

**ชื่อการศึกษาค้นคว้าอิสระ** ปัจจัยที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศไทย

**ผู้ศึกษา** นางยุพา สุขุมวาท **ปริญญา** เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

**อาจารย์ที่ปรึกษา** รองศาสตราจารย์ ดร. กาญจณี กังวานพรศิริ **ปีการศึกษา** 2547

### บทคัดย่อ

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน ที่ผู้ศึกษาใช้เป็นตัวแทนของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศไทย ทั้งนี้ เนื่องจากปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทยดำเนินนโยบายการเงินในกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ โดยกำหนดให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อพันธบัตร ระยะ 14 วัน เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในการส่งสัญญาณทางการเงิน เพื่อควบคุมอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับเป้าหมาย โดยมีจุดมุ่งหมายให้อัตราดอกเบี้ยดังกล่าวทำหน้าที่เป็นกลไกทางการเงินส่งผ่านไปยังอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงิน และอัตราดอกเบี้ยระยะยาวในตลาดทุน โดยหวังให้เกิดผลกระทบในวงกว้างสู่การบริโภคและการลงทุนในระบบเศรษฐกิจและบรรลุเป้าหมายขั้นสุดท้ายในที่สุด

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทศนิยมรายวันจากธนาคารแห่งประเทศไทย แล้วนำมาเฉลี่ยเป็นรายเดือนตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2540 ถึงเดือนมิถุนายน 2547 โดยการศึกษาหาความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืนกับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นอื่นและสัดส่วนสินเชื่อกู้เงินฝากของธนาคารพาณิชย์ด้วยการประมาณการวิธี OLS

จากการศึกษาด้วยภาพกราฟพบว่า อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อพันธบัตร ระยะ 14 วันและอัตราดอกเบี้ยที่คำนวณจากการกู้ยืมผ่านธุรกรรม FX Swap ประเภทในประเทศ ระยะ 1 วัน มีการเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกันกับอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ SIBOR ระยะ 7 วันและสัดส่วนสินเชื่อกู้เงินฝากของธนาคารพาณิชย์ มีทิศทางเคลื่อนไหวไม่สัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน และจากผลการศึกษาดังกล่าวด้วยวิธีการ OLS ณ ระดับนัยสำคัญ 5 % พบว่า อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อพันธบัตร ระยะ 14 วันและอัตราดอกเบี้ยที่คำนวณจากการกู้ยืมผ่านธุรกรรม FX Swap ประเภทในประเทศ ระยะ 1 วัน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน เป็นไปตามข้อสมมติฐานของการศึกษา ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ SIBOR ระยะ 7 วันและสัดส่วนสินเชื่อกู้เงินฝากของธนาคารพาณิชย์ ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน ซึ่งไม่เป็นไปตามข้อสมมติฐานของการศึกษา ทั้งนี้ อาจเป็นเพราะอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศเป็นอิสระจากอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศมากขึ้นหลังจากประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวและการพิจารณาเฉพาะสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถใช้เป็นตัวกำหนดอัตราดอกเบี้ยได้ เนื่องจากในภาวะที่มียอดหนี้ NPL ที่สูง ดังนั้น เพื่อลดความเสี่ยงในการให้สินเชื่อ ธนาคารพาณิชย์จึงต้องใช้ความระมัดระวังมากขึ้นในการปล่อยกู้ สรุปได้ว่าธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถใช้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อพันธบัตร ระยะเวลา 14 วัน เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในการส่งสัญญาณทางการเงินในการดำเนินนโยบายการเงินแบบเป้าหมายเงินเฟ้อได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้ เพราะอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อพันธบัตรเป็นตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดในระดับสูง โดยสามารถวัดและติดตามการเคลื่อนไหวได้ตลอดเวลา

ให้เป็นไปตามเป้าหมายเพื่อให้การควบคุมอัตราดอกเบี้ยส่งผลกระทบต่อภาคการผลิตจริง ดังนั้น อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อพันธบัตร ระยะ 14 วัน จึงเป็นกลไกสำคัญที่จะสร้างเสถียรภาพให้กับระบบเศรษฐกิจไทยต่อไป

**คำสำคัญ** อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น อัตราดอกเบี้ยนโยบาย อัตราเงินเฟ้อ เป้าหมายของนโยบายการเงิน

## กิตติกรรมประกาศ

การทำการศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้ ผู้วิจัยได้รับความอนุเคราะห์อย่างยิ่งจาก รองศาสตราจารย์ ดร. กาญจนี กังวานพรศิริ ที่ได้กรุณาให้คำแนะนำและติดตามการทำการศึกษาค้นคว้าอิสระนี้อย่างใกล้ชิดเสมอมา นับตั้งแต่เริ่มต้นจนสำเร็จเรียบร้อยสมบูรณ์ ผู้วิจัยรู้สึกซาบซึ้งในความกรุณาของท่านเป็นอย่างยิ่ง พร้อมนี้ขอขอบคุณเจ้าหน้าที่ประจำสาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราชทุกท่าน โดยเฉพาะอย่างยิ่งคุณวรินทร์ รุจิณาด ที่ให้ความกรุณาช่วยเหลือดำเนินการในเรื่องต่าง ๆ จนกระทั่งงานค้นคว้าอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยดี

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ชมพูนุท โกสลากร อาจารย์ประจำสาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราชที่ได้กรุณาให้คำแนะนำแนวทางการศึกษาวิชาค้นคว้าอิสระให้กับผู้วิจัย

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณาจารย์สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราชทุกท่าน ที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาการทางด้านเศรษฐศาสตร์ให้กับผู้วิจัยอย่างยิ่ง

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณเพื่อน ๆ พี่ ๆ น้อง ๆ หลาน ๆ สามิและบุตรที่ให้กำลังใจในการทำการศึกษาค้นคว้าอิสระตั้งแต่เริ่มต้นจนสำเร็จเป็นรูปเล่ม ซึ่งผู้วิจัยไม่สามารถกล่าวนามได้ทั้งหมด

ในท้ายที่สุดนี้ ผู้วิจัยขอขอบพระทัยที่ได้รับจากการศึกษาค้นคว้าอิสระนี้ให้แก่ บิดามารดา ผู้มีพระคุณต่อผู้วิจัยทุกท่าน และผู้สนใจการศึกษาทั้งหมด

ยุพา สุขุมวาท

ธันวาคม 2547

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
กิตติกรรมประกาศ.....	จ
สารบัญภาพ.....	๗
บทที่ 1 บทนำ.....	1
1. ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.1 ความสำคัญและบทบาทของอัตราดอกเบี้ย.....	1
1.2 ความสำคัญของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในการเป็นเครื่องมือทางการเงิน.....	2
2. วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	4
3. กรอบแนวคิดการวิจัย.....	4
4. ขอบเขตการวิจัย.....	7
5. วิธีการศึกษา.....	7
6. สมมติฐานในการศึกษา.....	8
7. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	8
8. องค์ประกอบของการศึกษา.....	8
บทที่ 2 การทบทวนแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา.....	10
1. แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา.....	10
1.1 แนวคิดเกี่ยวกับความหมาย บทบาทของอัตราดอกเบี้ย.....	10
1.2 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง.....	12
2. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา.....	19
บทที่ 3 อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดการเงินไทย.....	24
1. โครงสร้างและบทบาทของตลาดการเงิน.....	24
2. ตลาดเงินที่มีผลอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศไทย.....	25
2.1 ตลาดเงินให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร.....	25
2.2 ตลาดซื้อคืนพันธบัตร.....	26
2.3 ตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศ.....	27
3. กลไกการทำงานของนโยบายทางการเงิน.....	30

**สารบัญ (ต่อ)**

4. นโยบายการเงินของประเทศไทย.....	31
4.1 ช่วงที่ 1 การผูกค่าเงินบาทกับค่าเงินสกุลอื่นหรือกับตะกร้าเงิน .....	32
4.2 ช่วงที่ 2 การกำหนดเป้าหมายทางการเงิน .....	33
4.3 ช่วงที่ 3 การกำหนดเป้าหมายเงินเพื่อ.....	33
บทที่ 4 วิธีดำเนินการวิจัย.....	35
1. การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	35
2. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย.....	35
2.1 ทดสอบคุณสมบัติ Stationary ของข้อมูล.....	35
2.2 วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของแบบจำลองจากการอ่านค่าทางสถิติ.....	36
3. การวิเคราะห์และการนำเสนอข้อมูล.....	37
บทที่ 5 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	39
1. การวิเคราะห์ข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของ ประเทศไทยด้วยการ plot กราฟ .....	39
2. การวิเคราะห์ข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของ ประเทศไทยด้วย OLS .....	40
2.1 การทดสอบความ Stationary ข้อมูล.....	40
2.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของแบบจำลองด้วยค่าทางสถิติ.....	43
บทที่ 6 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	45
1. สรุปผลการวิจัยและอภิปรายผล.....	45
2. ข้อเสนอแนะ.....	48
บรรณานุกรม.....	49
ภาคผนวก.....	53
ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา.....	54
ประวัติผู้ศึกษา.....	59

## สารบัญภาพ

	หน้า
ภาพที่ 1.1 การทำงานของอัตราดอกเบี้ยในการเป็นเครื่องมือทางการเงิน.....	3
ภาพที่ 1.2 กรอบแนวคิดเกี่ยวกับปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้น ของประเทศไทย.....	5
ภาพที่ 2.1 อัตราดอกเบี้ยคู่ลอยภาพ.....	13
ภาพที่ 2.2 อัตราดอกเบี้ยเสมอภาค.....	15
ภาพที่ 2.3 ความสัมพันธ์ตามทฤษฎี International Fisher Effects.....	16
ภาพที่ 2.4 การเกิดพฤติกรรม Overshooting ของอัตราแลกเปลี่ยน.....	17
ภาพที่ 2.5 การกำหนดอัตราดอกเบี้ยในระบบเศรษฐกิจเปิดขนาดเล็ก.....	18
ภาพที่ 3.1 กระแสการไหลของเงินทุน.....	24
ภาพที่ 3.2 เป้าหมายและเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน.....	31
ภาพที่ 4.1 กราฟของข้อมูลที่มีคุณสมบัติ Stationary.....	35
ภาพที่ 4.2 กราฟของข้อมูลที่มีคุณสมบัติ Non-stationary.....	36
ภาพที่ 5.1 กราฟความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นกับปัจจัยต่าง ๆ ข้อมูลช่วงกรกฎาคม 2540 - พฤษภาคม 2543.....	39
ภาพที่ 5.2 กราฟความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นกับปัจจัยต่าง ๆ ข้อมูลช่วงมิถุนายน 2543 - มิถุนายน 2547.....	40
ภาพที่ 5.3 กราฟทดสอบความ Stationary ข้อมูลผลต่างอันดับที่ 1 ของ IB.....	41
ภาพที่ 5.4 กราฟทดสอบความ Stationary ข้อมูลผลต่างอันดับที่ 1 ของ RP.....	41
ภาพที่ 5.5 กราฟทดสอบความ Stationary ข้อมูลผลต่างอันดับที่ 1 ของ TN.....	42
ภาพที่ 5.6 กราฟทดสอบความ Stationary ข้อมูลผลต่างอันดับที่ 1 ของ SB.....	42
ภาพที่ 5.7 กราฟทดสอบความ Stationary ข้อมูลผลต่างอันดับที่ 1 ของ CD.....	43

# บทที่ 1

## บทนำ

### 1. ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

#### 1.1 ความสำคัญและบทบาทของอัตราดอกเบี้ย

อัตราดอกเบี้ยเป็นตัวแปรทางการเงินของระบบเศรษฐกิจที่ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้เป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงินให้บรรลุเป้าหมายสูงสุด ในการก่อให้เกิดความมีเสถียรภาพทางเศรษฐกิจภายในประเทศและภายนอกประเทศ ได้แก่ การควบคุมการเพิ่มลดอัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP) การเพิ่มปริมาณการผลิต การเพิ่มอัตราการจ้างงานและการควบคุมอัตราเงินเฟ้อ เช่น หากต้องการให้เศรษฐกิจเจริญเติบโตในอัตราที่สูงก็จะเร่งให้เกิดการลงทุน โดยการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อให้ระดับอัตราดอกเบี้ยลดลง ในทางตรงกันข้าม หากต้องการชะลอความร้อนแรงของความเจริญเติบโตเศรษฐกิจ ก็จะชะลอการลงทุน โดยการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อให้ระดับอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น

อัตราดอกเบี้ยเป็นต้นทุนทางการเงินหรือราคาของทุนที่ผู้ประกอบการนำมาใช้ในการลงทุน สื่อมวลชนจะมีการรายงานการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยอยู่เป็นประจำ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินมีผลต่อการตัดสินใจของครัวเรือนในเรื่องการออมและการตัดสินใจของธุรกิจในเรื่องการลงทุน และมีผลกระทบต่อภาวะเศรษฐกิจและการขยายตัวของเศรษฐกิจของประเทศ ดังนั้น อัตราดอกเบี้ยจึงเป็นตัวชี้วัดทางเศรษฐกิจที่สำคัญตัวหนึ่ง ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเศรษฐกิจของประเทศ ณ ขณะใดขณะหนึ่งอยู่ในช่วงใดของวัฏจักรเศรษฐกิจ พิจารณาจากความต้องการเงินลงทุนของธุรกิจ เช่น ในภาวะเศรษฐกิจรุ่งเรืองอัตราดอกเบี้ยจะมีแนวโน้มสูงขึ้นเนื่องจากมีความต้องการเงินทุนมาก ในภาวะเศรษฐกิจถดถอยอัตราดอกเบี้ยจะเริ่มทรงตัวและค่อย ๆ ลดลง ในภาวะเศรษฐกิจตกต่ำอัตราดอกเบี้ยจะอยู่ระดับต่ำมาก และเมื่ออยู่ในภาวะเศรษฐกิจฟื้นตัวอัตราดอกเบี้ยจะค่อย ๆ สูงขึ้น

ในระบบเศรษฐกิจแบบปิดมีแบบจำลองรายได้ประชาชาติที่ว่า  $Y = C + I + G$  อัตราดอกเบี้ยมีบทบาทต่อตัวแปรในแบบจำลองข้างต้น กล่าวคือ อัตราดอกเบี้ยมีผลต่อการบริโภค (C) เมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงครัวเรือนจะมีอัตราการเก็บออม (Household Saving Rate : S) สูงขึ้น และมีการบริโภคน้อยลง ( $i \uparrow \rightarrow S \uparrow \rightarrow C \downarrow$ ) อัตราดอกเบี้ยเป็นต้นทุนของเงินลงทุน (I) เมื่ออัตรา

ดอกเบี้ยสูงขึ้นการลงทุนจะมีต้นทุนสูง การลงทุนจึงลดลง ( $i \uparrow \rightarrow I \downarrow$ ) และอัตราดอกเบี้ยเป็นต้นทุนการกู้ยืมเพื่อการใช้จ่ายของรัฐบาล เมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นการใช้จ่ายของรัฐบาลจะลดลง ( $i \uparrow \rightarrow G \downarrow$ )

ในระบบเศรษฐกิจแบบเปิดที่มีภาคต่างประเทศเข้ามาเกี่ยวข้องมีแบบจำลองรายได้ประชาชาติที่ว่า  $Y = C + I + G + X - M$  อัตราดอกเบี้ยมีผลต่อตัวแปรภาคต่างประเทศ ได้แก่  $X$  และ  $M$  กล่าวคือ มีผลต่อการส่งออกและการนำเข้าผ่านการปรับค่าของอัตราแลกเปลี่ยน ดังความสัมพันธ์ตามทฤษฎี International Fisher Effects แสดงให้เห็นว่า สกุลเงินที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำจะมีแนวโน้มที่มีค่าสูงขึ้นเมื่อเทียบกับสกุลเงินที่มีอัตราดอกเบี้ยสูง (จรินทร์ เทศวานิช, อ้างถึงในเศรษฐศาสตร์การเงิน หน่วยที่ 5, มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช: 302) โดยอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางผกผัน ดังนั้น การที่อัตราดอกเบี้ยในประเทศสูงขึ้น อัตราแลกเปลี่ยนจะปรับตัวอ่อนค่าลง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริง (Real Sector) ใน 2 ด้าน กล่าวคือ ผู้ส่งออกไทยจะมีความสามารถเพิ่มขึ้นในการแข่งขัน เพราะราคาสินค้าไทยในสายตาคนต่างชาติจะถูกลง ในขณะที่ความต้องการสินค้าจากต่างประเทศจะปรับตัวลดลง เพราะราคาสินค้าต่างประเทศในสายตาคนไทยจะแพงขึ้น ( $i \uparrow \rightarrow e \downarrow \rightarrow X \uparrow$ ) และ ( $i \uparrow \rightarrow e \downarrow \rightarrow M \downarrow$ ) ทำให้ระดับความต้องการซื้อสินค้าโดยรวม (Aggregate Demand : AD) เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ราคาสินค้านำเข้ายังเป็นส่วนประกอบหนึ่งในตระกร้าดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) ก็จะปรับเพิ่มขึ้นลงตามอัตราแลกเปลี่ยนด้วย กล่าวคือ การที่อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น อัตราแลกเปลี่ยนอ่อนตัวลง ราคาสินค้าสูงขึ้น ทำให้ดัชนีราคาผู้บริโภคปรับตัวเพิ่มขึ้นตาม ( $i \uparrow \rightarrow e \downarrow \rightarrow P_m \uparrow \rightarrow CPI \uparrow$ )

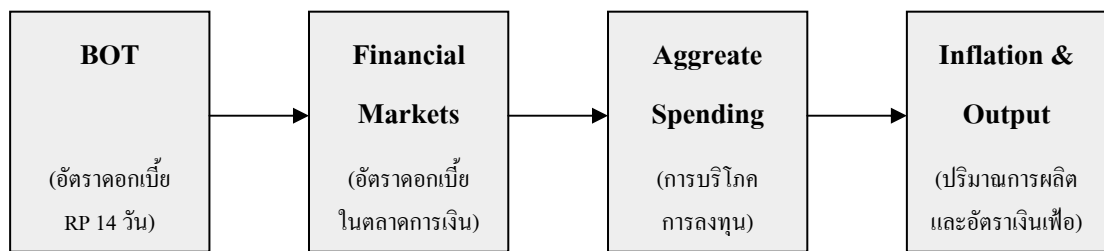
สำหรับประเทศไทยที่มีการออมอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ ในยุคโลกาภิวัตน์ทุกส่วนของโลกเปรียบเสมือนไร่พรมแดน เมื่อเกิดความไม่สมดุลของเงินออมกับเงินลงทุนจึงมีการถ่ายโอนเงินทุนจากประเทศที่มีเงินทุนส่วนเกินไปยังประเทศที่ขาดแคลนเงินทุนซึ่งพิจารณาจากอัตราดอกเบี้ยจึงเป็นวัดความได้เปรียบโดยเปรียบเทียบของผลตอบแทนจากเงินลงทุน โดยมีตลาดการเงินเป็นตัวเชื่อมโยง

## 1.2 ความสำคัญของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในการเป็นเครื่องมือทางการเงิน

การดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) โดยกำหนดให้อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Key Policy Rate) ในการส่งสัญญาณทางการเงิน ซึ่งคณะกรรมการนโยบายการเงินจะส่งสัญญาณทางการเงิน

โดยมีอัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยมุ่งที่จะให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้น  
 คู่อัตราดอกเบี้ยระยะยาวในตลาดเงิน และส่งผลต่อการรักษาเสถียรภาพด้านราคาเพื่อให้อัตรา  
 เงินเพื่อเป็นไปตามเป้าหมายที่กำหนดไว้ ทั้งนี้ ธนาคารแห่งประเทศไทยจะทำธุรกรรมต่างๆ ใน  
 ตลาดการเงินเพื่อช่วยสนับสนุนการดำเนินนโยบายการเงินที่สำคัญได้แก่ การให้กู้ยืมในตลาดซื้อคืน  
 พันธบัตร การซื้อขายแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (Foreign Exchange) ซึ่งการดำเนินการข้างต้น  
 เพื่อที่จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยตลาดเงินนี้จะต้องสอดคล้องกับสภาพคล่องโดยรวมของภาคการเงิน  
 (Monetary Sector) และเป็นผลดีต่อภาคเศรษฐกิจจริง (Real Sector)

อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนด ได้แก่ อัตราดอกเบี้ย  
 ในตลาดซื้อคืนระยะ 14 วัน (RP 14 วัน) ซึ่งจะทำหน้าที่ส่งสัญญาณทางการเงินเป็น 4 ระยะ  
 ดังภาพที่ 1.1 ดังนี้



ภาพที่ 1.1 การทำงานของอัตราดอกเบี้ยในการเป็นเครื่องมือทางการเงิน

ระยะที่ 1 อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดการเงิน อาทิ อัตราดอกเบี้ยระหว่าง  
 ธนาคารข้ามคืนจะปรับตัวตาม

ระยะที่ 2 อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นจะส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาวใน Yield Curve  
 อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ ปริมาณการขยายสินเชื่อ และ  
 อัตราแลกเปลี่ยน โดยมีระบบสถาบันการเงินประกอบด้วย ธนาคาร  
 พาณิชย์ ตลาดตราสารหนี้ ตลาดหลักทรัพย์ และตลาดอัตราแลกเปลี่ยน

ระยะที่ 3 ผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยจะส่งผลในวงกว้างนำไปสู่การใช้จ่ายใน  
 ระบบเศรษฐกิจทั้งทางด้านการบริโภคและการลงทุน

ระยะที่ 4 การบริโภคและการลงทุนจะส่งผลต่อปริมาณการผลิตและอัตราเงินเฟ้อ



ผู้ศึกษาจึงสนใจที่จะศึกษาว่า นอกจากอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน (RP) ที่เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยแล้ว อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน (IB) ซึ่งผู้ศึกษาใช้เป็นตัวแทนของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น จะมีความสัมพันธ์กับปัจจัยอื่นที่คาดว่าจะมีความเกี่ยวข้องอย่างไร อาทิ อัตราดอกเบี้ยที่คำนวณจากการกู้ยืมผ่านธุรกรรม FX Swap ประเภทในประเทศ (On-shore) ระยะ 1 วัน (TN) อัตราดอกเบี้ยในตลาดโลก (SB) และสัดส่วนสินเชื่อต่อเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ (CD) เหล่านี้มีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน (IB) หรือไม่ทางตรงหรือในทางอ้อม

## 2. วัตถุประสงค์ของการวิจัย

ผู้ศึกษาได้กำหนดวัตถุประสงค์ของการวิจัยไว้ดังนี้

เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของประเทศไทยภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวในปัจจุบันซึ่งมีการใช้นโยบายการเงินแบบเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) เปรียบเทียบกับในช่วงก่อนหน้าซึ่งมีการใช้นโยบายการเงินแบบเป้าหมายปริมาณเงิน โดยในการศึกษานี้ใช้อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืนเป็นตัวแทน

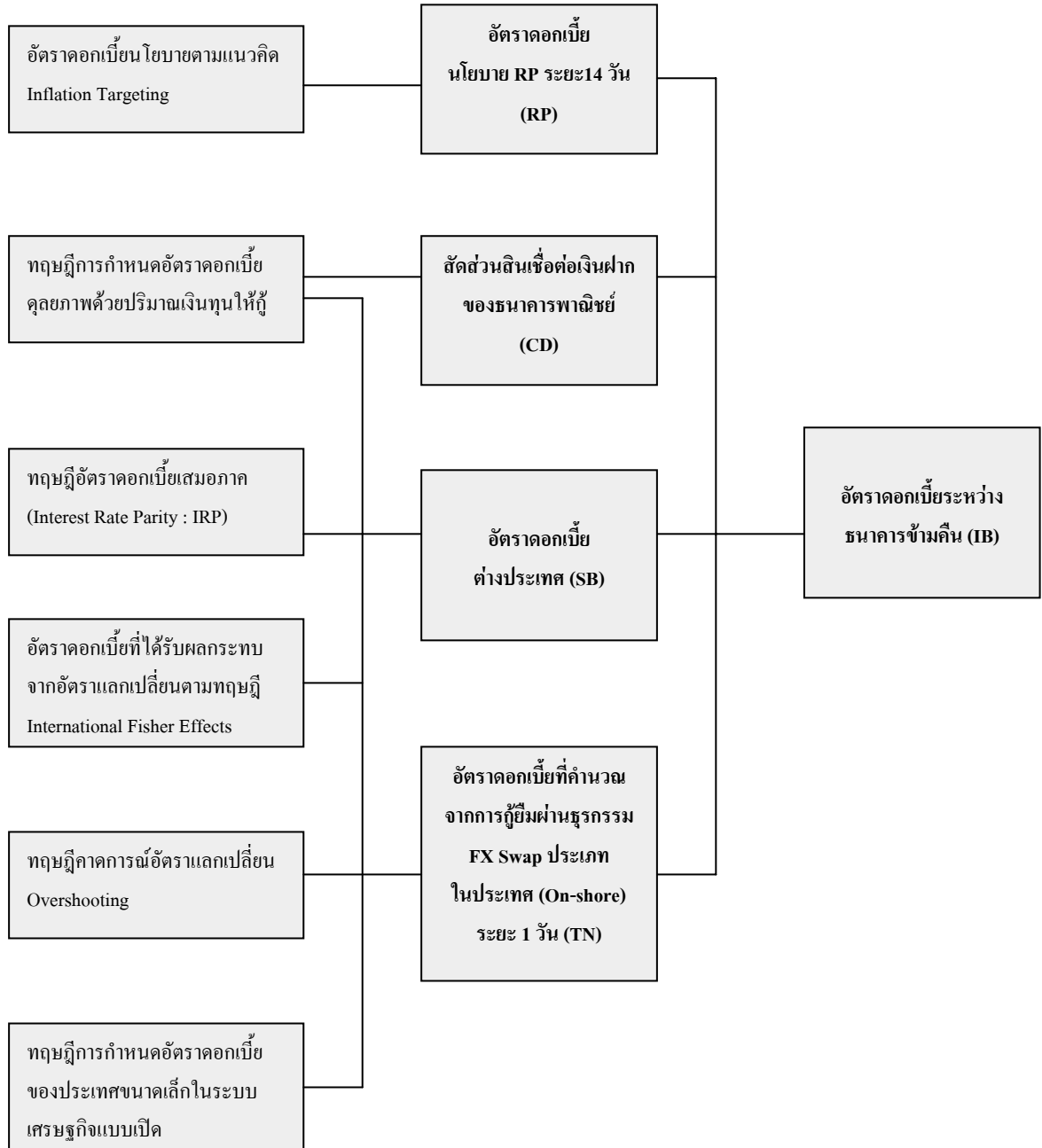
## 3. กรอบแนวคิดในการวิจัย

เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นซึ่งผู้ศึกษาใช้อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน (IB) เป็นตัวแทนในการศึกษา มีปัจจัยหลายตัวที่เกี่ยวข้อง ผู้ศึกษาจึงได้วางกรอบการวิเคราะห์เฉพาะตัวแปรที่ต้องการศึกษาโดยเสนอเป็นแผนผัง ดังนี้

ทฤษฎีและข้อมูลที่เกี่ยวข้อง

ตัวแปรที่เกี่ยวข้อง

ตัวแปรที่ต้องการศึกษา



ภาพที่ 1.2 กรอบแนวคิดเกี่ยวกับปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของประเทศไทย

### ปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นมีดังนี้

การเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่ผู้ศึกษาใช้ในการศึกษา คือ อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน (IB) มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยในตลาดระยะสั้นอื่น เนื่องจาก ในกรณีที่มีสภาพคล่องส่วนเกินธนาคารพาณิชย์สามารถเลือกลงทุน หรือในกรณีที่ขาดสภาพคล่องธนาคารพาณิชย์สามารถเลือกกู้ยืมในตลาดระยะสั้นอื่นได้ นอกจากนี้ อุปทานของเงินทุนให้กู้ยืมมีความสัมพันธ์ต่ออัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน (IB) เช่นกัน ดังนั้น ผู้ศึกษาจึงเลือกตัวแทนในการศึกษา 4 ตัวแปร ดังนี้

#### 3.1 อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตร ระยะ 14 วัน (RP)

เนื่องจาก อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตร ระยะ 14 วัน (RP) เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย ที่ใช้ในการส่งผ่านนโยบายการเงินสู่ระบบเศรษฐกิจ

#### 3.2 อัตราดอกเบี้ยที่คำนวณจากการกู้ยืมผ่านธุรกรรม FX Swap ประเภทในประเทศ (On-shore) ระยะ 1 วัน (TN)

เนื่องจาก การกู้ยืมผ่านธุรกรรม FX Swap เป็นอีกช่องทางหนึ่งภายในประเทศที่ธนาคารพาณิชย์สามารถใช้ในการปรับสภาพคล่อง ด้วยการเปรียบเทียบกับอัตราดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นจริงในประเทศ

#### 3.3 อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืนในประเทศสิงคโปร์ (Singapore Interbank Office Rates : SIBOR) ระยะ 7 วัน (SB)

เนื่องจากตลาดนี้เป็นตลาดต่างประเทศระยะสั้นที่อยู่ในย่านเดียวกับประเทศไทย และเมื่อประเทศไทยเปิดเสรีทางการเงิน การไหลเข้าออกของเงินทุนระหว่างประเทศสำหรับระยะสั้น ๆ จึงกระทำได้ง่ายขึ้น

#### 3.4 สัดส่วนสินเชื่อต่อเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ (Credit & Deposit Ratios : CD)

เนื่องจากสัดส่วนสินเชื่อต่อเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ (CD) ที่ลดลงทำให้เกิดสภาพคล่องส่วนเกินจึงเป็นการเพิ่มอุปทานของเงินทุนให้กู้ในตลาดกู้ยืมระหว่างธนาคาร ( $S_{IB}$ ) ในขณะเดียวกันสภาพคล่องส่วนเกินเป็นการลดอุปสงค์เงินทุนให้กู้ในตลาดกู้ยืมระหว่างธนาคาร ( $D_{IB}$ ) ดังนั้น สัดส่วนสินเชื่อต่อเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ (CD) จึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน (IB) กล่าวคือ  $CD \downarrow \rightarrow S_{IB} \uparrow D_{IB} \downarrow \rightarrow IB \downarrow$  และหากอยู่

ในช่วงที่อัตราการขยายตัวของเงินฝัagn้อยกว่าสินเชื่อก็จะทำให้เกิดสภาพที่เรียกว่า “เงินตึงตัว” (Tight Money) <sup>14</sup> ภาครัฐต้องตรึงระดับอัตราดอกเบี้ยไว้ให้สูงเพื่อจำกัดปริมาณการใช้จ่ายในระบบเศรษฐกิจซึ่งจะช่วยให้เศรษฐกิจไม่ขยายตัวมากเกินไป

#### 4. ขอบเขตการวิจัย

ในงานวิจัยนี้ ผู้ศึกษาได้กำหนดขอบเขตการวิจัยโดยใช้อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน (IB) เป็นตัวแทนอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงิน ด้วยการทดสอบความสัมพันธ์ทางสถิติของปัจจัยที่คาดว่าจะมีผลต่ออัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน (IB) ได้แก่ สัดส่วนสินเชื่อบนเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ (CD) อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 14 วัน (RP) อัตราดอกเบี้ยที่คำนวณจากการกู้ยืมผ่านธุรกรรม FX Swap ประเภทในประเทศ (On-shore) ระยะ 1 วัน (TN) และอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ SIBOR ระยะ 7 วัน (SB) โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิเป็นรายวันจาก Website ของธนาคารแห่งประเทศไทยมาคำนวณเฉลี่ยเป็นรายเดือน แบ่งช่วงข้อมูลเป็น 2 ช่วง ช่วงที่ 1 ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2540 ถึงเดือนพฤษภาคม 2543 ช่วงที่ 2 ตั้งแต่เดือนมิถุนายน 2543 ถึง เดือนมิถุนายน 2547

#### 5. วิธีการศึกษา

การศึกษานี้ใช้วิธีการศึกษาแบบเชิงพรรณนา (Descriptive Method) เป็นการอธิบายถึงทฤษฎีต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง และแบบเชิงปริมาณ (Quantitative Method) เป็นการศึกษาโดยใช้วิธีทางสถิติ OLS ด้วยโปรแกรม SPSS Version 10 ในการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ในแบบจำลองที่กำหนด

<sup>1/</sup> ที่มา :ศิริพร ลัจจันนท์ “รวมศัพท์เศรษฐกิจ การค้า การเงินระหว่างประเทศ”  
บริษัทซีเอ็ดยูเคชั่น จำกัด (มหาชน) ,2538

8

## 6. สมมติฐานในการศึกษา

ผู้ศึกษาได้ตั้งสมมติฐานในการศึกษาไว้ดังนี้

6.1 อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคาร ข้ามคืน (IB) ถูกกำหนดจากอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 14 วัน (RP) อัตราดอกเบี้ยที่คำนวณจากการกู้ยืมผ่านธุรกรรม FX Swap ประเภทในประเทศ (On-shore) ระยะ 1 วัน (TN) อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ SIBOR ระยะ 7 วัน (SB) และสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ซึ่งพิจารณาได้จากสัดส่วนสินเชื่อต่อเงินฝากของธนาคารพาณิชย์

6.2 ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว (Managed Float Rates) อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน ระยะ 14 วัน ซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณทางการเงิน (Key Policy Rate) ภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) นี้จะไม่ขึ้นกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ โดยที่อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรจะเป็นตัวชี้นำอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นภายในประเทศ โดยที่อัตราดอกเบี้ยตลาดสามารถสะท้อนภาพความต้องการเงินทุนที่แท้จริงได้ เนื่องจาก การใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว อัตราแลกเปลี่ยนจะเป็นตัวปรับสมดุลจนเกิดอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคระหว่างประเทศ

## 7. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

7.1 ทราบถึงระดับความสัมพันธ์ของปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลต่ออัตราดอกเบี้ยข้ามคืนระหว่างธนาคาร (IB) ซึ่งเป็นตัวรับและส่งต่อ (Transmission) ผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

7.2 นำมาใช้ประโยชน์ในการพยากรณ์ทิศทางอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นภายในประเทศ

7.3 เป็นการวัดประสิทธิภาพของการดำเนินนโยบายการเงินด้วยอัตราดอกเบี้ย

## 8. องค์ประกอบของการศึกษา

การศึกษานี้แบ่งออกเป็น 5 บท ดังนี้

บทที่ 1 บทนำ ประกอบด้วย ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

วัตถุประสงค์ของการศึกษา กรอบแนวคิดในการวิจัย ขอบเขตการวิจัย  
วิธีการศึกษา สมมติฐานในการวิจัย และประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

9

- บทที่ 2 การทบทวนแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา  
ประกอบด้วย แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา  
งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา
- บทที่ 3 อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดการเงินไทย ประกอบด้วย โครงสร้างและ  
บทบาทของตลาดการเงิน ตลาดเงินที่มีผลอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศไทย  
กลไกการทำงานของนโยบายทางการเงิน นโยบายการเงินของประเทศไทย
- บทที่ 4 วิธีดำเนินการวิจัย ประกอบด้วย การเก็บรวบรวมข้อมูล เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย  
และวิธีการวิเคราะห์ข้อมูล
- บทที่ 5 การวิเคราะห์ข้อมูล ประกอบด้วย การวิเคราะห์ข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยที่  
กำหนดอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศไทย และการวิเคราะห์  
การเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศกับอัตราดอกเบี้ย  
ต่างประเทศ
- บทที่ 6 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ
-

## บทที่ 2

### การทบทวนแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา

ผู้ศึกษาได้ทบทวนแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคา ดอกเบี้ยจากตำราและงานวิจัยหลายฉบับ สรุปได้ดังนี้

#### 1. แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา

แนวคิดและทฤษฎีที่ใช้ในการวิเคราะห์และศึกษาในงานวิจัยนี้ มีดังนี้

##### 1.1 แนวคิดเกี่ยวกับความหมาย บทบาทของอัตราดอกเบี้ย

###### 1.1.1 ความหมายของอัตราดอกเบี้ย

อัตราดอกเบี้ย (Rate of Interest) ในตลาดที่มีการแข่งขันเสรี หมายถึง ราคาของเงินที่กู้ยืมหรือเงินที่ผู้ขอกู้ยืมต้องจ่ายให้กับผู้กู้ในจำนวนส่วนที่เกินหรือมากกว่าจำนวนเงินต้นที่ขอกู้มา ในระยะเวลาที่กำหนด หรืออัตราดอกเบี้ย หมายถึง ส่วนแตกต่างระหว่างเงินที่กู้ยืมมากับจำนวนเงินที่ต้องจ่ายกลับคืนไปเมื่อถึงระยะเวลาที่กำหนด ศาสตราจารย์ มิลตัน ฟรีดแมน ได้ให้ความหมายว่า อัตราดอกเบี้ยเป็นราคาของสินเชื่อ (Interest rate is price of credit) (ศุภฤกษ์ ศรีเนตร, อ้างถึงใน ทฤษฎีและนโยบายการเงิน 1, มหาวิทยาลัยรามคำแหง)

ตาม Dictionary of Economics (1984) ให้ความหมายอัตราดอกเบี้ยว่า หมายถึง “จำนวนเงินที่ผู้ให้กู้ได้รับคืนมาจากผู้กู้ในระยะเวลาหนึ่ง ในจำนวนที่มากกว่าจำนวนเงินที่ให้ผู้กู้ยืมในตอนต้น เป็นค่าธรรมเนียมที่มีได้กำหนดไว้เป็นมาตรฐาน จะแตกต่างกันตามจำนวนเงินที่ให้ผู้กู้ยืมและเวลาที่รับชำระคืน ซึ่งแสดงเป็นสัดส่วนของจำนวนเงินที่ให้ผู้กู้ยืมทั้งหมด

อัตราดอกเบี้ยตามความหมายข้างต้น เรียกว่า อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน (Nominal Interest Rate) ที่มีได้คำนึงถึงอัตราเงินเฟ้อ เมื่อนำเงินเฟ้อมาพิจารณาด้วย อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินหักด้วยอัตราเงินเฟ้อเรียกว่า อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง เงิน (Real Interest Rate)

###### 1.1.2 บทบาทของอัตราดอกเบี้ย

อัตราดอกเบี้ยมีบทบาทสำคัญ 2 ประการ คือ

- การจัดสรรทรัพยากรของสังคม

ตามทฤษฎีราคา เงินทุนเป็นสินค้าประเภทหนึ่งที่มีราคาตลาด ซึ่งถูกกำหนดโดยอุปสงค์และอุปทาน และจากทฤษฎีการลงทุน ผู้ผลิตจะลงทุนเพิ่มขึ้นหรือไม่ขึ้นอยู่กับ

การเปรียบเทียบระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับเพิ่มขึ้นจากการลงทุนเพิ่มขึ้นอีกหนึ่งหน่วย (Marginal Efficiency of Investment : MEI) กับอัตราดอกเบี้ยในตลาด กล่าวคือ ถ้าอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าอัตราดอกเบี้ย ผู้ผลิตยินดีที่จะขยายการลงทุนจนกระทั่ง MEI เท่ากับอัตราดอกเบี้ย ดังนั้น ถ้าอัตราดอกเบี้ยในตลาดลดลงผู้ผลิตจะต้องการลงทุนเพิ่มขึ้น แต่ถ้าอัตราดอกเบี้ยตลาดสูงขึ้นผู้ผลิตจะต้องการลงทุนลดลง

- การเป็นกลไกทางการเงิน

อัตราดอกเบี้ยเป็นตัวเชื่อมโยงที่สำคัญอย่างยิ่งระหว่างภาคการเงิน (Monetary Sector) และภาคการผลิตที่แท้จริง (Real Sector) กล่าวคือ เมื่อธนาคารกลางดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย โดยเพิ่มปริมาณเงิน ก่อให้เกิดสภาพคล่องส่วนเกินในระบบ เศรษฐกิจยังผลให้อัตราดอกเบี้ยลดลง การที่อัตราดอกเบี้ยลดลงจะนำไปสู่การลงทุนที่เพิ่มขึ้นและมีผลทำให้รายได้ประชาชาติสูงขึ้นในที่สุด จอห์น อาร์ ฮิกส์ (John R. Hick) ในทฤษฎีดุลยภาพทั่วไป ซึ่งเป็นทฤษฎีผสมผสานทฤษฎีคลาสสิกกับเคนส์ ก็ได้ให้ความสำคัญแก่อัตราดอกเบี้ยเช่นเดียวกัน

### 1.1.3 แนวคิดเกี่ยวกับความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยและการพยากรณ์แนวโน้มอัตราดอกเบี้ย

ในทางทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยมีอัตราเดียว แต่ในความเป็นจริงแล้ว อัตราดอกเบี้ยมีหลายอัตราโดยเกิดจากสาเหตุ 2 ประการ<sup>2/</sup> คือ

1) ความไม่สมบูรณ์ของตลาดสินเชื่อ เกิดความไม่สมดุลของการรับรู้ข่าวสาร ทำให้อัตราดอกเบี้ยไม่ได้ขึ้นอยู่กับจุดดุลยภาพที่แท้จริง

2) เพื่อชดเชยความแตกต่างในลักษณะของหนี้แต่ละราย ที่เกิดจาก

- ค่าใช้จ่ายในการบริหารเงินกู้ เช่น ค่าตรวจสอบฐานะของลูกค้าหนี้
- ความเสี่ยง เพื่อชดเชยความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับชำระหนี้ (Risk Premium)

หนี้ที่มีความเสี่ยงมาก ผู้ให้กู้จะคิดอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าหนี้ที่มีความเสี่ยงต่ำ

- สภาพคล่องของเครื่องมือเครดิต เพื่อชดเชยค่าใช้จ่ายในการเปลี่ยนเครื่องมือเครดิตเป็นเงินสด เช่น การขายลดเช็คมีค่าใช้จ่ายต่ำกว่าการกู้ยืม โดยมีอสังหาริมทรัพย์ค้ำประกัน

<sup>2/</sup> สุรภัย์ บุญนาคและวณิ จงศิริวัฒน์, การเงินและการธนาคาร, ไทยวัฒนาพานิช, 2520



- การพยากรณ์แนวโน้มอัตราดอกเบี้ย เพราะนักธุรกิจย่อมต้องการทราบระดับอัตราดอกเบี้ยเพื่อใช้ในการวางแผนการใช้จ่ายในอนาคต นักเศรษฐศาสตร์ผู้พยากรณ์อัตราดอกเบี้ยจะทำนายว่าอะไรจะเกิดขึ้นกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออุปสงค์และอุปทานของปริมาณเงินทุนให้กู้ ความเสี่ยงในการชำระหนี้และลักษณะความชันของเส้นอัตราดอกเบี้ยเป็นดัชนีชี้นำ (Leading Indicators) และเป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์เพื่อพยากรณ์ทิศทางของอัตราดอกเบี้ย

#### **1.1.4 แนวคิดเกี่ยวกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดภาวะอัตราดอกเบี้ยในประเทศ<sup>3/</sup>**

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดภาวะอัตราดอกเบี้ยในประเทศประกอบด้วยปัจจัยในประเทศ 9 ปัจจัย และปัจจัยจากต่างประเทศ 3 ปัจจัย ปัจจัยภายในประเทศ ได้แก่ ปริมาณเงิน การขยายตัวของเศรษฐกิจ การใช้จ่ายของรัฐบาล การคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อภายในประเทศ อัตราดอกเบี้ยมาตรฐานของธนาคารแห่งประเทศไทย การออมภายในประเทศ ความยืดหยุ่นของเงินทุนต่อผลตอบแทนของเงินทุน ความยืดหยุ่นของอัตราดอกเบี้ยในประเทศต่อเงินทุนต่างประเทศ และกระแสการถ่ายโอนเงินระหว่างตลาดเงินและตลาดทุน สำหรับปัจจัยจากต่างประเทศ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ การคาดการณ์เงินเฟ้อภายนอกประเทศ และอัตราแลกเปลี่ยน

## **1.2 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง**

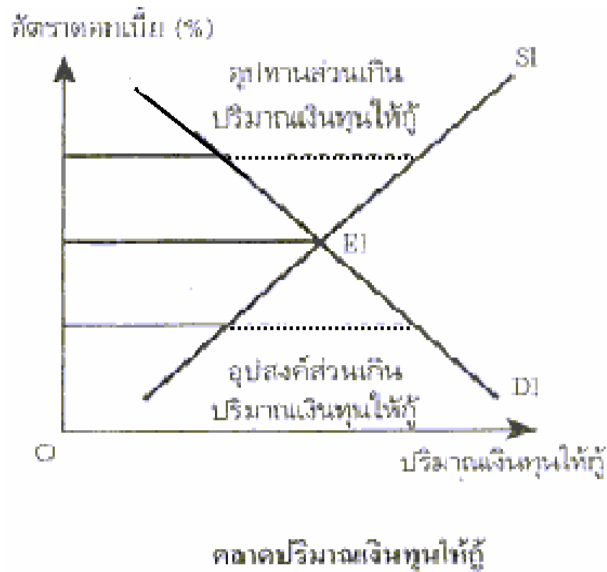
### **1.2.1 ทฤษฎีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยดุลยภาพด้วยปริมาณเงินทุนให้กู้<sup>4/</sup>**

ทฤษฎีนี้เป็นทฤษฎีของนักเศรษฐศาสตร์กลุ่มนีโอคลาสสิก ซึ่งได้ให้ความหมายของอัตราดอกเบี้ยว่า คือ ราคาของเงินทุนที่ให้กู้ยืมเงินเช่นเดียวกับราคาสินค้าและบริการ และถูกกำหนดขึ้นจากอุปทานของปริมาณเงินทุนให้กู้และอุปสงค์ของปริมาณเงินทุนให้กู้ โดยลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างอุปทานของปริมาณเงินทุนให้กู้และอัตราดอกเบี้ยจะเป็นในทิศทางเดียวกัน

<sup>3/</sup>ธนาคารทหารไทย . 2535. “อนาคตของอัตราดอกเบี้ยไทย” เศรษฐกิจสนทศ (สิงหาคม 2535) : 11-15

<sup>4/</sup>Laurence Harris, Monetary Theory, (New York: McGraw-Hill, 1981) pp.303-321

(เส้น SI มี Slope เป็นบวก) ลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างอุปสงค์ของปริมาณเงินทุนให้กู้และอัตราดอกเบี้ยจะเป็นในทิศทางตรงกันข้าม (เส้น DI มี Slope เป็นลบ) อัตราดอกเบี้ยดุลยภาพเกิดที่จุดตัดเส้น DI และเส้น SI อุปทานของปริมาณเงินทุนให้กู้เท่ากับอุปสงค์ของปริมาณเงินทุนให้กู้ ดังนั้น อัตราดอกเบี้ยดุลยภาพในตลาดให้กู้ย่อมระหว่างธนาคาร เกิดจากอุปสงค์ของเงินทุนให้กู้และอุปทานของเงินทุนให้กู้



ภาพที่ 2.1 อัตราดอกเบี้ยดุลยภาพ

จากภาพที่ 2.1 แสดงให้เห็นว่า ณ อัตราดอกเบี้ยดุลยภาพ  $i_c$  อุปสงค์ปริมาณเงินทุนให้กู้เท่ากับปริมาณเงินทุนให้กู้ที่ผู้ปล่อยกู้เสนอให้ ณ ระดับอัตราดอกเบี้ยใด ๆ ที่สูงกว่า  $i_c$  จะเกิดอุปทานปริมาณเงินทุนให้กู้ส่วนเกิน และ ณ ระดับอัตราดอกเบี้ยใด ๆ ที่ต่ำกว่า  $i_c$  จะเกิดอุปสงค์ปริมาณเงินทุนให้กู้ส่วนเกิน พฤติกรรมของผู้กู้และผู้ปล่อยกู้จะผลักดันอัตราดอกเบี้ยอยู่ ณ ระดับ  $i_c$

ผู้ศึกษาเห็นว่าทฤษฎีนี้เป็นตัวเชื่อมโยงให้สัดส่วนสินเชื่อต่อเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ (CD) เป็นตัวกำหนดอัตราดอกเบี้ยดุลยภาพในตลาดให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร ทั้งนี้เพราะเป็นปัจจัยที่ชี้ให้เห็นถึงสภาพคล่องในตลาดให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร

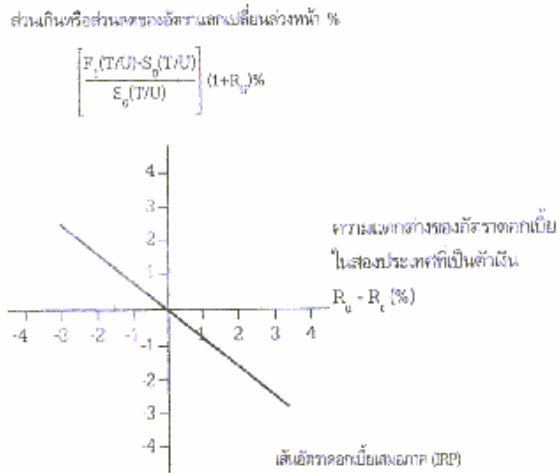
### 1.2.2 ทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค (Interest Rate Parity: IRP)

ทฤษฎีนี้เป็นทฤษฎีของนักเศรษฐศาสตร์กลุ่มนีโอคลาสสิก ซึ่งเกี่ยวข้องกับ การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่าง 2 ประเทศ เพื่อที่จะทำกำไรจากอัตราดอกเบี้ยที่ต่างกัน (Arbitrage) ซึ่งใช้กฎเดียวกับการซื้อขายสินค้าระหว่างประเทศ คือ กฎราคาเดียวที่ทำให้เกิดทฤษฎีอำนาจซื้อเสมอภาค (Purchasing Power Parity : PPP)<sup>5/</sup> โดยอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคเป็นรูปหนึ่งของทฤษฎีอำนาจซื้อเสมอภาคที่เกิดจากการทำ Arbitrage ในตลาดสินทรัพย์ ซึ่งจะส่งผลให้แนวโน้มผลตอบแทนระหว่าง 2 ประเทศเท่ากันเมื่อปรับด้วยส่วนต่างของอัตราแลกเปลี่ยนและอยู่ภายใต้สมมติฐานว่าตลาดมีประสิทธิภาพ

ในหลักการจะกำหนดส่วนต่างระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้ากับอัตราแลกเปลี่ยนทันทีที่สัมพันธ์กับส่วนลดหรือส่วนเกินอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward Discount or Premium) ซึ่งจะทำให้อัตราดอกเบี้ยเสมอภาคเพิ่มขึ้นหรือลดลงได้ โดยสกุลเงินที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำจะมีส่วนเกินอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward Premium) เมื่อเทียบกับสกุลเงินที่มีอัตราดอกเบี้ยสูง ในตลาดที่มีประสิทธิภาพ ไม่มีต้นทุนธุรกรรม ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยควรจะเท่ากับส่วนต่างของเปอร์เซ็นต์ความแตกต่างระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้ากับอัตราแลกเปลี่ยนทันที หรืออัตราผลตอบแทนของเงินทุกสกุลควรเท่ากันเมื่อพิจารณาผลของอัตราแลกเปลี่ยน

---

<sup>5/</sup>PPP แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างราคาสินค้าในประเทศ อัตราแลกเปลี่ยนและราคาสินค้าในต่างประเทศ เขียนเป็นสมการได้ดังนี้  $P = eP^F$  ซึ่งต่อมามีการพัฒนาเป็นความเทียบกันของอำนาจซื้อโดยเปรียบเทียบ (Relative Purchasing Power Parity) ซึ่งเขียนเป็นสมการได้ดังนี้  $\% \Delta e = \% \Delta P - \% \Delta P^F$  โดย  $\% \Delta e$  แสดงว่าค่าเงินสะท้อนให้เห็นอำนาจซื้อ ทั้งนี้ จะเป็นจริงเมื่อตลาดเป็นตลาดแข่งขันสมบูรณ์ซึ่งไม่มีการกีดกันทางการค้า ไม่มีต้นทุนค่าขนส่ง ไม่มีต้นทุนข้อมูล การทำธุรกรรม และราคาสินค้าสามารถปรับตัวได้โดยไม่มีคามเหนียวตัว (Price Rigidity)



ภาพที่ 2.2 อัตราดอกเบี้ยเสมอภาค

จากภาพที่ 2.2 กำหนดให้แกนนอนเป็นร้อยละของความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในสหรัฐอเมริกาและประเทศไทย ( $R_U - R_T$ ) และแกนตั้งเป็นส่วนเพิ่มหรือส่วนลด

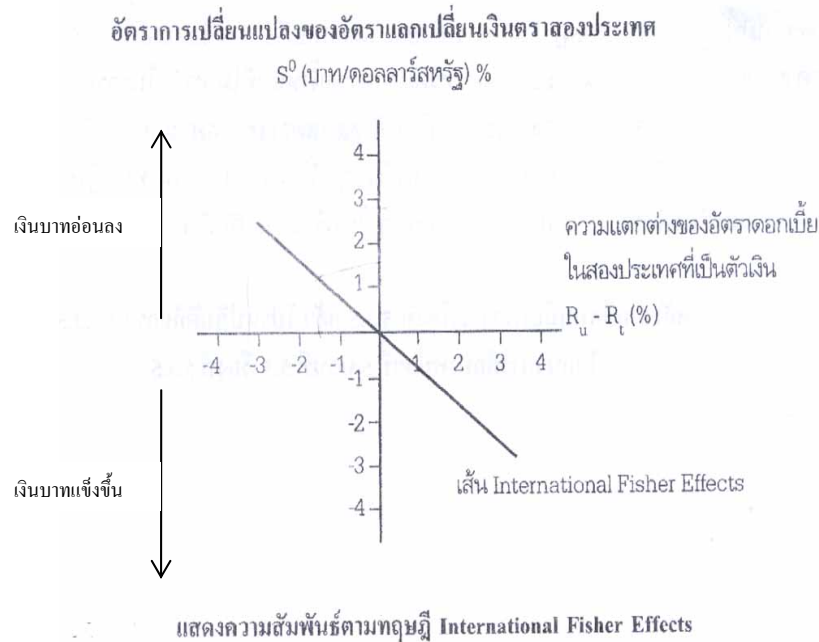
ของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าโดยคำนวณจากสูตร  $\left[ \frac{F_1(T/U) - S_0(T/U)}{S_0(T/U)} \right] (1 + R_U)\%$  เส้นอัตราดอกเบี้ย (IRP) จะอยู่ในระนาบที่ 2 และ 4 โดยมีเครื่องหมายตรงกันข้าม เช่น ถ้าอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยลดลง 1 % เพื่อให้เงินที่ลงทุนในประเทศไทยได้รับผลตอบแทนที่เท่าเดิมเมื่อเทียบกับการลงทุนในสหรัฐอเมริกา อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าของเงินบาท/ดอลลาร์สหรัฐจะต้องแข็งค่าขึ้น 1 % เช่นกัน

ผู้ศึกษาเห็นว่าทฤษฎีนี้เป็นตัวเชื่อมโยงไปสู่การคำนวณ Forward Rate ซึ่งเป็นสูตรในการคำนวณอัตราดอกเบี้ยจากการกู้ยืมผ่านธุรกรรม FX Swap ประเภทในประเทศ (On-shore) ระยะ 1 วัน (TN) ทั้งนี้เพราะผลตอบแทนของการลงทุนใน 2 ประเทศจะเท่ากัน

### 1.2.3 ทฤษฎี International Fisher Effect

Irving Fisher นักเศรษฐศาสตร์สำนักคลาสสิก ให้ความหมายของอัตราดอกเบี้ยไว้ว่า “ ดอกเบี้ย คือ ค่าตอบแทนแห่งการแลกเปลี่ยนระหว่างสินค้าในปัจจุบันกับสินค้าในอนาคต หากผู้ให้กู้คาดว่าระดับราคาสินค้าในอนาคตจะเพิ่มขึ้น อัตราดอกเบี้ยที่เขาจะคิดจากผู้กู้จะต้องมีการบวกเพิ่มขึ้น เพื่อชดเชยค่าเงินในอนาคตที่ลดลง ” โดยแสดงให้เห็นว่า สกุลเงินที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำจะมีแนวโน้มที่มีค่าแข็งขึ้นเมื่อเทียบกับสกุลเงินที่มีอัตราดอกเบี้ยสูง

อัตราดอกเบี้ยกับอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ มีความสัมพันธ์ในทิศทางผกผัน ความสัมพันธ์นี้เรียกว่า International Fisher Effects สรุปได้ว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีจะเปลี่ยนไปในจำนวนที่เท่ากับความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินของสองประเทศแต่ในทิศทางตรงกันข้าม



ภาพที่ 2.3 ความสัมพันธ์ตามทฤษฎี International Fisher Effects

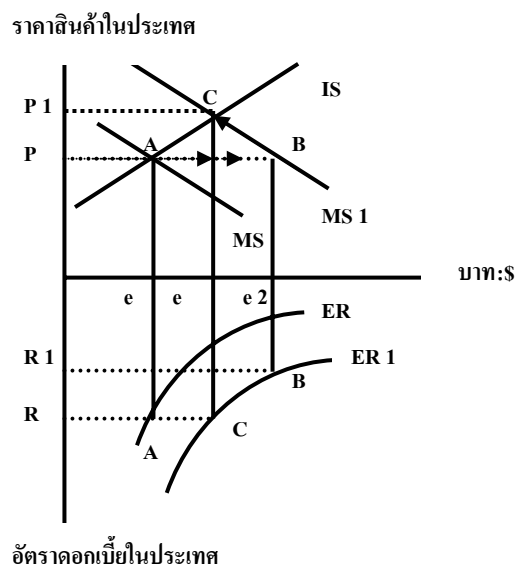
จากภาพที่ 2.3 กำหนดให้แกนตั้งแสดงอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา 2 ประเทศ (บาท/ดอลลาร์สหรัฐอเมริกา) เป็นร้อยละ และแกนนอนแสดงความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินใน 2 ประเทศเป็นร้อยละ เส้น International Fisher Effect จะเป็นเส้นทแยงมุมอยู่ในระนาบที่ 2 และ 4 แสดงถึงข้อแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินในสองประเทศจะเท่ากับอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราของ 2 ประเทศโดยมีเครื่องหมายตรงกันข้ามในลักษณะผกผันกัน เช่น ถ้าค่าเงินบาท/ดอลลาร์สหรัฐอเมริกาคง 1 % (ใช้เงินบาทจำนวนมากขึ้นเพื่อแลกเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา) อัตราดอกเบี้ยในประเทศไทย ( $R_t$ ) จะต้องสูงขึ้น เพื่อชดเชยการอ่อนค่าของเงินบาท จนทำให้ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยลดลง ( $R_u - R_t$ ) ลดลง 1 % เช่นกัน

ผู้ศึกษาเห็นว่าทฤษฎีนี้เป็นตัวเชื่อมโยงอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งในระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวที่ใช้อยู่ในปัจจุบันจะทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศมีความสัมพันธ์กันมากยิ่งขึ้น โดยอัตราแลกเปลี่ยนเป็นตัวปรับสมดุล

### 1.2.4 ทฤษฎีอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Overshooting

ทฤษฎีนี้เป็นแนวคิดของดอร์มันบุช (Rudiger Dornbusch) นักเศรษฐศาสตร์ที่ประยุกต์แนวคิดจากการคาดคะเนที่มีเหตุผล (Rational Expectation) ซึ่งอธิบายว่าอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพเกิดจาก ณ จุดที่ดุลยภาพในตลาดสินค้าในประเทศเกิดขึ้นพร้อมกับดุลยภาพในตลาดเงินและตลาดสินทรัพย์ระหว่างประเทศ โดยมีเส้น IS เป็นเส้นแสดงความสัมพันธ์ระหว่างราคาและอัตราแลกเปลี่ยนที่ก่อให้เกิดดุลยภาพในตลาดสินค้า ซึ่งตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าราคาสินค้ามีการปรับตัวตอบสนองต่อความไม่สมดุลในระบบเศรษฐกิจค่อนข้างช้า (Sticky Price) มีเส้น MS เป็นเส้นแสดงความสัมพันธ์ระหว่างราคาและอัตราแลกเปลี่ยนที่ก่อให้เกิดดุลยภาพในตลาดเงินและตลาดสินทรัพย์ระหว่างประเทศ และมีเส้น ER เป็นเส้นแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนในประเทศและอัตราแลกเปลี่ยนที่ก่อให้เกิดดุลยภาพในตลาดปริวรรตเงินตรา ทุกจุดบนเส้น ER ผู้ลงทุนจะได้ผลตอบแทนเท่ากันตามเงื่อนไขความเท่าเทียมกันของอัตราผลตอบแทน (IRP) โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าในระบบเศรษฐกิจอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนสามารถปรับตัว

ต่อความไม่สมดุลได้อย่างรวดเร็วกว่าระดับราคา ดังนั้น หากเกิดเหตุการณ์ที่ทำให้ขาดดุลยภาพในภาคการเงินที่อยู่บนเส้น MS แล้ว อัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนจะปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพบนเส้น MS ทันที ทำให้เกิดกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนอยู่ ณ จะดุลยภาพบนเส้น MS แต่ไม่อยู่ ณ จุดดุลยภาพบนเส้น IS ในระยะต่อมาอัตราแลกเปลี่ยนจะแกว่งไกวจนเกิดจุดดุลยภาพในทุกตลาด



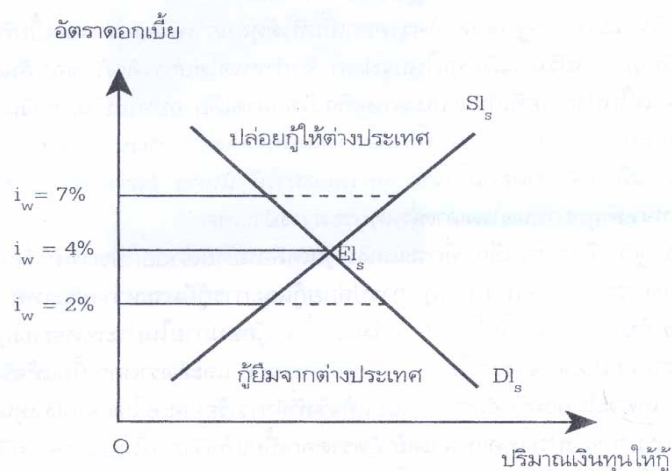
ภาพที่ 2.4 การเกิดพฤติกรรม Overshooting ของอัตราแลกเปลี่ยน

จากภาพที่ 2.4 เดิมระบบเศรษฐกิจอยู่ในดุลยภาพที่จุด A ระดับราคาเท่ากับ P อัตราแลกเปลี่ยนเท่ากับ e อัตราดอกเบี้ยเท่ากับ R ต่อมาปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นทำให้ MS เคลื่อนไปเป็น MS1 เนื่องจากตลาดสินค้าปรับตั้งก่อนข้างซ้าย ทำให้ปริมาณเงินที่แท้จริงเพิ่มขึ้น อัตราดอกเบี้ยลดลงเป็น R1 ( $M/P \uparrow \rightarrow i \downarrow$ ) ตลาดปริวรรตเงินตรามีการปรับตัวเพื่อรักษาดุลยภาพ เส้น ER เลื่อนเป็น ER1 จึงเกิดดุลยภาพเฉพาะภาคการเงินที่จุด B อัตราแลกเปลี่ยนแกว่งไกวจากดุลยภาพมาอยู่ที่ e2 ซึ่งเป็นจุดที่เกิดอุปสงค์ส่วนเกินในตลาดสินค้า ทำให้ราคาสินค้าค่อย ๆ ปรับตัวสูงขึ้น ที่ระดับราคาเท่ากับ P1 ปริมาณเงินที่แท้จริงจึงลดลงเท่าเดิม และ อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น ( $M/P \downarrow \rightarrow i \uparrow$ ) มาที่จุด R ซึ่งเป็นจุดเดิมที่เกิดจากดุลยภาพของตลาดเงิน ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนปรับตัวลดลงอยู่ที่ e1 เข้าสู่จุดดุลยภาพระยะยาวที่จุด C การที่อัตราแลกเปลี่ยนมีการลดค่าจาก e ไปเป็น e2 แล้วกลับเพิ่มเป็น e1 แทนที่จะลดค่าจาก e ไป e1 เลย เรียกว่า Exchange Rate Overshooting ซึ่งเป็นพฤติกรรมที่อธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในแต่ละวัน

ผู้ศึกษาเห็นว่าทฤษฎีนี้ชี้ให้เห็นว่าในบางขณะอัตราแลกเปลี่ยนจะมีการแกว่งไกวออกจากจุดดุลยภาพในระยะยาว ทำให้อัตราดอกเบี้ยมีความผันผวนตามไปด้วย

### 1.2.5 ทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยของประเทศขนาดเล็กในระบบเศรษฐกิจแบบเปิด

ทฤษฎีนี้อธิบายว่าประเทศที่มีระบบเศรษฐกิจแบบเปิดขนาดเล็กจำเป็นต้องรับเอาอัตราดอกเบี้ยโลกเป็นอัตราดอกเบี้ยภายใน จึงจะสามารถกำหนดระดับปริมาณเงินทุนและระดับการกู้ยืมระหว่างประเทศได้



การกำหนดอัตราดอกเบี้ยในระบบเศรษฐกิจเปิดขนาดเล็ก

ภาพที่ 2.5 การกำหนดอัตราดอกเบี้ยในระบบเศรษฐกิจเปิดขนาดเล็ก

จากภาพที่ 2.5 แสดงเส้นอุปทานและอุปสงค์ปริมาณเงินทุนให้กู้ของระบบเศรษฐกิจเปิดขนาดเล็ก ถ้าอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศเท่ากับอัตราดอกเบี้ยโลกที่ร้อยละ 4 อุปทานของเงินทุนภายในประเทศเท่ากับ  $S_1$  จะเท่ากับอุปสงค์ของเงินทุนในประเทศ  $D_1$  ที่จุด  $E_1$  นั่นคือประเทศไม่ต้องกู้หรือปล่อยกู้ในตลาดการเงินระหว่างประเทศ แต่ถ้าอัตราดอกเบี้ยโลกอยู่ที่ร้อยละ 7 อุปทานปริมาณเงินทุนในประเทศจะมากกว่าอุปสงค์ปริมาณเงินทุนในประเทศ เนื่องจากประเทศเศรษฐกิจขนาดเล็กสามารถปล่อยกู้ได้มากกว่าที่ต้องการในตลาดเงินระหว่างประเทศ แต่ถ้าอัตราดอกเบี้ยโลกอยู่ที่ร้อยละ 2 อุปสงค์ปริมาณเงินทุนในประเทศจะมากกว่าอุปทานปริมาณเงินทุนในประเทศ เนื่องจากประเทศเศรษฐกิจขนาดเล็กอาจขอกู้ได้มากกว่าที่ต้องการในตลาดเงินระหว่างประเทศ ดังนั้น อัตราดอกเบี้ยของประเทศขนาดเล็กในระบบเศรษฐกิจแบบเปิดจึงขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยโลก

ผู้ศึกษาเห็นว่าประเทศไทยเป็นประเทศที่ระบบเศรษฐกิจแบบเปิดขนาดเล็ก เมื่อพิจารณาตามทฤษฎีนี้จะเห็นได้ว่าหากมีความเสรีของการเคลื่อนย้ายเงินทุนแล้วอัตราดอกเบี้ยในประเทศจะใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยของประเทศขนาดใหญ่

## 2. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา

จากการตรวจสอบข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับเรื่องที่ทำการศึกษา ปรากฏว่าได้มีงานวิจัยที่ทำการศึกษาไว้ ดังนี้

2.1 ศึกษาประเด็นเกี่ยวกับ ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศต่ออัตราดอกเบี้ยไทยของทำนอง คาสรี และ รังสรรค์ หทัยเสรี พ.ศ. 2527 โดยใช้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารเป็นตัวแทนของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมในประเทศประมาณการแบบจำลองด้วยวิธี OLS ใช้ข้อมูลตั้งแต่เดือนมีนาคม พ.ศ. 2520 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2522

ผลการวิจัยพบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศมีผลต่ออัตราดอกเบี้ยภายในประเทศในทิศทางเดียวกัน เนื่องจาก เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในต่างประเทศสูงขึ้นผู้ประกอบการจะหันมาใช้แหล่งเงินทุนในประเทศเพิ่มขึ้นทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมในประเทศสูงขึ้นด้วย

2.2 ศึกษาประเด็นเกี่ยวกับปัจจัยที่มีบทบาทในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมต่าง ๆ ของสมชาย ไตรรัตน์ภิรมย์ พ.ศ. 2529 โดยมีสมมติฐานว่าอัตราดอกเบี้ย RP เป็นอัตราดอกเบี้ยชั้นนำอัตราดอกเบี้ยอื่นในระบบธนาคารพาณิชย์ ใช้ข้อมูลตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2523 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2528



ผลการวิจัยพบว่า อัตราดอกเบี้ย RP มีบทบาทในการชี้นำอัตราดอกเบี้ยในระบบธนาคารพาณิชย์ในทิศทางเดียวกัน

2.3 ศึกษาประเด็นเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงิน ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตร อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมระหว่างธนาคารข้ามคืนและอัตราดอกเบี้ยในตลาดยูโรดอลลาร์ (LIBOR) อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมแก่ลูกค้าชั้นดี (MOR) อัตราซื้อล่วงหน้า (Forward Rates) ของธนาคาร สุวณิชช์ พ.ศ. 2529 ใช้ข้อมูลตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2524 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2528

ผลการวิจัยพบว่า อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตร มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นอื่นภายในประเทศ และอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ นอกจากนี้ยังมีความสัมพันธ์กับสภาพคล่องของระบบธนาคารพาณิชย์ ได้แก่ อัตราส่วนเงินให้กู้ต่อเงินฝาก

2.4 ศึกษาประเด็นเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศไทยของวิริยูท ธันพวงศัฎฐิโย พ.ศ. 2530

ผลการวิจัยพบว่า อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น Interbank มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยอื่น ๆ ในฐานะแหล่งเงินทุนแหล่งหนึ่ง และมีบทบาทในการคำนวณต้นทุนเงินทุน (Cost of Loanable Fund) ของระบบธนาคารพาณิชย์ เพื่อกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดี (Prime Rate) ซึ่งได้รับอิทธิพลจากอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตร อัตราดอกเบี้ย LIBOR

2.5 ศึกษาประเด็นเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยที่คาดคะเนในการอธิบายความผันแปรของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง ของ Campbell-Clarida ค.ศ. 1987 โดยมีสมมติฐานว่าอัตราแลกเปลี่ยนในระยะยาวมีรูปแบบเป็น Random Walk และเกิด Uncovered Interest Parity

ผลการวิจัยพบว่า อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีความผันแปรมากกว่าส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง

2.6 ศึกษาประเด็นเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยในเชิงปริมาณของ ซีระพล รัตนาลังการ พ.ศ. 2535 ใช้ข้อมูลรายไตรมาสตั้งแต่ปี พ.ศ. 2523 ถึง ปี พ.ศ. 2534

ผลการวิจัยพบว่า อัตราดอกเบี้ยของตลาดการเงินมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศที่รวมการคาดการณ์เกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยนเงินตรามากที่สุด

รองลงมา ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงของรายได้และปริมาณเงินในไตรมาสก่อน การปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยจากปัจจัยภายนอกประเทศจะใช้เวลาประมาณ 2 ไตรมาส และหากเปิดประเทศมากขึ้น อัตราดอกเบี้ยในประเทศจะมีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศมากขึ้น

2.7 ศึกษาประเด็นเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ภายหลังการผ่อนคลายทางการเงินของ จันทนิกา ผกาศยามสกุล พ.ศ. 2537 ใช้อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมสำหรับลูกค้าชั้นดี (MLR) เป็นตัวแปรที่ศึกษา

ผลการวิจัยพบว่า ปัจจัยที่มีผลในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ที่สำคัญที่สุดได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมสำหรับลูกค้าชั้นดีงวดก่อน (MLR<sub>t-1</sub>) ในความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน โดยมีสาเหตุจากการที่ธนาคารพาณิชย์พยายามรักษารายได้จากอัตราดอกเบี้ยให้ใกล้เคียงกับงวดก่อน

2.8 ศึกษาประเด็นเกี่ยวกับ ค่าระดับความเชื่อมโยงของระบบการเงินไทยกับต่างประเทศ ของ รังสรรค์ หทัยเสรี พ.ศ.2538 ศึกษาจากข้อมูลรายไตรมาสช่วงปี ค.ศ. 1980-1994 โดยใช้แบบจำลองมาตรฐานทางเศรษฐมิติ

ผลการวิจัยพบว่า ในช่วงดังกล่าวอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยมีการเคลื่อนไหวอย่างมีเสถียรภาพกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ ซึ่งสะท้อนให้เห็นความเชื่อมโยงทางการเงินที่มากขึ้น ทำให้การดำเนินนโยบายทางการเงินด้วยการปรับสภาพคล่องในระบบยังพอมีประสิทธิภาพอยู่บ้างในระยะปานกลางและระยะยาว

2.9 ศึกษาประเด็นเกี่ยวกับ ปัจจัยกำหนดอัตราดอกเบี้ยจากการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศและอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ ของ เมทินี ศุภสวัสดิ์กุล พ.ศ.2539 ศึกษาจากข้อมูลช่วงหลังจากที่ได้ยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ย

ผลการวิจัยพบว่า ปัจจัยที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยคุณภาพในระยะยาว ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน และระดับความเชื่อมโยงทางการเงินระหว่างประเทศมีมากขึ้นเรื่อย ๆ

2.10 ศึกษาประเด็นเกี่ยวกับ ปัจจัยที่มีบทบาทในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยภายหลังการเปิดเสรีทางการเงิน ของนรินทร์ ประสพสุขโชคชัย พ.ศ.2540

ผลการวิจัยพบว่า รายได้ประชาชาติกับอัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน ปริมาณเงินกับอัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้าม และเงินเฟ้อกับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้คาดว่าเป็นผลมาจากการไหลเข้าของเงินทุนจำนวนมากภายหลังการเปิดเสรีทางการเงิน จนทำให้มีการบิดเบือนผลของการคาดการณ์เงินเฟ้อไปจากที่ควรจะเป็น

2.11 ศึกษาประเด็นเกี่ยวกับ ความสัมพันธ์ของอัตราแลกเปลี่ยนและส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง ของ รัทชนก นุชพงษ์ พ.ศ.2540 ศึกษาจาก 5 คู่ประเทศ ซึ่งเป็นประเทศคู่ค้าที่สำคัญของประเทศไทย ได้แก่ ไทย-สหรัฐอเมริกา ไทย-ญี่ปุ่น ไทย-อังกฤษ ไทย-เยอรมัน และ ไทย-สิงคโปร์ โดยใช้ข้อมูลรายเดือนในช่วงกรกฎาคม ปี พ.ศ. 2534-เดือนมกราคม พ.ศ. 2539

ผลการวิจัยพบว่า คู่ประเทศที่พิจารณาส่วนใหญ่ไม่ปรากฏว่าอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงและส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงมีความสัมพันธ์กันเมื่อพิจารณาในเชิงดุลยภาพระยะยาว ยกเว้นกรณีคู่ ไทย-สหรัฐอเมริกา ซึ่งมีความใกล้เคียงกันมากกว่าคู่ประเทศอื่น ๆ

2.12 ศึกษาประเด็นเกี่ยวกับ การทำงานของนโยบายการเงินของ Klienhowhan, Ubonrat (1999) โดยใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม 2523 – เดือนมิถุนายน 2541 และแบ่งช่วงเวลาออกเป็น 2 ช่วง คือช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงินและช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงิน

ผลการวิจัยพบว่า ก่อนเปิดเสรีทางการเงินช่องทางปริมาณสินเชื่อภายในประเทศมีความสำคัญต่อดัชนีการลงทุนภาคเอกชนและอัตราเงินเฟ้อมากกว่าช่องทางอัตราดอกเบี้ย แต่ผลกระทบดังกล่าวลดลงหลังเปิดเสรีทางการเงิน

2.13 ศึกษาประเด็นเกี่ยวกับ การทำงานของนโยบายการเงินของ Nualtaranee (1999) โดยใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม 2523 – เดือนมิถุนายน 2540 ครอบคลุมช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงินและช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงิน ในช่วงที่ใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่

ผลการวิจัยพบว่า ก่อนเปิดเสรีทางการเงินการดำเนินนโยบายการเงินผ่านช่องทางปริมาณสินเชื่อภายในประเทศมีความสำคัญต่อดัชนีการลงทุนภาคเอกชนมากกว่าช่องทางอัตราดอกเบี้ย อย่างไรก็ตาม หลังจากเปิดเสรีทางการเงินแล้วบทบาทของปริมาณสินเชื่อในประเทศเริ่มลดลง ในขณะที่ช่องทางต่างประเทศ ได้แก่ ปริมาณเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศสุทธิได้มีบทบาทมากขึ้น

2.14 ศึกษาประเด็นเกี่ยวกับ ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยที่มีผลต่อการกู้ยืมเงินต่างประเทศในช่วงที่ประเทศไทยใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบตรึงค่าเงิน ของ ปราณี แผ่คุณความดี พ.ศ. 2543 ศึกษาจากข้อมูลช่วงไตรมาส 1 ปี พ.ศ. 2531- ไตรมาส 2 ปี พ.ศ. 2540

ผลการวิจัยพบว่า มีการคาดการณ์เกี่ยวกับประโยชน์ที่ได้รับจากการกู้ยืมเงินต่างประเทศสูงกว่าความจริง ทำให้เงินทุนระยะสั้นไหลเข้าประเทศไทยมากเกินไปส่งผลกระทบต่อฐานเงินและอัตราเงินเฟ้อภายในประเทศ

2.15 ศึกษาประเด็นเกี่ยวกับ ผลกระทบจากความเสถียรของอัตราแลกเปลี่ยนและส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยต่อเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ ของ วิมล ปั่นคง พ.ศ.2545 ศึกษาจากข้อมูลช่วงปี พ.ศ. 2536-2540 และศึกษาผลกระทบจากความเสถียรของอัตราแลกเปลี่ยนและส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศต่อปริมาณเงินทุนไหลเข้า

ผลการวิจัยพบว่า ผลความแปรปรวนของความเสถียรของอัตราแลกเปลี่ยนได้รับอิทธิพลจากเงินทุนไหลเข้าและส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยในสัดส่วนที่ใกล้เคียงกันและมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเมื่อเวลาผ่านไป ขณะที่ความแปรปรวนของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและเงินทุนไหลเข้าได้รับอิทธิพลจากตัวเองในอัตราที่สูง แต่ในช่วงปี พ.ศ. 2540 ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยไม่ได้ส่งผลกระทบต่อเงินทุนไหลเข้า

---

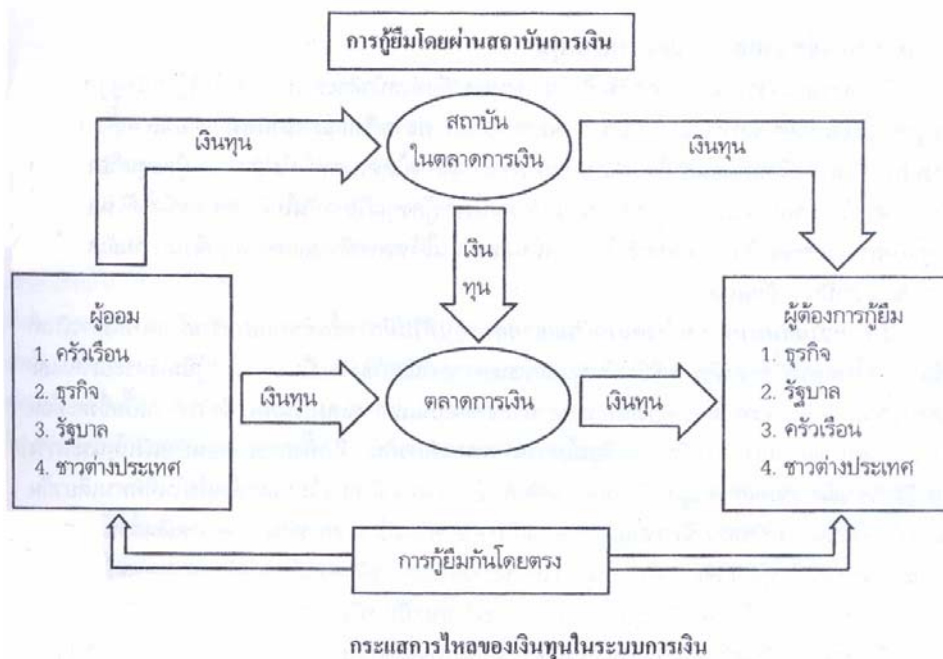
### บทที่ 3

## อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดการเงินไทย

อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดการเงิน หมายถึง อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินซึ่งเป็นตลาดให้กู้ยืมเงินในระยะสั้น อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินอาจได้ผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย โดยมีสาระที่เกี่ยวข้องดังนี้

### 1. โครงสร้างและบทบาทของตลาดการเงิน

โครงสร้างของตลาดการเงินประกอบด้วย ผู้ออมเงิน ผู้ต้องการกู้ยืม สถาบันในตลาดการเงิน และราคาหรืออัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ทางการเงิน โดยตลาดการเงินมีหน้าที่ในการนำเงินทุนจากผู้ที่มีเงินออมซึ่งประกอบด้วย ธุรกิจ รัฐบาล คริวเรือน และชาวต่างประเทศ ไปสู่บุคคลที่ต้องการเงินทุนซึ่งประกอบด้วย ธุรกิจ รัฐบาล คริวเรือน และชาวต่างประเทศเช่นกัน ซึ่งในงานวิจัยนี้ใช้ระบบธนาคารพาณิชย์เป็นตัวแทนของสถาบันในตลาดการเงิน โดยสามารถแสดงกระแสการไหลของเงินทุนในระบบการได้ ดังภาพที่ 3.1



ภาพที่ 3.1 กระแสการไหลของเงินทุน

ตลาดการเงินมีบทบาทสำคัญ คือ ทำให้ผู้ออมได้ประโยชน์ในรูปของดอกเบี้ยและอื่น ๆ ที่ให้ผลตอบแทนสูงสุด ทำให้ผู้ลงทุนมีเงินทุนไปใช้ในโครงการต่าง ๆ ในอัตราดอกเบี้ยต่ำสุดเท่าที่ผู้กู้จะหาได้ ทำให้ระบบเศรษฐกิจมีการสะสมทุนของประเทศเพิ่มขึ้น ทำให้ผู้บริโภคมีมาตรฐานการครองชีพสูงขึ้นด้วยการบริโภคสินค้าในขณะที่มีเงินออมไม่เพียงพอผ่านสินเชื่อ เช่น วงเงินเงินกู้หรือวงเงินผ่อนชำระ และทำให้เศรษฐกิจของประเทศขยายตัวสูงขึ้น การลงทุนในโครงการต่าง ๆ ก่อให้เกิดการจ้างงานและเศรษฐกิจขยายตัวเพิ่มขึ้น

## 2. ตลาดเงินที่มีผลอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศไทย

ธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทยย่อมต้องการบริหารสภาพคล่องให้ได้มาซึ่งผลตอบแทนสูงสุดทั้งระยะสั้นและระยะยาว ซึ่งในระยะสั้น ๆ (ไม่เกิน 1 ปี) เรียกว่า ตลาดเงิน ผลตอบแทนที่ได้คืออัตราดอกเบี้ย โดยตลาดเงินที่มีผลอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศไทยที่ใช้ในการวิจัยนี้ได้แก่

### 2.1 ตลาดเงินให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร (Interbank Market)

ตลาดเงินให้กู้ยืมระหว่างธนาคารเป็นแหล่งเงินกู้ยืมระยะสั้นเพื่อปรับสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ โดยทั่วไปจะมีทั้งประเภทกู้ยืมแบบข้ามคืน (Overnight) กู้ยืมแบบจ่ายคืนเมื่อทวงถาม (Call) หรือแบบมีกำหนดระยะเวลาธุรกรรม การกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทยส่วนใหญ่เป็นแบบ Overnight และ Call ไม่มีการทำธุรกรรมประเภทกำหนดอายุเวลา โดยส่วนใหญ่เป็นการกู้ยืมเพื่อปรับสภาพคล่อง เพื่อชดเชยการขาดดุลเรียกเก็บเงินตามเช็คระหว่างธนาคาร (ดุลเคลื่อนที่) และเพื่อการดำรงเงินสดสำรองรายปีกึ่งตามกฎหมาย

การทำธุรกรรม Interbank เป็นการกู้ยืมแบบไม่มีหลักประกัน ผู้ให้กู้จะกำหนดวงเงินขั้นสูงในการให้กู้ยืมแก่ธนาคารพาณิชย์คู่ค้า (มี Credit line) การกู้ยืมจะเป็นแบบ Over-The-Counter (OTC) คือ ติดต่อกันทางโทรศัพท์ ผู้กู้จะต้องออกตั๋วสัญญาใช้เงิน (Promissory Note - P/N) ให้แก่ ผู้ให้กู้เป็นหลักฐานการกู้ยืม ผู้ให้กู้จะจ่ายเป็นเช็คธนาคารพาณิชย์ (check clearing) หรือจ่ายเป็นเช็คของบัญชีเงินฝากกระแสรายวันที่เปิดไว้กับธนาคารแห่งประเทศไทย หรือใช้การโอนเงินให้ ผู้กู้ผ่านระบบบาทเนตซึ่งระบบการโอนเงินทางอิเล็กทรอนิกส์แล้วแต่จะตกลงกัน สมาชิกตลาดเงินให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร นอกจากจะมีธนาคารพาณิชย์ไทย สาขาธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศแล้ว ยังมีสถาบันการเงินพิเศษ เช่น ธนาคารออมสิน ธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร ธนาคารอาคารสงเคราะห์ บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาสถาบันการเงิน ฯลฯ เป็นผู้ร่วมตลาดด้วย

## 2.2 ตลาดซื้อคืนพันธบัตร (Repurchase Market)

ตลาดซื้อคืนพันธบัตรเป็นกลไกที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจัดให้มีขึ้นเมื่อปี พ.ศ. 2522 เพื่อเป็นแหล่งปรับสภาพคล่องส่วนเกินหรือส่วนขาดของสถาบันการเงิน เป็นการลดอำนาจผูกขาดของสถาบันการเงินขนาดใหญ่ในตลาดเงิน และเพื่อเป็นช่องทางให้ธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถใช้เป็นเครื่องมือในการติดตามภาวะตลาดเงินและใช้ในการดำเนินนโยบายการเงินแบบ Open Market Operation ได้ช่องทางหนึ่ง

สมาชิกตลาดซื้อคืนในชั้นต้นมีเพียงธนาคารพาณิชย์ไทยและสาขานาคารต่างประเทศ ต่อมาในปี พ.ศ. 2524 ได้มีการรับสมาชิกประเภทบริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ และบริษัทเครดิตฟองซิเอร์เข้าเป็นสมาชิก และได้มีสถาบันการเงินพิเศษและรัฐวิสาหกิจบางแห่งที่ต้องการบริหารเงินระยะสั้นให้มีประสิทธิภาพมากขึ้นสมัครเข้าเป็นสมาชิก ได้แก่ ธนาคารออมสิน ธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร ธนาคารอาคารสงเคราะห์ บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย การเคหะแห่งชาติ การรถไฟแห่งประเทศไทย ฯลฯ

ประเภทของพันธบัตรที่อนุญาตให้เข้าทำการซื้อขายในตลาดซื้อคืนจะต้องปลอดภาระผูกพัน โดยในช่วงแรกมีเฉพาะพันธบัตรรัฐบาล ต่อมาเมื่อพันธบัตรรัฐบาลเริ่มลดจำนวนลงได้ มีการรับพันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่กระทรวงการคลังค้ำประกันต้นเงินและดอกเบี้ยเข้าซื้อขาย และในปี พ.ศ. 2538 ได้มีการแก้ไขพระราชกฤษฎีกากำหนดคกิจการธนาคารแห่งประเทศไทย มีผลให้ธนาคารสามารถซื้อขายพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย พันธบัตรรองการของรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจที่กระทรวงการคลังมีได้ค้ำประกันต้นเงินและดอกเบี้ย แต่มีคุณสมบัติตามที่คณะกรรมการธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดได้ ซึ่งในการนี้มีผลให้มีพันธบัตรเข้ามาซื้อขายในตลาดกว้างขวางขึ้น

รูปแบบการซื้อขาย สมาชิกตลาดซื้อคืนจะต้องนำพันธบัตรที่ปลอดภาระผูกพันมาจดทะเบียนกับธนาคารแห่งประเทศไทยในระบบ Book Entry แทนการถือตัวพันธบัตร โดยการซื้อขายแต่ละครั้งจะเป็นการบันทึกในทะเบียน โดยไม่มีการโอนพันธบัตรจริง ทั้งนี้ธนาคารแห่งประเทศไทยจะทำหน้าที่ในการเป็นผู้จับคู่และเป็นผู้ทำการซื้อขาย โดยจะเป็นคู่ค้าหรือคู่สัญญาในการทำธุรกรรมทั้งด้านซื้อและด้านขายกับสมาชิกทุกรายการ โดยที่ผู้ซื้อผู้ขายจะไม่ทราบคู่ค้าที่แท้จริงว่าเป็นใคร ซึ่งวิธีนี้จะช่วยลดปัญหาเรื่องความเชื่อถือของคู่ค้าแต่ละรายได้ ตั้งแต่จัดตั้งตลาดขึ้นในปี พ.ศ. 2522 จนถึงเดือนตุลาคม พ.ศ. 2539 การจับคู่ (Matching) ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้วิธีจัดสรรพันธบัตรแบบ Dutch System ซึ่งใช้อัตราดอกเบี้ยของถือการเสนอซื้อครั้งสุดท้ายของ

พันธบัตรประเภทเดียวกันที่ซื้อขายในวันนั้น ๆ เป็นอัตราดอกเบี้ยที่คิดกับการซื้อขายทุกล็อตก่อนหน้า ทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรประเภทเดียวกันที่ซื้อขายในวันเดียวกันมีเพียงอัตราเดียว ต่อมาในเดือนตุลาคม พ.ศ. 2539 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้เปลี่ยนเป็นการทำ Matching มาเป็นแบบ American System ซึ่งใช้อัตราดอกเบี้ยของการเสนอซื้อขายจริงในทุกล็อต การซื้อขายของพันธบัตรประเภทเดียวกัน ทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรประเภทเดียวกันที่ซื้อขายในวันเดียวกันหลายอัตรา และได้มีการเผยแพร่ข้อมูลถึง real time ในจอข่าวรอยเตอร์และบิสิเนส หน้า BOT15 และ BOT05

ประเภทหรือระยะเวลาการซื้อขายได้มีการเปลี่ยนแปลงปรับปรุงเป็นครั้งคราว ในระยะที่ผ่านมา โดยปัจจุบันมีประเภท 1 วัน, 7 วัน, 14 วัน, 1 เดือน, 2 เดือน, 3 เดือน และ 6 เดือน โดยทั่วไปธุรกรรมจะมีมากในประเภท 1 วัน และ 7 วัน ในระยะหลัง ธุรกรรมในระยะ 1 เดือนขึ้นไปมีแนวโน้มสูงขึ้น เวลาทำการของตลาดซื้อคืน ได้มีการปรับเปลี่ยนช่วงเวลาตามความเหมาะสมมาแล้วหลายครั้งในช่วงตั้งแต่ตลาดเปิดดำเนินการ โดยในปัจจุบันมีรอบเดียว เวลา 15.30 - 16.30 น.

### 2.3 ตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศ (Foreign Exchange Market : FX)

ตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศ ในประเทศไทยมีลักษณะเป็นแบบตลาด Over-The-Counter (OTC) คือซื้อขายกันผ่านระบบอิเล็กทรอนิกส์และระบบสื่อสารต่าง ๆ โดยไม่มีตลาดที่เป็นศูนย์กลางการซื้อขาย จึงแตกต่างจากการซื้อขายหุ้นซึ่งมีศูนย์กลาง คือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตลาด interbank – FX ในไทยซื้อขายกันเฉพาะเงินดอลลาร์ สรอ. แลกกับเงินบาท

ผู้บริหารเงินของธนาคารพาณิชย์สามารถใช้ตลาดนี้ในการบริหารเงินเพื่อปรับเพิ่มหรือลดสภาพคล่องเงินบาทของธนาคารผ่านธุรกรรม FX Swap และเพื่อป้องกันความเสี่ยงจากความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่าง 2 ประเทศ ธนาคารพาณิชย์จะซื้อเงินตราต่างประเทศและขายเงินตราต่างประเทศจำนวน 2 ธุรกรรมที่มีวันส่งมอบต่างกัน เช่น ธนาคารที่มีสภาพคล่องดอลลาร์ สรอ. แต่ต้องการสภาพคล่องเงินบาท จะเข้ามาทำธุรกรรม FX Swap ในวันนี้ (trading date) โดยขายเงินดอลลาร์ สรอ. (ซื้อเงินบาท) สำหรับการส่งมอบทันที (Value Spot) พร้อมกับซื้อดอลลาร์ สรอ. (ขายเงินบาท) สำหรับการส่งมอบในอนาคต (Value Forward) โดยส่วนต่างของอัตราขายดอลลาร์ สรอ. ในขาแรก กับอัตราซื้อดอลลาร์ สรอ. ในขาหลัง เรียกว่า Swap Point ซึ่งขึ้นกับส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์ สรอ. การทำธุรกรรมของธนาคาร



ดังกล่าวจึงเสมือนกับการกู้เงินบาท โดยมีเงินดอลลาร์ สรอ. เป็นหลักประกัน ทั้งนี้ ธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการคำนวณหาอัตราดอกเบี้ยเงินกู้เงินบาทผ่านการทำธุรกรรม FX Swap<sup>6/</sup> จากสูตรการคำนวณ Swap Point ที่คำนวณจากส่วนต่างของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward Rate) กับอัตราแลกเปลี่ยนทันที (Spot Rate) โดยอัตราดอกเบี้ยที่ได้จากการคำนวณนี้ เรียกว่า “Thai Baht Implied Interest Rate” ซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยจะรายงานอัตราดอกเบี้ยนี้อยู่ใน Website ของธนาคารแห่งประเทศไทย สามารถแบ่งเป็น 3 ขั้นตอน ดังนี้

### 2.3.1 คำนวณหาอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward Rate)

อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า หมายถึง อัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตที่คำนวณจากอัตราแลกเปลี่ยนทันที (Spot Rate) โดยมีสมมติฐานที่ว่าเงินที่มีค่าเท่ากันเมื่อฝากธนาคารในแต่ละประเทศในระยะเวลาที่เท่ากันตามอัตราดอกเบี้ยในแต่ละประเทศ เมื่อสิ้นระยะเวลาที่กำหนดแล้ว นำเงินที่รวมเงินต้นและดอกเบี้ยมาเปรียบเทียบกันย่อมเท่ากัน เช่น ถ้าให้อัตราแลกเปลี่ยนทันทีของบาท : ดอลลาร์ สรอ. เท่ากับ 40 : 1  $R_t$  แทนอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทย และ  $R_u$  แทนอัตราดอกเบี้ยในสหรัฐ การคำนวณจะเป็นดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Spot Rate} &= 40 / 1 \\ \text{Forward Rate} &= 40 (1+R_t) / 1(1+R_u) \\ \text{Forward Rate} &= \text{Spot Rate} (1+R_t) / 1(1+R_u) \end{aligned}$$

---

<sup>6/</sup>สอบถามจากเจ้าหน้าที่สายตลาดการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย 3 ท่าน ได้แก่ คุณณัฐ ลุมพิกานนท์ ผู้บริหารทีม ทีมเงินตราต่างประเทศ คุณกิตติพัฒน์ เจียมศรีพงษ์ ผู้วิเคราะห์อาวุโส ทีมเงินตราต่างประเทศ และคุณสุพัฒน์ อัมไพธนากร เจ้าหน้าที่ลงทุนอาวุโส ทีมกลยุทธ์การลงทุน

### 2.3.2 คำนวณหา Swap Point

Swap Point หมายถึง ส่วนต่างของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward Rate) กับอัตราแลกเปลี่ยนทันที (Spot Rate) เป็นการคุ้มครองความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ยที่แตกต่างกันใน 2 ประเทศ การคำนวณจะเป็นดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Swap Point} &= \text{Forward Rate} - \text{Spot Rate} \\ \text{Swap Point} &= [\text{Spot Rate} (1+R_t) / 1(1+R_u)] - \text{Spot Rate} \\ \text{Swap Point} &= \text{Spot Rate} [(1+R_t) / 1(1+R_u) - 1] \\ \text{Swap Point} &= \text{Spot Rate} (R_t - R_u) \end{aligned}$$

2.3.3 คำนวณหาอัตราดอกเบี้ยของการกู้เงินบาทผ่านการทำธุรกรรม FX Swap (Thai Baht Implied Interest Rate : Baht Implied)

Thai Baht Implied Interest Rate : Baht Implied หมายถึง อัตราดอกเบี้ยที่ได้จากการคำนวณด้วยสูตรการคำนวณหา Swap Point ไม่ใช่อัตราดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นจริง โดยหากทราบค่า Spot Rate Swap Point และอัตราดอกเบี้ยเงินดอลลาร์ สรอ. การคำนวณจะเป็นดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Swap Point} &= \text{Spot Rate} (R_t - R_u) \\ \text{Swap Point} &= \text{Spot Rate} \cdot (\text{Baht Implied} - R_u) \\ \text{Swap Point} / \text{Spot Rate} &= (\text{Baht Implied} - R_u) \\ \text{Baht Implied} &= (\text{Swap Point} / \text{Spot Rate}) + R_u \end{aligned}$$

ที่ผ่านมาสาขาธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศส่วนมากมักจะอยู่ในด้านต้องการสภาพคล่องเงินบาท เนื่องจากมีข้อจำกัดในด้านการระดมเงินฝากเพราะไม่สามารถเปิดสาขาได้ ประกอบกับสาขาธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศส่วนใหญ่ถือพันธบัตรเงินบาทในจำนวนไม่มาก จึงมีข้อจำกัดในการเสริมสภาพคล่องเงินบาทผ่านตลาดซื้อคืนพันธบัตร อย่างไรก็ตาม สาขาธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศมักจะมีฐานสภาพคล่องอยู่ในรูปของเงินตราต่างประเทศ เฉพาะอย่างยิ่งในรูปของเงินดอลลาร์ สรอ. ที่อาจกู้จากสาขาธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศด้วยกันจากนอกประเทศสาขาธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศจึงนิยมใช้เงินดอลลาร์ สรอ. ที่กู้เข้ามานำมาทำรายการ FX Swap ในลักษณะที่กล่าวข้างต้นเพื่อให้ได้มาซึ่งสภาพคล่องเงินบาท ในกรณีที่สาขาธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศต้องการสภาพคล่องเงินบาทเพียง 1 วัน แต่ต้องการใช้เงินบาทวันพรุ่งนี้ และใช้คืน 1 วัน ถัดไป ในทางเทคนิคเรียกว่าเป็นการทำ FX Swap ประเภท Tom-Next :TN (ย่อมาจาก Tomorrow – Next)

จากมาตรการป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาทของธนาคารแห่งประเทศไทยที่ผ่านมา ทำให้ตลาดสำหรับการบริหารสภาพคล่องเงินบาทถูกแบ่งแยกเป็น 2 ตลาด คือ On-shore Market และ Off-shore Market โดยสาระสำคัญของมาตรการ คือ

- ห้ามมิให้มีการปล่อยสภาพคล่องเงินบาทจาก On-shore ไปยังใน Off-shore ผ่านการกู้ยืมโดยตรง และการทำ FX Swap หรือธุรกรรมที่มีผลเหมือนกัน เว้นแต่ธุรกรรมนั้นมีธุรกรรมรองรับ

- ห้ามมิให้มีการปล่อยสภาพคล่องเงินบาทจาก Off-shore เข้ามาใน On-shore ผ่านการปล่อยกู้โดยตรงและการทำ FX Swap หรือธุรกรรมที่มีผลเหมือนกัน สำหรับธุรกรรมที่มีอายุต่ำกว่า 3 เดือน เว้นแต่มีธุรกรรมรองรับ

จากมาตรการข้างต้นทำให้ธนาคารพาณิชย์ใน On-shore ไม่สามารถทำ FX Swap ปล่อยสภาพคล่องเงินบาทให้กับธนาคารพาณิชย์ใน Off-shore ได้ จึงทำให้ธนาคารพาณิชย์ใน Offshore ที่ต้องการสภาพคล่องเงินบาทต้องทำ FX Swap กู้เงินบาทกับธนาคารพาณิชย์ที่อยู่ใน Offshore ด้วยกันเอง (ซึ่งใน Off-shore นั้น มักมีสภาพคล่องเงินบาทต่ำกว่าใน On-shore ค่อนข้างมาก) ส่งผลให้เกิดตลาด FX Swap เงินบาทใน On-shore สำหรับธนาคารพาณิชย์ในประเทศ และตลาด FX Swap ใน Off-shore สำหรับธนาคารพาณิชย์ในต่างประเทศ ดังนั้น อาจกล่าวได้ว่าตลาดให้กู้ยืมผ่านธุรกรรม FX Swap ประเภทในประเทศ (On-shore) เป็นตลาดเงินให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร (Interbank Market) อีกประเภทหนึ่ง โดยคู่ค้าส่วนใหญ่เป็นสาขาธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศ

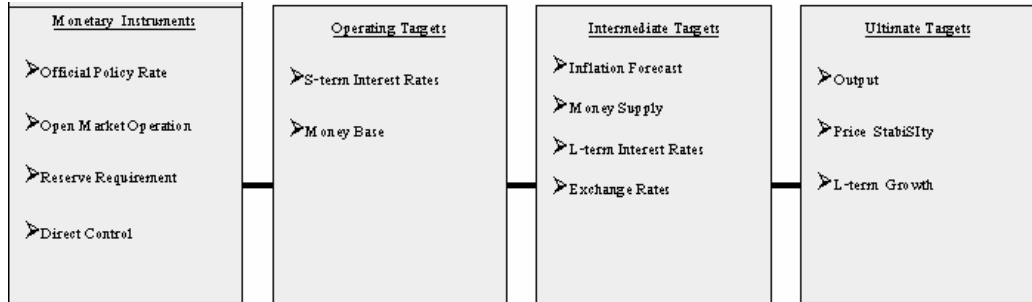
### 3. กลไกการทำงานของนโยบายทางการเงิน

ธนาคารกลางจะปรับสภาพคล่องของระบบการเงินและอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดการเงินผ่านเครื่องมือทางการเงินต่าง ๆ<sup>2/</sup> อาทิ

---

<sup>2/</sup> กอบศักดิ์ ภูตระกูล และ เมทินี สุขสวัสดิ์กุล เอกสารประกอบการสัมมนาวิชาการ เรื่อง นโยบายการเงินในศตวรรษที่ 21

- การซื้อขายพันธบัตรในตลาดซื้อคืน และการซื้อขายพันธบัตรโดยตรง
- การปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ย Discount rate
- การปรับสัดส่วนการสำรองสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ (Reserve Requirement)
- การเข้าแทรกแซงในตลาดอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งมีผลต่อตลาดให้กู้ยืมผ่านธุรกรรม FX Swap ประเภทในประเทศ (On-shore)



ภาพที่ 3.2 เป้าหมายและเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน

เนื่องจากธนาคารกลางไม่สามารถควบคุมอัตราการเจริญเติบโตของประเทศ ปริมาณการผลิต และภาวะเงินเฟ้อได้โดยตรง ดังนั้น การดำเนินนโยบายการเงินในแต่ละวัน (Day-to-day Operation) ของธนาคารแห่งประเทศไทยจึงได้ใช้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นหรือฐานเงินเป็นเป้าหมายขั้นต้น (Operating Targets) สำหรับการดำเนินนโยบาย โดยเป้าหมายขั้นต้นดังกล่าวจะเป็นเครื่องมือสำคัญที่ใช้ในการปรับเปลี่ยนปริมาณเงิน อัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์

อัตราดอกเบี้ยระยะยาว รวมทั้งการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ (Intermediate Targets) ให้เป็นไปในทิศทางที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเห็นสมควร เพื่อให้บรรลุเป้าหมายขั้นสุดท้าย (Ultimate Targets) โดยทางอ้อม ได้แก่ การควบคุมอัตราการเจริญเติบโตของประเทศ ปริมาณการผลิต และภาวะเงินเฟ้อ

#### 4. นโยบายการเงินของประเทศไทย

ตั้งแต่ช่วงสงครามโลกครั้งที่ 2 ได้มีการตราพระราชบัญญัติธนาคารแห่งประเทศไทย พ.ศ. 2485 ภายใต้พระราชบัญญัตินี้ดังกล่าว ธนาคารแห่งประเทศไทย มีหน้าที่ดำเนินธุรกิจของธนาคารกลาง และหน้าที่อื่นๆ ซึ่งจะกำหนดโดยการตราพระราชกฤษฎีกา ในกฎหมายนี้ถึงแม้มิได้ระบุเรื่องนโยบายการเงินอย่างชัดเจน แต่ก็กำหนดให้คณะกรรมการ ธนาคารแห่งประเทศไทยมีอำนาจในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเรียกเก็บจากการเป็นแหล่งเงินกู้แหล่งสุดท้าย (Lender of the last resort) ของสถาบันการเงิน

นอกจากนี้ ยังให้อำนาจธนาคารแห่งประเทศไทยในการซื้อขายตราสารหนี้และเงินตราต่างประเทศ ตลอดจนให้สินเชื่อแบบมีหลักทรัพย์ค้ำประกันแก่สถาบันการเงิน ซึ่งในเรื่องเหล่านี้ ธนาคารแห่งประเทศไทยมิได้กระทำเพื่อค้ำค่าใด ดังนั้น จึงกล่าวได้ว่ากฎหมายมีบทบัญญัติโดยอ้อมให้ ธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้ดำเนินนโยบายการเงินอย่างชัดเจน และในทางปฏิบัติธนาคารแห่งประเทศไทยจะดำเนินธุรกิจของธนาคารกลาง โดยคำนึงถึงเสถียรภาพทางการเงินและระบบการเงิน ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญของการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระยะยาว สามารถแบ่งนโยบายการเงินของไทย แบ่งได้เป็น 3 ช่วง คือ

#### 4.1 การผูกค่าเงินบาทกับค่าเงินสกุลอื่นหรือกับตะกร้าเงิน (Pegged Exchange Rate) (ช่วงหลังสงครามโลกครั้งที่ 2 - มิถุนายน 2540)

เริ่มใช้ตั้งแต่หลังสงครามโลกครั้งที่ 2 เป็นต้นมา โดยช่วงแรกใช้วิธีผูกค่าเงินไว้กับสกุลอื่นหรือทองคำ ต่อมาในช่วงพฤศจิกายน 2527 - มิถุนายน 2540 ได้เปลี่ยนไปใช้ระบบผูกค่าเงินบาท กับตะกร้าเงิน ภายใต้ระบบตะกร้าเงินนี้ ทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Equalization Fund : EEF) จะเป็นผู้ประกาศและปกป้องค่าเงินบาทเทียบกับดอลลาร์ สรอ. ในแต่ละวัน สำหรับการดำเนินนโยบายการเงินในช่วงนี้มุ่งเน้นให้ปัจจัยภายในประเทศสอดคล้องกับการกำหนดค่าเงิน ภายใต้ระบบดังกล่าวเป็นสำคัญ

ในขณะที่เปิดเสรีทางการเงินนั้น ประเทศไทยยังคงใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบการผูกค่าเงินบาทกับค่าเงินสกุลอื่นหรือกับตะกร้าเงิน (Pegged Exchange Rate) โดยมีทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Equalization Fund EEF) เป็นผู้ประกาศและปกป้องค่าเงินบาทเทียบกับดอลลาร์ สรอ. ในแต่ละวัน (เงินดอลลาร์ สรอ. เป็นสกุลเงินตราสกุลที่มากที่สุดใ้ในตะกร้าเงินประมาณ 80%) ส่งผลให้ธนาคารแห่งประเทศไทยไม่สามารถดำเนินนโยบายการเงินอย่างอิสระ เพราะเกิดปัญหาภาวะที่ไม่ยั่งยืน 3 ประการ (Impossible Trinity) คือ การดำเนินนโยบายการเงินอย่างอิสระจากต่างประเทศ การรักษาค่าเงินให้คงที่ พร้อมกับการเปิดเสรีทางการเงิน ทั้งนี้ เพื่อการรักษาค่าเงินบาทที่กำลังลดลงจากการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ทำให้ต้องใช้นโยบายการเงินที่สวนกับการพุงภาวะเศรษฐกิจที่เริ่มตกต่ำ โดยการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเพื่อให้สามารถดึงเงินไหลเข้าจากต่างประเทศเพิ่มขึ้น จึงไม่สอดคล้องสถานการณ์ที่ควรจะใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยต่ำเพื่อส่งเสริมให้เกิดการลงทุนภายในประเทศ อีกทั้งการตรึงอัตราไว้ไม่ให้ขึ้นไปตามปัจจัยพื้นฐาน ทำให้สินค้าส่งออกในสายตาต่างชาติแพงเกินจริง และสินค้านำเข้าในสายตาคนไทยถูกเกินจริง จึงส่งผลให้การส่งออกลดลงและการนำเข้าเพิ่มขึ้นและการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเพิ่มขึ้นมากยิ่งขึ้น

เพื่อแก้ปัญหาภาวะที่ไม่ยั่งยืน 3 ประการ (Impossible Trinity) ในวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ประกาศเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากแบบคงที่เป็นแบบยืดหยุ่น (Managed Float Rates) โดยให้ค่าเงินลอยตัวตามภาวะตลาด (ธนาคารแห่งประเทศไทยจะเข้าแทรกแซงเฉพาะเวลาจำเป็นเพื่อลดความผันผวนของค่าเงิน)

#### 4.2 ช่วงที่ 2 การกำหนดเป้าหมายทางการเงิน (Monetary Targeting) (กรกฎาคม 2540 ถึงพฤษภาคม 2543)

หลังจากที่ประเทศไทยเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน มาเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว เมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 นั้น ประเทศไทยขอรับความช่วยเหลือด้านการเงินจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund : IMF) และได้มีการกำหนด Policy Anchor แบบใหม่ คือ Monetary Targeting ซึ่งกำหนดเป้าหมายทางการเงิน อิงกับกรอบการจัดทำโปรแกรมกับกองทุนการเงินระหว่างประเทศ เพื่อให้เกิดความสอดคล้องระหว่างนโยบายการเงิน นโยบายการคลัง และเม็ดเงินจากภาคต่างประเทศหรือดุลการชำระเงิน และให้ได้ภาพการขยายตัวทางเศรษฐกิจและระดับราคาตามที่กำหนดไว้ (Ultimate Objectives) จากการประเมินภาพเศรษฐกิจดังกล่าว ธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถกำหนดเป้าหมายฐานเงินรายได้ไตรมาสและรายวัน เพื่อใช้เป็นหลักในการบริหารสภาพคล่องรายวันซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อปรับสภาพคล่องและอัตราดอกเบี้ยในระบบการเงินมิให้เคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงอย่างผันผวนจนเกินไป

#### 4.3 ช่วงที่ 3 การกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) (23 พฤษภาคม 2543 ถึงปัจจุบัน)

เนื่องจากความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินและการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ไม่มีเสถียรภาพ เพราะระบบการเงินในประเทศเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว ทำให้การขยายตัวของสินเชื่อไม่สอดคล้องกับความต้องการ ดังนั้น เพื่อให้การดำเนินนโยบายการเงินมีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้น ภายใต้อัตราแลกเปลี่ยนแบบยืดหยุ่นและมีการเปิดเสรีทางการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย เห็นว่าควรปรับเปลี่ยนเป้าหมายขึ้นกลางในการดำเนินนโยบายการเงินจากเป้าหมายปริมาณเงินมาเป็นเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อแบบยืดหยุ่น (Flexible Inflation Targeting) ทั้งนี้ เพื่อรักษาเสถียรภาพของระดับราคา โดยกำหนดอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเฉลี่ยรายไตรมาสไว้ที่ร้อยละ 0 ถึงร้อยละ 3.5 ซึ่งเป็นระดับที่คาดว่าจะทำให้บรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจ อันได้แก่ การเพิ่มขึ้นของอัตราเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่มีเสถียรภาพภายในซึ่งหมายถึงระดับราคาสินค้าในประเทศที่ไม่ผันผวน และเสถียรภาพภายนอกซึ่งหมายถึงการรักษาดุลยภาพของดุลการค้าและดุลการชำระเงินไว้ได้

การดำเนินนโยบายการเงิน ในกรอบ Inflation Targeting นั้น ธนาคารแห่งประเทศไทย ดำเนินการภายใต้กรอบกฎหมายปัจจุบันโดยอาศัยอำนาจผู้ว่าการ ธนาคารแห่งประเทศไทย ในการแต่งตั้งคณะกรรมการนโยบายการเงินชุดแรกขึ้น เมื่อวันที่ 5 เมษายน 2543 โดยเชิญผู้ทรงคุณวุฒิ เป็นกรรมการ ร่วมกับผู้บริหารระดับสูงของธนาคารแห่งประเทศไทย รวมจำนวน 9 ท่าน ในการ กำหนดทิศทางนโยบายการเงินของประเทศ เพื่อรักษาเสถียรภาพของระดับราคาตลอดจนพัฒนา กรอบ Inflation Targeting ให้เหมาะสมกับประเทศไทย โดยในอนาคตได้มีการยกย่อง พระราชบัญญัติธนาคารแห่งประเทศไทยฉบับใหม่ ที่ให้อำนาจธนาคารแห่งประเทศไทยในการ กำหนดนโยบายการเงินอย่างมีอิสระ ซึ่งจะช่วยให้กรอบนโยบายการเงินมีความชัดเจนยิ่งขึ้น

---

## บทที่ 4

### วิธีดำเนินการวิจัย

#### 1. การเก็บรวบรวมข้อมูล

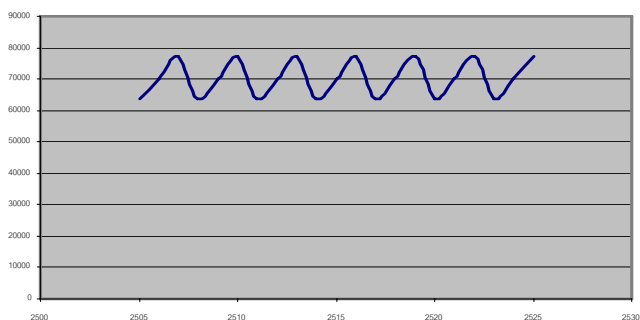
1.1 **Download** ข้อมูลรายวันของตัวแปรที่ต้องการศึกษาจาก Website ของ ธนาคารแห่งประเทศไทยนำมาเฉลี่ยเป็นรายเดือน

1.2 ศึกษาและทำความเข้าใจความสัมพันธ์ของตัวแปรเพิ่มเติม โดยสอบถามความคิดเห็นจากเจ้าหน้าที่ด้านนโยบายการเงินและด้านตลาดการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย

#### 2. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

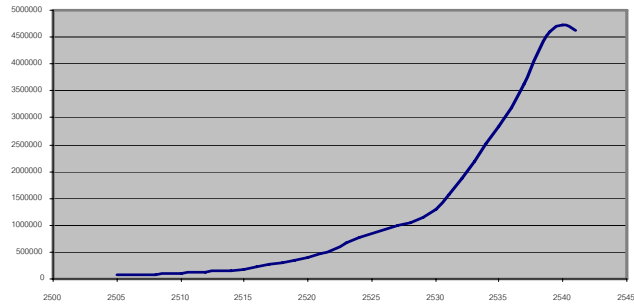
##### 2.1 ทดสอบคุณสมบัติ Stationary ของข้อมูล

เหตุผลที่ต้องทดสอบคุณสมบัตินี้เนื่องจากข้อมูลอนุกรมเวลาทางเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่มักจะเปลี่ยนแปลงไปตามเวลาในลักษณะที่เพิ่มขึ้น ซึ่งจะทำให้แบบจำลองได้รับอิทธิพลของเวลาเข้ามาเกี่ยวข้อง ดังนั้น แบบจำลองที่ใช้ต้องคงที่ไม่เปลี่ยนแปลงไปตามเวลาทดสอบคุณสมบัติ Stationary ด้วย plot กราฟ แสดงความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกับเวลา ถ้ากราฟมีแนวโน้มในลักษณะตามภาพที่ 4.1 แสดงว่าข้อมูลมีคุณสมบัติ Stationary ถ้ากราฟมีแนวโน้มในลักษณะตามภาพที่ 4.2 แสดงว่าข้อมูลมีคุณสมบัติ Non-stationary



ภาพที่ 4.1 กราฟของข้อมูลที่มีคุณสมบัติ Stationary





ภาพที่ 4.2 กราฟของข้อมูลที่มีคุณสมบัติ Non-stationary

## 2.2 วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของแบบจำลองจากการอ่านค่าทางสถิติ

กำหนดแบบจำลองเพื่อใช้ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรโดยการอ่านค่าทางสถิติ โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) ซึ่งคำนวณด้วยโปรแกรม SPSS Version 10 ซึ่งในการศึกษาให้อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน (Interbank : IB) ซึ่งเป็นตัวแทนอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของประเทศไทยเป็นตัวแปรตาม และให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตร ระยะ 14 วัน (RP) อัตราดอกเบี้ยที่คำนวณจากการกู้ยืมผ่านธุรกรรม FX Swap ประเภทในประเทศ (On-shore) ระยะ 1 วัน (TN) อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ SIBOR ระยะ 7 วัน (SB) และ สัดส่วนสินเชื่อต่อเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ (CD) เป็นตัวแปรอิสระในแบบจำลองเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรทุกตัวตามข้อสมมติฐานของผู้ศึกษาดังนี้

$$IB = \beta_0 + \beta_1 RP + \beta_2 TN + \beta_3 SB + \beta_4 CD + \mu$$

ความหมายของตัวแปรในแบบจำลอง

IB	หมายถึง อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน	เป็นตัวแปรตาม
RP	หมายถึง อัตราดอกเบี้ย RP 14 วัน	เป็นตัวแปรอิสระที่ค่าสหสัมพันธ์ >0
TN	หมายถึง อัตราดอกเบี้ยที่คำนวณจากการกู้ยืมผ่านธุรกรรม FX Swap ประเภทในประเทศ (On-shore) ระยะ 1 วัน	เป็นตัวแปรอิสระที่ค่าสหสัมพันธ์ >0

SB	หมายถึง อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ SIBOR ระยะ 7 วัน	เป็นตัวแปรอิสระที่ค่า สหสัมพันธ์ >0
CD	หมายถึง สัดส่วนสินเชื่อต่อเงินฝาก ของธนาคารพาณิชย์	เป็นตัวแปรอิสระที่ค่า สหสัมพันธ์ >0
$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$	หมายถึง พารามิเตอร์ในแบบจำลอง	
$\mu$	หมายถึง ค่าความคลาดเคลื่อนของแบบจำลอง	

### 3. การวิเคราะห์และการนำเสนอข้อมูล

ดำเนินการ 2 รูปแบบ คือ

#### 3.1 วิเคราะห์จากการ plot กราฟ

#### 3.2 การทดสอบความเป็นเหตุเป็นผลของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม โดยมุ่งชี้

ความสัมพันธ์ของตัวแปรว่าอะไรเป็นเหตุ (Causality) และอะไรเป็นผล (Effects) ทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามโดยกำหนดระดับนัยสำคัญที่ 5% โดยพิจารณาค่าต่าง ๆ ดังนี้

##### 3.2.1 ค่า $\bar{R}^2$ (Adjusted R-square)

เพื่อตรวจสอบว่าแบบจำลองเหมาะสมที่จะนำมาอธิบายข้อมูลมากน้อยเพียงใด

##### 3.2.2 ค่า T-Ratio

เพื่อทดสอบว่าค่าพารามิเตอร์ของตัวแปรอิสระที่ประมาณได้มีนัยสำคัญทางสถิติที่จะแสดงความสัมพันธ์กับตัวแปรตามหรือไม่ พิจารณาจากค่า T-Test p-value ต้องคำนวณได้ไม่เกิน 0.05 โดยทดสอบค่าทีละตัว บนสมมติฐานว่าหากมีนัยสำคัญแล้ว  $\beta_1, \beta_2, \beta_3$  และ  $\beta_4$  จะต้องไม่เท่ากับ ศูนย์ นั่นคือ ปฏิเสธ  $H_0$  ยอมรับ  $H_1$  เมื่อ

$$H_0 : \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4 = 1$$

$$H_1 : \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4 \neq 1$$

### 3.2.3 ค่า F Test หรือ Overall Test

เพื่อทดสอบว่าค่าพารามิเตอร์ของตัวแปรอิสระที่ประมาณได้มีนัยสำคัญทางสถิติที่จะแสดงความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม หรือไม่ พิจารณาจากค่า F-Test p-value ต้องคำนวณได้ไม่เกิน 0.05 โดยทดสอบค่าตัวแปรไปพร้อมกันบนสมมติฐานว่าหากมีนัยสำคัญแล้ว  $\beta_1$   $\beta_2$   $\beta_3$  และ  $\beta_4$  จะต้องไม่เท่ากับ ศูนย์ นั่นคือ ปฏิเสธ  $H_0$  ยอมรับ  $H_1$  เมื่อ

$$H_0 : \beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4 = 1$$

$$H_1 : \beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4 \neq 1$$

### 3.2.4 ค่า D.W. หรือ Durbin Watson Test

เพื่อทดสอบว่าตัวคลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์กันเองหรือไม่ เป็นการทดสอบสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อนอันดับหนึ่ง (first order autocorrelation) โดยหากค่า D.W. ที่คำนวณได้อยู่ระหว่างค่า du กับ 4-du จะยอมรับ  $H_0$  ตัวคลาดเคลื่อนไม่มีความสัมพันธ์กัน โดยมีสมมติฐานว่า

$$H_0 : \rho = 0$$

$$H_1 : \rho \neq 0$$

### 3.2.5 ค่าสถิติ S.C. (Standardized Coefficient)

เพื่อตรวจสอบว่าตัวแปรอิสระใดมีความสำคัญที่สุดในการพยากรณ์ค่าตัวแปรตามมากที่สุด โดยตัวแปรอิสระใดมีค่า SC สูงแสดงว่ามีความสำคัญในการพยากรณ์สูง

### 3.2.6 ค่าสถิติ VIF (Variance Inflation Factor)

เพื่อตรวจสอบว่าข้อมูลมีปัญหา Multi Collinearity หรือไม่ ถ้าค่า VIF ที่คำนวณได้ของตัวแปรอิสระทุกตัวไม่เกิน 10 แสดงว่า ข้อมูลไม่มีปัญหา Multi Collinearity

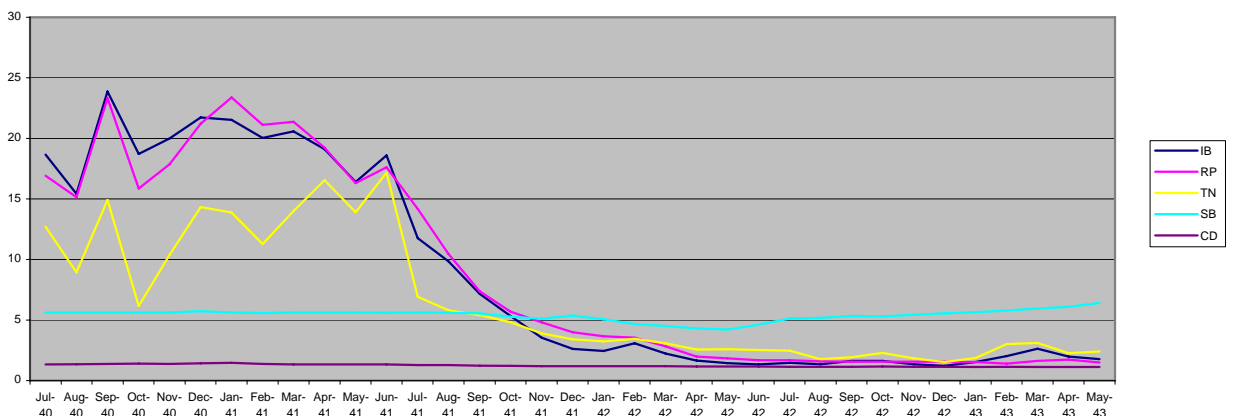
## บทที่ 5

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

#### 1. การวิเคราะห์ข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของประเทศไทยด้วยการ plot กราฟ

การศึกษานี้ใช้อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน (IB) เป็นตัวอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของประเทศไทยนำมาทดสอบความสัมพันธ์กับปัจจัยที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กัน ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 14 วัน (RP) อัตราดอกเบี้ยที่คำนวณจากการกู้ยืมผ่านธุรกรรม FX Swap ประเภทในประเทศ (On-shore) ระยะ 1 วัน (TN) อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ SIBOR ระยะ 7 วัน (SB) และสัดส่วนสินเชื่ต่อเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ (CD) โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิรายวันนำมาเฉลี่ยเป็นเดือนจาก Website ของธนาคารแห่งประเทศไทยตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2540 ถึง เดือนมิถุนายน 2547 แบ่งข้อมูลเป็น 2 ช่วง ดังนี้

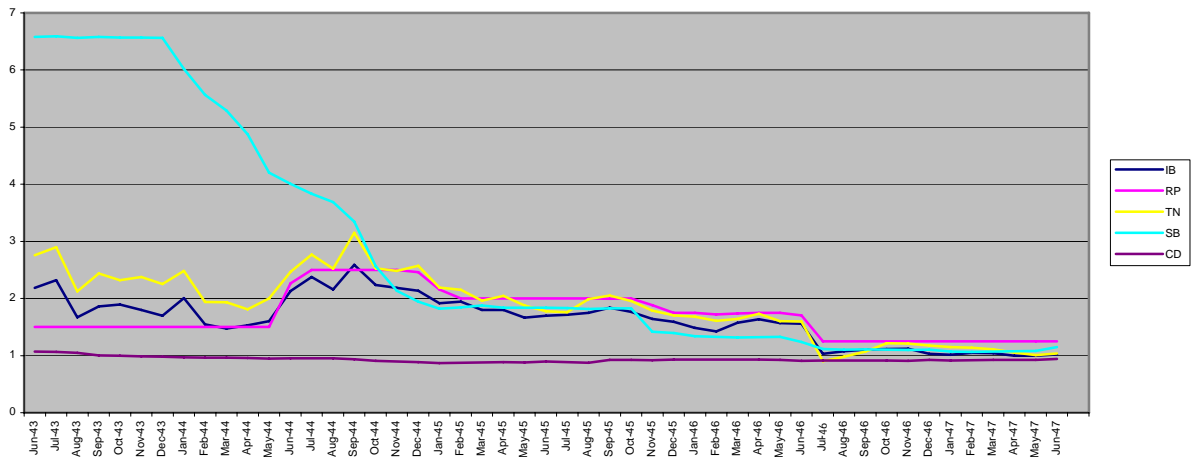
##### 1.1 ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้นโยบายการเงินแบบเป้าหมายปริมาณเงิน ข้อมูลตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2540 ถึงเดือนพฤษภาคม 2543



ภาพที่ 5.1 กราฟความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นกับปัจจัยต่าง ๆ  
ข้อมูลช่วงกรกฎาคม 2540 - พฤษภาคม 2543

จากภาพที่ 5.1 จะเห็นได้ว่า IB มีความสัมพันธ์กับ RP และ TN โดยที่เส้นกราฟมีรูปแบบการเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกัน ส่วน SB และ CD ไม่มีความสัมพันธ์กับ IB โดยที่เส้นกราฟของ SB และ CD มีลักษณะราบแสดงว่าข้อมูลค่อนข้างคงที่

## 1.2 ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้นโยบายการเงินแบบเป้าหมายเงินเพื่อ ข้อมูลตั้งแต่เดือนมิถุนายน 2543 ถึงเดือนมิถุนายน 2547



ภาพที่ 5.2 กราฟความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นกับปัจจัยต่าง ๆ  
ข้อมูลช่วงมิถุนายน 2543 - มิถุนายน 2547

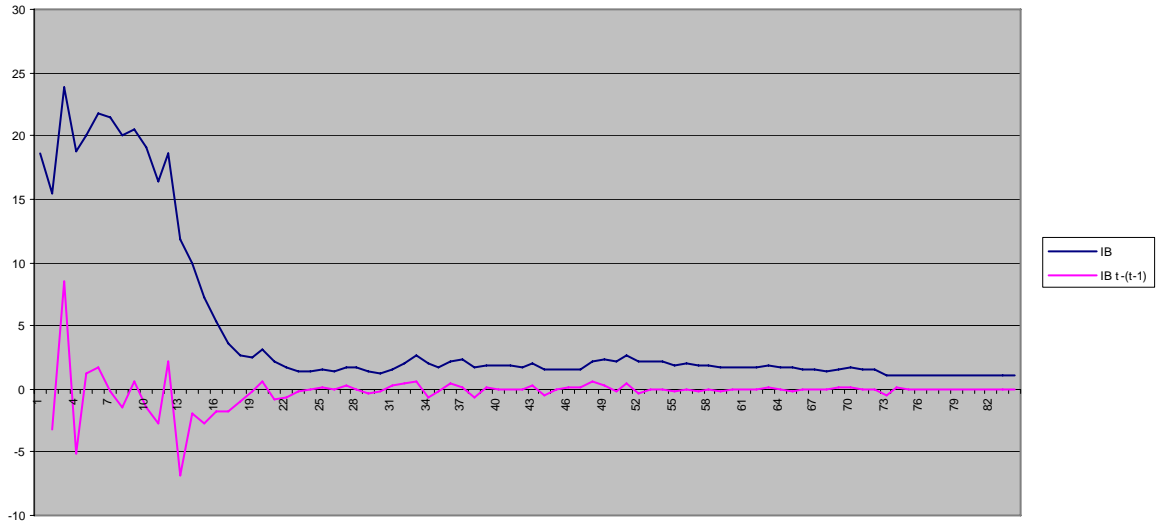
จากภาพที่ 5.2 จะเห็นได้ว่า IB มีความสัมพันธ์กับ RP และ TN โดยที่เส้นกราฟมีรูปแบบการเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกัน ส่วน SB และ CD ไม่มีความสัมพันธ์กับ IB โดยที่เส้นกราฟของ CD มีลักษณะราบแสดงว่าข้อมูลค่อนข้างคงที่

## 2. การวิเคราะห์ข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของประเทศไทยด้วย OLS

### 2.1 การทดสอบความ Stationary ข้อมูล

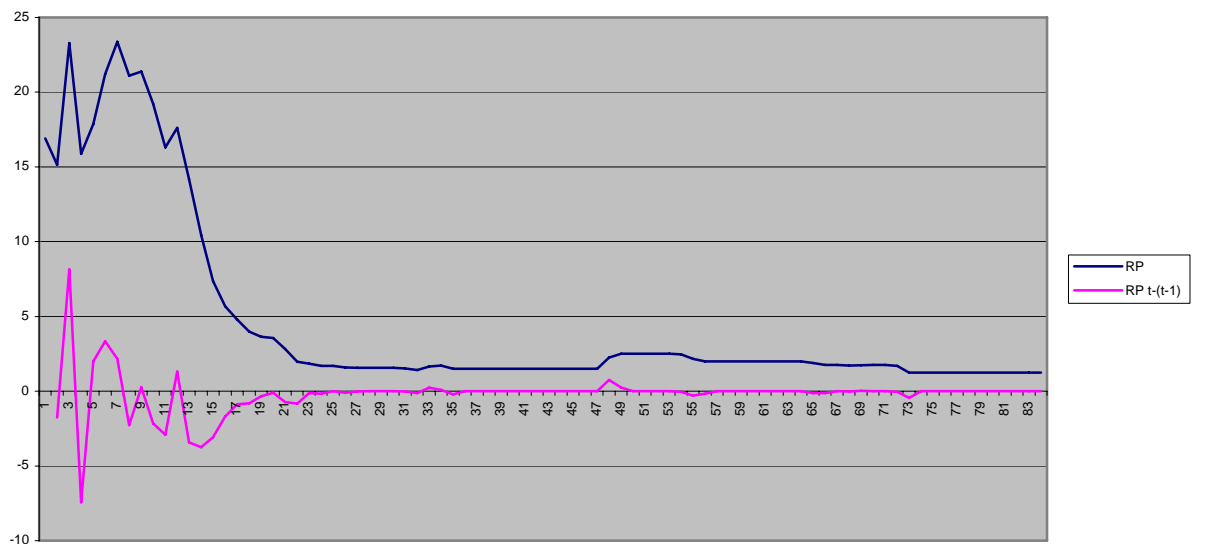
เป็นการเปรียบเทียบรูปแบบการเคลื่อนไหวของกราฟที่ plot จากข้อมูลกับกราฟที่ plot จากข้อมูลผลต่างอันดับที่ 1 [ข้อมูลเดือนที่  $t - (\text{ข้อมูลเดือนที่ } t-1)$ ] ดังนี้

**2.1.1 ข้อมูลอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน (IB) ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2540 ถึงเดือนมิถุนายน 2547 เปรียบเทียบกับข้อมูลเดือนที่  $t$  ลบด้วยเดือนที่  $t-1$**



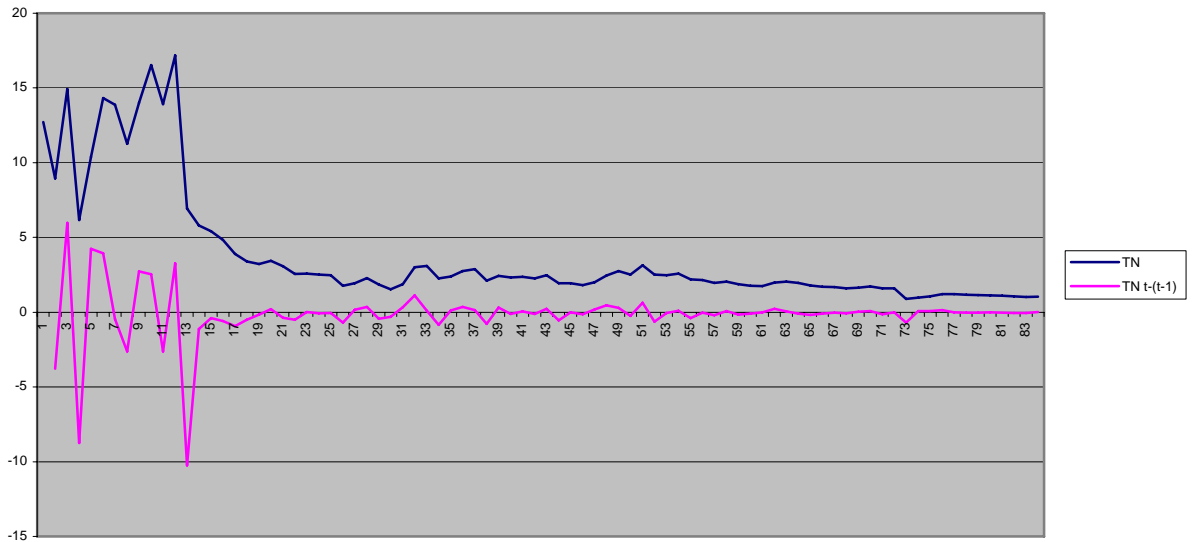
ภาพที่ 5.3 กราฟทดสอบความ Stationary ข้อมูลผลต่างอันดับที่ 1 ของ IB

**2.1.2 ข้อมูลอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 14 วัน (RP) ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2540 ถึงเดือนมิถุนายน 2547 เปรียบเทียบกับข้อมูลเดือนที่  $t$  ลบด้วยเดือนที่  $t-1$**



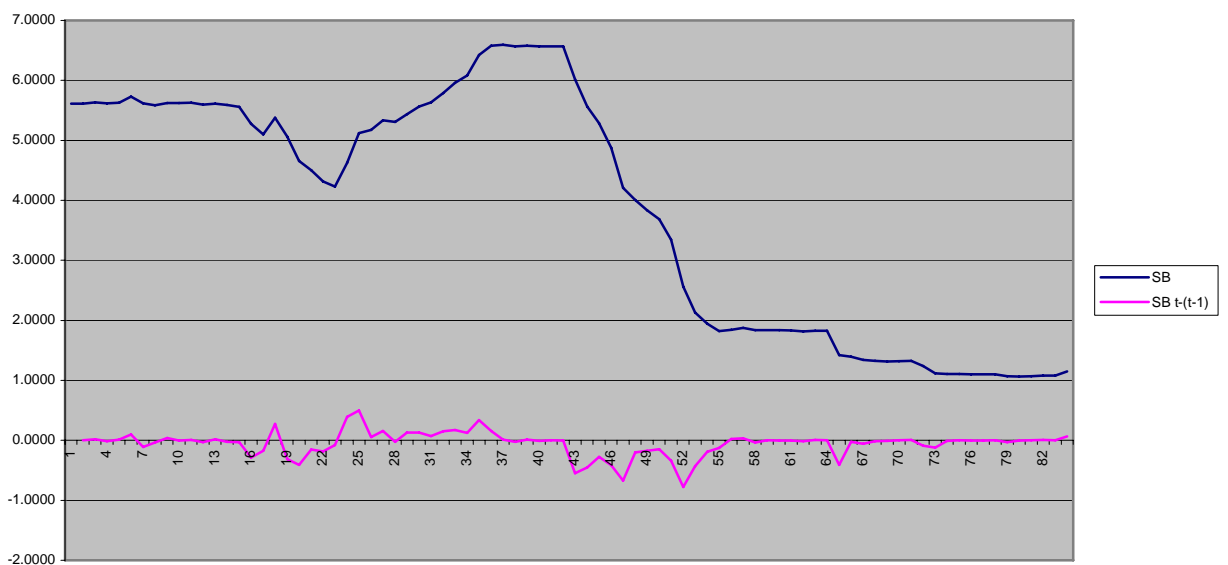
ภาพที่ 5.4 กราฟทดสอบความ Stationary ข้อมูลผลต่างอันดับที่ 1 ของ RP

2.1.3 ข้อมูลอัตราดอกเบี้ยที่คำนวณจากการกู้ยืมผ่านธุรกรรม *FX Swap* ประเภท  
ในประเทศ (*On-shore*) ระยะ 1 วัน (*TN*) ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2540 ถึงเดือนมิถุนายน 2547  
เปรียบเทียบกับข้อมูลเดือนที่  $t$  ลบด้วยเดือนที่  $t-1$



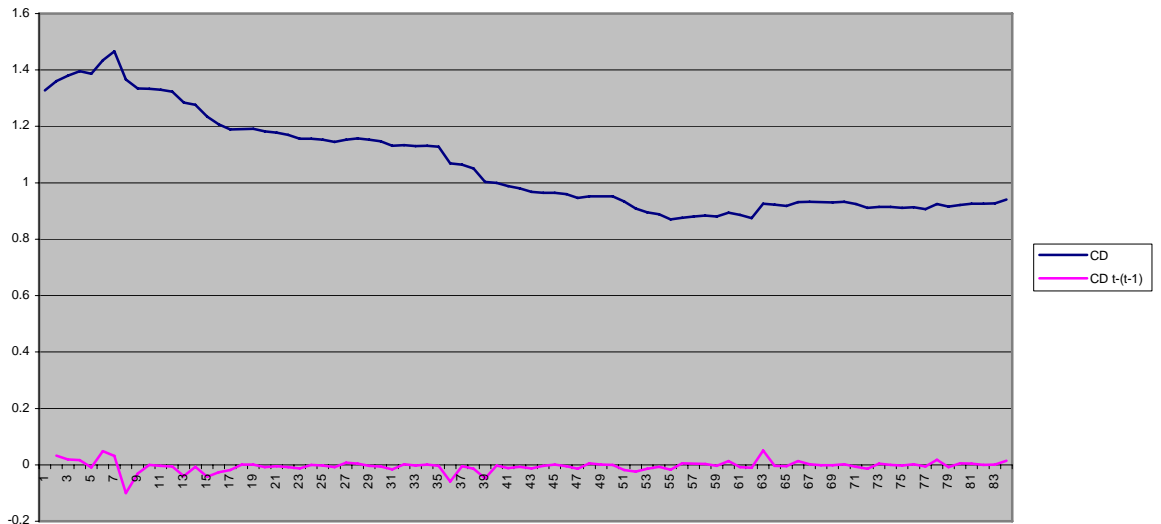
ภาพที่ 5.5 กราฟทดสอบความ Stationary ข้อมูลผลต่างอันดับที่ 1 ของ TN

2.1.4 ข้อมูลอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ *SIBOR* ระยะ 7 วัน (*SB*) ตั้งแต่เดือน  
กรกฎาคม 2540 ถึงเดือนมิถุนายน 2547 เปรียบเทียบกับข้อมูลเดือนที่  $t$  ลบด้วยเดือนที่  $t-1$



ภาพที่ 5.6 กราฟทดสอบความ Stationary ข้อมูลผลต่างอันดับที่ 1 ของ SB

2.1.5 ข้อมูลสัดส่วนเงินเชื่อต่อเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ (CD) ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2540 ถึงเดือนมิถุนายน 2547 เปรียบเทียบกับข้อมูลเดือนที่  $t$  ลบด้วยเดือนที่  $t-1$



ภาพที่ 5.7 กราฟทดสอบความ Stationary ข้อมูลผลต่างอันดับที่ 1 ของ CD

จากภาพกราฟที่ 5.3 – 5.7 จะเห็นได้กราฟที่ plot จากข้อมูลผลต่างอันดับที่ 1 มีความ Stationary มากกว่า ดังนั้น ผู้ศึกษาจึงขอใช้ข้อมูลผลต่างอันดับที่ 1 ในการทดสอบความสัมพันธ์ทางสถิติต่อไป

## 2.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของแบบจำลองด้วยค่าทางสถิติ

ผู้ศึกษาได้นำข้อมูลรายวันที่นำมาเฉลี่ยเป็นรายเดือนของเดือนที่  $t$  ลบด้วยเดือนที่  $t-1$  ช่วงข้อมูลตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2540 ถึงเดือนมิถุนายน 2547 มาคำนวณค่าทางสถิติด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) ด้วยโปรแกรม SPSS Version 10 ตามแบบจำลองที่ได้ตั้งสมมติฐานไว้ คือ  $IB = \beta_0 + \beta_1 RP + \beta_2 TN + \beta_3 SB + \beta_4 CD + \mu$  รวม 3 ครั้ง โดยครั้งที่ 1 เป็นช่วงที่มีการใช้นโยบายการเงิน 2 นโยบาย ได้แก่ นโยบายการเงินแบบเป้าหมายปริมาณเงินและนโยบายการเงินแบบเป้าหมายเงินเฟ้อ ข้อมูลตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2540 ถึงเดือนมิถุนายน 2547 ครั้งที่ 2 เป็นช่วงที่มีการใช้นโยบายการเงินแบบเป้าหมายปริมาณเงินตั้งแต่ข้อมูลเดือนกรกฎาคม 2540 ถึงเดือนพฤษภาคม 2543 และครั้งที่ 3 เป็นช่วงที่มีการใช้นโยบายการเงินแบบเป้าหมายเงินเฟ้อข้อมูลตั้งแต่เดือนมิถุนายน 2540 ถึงเดือนมิถุนายน 2547 ได้ผลจากการคำนวณดังนี้



ช่วงข้อมูล	ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์	T-Test (p-value)	Adjusted R <sup>2</sup>	F-Test (p-value)	D.W.	ช่วง D.W. du กับ 4-du	S.C	VIF
ก.ค. 40 – มิ.ย. 47	Constant	-0.063		0.883	0.000	1.818	1.747 กับ 2.253		
	RP	0.576	0.000 *					.587	2.684
	TN	0.329	0.000 *					.415	2.551
	SB	0.004	0.989					-.001	1.021
	CD	-1.251	0.689					-.016	1.112
ก.ค. 40 – พ.ค. 43	Constant	0.152		0.875	0.000	1.838	1.728 กับ 2.272		
	RP	0.573	0.000 *					.587	2.775
	TN	0.325	0.000 *					.415	2.574
	SB	0.206	0.796					-.016	1.027
	CD	-1.487	0.818					-.015	1.155
มิ.ย. 43 – มิ.ย. 47	Constant	-0.003		0.880	0.000	2.002	1.721 กับ 2.279		
	RP	0.562	0.000 *					.533	1.373
	TN	0.377	0.000 *					.375	1.376
	SB	-0.071	0.213					-.068	1.175
	CD	-0.894	0.279					-.059	1.154

\* ตัวแปรอิสระมีนัยสำคัญในการอธิบายตัวแปรตามที่ระดับความเชื่อมั่น 5 %

จากการค่าทางสถิติที่คำนวณได้ทั้ง 3 ครั้ง ให้ผลที่ไม่แตกต่างกัน กล่าวคือ ณ ระดับนัยสำคัญ 5% ตัวแปรอิสระ RP และ TN มีความสัมพันธ์กับ IB ในเชิงบวก (ค่า T-Test p-value ไม่เกิน 0.05) SB และ CD ไม่มีความสัมพันธ์กับ IB (ค่า T-Test p-value เกิน 0.05) แบบจำลองเหมาะสมที่จะนำมาอธิบายข้อมูล (ค่า Adjusted R<sup>2</sup> อยู่ระหว่าง 87.5 -88.3) RP มีความสำคัญที่สุดในการพยากรณ์ (ค่า S.C. อยู่ระหว่าง .533 - .587) TN มีความสำคัญในการพยากรณ์รองลงมา (ค่า S.C. อยู่ระหว่าง.375 - .415) SB และ CD มีความสำคัญในการพยากรณ์น้อยมาก (ค่า S.C. อยู่ระหว่าง .001 - .068) โดยข้อมูลไม่มีปัญหา Multi Collinearity (ค่า VIF ของตัวแปรอิสระทุกตัวไม่เกิน 10) และไม่มีปัญหาตัวคลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์กันอันดับหนึ่ง (first order autocorrelation) (ค่า D.W. อยู่ระหว่าง du กับ 4-du)

## บทที่ 6

### สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

#### 1. สรุปผลการวิจัยและอภิปรายผล

จากกราฟภาพที่ 5.1 และภาพที่ 5.2 สรุปได้ว่าทั้งในช่วงการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายปริมาณเงินและในช่วงการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อหลังจากที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวแล้ว ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ อยู่ในรูปแบบเดียวกัน กล่าวคือ อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 14 วัน (RP) และอัตราดอกเบี้ยที่คำนวณจากการกู้ยืมผ่านธุรกรรม FX Swap ประเภทในประเทศ (On-shore) ระยะ 1 วัน (TN) มีการเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกันกับอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน (IB) ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ SIBOR ระยะ 7 วัน (SB) และสัดส่วนสินเชื่อดอกเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ (CD) ไม่มีรูปแบบการเคลื่อนไหวที่สัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน (IB)

จากการอ่านค่าทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 5 % แสดงว่า นับตั้งแต่การเปลี่ยนแปลงนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนไม่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะใช้นโยบายการเงินแบบเป้าหมายปริมาณเงินหรือเป้าหมายเงินเฟ้อก็ตาม อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 14 วัน (RP) และอัตราดอกเบี้ยที่คำนวณจากการกู้ยืมผ่านธุรกรรม FX Swap ประเภทในประเทศ (On-shore) ระยะ 1 วัน (TN) มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน (IB) โดยอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 14 วัน (RP) มีความสำคัญในการพยากรณ์มากกว่าอัตราดอกเบี้ยที่คำนวณจากการกู้ยืมผ่านธุรกรรม FX Swap ประเภทในประเทศ (On-shore) ระยะ 1 วัน (TN)

การที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 14 วัน (RP) มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน (IB) เป็นเช่นเดียวกับที่สมชาย ไตรรัตน์ภิรมย์ ศึกษาไว้เมื่อปี พ.ศ. 2529 ว่าอัตราดอกเบี้ย RP เป็นอัตราดอกเบี้ยซึ่งนำอัตราดอกเบี้ยอื่นในระบบธนาคารพาณิชย์ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งตรงกับเจตนารมณ์ของธนาคารแห่งประเทศไทยซึ่งใช้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 14 วัน (RP) เป็นตัวแปรซึ่งใช้ในการส่งผ่านนโยบายการเงิน

การที่อัตราดอกเบี้ยที่คำนวณจากการกู้ยืมผ่านธุรกรรม FX Swap ประเภทในประเทศ (On-shore) ระยะ 1 วัน (TN) มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน (IB) เป็นผลจากการที่ตลาดนี้เป็นตลาดชดเชยสภาพคล่องระยะสั้นภายในประเทศได้อีกช่องทางหนึ่ง โดยที่ธนาคารแห่งประเทศไทยยังสามารถแทรกแซงอัตราแลกเปลี่ยนของตลาดภายในประเทศได้บ้าง ซึ่งเป็นไปตามนโยบายการลอยตัวอัตราแลกเปลี่ยนแบบจัดการ ทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 14 วัน (RP) และอัตราดอกเบี้ยที่คำนวณจากการกู้ยืมผ่านธุรกรรม FX Swap ประเภทในประเทศ (On-shore) ระยะ 1 วัน (TN) มีทิศทางเดียวกันอย่างต่อเนื่อง

การที่อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ SIBOR ระยะ 7 วัน (SB) ไม่มีความสำคัญในการพยากรณ์อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน (IB) ซึ่งต่างจากข้อสมมติฐานในการวิจัยและต่างจากที่ทำนอง ดาศรี และ รังสรรค์ หทัยเสรี ศึกษาไว้เมื่อปี 2527 ว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศมีผลต่ออัตราดอกเบี้ยภายในประเทศในทิศทางเดียวกัน ทั้งนี้อาจเป็นเพราะ ในช่วงการเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบคงที่มาเป็นแบบลอยตัวโดยดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายปริมาณเงิน ได้เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินค่าเงินบาทของไทยอ่อนลงค่ามาก ภาระหนี้ต่างประเทศที่กู้ยืมไว้ก่อนหน้าเมื่อตีค่าเป็นเงินบาทมีปริมาณเพิ่มขึ้นเกือบเท่าตัว เพื่อลดความเสี่ยงเจ้าหนี้ต่างประเทศจึงมีการถอนเงินลงทุนจากประเทศไทยโดยมิได้คำนึงถึงผลตอบแทน กอปรกับ ประเทศไทยได้ขอรับความช่วยเหลือจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ซึ่งได้กำหนดให้ไทยใช้มาตรการอัตราดอกเบี้ยสูงในการดึงเงินทุนไหลเข้าและป้องกันเงินทุนไหลออก ดังนั้น ทิศทางของอัตราดอกเบี้ยในประเทศจึงไม่สอดคล้องกับอัตราดอกเบี้ยในตลาดต่างประเทศ และในช่วงการดำเนินนโยบายการเงินแบบเป้าหมายเงินเพื่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศของไทยมีความอิสระมากขึ้น เนื่องจากสามารถกำจัดสถานการณ์ภาวะที่ไม่ยั่งยืน 3 ประการ (Impossible Trinity) ให้หมดไปได้โดยมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเป็นตัวปรับสมดุล

สำหรับสัดส่วนสินเชื่อต่อเงินฝาก (CD) ที่ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน (IB) ที่ระดับนัยสำคัญ 5 % ต่างจากสมมติฐานของผู้วิจัย และต่างจากที่สุดาพร สุวนิชย์ ศึกษาไว้เมื่อปี 2529 ว่าสภาพคล่องของระบบธนาคารพาณิชย์ ได้แก่ อัตราส่วนเงินให้กู้ต่อเงินฝาก มีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ย ทั้งนี้อาจเป็นเพราะ

1.1 ข้อมูลสัดส่วนสินเชื่อต่อเงินฝาก (CD) ที่ผู้ศึกษานำมาวิเคราะห์เป็นข้อมูลสินเชื่อและเงินฝากเฉพาะภายในประเทศ แต่ประเทศไทยได้เปิดเสรีทางการเงิน ทำให้สภาพคล่องในระบบไม่เพียงขึ้นอยู่กับสภาพคล่องในประเทศเท่านั้น แต่ยังขึ้นอยู่กับเงินทุนไหลเข้า-ออกของต่างประเทศด้วย

1.2 ช่องทางสินเชื่อผ่านระบบธนาคารพาณิชย์มีบทบาทน้อยลง เนื่องจาก ภาครัฐก็มีทางเลือกของแหล่งเงินทุนเพิ่มขึ้น ทั้งจากการกู้ยืมโดยตรง (Direct financing) ด้วยการออกหลักทรัพย์หรือตราสารหนี้ให้แก่ผู้ลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ และการกู้ยืมจากต่างประเทศผ่าน Bangkok International Banking Facilities (BIBFs)

1.3 ในช่วงเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน อัตราแลกเปลี่ยนมีการแกว่งไกวเกินกว่าดุลยภาพที่แท้จริงซึ่งเกิดขึ้นตามสมมติฐานของทฤษฎี Overshooting ทำให้หนี้กองทุนต่างประเทศไม่มั่นใจในเสถียรภาพทางการเงินของไทย จึงมีถอนเงินลงทุนจากประเทศไทยเป็นจำนวนมากอย่างรวดเร็ว ทำให้สภาพคล่องตึงตัวอย่างฉับพลัน ทำให้อัตราดอกเบี้ยไม่เป็นไปตามอุปสงค์และอุปทานของเงินทุน

1.4 ในช่วงเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน ผู้ฝากเงินในประเทศเกิดความไม่มั่นใจในสถาบันการเงินจึงมีการถอนเงินฝากจากธนาคารพาณิชย์ โดยไม่ได้คำนึงถึงผลตอบแทนจากอัตราดอกเบี้ย แม้ว่าอัตราดอกเบี้ยในขณะนั้นจะสูงเพียงใดก็ตาม ทางด้านธนาคารพาณิชย์ก็ได้เพิ่มความระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อมากขึ้น เนื่องจากมีตัวเลขหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL) อยู่ในระดับที่สูง และยังคงพยายามให้มีส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากเพิ่มสูงขึ้น เพื่อชดเชยความเสียหายจากหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ดังกล่าว

1.5 เมื่อเศรษฐกิจไทยฟื้นตัวและสภาพคล่องในตลาดเงินกลับคืนสู่สภาพปกติ กองทุนฟื้นฟูเพื่อพัฒนาระบบสถาบันการเงินกลับต้องหางเงินเป็นจำนวนมากเพื่อ rollover หนี้ที่มีอยู่จำนวนมาก ส่งผลให้สภาพคล่องที่ดูจากสัดส่วนสินเชื่อต่อเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถสะท้อนภาพอุปสงค์และอุปทานของเงินทุนที่เกิดขึ้นจริงในตลาดการเงินของไทย

สรุปได้ การที่ประเทศไทยใช้นโยบายการเงินแบบเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) อัตราแลกเปลี่ยนเริ่มมีเสถียรภาพ ทำให้อัตราดอกเบี้ยเป็นอิสระมากขึ้น ซึ่งต่างผลการวิเคราะห์ของทำนอง ดาศรี รังสรรค์ หทัยเสรี เมื่อปี 2527 ชีระพล รัตนาลังการ เมื่อปี 2535 ที่พบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศมีผลต่ออัตราดอกเบี้ยภายในประเทศในทิศทางเดียวกัน สำหรับอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน (RP) สามารถใช้เป็นตัวกำหนดอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นซึ่งในการศึกษานี้ใช้อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน (IB) ได้ เช่นเดียวกับที่สมชาย ไตรรัตนภิรมย์ และสุดาพร สุวณิชย์ ได้ศึกษาไว้เมื่อปี 2529

จากการผลของการศึกษาที่แสดงให้เห็นว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน (RP) สามารถชี้นำอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน (IB) ได้เป็นอย่างดี ณ ระดับนัยสำคัญ 5 % ดังนั้น อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน (RP) จึงเหมาะสมที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะใช้เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Key Policy Rate) ในการส่งสัญญาณทางการเงินเพื่อกำหนดนโยบายให้บรรลุเป้าหมายไม่ว่านโยบายการเงินจะอยู่ที่เป้าหมายอยู่ที่ปริมาณเงินหรืออยู่ที่อัตราเงินเฟ้อก็ตาม และจะเป็นเครื่องมือสำคัญที่ใช้ในการรับและส่งต่อ (Transmission) ผลกระทบสู่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งจะส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาว รวมทั้งอัตราเงินเฟ้อให้เป็นไปในทิศทางที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเห็นสมควร เพื่อให้บรรลุเป้าหมายขั้นสูงสุด (Ultimate Targets) โดยทางอ้อม ได้แก่ การควบคุมอัตราการเจริญเติบโตของประเทศ ปริมาณการผลิต และภาวะเงินเฟ้อ

## 2. ข้อเสนอแนะ

การวัดสภาพคล่องในระบบธนาคารพาณิชย์ที่ใช้ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน (IB) นั้น นอกจากจะพิจารณาจากสัดส่วนสินเชื่อต่อเงินฝากแล้วยังควรพิจารณาผลในทางด้านความเสี่ยงในการปล่อยสินเชื่อประกอบด้วย อย่างไรก็ตาม การดำเนินนโยบายภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) ธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถใช้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 14 วัน เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในการส่งสัญญาณทางการเงินได้เป็นอย่างดี เพราะเป็นตัวแปรที่วัดได้อย่างรวดเร็วและแม่นยำและสามารถติดตามการเคลื่อนไหวได้ตลอดเวลา และจะทำให้บรรลุเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อที่ตั้งไว้

## บรรณานุกรม

## บรรณานุกรม

- จันทนิภา ผกายมาศกุล “ปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมของธนาคารพาณิชย์  
ภายหลังการผ่อนคลายทางการเงิน” วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ 2537
- ธนาคารแห่งประเทศไทย . “อนาคตของอัตราดอกเบี้ยไทย” *เศรษฐกิจสังคม* (สิงหาคม 2535) หน้า 11-15
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. “กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน” เอกสารประกอบการสัมมนาวิชาการ  
เรื่อง นโยบายการเงินในศตวรรษที่ 21 (มกราคม 2543) หน้า 26-27
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. “ตลาดการเงิน.” Available: [http:// www.bot.or.th](http://www.bot.or.th), [เข้าถึง 25 สิงหาคม 2547]
- ธีระพล รัตนาลังการ “ปัจจัยกำหนดดอกเบี้ยของตลาดการเงินไทย ในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา”  
รายงานเศรษฐกิจรายเดือน ธนาคารแห่งประเทศไทย 32 (ตุลาคม 2535) หน้า 68-81
- ทำนอง ดาศรี และรังสรรค์ หทัยเสรี “ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ  
ต่ออัตราดอกเบี้ยไทย”
- นิรันดร์ ประสพสุข โชคชัย. “ปัจจัยที่มีบทบาทในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยภายหลังเปิดเสรีทางการเงิน”  
วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ 2541
- ปราณี แผ่คุณความดี. “Interest Rate Arbitrage ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงินของไทย  
กรณีศึกษา ปี พ.ศ. 2531 – ปี พ.ศ. 2540” วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ 2543
- เมทินี ศุภสวัสดิ์กุล “ปัจจัยกำหนดอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น และดัชนีความเชื่อมโยงของระบบการเงินไทย  
กับต่างประเทศ”. รายงานเศรษฐกิจรายเดือน ธนาคารแห่งประเทศไทย. กุมภาพันธ์ 2539)  
หน้า 13-29
- รังสรรค์ หทัยเสรี “ดัชนีความเชื่อมโยงของระบบการเงินไทยกับต่างประเทศ ผลการวิเคราะห์เพิ่มเติม”  
รายงานเศรษฐกิจรายเดือน ธนาคารแห่งประเทศไทย (สิงหาคม 2538) หน้า 11-25
- รัชนก นุชพงษ์ “ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนและส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง”  
วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ 2540

- วิมล ปั่นคง “ผลกระทบจากความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนและส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยต่อ  
เงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ” วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ 2545
- วีรยุทธ รัตนพงศ์ภิญโญ “การศึกษาปัจจัยที่กำหนดการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น  
ในประเทศไทย” ภาคนิพนธ์ตามหลักสูตร พัฒนบริหารศาสตรมหาบัณฑิต  
คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ 2530
- ศิริพร สัจจามันท์ *รวมศัพท์เศรษฐกิจ การค้า การเงินระหว่างประเทศ* ซีเอ็ดดูเคชั่น 2538
- สมชาย ไตรรัตน์ภริมย์ “โครงสร้าง ความสัมพันธ์ และปัจจัยกำหนดอัตราดอกเบี้ยในระบบ  
ธนาคารพาณิชย์ไทย” วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ 2529
- สุดาพร สุวณิชย์ “บทบาทของตลาดซื้อคืนในการบริหารเงินระยะสั้นของธนาคารพาณิชย์ไทย”  
วิทยานิพนธ์บัณฑิตวิทยาลัย สาขาการธนาคารและการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์  
และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย 2529
- สุรภัย์ บุญนาคและวณิ จงศิริวัฒน์ “การเงินและการธนาคาร” กรุงเทพมหานคร, ไทยวัฒนาพานิช 2520
- มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช “ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์มหภาค หน่วยที่ 13” ใน *การเชื่อมโยงของ  
ตัวแปรเศรษฐกิจระหว่างประเทศ* นนทบุรี สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช  
2542
- มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช “ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์มหภาค หน่วยที่ 14” ใน *แบบจำลอง  
อัตราแลกเปลี่ยน Overshooting* นนทบุรี สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช 2542
- มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช “เศรษฐศาสตร์การเงิน หน่วยที่ 13” ใน *ความเท่าเทียมกันของ  
อัตราดอกเบี้ยกับดุลยภาพในตลาดปริวรรตเงินตรา* นนทบุรี สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัย  
สุโขทัยธรรมมาธิราช 2546



Chacholiades, Mititiades, "International Economics" International Edition, Singapore:  
Mcgraw-Hill Book, 1990.

Klinhowhan, Ubonrat, "Monetary Transmission Mechanism in Thailand" Master Thesis,  
Faculty of Economics, Thammasat University, Bangkok, 1999.

Laurence Harris, Monetary Theory, New York: McGraw-Hill, 1981 pp.303-321

ภาคผนวก

ภาคผนวก

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

## ภาคผนวก

## ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

## ข้อมูลรายเดือน

- IB = อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมระหว่างธนาคารข้ามคืนเฉลี่ยเป็นรายเดือน (หน่วย : %)
- RP = อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตร ระยะ 14 วัน เฉลี่ยเป็นรายเดือน (หน่วย : %)
- TN = อัตราดอกเบี้ยที่คำนวณจากการกู้ยืมผ่านธุรกรรม FX Swap ประเภทในประเทศ (On-shore) ระยะ 1 วัน เฉลี่ยเป็นรายเดือน (หน่วย : %)
- SB = อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืนในประเทศสิงคโปร์ ระยะ 7 วัน เฉลี่ยเป็นรายเดือน (หน่วย : %)
- C = เงินให้สินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ (หน่วย : พันล้านบาท)
- D = เงินฝากของธนาคารพาณิชย์ (หน่วย : พันล้านบาท)
- CD = สัดส่วนสินเชื่อต่อเงินฝากของธนาคารพาณิชย์

## ข้อมูลรายวันนำมาเฉลี่ยเป็นรายเดือน

ปี พ.ศ.	เดือน	IB	RP	TN	SB	CD
2540	กรกฎาคม	18.66071	16.90476	12.71917	5.6108	1.328127
2540	สิงหาคม	15.425	15.15	8.937403	5.6131	1.360248
2540	กันยายน	23.8608	23.29545	14.91409	5.6335	1.379289
2540	ตุลาคม	18.70739	15.87216	6.158342	5.6168	1.395647
2540	พฤศจิกายน	19.99063	17.87188	10.38316	5.6283	1.386307
2540	ธันวาคม	21.72619	21.21307	14.32286	5.7273	1.434634
2541	มกราคม	21.52188	23.37188	13.87705	5.6192	1.465717
2541	กุมภาพันธ์	20.04514	21.11184	11.25853	5.5846	1.365694
2541	มีนาคม	20.56534	21.37216	13.99563	5.6250	1.334555
2541	เมษายน	19.11111	19.21528	16.53389	5.6219	1.333754
2541	พฤษภาคม	16.39931	16.30903	13.90722	5.6283	1.329722
2541	มิถุนายน	18.58807	17.61648	17.18095	5.5987	1.323511
2541	กรกฎาคม	11.74702	14.19345	6.92619	5.6141	1.284
2541	สิงหาคม	9.84375	10.44063	5.799474	5.5906	1.276864
2541	กันยายน	7.161932	7.363636	5.4055	5.5594	1.234199
2541	ตุลาคม	5.348214	5.681548	4.829	5.2750	1.207497
2541	พฤศจิกายน	3.544643	4.797619	3.898571	5.1000	1.189652
2541	ธันวาคม	2.622	3.984375	3.395316	5.3750	1.190779
2542	มกราคม	2.44375	3.653125	3.235	5.0625	1.19132
2542	กุมภาพันธ์	3.0875	3.55625	3.445	4.6544	1.182662
2542	มีนาคม	2.247159	2.821023	3.072727	4.5001	1.178144
2542	เมษายน	1.652778	1.979167	2.565	4.3125	1.16958
2542	พฤษภาคม	1.442722	1.850694	2.588889	4.2321	1.156415
2542	มิถุนายน	1.332386	1.6875	2.511364	4.6250	1.155806
2542	กรกฎาคม	1.46875	1.6875	2.4705	5.1222	1.153373
2542	สิงหาคม	1.35119	1.580357	1.781429	5.1756	1.144846
2542	กันยายน	1.625	1.5625	1.944091	5.3324	1.152881
2542	ตุลาคม	1.64375	1.5625	2.2925	5.3063	1.156971
2542	พฤศจิกายน	1.352273	1.5625	1.848182	5.4345	1.153116
2542	ธันวาคม	1.223438	1.5625	1.5345	5.5625	1.147169

## ข้อมูลรายวันนำมาเฉลี่ยเป็นรายเดือน

ปี พ.ศ.	เดือน	IB	RP	TN	SB	CD
2543	มกราคม	1.546875	1.534375	1.8687	5.6339	1.130842
2543	กุมภาพันธ์	2.020313	1.409375	3.0075	5.7857	1.133228
2543	มีนาคม	2.630435	1.644022	3.108696	5.9602	1.130573
2543	เมษายน	1.983456	1.724265	2.273529	6.0822	1.131238
2543	พฤษภาคม	1.764063	1.503125	2.3955	6.4219	1.128127
2543	มิถุนายน	2.18608	1.5	2.758636	6.5795	1.069011
2543	กรกฎาคม	2.321875	1.5	2.8955	6.5923	1.064566
2543	สิงหาคม	1.669034	1.5	2.122273	6.5655	1.050636
2543	กันยายน	1.860119	1.5	2.439048	6.5781	1.002788
2543	ตุลาคม	1.892857	1.5	2.319048	6.5688	0.99975
2543	พฤศจิกายน	1.799716	1.5	2.375	6.5682	0.98805
2543	ธันวาคม	1.699013	1.5	2.254737	6.5656	0.980835
2544	มกราคม	2.008929	1.5	2.48	6.0186	0.968187
2544	กุมภาพันธ์	1.546053	1.5	1.937895	5.5664	0.964441
2544	มีนาคม	1.471591	1.5	1.935	5.2882	0.96487
2544	เมษายน	1.53125	1.5	1.808333	4.8753	0.959779
2544	พฤษภาคม	1.601563	1.5	2	4.2060	0.946344
2544	มิถุนายน	2.13244	2.261905	2.464286	4.0064	0.951654
2544	กรกฎาคม	2.376488	2.5	2.767619	3.8325	0.952186
2544	สิงหาคม	2.15625	2.5	2.523182	3.6870	0.952277
2544	กันยายน	2.5875	2.5	3.1525	3.3460	0.933405
2544	ตุลาคม	2.235795	2.5	2.526364	2.5664	0.908914
2544	พฤศจิกายน	2.184291	2.5	2.484091	2.1335	0.895267
2544	ธันวาคม	2.138022	2.458333	2.575	1.9439	0.887964
2545	มกราคม	1.919034	2.159091	2.190455	1.8195	0.870703
2545	กุมภาพันธ์	1.947368	2	2.152632	1.8428	0.876134
2545	มีนาคม	1.800595	2	1.96	1.8752	0.880782
2545	เมษายน	1.800495	2	2.043158	1.8390	0.884337
2545	พฤษภาคม	1.666875	2	1.876705	1.8383	0.880786
2545	มิถุนายน	1.696875	2	1.777649	1.8371	0.894053

## ข้อมูลรายวันนำมาเฉลี่ยเป็นรายเดือน

ปี พ.ศ.	เดือน	IB	RP	TN	SB	CD
2545	กรกฎาคม	1.712352	2	1.760974	1.8309	0.885975
2545	สิงหาคม	1.749257	2	1.987075	1.8185	0.875002
2545	กันยายน	1.83631	1.994048	2.052228	1.8272	0.925691
2545	ตุลาคม	1.762814	2	1.954197	1.8295	0.922586
2545	พฤศจิกายน	1.644019	1.88244	1.787414	1.4205	0.918083
2545	ธันวาคม	1.589411	1.75	1.706042	1.3964	0.931391
2546	มกราคม	1.485939	1.75	1.679638	1.3410	0.932949
2546	กุมภาพันธ์	1.422213	1.722039	1.610184	1.3263	0.931492
2546	มีนาคม	1.573486	1.739583	1.642762	1.3169	0.930121
2546	เมษายน	1.6378	1.75	1.732105	1.3202	0.93217
2546	พฤษภาคม	1.57125	1.75	1.602632	1.3278	0.924572
2546	มิถุนายน	1.556105	1.702381	1.599524	1.2383	0.910639
2546	กรกฎาคม	1.029167	1.25	0.902381	1.1155	0.914441
2546	สิงหาคม	1.074688	1.25	0.982	1.1052	0.914515
2546	กันยายน	1.101393	1.25	1.068182	1.1083	0.911546
2546	ตุลาคม	1.114705	1.25	1.214091	1.1035	0.913136
2546	พฤศจิกายน	1.119	1.25	1.211	1.0993	0.906757
2546	ธันวาคม	1.029167	1.25	1.175714	1.1029	0.924637
2547	มกราคม	1.016563	1.25	1.1495	1.0701	0.915978
2547	กุมภาพันธ์	1.050125	1.25	1.1385	1.0656	0.921517
2547	มีนาคม	1.042614	1.25	1.107727	1.0696	0.925707
2547	เมษายน	0.997222	1.25	1.055	1.0781	0.926021
2547	พฤษภาคม	0.999903	1.25	1.011579	1.0802	0.926992
2547	มิถุนายน	1.020298	1.25	1.037143	1.1479	0.940993

**ประวัติผู้ศึกษา**

<b>ชื่อ</b>	นางยุพา สุขุมวาท
<b>วัน เดือน ปีเกิด</b>	12 กรกฎาคม 2501
<b>สถานที่เกิด</b>	เขตบางรัก กรุงเทพมหานคร
<b>ประวัติการศึกษา</b>	ศษ.บ. (การเงิน) มหาวิทยาลัยรามคำแหง พ.ศ. 2525 บธ.บ. (การบัญชี) มหาวิทยาลัยรามคำแหง พ.ศ. 2529
<b>สถานที่ทำงาน</b>	ธนาคารแห่งประเทศไทย 273 ถนนสามเสน เขตพระนคร กรุงเทพมหานคร
<b>ตำแหน่ง</b>	เจ้าหน้าที่การเงินอาวุโส