทุนและการบริโภคเพิ่มขึ้น ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับนโยบายการเงินมีนัยสำคัญทางสถิติ สรุปตลาดทุนใช้ระยะเวลาในการตอบสนองซึ่งเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพและใช้เวลาปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในระยะยาว คือ ในช่วงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2552 ใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 8 ปี 6 เดือน

ตลาดที่มีการตอบสนองเร็วที่สุดหรือแต่ละตัวแปร ระหว่างไตรมาสที่ 1 - 35 คือ อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) หรือตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ในไตรมาสที่ 2 รองลงมา คือ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (RD) หรือตลาดเงิน ในไตรมาสที่ 3 ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER) หรือตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ ในไตรมาสที่ 9 ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) หรือตลาดทุน ในไตรมาสที่ 26 ตามลำดับ โดยทั่วไปการส่งผ่านนโยบายการเงินไปยังระดับราคาจะต้องใช้เวลาระยะหนึ่งและระยะเวลา

ดังกล่าวอาจไม่คงที่ไม่แน่นอน การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางจึงต้องคำนึงว่าการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายวันนี้ อาจไม่ส่งผลต่อระบบเศรษฐกิจในทันทีแต่อาจจะต้องใช้ระยะเวลาสักระยะหนึ่ง ดังนั้นการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อที่จะเพิ่มเงินเฟ้อได้ตามระยะเวลาที่กำหนดไว้ จะต้องประกอบด้วย อัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวและระดับราคาภายในประเทศต้องมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวจะเพิ่มช่องทางการส่งผ่านโดยตรงของนโยบายการเงินเมื่อเทียบกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ดังนั้นการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในประเทศจะส่งผลทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศลดลง การตอบสนองจะเริ่มจากระบบการเงินในระบบเศรษฐกิจจะเกิดสภาพคล่องเพิ่มมากขึ้นส่งผลทำให้ระบบธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินจะทยอยปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก (อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน : RD) และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี : MLR) ทำให้ต้นทุนในการบริโภค การลงทุนลดลงและภาระหนี้ของธุรกิจลดลง ส่งผลทำให้ต้นทุนการบริโภคและการลงทุนลดลง ทำให้ความต้องการบริโภคและขยายการลงทุนเพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้เกิดการจ้างงานและผลผลิตโดยรวมของประเทศเพิ่มขึ้น ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศลดลงจะเกิดการเปรียบเทียบกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศคงที่ในทางทฤษฎีอาจส่งผลทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายการลงทุนไปยังประเทศที่ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า เงินทุนไหลออกนอกประเทศส่งผลต่ออัตราแลกเปลี่ยน ทำให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าลง (ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง : REER) ทำให้การนำเข้าลดลง การส่งออกสุทธิของประเทศเพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้ผลผลิตโดยรวมของประเทศเพิ่มขึ้น ส่วนระดับราคาสินค้าภายในประเทศ จะมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะสินค้านำเข้ามีสัดส่วนที่สูง เมื่อราคาสินค้านำเข้าเพิ่มขึ้นตามอัตราแลกเปลี่ยนที่อ่อนค่าหลังจากที่มีการลดอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ จะส่งผลทำให้อัตราเงินเฟ้อโดยรวมเพิ่มขึ้น (อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน : INF) ขนาดของการตอบสนองของระดับราคาในประเทศต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนนี้ จะขึ้นอยู่กับระดับการตอบสนองของราคาสินค้านำเข้าต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนนั่นเอง ส่วนการตอบสนองของตลาดทุนหรือดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในสถานการณ์ที่สภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจมีสูง อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินลดลง ประชาชนจะมีความรู้สึกที่เงินอยู่ในมือมากกว่าความต้องการจึงพยายามที่จะลดปริมาณเงินในมือลง คือ ส่วนหนึ่งจะนำไปลงทุนในตลาดทุนเพิ่มขึ้น ที่ให้ผลตอบแทนที่มากกว่าการฝากเงินไว้กับธนาคารพาณิชย์ ทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ประชาชนจะมีความมั่งคั่งขึ้น ส่งผลทำให้มีความต้องการบริโภคมากขึ้น ส่วนภาคธุรกิจเมื่อราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ทำให้มูลค่าธุรกิจสูงขึ้น จะทำให้มีการขยายการลงทุนเพิ่มขึ้น ผลผลิตโดยรวมของประเทศเพิ่มขึ้น (ตารางที่ 5.11)

ตอนที่ 4 ผลการทดสอบการวิเคราะห์โดยแยกส่วนประกอบของความแปรปรวนของ อัตราเงินเฟ้อ

การวิเคราะห์โดยแยกส่วนประกอบของความแปรปรวน (Variance Decomposition : VD) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแบบจำลอง จากการแยกส่วนประกอบของความแปรปรวนแล้วนำผลการทดสอบมาเปรียบเทียบสัดส่วนของความแปรปรวน ซึ่งอาจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงของตัวมันเองหรือเกิดจากการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตัวอื่นๆ ในแบบจำลอง โดยตัวแปรที่นำมาใช้ในการทดสอบ ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (RD) ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER) และอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) และในการทดสอบครั้งนี้ได้ใช้วิธี (Akaike Information Criterion : AIC) (1973) เป็นเกณฑ์ในการเลือกจำนวน Lag ที่เหมาะสม โดยได้ Lag = 3 และผลการทดสอบ VD มีดังนี้



ภาพที่ 5.5 ผลการวิเคราะห์ Variance Decomposition ของอัตราเงินเฟ้อ

ตารางที่ 5.10 ผลการวิเคราะห์ Variance Decomposition ของอัตราเงินเฟ้อ

Period	LNINF	LNRD	LNSET	LNMLR	LNREER	LNPR
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	89.24032	2.952241	0.038954	0.653865	4.411917	2.702699
3	71.44902	2.225883	1.430889	0.765346	7.296916	16.83194
4	41.83060	1.329076	25.12551	3.066239	5.981413	22.66716
5	20.57133	2.080145	53.01517	2.750604	3.289184	18.29357
6	12.13942	3.197357	67.36676	2.730125	1.698234	12.86810
7	10.90198	4.147318	71.88677	2.698343	1.093102	9.272484
8	11.49396	4.455006	73.30209	3.102574	0.959316	6.687050
9	12.87848	4.476462	73.17104	3.462656	1.111091	4.900277
10	14.38041	4.341162	72.17826	3.889297	1.404923	3.805956
11	15.91809	4.211991	70.35446	4.279275	1.833625	3.402558
12	17.17176	4.081843	67.95506	4.643213	2.375259	3.772861
13	17.85159	3.941152	65.28541	4.835465	2.997692	5.088696
14	17.29627	3.784646	63.57079	4.689281	3.445260	7.213754
15	15.12632	3.642824	64.59170	4.103873	3.331946	9.203333
16	12.34504	3.560195	68.44285	3.385643	2.606392	9.659875
17	10.49217	3.524232	72.70204	2.981177	1.796577	8.503802
18	9.951042	3.506008	75.50480	2.975210	1.320891	6.742048
19	10.27206	3.487306	76.68262	3.220226	1.223163	5.114633
20	11.03622	3.465403	76.63493	3.583345	1.416026	3.864074
21	12.00206	3.438357	75.71399	3.993778	1.823279	3.028534
22	13.04198	3.402111	74.11145	4.413557	2.406305	2.624601
23	14.03556	3.349453	71.95295	4.803406	3.136908	2.721724
24	14.77335	3.271207	69.46088	5.090050	3.950146	3.454365
25	14.86106	3.162715	67.27046	5.135502	4.649972	4.920291
26	13.84040	3.042183	66.66060	4.784311	4.845796	6.826712
27	11.85408	2.962979	68.66989	4.099466	4.233445	8.180140
28	10.00329	2.964767	72.30051	3.476513	3.139301	8.115611
29	9.164866	3.022957	75.42722	3.217582	2.218970	6.948402
30	9.283445	3.092196	77.09104	3.293412	1.756882	5.483025
31	9.969075	3.148027	77.42689	3.562616	1.703555	4.189837
32	10.93320	3.183048	76.79371	3.923273	1.945680	3.221093
33	12.01789	3.194945	75.43947	4.320529	2.406421	2.620747
34	13.11633	3.180491	73.49859	4.717252	3.043896	2.443440
35	14.08268	3.133831	71.10322	5.062006	3.815033	2.803230

หมายเหตุ : ที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

จากภาพที่ 5.5 และตารางที่ 5.10 ผลการทดสอบ Variance Decomposition ของอัตราเงินเฟ้อ โดยทดสอบจากการแยกตัวแปรของช่องทางต่างๆ ในแต่ละตัวแปร ระหว่างไตรมาสที่ 1 - 35 พบว่าความเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) สามารถอธิบายความผันแปรของอัตราเงินเฟ้อของตัวเองสูงสุดร้อยละ 100.00 ในไตรมาสแรก ส่วนอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (RD) หรือตลาดเงิน สามารถอธิบายความผันแปรของอัตราเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 4.48 ในไตรมาสที่ 9 ขณะที่ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) หรือตลาดทุน สามารถอธิบายความผันแปรของอัตราเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 77.43 ในไตรมาสที่ 31 ส่วนอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) หรือตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ สามารถอธิบายความผันแปรของอัตราเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 5.14 ในไตรมาสที่ 25 สำหรับดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER) หรือตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ สามารถอธิบายความผันแปรของอัตราเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 7.30 ในไตรมาสที่ 3 และอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) สามารถอธิบายความผันแปรของอัตราเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 22.67 ไตรมาสที่ 4

ผลการทดสอบโดยแยกส่วนประกอบของความแปรปรวน Variance Decomposition ของอัตราเงินเฟ้อโดยภาพรวม ในระยะสั้น ระหว่างไตรมาสที่ 1 - 2 (6 เดือน) พบว่าสอดคล้องกับผลการทดสอบโดยวิธี Impulse Response Function กรณีผ่านแต่ละตัวแปร ผลการศึกษาพบว่าทุกตัวแปรที่นำมาทดสอบในแบบจำลองส่งผลกระทบต่อภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทย ในขนาดที่แตกต่างกัน โดยพบว่าความเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) สามารถอธิบายความผันแปรของอัตราเงินเฟ้อของตัวเองสูงสุดร้อยละ 100.00 ในไตรมาสแรก รองลงมา ได้แก่ ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER) สามารถอธิบายความผันแปรของอัตราเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 4.41 ในไตรมาสที่ 2 ส่วนอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (RD) สามารถอธิบายความผันแปรของอัตราเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 2.95 ในไตรมาสที่ 2 ส่วนอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) สามารถอธิบายความผันแปรของอัตราเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 2.70 ในไตรมาสที่ 2 ส่วนอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) สามารถอธิบายความผันแปรของอัตราเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 0.65 ในไตรมาสที่ 2 ขณะที่ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) สามารถอธิบายความผันแปรของอัตราเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 0.04 ในไตรมาสที่ 2 ตามลำดับ (ตารางที่ 5.11)

สำหรับในระยะยาว ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 - 35 (8 ปี 9 เดือน) ผลของการทดสอบโดยแยกส่วนประกอบของความแปรปรวน Variance Decomposition ของอัตราเงินเฟ้อโดยภาพรวมจำนวน 4 ตลาด พบว่าอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) สามารถอธิบายความผันแปรของตัวเองสูงสุดร้อยละ 100.00 ในไตรมาสแรก ส่วนอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) สามารถอธิบายความผันแปรของอัตราเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 22.67 ไตรมาสที่ 4 และถ้านำผลการทดสอบในระยะสั้นและระยะยาวมาทำการ

เปรียบเทียบผลการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อในไตรมาสที่ 1 - 35 ยกเว้นความผันแปรของอัตราเงินเฟ้อ (INF) ของตัวมันเองและอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) จะเห็นถึงความสำคัญของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีลำดับความสำคัญอยู่อันดับหนึ่ง โดยขนาดของผลการทดสอบเพิ่มขึ้นมากแตกต่างจากผลการทดสอบในระยะสั้นและสอดคล้องกับแนวคิดของสำนัก Monetarist โดยจะมุ่งเน้นไปที่ราคาโดยเปรียบเทียบของสินทรัพย์ที่มีอยู่ทั้งหมด กล่าวคือ เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) จะมีผลกระทบต่อการลงทุนตามทฤษฎีของ Tobin's q Theory ทำให้เกิดการลงทุนในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นและปริมาณผลผลิตเพิ่มขึ้นและมีต่อการบริโภคตามทฤษฎี Wealth Effect คือ เมื่อราคาหลักทรัพย์หรือสินทรัพย์เพิ่มขึ้นมูลค่าความมั่งคั่ง Wealth Effect จะเพิ่มขึ้น จะส่งผลทำให้การบริโภคเพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นและสอดคล้องกับผลการศึกษาของ ชาญรัตน์ บุญชิต (2547) ศึกษา “กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินและภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทย” พบว่าอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน สามารถอธิบายความเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อของตัวมันเองสูงสุด รองลงมา คือ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย และถ้า นำผลการทดสอบมาทำการเปรียบเทียบผลการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อ ยกเว้นความเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อของตัวมันเองและอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จะพบว่าดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถอธิบายความเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อสูงสุด รองลงมา คือ อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ต้นทุนแรงงานต่อหน่วยตามลำดับและสอดคล้องกับผลการศึกษาของ วรณชญา เอี่ยมจ้อย (2548) ศึกษา “ผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินที่มีต่อการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนในระบบเศรษฐกิจไทย” พบว่าช่องทางราคาสินทรัพย์ส่งผลกระทบต่อบริโภคของภาคเอกชนมากที่สุดในการกระตุ้นกิจกรรมทางเศรษฐกิจและสอดคล้องกับผลการศึกษาของ ศรีณพร คงแก้ว (2548) “ศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” พบว่าในช่วงที่ดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งตรงกับสมมติฐานในแบบจำลอง ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยน เนื่องจากค่าเงินบาทมีความผันผวนมากเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ทำให้การลงทุนลดลง ความเสี่ยงในการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนสูงและการที่ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ลดต่ำลง เนื่องมาจากภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ ส่งผลทำให้นักลงทุนขาดความเชื่อมั่น ส่วนอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน มีการตัวปรับสูงขึ้น นักลงทุนจะนำเงินไปฝากธนาคารมากขึ้น ส่งผลทำให้ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ลดลง

รองลงมา คือ ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER) หรือตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ สามารถอธิบายความผันแปรของเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 7.30 ในไตรมาสที่ 3 มีลำดับความสำคัญอยู่อันดับที่ 2 รองจากตลาดทุน โดยเปรียบเทียบผลการทดสอบมีขนาดที่ใกล้เคียงกันกับตลาดสินเชื่อกองธนาคารพาณิชย์และตลาดเงิน แสดงถึงความสำคัญของดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER) ต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศไทยที่ชัดเจนมาก ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของ Mundell (1962) ได้กล่าวว่า “หากมีการไหลของเงินทุนโดยเสรี ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ย (ในระยะสั้น) และอัตราแลกเปลี่ยนจะเป็นไปในลักษณะของ Interest Rate Parity นั่นคือ ความแตกต่างในอัตราดอกเบี้ยภายในและภายนอก (หรือระหว่าง 2 ประเทศ) จะเท่ากับอัตราแลกเปลี่ยนที่คาดคะเนว่าจะเปลี่ยนไประหว่าง 2 ประเทศ ซึ่งหากเกิดความไม่สมดุลกัน การไหลเข้าออกของเงินทุนจะเป็นตัวปรับทำให้มีเงินไหลเข้าสู่ประเทศที่มีผลตอบแทนของอัตราดอกเบี้ยสูงจนกระทั่งผลตอบแทนจากอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวเท่ากันทั้ง 2 ประเทศ” ซึ่งมีอิทธิพลทำให้เกิดเงินเฟ้อภายในประเทศได้ แต่ถ้าพิจารณาขนาดของผลการทดสอบระยะสั้นในไตรมาสที่ 1 – 2 ขนาดของผลกระทบของดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER) มีมากกว่าทุกตัวแปรในระยะสั้น คือ สามารถอธิบายความผันแปรของเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 4.41 ในไตรมาสที่ 2 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER) มีความเร็วในการส่งผ่านผลกระทบไปสู่เงินเฟ้อ สอดคล้องกับผลการศึกษาของ ชาญรัตน์ บุญชิต (2547) ศึกษา “กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินและภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทย” พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง มีการตอบสนองต่ออัตราเงินเฟ้อสูงสุด รองลงมา คือ ต้นทุนแรงงานต่อหน่วย ระดับผลผลิต ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ตามลำดับ และพบว่าอัตราแลกเปลี่ยนเป็นตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่อเงินเฟ้อได้พอสมควร ซึ่งถ้าปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง เป็นไปตามกลไกตลาดและทางการเข้าแทรกแซงเท่าที่จำเป็นเมื่ออัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไหวผันผวนสูง รุนแรงผิดปกติ จะช่วยลดผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนที่มีต่อเงินเฟ้อได้และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Hwee Kwan Chow (2004) ศึกษา “กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินของประเทศสิงคโปร์” พบว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศสิงคโปร์เพิ่มขึ้น ค่าเงินแข็งค่าขึ้น การนำเข้าเพิ่มขึ้น ส่งออกลดลง ส่งผลทำให้ความสามารถในการแข่งขันทางการค้าลดลง ทำให้ระดับผลผลิตลดลง ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ และพบว่าอัตราแลกเปลี่ยนเป็นตัวแปรสำคัญในการส่งผลกระทบต่อระดับผลผลิตภายในประเทศมาก โดยจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงใน อัตราดอกเบี้ย ค่าเงิน การนำเข้า การส่งออก ระดับผลผลิตในประเทศ ส่วนระดับราคาสินค้าในประเทศจะขึ้นอยู่กับระดับอัตราเงินเฟ้อของสินค้านำเข้าจากต่างประเทศ และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Frederic S. Mishkin (1996) ศึกษา “ช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงิน” และ Frederic S. Mishkin (2001) ศึกษา “การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคา

สินทรัพย์โดยเฉพาะ ซึ่งประกอบด้วย ราคาหลักทรัพย์ ราคาอสังหาริมทรัพย์ อัตราแลกเปลี่ยน” แสดงถึงความสำคัญของช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน คือ การดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายจะส่งผลทำให้ค่าเงินอ่อนค่าลง หนี้สินภายในประเทศมีมูลค่าเพิ่มขึ้น ขณะที่ราคาสินทรัพย์มีค่าคงที่ ทำให้ธนาคารสามารถปล่อยสินเชื่อเงินกู้เพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้การลงทุนและอุปสงค์โดยรวมในประเทศเพิ่มขึ้น เศรษฐกิจภายในประเทศขยายตัวและส่งผลกระทบต่อเงินเฟ้อภายในประเทศเพิ่มขึ้นและสอดคล้องกับผลการศึกษาของ นภาพร แซ่เตียว (2550) ศึกษา “การดำเนินนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนและผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจไทย” พบว่าเมื่อมีการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้น อัตราแลกเปลี่ยนจะแข็งค่าขึ้น ทำให้ระดับราคาสินค้าในประเทศสูงกว่าโดยเปรียบเทียบกับสินค้าต่างประเทศส่งผลให้การส่งออกลดลงและระดับผลผลิตลดลงตามในช่วงแรก ผู้ผลิตจึงต้องลดราคาสินค้าลงเพื่อให้สามารถจำหน่ายสินค้าได้เพิ่มขึ้น ทำให้ระดับราคาสินค้าโดยรวมในประเทศลดลง แต่หลังจากนั้นเมื่อระดับผลผลิตในประเทศลดลงระยะหนึ่งแต่ความต้องการในสินค้ายังมีอยู่ทำให้ระดับราคาสินค้าโดยรวมต้องปรับเพิ่มขึ้น ส่วนตัวแปรทางการเงินที่มีส่วนกำหนดอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนมากที่สุด ได้แก่ ดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐานมีส่วนกำหนดความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระดับค่อนข้างสูง

ส่วนอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) หรือตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ สามารถอธิบายความผันแปรของเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 5.14 ในไตรมาสที่ 25 แสดงถึงความสำคัญของอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) มีลำดับความสำคัญอยู่อันดับที่ 3 รองจากตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ แต่ถ้าพิจารณาขนาดของผลการทดสอบ ในไตรมาสที่ 1 – 2 (ระยะสั้น) ขนาดของผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) มีน้อย รองจากตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศและตลาดเงิน คือ สามารถอธิบายความผันแปรของเงินเฟ้อสูงสุดเพียงร้อยละ 0.65 ในไตรมาสที่ 2 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) มีความล่าช้าในการส่งผ่านผลกระทบต่อเงินเฟ้อ ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของ Ben and Mark (1995) ได้อธิบายถึง “ความไม่สมมาตรของข้อมูลข่าวสาร ซึ่งเป็นปัญหาให้กับผู้ให้กู้ในตลาดการเงินเป็นอย่างมาก โดยการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของค่าธรรมเนียมเงินกู้จากภายนอกจะทำให้ต้นทุนการกู้ยืมของบริษัทเอกชนสูงขึ้นหรือลดลง ซึ่งจะส่งผลให้การใช้จ่ายและการผลิตในระบบเศรษฐกิจหดตัวลงหรือขยายตัว จะส่งผลต่อการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจ” ซึ่งมีอิทธิพลทำให้เกิดเงินเฟ้อและสอดคล้องกับผลการศึกษาของ กอบศักดิ์ ภูตระกูล และ เมทินี ศุภสวัสดิ์กุล (2543) ศึกษา “กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน” พบว่าปริมาณสินเชื่อเป็นตัวแปรสำคัญที่กำหนดอัตราการขยายตัวของการลงทุนและอัตราเงินเฟ้อในไทย ส่วนการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ จะมี

ผลต่อการลงทุนและอัตราเงินเฟ้อน้อยกว่าโดยเปรียบเทียบและสอดคล้องกับผลการศึกษาของ ปิติ ดิษยทัตและพินรัฐ วงศ์สินศิริกุล (2545) ศึกษา “กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในประเทศไทย” พบว่าช่องทางสินเชื่อนานาชาติพาณิชย์มีบทบาทสำคัญ ในกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในประเทศไทย เนื่องจากการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายที่คล่องตัว จะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพให้แก่การทำงานของระบบการเงินและเอื้อต่อการรักษาเสถียรภาพของเศรษฐกิจไทย ส่งผลต่อการขยายตัวของการลงทุนและอัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นและสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Frederic S. Mishkin (1996) ศึกษา “ช่องทางส่งผ่านนโยบายการเงิน” และ Frederic S. Mishkin (2001) ศึกษา “การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาสินทรัพย์โดยเฉพาะ ซึ่งประกอบด้วย ราคาหลักทรัพย์ ราคาอสังหาริมทรัพย์ อัตราแลกเปลี่ยน” พบว่าการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นผลทำให้ธนาคารสามารถปล่อยสินเชื่อเงินกู้เพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้การลงทุนและอุปสงค์โดยรวมในประเทศเพิ่มขึ้น เศรษฐกิจภายในประเทศขยายตัวและส่งผลกระทบต่อเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ คมกฤษ หาญเจริญศักดิ์ (2544) ศึกษา “การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย” พบว่าอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร (เครื่องมือนโยบายการเงิน) ส่งผลต่อความแปรปรวนของสินเชื่อนานาชาติขนาดเล็กมากกว่าธนาคารใหญ่อย่างเห็นได้ชัด แต่ส่งผลต่อความแปรปรวนของปริมาณหลักทรัพย์ของธนาคารขนาดใหญ่มากกว่าธนาคารขนาดเล็ก สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ดังนั้นผลของการทดสอบกลไกการทำงานของนโยบายการเงินส่งผ่านช่องทางสินเชื่อนานาชาติ ธนาคารขนาดเล็กจะได้รับผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงินมากกว่าธนาคารขนาดใหญ่ เนื่องจากธนาคารขนาดใหญ่มีความสามารถระดมทุนได้มากกว่าธนาคารขนาดเล็ก กรณีดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวด ธนาคารขนาดใหญ่จะทำการลดการถือครองหลักทรัพย์มากกว่าธนาคารขนาดเล็ก เพื่อที่จะรักษาระดับของปริมาณสินเชื่อเอาไว้

ส่วนอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (RD) หรือตลาดเงิน ผลการศึกษาแสดงถึงความสำคัญของตลาดเงิน คือ สามารถอธิบายความผันแปรของเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 4.48 ในไตรมาสที่ 9 มีลำดับความสำคัญอยู่อันดับที่ 4 รองจากตลาดทุน ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศและตลาดสินเชื่อนานาชาติพาณิชย์ ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความสำคัญของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (RD) ในการตอบสนองต่อเครื่องมือนโยบายและสามารถส่งผลกระทบต่อเงินเฟ้อได้มากพอสมควร แต่ถ้าพิจารณาขนาดของผลการทดสอบในไตรมาสที่ 1 – 2 (ระยะสั้น) ขนาดของผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (RD) คือ สามารถอธิบายความผันแปรของเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 2.95 ในไตรมาสที่ 2 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (RD) มีความล่าช้าไม่มากนักในการส่งผ่านผลกระทบต่อเงินเฟ้อ สอดคล้องกับแนวคิดของเคนส์ได้

กล่าวว่า “ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินที่มีต่อรายได้และราคา เมื่อปริมาณเงินเพิ่มขึ้น จะส่งผลต่อการส่งผ่านนโยบายการเงิน โดยจะส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยเป็นหลัก ทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินลดลง ทำให้ต้นทุนเงินทุนต่ำลง การใช้จ่ายเพื่อการลงทุนเพิ่มขึ้นรวมถึงการซื้อที่อยู่อาศัย หรือสินค้าคงทนเพิ่มขึ้น เช่น ที่อยู่อาศัยหรือรถยนต์ เป็นต้น ส่งผลทำให้อุปสงค์มวลรวมและระดับผลผลิตเพิ่มขึ้น” และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ วรณชยุพา เอี่ยมจ้อย (2548) ศึกษา “ผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินที่มีต่อการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนในระบบเศรษฐกิจไทย” พบว่าช่องทางอัตราดอกเบี้ยส่งผลกระทบต่อการลงทุนของภาคเอกชนมากและผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินจะมีต่อการลงทุนของภาคเอกชนมากกว่าการบริโภคภาคเอกชน ซึ่งมีอิทธิพลต่อเงินเฟ้อและสอดคล้องกับผลการศึกษาของ ปิติ ดิษยทัต และพิน รัช วังศ์สินศิริกุล (2545) ศึกษา “กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในประเทศไทย” พบว่าช่องทางอัตราดอกเบี้ยมีบทบาทสำคัญ เนื่องจากการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบาย ที่ค่อนข้างจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพให้แก่การทำงานของระบบการเงิน ส่งผลต่อการขยายตัวของการลงทุนและอัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ สุวิตตา อย่างเจริญ (2546) ศึกษา “กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในช่องทางอัตราดอกเบี้ย : ผลการศึกษาเชิงประจักษ์กรณีประเทศไทย” พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนต่อการเปลี่ยนแปลงการบริโภคมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งเป็นผลมาจาก Wealth Effect ส่งผลทำให้เกิดเงินเฟ้อ (ตารางที่ 5.11)



ตารางที่ 5.11 สรุปผลการทดสอบ Impulse Response Function และ Variance Decomposition

ช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงิน	Impulse Response Function ผ่านแต่ละตัวแปรของตลาดจำนวน 4 ตลาด				Variance Decomposition					
	การตอบสนองของตัวแปรต่อ Shock ของ PR ส่งผลต่ออัตราเงินเฟ้อ		การตอบสนองของตัวแปรต่อ Shock ของ PR		ระยะสั้น			ระยะยาว		
	ลำดับ	การตอบสนองในขนาดสูงสุด (ไตรมาสที่ 1-35)	ลำดับ	การตอบสนองในขนาดสูงสุด (ไตรมาสที่ 1-35)	ระยะสั้นลำดับ	ไตรมาสที่ 1 - 2	(%)	สรุปภาพรวมลำดับ	ไตรมาสที่ 1 - 35	(%)
1. ตลาดเงิน	3	3	1	3	2	2	2.95	4	9	4.48
2. ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ	1	5	2	9	1	2	4.41	2	3	7.30
3. ตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์	4	3	3	2	3	2	0.65	3	25	5.14
4. ตลาดทุน	2	20	4	26	4	2	0.04	1	31	77.43
5. อัตราดอกเบี้ยนโยบาย						2	2.70		4	22.67
6. อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน						1	100		1	100

หมายเหตุ-

1. ตลาดเงิน : อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (Time Deposit Rate (3 Months) : RD)
2. ตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ : อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (Minimum Loan Rate : MLR)
3. ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ : ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (Real Effective Exchange Rate : REER)
4. ตลาดทุน : ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index : SET)
5. อัตราดอกเบี้ยนโยบาย : (Policy Rate : PR)
6. อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน : (Core Inflation : INF)

บทที่ 6

สรุปผลการวิจัย อภิปรายและข้อเสนอแนะ

1. สรุปผลการวิจัย

การศึกษาเรื่องผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินต่อภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทยภายหลังจากการใช้นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ มีวัตถุประสงค์ในการศึกษา 3 ประการ คือ 1) ศึกษากลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินของประเทศไทย 2) ศึกษาผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินต่อภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทยภายหลังจากการใช้นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อและ 3) เปรียบเทียบความสำคัญของแต่ละช่องทางในการส่งผ่านของนโยบายการเงินไปสู่ภาวะเงินเฟ้อ โดยใช้อัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงินผ่าน 4 ช่องทาง คือ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ช่องทางราคาสินทรัพย์ ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนและช่องทางสินเชื่อ โดยมีตลาดที่สำคัญของระบบเศรษฐกิจ 4 ตลาด ซึ่งแต่ละตลาดจะแทนช่องทางในการส่งผ่านนโยบายการเงิน โดยตลาดเงินแทนช่องทางอัตราดอกเบี้ย ตลาดทุนแทนช่องทางการราคาสินทรัพย์ ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศแทนช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์แทนช่องทางสินเชื่อและแต่ละตลาดจะใช้ตัวแปรแทน ได้แก่ ตลาดเงินแทนด้วยอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ตลาดทุนแทนด้วยดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศแทนด้วยดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง ตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์แทนด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี ส่วนข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิอนุกรมเวลา (Time Series Data) รายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 ถึงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2556 รวม 53 ไตรมาส ส่วนตัวแปรที่นำมาใช้ในการศึกษา ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน อัตราดอกเบี้ยนโยบาย อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี ส่วนการวิเคราะห์ข้อมูลแบ่งออกเป็น 2 วิธี คือ 1) การวิเคราะห์เชิงพรรณนาได้กล่าวถึงการดำเนินนโยบายการเงินในรูปแบบต่างๆ นอกจากนี้ยังกล่าวถึงกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน 5 ช่องทางและกล่าวถึงสภาพทั่วไปของตลาด (เป้าหมายชั้นกลาง) ซึ่งเป็นช่องทางในการส่งผ่านนโยบายการเงิน จำนวน 4 ตลาด ทั้งนี้ก็เพื่อนำไปสู่การวิเคราะห์ผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินต่อภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทย

ส่วนวิธีที่ 2) การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณใช้แบบจำลอง (Vector Autoregressive Model : VAR) เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแบบจำลองที่ส่งผลกระทบต่อภาวะเงินเฟ้อ ใน การศึกษานี้ใช้เครื่องมือในการวิเคราะห์ จำนวน 4 ขั้นตอน คือ 1) การทดสอบคุณสมบัติความนิ่ง ของข้อมูล (Unit Root Test) ตามวิธี Augment Dickey - Fuller Test (ADF-Test) และวิธีของ Phillips - Perron Test (PP-Test) ส่วนการเลือกจำนวนความล่าช้าที่เหมาะสม Optimum Lag ใช้เกณฑ์ Akaike Information Criterion (AIC) หรือ Schwartz Bayesian Criterion (SC หรือ SBC) ซึ่ง แบบจำลองที่ให้ค่า AIC หรือ SC ต่ำที่สุดจะเป็นแบบจำลองที่มีเสถียรภาพ (Stable) และมีการ เลือกใช้จำนวนความล่าช้าที่เหมาะสมที่สุด 2) การทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว (Co-integration) ด้วยวิธี Johansen เพื่อดูความสัมพันธ์ในระยะยาวของตัวแปรในแบบจำลองว่าจะมี ความสัมพันธ์ในลักษณะดุลยภาพระยะยาวหรือไม่ 3) การวิเคราะห์ปฏิกริยาการตอบสนองต่อความ แปรปรวน (Impulse Response Function) เพื่อพิจารณาว่าเมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลัน (Shock) ในตัวแปรหนึ่งจะส่งผลกระทบต่อการเคลื่อนไหวของตัวแปรอื่นในแบบจำลองในทิศทาง ใด และ 4) การวิเคราะห์โดยแยกส่วนประกอบของความแปรปรวน (Variance Decomposition) เพื่อเปรียบเทียบสัดส่วนของความผันแปรของอัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจากตัวมันเองหรือปัจจัยอื่นว่ามี สัดส่วนเท่าใด

การทดสอบ Unit Root ตามวิธี Augment Dickey-Fuller Test (ADF-Test) และวิธี Phillips-Perron Test (PP-Test) ของข้อมูลตัวแปร ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน อัตราดอกเบี้ย โยบาย อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี ค่าเงินบาทที่แท้จริงและอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี พบว่า ข้อมูลตัวแปรทั้งหมด มีคุณสมบัติความนิ่ง (Stationary) ที่ Order of Integration เท่ากับ 1 หรือ I(1) ณ ระดับ First Difference with None , First Difference with Intercept , First Difference with Trend and Intercept ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

การทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว (Co-integration) การทดสอบ ความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวตามวิธีของ Johansen ของตัวแปรต่างๆ ในแบบจำลอง พบว่า ช่องทางอัตราดอกเบี้ย (ตลาดเงิน) ค่าสถิติ λ_{trace} และค่าสถิติ λ_{Max} มีจำนวน Co-integration = 1 สมการ สรุปผลได้ว่าตัวแปรในแบบจำลอง ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ประจำ 3 เดือน อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน แสดงว่าความสัมพันธ์ของตัวแปรในแบบจำลองของตลาดเงิน คือ เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับตัวลดลง (เพิ่มขึ้น) จะส่งผลทำให้ อัตรา ดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนปรับตัวลดลงตาม (เพิ่มขึ้น) จะส่งผลทำให้ อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน ปรับตัวเพิ่มขึ้น (ลดลง) มีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ส่วนช่องทาง

ราคาสินทรัพย์ (ตลาดทุน) พบว่าค่าสถิติ λ_{Trace} มีจำนวน Co-integration เท่ากับศูนย์สมการหรือตัวแปรไม่มีความสัมพันธ์ในระยะยาว ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ส่วนค่าสถิติ λ_{Max} มีจำนวน Co-integration = 1 สมการหรือมีความสัมพันธ์เชิงคุณภาพระยะยาว ณ ระดับนัยสำคัญ 0.10 สรุปได้ว่าตัวแปรในแบบจำลอง ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน แสดงว่าความสัมพันธ์ของตัวแปรในแบบจำลองของตลาดทุนคือ เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับตัวลดลง (เพิ่มขึ้น) จะส่งผลทำให้ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น (ลดลง) จะส่งผลทำให้ อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานปรับตัวเพิ่มขึ้น (ลดลง) มีความสัมพันธ์เชิงคุณภาพระยะยาว ณ ระดับนัยสำคัญ 0.10 ส่วนช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน (ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ) พบว่าค่าสถิติ λ_{Trace} และค่าสถิติ λ_{Max} มีจำนวน Co-integration = 1 สมการ สรุปได้ว่าตัวแปรในแบบจำลอง ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน แสดงว่าความสัมพันธ์ของตัวแปรในแบบจำลองของตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ คือ เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับตัวลดลง (เพิ่มขึ้น) จะส่งผลทำให้ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงปรับตัวลดลง : ค่าเงินบาทอ่อนค่า (เพิ่มขึ้น : ค่าเงินบาทแข็งค่า) จะส่งผลทำให้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานปรับตัวเพิ่มขึ้น (ลดลง) มีความสัมพันธ์เชิงคุณภาพระยะยาว ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ขณะที่ช่องทางสินเชื่อ (ตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์) พบว่าค่าสถิติ λ_{Trace} มีจำนวน Co-integration = 3 สมการ ส่วนค่าสถิติ λ_{Max} มีจำนวน Co-integration = 1 สมการ ตัวแปรในแบบจำลอง ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน แสดงว่าความสัมพันธ์ของตัวแปรในแบบจำลองของตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ คือ เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับตัวลดลง (เพิ่มขึ้น) จะส่งผลทำให้ อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีปรับตัวลดลง (เพิ่มขึ้น) จะส่งผลทำให้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานปรับตัวเพิ่มขึ้น (ลดลง) มีความสัมพันธ์เชิงคุณภาพระยะยาว ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 สรุปได้ว่าผลการทดสอบตัวแปรทุกตัวในแบบจำลอง โดยใช้ค่า Trace Statistic และ Max-Eigen Statistic ในการทดสอบ พบว่าตัวแปรที่นำมาใช้ในแบบจำลองมีความสัมพันธ์เชิงคุณภาพในระยะยาว ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 และ 0.10

การทดสอบ Impulse Response Function การตอบสนองของตัวแปรต่อการเปลี่ยนแปลงนับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อ ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 - 35 พบว่าประสิทธิผลของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินกรณีผ่านแต่ละตัวแปรของตลาดจำนวน 4 ตลาด ในตลาดเงิน ตลาดทุน ตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ ตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ ส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อ โดยมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นตั้งแต่ไตรมาสแรกเหมือนกัน ในทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย หลังจากนั้นผลของการตอบสนองต่ออัตราเงินเฟ้อ ของแต่ละตัวแปร

มีขนาดที่แตกต่างกัน คือ ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง มีการตอบสนองต่ออัตราเงินเฟ้อสูงสุดในไตรมาสที่ 5 ในขณะที่มากกว่าทุกตัวแปรที่ทำการศึกษา รองลงมา คือ ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการตอบสนองต่ออัตราเงินเฟ้อสูงสุดในไตรมาสที่ 20 มีการปรับตัวความผันผวนเล็กน้อยโดยปรับตัวลดลงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยและปรับเพิ่มขึ้นลดลงหลังจากนั้นจึงปรับตัวเข้าใกล้จุดดุลยภาพ ส่วนอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน มีการตอบสนองต่ออัตราเงินเฟ้อสูงสุดในไตรมาสที่ 3 ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงและตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์โดยอัตราเงินเฟ้อปรับตัวลดลงและเพิ่มขึ้นเข้าสู่จุดดุลยภาพ ขณะที่ตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ มีการตอบสนองต่ออัตราเงินเฟ้อสูงสุดในไตรมาสที่ 3 โดยอัตราเงินเฟ้อปรับตัวลดลงและเพิ่มขึ้นเข้าสู่จุดดุลยภาพในระยะยาว ตามลำดับ (ตารางที่ 5.11)

การทดสอบ Impulse Response Function การตอบสนองต่อตัวแปร ที่ทำการศึกษาเกิดจากการเปลี่ยนแปลงฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 - 35 ผลการตอบสนองมีขนาดแตกต่างกัน พบว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนหรือตลาดเงิน มีการตอบสนองในขนาดสูงสุด โดยมีการปรับตัวสูงขึ้นตั้งแต่ไตรมาสแรกและสูงสุดในไตรมาสที่ 3 ต่อเนื่องถึงไตรมาสที่ 8 ในทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี ในระยะสั้นผลการศึกษาเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพและใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในช่วงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 3 พ.ศ. 2545 ใช้ระยะเวลาเท่ากับ 2 ปี ส่วนในระยะยาวปรับตัวลดลงต่ำกว่าจุดดุลยภาพในไตรมาสที่ 9 ซึ่งเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพและใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพ คือ ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2545 – ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2547 โดยใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 2 ปี 3 เดือน จากนั้นจึงปรับตัวสูงขึ้นในทิศทางเข้าสู่จุดดุลยภาพในไตรมาสที่ 18 ผลการศึกษาตรงตามทฤษฎีกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินมีนัยสำคัญทางสถิติ สรุปตลาดเงินใช้ระยะเวลาในการตอบสนองซึ่งเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพทั้งระยะสั้นและระยะยาว ใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในระยะยาวคือ ในช่วงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2547 ใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 4 ปี 3 เดือน รองลงมา คือ ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงหรือตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ ผลของการตอบสนองปรับตัวเพิ่มขึ้นในทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ในไตรมาสแรกต่อเนื่องสูงสุดในไตรมาสที่ 9 ส่งผลทำให้ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้น ในระยะสั้นผลการศึกษาเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพและใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในช่วงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2548 ใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 4 ปี 6 เดือน ส่วนในระยะยาวดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงปรับตัวลดลงต่ำกว่าจุดดุลยภาพในไตรมาสที่ 18 ซึ่งเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพและใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพ คือ ตั้งแต่ไตรมาสที่ 2 พ.ศ. 2548 – ไตรมาสที่ 2 พ.ศ. 2552 โดยใช้ระยะเวลาในการ

ปรับตัวเท่ากับ 4 ปี 3 เดือน ส่งผลทำให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าลง หลังจากนั้นดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงปรับตัวเพิ่มขึ้นเข้าสู่จุดดุลยภาพในไตรมาสที่ 35 ผลการทดสอบตรงตามทฤษฎีกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน สรุปตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศใช้ระยะเวลาในการตอบสนองซึ่งเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพทั้งระยะสั้นและระยะยาว ใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในระยะยาวคือ ในช่วงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 2 พ.ศ. 2552 ใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 8 ปี 9 เดือน ส่วนอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีหรือตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ ผลของการตอบสนองปรับตัวสูงขึ้นในไตรมาสแรกสูงสุดไตรมาสที่ 2 ต่อเนื่องถึงไตรมาสที่ 8 ในทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ในระยะสั้นผลการศึกษาเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพและใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในช่วงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 3 พ.ศ. 2545 ใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 2 ปี ส่วนในระยะยาวอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี จะปรับตัวลดลงต่ำกว่าจุดดุลยภาพในไตรมาสที่ 9 ซึ่งเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพและใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในระยะยาว คือ ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2545 – ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2548 โดยใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 2 ปี 6 เดือน ซึ่งผลการศึกษาดตรงตามทฤษฎีกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินมีนัยสำคัญทางสถิติและหลังจากนั้นอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี ปรับตัวสูงขึ้นในทิศทางเข้าสู่จุดดุลยภาพในไตรมาสที่ 19 สรุปตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ใช้ระยะเวลาในการตอบสนองซึ่งเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพทั้งระยะสั้นและระยะยาว ใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในระยะยาว คือ ในช่วงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2548 ใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 4 ปี 6 เดือน ในขณะที่การตอบสนองต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือตลาดทุน มีการปรับตัวลดลงทันทีในไตรมาสแรก ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายและตัวแปรอื่นๆ ในแบบจำลอง โดยปรับตัวต่ำกว่าจุดดุลยภาพต่ำสุดในไตรมาสที่ 26 หลังจากนั้นปรับตัวเพิ่มขึ้นเข้าสู่จุดดุลยภาพในระยะยาวไตรมาสที่ 35 ผลการการศึกษาตรงตามทฤษฎีกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สรุปตลาดทุนใช้ระยะเวลาในการตอบสนองซึ่งเบี่ยงเบนออกไปจากจุดดุลยภาพและใช้เวลาการปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพในระยะยาว คือ ในช่วงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2552 ใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเท่ากับ 8 ปี 6 เดือน ตามลำดับ (ตารางที่ 5.11)

ส่วนตลาดที่มีการตอบสนองเร็วที่สุดหรือแต่ละตัวแปร ระหว่างไตรมาสที่ 1 - 35 คือ อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) หรือตลาดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ ในไตรมาสที่ 2 รองลงมา คือ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (RD) หรือตลาดเงิน ในไตรมาสที่ 3 ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER) หรือตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ ใน

ไตรมาสที่ 9 ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) หรือตลาดทุน ในไตรมาสที่ 26 ตามลำดับ(ตารางที่ 5.11)

การวิเคราะห์แยกส่วนประกอบของความแปรปรวน(Variance Decomposition : VD) ของอัตราเงินเฟ้อโดยภาพรวม ในระยะสั้น ระหว่างไตรมาสที่ 1 - 2 (6 เดือน) พบว่าสอดคล้องกับผลการทดสอบโดยวิธี Impulse Response Function กรณีการส่งผ่านแต่ละตัวแปร ผลการศึกษาพบว่าตัวแปรทั้งหมดที่นำมาทดสอบในแบบจำลองส่งผลกระทบต่อภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทย ในขนาดที่แตกต่างกัน พบว่าอัตราเงินเฟ้อสามารถอธิบายความผันแปรของอัตราเงินเฟ้อของตัวเองสูงสุดร้อยละ 100.00 ในไตรมาสแรก ส่วนปัจจัยรองที่ส่งผลต่ออัตราเงินเฟ้อ คือ ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงสามารถอธิบายความผันแปรของอัตราเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 4.41 ในไตรมาสที่ 2 รองลงมาคือ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน สามารถอธิบายความผันแปรของอัตราเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 2.95 ในไตรมาสที่ 2 ส่วนอัตราดอกเบี้ยนโยบาย สามารถอธิบายความผันแปรของอัตราเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 2.70 ในไตรมาสที่ 2 ขณะที่อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีสามารถอธิบายความผันแปรของอัตราเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 0.65 ในไตรมาสที่ 2 และสุดท้ายคือ ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อน้อยที่สุด โดยสามารถอธิบายความผันแปรของอัตราเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 0.04 ในไตรมาสที่ 2 ตามลำดับ (ตารางที่ 5.11)

สำหรับในระยะยาว ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 - 35 (8 ปี 9 เดือน) พบว่าผลของการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อ ยกเว้นความผันแปรของอัตราเงินเฟ้อของตัวเองและความผันแปรอัตราเงินเฟ้อของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จะเห็นถึงความสำคัญของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีลำดับความสำคัญอยู่อันดับที่หนึ่ง ที่สามารถอธิบายความผันแปรของอัตราเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 77.43 ในไตรมาสที่ 31 ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของสำนัก Monetarist กล่าวถึงการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลัน (Shock) ของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จะมีผลกระทบต่อการลงทุนตามทฤษฎีของ Tobin's q theory ทำให้เกิดการลงทุนในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นและปริมาณผลผลิตเพิ่มขึ้นและต่อการบริโภคตามทฤษฎี Wealth Effect คือ เมื่อราคาหลักทรัพย์หรือสินทรัพย์เพิ่มขึ้นมูลค่าความมั่งคั่ง Wealth Effect จะเพิ่มขึ้น จะส่งผลทำให้การบริโภคเพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้น ส่วนลำดับความสำคัญอันดับที่ 2 คือ ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง สามารถอธิบายความผันแปรของเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 7.30 ในไตรมาสที่ 3 ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของ Mundell (1962) ได้กล่าวว่า “หากมีการไหลของเงินทุนโดยเสรี ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ย (ในระยะสั้น) และความแตกต่างในอัตราดอกเบี้ยภายในและภายนอก (หรือระหว่าง 2 ประเทศ) จะเท่ากับอัตราแลกเปลี่ยนที่คาดคะเนว่าจะเปลี่ยนไประหว่าง 2 ประเทศ ซึ่งหากเกิดความไม่สมดุลกัน การไหลเข้า

ออกของเงินทุนจะเป็นตัวปรับทำให้มีเงินไหลเข้าสู่ประเทศที่มีผลตอบแทนของอัตราดอกเบี้ยสูง จนกระทั่งผลตอบแทนจากอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวเท่ากันทั้ง 2 ประเทศ” ซึ่งมีอิทธิพลทำให้เกิดเงินเพื่อภายในประเทศได้ ส่วนลำดับความสำคัญอันดับที่ 3 คือ อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี สามารถอธิบายความผันแปรของเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 5.14 ในไตรมาสที่ 25 ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของ Ben and Mark (1995) “ได้อธิบายถึงความไม่สมมาตรของข้อมูลข่าวสาร ซึ่งเป็นปัญหากับผู้ให้กู้ในตลาดการเงินเป็นอย่างมาก โดยการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของค่าธรรมเนียมเงินกู้จากภายนอกจะทำให้ต้นทุนการกู้ยืมของบริษัทเอกชนสูงขึ้นหรือลดลง ซึ่งจะส่งผลทำให้การใช้จ่ายและการผลิตในระบบเศรษฐกิจหดตัวลงหรือขยายตัว จะส่งผลต่อการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจ” ซึ่งมีอิทธิพลทำให้เกิดเงินเฟ้อ สำหรับลำดับความสำคัญอันดับที่ 4 คือ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน สามารถอธิบายความผันแปรของเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 4.48 ในไตรมาสที่ 9 สอดคล้องกับแนวคิดของเคนส์ได้กล่าวว่า “ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินที่มีต่อรายได้และราคา เมื่อปริมาณเงินเพิ่มขึ้นจะส่งผลต่อการส่งผ่านนโยบายการเงิน โดยจะส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยเป็นหลักทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลง ทำให้ต้นทุนเงินทุนต่ำลง การใช้จ่ายเพื่อการลงทุนจะเพิ่มขึ้น รวมถึงการซื้อที่อยู่อาศัยหรือสินค้าคงทนเพิ่มขึ้น เช่น ที่อยู่อาศัยหรือรถยนต์ เป็นต้น ส่งผลทำให้อุปสงค์มวลรวมและระดับผลผลิตเพิ่มขึ้น” (ตารางที่ 5.11)

2. อภิปรายผล

การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยจากอดีตจนถึงปัจจุบัน ได้มีการเปลี่ยนแปลงจากการดำเนินนโยบายการเงินแบบเปิดเสรีทางการเงิน การเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบตะกร้าเงินมาเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวภายใต้การจัดการ ซึ่งมาตรการต่างๆ เหล่านี้เพื่อสนับสนุนให้เศรษฐกิจของประเทศเติบโตเต็มศักยภาพ และยั่งยืน โดยไม่ก่อปัญหาเงินเฟ้อและความไม่สมดุลในระบบเศรษฐกิจการเงินหรือปัญหาฟองสบู่ ซึ่งการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ กรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ใช้อัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นเครื่องมือหลักในการส่งสัญญาณนโยบายการเงิน ใช้อัตราดอกเบี้ยธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคี (Bilateral Repurchase Transactions) ระยะ 1 วัน เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อแสดงถึงทิศทางของนโยบายการเงินตามที่ กนง. กำหนด ส่วนการกำหนดเป้าหมายของนโยบายการเงิน กนง. และ รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังเห็นชอบร่วมกัน ใช้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเฉลี่ยรายไตรมาส ระหว่างร้อยละ 0.5 - 3.0 ต่อปี ตั้งแต่วันที่ 1 กันยายน พ.ศ. 2552 เป็นต้นมาจนถึง

ปัจจุบัน⁴⁾ กรณีที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเคลื่อนไหวออกนอกช่วงเป้าหมาย ตามที่ได้ตกลงร่วมกันไว้ให้ กนง.ชี้แจงสาเหตุ แนวทางแก้ไขและระยะเวลาที่คาดว่าอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานจะกลับเข้าสู่ช่วงที่กำหนดไว้โดยเร็ว รวมทั้งให้รายงานความคืบหน้าของการแก้ไขปัญหาเป็นระยะตามสมควร ทั้งนี้ในการดำเนินนโยบายการเงินแบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทย จะไม่กำหนดระดับอัตราแลกเปลี่ยน ณ ค่าใดค่าหนึ่ง โดยจะดูแลไม่ให้อัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไหวผันผวนมากเกินไป โดยเฉพาะการเคลื่อนไหวจากเงินทุนไหลเข้าเพื่อเก็งกำไร โดยการดูแลอัตราแลกเปลี่ยนต้องไม่ขัดกับนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ โดยธนาคารแห่งประเทศไทยมีนโยบายให้อัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไหวตามภาวะตลาดภายใต้เงื่อนไขการดูแลความผันผวน (Volatility) ของค่าเงินให้อยู่ในระดับที่เศรษฐกิจจับได้ รักษาความสามารถในการแข่งขัน โดยพิจารณาจาก Nominal Effective Exchange Rate (NEER) เป็นหลัก ซึ่งประกอบด้วยสกุลเงินของกลุ่มและคู่แข่งที่สำคัญในตลาดที่สาม ไม่ใช่เฉพาะ ดอลลาร์สหรัฐฯ และไม่ฟันแนวโน้มที่สอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ เพราะจะนำไปสู่การสะสมความไม่สมดุลในระบบเศรษฐกิจ ซึ่งการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางจะเลือกใช้เครื่องมือทางการเงิน (Instrument) ที่แตกต่างกันตามความเหมาะสมและกำหนดขั้นตอนของการดำเนินนโยบาย (Operate Procedure) หรือเป้าหมายขั้นปฏิบัติการ (Operating Target) เช่น การปรับเพิ่ม/ลดอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นหรือปรับเพิ่ม/ลดเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ เป็นต้น โดยมีมาตรการกำหนดเป้าหมายชั้นกลาง (Intermediate Target) ซึ่งประกอบด้วยตัวแปรที่เป็นเป้าหมายทางการเงินและเครื่องบ่งชี้ของนโยบายการเงิน โดยตัวแปรที่เป็นเป้าหมายทางการเงิน จะเป็นตัวเชื่อมที่สำคัญระหว่างเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงินกับเป้าหมายของนโยบาย เช่น อัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางจะเป็นเครื่องวัดแรงกดดันในตลาดเงิน เป็นต้น ส่วนเครื่องบ่งชี้ของนโยบายการเงินจะเป็นตัวสรุปให้เห็นถึงผลกระทบของนโยบายที่มีต่อระบบเศรษฐกิจ เช่น อัตราดอกเบี้ยระยะยาวและปริมาณเงิน เป็นต้น และเมื่อสามารถบรรลุเป้าหมายชั้นกลางได้แล้วจะส่งผลต่อเป้าหมายสูงสุด คือเป้าหมายเสถียรภาพด้านราคาและการเติบโตทางเศรษฐกิจได้ในที่สุด โดยกลไกการส่งผ่านนโยบาย

⁴⁾ เป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) ในประเทศไทย ประกอบด้วย 2 ช่วงเวลา คือ 1) เป้าหมายนโยบายการเงินตั้งแต่เดือนพฤษภาคม พ.ศ. 2543 - เดือนสิงหาคม พ.ศ. 2552 ใช้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเฉลี่ยรายไตรมาส ช่วงร้อยละ 0 -3.5 ต่อปี 2) เป้าหมายนโยบายการเงินตั้งแต่เดือนกันยายน พ.ศ. 2552 - ปัจจุบัน ใช้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเฉลี่ยรายไตรมาสช่วงร้อยละ 0.5 -3.0 ต่อปี ส่วนสาเหตุที่เปลี่ยนให้ช่วงเป้าหมายแคบลง เพื่อลดโอกาสเกิดภาวะเงินฝืด (Deflation) จึงปรับขอบล่างขึ้นและไม่ส่งสัญญาณว่าจุดยืน (Stance) ของการดำเนินนโยบายการเงินจะเปลี่ยนแปลงจึงปรับขอบบนลงให้เท่ากัน (ธนาคารแห่งประเทศไทย)

การเงิน ธนาคารกลางจะใช้อัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงินจากการปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยผ่านกลไกหลัก 5 ช่องทาง ได้แก่ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ช่องทางสินเชื่อ ช่องทางราคาสินทรัพย์ ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนและช่องทางการคาดการณ์ ทั้งนี้ การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยของทางการจะมีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน (อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้) ขณะเดียวกันก็จะมีผลกระทบต่อระดับสินเชื่อ ราคาสินทรัพย์ อัตราแลกเปลี่ยนและการคาดการณ์ทางเศรษฐกิจ การเปลี่ยนแปลงของช่องทางต่างๆ ดังกล่าวจะทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงสภาพคล่องในตลาดการเงิน จากนั้นจะส่งผลกระทบต่อพฤติกรรม การใช้จ่ายของภาคการผลิต การบริโภคและการลงทุนของภาคเอกชน ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของการใช้จ่ายมวลรวมภายในประเทศ ซึ่งจะมีผลต่ออัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อซึ่งเป็นเป้าหมายสูงสุดท้ายในการดำเนินนโยบายการเงินในที่สุด

จากผลของการศึกษา การออกแบบการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย ถ้าพิจารณาระยะเวลาของกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินที่เกิดประสิทธิผลในระยะสั้นนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยควรใช้ ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงและอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน คือ สามารถอธิบายความผันแปรของเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 7.30 ในไตรมาสที่ 3 และ 4.48 ในไตรมาสที่ 9 ตามลำดับ ส่วนในระยะยาวธนาคารแห่งประเทศไทยควรใช้อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีและดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ สามารถอธิบายความผันแปรของเงินเฟ้อสูงสุดร้อยละ 5.14 ในไตรมาสที่ 25 และ 77.43 ในไตรมาสที่ 31 ตามลำดับ ในการดำเนินนโยบายการเงิน เพื่อจะรักษาความมีเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเสถียรภาพด้านราคาหรืออัตราเงินเฟ้อ ซึ่งเป็นเป้าหมายสูงสุด (Ultimate Target) ของการดำเนินนโยบายการเงินและสอดคล้องกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวภายใต้การจัดการที่ใช้อยู่ในปัจจุบัน ซึ่งผลกระทบของการส่งผ่านของนโยบายการเงินผ่านช่องทางต่างๆ จะใช้ระยะเวลาที่ไม่เท่ากัน โดยรวมจะใช้เวลา 2 - 9 ไตรมาส กว่านโยบายการเงินจะส่งผลเต็มที่ต่อเศรษฐกิจและจากระยะเวลาการส่งผ่านของนโยบายการเงินดังกล่าว ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องดำเนินนโยบายไว้ล่วงหน้า เพื่อให้ได้ผลทันการณ์เพื่อส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพด้านราคาและอัตราเงินเฟ้อของประเทศไทย นอกจากนี้การดำเนินนโยบายการเงินให้ประสบความสำเร็จจำเป็นต้องอาศัยความร่วมมือระหว่างหน่วยงานต่างๆ ของภาครัฐและธนาคารแห่งประเทศไทย โดยมาตรการที่นำมาดำเนินการควรมีความสอดคล้องและเป็นไปในทิศทางเดียวกัน เพื่อให้สามารถดูแลอัตราเงินเฟ้อได้ดีทั้งในระยะสั้นและในระยะยาว อันจะทำให้เศรษฐกิจของประเทศไทยเติบโตได้อย่างมีเสถียรภาพและยั่งยืน

เมื่อเปรียบเทียบความสำคัญและประสิทธิผลของช่องทางในการส่งผ่านนโยบายการเงิน พบว่า ช่องทางราคาสินทรัพย์หรือดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีประสิทธิผลมากที่สุด ส่วนปัจจัยรองลงมา คือ ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนหรือดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง ช่องทางสินเชื่อหรืออัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี ช่องทางอัตราดอกเบี้ยหรืออัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ตามลำดับ

สำหรับผลการศึกษาทำให้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกับงานศึกษาที่ทบทวนวรรณกรรมในแต่ละช่องทางดังนี้

1. ช่องทางราคาสินทรัพย์หรือดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ ชาญรัตน์ บุญชิต (2547) ศึกษา “กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินและภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทย” พบว่าอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน สามารถอธิบายความเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อของตัวเองสูงสุด รองลงมา คือ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย และถ้า นำผลการทดสอบมาทำการเปรียบเทียบผลการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อ ยกเว้นความเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อของตัวเองและอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จะพบว่าดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถอธิบายความเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อสูงสุด รองลงมา คือ อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ต้นทุนแรงงานต่อหน่วย ตามลำดับ และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ วรณยูพา เอี่ยมจ้อย (2548) ศึกษา “ผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินที่มีต่อการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนในระบบเศรษฐกิจไทย” พบว่าช่องทางราคาสินทรัพย์ส่งผลกระทบต่อการบริโภคของภาคเอกชนมากที่สุดในการกระตุ้นกิจกรรมทางเศรษฐกิจและสอดคล้องกับผลการศึกษาของ ศรีนุพร คงแก้ว (2548) “ศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” พบว่าในช่วงที่ดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งตรงกับสมมติฐานในแบบจำลอง ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยน เนื่องจากค่าเงินบาทมีความผันผวนมากเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ทำให้การลงทุนลดลง ความเสี่ยงในการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนสูงและการที่ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ลดต่ำลง เนื่องมาจากภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ ส่งผลทำให้นักลงทุนขาดความเชื่อมั่น ส่วนอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน มีการตัวปรับสูงขึ้น นักลงทุนจะนำเงินไปฝากธนาคารมากขึ้น ส่งผลทำให้ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ลดลง

2. ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนหรือดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงได้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ ชาญรัตน์ บุญชิต (2547) ศึกษา “กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินและภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทย” พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง มีการตอบสนองต่ออัตราเงินเฟ้อสูงสุด

รองลงมา คือ ต้นทุนแรงงานต่อหน่วย ระดับผลผลิต ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ตามลำดับและพบว่าอัตราแลกเปลี่ยนเป็นตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่อเงินเพื่อได้พอสมควร ซึ่งถ้าปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง เป็นไปตามกลไกตลาด และทางการเข้าแทรกแซงเท่าที่จำเป็น เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไหวผันผวนสูงรุนแรงผิดปกติ จะช่วยลดผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนที่มีต่อเงินเพื่อได้และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Hwee Kwan Chow (2004) ศึกษา “กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินของประเทศสิงคโปร์” พบว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศสิงคโปร์เพิ่มขึ้น ค่าเงินแข็งค่าขึ้น การนำเข้าเพิ่มขึ้น ส่งออกลดลงส่งผลทำให้ความสามารถในแข่งขันทางการค้าลดลง ทำให้ระดับผลผลิตลดลง ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ และพบว่าอัตราแลกเปลี่ยนเป็นตัวแปรสำคัญในการส่งผลกระทบต่อระดับผลผลิตภายในประเทศมาก โดยจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงใน อัตราดอกเบี้ย ค่าเงิน การนำเข้า การส่งออก ระดับผลผลิตในประเทศ ส่วนระดับราคาสินค้าในประเทศจะขึ้นอยู่กับระดับอัตราเงินเฟ้อของสินค้านำเข้าจากต่างประเทศ และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Frederic S. Mishkin (1996) ศึกษา “ช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงิน” และ Frederic S. Mishkin (2001) ศึกษา “การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาสินทรัพย์โดยเฉพาะ ซึ่งประกอบด้วย ราคาหลักทรัพย์ ราคาอสังหาริมทรัพย์ อัตราแลกเปลี่ยน” แสดงถึงความสำคัญของช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน คือ การดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นผลทำให้ค่าเงินอ่อนค่าลง หนี้สินภายในประเทศมีมูลค่าเพิ่มขึ้น ขณะที่ราคาสินทรัพย์มีค่าคงที่ ทำให้ธนาคารสามารถปล่อยสินเชื่อเงินกู้เพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้การลงทุนและอุปสงค์โดยรวมในประเทศเพิ่มขึ้น เศรษฐกิจภายในประเทศขยายตัวและส่งผลกระทบต่อเงินเฟ้อภายในประเทศเพิ่มขึ้น และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ นภาพร แซ่เตียว (2550) ศึกษา “การดำเนินนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนและผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจไทย” พบว่าเมื่อมีการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้น อัตราแลกเปลี่ยนจะแข็งค่าขึ้น ทำให้ระดับราคาสินค้าในประเทศสูงกว่าโดยเปรียบเทียบกับสินค้าต่างประเทศส่งผลให้การส่งออกลดลงและระดับผลผลิตลดลงตามในช่วงแรก ผู้ผลิตจึงต้องลดราคาสินค้าลง เพื่อให้สามารถจำหน่ายสินค้าได้เพิ่มขึ้น ทำให้ระดับราคาสินค้าโดยรวมในประเทศลดลง แต่หลังจากนั้นเมื่อระดับผลผลิตในประเทศลดลงระยะหนึ่ง แต่ความต้องการในสินค้ายังมีอยู่ ทำให้ระดับราคาสินค้าโดยรวมต้องปรับเพิ่มขึ้น ส่วนตัวแปรทางการเงินที่มีส่วนกำหนดอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนมากที่สุด ได้แก่ ดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐานมีส่วนกำหนดความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระดับค่อนข้างสูง

3. ช่องทางสินเชื่อหรืออัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี ได้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ กอบศักดิ์ ภูตระกูล และ เมทินี ศุภสวัสดิ์กุล (2543)

ศึกษา “กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน” พบว่าปริมาณสินเชื่อเป็นตัวแปรสำคัญที่กำหนดอัตราการขยายตัวของการลงทุนและอัตราเงินเฟ้อในประเทศไทย ส่วนการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ จะมีผลต่อการลงทุนและอัตราเงินเฟ้อน้อยกว่าโดยเปรียบเทียบและสอดคล้องกับผลการศึกษาของ ปิติ ดิษยทัตและพินรัฐ วงศ์สินศิริกุล (2545) ศึกษา “กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในประเทศไทย” พบว่าช่องทางสินเชื่อธนาคารพาณิชย์มีบทบาทสำคัญ ในกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในประเทศไทย เนื่องจากการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบาย ที่คล่องตัวจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพให้แก่การทำงานของระบบการเงินและเอื้อต่อการรักษาเสถียรภาพของเศรษฐกิจไทย ส่งผลต่อการขยายตัวของการลงทุนและอัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Frederic S. Mishkin (1996) ศึกษา “ช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงิน” และ Frederic S. Mishkin (2001) ศึกษา “การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาสินทรัพย์โดยเฉพาะ ซึ่งประกอบด้วย ราคาหลักทรัพย์ ราคาอสังหาริมทรัพย์ อัตราแลกเปลี่ยน” พบว่าการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายจะส่งผลทำให้ธนาคารสามารถปล่อยสินเชื่อเงินกู้เพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้การลงทุนและอุปสงค์โดยรวมในประเทศเพิ่มขึ้น เศรษฐกิจภายในประเทศขยายตัวและส่งผลกระทบต่อเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ คมกฤษ หาญเจริญศักดิ์ (2544) ศึกษา “การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย” พบว่าอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร (เครื่องมือนโยบายการเงิน) ส่งผลต่อความแปรปรวนของสินเชื่อธนาคารขนาดเล็กมากกว่าธนาคารขนาดใหญ่อย่างเห็นได้ชัด แต่ส่งผลกระทบต่อความแปรปรวนของปริมาณหลักทรัพย์ของธนาคารขนาดใหญ่มากกว่าธนาคารขนาดเล็ก สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ดังนั้นผลของการทดสอบกลไกการทำงานของนโยบายการเงินส่งผ่านช่องทางสินเชื่อของธนาคาร ธนาคารขนาดเล็กจะได้รับผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงินมากกว่าธนาคารขนาดใหญ่ เนื่องจากธนาคารขนาดใหญ่มีความสามารถระดมทุนได้มากกว่าธนาคารขนาดเล็ก กรณีดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวด ธนาคารขนาดใหญ่จะทำการลดการถือครองหลักทรัพย์มากกว่าธนาคารขนาดเล็ก เพื่อที่จะรักษาระดับของปริมาณสินเชื่อเอาไว้

4. ช่องทางอัตราดอกเบี้ยหรืออัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ได้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ วรณยูพา เอี่ยมจ้อย (2548) ศึกษา “ผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินที่มีต่อการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนในระบบเศรษฐกิจไทย” พบว่าช่องทางอัตราดอกเบี้ยส่งผลกระทบต่อการลงทุนของภาคเอกชนมากและผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินจะมีต่อการลงทุนของภาคเอกชนมากกว่าการบริโภคภาคเอกชน ซึ่งมีอิทธิพลต่อเงินเฟ้อและสอดคล้องกับผลการศึกษาของ ปิติ ดิษยทัต และพินรัฐ วงศ์สินศิริกุล (2545) ศึกษา “กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในประเทศไทย” พบว่าช่องทางอัตราดอกเบี้ยมี

บทบาทสำคัญ เนื่องจากการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบาย ที่คล่องตัวจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพให้แก่การทำงานของระบบการเงิน ส่งผลต่อการขยายตัวของการลงทุนและอัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นและสอดคล้องกับผลการศึกษาของ สุวิตตา อย่างเจริญ (2546) ศึกษา “กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในช่องทางอัตราดอกเบี้ย : ผลการศึกษาเชิงประจักษ์กรณีประเทศไทย” พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนต่อการเปลี่ยนแปลงการบริโภคมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งเป็นผลมาจาก Wealth Effect ส่งผลทำให้เกิดเงินเฟ้อ

นอกจากนั้นผลการศึกษาพบว่าตลาดที่มีการตอบสนองเร็วที่สุดหรือแต่ละตัวแปร ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ รัชฎญรัตน์ บุญชิต (2547) ศึกษา “กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินและภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทย” พบว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน มีการตอบสนองเร็วที่สุดโดยเปรียบเทียบ รองลงมาคือ อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามลำดับ

ส่วนผลการศึกษานี้ให้ผลที่ขัดแย้งกับงานศึกษาที่ทบทวนวรรณกรรมในแต่ละช่องทาง ดังนี้

1. ช่องทางสินเชื่อหรืออัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี ได้ผลการศึกษาที่ขัดแย้งกับผลการศึกษาของ สุวิตตา อย่างเจริญ (2546) ศึกษา “กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในช่องทางอัตราดอกเบี้ย : ผลการศึกษาเชิงประจักษ์กรณีประเทศไทย” พบว่าถ้ามีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ จะทำให้การลงทุนมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งแสดงให้เห็นว่ากลไกการทำงานของนโยบายการเงินในช่วงที่ทำการศึกษาไม่ได้สะท้อนภาพการลงทุนที่แท้จริงของระบบเศรษฐกิจ ซึ่งอาจเกิดจากการบิดเบือนในระบบโครงสร้างอัตราดอกเบี้ย หรืออาจมีปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุน เช่น อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ซึ่งไม่ได้ใส่ไว้ในแบบจำลอง ปัญหาที่เลืดยังคงค้างอยู่ในระบบสถาบันการเงิน ซึ่งเป็นปัจจัยที่สำคัญในการพิจารณาในการปล่อยเงินกู้เพื่อการลงทุน และขัดแย้งกับผลการศึกษาของ คมกฤษ หาญเจริญศักดิ์ (2544) ศึกษา “การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย” พบว่าทั้งก่อนและหลังการเปลี่ยนแปลงนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร (เครื่องมือนโยบายการเงิน) ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อปริมาณเงินฝากของธนาคารขนาดเล็กและธนาคารขนาดใหญ่ สะท้อนให้เห็นว่ากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสินเชื่อของธนาคารไม่ทำงาน สำหรับผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรที่มีต่อปริมาณหลักทรัพย์ พบว่าไม่ส่งผลกระทบต่อปริมาณหลักทรัพย์ที่

ธนาคารทั้งสองขนาดถือครองไว้ ดังนั้นธนาคารไม่จำเป็นที่จะต้องมีการปรับเปลี่ยนการถือครองหลักทรัพย์เพื่อรองรับผลการดำเนินนโยบายการเงิน

2. ช่องทางอัตราดอกเบี้ยหรืออัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ได้ผลการศึกษที่ขัดแย้งกับผลการศึกษาของ Ben S C Fung (2002) ศึกษา “ผลกระทบของนโยบายการเงินในประเทศเอเชียตะวันออก จำนวน 7 ประเทศ ได้แก่ ไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย ไต้หวัน อินโดนีเซีย เกาหลี ฟิลิปปินส์” พบว่าผลการศึกษาช่วงหลังวิกฤตการณ์การเงิน ผลการศึกษาไม่มีนัยสำคัญทางสถิติและไม่ได้ผลตรงตามทฤษฎีทางการเงิน มีเพียงประเทศสิงคโปร์ประเทศเดียวที่ให้ผลการศึกษาเป็นไปตามทฤษฎีทางการเงิน ขณะที่ประเทศไทย มาเลเซีย ไต้หวัน อินโดนีเซีย เกาหลี ฟิลิปปินส์ พบว่าไม่ได้ผลตรงตามทฤษฎีทางการเงิน เนื่องจากแบบจำลองให้ผลการศึกษาที่ไม่ถูกต้อง อย่างแรกคือ Price Puzzle ที่เกิดในประเทศส่วนใหญ่อาจเกิดจากการขาดตัวแปรที่ธนาคารกลางควรให้ความสนใจเกี่ยวกับอัตราเงินเฟ้อ โดย Commodity Price Index ไม่สามารถแก้ปัญหาดังกล่าวได้ ส่วนการดำเนินนโยบายการเงินโดยใช้อัตราดอกเบี้ยอาจไม่ส่งผลกระทบในการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางเท่ากับตัวแปรอื่นและธนาคารกลางบางประเทศไม่ได้ใช้อัตราดอกเบี้ยเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงินและการระบุข้อจำกัดในการวิเคราะห์อาจไม่มีความเหมาะสมกับการระบุผลกระทบในบางประเทศ ส่วนการศึกษาสัดส่วนของอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยของ 7 ประเทศ พบว่าประเทศไทยมีสัดส่วนของอัตราแลกเปลี่ยนสูงสุด แต่สัดส่วนของอัตราแลกเปลี่ยนมีน้อยอาจเนื่องมาจากธนาคารกลางให้ความสนใจกับอัตราแลกเปลี่ยนน้อยในการดำเนินนโยบายการเงิน โดยให้ความสำคัญในการรักษาเสถียรภาพของอัตราดอกเบี้ยมากกว่า

3. ข้อเสนอแนะ

3.1 การดำเนินนโยบายการเงินโดยผ่านกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินที่ส่งผลกระทบต่อภาวะเงินเฟ้อนั้นอาจมีปัจจัยอื่นหรือตัวแปรอื่นๆ ที่ส่งผลกระทบต่อภาวะเงินเฟ้อได้หลายตัวแปร โดยตัวแปรที่นำมาทดสอบในแบบจำลองเป็นเพียงส่วนหนึ่งที่นำมาศึกษาประกอบด้วย อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน อัตราดอกเบี้ยนโยบาย อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงและอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี ดังนั้นการศึกษาในอนาคตควรนำตัวแปรอื่นๆ เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารระยะข้ามคืน มูลค่าการนำเข้าที่แท้จริง มูลค่าการส่งออกที่แท้จริง ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ดัชนีราคาผู้บริโภคสินค้าพื้นฐาน ปริมาณเงินฝาก ปริมาณสินเชื่อและปริมาณหลักทรัพย์ ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ เป็นต้น มา

ทำการศึกษาและนำผลการศึกษาที่ได้มาทำการเปรียบเทียบกันว่าตัวแปรที่นำมาศึกษานั้นมีผลต่อเงินเฟ้อมากน้อยเพียงใด จะทำให้สามารถวิเคราะห์แนวโน้มเศรษฐกิจได้อย่างถูกต้องแม่นยำมากยิ่งขึ้น

3.2 การศึกษาผลกระทบของกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินต่อภาวะเงินเฟ้อ เป็นการศึกษาเฉพาะประเทศไทยเท่านั้น สำหรับการศึกษาครั้งต่อไปผู้วิจัยหรือผู้ที่สนใจในเรื่องคล้ายคลึงกันสามารถศึกษากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในกลุ่มประเทศอาเซียน เพื่อที่จะได้ทราบว่าปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อเงินเฟ้อในกลุ่มประเหล่านั้นมีปัจจัยอะไรบ้าง มีความเหมือนหรือต่างกับประเทศไทยอย่างไร เพื่อใช้เป็นแนวทางในการดำเนินนโยบายการเงินให้เกิดประสิทธิผลยิ่งขึ้น

3.3 การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาในช่วงเวลาภายหลังการใช้นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543 ถึงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2556 จำนวน 53 ไตรมาส อาจเป็นช่วงเวลาที่สั้นเกินไปและไม่ได้เป็นช่วงเวลาที่เหตุการณ์ที่ส่งผลทำให้อัตราเงินเฟ้อในประเทศสูงผิดปกติ ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไปผู้ที่สนใจในเรื่องนี้หรือเรื่องที่เกี่ยวข้องกันอาจเลือกช่วงเวลาในการศึกษาที่มากกว่านี้ เช่น ช่วงก่อนและหลังการเกิดวิกฤตการเงินปี 2540 หรือช่วงก่อนและหลังการใช้การดำเนินนโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ เพื่อนำผลการศึกษามาเปรียบเทียบประสิทธิผลของการดำเนินนโยบายการเงินว่ามีความแตกต่างกันอย่างไร

บรรณานุกรม



บรรณานุกรม

- เกษมสันต์ วีระกุล , ชัยยุทธ ปัญญาสวัสดิ์สุทธิ์ , ทวี หมั่นนิกร , บุญช่วย ศรีคำพร , พรพิมล สันติ
มณีรัตน์ , เขวเรศ ทับพันธุ , วันรักษ์ มิ่งมณีนาคิน , สมบูรณ์ ศิริประชัย , สิริลักษณ์ กอ
มันตร์ , สุกานดา เหลืองอ่อน , หงษ์ฟ้า ทรัพย์บุญเรือง (2546) *พจนานุกรมศัพท์
เศรษฐศาสตร์ ฉบับพิมพ์ครั้งที่ 7* กรุงเทพมหานคร สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- กฤษฎา ตั้งขมณี (2554) *การจัดการสินเชื่อ พิมพ์ครั้งที่ 3* กรุงเทพมหานคร สำนักพิมพ์ศูนย์หนังสือ
มหาวิทยาลัยราชภัฏสวนสุนันทา
- กอบศักดิ์ ภูตระกูลและเมทินี สุกสวัสดิ์กุล (2543) กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน บทความ
การสัมมนาวิชาการประจำปี 2543 ธนาคารแห่งประเทศไทย
- คมกฤษ หาญเจริญศักดิ์ (2544) “กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อ
ของธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย” วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต จุฬาลงกรณ์
มหาวิทยาลัย
- จาตุรงค์ จันทร์ชัยและพรเพ็ญ สดศรีชัย (2547) สัมมนาทางวิชาการเรื่องนโยบายการเงินไทยใน
ศตวรรษที่ 21 สายนโยบายการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย
- จรินทร์ เทศวานิช (2521) *เงิน ตลาดการเงินและสถาบันการเงิน* กรุงเทพมหานคร สำนักพิมพ์
บริษัท ซีเอ็ดดูเคชั่น จำกัด
- ชวินทร์ ลีระบรรจง(2551) *ทฤษฎีและนโยบายการเงิน* กรุงเทพมหานคร สำนักพิมพ์
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2540) *ตลาดหุ้นในประเทศไทย พิมพ์ครั้งที่ 7* สำนักพิมพ์ตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- ธัญญารัตน์ บุญชิต (2547) “กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินและภาวะเงินเฟ้อของประเทศ
ไทย” วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยรามคำแหง
- ธรรมรักษ์ หมั่นจักร (2555) *นโยบายการเงินทฤษฎีและหลักปฏิบัติ พิมพ์ครั้งที่ 3 ฉบับปรับปรุง
แก้ไข* กรุงเทพมหานคร สำนักพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ณัฐพล ชวลิตชีวิน (2553) “ระบบการเงิน ตลาดการเงินและประสิทธิภาพของตลาดการเงิน” ใน
ประมวลสาระชุดวิชาเศรษฐศาสตร์การเงินและการจัดการทางการเงิน หน่วยที่ 4 นนทบุรี
มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมราชา สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์

- นิมิตร นนทพันธุ์ (2553) “ตลาดเงินตราต่างประเทศและระบบการเงินระหว่างประเทศ” ใน *ประมวลสาระชุดวิชาเศรษฐศาสตร์การเงินและการจัดการทางการเงิน* หน่วยที่ 5 นนทบุรี มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์
- นันทพล พงษ์ไพบูลย์และปริญญา ดิสรเดดิวัฒน์ (2549) “ตลาดเงินในประเทศไทย” ใน *กลไกของตลาดการเงินในระบบเศรษฐกิจไทย* พิมพ์ครั้งที่ 3 แก้ไขปรับปรุง กรุงเทพมหานคร สำนักพิมพ์ อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง
- นภาพร แซ่เตียว (2550) “การดำเนินนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนและผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจไทย” วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ปิติ ดิษยทัตและพินรัฐ วงศ์สินศิริกุล (2545) *กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในประเทศไทย* การสัมมนาทางวิชาการประจำปี 2545 ธนาคารแห่งประเทศไทย
- ปิยะวงศ์ ปัญจะเทวคุปต์ (2552) “การตอบสนองของเงินเฟ้อต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจภายหลังการใช้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ” วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- เพลินพิศ สัตย์สงวน (2554) *เศรษฐศาสตร์การเงินและการธนาคาร* กรุงเทพมหานคร สำนักพิมพ์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ไพฑูรย์ ไกรพรศักดิ์ (2554) *วิธีการทางเศรษฐมิติและตัวแบบเศรษฐศาสตร์ สำหรับข้อมูลอนุกรมเวลา* ตำราลำดับที่ 59 กรุงเทพมหานคร โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- พรเพ็ญ สดศรีชัย (2553) “ธนาคารกลางและนโยบายการเงิน” ใน *ประมวลสาระชุดวิชาเศรษฐศาสตร์การเงินและการจัดการทางการเงิน* หน่วยที่ 4 นนทบุรี มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์
- ภราดร ปรีดาศักดิ์ (2549) *พจนานุกรมเศรษฐศาสตร์* กรุงเทพมหานคร สำนักพิมพ์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- วรุณยุพา เอี่ยมจ้อย (2548) “ผลกระทบของกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินที่มีต่อการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนในระบบเศรษฐกิจไทย” วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
- ศรัณูพร คงแก้ว (2548) “ผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
- สุวิตตา อย่างเจริญ (2546) “กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในช่องทางอัตราดอกเบี้ย : ผลการศึกษาเชิงประจักษ์กรณีประเทศไทย” วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

- อัครพงษ์ อันทอง (2550) *คู่มือการใช้โปรแกรม EViews เบื้องต้นสำหรับการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติ*
สถาบันวิจัยสังคม มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
- อภิญญา วนเศรษฐ (2555) *คำศัพท์ทางการเงิน* นนทบุรี สำนักพิมพ์จตุพรดีไซน์
- อภิญญา วนเศรษฐ (2553) “ความสัมพันธ์ระหว่างเงินตราสกุลต่างๆ ของ 5 ประเทศในเอเชีย
ตะวันออกเฉียงใต้” *วารสารเศรษฐศาสตร์สุโขทัยธรรมมาธิราช* ใน ฉบับ “เศรษฐศาสตร์ VS
ธุรกิจ” ปีที่ 5 ฉบับที่ 1 มิถุนายน 2553 นนทบุรี สำนักพิมพ์ จตุพร ดีไซน์
- Ben S. Bernanke and Mark Gertler (1995) “Inside The Black Box : The Credit Channel of
Monetary Policy Transmission” *Journal of Economic Perspectives* – Volume 9, Number
4 – Fall 1995 – Pages 27-48
- Ben S C Fung (2002) *A VAR Analysis of The Effects of Monetary Policy in East Asia* , BIS
Working Papers No. 119
- Hwee Kwan Chow (2004) *A VAR Analysis of Singapore's Monetary Transmission Mechanism ,
Research Collection School Of Economics Mechanism ,Singapore Management
University Economics & Statistics ,Working Paper Series Paper No.19-2004*
- Keynes, J.M. (1936) *The General Theory of Employment , Interest and Money*. Reprinted by
Japan by Macmillan & Co., Ltd. and Maruzen Co., Ltd. (1984).
- Mishkin , Frederics S. (1996) *The Cannels of Monetary Transmission : Lessons For Monetary
Policy* , National Bureau of Economic Research , Working Paper No. 5464
- Mishkin , Frederics S. (2001) *The Transmission Mechanism and The Role of Asset Prices in
Monetary Policy* , National Bureau of Economic Research , Working Paper No.8617
- Robert A. Mundell (1963) “Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible
Exchange Rates”, *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 475-485 and
Reprinted in R.A., Mundell (1968), *International Economics*, New York : Macmillan.

ภาคผนวก



ภาคผนวก ก

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา



ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

observation	INF	PR	RD	SET	REER	MLR
2000:4	0.8000	1.5000	3.0000	269.1900	86.6100	8.2500
2001:1	1.0000	1.5000	2.5000	291.9400	86.8400	7.7500
2001:2	1.5000	2.5000	2.5000	322.5500	85.9100	7.7500
2001:3	1.5000	2.5000	2.5000	277.0400	86.3300	7.7500
2001:4	1.3000	2.2500	2.2500	303.8500	88.4300	7.5000
2002:1	0.9000	2.0000	2.0000	373.9500	89.5800	7.2500
2002:2	0.3000	2.0000	2.0000	389.1000	88.9300	7.2500
2002:3	0.3000	2.0000	2.0000	331.7900	87.7400	7.2500
2002:4	0.2000	1.7500	1.7500	356.4800	86.1500	7.0000
2003:1	0.3000	1.7500	1.5000	364.5500	85.5000	6.7500
2003:2	0.2000	1.7500	1.2500	461.8200	85.8500	6.5000
2003:3	0.0000	1.2500	1.2500	578.9800	88.8600	5.7500
2003:4	0.1000	1.2500	1.0000	772.1500	87.6900	5.7500
2004:1	0.1000	1.2500	1.0000	647.3000	88.1500	5.7500
2004:2	0.4000	1.2500	1.0000	646.6400	86.1600	5.7500
2004:3	0.6000	1.5000	1.0000	644.6700	85.3600	5.7500
2004:4	0.6000	2.0000	1.0000	668.1000	86.3800	5.7500
2005:1	0.7000	2.2500	1.0000	681.4900	88.1500	5.7500
2005:2	1.1000	2.5000	1.7500	675.5000	85.8200	5.7500
2005:3	2.2000	3.2500	2.2500	723.2300	87.9600	6.5000
2005:4	2.4000	4.0000	3.0000	713.7300	88.3900	6.7500
2006:1	2.6000	4.5000	4.0000	733.2500	92.3200	7.5000
2006:2	2.8000	5.0000	4.5000	678.1300	93.2800	7.7500

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (ต่อ)


observation	INF	PR	RD	SET	REER	MLR
2006:3	1.9000	5.0000	4.7500	686.1000	95.5800	8.0000
2006:4	1.7000	5.0000	4.7500	679.8400	98.1800	8.0000
2007:1	1.4000	4.5000	3.7500	673.7100	99.2000	7.7500
2007:2	0.9000	3.5000	2.5000	776.7900	100.6500	7.2500
2007:3	0.8000	3.2500	2.2500	845.5000	99.3800	7.1300
2007:4	1.1000	3.2500	2.2500	858.1000	98.8200	7.1300
2008:1	1.5000	3.2500	2.2500	817.0300	101.6900	7.1300
2008:2	2.8000	3.2500	2.6500	768.5900	100.3100	7.5000
2008:3	2.9000	3.7500	2.6500	596.5400	97.8600	7.5000
2008:4	2.1000	2.7500	1.8800	449.9600	94.9000	7.0000
2009:1	1.7000	1.2500	0.7500	431.5000	96.9100	6.5000
2009:2	-0.1000	1.2500	0.8500	597.4800	97.6000	6.2500
2009:3	-0.5000	1.2500	0.7500	717.0700	96.7500	6.2500
2009:4	0.1000	1.2500	0.7500	734.5400	97.0900	6.2500
2010:1	0.4000	1.2500	0.7500	787.9800	100.2100	6.2500
2010:2	0.9000	1.2500	0.7500	797.3100	103.0200	6.2500
2010:3	1.2000	1.7500	1.0500	975.3000	104.3900	6.3800
2010:4	1.2000	2.0000	1.3000	1032.7600	104.6700	6.5000
2011:1	1.4600	2.5000	1.7000	1047.4800	101.6000	7.0000
2011:2	2.3700	3.0000	2.2000	1041.4800	100.4300	7.2500
2011:3	2.7900	3.5000	2.2500	916.2100	101.5700	7.6300
2011:4	2.8200	3.2500	2.2500	1025.3200	100.3400	7.6300
2012:1	2.7400	3.0000	3.0000	1196.7700	100.1100	7.5000
2012:2	2.0000	3.0000	3.0000	1172.1100	99.5800	7.5000

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (ต่อ)

observation	INF	PR	RD	SET	REER	MLR
2012:3	1.8400	3.0000	3.0000	1298.7900	100.8000	7.5000
2012:4	1.8200	2.7500	2.0500	1391.9300	101.9000	7.3800
2013:1	1.4700	2.7500	2.7500	1561.0600	107.7800	7.3800
2013:2	1.0000	2.5000	3.0000	1451.9000	104.6800	7.3800
2013:3	0.7400	2.5000	3.0000	1383.1600	102.4900	7.3800
2013:4	0.8200	2.2500	2.5000	1298.7100	100.8700	7.2500

หมายเหตุ.-

- INF = อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน : สำนักดัชนีเศรษฐกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์
- RP = อัตราดอกเบี้ยนโยบาย : ธนาคารแห่งประเทศไทย
- RD = อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน : ธนาคารแห่งประเทศไทย
- SET = ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : ธนาคารแห่งประเทศไทย
- REER = ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง : ธนาคารแห่งประเทศไทย
- MLR = ดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี : ธนาคารแห่งประเทศไทย



ภาคผนวก ข

ผลการทดสอบคุณสมบัติความนิ่งของข้อมูล Unit Root Test

การทดสอบด้วยวิธี Augment Dickey - Fuller Test ณ ระดับ Order of integration I(0)

1. ผลการทดสอบ Unit Root อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) At Levels with None

Null Hypothesis: INF has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.860788	0.0603
Test critical values:		
1% level	-2.611094	
5% level	-1.947381	
10% level	-1.612725	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(INF)

Method: Least Squares

Date: 06/02/14 Time: 01:02

Sample (adjusted): 2001Q2 2013Q4

Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.076449	0.041084	-1.860788	0.0688
D(INF(-1))	0.448689	0.127323	3.524020	0.0009
R-squared	0.223951	Mean dependent var		-0.003529
Adjusted R-squared	0.208113	S.D. dependent var		0.504574
S.E. of regression	0.449011	Akaike info criterion		1.274886
Sum squared resid	9.878924	Schwarz criterion		1.350644
Log likelihood	-30.50960	Durbin-Watson stat		1.953013

2. ผลการทดสอบ Unit Root อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) At Levels with Intercept

Null Hypothesis: INF has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.411987	0.0150
Test critical values:		
1% level	-3.565430	
5% level	-2.919952	
10% level	-2.597905	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(INF)

Method: Least Squares

Date: 06/02/14 Time: 00:44

Sample (adjusted): 2001Q2 2013Q4

Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.231032	0.067712	-3.411987	0.0013
D(INF(-1))	0.526773	0.122679	4.293906	0.0001
C	0.287692	0.103625	2.776291	0.0078
R-squared	0.331326	Mean dependent var		-0.003529
Adjusted R-squared	0.303464	S.D. dependent var		0.504574
S.E. of regression	0.421111	Akaike info criterion		1.165183
Sum squared resid	8.512065	Schwarz criterion		1.278820
Log likelihood	-26.71217	F-statistic		11.89192
Durbin-Watson stat	2.103164	Prob(F-statistic)		0.000064

3. ผลการทดสอบ Unit Root อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) At Levels with Trend and Intercept

Null Hypothesis: INF has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.651223	0.0352
Test critical values:		
1% level	-4.148465	
5% level	-3.500495	
10% level	-3.179617	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(INF)

Method: Least Squares

Date: 06/02/14 Time: 00:45

Sample (adjusted): 2001Q2 2013Q4

Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.266491	0.072987	-3.651223	0.0007
D(INF(-1))	0.555194	0.124028	4.476362	0.0000
C	0.185541	0.131234	1.413812	0.1640
@TREND(2000Q4)	0.005437	0.004328	1.256231	0.2152
R-squared	0.353048	Mean dependent var		-0.003529
Adjusted R-squared	0.311754	S.D. dependent var		0.504574
S.E. of regression	0.418598	Akaike info criterion		1.171373
Sum squared resid	8.235541	Schwarz criterion		1.322889
Log likelihood	-25.87002	F-statistic		8.549470
Durbin-Watson stat	2.167154	Prob(F-statistic)		0.000123

การทดสอบด้วยวิธี Augment Dickey - Fuller Test ณ ระดับ Order of integration I(1)

1. ผลการทดสอบ Unit Root อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) At First Difference with None

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 3 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.604962	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.614029	
5% level	-1.947816	
10% level	-1.612492	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(INF,2)

Method: Least Squares

Date: 06/02/14 Time: 01:05

Sample (adjusted): 2002Q1 2013Q4

Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-1.071257	0.191127	-5.604962	0.0000
D(INF(-1),2)	0.462022	0.170383	2.711666	0.0095
D(INF(-2),2)	0.384200	0.150676	2.549843	0.0143
D(INF(-3),2)	0.482912	0.131681	3.667280	0.0007
R-squared	0.471535	Mean dependent var		0.005833
Adjusted R-squared	0.435504	S.D. dependent var		0.557871
S.E. of regression	0.419145	Akaike info criterion		1.178458
Sum squared resid	7.730048	Schwarz criterion		1.334391
Log likelihood	-24.28299	Durbin-Watson stat		1.780573

2. ผลการทดสอบ Unit Root อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) At First Difference with Intercept

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 3 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.541637	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.574446	
5% level	-2.923780	
10% level	-2.599925	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(INF,2)

Method: Least Squares

Date: 06/02/14 Time: 01:05

Sample (adjusted): 2002Q1 2013Q4

Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-1.071345	0.193326	-5.541637	0.0000
D(INF(-1),2)	0.462296	0.172379	2.681867	0.0103
D(INF(-2),2)	0.384667	0.152530	2.521911	0.0155
D(INF(-3),2)	0.483240	0.133263	3.626197	0.0008
C	0.004685	0.061281	0.076453	0.9394
R-squared	0.471607	Mean dependent var		0.005833
Adjusted R-squared	0.422454	S.D. dependent var		0.557871
S.E. of regression	0.423962	Akaike info criterion		1.219989
Sum squared resid	7.728997	Schwarz criterion		1.414905
Log likelihood	-24.27972	F-statistic		9.594708
Durbin-Watson stat	1.781047	Prob(F-statistic)		0.000012

3. ผลการทดสอบ Unit Root อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน(INF) At First Difference with Trend and Intercept

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 3 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.478730	0.0002
Test critical values:		
1% level	-4.161144	
5% level	-3.506374	
10% level	-3.183002	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(INF,2)

Method: Least Squares

Date: 06/02/14 Time: 01:06

Sample (adjusted): 2002Q1 2013Q4

Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-1.071568	0.195587	-5.478730	0.0000
D(INF(-1),2)	0.462184	0.174389	2.650307	0.0113
D(INF(-2),2)	0.384701	0.154307	2.493088	0.0167
D(INF(-3),2)	0.483104	0.134820	3.583314	0.0009
C	0.020475	0.141640	0.144556	0.8858
@TREND(2000Q4)	-0.000554	0.004470	-0.123986	0.9019
R-squared	0.471800	Mean dependent var		0.005833
Adjusted R-squared	0.408919	S.D. dependent var		0.557871
S.E. of regression	0.428901	Akaike info criterion		1.261289
Sum squared resid	7.726169	Schwarz criterion		1.495189
Log likelihood	-24.27094	F-statistic		7.503079
Durbin-Watson stat	1.781164	Prob(F-statistic)		0.000042

การทดสอบด้วยวิธี Phillips - Perron Test (PP Test) ณ ระดับ Order of integration I(0)

1. ผลการทดสอบ Unit Root อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) At Levels with None

Null Hypothesis: INF has a unit root

Exogenous: None

Bandwidth: 2 (Newey-West using Bartlett kernel)

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.474906	0.1297
Test critical values:		
1% level	-2.610192	
5% level	-1.947248	
10% level	-1.612797	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.239254
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.389838

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(INF)

Method: Least Squares

Date: 06/02/14 Time: 02:14

Sample (adjusted): 2001Q1 2013Q4

Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.051684	0.044493	-1.161631	0.2508
R-squared	0.025776	Mean dependent var		0.000385
Adjusted R-squared	0.025776	S.D. dependent var		0.500400
S.E. of regression	0.493908	Akaike info criterion		1.446110
Sum squared resid	12.44122	Schwarz criterion		1.483634
Log likelihood	-36.59887	Durbin-Watson stat		1.146642

2. ผลการทดสอบ Unit Root อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) At Levels with Intercept

Null Hypothesis: INF has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 2 (Newey-West using Bartlett kernel)

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-2.564523	0.1068
Test critical values:	1% level	-3.562669	
	5% level	-2.918778	
	10% level	-2.597285	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.226911
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.380626

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(INF)

Method: Least Squares

Date: 06/02/14 Time: 02:16

Sample (adjusted): 2001Q1 2013Q4

Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.151861	0.074866	-2.028451	0.0479
C	0.190065	0.115249	1.649169	0.1054
R-squared	0.076035	Mean dependent var		0.000385
Adjusted R-squared	0.057556	S.D. dependent var		0.500400
S.E. of regression	0.485786	Akaike info criterion		1.431605
Sum squared resid	11.79939	Schwarz criterion		1.506652
Log likelihood	-35.22172	F-statistic		4.114614
Durbin-Watson stat	1.103359	Prob(F-statistic)		0.047857

3. ผลการทดสอบ Unit Root อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) At Levels with Trend and Intercept

Null Hypothesis: INF has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Bandwidth: 2 (Newey-West using Bartlett kernel)

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.605543	0.2797
Test critical values:		
1% level	-4.144584	
5% level	-3.498692	
10% level	-3.178578	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.226468
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.380638

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(INF)

Method: Least Squares

Date: 06/02/14 Time: 02:17

Sample (adjusted): 2001Q1 2013Q4

Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.160834	0.080916	-1.987668	0.0525
C	0.161455	0.148526	1.087048	0.2823
@TREND(2000Q4)	0.001503	0.004851	0.309718	0.7581
R-squared	0.077840	Mean dependent var		0.000385
Adjusted R-squared	0.040201	S.D. dependent var		0.500400
S.E. of regression	0.490238	Akaike info criterion		1.468110
Sum squared resid	11.77634	Schwarz criterion		1.580682
Log likelihood	-35.17087	F-statistic		2.068070
Durbin-Watson stat	1.097142	Prob(F-statistic)		0.137325

การทดสอบด้วยวิธี Phillips - Perron Test (PP Test) ณ ระดับ Order of integration I(1)

1. ผลการทดสอบ Unit Root อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) At First Difference with None

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root

Exogenous: None

Bandwidth: 1 (Newey-West using Bartlett kernel)

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.613334	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.611094	
5% level	-1.947381	
10% level	-1.612725	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.207392
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.215151

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(INF,2)

Method: Least Squares

Date: 06/02/14 Time: 02:19

Sample (adjusted): 2001Q2 2013Q4

Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-0.589259	0.128737	-4.577234	0.0000
R-squared	0.295276	Mean dependent var		-0.002353
Adjusted R-squared	0.295276	S.D. dependent var		0.547882
S.E. of regression	0.459935	Akaike info criterion		1.303950
Sum squared resid	10.57701	Schwarz criterion		1.341829
Log likelihood	-32.25072	Durbin-Watson stat		1.905372

2. ผลการทดสอบ Unit Root อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (INF) At First Difference with Intercept

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 1 (Newey-West using Bartlett kernel)

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-4.568158	0.0005
Test critical values:	1% level	-3.565430	
	5% level	-2.919952	
	10% level	-2.597905	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.207383
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.215099

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(INF,2)

Method: Least Squares

Date: 06/02/14 Time: 02:19

Sample (adjusted): 2001Q2 2013Q4

Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-0.589273	0.130041	-4.531429	0.0000
C	-0.003046	0.065056	-0.046824	0.9628
R-squared	0.295307	Mean dependent var		-0.002353
Adjusted R-squared	0.280926	S.D. dependent var		0.547882
S.E. of regression	0.464594	Akaike info criterion		1.343121
Sum squared resid	10.57653	Schwarz criterion		1.418878
Log likelihood	-32.24958	F-statistic		20.53385
Durbin-Watson stat	1.905431	Prob(F-statistic)		0.000038

3. ผลการทดสอบ Unit Root อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน(INF) At First Difference with Trend and Intercept

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Bandwidth: 1 (Newey-West using Bartlett kernel)

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.525000	0.0035
Test critical values:		
1% level	-4.148465	
5% level	-3.500495	
10% level	-3.179617	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.207285
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.215219

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(INF,2)

Method: Least Squares

Date: 06/02/14 Time: 02:20

Sample (adjusted): 2001Q2 2013Q4

Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-0.590589	0.131648	-4.486131	0.0000
C	0.015160	0.137514	0.110241	0.9127
@TREND(2000Q4)	-0.000674	0.004474	-0.150717	0.8808
R-squared	0.295641	Mean dependent var		-0.002353
Adjusted R-squared	0.266292	S.D. dependent var		0.547882
S.E. of regression	0.469298	Akaike info criterion		1.381863
Sum squared resid	10.57153	Schwarz criterion		1.495500
Log likelihood	-32.23751	F-statistic		10.07351
Durbin-Watson stat	1.903960	Prob(F-statistic)		0.000222

ภาคผนวก ค

ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดูดยภาพระยะยาว Co-integration Test



1. ผลการทดสอบ Co-integration ในตลาดเงิน

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: PR RD INF

Exogenous variables: C

Date: 06/05/14 Time: 20:29

Sample: 2000Q4 2013Q4

Included observations: 49

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-145.9946	NA	0.087843	6.081413	6.197239	6.125357
1	-55.65505	165.9298	0.003179	2.761430	3.224733	2.937207
2	-30.95436	42.34404*	0.001683*	2.120586*	2.931366*	2.428195*
3	-25.46986	8.730420	0.001965	2.264076	3.422333	2.703517
4	-18.79521	9.807647	0.002208	2.358988	3.864723	2.930262

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Date: 06/05/14 Time: 20:30

Sample (adjusted): 2001Q3 2013Q4

Included observations: 50 after adjustments

Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: PR RD INF

Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.407767	37.62614	29.79707	0.0051
At most 1	0.158316	11.43341	15.49471	0.1862
At most 2	0.054761	2.815852	3.841466	0.0933

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized		Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.407767	26.19273	21.13162	0.0089
At most 1	0.158316	8.617557	14.26460	0.3194
At most 2	0.054761	2.815852	3.841466	0.0933

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b'*S11*b=I):

	PR	RD	INF
	-2.011858	1.858988	1.454363
	-0.834196	1.969233	-1.458080
	-2.128030	1.027659	0.493503

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(PR)	-0.092179	-0.039565	0.059443
D(RD)	-0.098645	-0.138037	0.027293
D(INF)	-0.252281	0.031666	-0.015006
1 Cointegrating Equation(s):		Log likelihood	-31.03133

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

PR	RD	INF
1.000000	-0.924015	-0.722895
	(0.13741)	(0.17691)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(PR)	0.185452
	(0.09144)
D(RD)	0.198459
	(0.11946)
D(INF)	0.507554
	(0.09957)

2 Cointegrating Equation(s):

Log likelihood -26.72255

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

PR	RD	INF
1.000000	0.000000	-2.312070
		(0.44412)
0.000000	1.000000	-1.719857
		(0.43026)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(PR)	0.218457	-0.249273
	(0.09809)	(0.12196)
D(RD)	0.313609	-0.455206
	(0.12072)	(0.15010)
D(INF)	0.481138	-0.406629
	(0.10727)	(0.13338)

2. ผลการทดสอบ Co-integration ในตลาดทุน

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: PR SET INF

Exogenous variables: C

Date: 06/05/14 Time: 20:32

Sample: 2000Q4 2013Q4

Included observations: 49

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-467.8413	NA	44551.43	19.21801	19.33384	19.26196
1	-336.2565	241.6865	299.4691	14.21455	14.67785	14.39033
2	-311.8583	41.82552	160.5047*	13.58605*	14.39683*	13.89366*
3	-307.3703	7.144130	195.1994	13.77022	14.92847	14.20966
4	-295.6525	17.21791*	178.5137	13.65929	15.16502	14.23056

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Date: 06/05/14 Time: 20:34

Sample (adjusted): 2001Q3 2013Q4

Included observations: 50 after adjustments

Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: PR SET INF

Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None	0.343424	25.76583	29.79707	0.1359
At most 1	0.075469	4.729963	15.49471	0.8368
At most 2	0.016001	0.806510	3.841466	0.3692

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized		Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None	0.343424	21.03586	21.13162	0.0516
At most 1	0.075469	3.923453	14.26460	0.8673
At most 2	0.016001	0.806510	3.841466	0.3692

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.10 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b'*S11*b=I):

PR	SET	INF
-0.667138	-0.002005	2.049840
1.294643	0.000776	-0.658585
-0.566196	0.003276	0.387537

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(PR)	-0.008161	-0.064675	0.027243
D(SET)	3.092996	-16.18918	-6.061452
D(INF)	-0.238848	-0.018602	0.005578
1 Cointegrating Equation(s):		Log likelihood	-315.9890

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

PR	SET	INF
1.000000	0.003005	-3.072587
	(0.00125)	(0.49008)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(PR)	0.005444
	(0.03287)
D(SET)	-2.063455
	(7.83121)
D(INF)	0.159344
	(0.03500)

2 Cointegrating Equation(s):

Log likelihood -314.0272

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

PR	SET	INF
1.000000	0.000000	0.130220
		(0.70936)
0.000000	1.000000	-1065.849
		(294.035)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(PR)	-0.078287	-3.38E-05
	(0.07026)	(0.00010)
D(SET)	-23.02267	-0.018764
	(16.7047)	(0.02466)
D(INF)	0.135262	0.000464
	(0.07629)	(0.00011)

3. ผลการทดสอบ Co-integration ในตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศ

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: PR REER INF

Exogenous variables: C

Date: 06/05/14 Time: 20:47

Sample: 2000Q4 2013Q4

Included observations: 49

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-277.9164	NA	19.15113	11.46598	11.58180	11.50992
1	-152.2600	230.7975	0.163974	6.704489	7.167792	6.880266
2	-131.0630	36.33761	0.100151	6.206655	7.017435*	6.514264*
3	-119.8940	17.77924	0.092729	6.118124	7.276381	6.557565
4	-107.3485	18.43432*	0.081985*	5.973406*	7.479141	6.544680

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Date: 06/10/14 Time: 21:21

Sample (adjusted): 2001Q3 2013Q4

Included observations: 50 after adjustments

Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: PR REER INF

Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.467908	39.96570	29.79707	0.0024
At most 1	0.121862	8.418787	15.49471	0.4218
At most 2	0.037695	1.921195	3.841466	0.1657

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized		Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.467908	31.54692	21.13162	0.0012
At most 1	0.121862	6.497592	14.26460	0.5502
At most 2	0.037695	1.921195	3.841466	0.1657

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b'S11*b=I):

PR	REER	INF
-0.859629	-0.112434	2.087434
1.271493	0.001882	-0.425731
-0.501540	0.140237	0.570340

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(PR)	0.034612	-0.111051	-0.013769
D(REER)	0.161433	0.147122	-0.350269
D(INF)	-0.259643	-0.060307	-0.011135
1 Cointegrating Equation(s):		Log likelihood	-127.2695

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

PR	REER	INF
1.000000	0.130793	-2.428296
	(0.03424)	(0.28568)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(PR)	-0.029753
	(0.04351)
D(REER)	-0.138772
	(0.24680)
D(INF)	0.223196
	(0.04395)

2 Cointegrating Equation(s):

Log likelihood -124.0207

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

PR	REER	INF
1.000000	0.000000	-0.310859
		(0.43292)
0.000000	1.000000	-16.18921
		(3.83894)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(PR)	-0.170954	-0.004101
	(0.07309)	(0.00536)
D(REER)	0.048292	-0.017874
	(0.43927)	(0.03218)
D(INF)	0.146516	0.029079
	(0.07716)	(0.00565)

4. ผลการทดสอบ Co-integration ในตลาดสินเชื่อบนธนาคารพาณิชย์

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: PR MLR INF

Exogenous variables: C

Date: 06/05/14 Time: 20:51

Sample: 2000Q4 2013Q4

Included observations: 49

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-149.4848	NA	0.101292	6.223871	6.339697	6.267815
1	-20.97264	236.0428	0.000772	1.345822	1.809125	1.521599
2	3.821587	42.50440*	0.000407*	0.701160*	1.511940*	1.008769*
3	9.262974	8.661799	0.000476	0.846409	2.004667	1.285850
4	17.06636	11.46620	0.000511	0.895251	2.400985	1.466524

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Date: 06/05/14 Time: 20:52

Sample (adjusted): 2001Q3 2013Q4

Included observations: 50 after adjustments

Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: PR MLR INF

Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.427230	44.09680	29.79707	0.0006
At most 1 *	0.218787	16.23327	15.49471	0.0387
At most 2 *	0.074811	3.887870	3.841466	0.0486

Trace test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized		Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.427230	27.86354	21.13162	0.0049
At most 1	0.218787	12.34540	14.26460	0.0983
At most 2 *	0.074811	3.887870	3.841466	0.0486

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b'*S11*b=I):

PR	MLR	INF
-0.103713	0.157772	1.605116
0.431634	1.800918	-1.597598
-1.726164	1.545590	0.326329

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(PR)	-0.105835	-0.131623	0.006210
D(MLR)	-0.028969	-0.087029	-0.035184
D(INF)	-0.206609	0.012796	-0.072544
1 Cointegrating Equation(s):		Log likelihood	1.801510

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

PR	MLR	INF
1.000000	-1.521237	-15.47652
	(3.65932)	(3.69513)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(PR)	0.010976
	(0.00493)
D(MLR)	0.003005
	(0.00366)
D(INF)	0.021428
	(0.00573)

2 Cointegrating Equation(s):		Log likelihood	7.974208
------------------------------	--	----------------	----------

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

PR	MLR	INF
1.000000	0.000000	-12.33035
		(2.07363)
0.000000	1.000000	2.068166
		(0.52847)

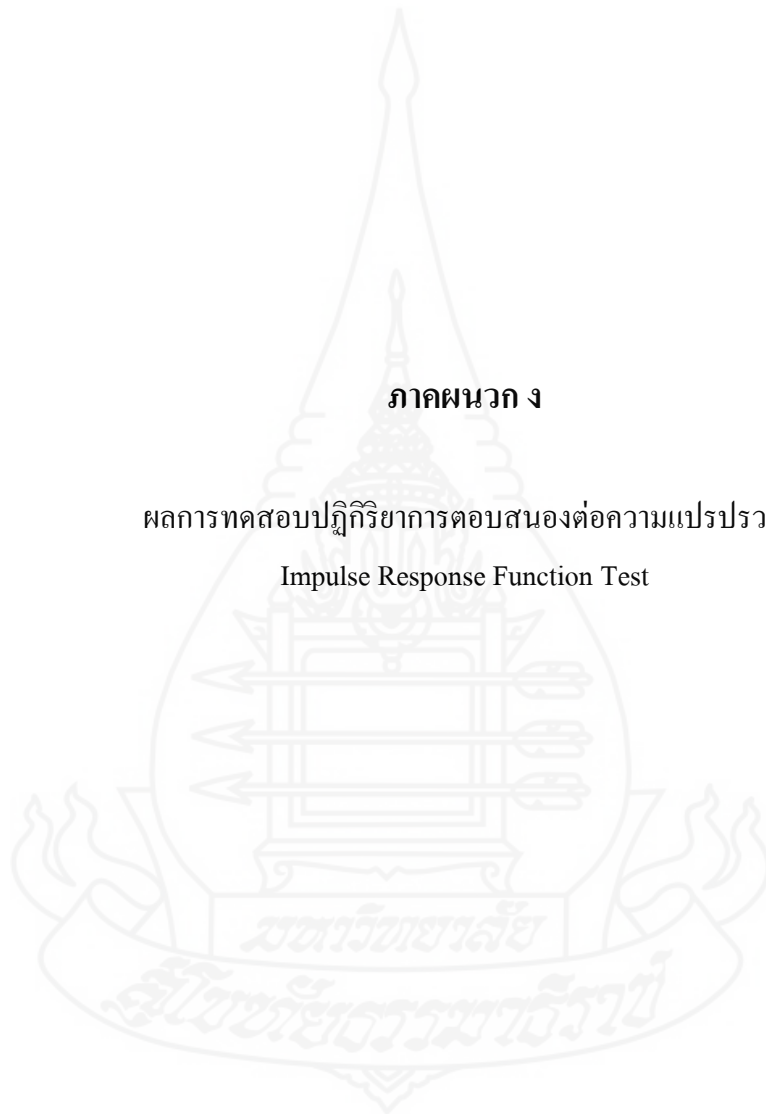
Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(PR)	-0.045837	-0.253740
	(0.01906)	(0.07760)
D(MLR)	-0.034560	-0.161303
	(0.01448)	(0.05899)
D(INF)	0.026951	-0.009552
	(0.02452)	(0.09986)

ภาคผนวก ง

ผลการทดสอบปฏิบัติการตอบสนองต่อความแปรปรวน

Impulse Response Function Test



1. ผลการทดสอบ Impulse Response Function โดยผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LNPR LNRD LNINF

Exogenous variables: C

Date: 06/05/14 Time: 21:33

Sample: 2000Q4 2013Q4

Included observations: 38

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-40.06014	NA	0.001936	2.266323	2.395606	2.312321
1	29.01652	123.6109	8.22e-05	-0.895607	-0.378474	-0.711615
2	48.07660	31.09802*	4.89e-05*	-1.425084*	-0.520102*	-1.103099*
3	52.22732	6.116848	6.47e-05	-1.169859	0.122972	-0.709879
4	57.85945	7.410704	8.11e-05	-0.992603	0.688078	-0.394630

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Effect of Cholesky (d.f. adjusted) One S.D.LNPR Innovation on LNINF

Period	
1	0.070712
2	0.158151
3	0.205790
4	0.202080
5	0.161312
6	0.101854
7	0.039089
8	-0.015821
9	-0.056099
10	-0.079107
11	-0.085614
12	-0.078727
13	-0.062765
14	-0.042264
15	-0.021242
16	-0.002744
17	0.011338
18	0.020226
19	0.024070
20	0.023677
21	0.020222
22	0.014985
23	0.009149
24	0.003659
25	-0.000838
26	-0.004006
27	-0.005778
28	-0.006295
29	-0.005828
30	-0.004707
31	-0.003261
32	-0.001772
33	-0.000453
34	0.000566
35	0.001230

Cholesky Ordering: LNPR LNRD LNINF

Effect of Cholesky (d.f. adjusted) One S.D.LNPR Innovation on LNRD

Period	
1	0.153644
2	0.247657
3	0.280958
4	0.268729
5	0.226339
6	0.167387
7	0.103642
8	0.044416
9	-0.003990
10	-0.038338
11	-0.058064
12	-0.064645
13	-0.060856
14	-0.050063
15	-0.035626
16	-0.020463
17	-0.006785
18	0.004002
19	0.011260
20	0.014998
21	0.015689
22	0.014082
23	0.011028
24	0.007336
25	0.003677
26	0.000534
27	-0.001814
28	-0.003270
29	-0.003884
30	-0.003806
31	-0.003237
32	-0.002388
33	-0.001452
34	-0.000578
35	0.000134

Cholesky Ordering: LNPR LNRD LNINF

2. ผลการทดสอบ Impulse Response Function โดยผ่านช่องทางราคาสินทรัพย์

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LNPR LNSET LNINF

Exogenous variables: C

Date: 06/05/14 Time: 22:21

Sample: 2000Q4 2013Q4

Included observations: 38

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-62.53482	NA	0.006318	3.449201	3.578484	3.495199
1	38.41139	180.6406	5.01e-05	-1.390073	-0.872941	-1.206081
2	64.85730	43.14859	2.02e-05	-2.308279	-1.403297*	-1.986293
3	78.60179	20.25504	1.62e-05	-2.557989	-1.265158	-2.098009
4	93.87432	20.09544*	1.22e-05*	-2.888122*	-1.207442	-2.290149*

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Effect of Cholesky (d.f. adjusted) One S.D.LNPR Innovation on LNINF

Period	
1	0.039170
2	-0.002823
3	0.060316
4	0.042657
5	-0.050167
6	-0.117124
7	-0.096745
8	-0.081481
9	-0.080653
10	-0.075001
11	-0.041545
12	-0.005713
13	0.026688
14	0.063726
15	0.109121
16	0.152478
17	0.188064
18	0.215438
19	0.232957
20	0.234714
21	0.217024
22	0.179248
23	0.121735
24	0.045079
25	-0.047830
26	-0.151459
27	-0.258615
28	-0.361052
29	-0.449342
30	-0.513385
31	-0.543473
32	-0.531288
33	-0.470637
34	-0.358298
35	-0.194920

Cholesky Ordering: LNPR LNSET LNINF

Effect of Cholesky (d.f. adjusted) One S.D.LNPR Innovation on LNSET

Period	
1	-0.041670
2	-0.083333
3	-0.091566
4	-0.061213
5	-0.052410
6	-0.060372
7	-0.064049
8	-0.057276
9	-0.053747
10	-0.054392
11	-0.052921
12	-0.048464
13	-0.046098
14	-0.046274
15	-0.046906
16	-0.047657
17	-0.050164
18	-0.054594
19	-0.060037
20	-0.066087
21	-0.072874
22	-0.079995
23	-0.086616
24	-0.092049
25	-0.095815
26	-0.097336
27	-0.096007
28	-0.091442
29	-0.083542
30	-0.072420
31	-0.058446
32	-0.042318
33	-0.025067
34	-0.007978
35	0.007471

Cholesky Ordering: LNPR LNSET LNINF

3. ผลการทดสอบ Impulse Response Function โดยผ่านช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LNPR LNREER LNINF

Exogenous variables: C

Date: 06/05/14 Time: 22:47

Sample: 2000Q4 2013Q4

Included observations: 38

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	10.13418	NA	0.000138	-0.375483	-0.246200	-0.329485
1	102.3324	164.9862	1.73e-06	-4.754335	-4.237203*	-4.570344
2	117.4109	24.60182*	1.27e-06*	-5.074258	-4.169277	-4.752273*
3	126.6383	13.59828	1.29e-06	-5.086227*	-3.793396	-4.626248
4	134.1129	9.834912	1.47e-06	-5.005939	-3.325259	-4.407966

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Effect of Cholesky (d.f. adjusted) One S.D.LNPR Innovation on LNINF

Period	
1	0.097843
2	0.207402
3	0.426349
4	0.547240
5	0.573529
6	0.511261
7	0.405154
8	0.286862
9	0.177287
10	0.084628
11	0.012477
12	-0.039120
13	-0.072406
14	-0.091843
15	-0.102971
16	-0.111066
17	-0.119947
18	-0.131453
19	-0.145529
20	-0.160727
21	-0.174854
22	-0.185597
23	-0.191005
24	-0.189803
25	-0.181525
26	-0.166489
27	-0.145642
28	-0.120352
29	-0.092170
30	-0.062633
31	-0.033105
32	-0.004701
33	0.021749
34	0.045672
35	0.066708

Cholesky Ordering: LNPR LNREER LNINF

Effect of Cholesky (d.f. adjusted) One S.D.LNPR Innovation on LNREER

Period	
1	0.001452
2	0.000397
3	0.003397
4	0.009276
5	0.017216
6	0.023954
7	0.028674
8	0.031009
9	0.031332
10	0.030032
11	0.027509
12	0.024122
13	0.020229
14	0.016147
15	0.012122
16	0.008300
17	0.004738
18	0.001435
19	-0.001637
20	-0.004504
21	-0.007175
22	-0.009630
23	-0.011829
24	-0.013716
25	-0.015226
26	-0.016304
27	-0.016905
28	-0.017009
29	-0.016619
30	-0.015759
31	-0.014477
32	-0.012834
33	-0.010904
34	-0.008762
35	-0.006487

Cholesky Ordering: LNPR LNREER LNINF

4. ผลการทดสอบ Impulse Response Function โดยผ่านช่องทางสินเชื่อ

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LNPR LNMLR LNINF

Exogenous variables: C

Date: 06/05/14 Time: 22:56

Sample: 2000Q4 2013Q4

Included observations: 38

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	4.685134	NA	0.000184	-0.088691	0.040592	-0.042693
1	98.99534	168.7656	2.07e-06	-4.578702	-4.061570*	-4.394710
2	111.6728	20.68426*	1.72e-06*	-4.772252*	-3.867270	-4.450267*
3	118.5107	10.07691	1.98e-06	-4.658458	-3.365627	-4.198478
4	122.9108	5.789590	2.64e-06	-4.416357	-2.735677	-3.818384

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Effect of Cholesky (d.f. adjusted) One S.D.LNPR Innovation on LNINF

Period	
1	0.057805
2	0.088797
3	0.088800
4	0.065493
5	0.032668
6	0.001253
7	-0.022707
8	-0.037175
9	-0.042709
10	-0.041222
11	-0.035085
12	-0.026545
13	-0.017421
14	-0.008999
15	-0.002043
16	0.003113
17	0.006454
18	0.008178
19	0.008596
20	0.008058
21	0.006904
22	0.005432
23	0.003877
24	0.002413
25	0.001150
26	0.000148
27	-0.000577
28	-0.001038
29	-0.001270
30	-0.001319
31	-0.001233
32	-0.001059
33	-0.000838
34	-0.000604
35	-0.000383

Cholesky Ordering: LNPR LNMLR LNINF

Effect of Cholesky (d.f. adjusted) One S.D.LNPR Innovation on LNMLR

Period

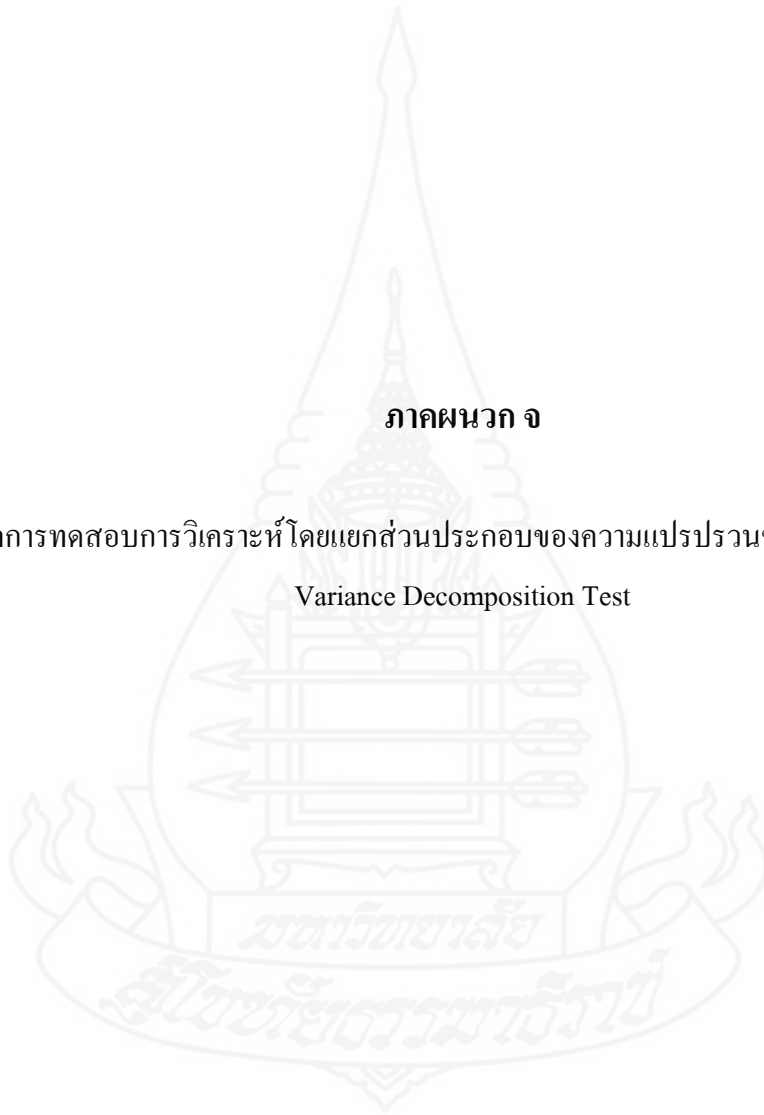
1	0.019869
2	0.028418
3	0.028209
4	0.023304
5	0.016699
6	0.010219
7	0.004806
8	0.000806
9	-0.001801
10	-0.003227
11	-0.003755
12	-0.003667
13	-0.003206
14	-0.002560
15	-0.001866
16	-0.001212
17	-0.000650
18	-0.000204
19	0.000122
20	0.000337
21	0.000455
22	0.000496
23	0.000479
24	0.000424
25	0.000347
26	0.000260
27	0.000176
28	0.000100
29	3.71E-05
30	-1.11E-05
31	-4.44E-05
32	-6.40E-05
33	-7.23E-05
34	-7.16E-05
35	-6.46E-05

Cholesky Ordering: LNPR LNMLR LNINF

ภาคผนวก จ

ผลการทดสอบการวิเคราะห์โดยแยกส่วนประกอบของความแปรปรวนของอัตราเงินเฟ้อ

Variance Decomposition Test



ผลการทดสอบ Variance Decomposition : VD ของอัตราเงินเฟ้อ

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LNINF LNRD LNSET LNMLR LNREER

LNPR

Exogenous variables: C

Date: 06/10/14 Time: 22:15

Sample: 2000Q4 2013Q4

Included observations: 41

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	92.65854	NA	5.88e-10	-4.227246	-3.976479	-4.135930
1	298.1300	340.7820	1.54e-13	-12.49415	-10.73878*	-11.85494*
2	338.4707	55.09946	1.40e-13	-12.70589	-9.445921	-11.51879
3	391.8262	57.25956*	8.29e-14*	-13.55250*	-8.787931	-11.81750

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Variance Decomposition of LNINF

Period	LNINF	LNRD	LNSET	LNMLR	LNREER	LNPR
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	89.24032	2.952241	0.038954	0.653865	4.411917	2.702699
3	71.44902	2.225883	1.430889	0.765346	7.296916	16.83194
4	41.83060	1.329076	25.12551	3.066239	5.981413	22.66716
5	20.57133	2.080145	53.01517	2.750604	3.289184	18.29357
6	12.13942	3.197357	67.36676	2.730125	1.698234	12.86810
7	10.90198	4.147318	71.88677	2.698343	1.093102	9.272484
8	11.49396	4.455006	73.30209	3.102574	0.959316	6.687050
9	12.87848	4.476462	73.17104	3.462656	1.111091	4.900277
10	14.38041	4.341162	72.17826	3.889297	1.404923	3.805956
11	15.91809	4.211991	70.35446	4.279275	1.833625	3.402558
12	17.17176	4.081843	67.95506	4.643213	2.375259	3.772861
13	17.85159	3.941152	65.28541	4.835465	2.997692	5.088696
14	17.29627	3.784646	63.57079	4.689281	3.445260	7.213754
15	15.12632	3.642824	64.59170	4.103873	3.331946	9.203333
16	12.34504	3.560195	68.44285	3.385643	2.606392	9.659875
17	10.49217	3.524232	72.70204	2.981177	1.796577	8.503802
18	9.951042	3.506008	75.50480	2.975210	1.320891	6.742048
19	10.27206	3.487306	76.68262	3.220226	1.223163	5.114633
20	11.03622	3.465403	76.63493	3.583345	1.416026	3.864074
21	12.00206	3.438357	75.71399	3.993778	1.823279	3.028534
22	13.04198	3.402111	74.11145	4.413557	2.406305	2.624601
23	14.03556	3.349453	71.95295	4.803406	3.136908	2.721724
24	14.77335	3.271207	69.46088	5.090050	3.950146	3.454365
25	14.86106	3.162715	67.27046	5.135502	4.649972	4.920291
26	13.84040	3.042183	66.66060	4.784311	4.845796	6.826712
27	11.85408	2.962979	68.66989	4.099466	4.233445	8.180140
28	10.00329	2.964767	72.30051	3.476513	3.139301	8.115611
29	9.164866	3.022957	75.42722	3.217582	2.218970	6.948402
30	9.283445	3.092196	77.09104	3.293412	1.756882	5.483025
31	9.969075	3.148027	77.42689	3.562616	1.703555	4.189837
32	10.93320	3.183048	76.79371	3.923273	1.945680	3.221093
33	12.01789	3.194945	75.43947	4.320529	2.406421	2.620747
34	13.11633	3.180491	73.49859	4.717252	3.043896	2.443440
35	14.08268	3.133831	71.10322	5.062006	3.815033	2.803230

Cholesky Ordering: LNINF LNRD LNSET LNMLR LNREER LNPR

ที่มา : จากการคำนวณ

ประวัติผู้วิจัย

ชื่อ	นางสาวสุชัญญาพัชร คำเกิด
วัน เดือน ปีเกิด	8 พฤศจิกายน 2512
สถานที่เกิด	อำเภอเมืองพิจิตร จังหวัดพิจิตร
ประวัติการศึกษา	เศรษฐศาสตรบัณฑิต มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์
สถานที่ทำงาน	บริษัท ที วี และคอมม โปรดักส์ จำกัด กรุงเทพมหานคร
ตำแหน่ง	เจ้าหน้าที่บุคคล

