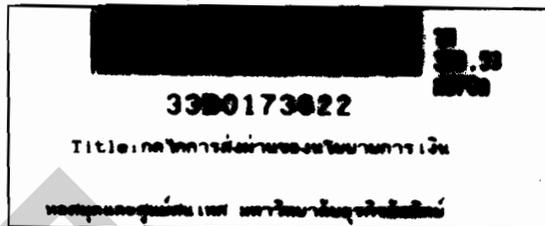




กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินที่รัดกุมทางอัตราดอกเบี้ย : ผลการศึกษา
เชิงประจักษ์กรณีประเทศไทย



สุวิตดา อย่างเจริญ

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

พ.ศ. 2547

ISBN 974-281-933-5

**The Effectiveness of Interest Rate Channel in Monetary Transmission Mechanism :
Empirical Evidence from Thailand**

Suwitda Yangcharoen

**A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Economics
Department of Economics
Graduate School Dhurakitpundit University**

2004

ISBN 974-281-933-5

เลขที่หนังสือ.....	0173622
วันลงพิมพ์.....	27 ส.ค. 2548
เลขที่.....	๑๗
เลขที่.....	๒๒๑.๕๓
	๙ ๘๗๙๗
	[๒๕๔๖]



ใบรับรองวิทยานิพนธ์

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

ปริญญา เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

ชื่อวิทยานิพนธ์ กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในช่องทางอัตราดอกเบี้ย: ผลการศึกษาเชิง
ประจักษ์กรณีประเทศไทย

เสนอโดย น.ส.สุวิตตา อย่างเจริญ

สาขาวิชา เศรษฐศาสตร์ (การเงินการคลัง)

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ดร.รังสรรค์ นทัยเสรี

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม

ได้พิจารณาเห็นชอบโดยคณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์แล้ว

ประธานกรรมการ

(ผศ.ดร.ธรรมณู พงษ์ศรีกูร)

กรรมการที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์

(ดร.รังสรรค์ นทัยเสรี)

กรรมการ

(รศ.ดร.สมพงษ์ อรพินท์)

กรรมการ

(ผศ.อนุชา จินตกานนท์)

บัณฑิตวิทยาลัยรับรองแล้ว

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

(ดร.พีรพันธุ์ พาลุสุข)

วันที่ 12 เดือน พฤษภาคม พ.ศ. 2547

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จขึ้นมาได้ด้วยความรู้ที่ได้รับการประสิทธิ์ประสาทจากคณาจารย์ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ดร.รังสรรค์ หทัยเสรี ที่กรุณาสละเวลาอันมีค่ารับเป็นอาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ และได้ให้ความรู้ คำแนะนำอันเป็นประโยชน์อย่างยิ่งในการจัดทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ รวมทั้งผู้เขียนต้องขอขอบพระคุณ ดร.สมชาย หาญหิรัญ ที่กรุณาให้คำปรึกษาวิทยานิพนธ์ในด้านเศรษฐมิติเป็นอย่างดีมาโดยตลอด นอกจากนี้ยังต้องขอขอบพระคุณ ดร.ชัยวัฒน์ คนจริง ดร.สมพงษ์ อรพินธ์ และ ดร.อนุชา จินตกา นนท์ ที่ได้กรุณารับเป็นกรรมการวิทยานิพนธ์ และได้ให้คำแนะนำอันมีค่ายิ่งเช่นกัน

นอกจากนี้ผู้เขียนต้องขอขอบพระคุณ เจ้าหน้าที่ของธนาคารแห่งประเทศไทย ที่กรุณาเอื้อเฟื้อข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา จนทำให้วิทยานิพนธ์สำเร็จลงได้ด้วยดี

ท้ายที่สุดนี้ วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะสำเร็จลงไม่ได้เลยหากผู้เขียนไม่ได้รับกำลังใจจากคุณพ่อ คุณแม่ เพื่อน ๆ ที่คอยเป็นกำลังใจให้ตลอดเวลา ถ้าวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์กับบุคคลอื่นบ้าง ผู้เขียนขอขอบคุณความดีทั้งหมดให้แก่บุคคลต่าง ๆ ที่กล่าวมาข้างต้น สำหรับข้อบกพร่องหรือข้อผิดพลาดต่าง ๆ ผู้เขียนขอน้อมรับแต่เพียงผู้เดียว

สุวิดา อย่างเจริญ

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	๗
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	๖
กิตติกรรมประกาศ.....	๗
สารบัญตาราง.....	๘
สารบัญภาพ.....	๘
บทที่	
1. บทนำ.....	1
1. ที่มาและความสำคัญของปัญหา.....	1
2. วัตถุประสงค์ของการศึกษา.....	4
3. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	4
4. วิธีการศึกษา.....	4
5. ขอบเขตของการศึกษา.....	5
2. แนวคิดทางทฤษฎี และการศึกษาที่เกี่ยวข้อง.....	6
1. แนวคิดทางทฤษฎี.....	6
2. ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์.....	13
2.1 Kynesians View หรือ Structural Model.....	13
2.2 Monetarist View หรือ Reduce-Form.....	14
2.3 ทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยของคลาสสิก (Classical Theory).....	15
2.4 ทฤษฎีปริมาณเงินให้กู้ (Loanable Funds Theory).....	16
3. การศึกษาที่เกี่ยวข้อง	19
3. โครงสร้างของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินภายในประเทศ และการดำเนินนโยบายอัตราดอกเบี้ยของรัฐบาล.....	25
1. อัตราดอกเบี้ยที่สำคัญในระบบการเงิน.....	26
1.1 อัตราดอกเบี้ยธนาคารแห่งประเทศไทย.....	26
1.2 อัตราดอกเบี้ยในระบบธนาคารพาณิชย์.....	30
2. สาเหตุที่อัตราดอกเบี้ยมีหลายอัตรา.....	33
3. ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อทิศทางของอัตราดอกเบี้ย.....	34

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
4. การเชื่อมโยงระหว่างภาคการเงินกับภาคเศรษฐกิจจริง.....	36
5. การดำเนินนโยบายอัตราดอกเบี้ยของประเทศไทย.....	40
4. แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาและวิธีการศึกษา.....	57
1. แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา.....	58
2. ข้อเสนอแนะทางการศึกษา.....	59
3. วิธีประมาณแบบจำลอง.....	60
5. ผลการศึกษาเชิงประจักษ์.....	63
1. ผลการทดสอบความเป็น Stationary ของข้อมูล.....	63
2. ผลการศึกษาแบบจำลองทางเศรษฐมิติ.....	65
6. บทสรุป.....	75
1. สรุปผลการศึกษา.....	75
2. ข้อเสนอแนะทางนโยบาย.....	78
3. ข้อจำกัดในการศึกษา และข้อเสนอแนะในการทำวิจัยในอนาคต.....	80
บรรณานุกรม.....	82
ภาคผนวก.....	86
ภาคผนวก ก Partial Adjustment Mechanism.....	87
ภาคผนวก ข การประมาณการแบบจำลองข้อมูลในระดับปกติ (at Level).....	88
ภาคผนวก ค ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา.....	91
ประวัติผู้เขียน.....	95

สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
1	การเติบโตของภาคการเงิน.....	3
2	ผลการทดสอบ Unit Root Test at Level.....	64
3	ผลการทดสอบ Unit Root Test at First Difference.....	64

DRPU

สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
1 เป้าหมายและเครื่องมือในการดำเนินนโยบายทางการเงิน.....	7
2 กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน.....	8
3 แผนภาพแสดงการส่งผ่านของนโยบายการเงินตามแนวคิดของนักเศรษฐศาสตร์ สำนัก Kynesians.....	14
4 แผนภาพแสดงการส่งผ่านของนโยบายการเงินตามแนวคิดของนักเศรษฐศาสตร์ สำนัก Monetarist.....	15
5 อัตราดอกเบี้ยคุณภาพของสำนัก Classical.....	16
6 ทฤษฎีปริมาณเงินให้กู้.....	17
7 อัตราดอกเบี้ยที่ถูกกำหนดขึ้นโดยธนาคารแห่งประเทศไทย.....	29
8 อัตราดอกเบี้ยที่ถูกกำหนดขึ้นโดยธนาคารพาณิชย์.....	29
9 อัตราดอกเบี้ย RPI และอัตราดอกเบี้ย Interbank.....	67
10 อัตราดอกเบี้ย Interbank และอัตราดอกเบี้ย MLR.....	69
11 อัตราดอกเบี้ย Interbank และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน.....	72
12 ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมและอัตราการใช้กำลังการผลิต.....	77
13 ยอดคงค้าง NPL ของสถาบันการเงินทั้งระบบ.....	78
14 ดัชนีการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชน.....	80

หัวข้อวิทยานิพนธ์	กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในช่องทางอัตราดอกเบี้ย : ผลการศึกษาเชิงประจักษ์กรณีประเทศไทย
ชื่อนักศึกษา	สุวิตดา อย่างเจริญ
อาจารย์ที่ปรึกษา	ดร.รังสรรค์ หทัยเสรี
สาขาวิชา	เศรษฐศาสตร์
ปีการศึกษา	2546

บทคัดย่อ

การดำเนินนโยบายการเงินของประเทศใดประเทศหนึ่งเพื่อให้บรรลุเป้าหมายสูงสุดนั้น ผู้ดำเนินนโยบายจำเป็นต้องตระหนักถึงโครงสร้างทางเศรษฐกิจของประเทศ และกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงิน (Monetary Transmission Mechanism) สำหรับกรณีของประเทศไทย ภายหลังจากที่ได้รับผลกระทบจากวิกฤตเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ทางward ได้เปลี่ยนกรอบในการดำเนินนโยบายด้านการเงินใหม่ โดยมีการกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) และใช้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตร (Repurchase Market) เป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณทางการเงิน ดังนั้นจึงทำให้การศึกษาในเรื่อง กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินภายใต้ช่องทางอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Channel in Monetary Transmission Mechanism) เป็นช่องทางที่มีความสำคัญต่อการดำเนินนโยบายด้านการเงินในอนาคต

วัตถุประสงค์หลักของการศึกษานี้ เพื่อศึกษากลไกการทำงานของนโยบายการเงิน และผลกระทบของนโยบายต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค ในตลาดสินเชื่อ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการลงทุน และตลาดเงินฝาก ซึ่งส่งผลกระทบต่อตลาดสินเชื่อของภาคครัวเรือนในที่สุด นอกจากนี้ยังได้ศึกษาประสิทธิผลของกลไกการส่งผ่านในช่องทางนี้ด้วย

เครื่องมือและวิธีการที่ใช้ในการประมาณการแบบจำลองได้ใช้การวิเคราะห์แบบถดถอยเชิงซ้อน ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Ordinary Least Square : OLS) และแบบจำลองได้ใช้ในรูป Partial Adjustment Model ในการอธิบายการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะสั้นของตัวแปรตาม (Dependent Variables) และเนื่องจากข้อมูลเป็น Time Series Data ดังนั้น จึงมีการทดสอบคุณสมบัติความเป็น Stationary ของข้อมูลโดยวิธี Unit Root Test ตามวิธีของ Augmented Dickey-Fuller (ADF-Test)

จากผลการทดสอบความสัมพันธ์ทางเศรษฐกิจของตัวแปรทางการเงินในตลาดเงินระยะสั้น พบว่า ธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถใช้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรเป็นอัตราดอกเบี้ยชี้นำในตลาดเงินระยะสั้นได้ สำหรับความสัมพันธ์ของตัวแปรในตลาดเงินระยะยาวในที่นี้คืออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR เป็นตัวแทนอัตราดอกเบี้ยในตลาดสินเชื่อ และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน เป็นตัวแทนอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินฝาก ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจและมีการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว พบว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้มีแนวโน้มตอบสนองค่อนข้างชัดเจนต่ออัตราดอกเบี้ย Interbank เมื่อเทียบกับช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ดังนั้นจึงสะท้อนให้เห็นว่าตลาดเงินกู้มีความสอดคล้องกับตลาดเงินระยะสั้นมากขึ้น แต่ในตลาดเงินฝาก อัตราดอกเบี้ยเงินฝากไม่มีการตอบสนองที่ชัดเจนมากนักต่ออัตราดอกเบี้ย Interbank

สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดสินเชื่อที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงการลงทุน พบว่า ถ้ามีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้แล้วจะทำให้การลงทุนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน นั่นแสดงให้เห็นว่ากลไกการทำงานของนโยบายการเงินในช่วงดังกล่าวไม่ได้สะท้อนภาพการลงทุนที่แท้จริงของระบบเศรษฐกิจ อาจกล่าวได้อีกนัยหนึ่งว่าในช่วงนั้นเกิดความบิดเบือนในระบบโครงสร้างอัตราดอกเบี้ย หรืออาจมีปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลต่อการตัดสินใจในการลงทุน อาทิ อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ซึ่งไม่ได้ใส่ไว้ในแบบจำลอง นอกจากนี้ปัญหานี้เสีย (NPLs) ที่ยังคงค้างอยู่ในระบบสถาบันการเงิน ก็เป็นปัจจัยสำคัญอันหนึ่งในการกำหนดพฤติกรรมการลงทุน

สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินฝากที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงการบริโภค พบว่าในช่วงหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจความสัมพันธ์ของทั้ง 2 ตัวแปรมีทิศทางเดียวกัน ซึ่งเป็นผลมาจาก Wealth Effect เพราะในช่วงดังกล่าว อัตราดอกเบี้ยเงินฝากเพิ่มสูงขึ้น ทำให้รายได้จากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของผู้ฝากเงินเพิ่มขึ้น จึงบริโภคเพิ่มขึ้น

สำหรับประสิทธิผลการทำงานของกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินภายใต้ช่องทางอัตราดอกเบี้ยในช่วงที่ทำการศึกษานี้นี้น้อยมาก ดังจะเห็นได้จากขนาดของค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรทุกตัวมีค่าเข้าใกล้ศูนย์มาก

Thesis Title The Effectiveness of Interest Rate Channel in Monetary Transmission
 Mechanism : Empirical Evidence from Thailand.
Name Suwitda Yangcharoen
Thesis Advisor Dr. Rungsun Hataiseree
Department Economics
Academic Year 2003

Abstract

Fluctuations in output and prices are undesirable for an economy and one goal of monetary policy is to minimize these fluctuations as economic stability promotes long-run economic growth. In order to be successful, policymakers need to understand exactly how changes in the money supply effect prices and output, known as the transmission mechanism of monetary policy. In this paper we evaluate the empirical evidence about the link between money and the economy along with the interest rate channel. According to the authorities were changed in monetary regime from the Managed Floating to Inflation Targeting regime by using the 14-day repurchase rate for key policy rate. Therefore, the interest rate channel is significant indeed for the operational independence in the future.

The purpose of this study is to determine the key dimension of the monetary transmission mechanism lies in the size and speed with which retail interest rates respond to change in monetary policy. Money market effectiveness of interest rate channel in of monetary policy to economic variables in loan market, which affected investment and deposit rates effect the household and business consumption. the effectiveness of responsiveness of to policy shocks (the size of the effect) and how the speed of adjustment varies (the speed of the effect). We examine these using the Ordinary Least Square (OLS) which change in the stance on monetary policy affect the real economy - The pass-through from money market rate (RP) to bank lending (MLR) and deposit rates (DR)- finally, impact on investment and consumption. Furthermore, this paper also considers about the efficiency of the transmission at this channel.

Measurement of method of estimated regression will be used to analyze as Ordinary Least Square (OLS). The estimated Model is using in the term of Partial Adjustment Model to explain the reform of equilibrium in the short term of dependent variables. The data used to be time series and the qualification of the data is Stationary and Unit Root Test as the requirement of Augment Dickey-Fuller test (ADF-TEST).

As the result of the test from econometrics model of the financial compositions in the short term found that Bank of Thailand could be used the Repurchase rate (RP) to be the indicated in the short term of financial market. The relations between variable of long term is Minimum Loan Rate (MLR) is representatively as Loan Market and 3 months Deposit Rate (DR) is used to be deposit market after the financial crisis of exchange rate fluctuations and reform to be managed floating regime. The results of the estimate found that the sensitive between MLR and Interbank rate are really closed as compare in the recently years before crisis. The reflection of loan market is closely within the short term of finance market. On the other hand, Interbank is really not affected within financial market.

The relations between loan rate relate with investment found that if the change of loan rate is directly affected to investment at the same direction. It had shown that the monetary transmission mechanism of monetary policy during the period of study is not affected to the real term investment. On the other hand, during the period of study might be changed the interest structures or externality factors to be affected of investment and finally consumption as the growth rate of economic that does not cover in the estimated regression and model. Besides, NPLs are really importance factor and consider that as the real factor to determine the loan behavior in the financial sector.

Therefore, the relations between the changing in deposit rate affected the changing in household and business consumption found that after financial crisis on 1997 both variables was related in the same direction due to Wealth Effect. The effectiveness of the transmitted monetary under the interest rates channel during the time period of study is very lowest as seen on the magnitude direction of the significant variables and nearby zero.

บทที่ 1

บทนำ

1. ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ในช่วงระยะเวลาสิบกว่าปีที่ผ่านมา ระบบเศรษฐกิจของไทยได้มีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างมาก โดยในช่วงปี พ.ศ. 2523-2532 ประเทศไทยได้ถูกขนานนามว่าเป็นหนึ่งในกลุ่มประเทศเศรษฐกิจที่มีศักยภาพในการเจริญเติบโตสูงสุด อันเป็นผลมาจากการขยายตัวของการลงทุนทั้งจากในและต่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการขยายตัวอย่างก้าวกระโดดของอุตสาหกรรมการส่งออก จนเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้รัฐบาลตัดสินใจดำเนินนโยบายเปิดเสรีทางการเงิน (Financial Liberalization) ซึ่งเป็นนโยบายเพื่อผลักดันการปรับโครงสร้างทางเศรษฐกิจให้ก้าวขึ้นไปสู่การเป็นประเทศที่มีระดับการพัฒนามากขึ้นทางอุตสาหกรรม ซึ่งมีความจำเป็นต้องใช้เงินทุนจำนวนมากในการลงทุนด้านเทคโนโลยีและเครื่องจักรที่ทันสมัย

การเปิดเสรีทางการเงินนั้นมีการดำเนินการอย่างค่อยเป็นค่อยไปตามลำดับดังนี้ (1) การรับพันธะตามมาตราที่ 8 ของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund : IMF) ในปี พ.ศ. 2533 ซึ่งหมายถึงการยกเลิกข้อจำกัดการชำระเงิน หรือการโอนเงินเพื่อธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับดุลบัญชีเดินสะพัดทั้งหมด (2) การยกเลิกเพดานดอกเบี้ยภายในประเทศ โดยปล่อยให้สถาบันการเงินสามารถกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ได้โดยเสรีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535 (3) สนับสนุนให้สถาบันการเงินของไทยและต่างประเทศจัดตั้งสำนักงานวิเทศธนกิจ (Bangkok International Banking Facility : BIBF) ซึ่งทำธุรกรรมในการนำเงินทุนต่างประเทศมาปล่อยกู้ทั้งในประเทศและประเทศในภูมิภาค โดยรัฐบาลไทยได้ให้ใบอนุญาตก่อตั้ง BIBF ถึง 45 แห่งในปี พ.ศ. 2535

ต่อมาได้เกิดภาวะการก่อตัวของเศรษฐกิจฟองสบู่ขึ้นในปลายทศวรรษ 80 หรือระหว่างปี พ.ศ. 2531-2533 ดังเห็นได้อย่างชัดเจนจากการเคลื่อนไหวของราคาดัชนีหลักทรัพย์และอสังหาริมทรัพย์ รวมทั้งการเติบโตของภาคการเงินและการขยายตัวอย่างรวดเร็วของสินเชื่อ (ตารางที่ 1) ส่งผลให้กลายเป็นจุดเริ่มต้นของภาวะวิกฤตเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 เมื่อประเทศไทยตัดสินใจ

ใจเปิดเสรีทางการเงินควบคู่ไปกับการใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ ส่งผลให้ผู้ดำเนินนโยบายทางการเงินไม่สามารถใช้นโยบายการเงินควบคุมภาวะเศรษฐกิจมหภาคของประเทศได้

การเปิดเสรีทางการเงินควบคู่ไปกับการใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่(Fixed Exchange Rate) นั้นส่งผลให้ธุรกิจไทยสามารถกู้เงินจากต่างประเทศได้อย่างสะดวกและมีต้นทุนที่ต่ำกว่าการกู้ในประเทศ จึงทำให้เกิดการบิดเบือนในการจัดสรรทรัพยากร หรืออาจกล่าวได้ว่าการเปิดเสรีทางการเงินทำให้ธุรกิจของไทยขยายการลงทุนจนเกินความต้องการ มีการก่อกำหนดสินค้านำเข้าโดยเฉพาะหนี้สินต่างประเทศที่ให้ผลตอบแทนเป็นเงินบาท และการกู้เงินในระยะสั้นมาลงทุนในโครงการระยะยาว สิ่งต่าง ๆ เหล่านี้ทำให้ธุรกิจไทยต้องเผชิญกับความเสี่ยงต่อผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนและสภาพคล่องมากขึ้น การขยายตัวอย่างรวดเร็วของหนี้ต่างประเทศ ประกอบกับความอ่อนแอของปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ ล้วนทำให้เป็นการบั่นทอนความเชื่อมั่นในเศรษฐกิจไทย เจ้าหนี้ต่างประเทศมีการเรียกเงินกู้คืนทำให้เกิดการไหลออกของเงินทุนและเริ่มก่อให้เกิดปัญหาสภาพคล่องตามมา เมื่อไทยได้เข้ารับความช่วยเหลือจาก IMF และมีการใช้มาตรการนโยบายอัตราดอกเบี้ยสูง (เป็นการใช้นโยบายการเงินโดยเสรี) เพื่อชะลอการไหลออกของเงินทุนนั้นกลับไม่ได้ช่วยให้เศรษฐกิจของไทยดีขึ้น กลับเป็นการซ้ำเติมให้เศรษฐกิจตกต่ำมากขึ้นไปอีก

ดังนั้นอาจกล่าวโดยสรุปได้ว่า การเปิดเสรีทางการเงินร่วมกับดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่และการดำเนินนโยบายการเงินแบบเสรีนั้น ทำให้การดำเนินมาตรการทางการเงินไร้ประสิทธิภาพ (ตามทฤษฎี Impossible Trinity ของ Professor Robert Mondell) เราได้รับบทเรียนจากการดำเนินนโยบายการเงินแบบผิดพลาด จนทำให้เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจครั้งยิ่งใหญ่ของไทย จากเหตุการณ์ดังกล่าว จะเห็นได้ว่าการดำเนินนโยบายการเงินนั้นมีความสำคัญอย่างมากต่อระบบเศรษฐกิจในระดับมหภาค ผู้ดำเนินนโยบายจำเป็นต้องมีความรู้ความเข้าใจอย่างลึกซึ้งซึ่งเกี่ยวกับลักษณะโครงสร้างทางเศรษฐกิจของประเทศ การเลือกใช้เครื่องมือทางการเงิน ตลอดจนต้องสามารถเข้าใจถึงกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงิน (Monetary Transmission Mechanism) และผลกระทบของการใช้นโยบายต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจได้อย่างถูกต้องแม่นยำ จึงจะสามารถทำให้การดำเนินนโยบายนั้นบรรลุผลตามเป้าหมายที่ตั้งไว้ นั่นคือทำให้การเติบโตทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อมีเสถียรภาพ

ตารางที่ 1 การเติบโตของภาคการเงิน

	unit	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
GDP at current price	Billion bath	1,868.4	2,186.0	2,507.0	2,827.2	3,163.9	3,600.5	4,173.0	4,665.4
(Growth)	%	-19.1	-17.0	-14.7	-12.8	-11.9	-13.7	-15.9	-11.8
M1	Billion bath	174.7	195.4	222.4	249.7	296.2	346.5	388.3	441.3
(Growth)	%	-17.6	-11.8	-13.8	-12.3	-18.6	-17.0	-12.1	-13.6
M2	Billion bath	1,207.1	1,529.1	1,832.4	2,117.8	2,507.1	2,829.4	3,310.6	3,760.1
(Growth)	%	-26.3	-26.7	-19.8	-15.6	-18.4	-12.9	-17.0	-13.6
M1/GDP	%	9.4	8.9	8.9	8.8	9.4	9.6	9.3	9.5
M2/GDP	%	64.6	69.9	73.1	74.9	79.2	78.7	79.4	80.6
M3/GDP	%	79.6	85.7	89.6	94.2	100.7	104.1	106.6	108.1
Bank Asset	Billion bath	1,406.5	1,789.6	2,147.6	2,528.2	3,171.6	4,024.8	5,013.7	5,626.7
(Growth)	%	-24.9	-27.2	-20.0	-17.7	-25.5	-26.9	-24.6	-12.2
Bank Asset/GDP	%	75.7	81.9	85.7	89.4	100.2	111.8	120.1	120.6

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

จากผลงานการศึกษาหลาย ๆ ชิ้นพบว่ากลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินที่แต่ละประเทศเลือกใช้นั้นจะมีลักษณะไม่เหมือนกัน ทั้งนี้จะขึ้นอยู่กับโครงสร้างทางเศรษฐกิจของแต่ละประเทศ ดังนั้นจึงไม่มีข้อสมมุติฐานอันใดอันหนึ่งที่เหมาะสมในการที่จะนำมาประยุกต์ใช้ได้กับทุก ๆ ประเทศ ด้วยสาเหตุหลาย ๆ ประการดังที่ได้กล่าวมาแล้ว ทำให้ผู้ศึกษาสนใจที่จะมุ่งศึกษาถึงกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินภายใต้ช่องทางอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Channel) เนื่องจากเห็นว่า ปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทยได้เลือกดำเนินนโยบายแบบเปิดเสรีทางการเงินควบคู่ไปกับการใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวภายใต้การจัดการ (Managed Floating Exchange Rate) พร้อมกับมีการกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) เป็นกรอบในการดำเนินนโยบายการเงิน รวมทั้งมีการพัฒนาตลาดรองของตราสารหนี้ และการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย โดยใช้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตร (Repurchase Market) เป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณการดำเนินนโยบายการเงิน ทำให้ช่องทางอัตราดอกเบี้ยเป็นช่องทางที่มีความสำคัญต่อการดำเนินนโยบายการเงินในอนาคต โดยทำการศึกษาความสัมพันธ์ทางเศรษฐกิจของตัวแปรทางการเงินในตลาดสินเชื่อ ซึ่งมีผลกระทบต่อการตัดสินใจลงทุนของภาคธุรกิจ และตลาดเงินฝาก ซึ่งมีผลกระทบต่อการตัดสินใจบริโภคของภาคครัวเรือน

2. วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษากลไกการทำงานของนโยบายการเงินและผลกระทบของนโยบายการเงินต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค ในตลาดสินเชื่อ และตลาดเงินฝาก โดยผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย และใช้อัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน เป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบาย
2. เพื่อศึกษาประสิทธิผลของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงิน ภายใต้ช่องทางอัตราดอกเบี้ย จากภาคการเงินไปสู่ภาคการผลิตจริง

3. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ทราบและเข้าใจถึงกลไกการทำงาน และประสิทธิผลของการดำเนินนโยบายการเงิน ภายใต้ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ตลอดจนผลกระทบของการเปิดเสรีทางการเงิน และการใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวภายใต้การจัดการต่อการดำเนินนโยบายการเงินในช่องทางนี้

4. วิธีการศึกษา

ในการศึกษานี้จะทำการศึกษาวิเคราะห์ในเชิงพรรณนา และเชิงปริมาณ ดังนี้

1. การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive Analysis) เป็นการรวบรวมข้อเท็จจริงต่าง ๆ เกี่ยวกับสถานะเศรษฐกิจของประเทศไทย ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์สำคัญ ๆ ความสำคัญของนโยบายการเงิน และกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในช่องทางต่าง ๆ โดยอธิบายในลักษณะของรูปภาพและตาราง

2. การวิเคราะห์เชิงประมาณ (Quantitative Analysis) เป็นการนำตัวแปร ต่าง ๆ ในตลาดสินเชื่อและตลาดเงินฝากมาสร้างแบบจำลองทางสถิติเพื่อ มุ่งทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ในรูปแบบของ Log-linear Form และทำการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรจากแบบจำลองโดยวิธีการทางเศรษฐมิติ สร้างสมการในรูปของสมการถดถอยเชิงซ้อนด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Ordinary Least Square : OLS)

5. ขอบเขตของการศึกษา

การศึกษานี้ มีขอบเขตที่จะศึกษาถึงกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงิน กรณีของประเทศไทย โดยเฉพาะในช่องทางอัตราดอกเบี้ยเพียงช่องทางเดียว เนื่องจากเห็นว่าเป็นช่องทางที่มีความสำคัญมากขึ้นในการเป็นช่องทางการส่งผ่านผลกระทบของการดำเนินนโยบายการเงินต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค และกลไกการส่งผ่านในช่องทางอื่น ๆ ได้ลดบทบาทลงอย่างมาก

ทั้งนี้ผู้ศึกษาใช้ข้อมูลเป็นรายเดือน และได้ทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ใน 3 ช่วงเวลา ดังนี้

1. ช่วงระหว่างก่อนและหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ เริ่มตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ. 2536 ถึงเดือน มีนาคม พ.ศ. 2545
2. ช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ. 2536 ถึงเดือน มิถุนายน พ.ศ. 2540
3. ช่วงหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ตั้งแต่เดือน กรกฎาคม พ.ศ. 2540 ถึงเดือน มีนาคม พ.ศ. 2545 คือช่วงเวลาหลังมีการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน

บทที่ 2

แนวคิดทางทฤษฎีและการศึกษาที่เกี่ยวข้อง

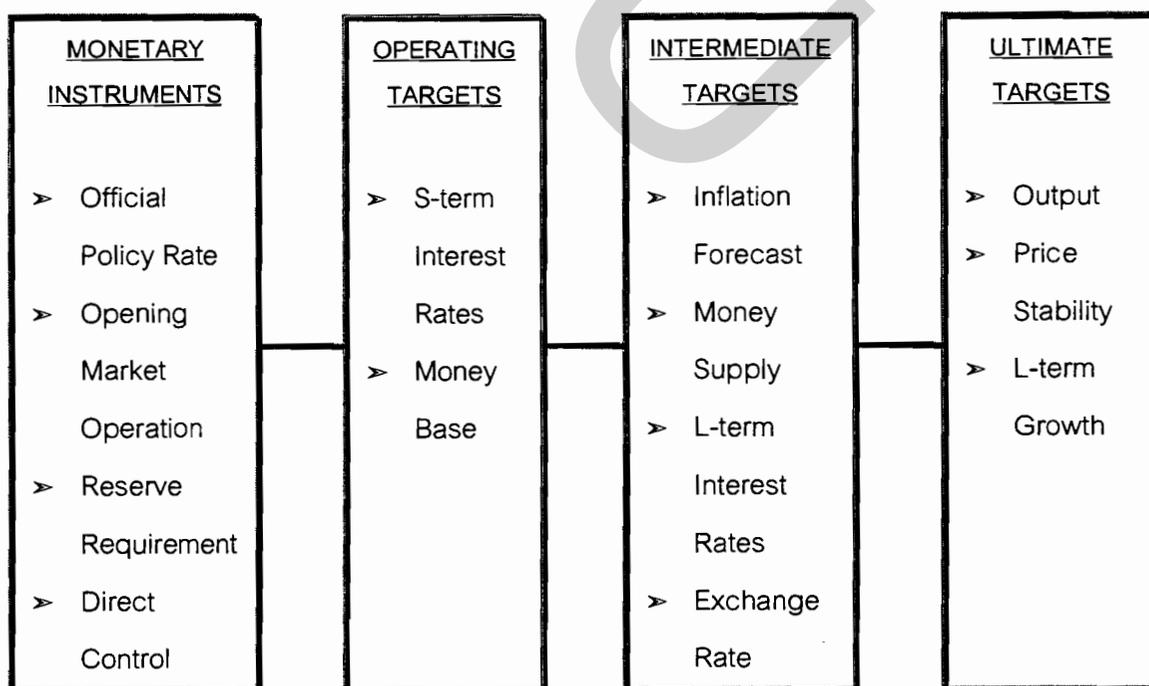
1. แนวคิดทางทฤษฎี

การศึกษาเรื่องกลไกการทำงานของนโยบายการเงิน (Monetary Transmission Mechanism) นับเป็นเรื่องที่ได้รับความสนใจอย่างกว้างขวาง ทั้งจากธนาคารกลางของประเทศต่าง ๆ ที่มีหน้าที่รับผิดชอบในการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศในฐานะผู้ปฏิบัติ และจากนักวิชาการในวงการเศรษฐศาสตร์ในฐานะผู้วิเคราะห์โครงสร้างการทำงานของระบบเศรษฐกิจ รวมทั้งจากนักลงทุน เนื่องจากการดำเนินนโยบายการเงินของทุกประเทศมีวัตถุประสงค์หลักเพื่อรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจทางด้านราคา และ/หรือการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจเป็นสำคัญ อย่างไรก็ตามในแต่ละประเทศจะมีเป้าหมายสูงสุด (Ultimate Target) เป้าหมายชั้นกลาง (Intermediate Target) เป้าหมายชั้นปฏิบัติการ (Operate Target) เครื่องมือทางการเงิน (Instrument) และขั้นตอนในการดำเนินนโยบายการเงิน (Operate Procedure) ที่แตกต่างกันออกไปตามรูปแบบโครงสร้างทางเศรษฐกิจและการเมืองของประเทศนั้น ๆ (รูปที่ 1) แต่ละประเทศจะมีการกำหนดเป้าหมายสูงสุดของการดำเนินนโยบายการเงิน เป้าหมายชั้นกลาง เช่น ปริมาณเงิน ปริมาณสินเชื่อ หรืออัตราแลกเปลี่ยน ที่มีความสัมพันธ์กับเป้าหมายสูงสุด สำหรับการดำเนินนโยบายการเงินระดับปฏิบัติการ จะมีเป้าหมายที่สามารถส่งผ่านผลของการปฏิบัติการ ไปยังเป้าหมายชั้นกลางและเป้าหมายชั้นสูงสุด

กลไกความเชื่อมโยงดังกล่าวนี้จะทำให้ธนาคารกลางสามารถรักษาเป้าหมายทางเศรษฐกิจได้ง่าย เนื่องจากธนาคารกลางจะใช้เครื่องมือทางการเงินที่ธนาคารกลางสามารถควบคุมได้ใกล้ชิดที่สุดปรับเปลี่ยนให้สอดคล้องกับเป้าหมายที่กำหนด ดังตัวอย่างเช่น หากธนาคารกลางต้องการจะรักษาเสถียรภาพของอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ที่ประมาณร้อยละ 5 ซึ่งจากการศึกษาความสัมพันธ์ของกลไกทางเศรษฐกิจ ธนาคารกลางต้องรักษาปริมาณเงิน M2 ให้เติบโตที่ร้อยละ 4 และฐานเงินให้เติบโตร้อยละ 3 หากในขณะหนึ่งการเติบโตของฐานเงินอยู่ที่ระดับร้อยละ 2 ธนาคารกลางจะต้องใช้เครื่องมือทางการเงินปรับกระตุ้นการเติบโตของฐานเงินและปริมาณเงิน อาทิ ลดอัตราดอกเบี้ยหรือปล่อยเงินเข้าสู่ระบบ เพื่อให้ได้อัตราเงินเฟ้อตามเป้าหมาย เป็นต้น

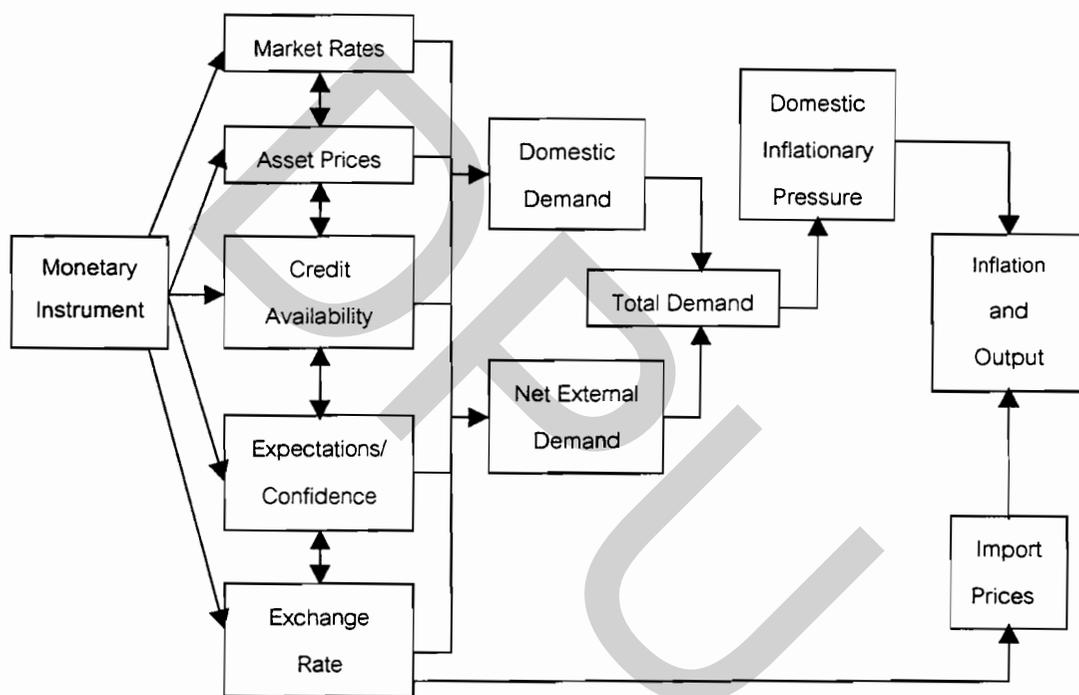
ดังที่ได้กล่าวมาแล้วว่า กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน เริ่มจากการกำหนดนโยบายการเงินของธนาคารกลาง เพื่อที่จะควบคุมอัตราการเจริญเติบโตของประเทศ ปริมาณการผลิต อัตราเงินเฟ้อ ภาวะการว่างงาน ซึ่งเป็นเป้าหมายสุดท้าย (Ultimate Targets) ของการดำเนินนโยบายการเงิน ให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมและสอดคล้องกับโครงสร้างของระบบเศรษฐกิจ โดยที่ธนาคารกลางจะปรับสภาพคล่องของระบบการเงินและอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของตลาดเงินผ่านเครื่องมือทางการเงิน (Instruments) อย่างไรก็ตามเนื่องจากธนาคารกลางไม่สามารถควบคุมอัตราการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจของประเทศ ปริมาณการผลิต และภาวะเงินเฟ้อได้โดยตรง ดังนั้นการดำเนินนโยบายการเงินในแต่ละวัน (Day to Day Operation) ของธนาคารแห่งประเทศไทยได้ใช้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นหรือฐานเงินเป็นเป้าหมายขั้นต้น (Operating Targets) สำหรับการดำเนินนโยบาย โดยเป้าหมายขั้นต้นดังกล่าวจะเป็นเครื่องมือสำคัญของธนาคารกลางที่จะใช้ในการปรับเปลี่ยนปริมาณเงิน อัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ อัตราดอกเบี้ยระยะยาว หรือการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ (Intermediate Targets) ให้เป็นไปในทิศทางที่ธนาคารกลางต้องการ ซึ่งในที่สุดจะช่วยในการควบคุมอัตราการเจริญเติบโตของประเทศ ปริมาณการผลิต และอัตราเงินเฟ้อโดยทางอ้อม

ภาพที่ 1 เป้าหมายและเครื่องมือในการดำเนินนโยบายทางการเงิน



การที่ประเทศหนึ่ง ๆ จะดำเนินนโยบายการเงินให้เกิดประสิทธิภาพนั้น มีความจำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องเข้าใจกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงิน นั่นคือสามารถวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจ หลังจากที่ได้ปรับเปลี่ยนทิศทางของนโยบายการเงิน และในที่สุดจะเป็นตัวแปรสำคัญในการกำหนดกลยุทธ์การดำเนินนโยบายการเงินของประเทศ

ภาพที่ 2 กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงิน



โดยทั่วไปกลไกการส่งผลกระทบทางการเงิน จะเป็นระบบของการปรับตัวของตัวแปรทางเศรษฐกิจตามความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นจากการนำผลกระทบจากภาคการเงินไปสู่ภาคเศรษฐกิจจริง โดยผ่านกลไกที่เป็นสื่อกลางทางการเงิน โดยผ่านกลไกที่เป็นสื่อกลางทางการเงินซึ่งมีอยู่ด้วยกันหลายช่องทางและสามารถส่งผลกระทบไปยังภาคเศรษฐกิจจริงในลักษณะที่แตกต่างกันไปตามลักษณะเฉพาะของกลไกในช่องทางนั้น ๆ สำหรับการศึกษากลไกการส่งผลกระทบทางการเงินต่อไปนี้ เราจะสมมุติความสัมพันธ์เชิงพฤติกรรมที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินกับตัวแปรที่เป็นสื่อกลาง (Intermediate Variable) ที่สำคัญซึ่งจะนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงในความต้องการซื้อขายสินค้าและบริการในระบบเศรษฐกิจ ซึ่งประกอบด้วยช่องทางหลัก ๆ ดังนี้ (ภาพที่ 2)

- ช่องทางอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate channel)
- ช่องทางปริมาณสินเชื่อ (Credit Availability Channel)
- ช่องทางราคาสินทรัพย์ (Asset Prices Channel)
- ช่องทางการคาดการณ์และ/หรือความเชื่อมั่น (Expectations/Confidence Channel)
- ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Channel)

สำหรับลำดับความสำคัญระหว่าง 5 ช่องทางดังกล่าวจะปรับเปลี่ยนไปตามเวลา โครงสร้างระบบการเงิน และโครงสร้างทางเศรษฐกิจของประเทศ อาทิ ประเทศสิงคโปร์ที่พึ่งพาการค้าระหว่างประเทศเป็นสำคัญ ก็จะใช้ช่องทางผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนเป็นหลักในการดำเนินนโยบายการเงิน ขณะที่สหรัฐอเมริกาที่มีตลาดการเงิน ตลาดทุนที่ลึก แต่มีการค้าระหว่างประเทศเป็นสัดส่วนเพียงร้อยละ 10 ของ GDP จะพึ่งพาช่องทางผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้น และระยะยาวมากขึ้น และใช้ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนน้อยกว่าโดยเปรียบเทียบ สำหรับกรณีประเทศไทยที่มีการใช้ Inflation Targeting เป็นกรอบในการดำเนินนโยบายการเงิน ซึ่งเป็นระบบที่ใช้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน เป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณทางการเงิน (Key Policy Rate) นอกจากนี้เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยได้ประกาศลอยตัวค่าเงินบาท ทำให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศมีความเป็นอิสระจากอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศมากขึ้น ด้วยสาเหตุดังที่ได้กล่าวมาแล้วนี้ ทำให้กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในช่องทางอัตราดอกเบี้ยมีบทบาทมากขึ้น

Interest Rate Channel เนื่องจากการส่งผ่านของนโยบายการเงินโดยกลไกของอัตราดอกเบี้ยนี้เคยปรากฏในงานเขียนมานานกว่า 50 ปีแล้ว และ Hicks¹ เคยกล่าวว่าใน IS-LM Model นั้นเป็นการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงิน และอัตราดอกเบี้ยซึ่งมีผลต่อผลผลิตมวลรวมของประเทศ ภายใต้กลไกนี้ นโยบายการเงินจะถูกส่งผ่านโดยการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย

$$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

¹ Hicks, John R. "Mr. Keynes and the 'Classics' : A Suggested Interpretation". *Econometrica*. 1937, pp. 147-159.

เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงทิศทางของนโยบายการเงิน โดยการเปลี่ยนแปลงใน Policy Rate จะส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องในตลาดเงิน (Financial Condition) โดยผ่านอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น และระยะยาว ทำให้ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจมีการเปลี่ยนแปลง จากนั้นจะส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมการใช้จ่ายของภาคธุรกิจและภาคครัวเรือน (Spending Condition) เช่น ทางการเห็นว่าระบบเศรษฐกิจในขณะนั้นอยู่ในภาวะชบเซา และเห็นควรดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย (Expansionary Monetary Policy) ผลของการดำเนินนโยบายโดยใช้เครื่องมือทางการเงิน ทำให้ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น ($M \uparrow$) จนมากกว่าความต้องการ (Excess Demand for Money) จะทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในตลาดเงินลดลง ($i \downarrow$) ซึ่งการลดลงของอัตราดอกเบี้ยนี้ นำไปสู่การลดลงในต้นทุนของเงินทุน ซึ่งเป็นเหตุให้เกิดการกระตุ้นให้เกิดความต้องการในการใช้จ่ายเพิ่มขึ้นและส่งผลดีต่อภาวะการลงทุนของภาคธุรกิจ ทำให้มีการลงทุนมากขึ้น ($I \uparrow$) ดังนั้นในที่สุดแล้วจะนำไปสู่การเพิ่มขึ้นในอุปสงค์มวลรวม (Aggregate Demand) มากขึ้น และผลผลิตของประเทศเพิ่มขึ้น ($Y \uparrow$)

จากทฤษฎีดั้งเดิมของ Keynesian กล่าวว่า การลดลง หรือเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ย มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของภาคธุรกิจ แต่หลังจากนั้นพบว่านอกจากจะมีผลต่อการลงทุนแล้วยังมีผลต่อการตัดสินใจใช้จ่ายในสินค้าคงทน (Durable Expenditure) ของภาคครัวเรือนอีกด้วย อาทิเช่น บ้าน รถยนต์ เมื่อผู้บริโภคมีความต้องการสินค้าเหล่านี้มักจะมีการกู้ยืมจากสถาบันการเงิน ดังนั้นถ้าอัตราดอกเบี้ยลดลง ($i \downarrow$) จะทำให้ต้นทุนของการกู้ยืมลดลง ทำให้ผู้บริโภคตัดสินใจที่จะบริโภคสินค้าคงทนมากขึ้น ดังนั้นกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในช่องทางอัตราดอกเบี้ยนี้จะส่งผลกระทบต่อ การตัดสินใจลงทุนของภาคธุรกิจ และการใช้จ่ายในสินค้าคงทนของผู้บริโภคด้วยการลดลงของอัตราดอกเบี้ยจึงเป็นผลดีต่อระบบเศรษฐกิจ นั่นคือทำให้ทำให้ความต้องการมวลรวม (Aggregate Demand) และผลผลิตมวลรวม (Output) เพิ่มขึ้น ($Y \uparrow$)

อย่างไรก็ตาม อัตราดอกเบี้ยที่ส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจโดยผ่านช่องทางนี้ จะต้องเป็นอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Interest Rate) และจะต้องเป็นอัตราดอกเบี้ยระยะยาว (Long-term Interest Rate) เท่านั้น ซึ่งสามารถอธิบายได้ดังนี้ ถ้าทางการใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายแล้วทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงระยะสั้นลดลง จากข้อสมมุติฐานเกี่ยวกับโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยที่กล่าวว่า การคาดการณ์เกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวเฉลี่ย ขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น เมื่อ

อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นลดลงก็จะทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวลดลงด้วย การลดลงของอัตราดอกเบี้ยทั้งสองจะมีผลดีต่อการลงทุนของภาคธุรกิจ การลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ การลงทุนในสินค้าคงคลัง และการใช้จ่ายในสินค้าคงทน ซึ่งสิ่งต่าง ๆ เหล่านี้จะทำให้รายได้ประชาชาติเพิ่มขึ้น

Asset Prices Channel การเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และราคาของตราสารหนี้ โดยราคาจะปรับตัวเพิ่มขึ้นเมื่ออัตราดอกเบี้ยปรับตัวลดลง เนื่องจาก Present Value ของผลตอบแทนจากการถือครองหลักทรัพย์หรือตราสารหนี้ จะถูกปรับด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง ทำให้ความมั่งคั่งของผู้บริโภคเพิ่มขึ้น และการบริโภคในระบบจะเพิ่มขึ้นตามไปด้วย ซึ่งมีผลมาจาก Wealth Effect

$$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow W \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Credit Availability Channel ช่องทางนี้เป็นกลไกการทำงานของนโยบายการเงินที่ได้รับความสนใจจากนักเศรษฐศาสตร์เป็นอย่างมากในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา ช่องทางนี้ได้เน้นถึงปัญหา Asymmetric Information ของตลาดเงิน ทำให้ผู้กู้บางรายไม่สามารถกู้เงินจากตลาดการเงินได้โดยตรง ดังนั้นธนาคารพาณิชย์ซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการให้กู้ยืมในระบบเศรษฐกิจ จึงเป็นองค์ประกอบที่มีบทบาทสำคัญในการทำงานของนโยบายการเงิน

$$M \uparrow \Rightarrow \text{Bank Deposits} \uparrow \Rightarrow \text{Bank Loans} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงิน เช่นการดำเนินนโยบายการเงินแบบขยายตัว ทำให้ปริมาณเงินฝากขยายตัวแล้วทำให้การปริมาณการให้สินเชื่อของธนาคารเพิ่มสูงขึ้น ก่อให้เกิดการลงทุนมากขึ้นและการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจ

Exchange Rate Channel นับตั้งแต่มีการเปิดเสรีของระบบเศรษฐกิจ ระบบการเงินจนนำมาสู่การใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราที่ยืดหยุ่นขึ้นของกลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนา แต่ช่องทางที่ผ่านอัตราแลกเปลี่ยนนี้ ในทางทฤษฎีเศรษฐศาสตร์มหภาคเกิดขึ้นจากการที่อัตราดอกเบี้ยในประเทศและอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศมีค่าแตกต่างกัน ในส่วนต่างที่มากกว่าต้นทุนในการทำ

ธุรกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ กรณีนี้จะเกิดได้ถ้าประเทศใดมีอัตราดอกเบี้ยสูงกว่า ก็จะมีเงินทุนไหลเข้า

$$i_d \uparrow \Rightarrow \text{Capital Inflow} \uparrow \Rightarrow ER_{\text{bahr/Us\$}} \downarrow \\ \Rightarrow P_{\text{bahr}} \uparrow \Rightarrow NX \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนนี้อาจหมายรวมอยู่ในช่องทางอัตราดอกเบี้ย เนื่องจากการทำงานของนโยบายการเงินโดยผ่านอัตราดอกเบี้ย เช่น อัตราดอกเบี้ยในประเทศสูงขึ้น (i_d) ซึ่งเกิดจากการดำเนินนโยบายของทางการเพื่อดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศ และเมื่ออุปสงค์เงินบาท มากกว่าอุปทานของเงินบาทก็จะทำให้ราคาของเงินบาทมีค่าเพิ่มขึ้น หรือค่าของเงินบาทแข็งขึ้นเมื่อเทียบกับค่าเงินสกุลอื่น ๆ ซึ่งจะทำให้ราคาสินค้าไทยในรูปเงินบาท (P_{bahr}) มีราคาสูงขึ้นไปด้วย เป็นเหตุให้การส่งออกสุทธิมีจำนวนลดลง (NX) และส่งผลให้ระดับผลผลิตในประเทศลดลงด้วย

ดังนั้นในประเทศที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว โดยเฉพาะประเทศกำลังพัฒนาที่มีสัดส่วนการพึ่งพิงเงินทุนต่างประเทศมากมักจะประสบปัญหาความผันผวนในค่าเงิน และกระทบต่อระดับปริมาณสินค้าส่งออกและนำเข้า ทำให้เกิดการชะลอตัว เนื่องจากไม่แน่ใจในราคาสินค้าในอนาคตที่เปลี่ยนแปลงไป

Expectations / Confidence Channel การปรับเปลี่ยนนโยบายการเงิน จะส่งผลกระทบต่อคาดการณ์ภาวะเศรษฐกิจของภาคธุรกิจและภาคครัวเรือน โดยเฉพาะการคาดการณ์เกี่ยวกับภาวะเงินเฟ้อ การจ้างงาน การขยายตัวของระบบเศรษฐกิจ รายได้ในอนาคต อัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการดำเนินธุรกิจของภาคเอกชน โดยที่ผลกระทบของนโยบายการเงินผ่านช่องทางนี้ไม่มีความแน่นอนขึ้นอยู่กับความดีความของภาคเอกชนเกี่ยวกับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงิน เช่น ตลาดอาจมองว่าการปรับลดอัตราดอกเบี้ยของทางการเป็นการส่งสัญญาณว่าเศรษฐกิจกำลังหดตัวกว่าที่เคยคาดเอาไว้ เป็นผลให้ขาดความมั่นใจในการลงทุน (หากภาคเอกชนคิดว่าการลดลงของอัตราดอกเบี้ยของทางการจะส่งผลให้เศรษฐกิจขยายตัว ก็จะทำให้ปริมาณการใช้จ่ายของภาคเอกชนเพิ่มขึ้น)

สำหรับการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ (Inflation Forecast) เป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดอัตราการเพิ่มของค่าแรงงานและอัตราเงินเฟ้อ (ที่เกิดขึ้นจริง) ในแต่ละปี และเป็นปัจจัยที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยระยะยาวของระบบอีกด้วย ดังนั้นประเทศที่ใช้กรอบ Inflation Targeting เป็นกรอบในการดำเนินนโยบายการเงิน จึงให้ความสำคัญอย่างยิ่งกับการสร้างสมอถ่วง การคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อของตลาดและภาคเอกชนไว้ด้วยการประกาศเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ

ดังนั้นเมื่อเปรียบเทียบกับช่องทางอื่น ๆ แล้ว พบว่าในช่องทางนี้ ธนาคารกลางจะพยายามลดความไม่แน่นอนของการคาดการณ์ และการตอบสนอง เพื่อให้กลไกการดำเนินนโยบายการเงินในช่องทางอื่น ๆ มีประสิทธิภาพมากขึ้น และให้การควบคุมอัตราเงินเฟ้อมีความแม่นยำมากขึ้น

2. ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์

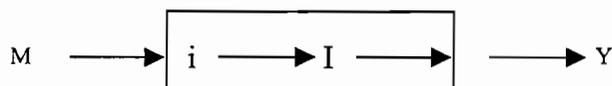
ในการศึกษานี้มีแนวทางวิเคราะห์ตามทฤษฎีพื้นฐานที่สำคัญ ๆ คือ ทฤษฎีที่เป็นแนวคิดของนักเศรษฐศาสตร์สำนัก Keynesian และ นักเศรษฐศาสตร์สำนัก Monetarist นอกจากนี้ยังมีแนวความคิดเชิงทฤษฎีอื่น ๆ เช่น ทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยของคลาสสิก (Classical Theory) ทฤษฎีปริมาณเงินให้กู้ (Loanable Funds Theory) ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

2.1 Keynesian View หรือ Structural Model²

นักเศรษฐศาสตร์สำนักนี้มุ่งอธิบายการทำงานของระบบเศรษฐกิจ โดยการสร้าง Structural Model ขึ้นมาเพื่ออธิบายพฤติกรรมของหน่วยธุรกิจ (Firms) และผู้บริโภค (Consumers) โดยโครงสร้างนี้แสดงให้เห็นถึงช่องทางการส่งผ่านของนโยบายการเงิน และนโยบายการคลัง ที่มีผลกระทบต่อผลผลิตมวลรวมและการใช้จ่าย

² Frederic S. Mishkin. "Framework for Evaluating : The Empirical Evidence" The Economics of Money, Banking and Financial Markets. Sixth Edition. 1995, p. 635.

ภาพที่ 3 แสดงการส่งผ่านของนโยบายการเงินตามแนวคิดของนักเศรษฐศาสตร์
สำนัก Keynesian



จากแบบจำลองนีโอธิบายกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงิน โดยผู้ดำเนินนโยบายจะใช้เครื่องมือทางการเงินที่มีผลทำให้ปริมาณเงิน (M) ในระบบเปลี่ยนแปลง แล้วส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ย (i) ในตลาดการเงิน การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนี้จะมีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของภาคธุรกิจ (I) และการตัดสินใจใช้จ่ายใช้สอยของภาคครัวเรือน และในที่สุดจะส่งผลกระทบต่อตัวแปรเป้าหมายทางเศรษฐกิจนั่นก็คือผลผลิตมวลรวม หรือการใช้จ่ายมวลรวม (Y)

แนวความคิดของนักเศรษฐศาสตร์สำนัก Keynesian สามารถอธิบายการทำงานของโครงสร้างระบบเศรษฐกิจได้เป็นอย่างดี และแสดงให้เห็นถึงช่องทางการส่งผ่านของนโยบายการเงินโดยผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Channel) ได้อย่างชัดเจน แต่ถึงอย่างไรก็ตามนักเศรษฐศาสตร์สำนัก Monetarist ก็มีข้อโต้แย้งในแนวคิดของ Keynesian เนื่องจากเห็นว่าผลกระทบของนโยบายการเงินตามแนวความคิดของ Keynes นั้นส่งผลกระทบค่อนข้างแคบ และเห็นว่าถ้ากลไกการส่งผ่านไม่ได้เป็นไปตามแบบจำลอง ก็จะทำให้เป็นการทำนายผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจผิดพลาด และในที่สุดจะทำให้การดำเนินนโยบายการเงินไม่สามารถส่งผลกระทบต่อตัวแปรเป้าหมายได้

2.2 Monetarist View หรือ Reduce – Form

เป็นแนวคิดของนักเศรษฐศาสตร์สำนัก Monetarist ซึ่งมีแนวคิดที่ว่า ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับผลผลิตมวลรวมของประเทศ การเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินจะมีผลต่อเป้าหมายสุดท้ายของระบบเศรษฐกิจ ซึ่งกระบวนการทำงานของระบบเศรษฐกิจจะปรับตัวเอง โดยที่ไม่ต้องใช้มาตรการใด ๆ แทรกแซง เมื่อเกิดความไม่สมดุลขึ้น

ภาพที่ 4 แสดงการส่งผ่านของนโยบายการเงินตามแนวคิดของนักเศรษฐศาสตร์
สำนัก Monetarist



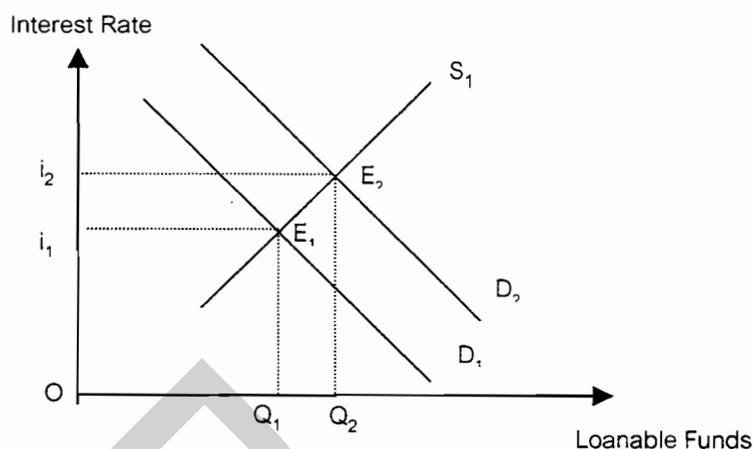
แต่ถึงอย่างไรก็มีข้อโต้แย้งแนวความคิดของนักเศรษฐศาสตร์สำนักนี้ว่า ผู้ดำเนินนโยบายอาจจะไม่สามารถควบคุมผลกระทบของนโยบายการเงินต่อระบบเศรษฐกิจได้อย่างเหมาะสม และอาจมีปัญหา Correlation-Causation นั่นคือ ความสัมพันธ์ระหว่าง ปริมาณเงิน (M) และผลผลิตมวลรวม (Y) นั้นอาจเป็นความสัมพันธ์ย้อนกลับระหว่างเหตุและผล นั่นคือการเปลี่ยนแปลงของ Y นั้นสามารถส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของ M ได้ นั่นแสดงให้เห็นว่าทางการไม่สามารถควบคุมปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจได้ และถ้าเป็นเช่นนั้นจะทำให้การดำเนินนโยบายการเงินของทางการไม่มีความแน่นอน ทำให้การคาดการณ์เป็นไปได้ยากขึ้น

2.3 ทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยของคลาสสิก (Classical Theory)

ทฤษฎีการกำหนดขึ้นเป็นอัตราดอกเบี้ยคุณภาพของคลาสสิกเป็นทฤษฎีเรียบง่ายกว่าทฤษฎีอื่น ๆ อัตราดอกเบี้ยคุณภาพจะถูกกำหนดโดยอุปทานของเงินทุน ได้แก่อุปทานของเงินออมในระบบเศรษฐกิจ ซึ่งมีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยโดยตรง กล่าวคือเมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นอุปทานของเงินออมจะมากขึ้น และถ้าอัตราดอกเบี้ยลดลง อุปทานของเงินทุนก็จะลดลง ดังนั้นเส้นอุปทานของเงินทุนจะทอดขึ้นจากซ้ายไปขวา เช่นเดียวกับอุปทานของสินค้าและบริการอื่น ๆ และอุปสงค์ของเงินทุน ซึ่งเป็นความต้องการลงทุนของภาคธุรกิจ อุปสงค์ของเงินลงทุนมีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยอย่างผกผันกัน กล่าวคือถ้าอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น ปริมาณความต้องการลงทุนจะเพิ่มขึ้น ถ้าให้ข้อสมมุติฐานที่ว่าไม่มีส่วนร่ำไห้ของเงินออม (Hoarding) และในขณะเดียวกันไม่มีแหล่งเงินแหล่งอื่นนอกเหนือจากเงินออมของผู้ออมและไม่มีการสร้างเงินของระบบธนาคารพาณิชย์³

³ Walter W. Haines. Money Price and Policy. 2nd edition. New York. McGraw-Hill Book Company, 1966.

ภาพที่ 5 อัตราดอกเบี้ยดุลยภาพของสำนักคลาสสิก



จากภาพที่ 3 แกนตั้งวัดอัตราดอกเบี้ย แกนนอนวัดปริมาณเงิน เส้น D_1 เป็นเส้นความต้องการเงินลงทุนของภาคธุรกิจ และเส้น S_1 เป็นเส้นเงินออมของระบบเศรษฐกิจ ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยดุลยภาพเกิดจากจุดตัดของเส้น D_1 กับเส้น S_1 ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยดุลยภาพจึงเป็น Oi_1 และปริมาณเงินกู้ดุลยภาพคือ OQ_1 และถ้าในระบบเศรษฐกิจภาคธุรกิจเกิดการผลิตสินค้าและบริการใหม่ ๆ (New Innovation) จะมีผลทำให้เส้นอุปสงค์ของเงินทุนเลื่อนจากเส้น D_1 ไปเป็น D_2 แล้วอัตราดอกเบี้ยดุลยภาพใหม่จะสูงขึ้นเป็น Oi_2 และปริมาณเงินทุนให้กู้ดุลยภาพคือ OQ_2

อย่างไรก็ตามทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยของคลาสสิกนี้ไม่เป็นที่ยอมรับในปัจจุบัน เพราะทฤษฎีนี้มีข้อจำกัดมากเกินไป เช่น สมมุติว่าระบบเศรษฐกิจอยู่ในลักษณะมีการจ้างงานเต็มที่ ไม่มีการถือเงินโดยเปล่าประโยชน์ ตลอดจนไม่มีการสร้างงานใหม่เพิ่มขึ้น โดยระบบธนาคารพาณิชย์ เป็นต้น

2.4 ทฤษฎีปริมาณเงินให้กู้ (Loanable Funds Theory)⁴

ทฤษฎีปริมาณเงินให้กู้นี้มีพื้นฐานคล้ายกับทฤษฎีของคลาสสิก แต่ได้มีการนำตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับความเป็นจริงของระบบเศรษฐกิจมาประกอบการวิเคราะห์ นอกจากนี้ยังมีความเห็นว่า อัตราดอกเบี้ยโดยแท้จริงแล้วไม่ได้จ่ายเพื่อการออมแต่เป็นการจ่ายสำหรับการให้กู้ ไม่ว่าจะแหล่งเงินกู้นั้นจะมาจากไหน และกู้ไปเพื่อจุดประสงค์อะไร ดังนั้น อัตราดอกเบี้ยจึงถูกกำหนดโดย

⁴ John M. Culberson. Money and Banking. New York. McGraw-Hill Book Company, 1972, pp. 317-321.

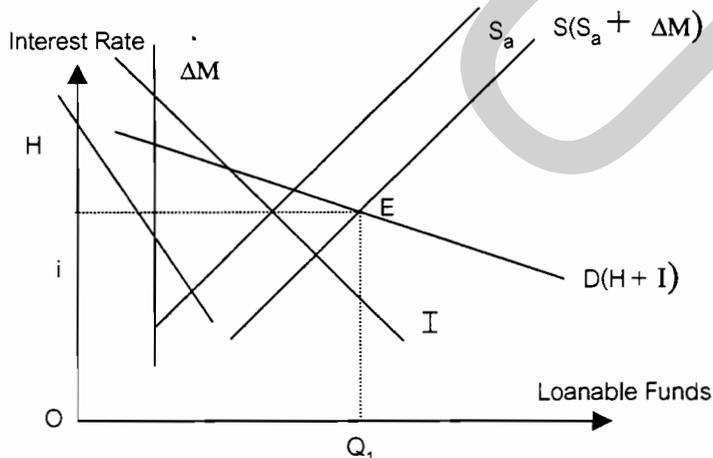
อุปทานของเงินให้กู้ (Supply of Loanable Funds) กับอุปสงค์ของเงินที่ขอกู้ (Demand for Loanable Funds)

อุปทานของเงินให้กู้มีแหล่งที่มาสองทางด้วยกัน ได้แก่ เงินออม (Saving : S_a) และการเพิ่มของปริมาณเงิน (Money Supply : ΔM) อันได้แก่การขยายสินเชื่อของระบบธนาคารพาณิชย์ที่เข้าไปสู่ในตลาดสินเชื่อ ดังนั้น การวิเคราะห์ของทฤษฎีนี้จึงเป็นลักษณะของ “Flow Concept”

ส่วนในด้านอุปสงค์ของเงินกู้ นั้น ที่สำคัญอันได้แก่การลงทุนและการถือเงินเฉย ๆ ที่ยังไม่ได้ใช้ประโยชน์ (Hoarding : H) การถือเงินชนิดนี้อาจจะมีค่าเป็นลบ ซึ่งเรียกว่า “Dishoarding” อันเกิดจากประชาชนนำเอาเงินที่ถือไว้เฉย ๆ ที่ไม่ได้ใช้ประโยชน์ในรอบปีที่ผ่านมา มาออกมาเป็นเงินทุนพร้อมที่จะให้กู้ หรือเกิดจากประชาชนลดสัดส่วนของการถือเงินที่เป็นเงินตรา อันมีผลทำให้เงินทุนเพื่อการลงทุนเพิ่มขึ้น ดังนั้น ทฤษฎีปริมาณเงินให้กู้จึงแสดงได้สมการต่อไปนี้

$$S_a + \Delta M = H + I \quad (1)$$

ภาพที่ 6 ทฤษฎีปริมาณเงินให้กู้



จากรูปภาพที่ 4 เส้น H ทอดลงจากซ้ายไปขวา แสดงถึงการถือเงินสดอยู่ในมืออันมีค่าเสียโอกาสในตัวของมัน ถ้าหากอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นถึงระดับหนึ่ง ค่าของ H จะติดลบ ซึ่งเรียกว่า “Dishoarding” เส้น I แสดงถึงความต้องการเงินทุนเพื่อการลงทุน ในกรณีอัตราดอกเบี้ยสูงปริมาณความต้องการเงินทุนจะน้อย และอัตราดอกเบี้ยต่ำลง ปริมาณความต้องการเงินทุนจะเพิ่มขึ้น

ดังนั้น เส้น I จึงเป็นเส้นที่ทอดลงจากซ้ายไปขวา ดังนั้น เส้นอุปสงค์ของเงินกู้รวม (Total Demand for Loanable Funds : D) จึงเป็นเส้นทอดลงจากซ้ายไปขวาเช่นเดียวกัน

ส่วนเส้น ΔM จะมีความชันเป็นอย่างไรนั้นขึ้นอยู่กับ “Money Supply Function” กับนโยบายการเงินของระบบเศรษฐกิจ ซึ่งนโยบายการเงินและอุปทานของเงินตอบสนองต่ออัตราดอกเบี้ยในเชิงบวก เส้น ΔM จะทอดขึ้นจากซ้ายไปขวา แต่ถ้าเป็นกรณีอื่นแล้ว อัตราดอกเบี้ยจะไม่มีผลต่อเส้น ΔM ดังที่แสดงไว้ในรูป ส่วนเส้นเงินออม S_s มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยในเชิงบวก ดังนั้นเส้น S_s จึงทอดขึ้นจากซ้ายไปขวา อันมีผลทำให้เส้นอุปทานของเงินให้กู้ทั้งหมด (Total of Loanable Funds : S) เป็นเส้นที่ทอดขึ้นจากซ้ายไปขวาด้วย ดังนั้น อัตราดอกเบี้ยจึงถูกกำหนดโดยจุดตัดของเส้น S และ D ดังในภาพ อัตราดอกเบี้ยดุลยภาพคือ O_i และปริมาณเงินกู้ดุลยภาพคือ OQ_1

ทฤษฎีปริมาณเงินให้กู้ดังที่อธิบายมาแล้วข้างต้น ยังไม่ใช่ทฤษฎีการอธิบายระบบเศรษฐกิจโดยรวม เพียงแต่เป็นทฤษฎีที่อธิบายในส่วนของตลาดสินเชื่อเท่านั้น ดังนั้น เพื่อที่จะทำให้ทฤษฎีปริมาณเงินให้กู้มีความเป็นจริง จำเป็นต้องขยายความถึงอุปสงค์ของเงินกู้ ซึ่งส่วนใหญ่มิใช่เพื่อการลงทุนเท่านั้น แต่ยังเพื่อการบริโภค และการกู้ยืมของรัฐบาลนั้นยังมีผลต่ออัตราดอกเบี้ยมิใช่น้อย การกู้ยืมเพื่อการลงทุนของธุรกิจส่วนหนึ่งเป็นการกู้เพื่อสร้างที่พักอาศัยด้วยการจำนอง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสหรัฐอเมริกา ดังนั้นทฤษฎีปริมาณเงินให้กู้ในด้านอุปสงค์ของเงินกู้จำเป็นต้องคำนึงถึงการกู้ของรัฐบาล (B_g) ของผู้บริโภค (B_c) ของธุรกิจ (B_b) เพื่อที่พักอาศัย (B_h) และเพื่อการเก็บกำไร (B_p) ดังนั้น จึงทำให้สมการทฤษฎีปริมาณเงินให้กู้ปรับปรุงให้สมบูรณ์ขึ้นได้ดังนี้

$$S + \Delta M = H + I + B_g + B_c + B_b + B_h + B_p \quad (2)$$

จากสมการที่ (2) ทำให้อุปสงค์ของเงินทุนครอบคลุมทั่วทุกภาคเศรษฐกิจ ซึ่งทำให้ทฤษฎีปริมาณเงินให้กู้มีความถูกต้องใกล้เคียงความเป็นจริงมากขึ้น

3. การศึกษาที่เกี่ยวข้อง

Klienhowhan, Ubonrat (1999) ได้ศึกษาเกี่ยวกับกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงิน กรณีของประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างและทดสอบกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในช่องทางอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Channel) และช่องทางปริมาณสินเชื่อ (Credit Channel) ทั้งก่อนและหลังการเปิดเสรีทางการเงินในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ในช่วงที่ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ ทั้งนี้ผู้ศึกษาได้ใช้ข้อมูลเป็นรายเดือน ตั้งแต่เดือนมกราคม 2523 ถึงเดือนมิถุนายน 2540

ในแบบจำลองนี้มีตัวแปรที่เป็นตัวแปรภายนอก (Exogenous variables) และตัวแปรภายใน (Endogenous variables) โดยตัวแปรภายในนั้นจะกำหนดขึ้นมาจากทฤษฎี เช่น อัตราดอกเบี้ย MLR ปริมาณสินเชื่อทั้งระบบ (Aggregate Credit) ดัชนีการลงทุนของภาคเอกชน (Private Investment Index) ดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumption Price Index) สำหรับตัวแปรภายนอกนั้นใช้อัตราดอกเบี้ย LIBOR อัตราแลกเปลี่ยน การใช้จ่ายของรัฐบาลเพื่อแทนการดำเนินนโยบายการคลังของรัฐบาล นอกจากนี้ยังมีตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) แทนการเปิดเสรีทางการเงิน และการเกิด Oil shock รอบที่ 2

สำหรับวิธีการศึกษาในผลงานการศึกษานี้ ผู้ศึกษาได้ใช้ Vector Autoregressive Model (VAR) ซึ่งจำเป็นต้องมีการใช้ข้อมูลที่เป็น Stationary Variables ดังนั้นจึงมีการทดสอบคุณสมบัติการเป็น Unit Root ของข้อมูล พบว่าอัตราดอกเบี้ย MLR และอัตราดอกเบี้ย LIBOR เท่านั้นที่เป็น Stationary Variables ดังนั้นจึงมีการ Take Logarithm ในตัวแปรที่ไม่มีคุณสมบัติเป็น Stationary Variables

จากผลการศึกษาพบว่า ช่องทางปริมาณสินเชื่อภายในประเทศมีความสำคัญต่อดัชนีการลงทุนของภาคเอกชนและอัตราเงินเฟ้อมากกว่าช่องทางอัตราดอกเบี้ย ทั้งในช่วงก่อนและหลังเปิดเสรีทางการเงิน เนื่องจากช่องทางปริมาณสินเชื่อมีความสำคัญในการเป็นแหล่งเงินทุนของภาคธุรกิจโดยเฉพาะในช่วงก่อนการเปิดเสรีทางการเงิน อย่างไรก็ตาม ผลกระทบดังกล่าวลดลงในช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงินตั้งแต่ปี 2533 เป็นต้นมา

กอบศักดิ์ ภูตระกูล (2544) ทำการศึกษาเรื่อง “บทบาทของธนาคารพาณิชย์ต่อการโยกย้ายการเงิน” ว่าวิกฤตสถาบันการเงินมีผลกระทบต่อกลไกการทำงานของนโยบายการเงินผ่านธนาคารพาณิชย์มากน้อยเพียงใด โดยเฉพาะผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ โดยใช้ Recursive Coefficient Estimation⁵ ซึ่งเป็นเครื่องมือหนึ่งที่ใช้ให้เห็นถึงความมีเสถียรภาพของค่าสัมประสิทธิ์ที่ประมาณได้จากการทำ Regression Analysis เพื่อแสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น และอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก เงินกู้ ในระบบในช่วง 4 ปีที่ผ่านมา ซึ่งจะช่วยให้เห็นถึงความสำคัญของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในกลไกการดำเนินนโยบายการเงิน โดยใช้ข้อมูลรายเดือน จากช่วงปี 1987 ถึงปี 2001 จากผลการศึกษาพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากปรับตัวดีขึ้นหลังจากการเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยน โดยใช้ข้อมูลนับตั้งแต่ปี 1990 เป็นต้นมาในการวิเคราะห์ เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากสามารถปรับตัวตามกลไกตลาด และพบว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากภายในประเทศจะปรับตัวตามอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศเป็นหลักในช่วงที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ อย่างไรก็ตามหลังจากปี 1997 อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ (อัตราดอกเบี้ย Libor) ไม่สามารถอธิบายการปรับเปลี่ยนของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากในประเทศ นอกจากนี้จากผล Recursive Coefficient Estimation จากสมการ Regression Analysis เพื่ออธิบายการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินฝากด้วยการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น สะท้อนให้เห็นว่าดอกเบี้ยระยะสั้นมีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากดีขึ้น หลังจากการปรับเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งสอดคล้องกับการปรับเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนเมื่อปี 1996 นั่นคืออัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยไม่ขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศเหมือนในอดีต นอกจากนี้ยังมีประเด็นอื่น ๆ ที่น่าสนใจอีก 2-3 ประการคือ

1. ค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราดอกเบี้ย Libor ปรับลดลง สะท้อนให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยภายในและภายนอกประเทศที่ลดลง (De-linking) หลังจากการปล่อยค่าเงินบาทลอยตัว
2. อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นมีค่าสัมประสิทธิ์ที่สูงขึ้นนับตั้งแต่ปี 1997 สะท้อนถึงความสามารถที่ควบคุมอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ผ่านอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่ดีขึ้น

⁵ เทคนิคของ Recursive Coefficient Estimation นั้นจะนำข้อมูลที่มีอยู่มาใช้ในการคำนวณหา Coefficient ของสมการ โดยจะค่อย ๆ เพิ่มข้อมูลที่ละเดือนจากปี 1980 เป็นต้นมาเพื่อประมาณ Regression และนำ Coefficient ที่ได้มา Plot เป็นแผนภาพเพื่อแสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของค่าสัมประสิทธิ์ในช่วงเวลาดังกล่าว

3. ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝากที่ลดลงระหว่างช่วงเกิดวิกฤต ซึ่งสะท้อนถึงปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ในระบบที่ทำให้ธนาคารพาณิชย์พยายามเพิ่มส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย ทำให้การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากไม่ได้ทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลดลงเท่าที่เคยเป็นในอดีต

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากเงินกู้ที่ขึ้นหลังจากการปล่อยค่าเงินบาทลอยตัว นับว่าเป็นสัญญาณที่ดีสำหรับการดำเนินนโยบายการเงินในกรอบใหม่ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น (R/P 14 วัน) เป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณทางการเงิน และเป็นเครื่องมือในการควบคุมอัตราดอกเบี้ยในระบบ

กอบศักดิ์ ภูตระกูล และ เมทินี ศุภสวัสดิ์กุล (2543) เป็นงานศึกษาถึงกลไกการทำงานของนโยบายการเงินเชิงประจักษ์ เพื่อทดสอบว่าในช่วงปี 2523 – 2540 ในช่วงเริ่มเปิดเสรีทางการเงินและก่อนเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบลอยตัว กลไกการทำงานของนโยบายการเงินผ่านช่องทางสำคัญใดบ้าง โดยตัวแปรเครื่องมือทางการเงิน (Monetary Instruments) ที่ใช้ได้แก่ อัตราดอกเบี้ย R/P 7 วัน และตัวแปรเศรษฐกิจที่เป็น Ultimate Targeting ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ (CPI) และดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (Private investment Index) อัตราดอกเบี้ย MLR และปริมาณสินเชื่อของระบบธนาคารพาณิชย์ (Bill, Loans และ Overdrafts) เป็นช่องทางส่งผ่านนโยบายการเงิน

สำหรับเครื่องมือที่ใช้ในการศึกษาคือ Vector Autoregressive (VAR) โดยมีขั้นตอนดังนี้

- ทดสอบการมีคุณสมบัติการเป็น Stationary/Unit Root Test ของข้อมูล โดยวิธี Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test
- ใช้ VAR Model ในการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ โดยเรียงลำดับตัวแปรที่มีแนวโน้มไปกระทบตัวแปรอื่นมากที่สุด (The Most Exogenous Variable) ขึ้นก่อนและตัวแปรที่ถูกกระทบโดยตัวแปรอื่นมากที่สุด (The Most Endogenous Variable) อยู่ทีหลัง ดังนั้น VAR Model ที่ประมาณการจะมีการเรียงลำดับตัวแปรดังนี้ R/P, ตัวแปรช่องทางนโยบายการเงิน, ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน, CPI และสำหรับจำนวน Lag ของตัวแปรที่ใช้ใน Model เป็น Optimal Lag Length ซึ่งให้ค่า Akaike Information Criteria ต่ำสุด

- พิจารณา Impulse Response Functions ซึ่งเป็นเครื่องบ่งชี้ว่าเมื่อเกิด Monetary Policy Shock 1 Unit ในปัจจุบัน จะส่งผลกระทบต่อตัวแปรช่องทางนโยบายการเงินและตัวแปรเศรษฐกิจ ในปัจจุบันและระยะเวลาต่าง ๆ ในอนาคตอย่างไร
- พิจารณา Variance Decomposition ซึ่งเป็นเครื่องมือที่วัดค่า Variance ของตัวแปรหนึ่งในระยะเวลาต่าง ๆ ได้รับผลกระทบจาก Shock ของตัวแปรนั่นเองและตัวแปรอื่น ๆ ใน Model ในสัดส่วนเท่าไร

ผลจากการศึกษาสามารถสรุปกลไกการทำงานของนโยบายการเงินในช่วงก่อนและหลังการเปิดเสรีทางการเงินได้ดังนี้

ช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงิน

การดำเนินนโยบายการเงินผ่านการเปลี่ยนแปลงปริมาณสินเชื่อของระบบธนาคารพาณิชย์เป็นช่องทางหลักที่มีผลต่อภาคเศรษฐกิจจริงมากที่สุด เนื่องจากการทำงานของช่องทางอื่น ๆ ยังมีข้อจำกัดบางประการ อาทิ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย MLR ไม่สามารถเปลี่ยนแปลงได้ตามกลไกตลาดเพื่อตอบสนองการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงิน เนื่องจากถูกจำกัดด้วยเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ที่ทางการกำหนด สำหรับช่องทางต่างประเทศถูกจำกัดด้วยระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ และการควบคุมปริวรรตเงินตราต่างประเทศ เป็นต้น

ช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงิน

การดำเนินนโยบายการเงินหลังจากที่มีการเปิดเสรีทางการเงินและใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่มีความยุ่งยากมากขึ้น โดยเฉพาะการใช้เครื่องมือในการควบคุมตัวแปรทางการเงินที่เป็นตัวส่งผ่านไปยังภาคเศรษฐกิจจริง ทำให้กลไกการทำงานของนโยบายการเงินผ่านช่องทางต่าง ๆ ได้รับผลกระทบดังนี้

- ช่องทางสินเชื่อผ่านระบบธนาคารพาณิชย์มีบทบาทลดลง เนื่องจากภาคธุรกิจมีทางเลือกของแหล่งเงินทุนเพิ่มขึ้น ทั้งจากการกู้ยืมโดยตรง (Direct Financing) ด้วยการออกหลักทรัพย์หรือตราสารหนี้ให้แก่ผู้ลงทุนทั้งในและต่างประเทศ การกู้ยืมจากต่างประเทศผ่าน BIFB

- ช่องทางอัตราดอกเบี้ยยังไม่มีความชัดเจน เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นยังขึ้นอยู่กับ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศเป็นปัจจัยสำคัญ ทาง การยังไม่สามารถควบคุมอัตราดอกเบี้ยในประเทศได้อย่างมีประสิทธิภาพแม้ว่าอัตราดอกเบี้ยระยะยาว เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้จะสามารถปรับเปลี่ยนตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น ได้ดี ขึ้นก็ตาม

- ช่องทางต่างประเทศผ่านปริมาณเงินทุนต่างประเทศสุทธิมีบทบาทมากขึ้น เนื่อง จากมาตรการผ่อนคลายการควบคุมปริวรรตเงินตราต่างประเทศ และการอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ทำธุรกิจ BIBFs ในขณะที่อัตราแลกเปลี่ยนยังเป็นแบบคงที่ ทำให้ปริมาณเงินทุนจากต่างประเทศทั้งในรูปแบบเงินลงทุนโดยตรง (Foreign Direct Investment) และเงินลงทุนระยะสั้นขยายตัว อย่างรวดเร็วและมีบทบาทต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจ

วิโชติ ตั้งศักดิ์พร (2540) ได้ทำการศึกษาเรื่องการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น ในประเทศไทย ซึ่งศึกษาความสัมพันธ์ในระยะยาวของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศไทยกับ ปัจจัยทางด้านต่างประเทศและปัจจัยทางการเงินภายในประเทศ โดยการทดสอบ Co-integration ด้วยวิธี 2-step approach และทำการประมาณแบบจำลองแสดงการปรับตัวในระยะสั้นของอัตรา ดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศไทยต่อการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรที่เกี่ยวข้องในรูปแบบของ Error Correction Model (ECM)

การศึกษาอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นจากการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินกู้ยืม ระหว่างธนาคาร และตั้งสมมติฐานของตัวแปรที่จะมีผลกับการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ย Interbank ซึ่งตัวแปรเหล่านี้ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ Forward Difference ของอัตราแลกเปลี่ยนเงิน ตราต่างประเทศล่วงหน้า หรือ Swap Rate อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตร สัดส่วนการเพิ่ม ขึ้นของปริมาณสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ และสัดส่วนการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินฝากของ ธนาคารพาณิชย์ เพราะตัวแปรเหล่านี้เป็นปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์และอุปทานของเงินทุนในตลาด กู้ยืมระหว่างธนาคาร

สมชาย ไตรรัตน์ภิรมย์ (2529) ได้ศึกษาบทบาทของอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน พันธบัตรต่ออัตราดอกเบี้ยอื่น ๆ ในระบบเศรษฐกิจ โดยใช้ข้อมูลรายเดือนของประเทศไทยในช่วง เดือน มกราคม พ.ศ. 2523 - ธันวาคม พ.ศ. 2528 โดยพิจารณาจากค่า Cross Correlation

Coefficient ระหว่างอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน กับอัตราดอกเบี้ยอื่น ๆ ได้ผลว่า อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน เป็นอัตราดอกเบี้ยซึ่งนำการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยอื่น ๆ เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล ฯลฯ ในทิศทางเดียวกัน

Natachai Boonyaprapatsara (1996) ได้ทำการศึกษาค่า Cross Correlation Coefficient ระหว่างอัตราดอกเบี้ยต่าง ๆ ในระบบเศรษฐกิจเช่นเดียวกัน เพื่อทำการศึกษาโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยของประเทศไทยในช่วงก่อนและหลังเปิดเสรีทางการเงิน โดยใช้ข้อมูลรายเดือนในช่วง เดือนมกราคม 1985 – ธันวาคม 1994 และยังคงพบว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรเป็นอัตราดอกเบี้ยซึ่งนำการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยอื่น ๆ กล่าวคือ อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน เป็นอัตราดอกเบี้ยซึ่งนำการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารในทิศทางเดียวกัน และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคารก็เป็นอัตราดอกเบี้ยซึ่งนำอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมอื่น ๆ ในทิศทางเดียวกันอีกต่อหนึ่ง

นอกจากนี้ Natachai ยังได้ทำการศึกษาปัจจัยกำหนดอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น โดยเน้นความสำคัญของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร เนื่องจากเป็นตลาดเงินระยะสั้นภายในประเทศที่มีปริมาณธุรกรรมมากที่สุด โดย Natachai ได้ประมาณแบบจำลองอัตราดอกเบี้ย Interbank จากคุณภาพของอุปสงค์และอุปทานของเงินทุนในตลาดเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารด้วยวิธี OLS โดยใช้ข้อมูลรายเดือนของประเทศไทยในช่วง เดือน มกราคม 1985 – ธันวาคม 1994 และได้ผลสรุปคือ อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรมีผลต่ออัตราดอกเบี้ย Interbank ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาที่ว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตร เป็นอัตราดอกเบี้ยซึ่งนำของอัตราดอกเบี้ย Interbank และนอกจากนี้ยังแสดงถึงการทดแทนกันระหว่างตลาดเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารกับตลาดซื้อคืนพันธบัตร ซึ่งเป็นช่องทางที่ธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถดำเนินนโยบายการเงินได้

บทที่ 3

โครงสร้างของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินภายในประเทศ และการดำเนินนโยบายอัตราดอกเบี้ยของรัฐบาล

อัตราดอกเบี้ยที่มีการใช้กันอยู่ในประเทศไทย ปัจจุบันพบว่าประกอบด้วยหลายอัตรา ทั้งนี้แตกต่างกันไปในระหว่างประเภทของผู้ให้กู้และผู้กู้ อย่างไรก็ตามสามารถแบ่งประเภทของอัตราดอกเบี้ยออกเป็น 4 ประเภทใหญ่ ๆ ได้แก่

1. โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยที่ถูกกำหนดขึ้นจากธนาคารแห่งประเทศไทย เช่นอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตร (Repurchase Rates) หรืออัตราซื้อลด (Rediscount Rates) เป็นต้น โดยทั่วไปแล้วอัตราดอกเบี้ยที่ถูกกำหนดขึ้นโดยภาครัฐนั้นมีวัตถุประสงค์หลักเพื่อควบคุมสภาพคล่องของปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ

2. โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยที่ถูกกำหนดโดยธนาคารพาณิชย์ ซึ่งสามารถแบ่งเป็นโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก เช่น เงินฝากแบบออมทรัพย์ เงินฝากแบบมีระยะเวลาประเภทต่างๆ เป็นต้น และโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดี อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคาร

3. โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยที่ถูกกำหนดโดยสถาบันการเงินอื่น ๆ เช่น บริษัทเงินทุน ธนาคารอาคารสงเคราะห์ บริษัทประกันชีวิต เป็นต้น ซึ่งสถาบันการเงินเหล่านี้บางประเภทจะดำเนินธุรกิจกับกลุ่มลูกค้าที่เฉพาะเจาะจงตามเป้าหมายและนโยบายของสถาบันการเงินนั้น ๆ เป็นต้น

4. โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยของตลาดเงินนอกระบบ เช่น อัตราดอกเบี้ยที่ถูกกำหนดขึ้นในการกู้ยืมระหว่างเจ้าของเงินและผู้กู้ที่เป็นบุคคลธรรมดา หรืออัตราดอกเบี้ยในการเล่นแชร์ ซึ่งตลาดเงินประเภทนี้เกิดขึ้นเนื่องจากข้อจำกัดที่มีอยู่ของตลาดเงินในระบบ

อย่างไรก็ดีการศึกษาโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยของตลาดเงินในบทนี้จะเน้นเฉพาะในส่วนของอัตราดอกเบี้ยที่ถูกกำหนดโดยธนาคารแห่งประเทศไทยและธนาคารพาณิชย์เท่านั้น เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดโดยธนาคารแห่งประเทศไทยนั้นมีอิทธิพลในการชักนำการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยต่างๆ ที่กำหนดโดยสถาบันการเงินอื่นๆ ในฐานะที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเป็น

หน่วยงานที่มีหน้าที่ดูแล และควบคุมการดำเนินงานของสถาบันการเงินให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ และก่อให้เกิดเสถียรภาพในตลาดการเงิน รวมถึงเป็นแหล่งให้กู้ยืมสุดท้ายด้วย สำหรับอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดโดยธนาคารพาณิชย์นั้นนับเป็นอัตราดอกเบี้ยอีกประเภทหนึ่งที่มีความสำคัญ และสถาบันการเงินอื่น ๆ มักจะอาศัยอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวมาเป็นเกณฑ์ในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยของตนด้วย ทั้งนี้เนื่องจากระบบธนาคารพาณิชย์นั้นมีส่วนแบ่งทั้งในตลาดของเงินให้กู้ยืมและเงินฝากที่สูงที่สุดในระบบการเงินของประเทศ

จากการที่มีอัตราดอกเบี้ยสำคัญหลายประเภทดังกล่าวข้างต้นนั้น ในบทนี้จะทำการนำเสนอรายละเอียดของอัตราดอกเบี้ยแต่ละประเภท ตลอดจนวัตถุประสงค์และบทบาทของอัตราดอกเบี้ยต่าง ๆ เหล่านี้ นอกจากนี้ยังได้พิจารณาถึงแนวโน้มการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยภายหลังที่มีการดำเนินนโยบายผ่อนคลายทางการเงินด้วย

1. อัตราดอกเบี้ยที่สำคัญในระบบการเงิน

1.1 อัตราดอกเบี้ยธนาคารแห่งประเทศไทย

เป็นอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดใช้กับสถาบันการเงิน สามารถแบ่งออกเป็น 3 ประเภท ดังนี้

1) อัตราดอกเบี้ยให้กู้ยืมจากธนาคารแห่งประเทศไทย (Central Bank Rate หรือ Standard Rate) เป็นอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารแห่งประเทศไทยคิดจากธนาคารพาณิชย์ที่ต้องการกู้ยืมเงินจากธนาคารแห่งประเทศไทยเมื่อธนาคารนั้นขาดสภาพคล่อง ทั้งนี้ในการกู้ยืมนั้นธนาคารพาณิชย์ต้องนำหลักทรัพย์ที่ปราศจากภาระผูกพัน⁶ มาค้ำประกันการกู้ยืมของตน โดยอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดในกรณีนี้เรียกว่า “อัตราธนาคารกลาง” (Central Bank Rate) หรือ “อัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน” (Standard Rate) โดยอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวนี้ธนาคารแห่งประเทศไทยจะใช้เป็นเครื่องมือในการควบคุมการขยายตัวของสินเชื่อและปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ

⁶ หลักทรัพย์ที่ปราศจากภาระผูกพัน หมายถึง หลักทรัพย์รัฐบาลไทยที่ปลอดภาระ ได้แก่ พันธบัตร หรือตั๋วเงินคลัง ที่ออกโดยรัฐบาลไทย ซึ่งธนาคารพาณิชย์เป็นผู้ถือและปราศจากภาระผูกพันใด ๆ นอกจากนี้ยังรวมพันธบัตรที่ธนาคารพาณิชย์นำมาฝากเพื่อการซื้อขายคืนที่ธนาคารแห่งประเทศไทยหากยังไม่มีการโอนกรรมสิทธิ์

ในอดีตที่ผ่านมาการกำหนดอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยจะกำหนดเป็นวงเงินได้แก่ วงเงินแรก (First Tier) และวงเงินที่สอง (Second Tier) ซึ่งเป็นการกู้ยืมเงินจากวงเงินแรก อย่างไรก็ตามในปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทยได้ยกเลิกวงเงินชั้นที่สองไปแล้ว นอกจากนี้ธนาคารแห่งประเทศไทยยังไม่นิยมให้ธนาคารพาณิชย์ฟั่งฟิงเงินกู้ประเภทนี้มากนัก โดยจะกำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ถือว่าการขอกู้จากธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นแหล่งเงินทุนสุดท้ายเท่านั้น (Lender of the Last Resort)

2) อัตราดอกเบี้ยรับช่วงซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงิน (Rediscount Rate) จากการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเห็นว่าธุรกิจเอกชนที่มีบทบาทและมีความสำคัญในการพัฒนาประเทศหลายประเภทยังมีปัญหาเกี่ยวกับการขาดแคลนเงินทุน ทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องเข้ามามีบทบาทในการช่วยเหลือธุรกิจดังกล่าวให้สามารถพัฒนาธุรกิจต่อไป ซึ่งจะส่งผลดีต่อเศรษฐกิจโดยรวมในที่สุด ดังนั้นนอกจากการกำหนดให้สถาบันการเงิน เช่น ธนาคารพาณิชย์ต้องปล่อยกู้ให้แก่ธุรกิจเอกชนที่อยู่ในภาคอุตสาหกรรมที่สำคัญ เช่น ภาคการเกษตร ภาคอุตสาหกรรมและการส่งออก ในรูปแบบที่พิเศษกว่าอุตสาหกรรมอื่น ๆ แล้ว (เช่นการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในระดับต่ำเป็นพิเศษ) ธนาคารแห่งประเทศไทยยังได้ดำเนินนโยบายให้ความช่วยเหลือโดยผ่านสถาบันการเงินอีกด้วย นั่นคือรับซื้อตั๋วสัญญาใช้เงินที่สถาบันการเงินรับไว้จากเจ้าของธุรกิจที่ได้รับการส่งเสริมในอัตราที่ต่ำ เมื่อสถาบันการเงินเหล่านั้นนำตั๋วสัญญาใช้เงินมาขายให้แก่ธนาคารแห่งประเทศไทยสำหรับวัตถุประสงค์ของการให้กู้ยืมของธนาคารแห่งประเทศไทยในรูปแบบดังกล่าว นั่นคือ จะใช้เป็นเครื่องมือในการควบคุมปริมาณเงินด้วยมาตรการเพิ่มหรือลดตัวก็เพื่อลดต้นทุนการผลิตของผู้ประกอบการอุตสาหกรรม ลดต้นทุนหรือค่าใช้จ่ายของผู้ส่งสินค้าออกหรือผู้ที่ได้รับความอนุเคราะห์อื่น ๆ เพื่อสนับสนุนนโยบายของรัฐบาลในการส่งเสริมธุรกิจบางอย่าง และในการที่จะให้กู้ยืมหรือรับช่วงซื้อลดในอัตราดอกเบี้ยหรืออัตรารับช่วงซื้อลดตัวที่ต่ำนั้น ยังมีจุดมุ่งหมายที่จะชักจูงให้อัตราดอกเบี้ยทั่วไปในตลาดต่ำลงมาอีกด้วย

3) อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรรัฐบาล (Repurchase Rate) คืออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินของสถาบันการเงิน ทั้งนี้เนื่องจากเป็นอัตราดอกเบี้ยที่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วเมื่อเทียบกับอัตราดอกเบี้ยอื่นของธนาคารแห่งประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทยได้เริ่มก่อตั้งตลาดซื้อคืนเมื่อวันที่ 9 เมษายน 2522 โดยมีวัตถุประสงค์ของการจัดตั้งเพื่อให้การถ่ายเทของเงินระยะสั้นระหว่างสถาบันการเงินต่าง ๆ เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น เพื่อหาทางเพิ่มสภาพคล่องของพันธบัตรรัฐบาลที่สถาบันการเงินต่างๆ ถืออยู่ ตลาดซื้อคืนจะช่วยให้ธนาคาร

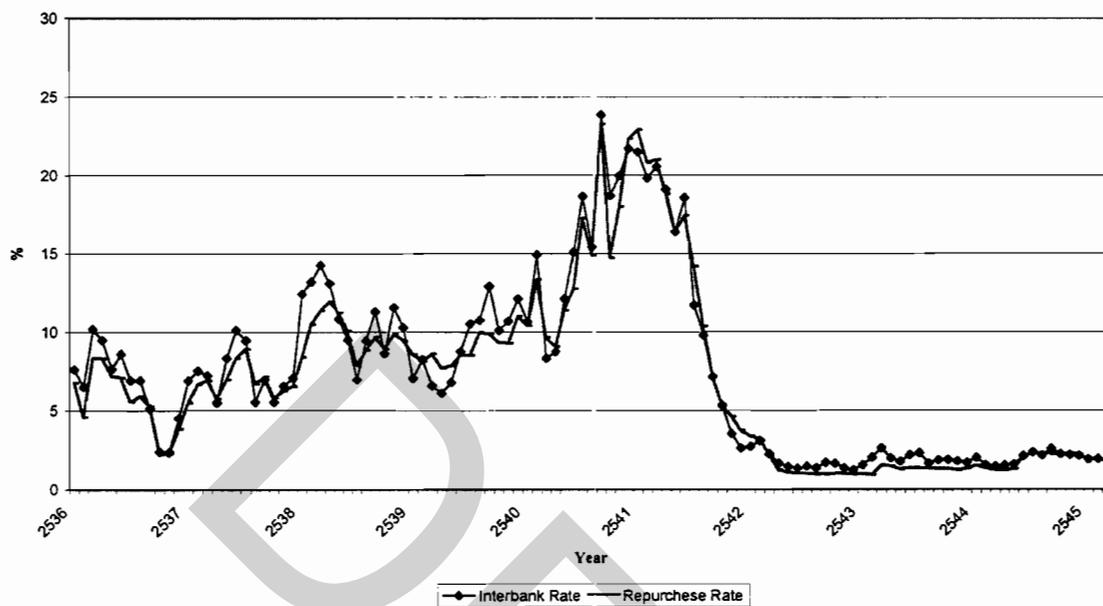
พาณิชย์และสถาบันการเงินที่มีพันธบัตรรัฐบาลที่ปราศจากข้อผูกพันใดๆ อยู่ในครอบครองและต้องการเงินสด สามารถที่จะนำพันธบัตรมาขายเพื่อนำไปปรับสภาพคล่องของตนให้เหมาะสม โดยมีสัญญาว่าจะซื้อพันธบัตรนั้นคืนในระยะสั้น นอกจากนี้ตลาดซื้อคืนยังเป็นอีกช่องทางหนึ่งที่ธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถอัดฉีดเงินเข้าไปในระบบเศรษฐกิจเมื่อเกิดภาวะเงินตึงตัว หรือดึงเงินออกจากระบบในยามที่ตลาดมีสภาพคล่องสูงเกินไป โดยทำการซื้อหรือขายพันธบัตรรัฐบาลในตลาด เพื่อเป็นการเพิ่มหนทางแก่ทางการในการดำเนินนโยบายการเงินระยะสั้นได้ดียิ่งขึ้น

การซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลในตลาดซื้อคืนกระทำได้รวดเร็ว ผู้ซื้อจะได้ลงทุนทันที ส่วนผู้ขายก็จะได้รับเงินทันทีเช่นกัน โดยได้รับเข้าบัญชีที่ธนาคารแห่งประเทศไทย ที่ทำได้เช่นนี้ เพราะการรับและจ่ายเงินกระทำที่ธนาคารแห่งประเทศไทย และธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้หักบัญชีผู้ซื้อพันธบัตรและเครดิตบัญชีผู้ขายพันธบัตรทันทีที่มีการตกลงทำสัญญากันเรียบร้อยแล้ว สัญญาซื้อขายคืนที่กำหนดมีลักษณะดังนี้

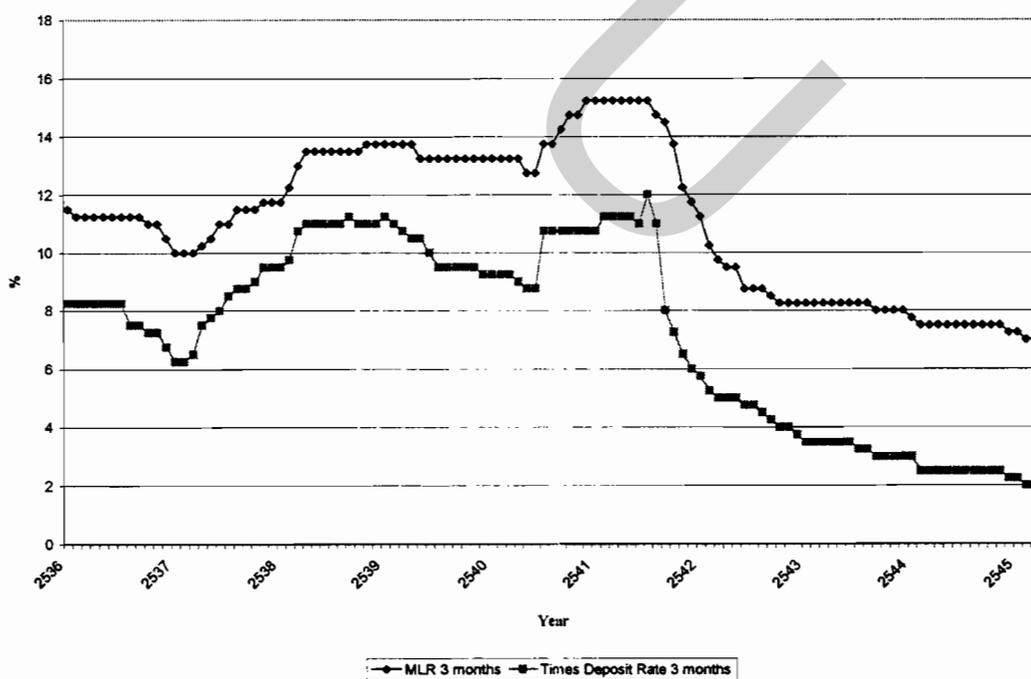
1. ซื้อขายคืนเมื่อครบกำหนด 1 วันทำการ
2. ซื้อขายคืนเมื่อครบกำหนด 3 วันทำการ
3. ซื้อขายคืนเมื่อครบกำหนด 7 วันทำการ
4. ซื้อขายคืนเมื่อครบกำหนด 15, 30 และ 60 วัน
5. ซื้อขายคืนเมื่อครบกำหนด 90 และ 180 วัน

นับตั้งแต่เริ่มมีตลาดซื้อคืน ระบบธนาคารพาณิชย์เป็นผู้มีบทบาทมากที่สุดในตลาดนี้ ทั้งในด้านการเป็นผู้ลงทุนและผู้ขายพันธบัตร โดยส่วนใหญ่มีฐานะรวมเป็นผู้ต้องการเงินจากตลาดนี้ และจะเข้าตลาดซื้อคืนประเภท 1 วัน และ 3 วัน มากที่สุด สำหรับสมาชิกอื่น ๆ ในตลาดก็เข้ามาลงทุนในตลาดนี้ด้วยเหตุผลต่าง ๆ กัน เช่น เพื่อเพิ่มรายได้ กระจายการลงทุน นำหลักทรัพย์ระยะยาวที่มีอยู่ออกมาใช้ประโยชน์ได้มากขึ้น จากความนิยมของผู้ลงทุนและผู้ต้องการเงินในการใช้บริการผ่านตลาดซื้อคืน จึงทำให้ตลาดซื้อคืนเป็นตลาดเงินที่มีความสำคัญขึ้นมาอีกตลาด

ภาพที่ 7 อัตราดอกเบี้ยที่ถูกกำหนดขึ้นจากรธนาคารแห่งประเทศไทย



ภาพที่ 8 อัตราดอกเบี้ยที่ถูกกำหนดขึ้นโดยธนาคารพาณิชย์



หนึ่งควบคู่ไปกับตลาดกู้ยืมเงินระหว่างธนาคาร อัตราดอกเบี้ยและปริมาณธุรกรรมในสองตลาดนี้เป็นเครื่องบ่งชี้ภาวะการเงินระยะสั้นของระบบธนาคารได้เป็นอย่างดี โดยทั้งสองตลาดมีความเชื่อมโยงแบบเสริมซึ่งกันและกัน กล่าวคือ ทั้งสองตลาดเป็นตลาดสำหรับเงินระยะสั้นมาก และผู้เป็นสมาชิกที่สำคัญคือสถาบันการเงินต่างๆ ทั้งสองประการนี้ทำให้เงินสามารถถ่ายเทจากตลาดหนึ่งไปสู่อีกตลาดหนึ่งผ่านทางธนาคารพาณิชย์ที่มีธุรกรรมมากในทั้งสองตลาด

1.2 อัตราดอกเบี้ยในระบบธนาคารพาณิชย์

เป็นอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์ประกาศใช้กับลูกค้าของธนาคารประเภทต่าง ๆ โดยอัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์นี้สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท ดังนี้

1) อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืม จะเป็นอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์กำหนด เพื่อเรียกเก็บจากลูกค้าที่ต้องการกู้ยืมเงินจากธนาคาร โดยอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมที่ธนาคารกำหนดขึ้นนั้นจะมีอยู่หลายอัตรา และมีชื่อเรียกแตกต่างกันออกไป ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับประเภทของลูกค้า ตลอดจนระยะเวลาในการกู้ยืม ดังนี้

ก. อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร (Interbank Rate) เป็นอัตราดอกเบี้ยซึ่งถูกกำหนดขึ้นสำหรับการกู้ยืมในระยะสั้นระหว่างสถาบันการเงินด้วยกัน ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะรักษาสภาพคล่องในการดำเนินธุรกิจการเงินของสถาบันการเงินต่าง ๆ โดยจะเป็นการเคลื่อนย้ายเงินจากสถาบันการเงินที่มีสภาพคล่องส่วนเกินไปยังสถาบันการเงินที่มีปัญหาการขาดสภาพคล่อง การกู้ยืมเงินประเภทนี้จะเป็นการกู้ยืมกันโดยตรงระหว่างสถาบันการเงินผู้กู้และสถาบันการเงินที่เป็นผู้ให้กู้ ทั้งนี้สถาบันการเงินที่เป็นผู้กู้จะออกตั๋วสัญญาใช้เงินประเภทเพื่อเรียก (At Call) ให้แก่สถาบันการเงินซึ่งเป็นผู้ให้กู้ หรืออาจจ่ายเป็นเช็คของธนาคารแห่งประเทศไทย หรือเช็คเงินสด (Cashier's Cheque) ตามแต่จะตกลงกัน อัตราดอกเบี้ยประเภทนี้จะเป็นไปตามสภาพของตลาดการเงินในขณะนั้น ทำให้อัตราดอกเบี้ยประเภทนี้เปลี่ยนแปลงค่อนข้างเร็ว และมีการแกว่งตัวค่อนข้างมาก สำหรับการเรียกชำระคืนเงินนั้น หากมีการชำระกันล่วงหน้า หรือเรียกเก็บเงินกู้คืนก่อนกำหนดจะต้องมีการแจ้งให้ผู้กู้ทราบล่วงหน้าก่อนอย่างน้อย 1 วัน

ในอดีตการกู้ยืมในตลาดกู้ยืมระหว่างธนาคารมีลักษณะต้องจ่ายคืนเมื่อทวงถาม ทำให้การบริหารเงินของธนาคารไม่คล่องตัวเท่าที่ควร เนื่องจากธนาคารไม่ทราบกำหนดระยะเวลาชำระ

คืนที่แน่นอน ต่อมาภายหลังได้มีการรวมกลุ่มธนาคารพาณิชย์ใช้เงินกู้ยืมระหว่างธนาคารประเภทที่มีระยะเวลา ซึ่งกำหนดระยะเวลาแตกต่างกันไปคือ 1 วัน 7 วัน 14 วัน 1 เดือน 2 เดือน 3 เดือน และ 6 เดือน ซึ่งทำให้ธนาคารพาณิชย์มีโอกาสบริหารเงินให้มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น

ข. อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมสำหรับลูกค้า เป็นอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารเรียกเก็บจากลูกค้าประเภทอื่นที่นอกเหนือไปจากสถาบันการเงินด้วยกัน ซึ่งโดยทั่วไปแล้วธนาคารจะมีการแบ่งกลุ่มลูกค้าออกเป็นประเภทตามคุณภาพและประเภทของการกู้ยืม เช่น ลูกค้าทั่วไป ลูกค้าชั้นดี เป็นต้น โดยลูกค้าชั้นดีนั้นจะเป็นลูกค้าที่ธนาคารเชื่อมั่นว่ามีศักยภาพที่จะชำระคืนเงินกู้ หรือเป็นกลุ่มลูกค้าที่มีความเสี่ยงต่ำ และมักจะมีการทำธุรกรรมติดต่อกับธนาคารเป็นระยะเวลานาน หรือมีขนาดการทำธุรกรรมร่วมกันในปริมาณที่มาก ทำให้ต้นทุนของธนาคารต่อหน่วยของเงินที่ให้กู้ ออกไปต่ำกว่าลูกค้ารายเล็ก โดยเฉพาะต้นทุนด้านการบริหารและปฏิบัติงาน ธนาคารจึงเรียกเก็บอัตราดอกเบี้ยสำหรับลูกค้าชั้นดีเหล่านี้ในอัตราที่ต่ำกว่าลูกค้าทั่วไป และเรียกว่าอัตราเงินให้กู้ยืมแก่ลูกค้าชั้นดี (Prime Rate) โดยอัตราดอกเบี้ยสำหรับลูกค้าชั้นดีนี้จะถูกนำไปใช้เป็นหลักในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยสำหรับลูกค้ารายอื่น ๆ ตามความเสี่ยง และต้นทุนที่เพิ่มขึ้นสำหรับลูกค้ารายนั้น ๆ

ในอดีตการกำหนดอัตราดอกเบี้ยสำหรับลูกค้าชั้นดีจะถูกกำหนดจากการตกลงร่วมกันระหว่างธนาคารพาณิชย์ผ่านทางสมาคมธนาคารกลาง (Thai Bankers Association) โดยมีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมที่มีระยะเวลาดังแต่เวลา 1 ปีขึ้นไป (Term Loan) และอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมแบบเบิกเกินบัญชี (Overdraft Rate) ให้อยู่ในระดับเดียวกัน อย่างไรก็ตามการที่อัตราดอกเบี้ย 2 แบบเท่ากันนั้น ส่งผลให้ลูกค้าที่ขอกู้มีการนำเงินกู้ไปใช้ผิดวัตถุประสงค์อยู่เสมอ เช่นมีการนำเงินกู้แบบเกินวงเงินบัญชีไปลงทุนในการซื้อสินทรัพย์ถาวร เป็นต้น ทั้งนี้เนื่องจากในช่วงเวลาดังกล่าวธนาคารพาณิชย์ได้มีการให้แรงจูงใจเป็นพิเศษแก่ผู้ที่สามารถบริหารเงิน ได้อย่างมีประสิทธิภาพ จากกรณีดังกล่าวส่งผลให้การบริหารเงินทุนของธนาคารพาณิชย์เป็นไปด้วยความยากลำบาก และมีต้นทุนในการบริหารเงินมากขึ้น ทั้งนี้เนื่องจากต้นทุนในการบริหารเงินแบบเกินวงเงินจะสูงกว่าเงินกู้แบบมีระยะเวลาอย่างมาก เพราะธนาคารพาณิชย์ต้องดำรงเงินสดสำรองส่วนเกินไว้เพื่อเป็นการมาเบิกเงินเกินวงเงินของลูกค้าที่มาขอกู้แต่ยังไม่ได้มีการเบิกจ่ายวงเงินส่วนที่เหลือ ทำให้ไม่สามารถนำเงินจำนวนดังกล่าวไปสร้างรายได้อื่น ๆ ได้

จากปัญหาดังกล่าวนี้เองส่งผลให้บรรดาธนาคารพาณิชย์ต่าง ๆ ปรับการคิดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีใหม่ โดยแยกออกเป็นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ขั้นต่ำ (Minimum Loan Rate : MLR) และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้เบิกเกินบัญชีขั้นต่ำ (Minimum Overdraft Rat : MOR) แต่เดิมนั้น MLR จะถูกกำหนดไว้ในระดับที่ต่ำกว่า MOR (โดยจะใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปีเป็นหลัก รวมถึงพิจารณาต้นทุนอื่น ๆ ด้วย เช่น ต้นทุนในการดำรงเงินสดสำรอง ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน เป็นต้น) ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ลูกค้าหันมาใช้เงินกู้แบบมีระยะเวลามากขึ้น แทนการกู้ยืมโดยวิธีเบิกเกินบัญชี เพื่อลดภาระและต้นทุนในการบริหารเงินของธนาคารลง

อย่างไรก็ตามพบว่าการนำ MLR และ MOR มาใช้นั้นไม่ประสบความสำเร็จเท่าที่ควร ดังนั้นในวันที่ 8 กันยายน 2526 ธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่จึงได้กำหนด MLR และ MOR ให้เป็นอัตราเดียวกัน นอกจากนี้อัตราดอกเบี้ย MLR และ MOR แล้วในเดือน ตุลาคม 2536 ธนาคารพาณิชย์ได้นำอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมแก่ลูกค้ารายย่อย (Minimum Retail Rate : MRR) มาใช้ ทั้งนี้เป็นไปตามข้อเรียกร้องของธนาคารแห่งประเทศไทยที่มีวัตถุประสงค์ที่จะให้การกำหนดอัตราดอกเบี้ยของระบบธนาคารพาณิชย์มีความโปร่งใส อิงกับภาวะการเงินที่แท้จริง และไม่สร้างภาระแก่ผู้กู้รายย่อยที่ขาดอำนาจต่อรอง อันเป็นการสนับสนุนธุรกิจรายย่อยที่นับว่าเป็นส่วนที่มีความสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจในประเทศให้สามารถขยายตัวได้อย่างต่อเนื่องต่อไป

2) อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก เป็นอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารกำหนดไว้ เพื่อชำระแก่บุคคลที่นำเงินมาฝากไว้กับธนาคารในประเภทต่าง ๆ ซึ่งสามารถแบ่งออกเป็น 3 ประเภทใหญ่ ๆ ดังนี้

ก. เงินฝากจ่ายคืนเมื่อทวงถาม หรือเงินฝากกระแสรายวัน (Demand Deposit) ปกติเงินฝากประเภทนี้ธนาคารจะไม่มีการจ่ายดอกเบี้ย เนื่องจากเงินฝากประเภทนี้ส่วนใหญ่มีไว้เพื่อความสะดวกในการนำมาหมุนเวียนดำเนินธุรกิจ และจะมีการใช้จ่ายโดยการใช้จ่าย ทำให้ปริมาณเงินฝากมีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว และเป็นไปตามประกาศของธนาคารแห่งประเทศไทย

ข. เงินฝากออมทรัพย์ (Saving Deposit) ตามปกติธนาคารจะจ่ายดอกเบี้ยให้กับเงินฝากประเภทนี้ปีละ 2 ครั้ง โดยคำนวณดอกเบี้ยเป็นรายวันและนำมารวมกับเงินคงเหลือในบัญชีแบบทบต้นในเดือนมิถุนายน และ ธันวาคม ซึ่งจ่ายได้ไม่เกินเพดานอัตราสูงสุดที่ทางการกำหนด

ค. เงินฝากประจำ (Fixed Deposit) เป็นเงินฝากที่มีอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดระยะเวลาชำระคืนที่แน่นอน ซึ่งแบ่งเป็นประเภท ต่ำกว่า 3 เดือน 3 เดือนแต่ไม่ถึง 6 เดือน 6 เดือนแต่ไม่ถึง 12 เดือน 12 เดือน มากกว่า 12 เดือนแต่ไม่ถึง 2 ปี และตั้งแต่ 2 ปีขึ้นไป อย่างไรก็ตามเงินฝาก

ประเภทนี้สามารถไถ่ถอนก่อนครบกำหนดได้ โดยธนาคารจะจ่ายอัตราดอกเบี้ยให้ตามระยะเวลาที่ฝากในอัตราที่ต่ำกว่าที่กำหนดไว้ หรือบางครั้งอาจจะจ่ายในอัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์

2. สาเหตุที่อัตราดอกเบี้ยมีหลายอัตรา

ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยจะทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากแหล่งที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำไปสู่แหล่งที่มีอัตราดอกเบี้ยสูง จนกว่าอัตราดอกเบี้ยในที่ต่าง ๆ จะเท่ากัน ดังนั้นถ้าพิจารณาในทางทฤษฎีแล้ว อัตราดอกเบี้ยควรมีอัตราเดียว แต่ในความเป็นจริงแล้ว อัตราดอกเบี้ยมีอยู่หลายอัตราแตกต่างกันออกไป ความแตกต่างในอัตราดอกเบี้ยเกิดจากสาเหตุ 2 ประการ คือ

1. **ความไม่สมบูรณ์ของตลาดเงินกู้** ซึ่งขัดขวางการเคลื่อนย้ายเงินทุนไปสู่แหล่งต่าง ๆ ที่จ่ายดอกเบี้ยดีกว่า ปัจจัยขัดขวางการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่สำคัญ ได้แก่ ผู้กู้และผู้ให้กู้ขาดความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับความเป็นไปในแหล่งเงินกู้แห่งอื่น การออกกฎหมายควบคุมอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ประเภทต่าง ๆ และความแตกต่างในอำนาจผูกขาดของผู้ให้กู้และแหล่งเงินกู้ เป็นต้น

2. **ความแตกต่างในลักษณะของหนี้แต่ละราย** แม้ว่าตลาดเงินกู้จะมีการแข่งขันสมบูรณ์ ความแตกต่างในอัตราดอกเบี้ยก็ยังคงดำรงอยู่ต่อไป ทั้งนี้เป็นเพราะหนี้แต่ละรายแต่ละประเภทมีลักษณะแตกต่างกัน ดังนั้น เพื่อชดเชยความแตกต่างนี้ เจ้าหนี้จำเป็นต้องเรียกหรือค่าใช้จ่ายเป็นดอกเบี้ยจากลูกหนี้แต่ละประเภทแตกต่างกันออกไป ปัจจัยสำคัญที่ทำให้มีลักษณะแตกต่างกัน คือ

2.1 **ค่าใช้จ่ายในการบริหารเงินกู้** ซึ่งได้แก่ ค่าใช้จ่ายในการตรวจสอบฐานะเครดิตของลูกหนี้ ค่าใช้จ่ายในการเก็บรักษาบัญชีลูกหนี้ ค่าใช้จ่ายในการเรียกเก็บดอกเบี้ยและเงินต้น ค่าใช้จ่ายเหล่านี้แตกต่างกันไปสำหรับหนี้แต่ละรายแต่ละประเภท เช่น ค่าใช้จ่ายในการตรวจสอบฐานะเครดิตของลูกหนี้เงินกู้ต่อ 1 หน่วยต่อ 1 ปี จะแตกต่างกันมากระหว่างลูกหนี้รายใหญ่ที่มีชื่อเสียงฐานะการเงินมั่นคง และลูกหนี้รายเล็กที่เป็นผู้บริโภคร

2.2 **ความเสี่ยง** ก็เป็นค่าใช้จ่ายสำคัญอีกประการหนึ่งที่เจ้าหนี้คิดรวมอยู่ในดอกเบี้ยค่าใช้จ่าย เพื่อชดเชยกับการที่เจ้าหนี้ต้องเสี่ยงต่อการที่ลูกหนี้จะไม่ชำระหนี้ ยิ่งหนี้รายใดต้องเสี่ยงมากก็ยิ่งต้องเสียค่าใช้จ่ายชนิดนี้มาก อัตราดอกเบี้ยจึงสูง ความเสี่ยงนี้มีทั้งความเสี่ยงอันเกิดจากการไม่คืนเงินกู้ของผู้กู้ และเสี่ยงต่อการขาดทุนหากผู้ถือสินทรัพย์ทางการเงินต้องการเปลี่ยนสินทรัพย์นั้นให้เป็นเงินสดก่อนครบกำหนด ถ้าหากเงินกู้หรือสินทรัพย์ใดไม่ก่อให้เกิดความเสี่ยง และ

ผู้ผู้สามารถเปลี่ยนเงินกู้หรือหลักทรัพย์นั้นให้เป็นเงินสดเมื่อใดก็ตามที่ต้องการ รัฐบาลเป็นผู้กูรายหนึ่งที่มีความเสี่ยงต่ำกว่าการไม่ชำระเงินคืน ดังนั้น อัตราดอกเบี้ยที่ถือว่าเป็นอัตราดอกเบี้ยปกติมักใช้อัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรรัฐบาลเป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง (Bench Mark) ผลต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงกับหลักทรัพย์ประเภทเดียวกันแต่มีความเสี่ยงนั้น เรียกว่า Risk Premium

2.3 สภาพคล่องของเครื่องมือเครดิต เป็นค่าใช้จ่ายที่ต้องรวมอยู่ในดอกเบี้ย เพราะเครื่องมือเครดิตแต่ละชนิดมีความสามารถที่จะเปลี่ยนคืนเป็นเงินสดแตกต่างกัน เครื่องมือเครดิตบางชนิดแลกคืนเป็นเงินสดได้ทันทีและไม่ขาดทุน บางชนิดขาดทุนมาก ดังนั้น เพื่อชดเชยการขาดทุนอันอาจเกิดขึ้นได้จากการขายเครื่องมือเครดิต เจ้าหนี้จึงต้องคิดค่าใช้จ่ายมากขึ้นสำหรับเครื่องมือเครดิตที่มีสภาพคล่องน้อยกว่า

3. ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อทิศทางของอัตราดอกเบี้ย

1. ภาวะเศรษฐกิจในประเทศ

ภาวะเศรษฐกิจในประเทศเป็นปัจจัยหลักที่ส่งผลกระทบต่อทิศทางของอัตราดอกเบี้ย เนื่องจากจะส่งผลกระทบต่อเงินทุนไหลเข้าและความเชื่อมั่นของนักลงทุน ในการที่จะนำเงินมาลงทุนในประเทศไทย ถ้าภาวะเศรษฐกิจในประเทศดี ก็จะทำให้ให้มีเงินทุนไหลเข้า ส่งผลให้ปริมาณเงินในระบบมากขึ้น และทำให้แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยลดลง ในทางตรงข้าม ถ้าภาวะเศรษฐกิจของประเทศไม่ดี ก็จะทำให้มีเงินทุนไหลออก ส่งผลต่อปริมาณเงินในระบบ เมื่อปริมาณเงินในระบบน้อย จะทำให้แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น

2. การปรับลดอันดับเครดิตจากสถาบันจัดอันดับเครดิต

อันดับเครดิตส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน ต่อฐานะของธนาคารพาณิชย์ไทย หากมีการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ จะทำให้สถาบันการเงินและนักลงทุนต่างชาติเกิดความไม่มั่นใจในสถานะเศรษฐกิจและความสามารถในการชำระหนี้ของสถาบันการเงินไทย ทำให้ต้นทุนการระดมทุนในต่างประเทศสูงขึ้น ทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศมีทิศทางเพิ่มขึ้น

3. อุปสงค์และอุปทานของเงินฝาก

อุปสงค์ของเงินฝาก ซึ่งหมายถึงความต้องการเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ขึ้นอยู่กับจำนวนและต้นทุนเงินจากแหล่งเงินทุนต่าง ๆ ที่ธนาคารพาณิชย์แต่ละแห่งสามารถระดมได้ เช่นในช่วงที่ธนาคารพาณิชย์สามารถระดมเงินฝากได้จำนวนมาก การแข่งขันระหว่างธนาคารพาณิชย์ในการระดมเงินฝากก็จะไม่รุนแรง ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ

อุปทานของเงินฝาก หมายถึงเงินฝากที่ไหลเข้าสู่ธนาคารพาณิชย์ ซึ่งขึ้นอยู่กับจำนวนทางเลือกและผลตอบแทนจากการออมในรูปแบบต่าง ๆ ถ้านักลงทุนสามารถลงทุนในตราสารที่มีผลตอบแทนสูง คู่กับความเสี่ยงได้มากและสะดวกขึ้น ก็จะทำให้ธนาคารพาณิชย์ต้องเร่งระดมเงินฝากมากขึ้น ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับสูง

4. อุปสงค์และอุปทานของสินเชื่อ

อุปสงค์ของสินเชื่อ หมายถึงความต้องการสินเชื่อธนาคารพาณิชย์ของภาคเอกชนขึ้นอยู่กับจำนวนทางเลือกและต้นทุนของการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนต่าง ๆ เช่นในช่วงที่ภาคธุรกิจสามารถระดมเงินทุนได้จำนวนมาก ความต้องการสินเชื่อธนาคารพาณิชย์ก็จะชะลอลง ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ

อุปทานของสินเชื่อ หมายถึงสินเชื่อที่ธนาคารพาณิชย์ปล่อยให้กับภาคเอกชน ซึ่งขึ้นอยู่กับจำนวนทางเลือกและผลตอบแทนจากการลงทุนประเภทต่าง ๆ ถ้ารัฐบาลมีการออกพันธบัตรจำนวนมากเพื่อชดเชยการขาดดุล ซึ่งเป็นการแย่งสินเชื่อไปจากภาคเอกชน จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับสูง

5. ปัจจัยทางการเมือง

นโยบายต่าง ๆ ในการแก้ไขปัญหาทางเศรษฐกิจของผู้บริหารประเทศส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างประเทศที่จะนำเงินทุนเข้ามาลงทุน ดังนั้นเสถียรภาพและบทบาทของรัฐบาล จึงมีผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างประเทศและเสถียรภาพของค่าเงินบาท ซึ่งสิ่งต่าง ๆ เหล่านี้จะส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ

6. ภาวะเงินเฟ้อ

จากการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว เมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 ทำให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่อง ประกอบกับจากการที่ประเทศ

ไทยยอมรับเงื่อนไขของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ ทำให้ต้องปรับเพิ่มภาษีมูลค่าเพิ่มจากร้อยละ 7 เป็นร้อยละ 10 เพื่อไม่ให้งบประมาณของรัฐบาลขาดดุล ได้ส่งผลกระทบต่อต้นทุนการผลิตสินค้าให้ปรับตัวสูงขึ้น เมื่อต้นทุนการผลิตสูงขึ้น ทำให้ระดับราคาสินค้าสูงขึ้นด้วย ดังนั้นทางการจึงจำเป็นต้องตรึงอัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในระดับสูง เพื่อควบคุมภาวะเงินเฟ้อไม่ให้อยู่ในระดับสูงจนส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวม จะเห็นว่าเมื่อภาวะเศรษฐกิจมีปัญหา ทางการจะใช้นโยบายด้านอัตราดอกเบี้ยช่วยแก้ปัญหา

7. เสถียรภาพของค่าเงิน

ผลจากการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว มีผลกระทบต่อความมั่นใจของนักลงทุนต่างชาติในเรื่องของค่าเงิน ซึ่งมีผลสืบเนื่องต่อการไหลเข้าออกของเงินทุนต่างประเทศและสภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจ นั่นคือถ้าเงินบาทไม่มีเสถียรภาพจะทำให้ให้นักลงทุนขาดความมั่นใจในค่าเงินและจะเทขายเงินบาทเพื่อซื้อเงินสกุลอื่น จนมีผลทำให้สภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจตึงตัว จากนั้นจะส่งผลให้ธนาคารพาณิชย์ต้องปรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก เพื่อป้องกันเงินไหลออกนอกประเทศ เมื่อต้นทุนของธนาคารสูงขึ้น ทำให้ธนาคารพาณิชย์ปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ตามไปด้วย

8. ทิศทางของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ

ทิศทางของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศก็เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศ ถ้าอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น ขณะที่อัตราดอกเบี้ยในประเทศไม่มีการปรับตัว จะทำให้ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างในประเทศและต่างประเทศห่างกันมาก ซึ่งไม่จูงใจให้นักลงทุนนำเงินมาลงทุนในประเทศไทย หรืออาจทำให้เงินทุนไหลออกนอกประเทศ เพื่อลงทุนในประเทศที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องในระบบและต่อเนื่องไปยังทิศทางของอัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ที่จะต้องปรับให้มีอัตราที่เหมาะสมกับสภาพคล่องในขณะนั้น และให้เหมาะสมกับต้นทุนการดำเนินงานของธนาคาร

4. การเชื่อมโยงระหว่างภาคการเงินกับภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง

เนื่องจากเงินทุนของเงินหรือเงินออมของหน่วยเกินดุลในระบบเศรษฐกิจสามารถที่จะโอนไปให้แก่หน่วยขาดเงินลงทุน และเงินทุนถือเป็นสินค้านิดหนึ่งเช่นเดียวกับสินค้าและบริการชนิดอื่นที่มีราคา ราคาของเงินทุนก็คืออัตราดอกเบี้ยนั่นเอง และอัตราดอกเบี้ยก็มีหลายอัตรา ระดับของ

อัตราดอกเบี้ยขึ้นอยู่กับกิจกรรมของภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง (Real Sector) และภาคการเงิน (Financial Sector) ตลอดจนความสัมพันธ์ในเชิงเศรษฐกิจระหว่างสองภาคนี้ ซึ่งทั้งภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงและภาคการเงินต่างมีความสัมพันธ์กันสูง การลงทุนและการออมเป็นกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง และการตัดสินใจในการออมและการลงทุนของภาคครัวเรือน หน่วยธุรกิจ และรัฐบาลจะมีผลกระทบต่อกระแสการหมุนเวียนของเงินทุน⁷

ในระบบเศรษฐกิจมีหน่วยเงินคูลและหน่วยขาดคูล ดังนั้นจึงเกิดกระแสของเงินที่ไหลเข้าสู่ภาคการเงินโดยการให้กู้ยืม และกระแสเงินที่มีความต้องการกู้ยืม กระแสทั้งสองนี้จะเป็นเครื่องกำหนดอัตราดอกเบี้ยในภาคการเงินตามกระบวนการอุปสงค์อุปทาน อย่างไรก็ตาม ทั้งอัตราดอกเบี้ยและกระแสเงินทุนนี้จะเป็นเครื่องกำหนดการตัดสินใจในการออมและการลงทุน ด้วยเหตุนี้ความสัมพันธ์ระหว่างภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงกับภาคการเงินจึงเป็นความสัมพันธ์ลักษณะย้อนกลับ (Feedback Relationship)

อัตราดอกเบี้ยเป็นตัวแปรที่มีความสำคัญที่สุดในระบบเศรษฐกิจ และจะถูกรายงานวันต่อวัน เพราะมันจะส่งผลกระทบโดยตรงต่อชีวิตประจำวันของทุกคน และอัตราดอกเบี้ยยังเป็นตัวอธิบายสถานะเศรษฐกิจว่าจะเป็นไปในทิศทางใด และยังสามารถส่งผลกระทบโดยตรงต่อการตัดสินใจส่วนบุคคล เช่น การเลือกที่จะบริโภคหรือออม การซื้อหรือขายหลักทรัพย์ ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยและภาคเศรษฐกิจจริงได้ถูกอธิบายในการศึกษาของ Frederic S. Mishkin (1994) นักวิเคราะห์ในหน่วยธุรกิจและภาครัฐบาลได้ใช้ข้อมูลทางการเงินเพื่อการพยากรณ์หรือทำนายการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรทางเศรษฐกิจ เช่น ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ หรือระดับราคา คนที่มีส่วนร่วมในระบบเศรษฐกิจใช้เพื่อพยากรณ์ในการตัดสินใจลงทุน การผลิต และการจ้างงาน ภาครัฐบาลใช้พยากรณ์ถึงรายได้และรายจ่ายด้านภาษี และเพื่อเป็นส่วนประกอบสำคัญในการตัดสินใจในนโยบายต่าง ๆ โดยได้อธิบายถึงแบบจำลองเพื่อการพยากรณ์ในรูปแบบของการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเสี่ยงของอัตราดอกเบี้ย เพื่อทำนายแนวโน้มของกิจกรรมทางเศรษฐกิจในอนาคต เนื่องจากความเสี่ยงเป็นสิ่งที่สะท้อนความแตกต่างของผลตอบแทนของเครื่องมือทางการเงินที่มีความเสี่ยงของภาคเอกชนกับเครื่องมือทางการเงินที่ออกโดยรัฐบาล ณ ระยะเวลาอายุการไถ่ถอนเท่ากัน

⁷ ชมเพลิน จันทร์เรืองเพ็ญ. เศรษฐศาสตร์การเงินและการธนาคาร. พิมพ์ครั้งที่ 2. จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2537, หน้า 100-101.

การศึกษาโดย Arturo Estrella and Fraderic S. Mishkin (1995)⁸ ถึงความสัมพันธ์ของ โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยต่อเครื่องมือของนโยบายทางการเงินและต่อกิจกรรมของภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง และระดับเงินเฟ้อในกลุ่มประเทศยุโรปและสหรัฐอเมริกา คือใน 5 ประเทศดังนี้ ฝรั่งเศส เยอรมัน อิตาลี อังกฤษ สหรัฐอเมริกา ในการวิจัยนี้ได้กล่าวว่อัตราดอกเบี้ยเป็นข้อมูลที่สำคัญและเป็นประโยชน์ที่ผู้มีส่วนร่วมในระบบเศรษฐกิจจะคาดการณ์ต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ การตีความหมายของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน ณ ระดับอายุการไถ่ถอนหนึ่ง ๆ คือดูว่าอัตราดอกเบี้ยสอดคล้องกับระดับที่คาดการณ์ไว้หรือไม่ (ex ante real rate) และแสดงถึงระดับเงินเฟ้อที่คาดการณ์ไว้อย่างไร แต่ถึงอย่างไรก็ตาม ได้มีข้อสังเกตของการวิจัยว่า ถ้ากิจกรรมทางเศรษฐกิจภาคแท้จริงมีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง และถ้าคาดการณ์ระดับเงินเฟ้อได้อย่างถูกต้อง การพิจารณาถึงอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินก็อาจจะให้ข้อมูลเกี่ยวกับการปรับตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจและราคาได้ และผลการศึกษานี้แสดงให้เห็นว่านโยบายการเงินเป็นตัวบ่งชี้ที่สำคัญต่อผลต่างของโครงสร้างอัตราดอกเบี้ย

การศึกษาโดย Arturo Estrella and Fraderic S. Mishkin (1995)⁹ ศึกษาถึงตัวแปรทางเศรษฐกิจและพฤติกรรมของตัวแปรทางด้านการเงินในฐานะที่เป็นตัวพยากรณ์ที่สามารถอธิบายถึงการถดถอยของเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกา โดยใช้อัตราดอกเบี้ยและผลต่างของอัตราดอกเบี้ย ราคาหลักทรัพย์ ค่าเงิน มาอธิบายสถานะถดถอยผลต่างของอัตราดอกเบี้ยมีความสามารถในการการถดถอยของเศรษฐกิจอเมริกาได้อย่างมีนัยสำคัญ โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด และได้ผลการศึกษาว่า สามารถพยากรณ์ได้ถึง 1-2 ไตรมาส และความชันของเส้นอัตราผลตอบแทนเป็นทางเลือกที่ชัดเจนและตัวมันเองสามารถอธิบายได้ดีกว่าตัวแปรอื่น ๆ โดยสามารถพยากรณ์ได้ถึงการถดถอยของเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกาได้เกินกว่า 2 ไตรมาสล่วงหน้าอย่างมีนัยสำคัญ

นโยบายการเงินยังมีความสามารถในการพยากรณ์ต่อระดับกิจกรรมทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อ และได้กล่าวว่เส้นอัตราผลตอบแทนเป็นวิธีการวัดที่ง่ายและเที่ยงตรงที่สามารถมองว่าเป็นหนึ่งในข้อมูลอันเป็นประโยชน์ที่ใช้ในการประกอบกับข้อมูลอื่น ๆ ซึ่งสามารถใช้เพื่อช่วยแนะ

⁸ Arturo Estrella and Frederic S. Mishkin. "The Term Structure of Interest Rates and Its Role in Monetary Policy for the European Central Bank" National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper 5279. 1995

⁹ Arturo Estrella and Frederic S. Mishkin. "Predicting U.S. Recessions : Financial as Leading Indicators" National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper 5279. 1995

แนวทางนโยบายการเงินต่อไปได้ โดยมีการศึกษาผลต่างของอัตราดอกเบี้ยในการกำหนดการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศสิงคโปร์ โดย Y.K. Tse (1998)¹⁰ เป็นการศึกษาเพื่อทดสอบว่าผลต่างของโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยมีความสามารถในการพยากรณ์กิจกรรมทางเศรษฐกิจภาคแท้จริงในประเทศสิงคโปร์หรือไม่และอย่างไร โดยนำเอาผลต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยมาทดสอบหาความสัมพันธ์ทางเศรษฐกิจโดยทำการทดสอบกับตัวแปรที่สำคัญทางเศรษฐกิจที่แท้จริงคือ ผลิตภัณฑ์มวลรวม การลงทุนของภาคเอกชน และการบริโภคภาคเอกชน ซึ่งได้ผลการทดสอบว่า ผลต่างของอัตราดอกเบี้ยมีความสามารถในการพยากรณ์ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

การศึกษาของ Y.K. Tse ได้มีการนำเอาผลต่างของอัตราดอกเบี้ยหลาย ๆ คู่ เช่น ผลต่างของอัตราดอกเบี้ยของเงินฝากธนาคารพาณิชย์ระยะเวลา 3 เดือน และอัตราดอกเบี้ยตัวเงินคลังของรัฐบาลระยะเวลา 3 เดือน ผลต่างของอัตราดอกเบี้ยของเงินฝากประจำ 3 เดือนและ 1 ปี ผลต่างของอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลระยะเวลา 5 ปีกับอัตราดอกเบี้ยตัวเงินคลังของรัฐบาลอายุ 3 เดือน โดยได้ทดสอบกับผลิตภัณฑ์มวลรวมที่แท้จริง การลงทุนและการบริโภคภาคเอกชน พบว่าผลต่างของอัตราดอกเบี้ยของเงินฝากธนาคารพาณิชย์ระยะเวลา 3 เดือน กับ และอัตราดอกเบี้ยตัวเงินคลังของรัฐบาลระยะเวลา 3 เดือน เป็นตัวพยากรณ์ที่สำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงในผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ โดยแยกวิเคราะห์ผลต่อการเปลี่ยนแปลงสะสม (Cumulative Change) และการเปลี่ยนแปลงหน่วยสุดท้าย (Marginal Change) โดยพบว่าผลต่างอัตราดอกเบี้ยระยะเวลา 3 เดือนระหว่างธนาคารพาณิชย์และตัวเงินคลังนั้นมีความสามารถในการพยากรณ์ในการเปลี่ยนแปลงสะสมของผลิตภัณฑ์มวลรวมเป็นช่วงเวลา 2 ไตรมาสจนถึง 3 ปี และมีความสามารถในการพยากรณ์ในการเปลี่ยนแปลงสะสมของผลิตภัณฑ์มวลรวมหน่วยสุดท้ายเป็นเวลา 3-7 ไตรมาสล่วงหน้า โดยวิธีการศึกษาเขาได้ใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุดและสมการถดถอย พบว่าผลต่างของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ที่มีอายุไถ่ถอนต่างกันและผลต่างของอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุไถ่ถอนต่างกันไม่สามารถพยากรณ์การเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมได้ สัมประสิทธิ์ของตัวแปรมีทั้งบวกและลบและไม่มีความนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ยังมีข้อสังเกตในการทดสอบว่าผลต่างอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุการไถ่ถอนต่างกันไม่สามารถอธิบายความเจริญเติบโตของประเทศได้ ซึ่งอาจเป็นเพราะขนาดของข้อมูลมีไม่เพียงพอ

Y.K. Tse ได้ให้แนวคิดต่อภาวะเศรษฐกิจยุโรปว่านโยบายการเงินมีความสามารถในการพยากรณ์โดยมีนัยสำคัญต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่แท้จริงและอัตราเงินเฟ้อโดยอาจสามารถอธิบายได้

¹⁰ Y.K.Tse. "Interest Rate Spreads and the Prediction of Real Economic Activity : the Case of Singapore" *The Developing Economics*. 1998, pp. 289-304.

1-2 ปี ต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจแท้จริง การวิเคราะห์ได้ใช้สมการถดถอยพิจารณาการเจริญเติบโตในอนาคตและอัตราเงินเฟ้อ พบว่าโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยมีบทบาทในการเป็นตัววัดภาวะการตั้งตัวของนโยบายการเงินต่อธนาคารกลางของยุโรป ยิ่งไปกว่านั้นธนาคารกลางยุโรปสามารถส่งผลกระทบต่อโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยโดยผ่านนโยบายการเงินโดยการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางแต่อย่างไรก็ตาม จากผลการทดสอบนี้พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการดำเนินนโยบายการเงินและผลต่างของโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยไม่น่าจะคงที่ตลอดเวลา ความน่าเชื่อถือของธนาคารกลางสามารถทำให้ความสัมพันธ์นั้นเปลี่ยนแปลงได้ และยังคงมีปัจจัยอื่น ๆ ที่จะกระทบต่อความสัมพันธ์นี้

นอกจากนี้ ความสัมพันธ์เชิงสถิติระหว่างผลต่างโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยและผลผลิตมวลรวมที่แท้จริงและอัตราเงินเฟ้ออาจยังคงเปลี่ยนแปลงไปเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงแผนและนโยบายการเงิน ดังนั้นการวิจัยนี้ได้เสนอว่าโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยไม่ควรถูกเป็นเป้าหมายของนโยบายการเงิน แต่มันเป็นตัวชี้ที่มีประโยชน์ของนโยบายการเงินสำหรับธนาคารกลางยุโรป ซึ่งเป็นตัววัดที่ง่ายและเที่ยงตรง ซึ่งควรถูกมองว่าเป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ เพื่อใช้ประกอบกับข้อมูลอื่น ๆ ซึ่งเป็นตัวช่วยแนะแนวทางให้การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางยุโรป

5. การดำเนินนโยบายอัตราดอกเบี้ยของประเทศไทย

จากการที่อัตราดอกเบี้ยมีความสำคัญต่อการพัฒนาประเทศโดยตรง โดยเฉพาะบทบาทในการเป็นปัจจัยหลักในการกำหนดการลงทุน หรือการออม ส่งผลให้ธนาคารแห่งประเทศไทย ในฐานะที่เป็นหน่วยงานของรัฐบาลที่มีหน้าที่โดยตรงในการดูแลตลาดเงิน และสถาบันการเงินของประเทศให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิภาพ ดังนั้นต้องเข้ามามีบทบาทในการดูแลให้การเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยต่าง ๆ ในประเทศมีการเคลื่อนไหวอยู่ในระดับที่เหมาะสม สอดคล้องกับสถานการณ์ทางการเงินในประเทศและต่างประเทศ โดยที่ผ่านมานั้น การดำเนินนโยบายที่เกี่ยวข้องกับอัตราดอกเบี้ยของธนาคารแห่งประเทศไทยจะเป็นไปตามสถานการณ์ทางเศรษฐกิจการเงิน หรือปัจจัยต่าง ๆ ทั้งจากภายในและต่างประเทศในขณะนั้น ๆ ทั้งนี้เพื่อให้ระบบเศรษฐกิจการเงินของประเทศไทยมีความมั่นคง และพัฒนาไปอย่างมีประสิทธิภาพในอนาคต โดยสามารถแบ่งระยะการดำเนินนโยบายด้านอัตราดอกเบี้ยของประเทศไทยออกเป็นช่วงได้ดังนี้

1. ช่วงก่อนและระหว่างสงครามโลกครั้งที่ 2
2. ช่วงหลังสงครามโลกครั้งที่ 2

3. ช่วงก่อนวิกฤตการณ์น้ำมัน
4. ช่วงก่อนวิกฤตการณ์น้ำมันครั้งที่ 1 และ 2
5. ช่วงหลังวิกฤตการณ์น้ำมัน
6. ช่วงการเปิดเสรีนโยบายการเงิน
7. ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจจนถึงปัจจุบัน (พ.ศ. 2540 – ปัจจุบัน)

1. ช่วงก่อนและระหว่างสงครามโลกครั้งที่ 2 (พ.ศ. 2473 – 2487)

ในช่วงสงครามโลกนั้นเป็นระยะเวลาที่ระบบเศรษฐกิจทั่วโลกอยู่ในสภาวะตกต่ำ ส่งผลให้รัฐบาลในยุคนั้นจำเป็นต้องดำเนินนโยบายการเงินและการคลังอย่างรัดกุม เช่น ลดการใช้จ่ายของรัฐบาลลง ในช่วงเวลาดังกล่าวนี้ได้มีการตราพระราชบัญญัติธนาคารแห่งประเทศไทย 2485 ขึ้น ทั้งนี้โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อควบคุมและบริหารระบบการเงินของประเทศ อย่างไรก็ตามเนื่องมาจากในช่วงดังกล่าวเป็นระยะเวลาเริ่มก่อตั้งธนาคารแห่งประเทศไทย ส่งผลให้การดำเนินนโยบายทางการเงินยังไม่ปรากฏเป็นรูปเป็นร่างมากนัก ทั้งนี้นโยบายทั่วไปจะอยู่ในรูปของการควบคุมการขยายตัวทางการเงินเป็นสำคัญ โดยการกำหนดให้ธนาคารพาณิชย์จะต้องดำรงเงินสดสำรองในอัตราที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนด คืออยู่ในช่วงร้อยละ 9 – 45 ของยอดเงินฝากในขณะนั้น ๆ

2. ช่วงหลังสงครามโลกครั้งที่ 2 (พ.ศ. 2488 – 2504)

ภายหลังจากสถานการณ์สงครามโลกครั้งที่ 2 เกิดภาวะขาดแคลนสินค้าประเภทเกษตรกรรมทั่วโลก ส่งผลให้ประเทศไทยสามารถส่งสินค้าเกษตรกรรมออกไปขายจนทำให้มีเงินตราจากต่างประเทศไหลเข้ามาสู่ประเทศเป็นจำนวนมาก ทำให้ภาวะดุลการค้าของไทยอยู่ในภาวะที่เกินดุลติดต่อกัน จากการเกินดุลอย่างต่อเนื่องส่งผลให้ทางราชการได้ดำเนินการปรับค่าเงินบาทให้สูงขึ้น เพื่อเป็นการปรับฐานะของดุลการชำระเงินของประเทศ อย่างไรก็ตามหลังจากที่สถานการณ์โลกเริ่มเข้าสู่ภาวะปกติแล้ว ปริมาณการส่งออกสินค้าเกษตรของไทยเริ่มลดลง ทำให้ภาวะเกินดุลการค้าของประเทศลดลงจนเข้าสู่ภาวะขาดดุลเป็นครั้งแรกในปี พ.ศ. 2499 อย่างไรก็ตามยังคงมีการไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศเข้ามาเป็นอย่างมาก เพื่อนำมาเป็นปัจจัยสำคัญในการผลิต (ซึ่งเป็นลักษณะพื้นฐานของประเทศกำลังพัฒนาที่ต้องมีการนำเข้าทรัพยากรต่าง ๆ เช่น เครื่องจักรเงินทุน จากประเทศอุตสาหกรรมเพื่อนำมาพัฒนาประเทศ) การไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศนี้นับเป็นสิ่งที่ทางการให้ความสำคัญอย่างมาก ดังนั้นการดำเนินนโยบายทางการเงินในช่วงดังกล่าว

จะเป็นลักษณะที่เน้นการส่งเสริมให้มีการระดมเงินออมภายในประเทศ จะเห็นได้จากการกำหนดให้มีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก แม้กระทั่งในกรณีของเงินฝากประเภทจ่ายคืนเมื่อทวงถาม (Demand Deposit) ซึ่งเป็นเงินฝากประเภทที่ประชาชนนิยมฝากกันมากในระบะนั้น (ได้มีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยสูงสุดสำหรับเงินฝากเอาไว้ในพระราชบัญญัติธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2488 อย่างไรก็ตามปรากฏว่าได้มีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมไว้แต่อย่างใด) โดยโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ในช่วงดังกล่าวจะกำหนดโดยพิจารณาจากอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานในการรับช่วงซื้อลดตั๋วเงิน อัตราดอกเบี้ยตั๋วเงินคลัง และอัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน ซึ่งกำหนดไว้ที่ร้อยละ 7, 4.5 และ 8 ในขณะนั้น ทั้งนี้อัตราดอกเบี้ยสูงสุดของเงินฝากซึ่งถูกกำหนดโดยธนาคารแห่งประเทศไทยเมื่อวันที่ 23 กุมภาพันธ์ 2488 เป็นดังนี้

- เงินฝากเพื่อเรียกให้ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานรับช่วงซื้อลดร้อยละ 2.5 (หรือจ่ายได้ไม่เกินร้อยละ 4.5 ต่อปี)
- เงินฝากจ่ายคืนเมื่อสิ้นระยะเวลาไม่เกิน 6 เดือน ให้ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานรับช่วงซื้อลดร้อยละ 2.0 (หรือจ่ายได้ไม่เกินร้อยละ 5.0 ต่อปี)
- เงินฝากจ่ายคืนเมื่อสิ้นระยะเวลาเกิน 6 เดือน ให้ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานรับช่วงซื้อลดร้อยละ 1.5 (หรือจ่ายได้ไม่เกินร้อยละ 5.5 ต่อปี)

จะเห็นได้ว่าการกำหนดเพดานอัตราเงินฝากในลักษณะดังกล่าว ส่งผลให้การเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยจากธนาคารพาณิชย์มีลักษณะของการเคลื่อนไหวเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดโดยธนาคารกลาง ในส่วนของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมพบว่า ได้กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ปฏิบัติตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 654 ซึ่งได้มีการกำหนดเอาไว้ว่าห้ามมิให้มีการคิดดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมเกินกว่าร้อยละ 15 ต่อปี ซึ่งการกำหนดในลักษณะดังกล่าวนับว่าได้เปิดช่องให้ธนาคารพาณิชย์สามารถแสวงหาผลประโยชน์ได้อย่างเต็มที่

3. ช่วงก่อนวิกฤตการณ์น้ำมัน (พ.ศ. 2505 – 2515)

ในช่วงนี้ได้มีการประกาศพระราชบัญญัติธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 ขึ้น โดยพระราชบัญญัติฉบับใหม่นี้จะให้อำนาจแก่ธนาคารแห่งประเทศไทยในการดำเนินนโยบายด้านอัตราดอกเบี้ยได้มากขึ้น อย่างไรก็ตามพบว่าอัตราดอกเบี้ยในช่วงนี้มีการเปลี่ยนแปลงไม่มากนัก ทั้งนี้เนื่องจากเป็นช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจโดยรวมมีการขยายตัวอยู่ในระดับที่เหมาะสม ขณะที่ระดับของ

ราคาสินค้าก็มีเสถียรภาพเป็นที่น่าพอใจ อย่างไรก็ตามพบว่าตามพระราชบัญญัติธนาคารพาณิชย์ใหม่นั้น ได้มีการกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมสูงสุดเอาไว้ด้วย เพื่อให้มีความสอดคล้องกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากเพิ่มมากขึ้น ดังต่อไปนี้

- เงินฝากจ่ายคืนเมื่อทวงถาม	ไม่เกินร้อยละ	0.5
- เงินฝากออมทรัพย์	“	4.5
- เงินฝากประจำน้อยกว่า 3 เดือน	“	5.0
- เงินฝากประจำ 3 – 6 เดือน	“	6.0
- เงินฝากประจำ 6 – 12 เดือน	“	8.0
- เงินฝากประจำ 12 เดือนขึ้นไป	“	7.0
- เงินให้กู้ยืมทั่วไป	“	15.0
- เงินให้กู้ยืมเพื่อการส่งออกตาม L/C และธุรกรรมเกี่ยวกับตัวแลกเงิน	“	12.0

จากอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดขึ้นดังกล่าวข้างต้นจะเห็นว่า อัตราดอกเบี้ยที่กำหนดให้สำหรับเงินฝากในระยะยาวเช่น 12 เดือน นั้นกลับมีอัตราที่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่มีระยะเวลาสั้นกว่า แสดงให้เห็นว่านโยบายในช่วงระยะเวลาดังกล่าวไม่ต้องการให้มีการออมในระยะยาวมากเกินไป ภายหลังจากช่วงเวลาดังกล่าวแล้ว อัตราดอกเบี้ยได้มีการเปลี่ยนแปลงอีกเพียง 2 ครั้งเท่านั้นคือ ครั้งแรกเมื่อวันที่ 27 พฤษภาคม 2506 ได้มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำที่มีระยะเวลาไม่ถึง 3 เดือนลง คือไม่เกินร้อยละ 0.5 ต่อปี ด้านอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำระยะเวลา 6 เดือนแต่ไม่ถึง 12 เดือน ลดลงเหลือร้อยละ 6.0 ต่อปี และครั้งที่ 2 เมื่อวันที่ 31 มีนาคม 2509 ได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ลงจากเดิม คือไม่เกินร้อยละ 4.5 ต่อปี ให้เหลือเพียงไม่เกินร้อยละ 3.5 ต่อปี ด้านอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมลดลงจากร้อยละ 15 เหลือร้อยละ 14 อย่างไรก็ตามก็定会เห็นได้ว่าแม้จะมีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยถึง 2 ครั้ง แต่ก็ปรากฏว่าอัตราดอกเบี้ยสำหรับเงินฝากในระยะยาวยังคงต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในระยะสั้น ซึ่งทำให้เห็นว่านโยบายของรัฐบาลในช่วงเวลาดังกล่าวไม่ต้องการให้มีการออมระยะยาวมากนัก ขณะที่ต้องการให้เพิ่มการใช้จ่ายและการลงทุนให้มากขึ้น

นอกจากการดำเนินนโยบายด้านอัตราดอกเบี้ยประเภทต่าง ๆ ของธนาคารพาณิชย์แล้ว ทางธนาคารแห่งประเทศไทยยังได้มีการใช้อัตรารับซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินเป็นเครื่องมืออีกประเภท

หนึ่งด้วย ทั้งนี้เพื่อส่งเสริมภาคเศรษฐกิจต่าง ๆ ให้มีการขยายตัว โดยทางธนาคารแห่งประเทศไทย กำหนดอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินที่เกิดจากธุรกิจเหล่านั้นในอัตราที่ต่ำเป็นพิเศษ นอกจากนั้นยัง ได้มีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานที่กำหนดใช้กับธนาคารพาณิชย์เมื่อมากู้ยืมเป็นเครื่องมืออีกด้วย โดยพบว่าในช่วงดังกล่าว อัตราดอกเบี้ยมาตรฐานได้มีการเปลี่ยนแปลงถึง 5 ครั้ง เพื่อให้สอดคล้องกับภาวะของอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศ

4. ช่วงก่อนวิกฤตการณ์น้ำมันครั้งที่ 1 และ 2 (พ.ศ. 2516 – 2525)

ระยะวิกฤตการณ์ครั้งที่ 1 (พ.ศ. 2516 – 2521) : นับตั้งแต่ปี 2516 เป็นต้นมา ราคาน้ำมันในตลาดโลกได้มีการปรับตัวอย่างรวดเร็ว อันเนื่องมาจากผลของการรวมตัวกันประกาศขึ้นราคาน้ำมันของประเทศสมาชิกผู้ส่งน้ำมันเป็นสินค้าออก (OPEC) โดยราคาน้ำมันอาราเบียขึ้นได้เพิ่มขึ้นจากเพียงประมาณ 2.6 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ในปี 2515 ไปเป็น 5.2 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล และเพิ่มสูงขึ้นถึงบาร์เรลละ 11.7 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ในเดือน มกราคม 2517 การที่ราคาน้ำมันเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วเช่นนี้ ทำให้เกิดปัญหาทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรงในประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก โดยเฉพาะกับประเทศที่ต้องมีการนำเข้าน้ำมัน และประเทศไทยก็เป็นหนึ่งในประเทศเหล่านั้น ดังจะเห็นได้จากการที่ระดับของอัตราเงินเฟ้อในประเทศซึ่งเคยอยู่ในระดับที่ต่ำ ได้เพิ่มสูงขึ้นเป็นกว่า 15.6 ในปี 2516 และสูงถึงร้อยละ 24.3 ในปี 2517 ก่อนที่จะปรับตัวลงมาอย่างรวดเร็วมาอยู่ที่ร้อยละ 5.3, 4.2 , 7.6 และ 7.9 ในปี 2518 – 2521 ตามลำดับ อันเป็นผลเนื่องมาจากการถดถอยของระบบเศรษฐกิจทั้งในประเทศและทั่วโลก

จากความวุ่นวายทางเศรษฐกิจในช่วงดังกล่าว ทำให้นโยบายเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยที่ถูกนำออกมาใช้เป็นไปในลักษณะที่ส่งเสริมให้เกิดการออมในระยะยาวมากขึ้น และเพื่อลดปริมาณการใช้จ่ายลง จะเห็นได้จากการปรับอัตราดอกเบี้ยทั้งเงินฝากและเงินให้กู้ยืมของธนาคารเมื่อเดือน มกราคม 2517 ซึ่งได้มีการกำหนดให้เพิ่มอัตราดอกเบี้ยทั้งด้านเงินฝาก และเงินให้กู้ยืมทุกประเภท (ยกเว้นเงินฝากประเภทจ่ายคืนเมื่อทวงถาม และเงินฝากประจำที่มีระยะเวลาดำกว่า 3 เดือน) ขึ้นร้อยละ 1 อย่างไรก็ตามได้เกิดเหตุการณ์สำคัญขึ้นในช่วงนั้นคือ ได้มีประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่

10/2520 (8 พฤศจิกายน 2520) กำหนดว่าดอกเบี้ยเงินฝากบางประเภทของธนาคาร ถือเป็นเงินได้พึงประเมินที่จะต้องเสียภาษีเงินได้นิติบุคคลธรรมดาในอัตราร้อยละ 10 ของดอกเบี้ยที่ได้รับ⁴

ภายหลังจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยทั้งเงินฝากและเงินให้กู้ยืมในปี 2517 แล้ว ทางการยังได้ดำเนินการเปลี่ยนแปลงนโยบายด้านอัตราดอกเบี้ยอีกหลายครั้ง เพื่อให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศมีความสอดคล้องกับสภาพทางการเงินในต่างประเทศ และเพื่อจัดการให้เศรษฐกิจของประเทศสามารถดำเนินไปได้อย่างเหมาะสม

ระยะวิกฤตการณ์ครั้งที่ 2 (พ.ศ. 2522 – 2525) : ในปี 2522 กลุ่มประเทศ OPEC ได้รวมตัวกันขึ้นราคาน้ำมันอีกครั้งที่ 2 ส่งผลให้ระดับราคาน้ำมันโดยเฉลี่ยเพิ่มขึ้นจากเดิมซึ่งอยู่ที่ระดับบาร์เรลละ 12.7 ดอลลาร์สหรัฐฯ เมื่อสิ้นปี 2521 และมาเป็นบาร์เรลละ 30 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงสิ้นปี 2522 การปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็วของราคาน้ำมันได้ส่งผลกระทบต่อปัญหาเงินเฟ้อซึ่งเริ่มจะสงบลงได้กลับมารุนแรงอีกครั้ง โดยดัชนีราคาผู้บริโภคของกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมได้เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว จากเดิมซึ่งอยู่ในระดับร้อยละ 9.3 ในช่วงปี 2522 มาเป็นร้อยละ 22.2 ในปี 2523 จากสถานการณ์ดังกล่าวส่งผลให้กลุ่มประเทศอุตสาหกรรมได้ปรับอัตราดอกเบี้ยของตนให้สูงขึ้น โดยในปี 2523 นับว่าเป็นปีที่อัตราดอกเบี้ยของโลกพุ่งสูงขึ้นเป็นประวัติการณ์ คืออัตราดอกเบี้ยในสหรัฐฯ ได้สูงถึงกว่าร้อยละ 20 ต่อปี ต่อเนื่องกันกว่า 3 ปี ซึ่งการที่สหรัฐฯ ปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นดังกล่าว ส่งผลให้ประเทศอื่น ๆ ต้องปรับอัตราดอกเบี้ยของตนขึ้นตามไปด้วย

สำหรับประเทศไทยนั้น การที่ราคาน้ำมันและอัตราดอกเบี้ยของต่างประเทศเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ส่งผลกระทบให้ระบบเศรษฐกิจของประเทศต้องเผชิญกับภาวะเงินตึงตัวอย่างรุนแรงในปี 2522 อันเป็นผลสืบเนื่องมาจากการที่ระดับความต้องการสินเชื่อในประเทศที่ได้ขยายตัวเพิ่มสูงมากตามอัตราเงินเฟ้อ ผลจากการเร่งการใช้จ่าย และการหันมากู้ยืมจากในประเทศเพิ่มขึ้นของธุรกิจ เพราะอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศเพิ่มสูงขึ้น ขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากได้ชะลอตัวลงอย่างมากจากร้อยละ 21 – 22 ต่อปี เป็นเพียงร้อยละ 13 ต่อปีเท่านั้น จากลักษณะของสถานการณ์ดังกล่าว การดำเนินนโยบายทางด้านอัตราดอกเบี้ยของรัฐบาล จึงมุ่งเน้นไปในด้านการป้องกันไม่ให้ดัชนีราคาผู้บริโภคขยายตัวมากเกินไป และป้องกันการไหลออกของเงินทุน

⁴ อัตราภาษีที่เรียกเก็บจากรายได้ดอกเบี้ยเงินฝากนั้นได้มีการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนเรื่อยมา จากร้อยละ 10 เป็นร้อยละ 12.5 ในเดือนกุมภาพันธ์ 2525 หลังจากนั้นได้ปรับขึ้นเป็นร้อยละ 15 เมื่อเดือน มีนาคม 2529 และคงอัตราดังกล่าวไว้จนถึงปัจจุบัน

เพื่อเป็นการแก้ไขปัญหาเงินตั้งตัวในช่วงดังกล่าว ทำให้มีการแก้ไขพระราชบัญญัติธนาคารพาณิชย์ฉบับเดิม ในส่วนของการกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝาก และได้มีการประกาศพระราชบัญญัติฉบับใหม่เมื่อวันที่ 19 กันยายน 2522 ทั้งนี้โดยได้ปรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประเภทออมทรัพย์เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 4.5 เป็นร้อยละ 5.5 (โดยผู้ฝากเงินประเภทนี้ไม่ต้องเสียภาษีดอกเบี้ยเงินฝาก) ขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปีเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 8.0 เป็นร้อยละ 9.0 นอกจากนี้ยังได้มีการเสนอร่างพระราชบัญญัติแก้ไขการกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยของเงินให้กู้ยืม ที่แต่เดิมกำหนดไว้ไม่เกินร้อยละ 15 โดยให้รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังมีอำนาจในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวได้เกินร้อยละ 15 นอกจากนั้นรัฐบาลยังได้มีการปรับอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานอีกถึง 2 ครั้งในปี 2522 คือเมื่อวันที่ 16 ตุลาคม 2522 ได้มีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานเป็น 2 ระดับ (Two Tier System) ตามวงเงินที่ธนาคารพาณิชย์ขอกู้ยืมจากธนาคารแห่งประเทศไทย โดยวงเงินขั้นแรกจะเสียอัตราดอกเบี้ยเพียงร้อยละ 12.5 แต่หากกู้เกินที่กำหนดจะเสียดอกเบี้ยในอัตราร้อยละ 14.0 ซึ่งต่อมาได้ปรับเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 15 สำหรับวงเงินขั้นที่ 2 เมื่อวันที่ 31 ตุลาคม 2522

อย่างไรก็ตาม การปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวไม่สอดคล้องกับสถานการณ์ทางการเงินในขณะนั้น ไม่ว่าจะเป็นภาวะเงินเฟ้อ หรือระดับของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ ทั้งนี้เนื่องจากการปรับอัตราดอกเบี้ยนั้นจะถูกจำกัดโดยเพดานอัตราดอกเบี้ยเดิม ซึ่งกำหนดไว้ที่ร้อยละ 15 ได้ส่งผลให้มีการดำเนินการยกร่างพระราชบัญญัติดอกเบี้ยและเงินกู้ยืมของสถาบันการเงิน พ.ศ. 2523 ขึ้น ทั้งนี้ตามพระราชบัญญัติใหม่นี้มีสาระสำคัญ ได้แก่ ในด้านของเงินฝากนั้น ได้มีการปรับเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประเภทต่าง ๆ ใหม่ เช่น เงินฝากประเภทเผื่อเรียก และเงินฝากที่ต้องจ่ายคืนเมื่อสิ้นระยะเวลาไม่ถึง 3 เดือน ไม่ต้องจ่ายดอกเบี้ย สำหรับเงินฝากออมทรัพย์และเงินฝากที่มีระยะเวลาตั้งแต่ 3-6 เดือน 6-12 เดือน 1-3 ปี 3-5 ปี และตั้งแต่ 5 ปีนั้น กำหนดให้จ่ายดอกเบี้ยได้ไม่เกินร้อยละ 8, 9, 10, 11, 12, 13 และ 14 ต่อปี ตามลำดับ ในส่วนเงินให้กู้ยืมนั้น พบว่ามีความสำคัญในแง่ที่ได้มีการเพิ่มอำนาจให้รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังตามคำแนะนำของธนาคารแห่งประเทศไทย ในการที่จะกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยที่สถาบันการเงินคิดจากผู้กู้ยืมในระดับที่สูงกว่าร้อยละ 15 ได้ โดยเพดานอัตราดอกเบี้ยของเงินให้กู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ได้เพิ่มขึ้นเป็นไม่เกินร้อยละ 18 และสำหรับบริษัทเงินทุนเพิ่มขึ้นเป็นไม่เกินร้อยละ 20

ผลจากการปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้น ทำให้ภาวะเงินตึงตัวในขณะนั้นเริ่มผ่อนคลายลง โดยปริมาณเงินฝากที่ระบบธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนได้เพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 22 และ 25 ต่อปี ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม มาตรการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวไม่ทันกับความต้องการสินเชื่อในประเทศที่เพิ่มสูงขึ้นในระดับที่สูงถึงร้อยละ 27 ต่อปี อันเนื่องมาจากการที่อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศยังคงอยู่ในระดับสูง ทำให้ยังคงมีการกู้ยืมจากแหล่งเงินทุนในประเทศเป็นหลัก จากปัญหาดังกล่าว ทำให้ทางการต้องมีการประกาศเพิ่มเพดานอัตราดอกเบี้ยทั้งเงินฝากและเงินให้กู้ยืมเพิ่มขึ้นอีกร้อยละ 1 ในเดือน กรกฎาคม 2524

นอกจากการปรับอัตราดอกเบี้ยให้กู้ยืมของสถาบันการเงินเพิ่มแล้ว ในเดือน มกราคม 2524 ธนาคารแห่งประเทศไทยยังได้ปรับปรุงอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานใหม่ โดยกำหนดให้ทั้งหมด 3 อัตรา (จากเดิม 2 อัตรา) ได้แก่ เงินฝาก (ร้อยละ 1 ของเงินฝาก) กำหนดอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ร้อยละ 13.5 ส่วนที่เกินวงเงินแรก (ไม่เกินร้อยละ 1 ของเงินฝาก) กำหนดอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ร้อยละ 15.0 และส่วนที่เกินวงเงินขั้นที่ 2 คืออัตราดอกเบี้ยร้อยละ 17 ต่อปี อย่างไรก็ตาม ภายหลังจากที่ภาวะเงินตึงตัวได้คลี่คลายลงแล้ว ธนาคารแห่งประเทศไทยก็ได้เปลี่ยนกลับมาใช้ระบบอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานแบบ 2 วงเงินเช่นเดิม

การดำเนินนโยบายอัตราดอกเบี้ยในระดับสูงของทางการตลอดระยะเวลาที่ผ่านมา ส่งผลให้ปัญหาเงินเฟ้อที่เผชิญหน้าอยู่ได้ลดความรุนแรงลงอย่างมาก (ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกับประเทศอื่น ๆ) อย่างไรก็ตาม ผลจากอัตราดอกเบี้ยสูงในช่วงก่อน ทำให้ภาวะเศรษฐกิจทั้งในประเทศและต่างประเทศประสบกับภาวะชะลอตัวอย่างรุนแรง ดังนั้นการดำเนินนโยบายอัตราดอกเบี้ยของทางการในช่วงเวลาดังกล่าวจึงเป็นการมุ่งเน้นเป้าหมายที่จะส่งเสริมให้เศรษฐกิจฟื้นตัว และให้มีการจ้างงานเพิ่มขึ้น ประกอบกับในช่วงนั้น อัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศได้มีแนวโน้มปรับตัวลดลง ทำให้ภาวะการเงินในประเทศมีสภาพคล่องมากขึ้น (เนื่องจากการหันไปกู้ยืมต่างประเทศมากขึ้น) จึงเป็นโอกาสให้ทางการปรับอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานลง โดยในช่วงครึ่งหลังของปี 2525 ได้มีการประกาศลดอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานลงถึง 3 ครั้ง คือในเดือน สิงหาคม 2 ครั้ง เป็นการลดอัตราดอกเบี้ยที่เกินวงเงินจากร้อยละ 14.5 และ 17 ต่อปี ไปเป็นร้อยละ 14 และ 16 ต่อปี และลดลงเหลือร้อยละ 12.5 และ 14 ต่อปีเท่านั้น จากการลดอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานของรัฐบาลในครั้งนี้ได้ส่งผลให้ธนาคารพาณิชย์ทั้งหลายมีการลดอัตราดอกเบี้ยทั้งประเภทเงินฝากและเงินให้กู้ยืมตามไปด้วย (โดยอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมสูงสุดลดลงมาอยู่ที่ร้อยละ 18.0) อันเป็นการแก้ไขปัญหาด้านสภาพคล่องที่มีมากเกินไปให้บรรเทาลง เป็นที่น่าสังเกตว่าการปรับลดอัตราดอกเบี้ยธนาคาร

พาณิชย์ในขณะนั้น นับเป็นครั้งแรกที่การกำหนดอัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำกว่าเพดานสูงสุดที่ทางการกำหนด ซึ่งเป็นสัญญาณที่บ่งชี้ให้เห็นถึงการปรับตัวด้วยตนเองของระบบสถาบันการเงินประเภทธนาคารพาณิชย์ ในการที่จะพร้อมรับกับการเปลี่ยนแปลง และการแข่งขันที่จะมีมากขึ้นในอนาคต

5. ช่วงหลังวิกฤตการณ์น้ำมัน (พ.ศ. 2526 – 2531)

หลังจากสิ้นสุดวิกฤตการณ์น้ำมันแล้ว พบว่าเศรษฐกิจโดยทั่วไปทั้งภายในและภายนอกประเทศได้เริ่มฟื้นตัวจากภาวะชบเซา รวมถึงปัญหาเงินเฟ้อได้มีการผ่อนคลายมากขึ้น ในด้านของสภาพคล่องในระบบการเงินนั้นพบว่าเมื่ออยู่ในระดับสูง เนื่องจากผลของการกำหนดอัตราดอกเบี้ยเอาไว้ในระดับสูงในช่วงก่อน ซึ่งทำให้ความต้องการสินเชื่อในระบบลดลง ขณะที่ปริมาณเงินฝากที่ระดมได้นั้นมีอยู่ในปริมาณที่มาก เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากอยู่ในระดับสูง จากสภาพคล่องที่มีอยู่ในระดับสูงดังกล่าว เมื่อประกอบกับการดำเนินนโยบายแบบผ่อนคลายมากขึ้นของทางการภายหลังจากสิ้นสุดวิกฤตการณ์ ส่งผลให้สถาบันการเงินเร่งขยายปริมาณสินเชื่อเพิ่มขึ้นในช่วงหลังของปี 2526 (ตัวเลขการขยายตัวด้านสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์พบว่าอยู่ในระดับที่สูงมากเมื่อเทียบกับในอดีต คือสูงถึงร้อยละ 33.3) การขยายปริมาณเงินให้สินเชื่อเพิ่มขึ้นนั้นส่งผลให้ระดับการใช้จ่ายทั้งในด้านการบริโภคและการลงทุนของภาคเอกชนสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว อันเป็นการกระตุ้นให้เศรษฐกิจของประเทศฟื้นตัวเร็วขึ้น อย่างไรก็ดีพบว่าแม้เศรษฐกิจจะมีการขยายตัวดีขึ้น แต่ในส่วนของสถานการณ์การค้ากับต่างประเทศนั้นกลับแย่ลงกว่าเดิม โดยจะเห็นได้จากระดับของการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศที่เพิ่มสูงขึ้นจากเดิมเท่ากับร้อยละ 2.7 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเมื่อปี 2525 ไปเป็นสูงถึงร้อยละ 7.1 ในปี 2526 อันเป็นผลสืบเนื่องมาจากการที่ปริมาณสินค้าที่สามารถผลิตขึ้นได้ในระบบเศรษฐกิจภายในประเทศมีไม่เพียงพอต่อความต้องการที่เพิ่มสูงขึ้นจากการขยายสินเชื่อได้

จากสถานการณ์ทางการค้าระหว่างประเทศที่อยู่ในภาวะดังกล่าว ทำให้ทางรัฐบาลจำเป็นต้องนำนโยบายการเงินแบบเข้มงวดกลับมาใช้ใหม่อีกครั้งในช่วงปลายปี 2526 จนถึงต้นปี 2527 ไม่ว่าจะเป็นการประกาศปรับอัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน และอัตราดอกเบี้ยสำหรับการกู้ยืมเงินวงเงินจากร้อยละ 11.5 และ 13 ต่อปี เป็นร้อยละ 13 และ 14.5 ต่อปี ตามลำดับ เมื่อวันที่ 1 กรกฎาคม 2526 ซึ่งส่งผลให้ธนาคารพาณิชย์มีการปรับอัตราดอกเบี้ย MOR เพิ่มขึ้นจากเดิมร้อยละ 16 เป็น ร้อยละ 16.5 ต่อปี นอกจากการดำเนินนโยบายเพิ่มอัตราดอกเบี้ยแล้ว ทางการยังใช้วิธีอื่น ๆ

ในการปัญหาการขาดดุลการค้าและดุลการชำระเงินด้วย เช่น การจำกัดการขยายตัวของสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ไม่ให้เกินร้อยละ 18 ต่อปี (ได้ยกเลิกเมื่อเดือน สิงหาคม 2527 ภายหลังจากที่สถานการณ์ได้ผ่อนคลายลง) การควบคุมการเปิด Letter of Credit เพื่อการนำเข้า และการแก้ไขหลักเกณฑ์ในการที่ธนาคารพาณิชย์จะกู้ยืมจากตลาดซื้อคืน โดยมีจุดมุ่งหมายเพื่อที่จะควบคุมการพึ่งพาเงินทุนจากตลาดซื้อคืนของธนาคารพาณิชย์ นอกจากนี้ยังได้มีการปรับเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมและเงินฝากเพิ่มขึ้น เป็นต้น อย่างไรก็ตามในส่วนของบริษัทที่มีความสำคัญ ได้แก่ การให้กู้ยืมเพื่อการเกษตร อุตสาหกรรม การส่งออก และการค้าส่งผลผลิตทางกลกรรม ยังคงเพดานอัตราดอกเบี้ยไว้เช่นเดิมที่ไม่เกินร้อยละ 17.5 ต่อปี สำหรับในช่วงปลายปี 2527 นั้นภาวะการเงินในประเทศได้กลับสู่ความคล่องตัวอีกครั้งหนึ่ง ส่งผลให้ในวันที่ 14 พฤศจิกายน 2527 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ประกาศลดอัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน และอัตราดอกเบี้ยที่เบิกเกินวงเงินลงร้อยละ 1 เหลือร้อยละ 12 และ 13.5 ต่อปี ตามลำดับ

สำหรับในปี 2528 นั้นพบว่าการดำเนินนโยบายของทางการเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยจะเป็นไปตามสถานการณ์ทางการเงิน และภาวะเศรษฐกิจของประเทศขณะนั้น ๆ ทั้งนี้ได้มีการพัฒนาและปรับปรุงโครงสร้างของอัตราดอกเบี้ยในประเทศให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมต่อการส่งเสริมการเจริญเติบโตของภาคเศรษฐกิจที่สำคัญ และสร้างความมั่นคงให้แก่ระบบการเงินของประเทศ โดยในปีนี้ได้มีการออกพระราชกำหนดแก้ไขเพิ่มเติมพระราชบัญญัติการธนาคารพาณิชย์ (พ.ศ. 2505) 2528 พระราชกำหนดแก้ไขเพิ่มเติมพระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจเงินทุน หลักทรัพย์ และเครดิตฟองซิเอร์ [พ.ศ. 2522 (ฉบับที่ 2)] 2528 รวมถึงพระราชบัญญัติกำหนดแก้ไขเพิ่มเติมพระราชบัญญัติธนาคารแห่งประเทศไทย (พ.ศ. 2485) 2528 ทั้งนี้โดยเริ่มใช้ตั้งแต่วันที่ 27 พฤศจิกายน 2528 เป็นต้นไป โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้มีมาตรการที่เพียงพอในการกำกับดูแลและแก้ไขปัญหาได้อย่างทันที่ รวมทั้งเพื่อให้เกิดองค์กรที่จะทำหน้าที่ให้ความช่วยเหลือทางการเงินและฟื้นฟูพัฒนาระบบสถาบันการเงินให้มีความมั่นคง

ในช่วงหลังของระยะนี้การดำเนินนโยบายด้านอัตราดอกเบี้ยของประเทศยังคงเน้นการปรับตัวให้มีความเหมาะสมกับสภาพเศรษฐกิจ สถานะการเงินทั้งในประเทศและต่างประเทศเป็นสำคัญ โดยธนาคารแห่งประเทศไทยในฐานะตัวแทนของทางการ ได้มีการดำเนินนโยบายเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยในลักษณะที่มีความยืดหยุ่นมากขึ้น นอกจากนั้นยังได้มีความพยายามที่จะปล่อยให้ธนาคารพาณิชย์มีบทบาทมากขึ้นในการกำหนดสภาพคล่องของตนเอง ส่งผลให้ในช่วงดังกล่าวธนาคารพาณิชย์บางแห่งได้มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมสูงสุดสำหรับลูกค้า

ทั่วไปลดลงเหลือเพียงร้อยละ 14 ต่อปี ซึ่งต่ำกว่าเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดเอาไว้

6. ช่วงการเปิดเสรีนโยบายการเงิน(พ.ศ. 2532 – 2539)

นับตั้งแต่ปี 2532 เป็นต้นมา การดำเนินนโยบายการเงินของทางการมีลักษณะที่เน้นการเปิดเสรีมากขึ้นอย่างเห็นได้ชัด เหตุที่ผลักดันให้ทางการมีแนวคิดในการปฏิรูปทางการเงินนั้น มีสาเหตุเนื่องมาจากทั้งปัจจัยภายในประเทศและปัจจัยต่างประเทศ โดยปัจจัยภายในประเทศที่มีบทบาทสำคัญได้แก่ การเจริญเติบโตอย่างรวดเร็วของระบบเศรษฐกิจในประเทศ คือโดยเฉลี่ยอยู่ในระดับที่สูงถึงประมาณ 10.5% ต่อปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2530 ซึ่งก่อให้เกิดความจำเป็นในการระดมเงินออมในประเทศเพิ่มขึ้น นอกจากนี้การขยายตัวของเศรษฐกิจอย่างรวดเร็วแล้วในช่วงนั้นระบบสถาบันการเงินในประเทศยังมีลักษณะของการกระจุกตัวค่อนข้างมาก ขณะที่เครื่องมือทางการเงินยังมีอยู่น้อย (ซึ่งเป็นผลมาจากการดำเนินนโยบายควบคุมทางการเงินอย่างเข้มงวดในอดีต) จากปัญหาของระบบการเงินในประเทศดังกล่าว เมื่อผนวกกับแรงผลักดันจากภายนอกประเทศ คือการเชื่อมโยงกันของระบบเศรษฐกิจและระบบการเงินของประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก ส่งผลให้หน่วยงานทางราชการที่เกี่ยวข้องเล็งเห็นถึงความจำเป็นในการพัฒนาระบบการเงิน และสถาบันการเงินในประเทศให้มีรูปแบบของการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น เพื่อให้มีความสามารถในการแข่งขันในการระดมเงินทุนจากต่างประเทศเข้ามาเพื่อสนับสนุนการลงทุนภายในประเทศ รวมถึงเป็นการเพิ่มช่องทางในการระดมทุนจากตลาดการเงินระหว่างประเทศให้มากขึ้น ทั้งนี้โดยได้มีการวางเป้าหมายสำคัญไว้ 3 ประการ คือ

1. เพื่อเป็นการเพิ่มประสิทธิภาพของระบบการเงินไทย ให้สามารถตอบสนองต่อความต้องการเงินทุน และบริการทางการเงินต่าง ๆ ที่เปลี่ยนแปลงไป เช่น โครงการลงทุนขนาดใหญ่ โครงสร้างเศรษฐกิจนอกภาคเกษตรที่มีบทบาทมากขึ้น และมีความต้องการบริการทางการเงินที่ซับซ้อนมากขึ้นกว่าเดิม
2. เสริมสร้างช่องทางออมและศักยภาพทางเศรษฐกิจของประเทศไทยในระยะยาว
3. เป็นการวางฐานเพื่อการรองรับการพัฒนาประเทศไทยไปสู่การเป็นศูนย์กลางทางการเงินของภูมิภาคในอนาคต และสอดคล้องกับข้อตกลงว่าด้วยการค้าและภาษีศุลกากร (GATT) ที่ต้องการให้ระบบการเงินของประเทศต่าง ๆ จะต้องมีการเปิดเสรีมากขึ้น

ในช่วงระยะเวลาการเปิดเสรีทางการเงินนั้น การดำเนินนโยบายด้านอัตราดอกเบี้ยจะเป็นการเปิดโอกาสให้อัตราดอกเบี้ยขึ้นลงได้เสรี และให้โอกาสแก่สถาบันการเงินในการ กำหนดอัตราดอกเบี้ยตามต้นทุนและนโยบายในการดำเนินนโยบายของตนเองได้ ทั้งนี้การดำเนินนโยบายดังกล่าวนี้จะมีประโยชน์อย่างมาก เพราะทำให้สถาบันการเงินประเภทต่าง ๆ สามารถกำหนดอัตราดอกเบี้ยให้มีความสอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของตลาดเงินทั้งในและต่างประเทศได้อย่างรวดเร็วเหมาะสมยิ่งขึ้น ตลอดจนยังเป็นการส่งเสริมให้มีการจัดสรรเงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพอีกด้วย สำหรับพฤติกรรมการกำหนดอัตราดอกเบี้ยของสถาบันการเงินภายหลังการเปิดเสรีนั้นพบว่า การกำหนดอัตราดอกเบี้ยของสถาบันการเงินขนาดใหญ่มักจะอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าสถาบันการเงินที่มีขนาดเล็ก ทั้งในด้านของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินให้กู้ยืม ทั้งนี้เนื่องจาก โดยทั่วไปแล้วสถาบันการเงินที่มีขนาดใหญ่จะมีช่องทางในการระดมทุนที่กว้างขวางกว่าสถาบันการเงินขนาดเล็ก ทำให้ต้นทุนเงินที่ได้อยู่ในระดับต่ำกว่านั่นเอง

อย่างไรก็ดีจะเห็นว่าแม้มาตรการที่นำมาใช้จะมีลักษณะที่ให้โอกาสแก่สถาบันการเงินในการปรับตัวด้านต่าง ๆ มากขึ้น ไม่ว่าจะเป็นในด้านการกำหนดอัตราดอกเบี้ยของตนเอง หรือการดำเนินงานก็ตาม แต่ในบางช่วงธนาคารแห่งประเทศไทยในฐานะที่เป็นตัวแทนของทางการยังคงเข้ามามีบทบาทในการควบคุมและดูแลการดำเนินงานของสถาบันการเงินเหล่านั้นอยู่ อาทิ การจำกัดการปล่อยสินเชื่อ หรือการกำหนดให้ต้องมีการสำรองเงินสดสำหรับการกู้ยืมระยะสั้นจากต่างประเทศ เป็นต้น

สำหรับผลจากการดำเนินตามนโยบายการปฏิรูปทางการเงินนั้น แม้จะส่งผลให้ระบบการเงิน และสถาบันการเงินมีมาตรฐานมากขึ้นก็ตาม แต่ยังคงพบว่าได้เกิดปัญหาขึ้นในหลายด้าน โดยเฉพาะในด้านการแข่งขันในระบบการเงินที่ยังไม่เป็นไปตามจุดมุ่งหมายที่ตั้งเอาไว้ เช่น มีการปฏิบัติระหว่างลูกค้ารายใหญ่ และรายย่อยอย่างไม่เสมอภาคในการขอกู้ยืมเงิน จนทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องขอให้ธนาคารพาณิชย์กำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมสำหรับลูกค้ารายย่อยขึ้นดี เป็นต้น นอกจากนี้ยังพบว่ามีปัญหาในลักษณะที่สถาบันการเงินมีการให้สินเชื่อกระจุกอยู่ในบางสาขาเท่านั้น ซึ่งนับว่าเป็นอันตรายต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจระยะยาวอย่างมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากธุรกิจที่เน้นให้สินเชื่อนี้มีลักษณะที่ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์ต่อระบบเศรษฐกิจ ดังเช่นกรณีที่เกิดขึ้นในส่วนของหนี้เสียที่เกิดจากสินเชื่อเพื่อธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งพบว่าเป็นผลมาจากการที่สถาบันการเงินได้มีการปล่อยสินเชื่อประเภทนี้อย่างมากนับตั้งแต่ปี 2531 อันเป็นช่วงที่เศรษฐกิจได้มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว ซึ่งก่อให้เกิดการเก็งกำไรในที่ดิน รวมถึงมีการขยายตัวของ

ธุรกิจพัฒนาที่ดินอย่างรวดเร็ว จนนำมาสู่ภาวะอุปทานส่วนเกินของสินค้าอสังหาริมทรัพย์แทบทุกประเภท

7. ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจจนถึงปัจจุบัน (พ.ศ. 2540 – ปัจจุบัน)

ในช่วงปี 2540 สภาพคล่องของระบบการเงินไทยตึงตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องเนื่องจากปีก่อนเป็นผลมาจากการไหลออกของเงินทุนระหว่างประเทศ และวิกฤตการณ์สถาบันการเงินในประเทศเป็นสำคัญ กระแสข่าวการลดค่าเงินบาท การโจมตีค่าเงิน และปัญหาสถาบันการเงินมีความรุนแรงขึ้น ประชาชนและนักลงทุนต่างขาดความเชื่อมั่นในระบบเศรษฐกิจการเงินของไทย ทำให้มีเงินทุนไหลออกเป็นจำนวนมาก ทางการเงินจึงต้องปล่อยสภาพคล่องให้กับระบบการเงินผ่านกองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาสถาบันการเงิน และหลังจากที่เปลี่ยนมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวเมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 และปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานขึ้นจากร้อยละ 12.50 ต่อปี แต่สภาพคล่องในช่วงครึ่งหลังของปี 2540 ยังคงตึงตัวมาโดยตลอด เนื่องจากปัญหาเงินทุนไหลออกยังมีอยู่ และปัญหาสถาบันการเงินที่มีความรุนแรงยิ่งขึ้นเป็นลำดับ และในเดือนสิงหาคม ทางการเงินได้ขอความช่วยเหลือจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) เพื่อช่วยแก้ไขปัญหาและฟื้นฟูเศรษฐกิจ แต่ก็ไม่ได้ช่วยสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุนต่างชาติ ประกอบกับได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์ค่าเงินและเศรษฐกิจตกต่ำในภูมิภาคเอเชีย ส่งผลให้ค่าเงินบาทมีแนวโน้มลดลงมาก

ในช่วงเวลาดังกล่าวอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ตามสภาพคล่องที่ตึงตัว อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรก็มีความผันผวนตามสภาพคล่องในตลาดเงินและการแทรกแซงของทางการ โดยปรับตัวสูงขึ้นมากในช่วงที่มีการเก็งกำไรค่าเงินบาทสูง ทำให้อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรปรับตัวขึ้นไปถึงระดับร้อยละ 23.0 และปรับตัวสูงขึ้นไปอีกในช่วงครึ่งปีหลัง เนื่องจากสภาพคล่องที่ยังคงตึงตัวจากปัญหาเงินทุนไหลออกและแนวนโยบายของทางการที่ต้องรักษาอัตราดอกเบี้ยตลาดเงินไว้ในระดับสูงเพื่อควบคุมเงินเฟ้อ และรักษาเสถียรภาพค่าเงินบาทให้สอดคล้องสอดคล้องกับกองทุนการเงินระหว่างประเทศ โดยในเดือนธันวาคม 2540 อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรประเภทอายุ 1 วันเคลื่อนไหวอยู่ในช่วงร้อยละ 20.25 – 25.0 ต่อปี

อัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินให้กู้ยืมของสถาบันการเงินในปี 2540 ยังคงปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยในช่วง 9 เดือนแรกของปี ธนาคารพาณิชย์ปรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากขึ้น

ประมาณร้อยละ 0.25 – 2.75 ต่อปี เพื่อเร่งระดมเงินฝากในประเทศ และปรับอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมขึ้นตามต้นทุนที่สูงขึ้น และสภาพคล่องที่ตึงตัว โดยปรับอัตราดอกเบี้ยให้กู้ยืมแก่ลูกค้าชั้นดี (MLR) และอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมแก่ลูกค้าชั้นดีรายย่อย (MRR) ขึ้นประมาณร้อยละ 1.0 – 2.25 และร้อยละ 1.5 – 3.25 ต่อปี ตามลำดับ และเพื่อเป็นการป้องกันให้สถาบันการเงินแข่งขันกันระดมเงินจากประชาชนมากเกินไปจนเกิดความเสียหายต่อฐานะการดำเนินงานของสถาบันการเงิน ดังนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงเริ่มกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ และเงินกู้ยืมจากประชาชนของบริษัทเงินทุนเป็นการชั่วคราวมาตั้งแต่วันที่ 30 มิถุนายน 2540 โดยได้ปรับเปลี่ยนวิธีกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวเป็นครั้งคราว เพื่อให้สอดคล้องกับสภาวะการณ์ในแต่ละช่วงเวลา

ปี 2541 สภาพคล่องของระบบการเงินค่อนข้างผันผวน โดยมีสภาพคล่องตึงตัวในไตรมาสแรก เป็นผลจากวิกฤตการณ์เศรษฐกิจการเงินในภูมิภาคที่เกิดขึ้นในปีก่อน ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและเจ้าหน้าที่ต่างประเทศ ทำให้มีการไหลออกสุทธิของเงินทุนภาคธนาคาร รวมทั้งของภาคธุรกิจที่ถูกเรียกคืนเงินกู้จากสถาบันการเงินต่างประเทศเช่นกัน อย่างไรก็ตาม นับตั้งแต่ปลายไตรมาสที่สองเป็นต้นมา ภาวะสภาพคล่องตึงตัวในระบบการเงินได้ปรับตัวดีขึ้น เนื่องจากปัจจัย 3 ประการ คือ

1. มาตรการแก้ไขปัญหาความไม่มั่นคงของสถาบันการเงินที่ทางการดำเนินการมาเป็นลำดับ และนโยบายประกันเงินฝากของทางการ โดยเฉพาะมาตรการแก้ไขปัญหาสถาบันการเงินที่ประกาศเมื่อวันที่ 14 สิงหาคม 2541 ทำให้ประชาชนมีความเชื่อมั่นในสถาบันการเงินมากขึ้น ส่งผลให้มีการกระจายเงินฝากไปยังกลุ่มธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนทุกกลุ่มอย่างทั่วถึงมากขึ้น

2. ปัญหาเงินทุนไหลออกในภาคเอกชนที่มีไชน่าคาร์ที่เกิดขึ้นในช่วงไตรมาสแรกได้กลับเปลี่ยนเป็นการไหลเข้าสุทธิในช่วงไตรมาสที่สองและสาม รวมทั้งการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดยังคงมีต่อเนื่องนับตั้งแต่ไตรมาสสุดท้ายของปี 2540 ส่งผลให้สภาพคล่องของระบบการเงินปรับตัวดีขึ้นและเงินบาทมีเสถียรภาพมากขึ้น อย่างไรก็ตาม ค่าเงินบาทที่แข็งขึ้นในไตรมาสสุดท้ายของปี 2541 และอัตราดอกเบี้ยในประเทศที่ลดลง ทำให้ธุรกิจเอกชนชำระคืนหนี้ต่างประเทศมากขึ้น เงินทุนภาคเอกชนที่ไม่ไชน่าคาร์จึงไหลออกไปสุทธิกว่า 2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ แต่สภาพคล่องในตลาดเงินก็ยังคงสูงเพราะสะสมมาจากช่วงก่อนหน้า

3. นโยบายการเงินและการคลังของทางการมีลักษณะผ่อนคลายมากขึ้น โดยอัตราดอกเบี้ยในประเทศได้ลดลงในช่วงหลังของปี เนื่องจากแรงกดดันด้านค่าเงินบาทลดลงไปมากและอัตราเงินเฟ้อได้ชะลอตัวลงค่อนข้างเร็ว ณ สิ้นปี 2541 อัตราเงินเฟ้ออยู่ที่ร้อยละ 4.3 เทียบกับร้อยละ 7.7 ในระยะเดียวกันปีก่อน

แม้ว่าสภาพคล่องของระบบการเงินได้ปรับตัวดีขึ้นตั้งแต่ปลายไตรมาสที่สองแล้วก็ตาม แต่วิกฤตการณ์สถาบันการเงินภายในประเทศได้ส่งผลกระทบต่อธุรกิจได้รับสินเชื่อและเงินทุนน้อยลงในปี 2541 เนื่องจากธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศให้ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนหลายแห่งหยุดการทำธุรกิจ ดังนั้น ธุรกิจที่เคยพึ่งพิงเงินทุนจากสถาบันการเงินเหล่านี้จึงขาดสภาพคล่อง ขณะเดียวกัน สถาบันการเงินที่ยังเปิดดำเนินการอยู่ต้องเพิ่มความระมัดระวังมากในการพิจารณาปล่อยสินเชื่อด้วยสาเหตุสำคัญ คือ

ประการแรก ประชาชนขาดความเชื่อมั่นในสถาบันการเงิน ทำให้มีการถอนเงินฝากจำนวนมากและเจ้าหน้าที่เงินกู้ยืมต่างประเทศเร่งรัดให้ชำระคืนเงินกู้หรือไม่ต่ออายุเงินกู้ให้เมื่อครบกำหนดชำระ ทำให้สถาบันการเงินส่วนใหญ่ขาดสภาพคล่อง

ประการที่สอง เศรษฐกิจหดตัวอย่างรวดเร็ว และธุรกิจมีภาระการชำระหนี้ต่างประเทศสูงขึ้นจากที่เงินบาทมีค่าลดลงมาก ทำให้ธุรกิจไม่สามารถชำระดอกเบี้ยและเงินกู้ยืมแก่สถาบันการเงิน หนี้คือคุณภาพของสถาบันการเงินจึงสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว

ประการที่สาม สถาบันการเงินมีความยากลำบากในการเพิ่มเงินกองทุนให้เพียงพอกับภาระการกันสำรองหนี้คือคุณภาพที่สูงขึ้น ทำให้สถาบันการเงินส่วนใหญ่ไม่มีศักยภาพพอที่จะปล่อยสินเชื่อรายใหม่ และจำเป็นต้องเรียกหนี้เก่าคืนอย่างต่อเนื่อง

อัตราดอกเบี้ยตลาดเงินอยู่ในระดับสูงในช่วงไตรมาสแรกของปี ตามภาวะสภาพคล่องที่ตึงตัว ประกอบกับทางการจำเป็นต้องดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดเพื่อควบคุมเงินเฟ้อและรักษาเสถียรภาพอัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะเมื่อวันที่ 12 มกราคม 2541 ที่เงินบาทมีค่าอ่อนที่สุด นับตั้งแต่มีการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว คืออยู่ที่ประมาณ 56.06 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารปรับตัวสูงขึ้นถึงร้อยละ 29 ต่อปี อย่างไรก็ตาม อัตราดอกเบี้ยดังกล่าวได้ลดลงตามลำดับ จากกรณีที่สภาพคล่องทางการเงินปรับตัวสูงขึ้น รวมทั้ง

เงินบาทมีเสถียรภาพมากขึ้น โดยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารเฉลี่ยลดลงจากร้อยละ 20.6 ต่อปีในช่วงไตรมาสแรก เหลือเพียงร้อยละ 3.8 ในไตรมาสสุดท้ายของปี 2541 นอกจากนี้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตร และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินให้กู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ก็ปรับตัวลดลง แต่ถึงอย่างไรก็ตาม อัตราการปรับลดดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมน้อยกว่า อัตราการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก เนื่องจากสถาบันการเงินยังมีต้นทุนกันสำรองหนี้ค้ำยคุณภาพค่อนข้างสูง

ในปี 2542 และ 2543 สภาพคล่องทางการเงินโดยทั่วไปอยู่ในเกณฑ์สูงอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้เนื่องมาจากการผ่อนคลายนโยบายการเงินและการคลัง ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินอยู่ในระดับต่ำ และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินให้กู้ยืมปรับลดลงเป็นลำดับ อย่างไรก็ตาม ภาวะการเงินในระบบมีความผันผวนเป็นครั้งคราว โดยสภาพคล่องตึงตัวในระยะสั้น ๆ ในช่วงเทศกาลต่าง ๆ เช่น เทศกาลปีใหม่ การสำรองเงินไว้เพื่อการเบิกถอนเงินสดมากกว่าปกติจากกรณี Y2K ซึ่งเป็นช่วงเวลาเดียวกับที่ธนาคารพาณิชย์ต้องนำเงินส่งเงินสมทบกองทุนเพื่อการฟื้นฟู นอกจากนี้สถาบันการเงินลดการลงทุนในตลาดเงินเพื่อเร่งปล่อยสินเชื่อแก่ภาคเอกชนเพิ่มมากขึ้น ซึ่งทำให้สภาพคล่องส่วนเกินในระบบการเงินลดลงด้วยเช่นกัน

อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินและอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตร มีแนวโน้มลดลงตามภาวะสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้ อัตราดอกเบี้ยตลาดเงินอยู่ในระดับต่ำเกือบตลอดทั้งปี โดยอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินให้กู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ลดลงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งสอดคล้องกับสภาวะการเงินที่มีสภาพคล่องสูงและความต้องการเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ลดลง ทั้งนี้ เมื่อสิ้นเดือนธันวาคม 2542 อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ 5 แห่งอยู่ที่ระดับร้อยละ 3.75 ต่อปี ขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืม MLR อยู่ที่ระดับร้อยละ 8.25 – 8.75 ต่อปี

ในปี 2544 สภาพคล่องในระบบโดยรวมยังคงมีอยู่สูง ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินให้กู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ปรับตัวลดลง 2 ครั้ง โดยในเดือนกุมภาพันธ์ ธนาคารพาณิชย์ไทยขนาดใหญ่ 4 แห่ง มีการปรับลดร้อยละ 0.50 และในเดือนธันวาคม ปรับลดอีกร้อยละ 0.25 ทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน และอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืม MLR ลดลงเหลือร้อยละ 2.25 และ 7.0 - 7.5 ต่อปี ตามลำดับ

สภาพคล่องที่มีอยู่สูงส่วนหนึ่งเป็นผลจากเงินฝากธนาคารพาณิชย์ที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในปี ณ สิ้นเดือนธันวาคม เงินที่ฝากธนาคารพาณิชย์เพิ่มขึ้นคิดเป็นร้อยละ 4.0 ต่อปี ขณะที่สินเชื่อรวมธนาคารพาณิชย์ เมื่อบวกกลับหนี้สูญและสินเชื่อที่โอนไปบริษัทบริหารสินทรัพย์ (AMCs) แต่ไม่รวมสินเชื่อที่ให้แก่ AMCs เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.7 ต่อปี อย่างไรก็ตามในปี 2544 นี้ฐานะธนาคารพาณิชย์ปรับตัวดีขึ้น

เมื่อวันที่ 8 มิถุนายน 2544 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ดำเนินนโยบายการเงินโดยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนระยะ 14 วัน จากร้อยละ 1.5 เป็นร้อยละ 2.5 เพื่อแก้ไขปัญหาความบิดเบือนของโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น และช่วยรักษาเสถียรภาพด้านต่างประเทศ ส่งผลให้การชำระเงินปรับตัวดีขึ้นโดยรวม เงินสำรองระหว่างประเทศเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องและอัตราแลกเปลี่ยนมีเสถียรภาพ อย่างไรก็ตาม ในภายหลังเมื่อมีปัญหาโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยและเสถียรภาพต่างประเทศบรรลุเป้าหมายแล้ว ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนระยะ 14 วัน จากร้อยละ 2.5 เป็นร้อยละ 2.25 เมื่อวันที่ 25 ธันวาคม 2544 ตามการปรับลดอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศ และเพื่อช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย

บทที่ 4

แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาและวิธีการศึกษา

หลังจากที่มีการตัดสินใจในทิศทางของนโยบายการเงินแล้ว ขั้นตอนต่อไปก็เป็นการดำเนินนโยบายการเงินในชั้นปฏิบัติการ ซึ่งเกี่ยวข้องกับการปรับสัดส่วนต่ออุปสงค์และอุปทานของสภาพคล่องของตลาดเงิน ซึ่งจะมีผลต่อพฤติกรรมของภาคครัวเรือนและหน่วยธุรกิจในระบบเศรษฐกิจ โดยที่ความเกี่ยวโยงของระบบการเงินไปยังระบบเศรษฐกิจจะเกิดขึ้น โดยผ่านการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย

สำหรับการศึกษานี้ ในตลาดเงินเชื่อมีตัวแปรที่สำคัญที่เกี่ยวข้องคือ อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรเฉลี่ย 7 วัน (RP) อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร (IB) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (MLR) และการลงทุน (INV) ซึ่งเมื่อรัฐบาลต้องการดำเนินนโยบายทางการเงินเพื่อให้สอดคล้องกับระบบเศรษฐกิจในขณะใดขณะหนึ่ง ก็จะส่งสัญญาณทางการเงินเข้าสู่ระบบ จากนั้นจะมีการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ย RP ซึ่งถือว่าเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน (Monetary Instrument) ระยะสั้นของธนาคารแห่งประเทศไทย และอัตราดอกเบี้ย RP นี้จะส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ย IB ซึ่งถือว่าเป็นตัวส่งผ่านในระบบการเงินที่สำคัญ และเป็นเป้าหมายชั้นปฏิบัติการ (Operating Targets) (สมการที่ 1)

เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ย IB ที่ถือว่าเป็นอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น ก็จะส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาวในระบบ สำหรับในตลาดเงินเชื่อนี้ก็จะกระทบต่ออัตราดอกเบี้ย MLR ซึ่งเป็นตัวแทนของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินเชื่อ ในขั้นตอนนี้จะเป็นเป้าหมายการดำเนินนโยบายในขั้นกลาง (Immediate Targeting) ซึ่งจะมีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดและส่งผลกระทบต่อเป้าหมายขั้นสุดท้าย (Ultimate Targeting) นั่นก็คือเมื่อปริมาณเงินเชื่อมีการเปลี่ยนแปลงก็จะกระทบต่อการตัดสินใจลงทุนของภาคธุรกิจ (สมการที่ 2 และ 3 ตามลำดับ)

นอกจากนี้การเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ย IB ยังส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาวในตลาดเงินฝาก ซึ่งในที่นี้ได้ใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (DR) เป็นตัวแทน (สมการที่ 4) แล้วจะกระทบต่อการตัดสินใจบริโภคของภาคครัวเรือนในที่สุด (สมการที่ 5)

กล่าวโดยสรุปแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษานี้แบ่งออกได้เป็น 2 ตลาด นั่นก็คือ ตลาดสินเชื่อ และตลาดเงินฝาก แต่เนื่องจากตัวแปรในตลาดเงินนั้นมีการปรับตัวแบบค่อยเป็นค่อยไป เพื่อเข้าสู่ดุลยภาพ ดังนั้นในแบบจำลองของการศึกษานี้ จึงใช้รูปแบบ Partial Adjustment Model ในการอธิบายการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะสั้นของตัวแปรตาม (ภาคผนวก ก)

1. แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

ตลาดสินเชื่อ

1. ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินระยะสั้นกับตลาด Interbank สามารถเขียนเป็นความสัมพันธ์ในลักษณะสมการเส้นตรงที่แสดงความสัมพันธ์ในระยะยาวได้ดังนี้

$$\Delta \ln IB_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln RP_t + \beta_2 IB_{t-1} + \mu_t \quad (1)$$

2. ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย IB กับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR

$$\Delta \ln MLR_t = \theta_0 + \theta_1 \Delta \ln IB_t + \theta_2 MLR_{t-1} + \mu_t \quad (2)$$

3. ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดสินเชื่อที่มีต่อการลงทุน ซึ่งเขียนเป็นสมการเส้นตรงได้ ดังนี้

$$\Delta \ln INV_t = \eta_0 + \eta_1 \Delta \ln MLR_t + \eta_2 INV_{t-1} + \mu_t \quad (3)$$

ตลาดเงินฝาก

4. ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย IB กับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน

$$\Delta \ln DR_t = \phi_0 + \phi_1 \Delta \ln IB_t + \phi_2 DR_{t-1} + \mu_t \quad (4)$$

5. ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินฝากที่มีต่อการบริโภคในปัจจุบัน ซึ่งเขียนเป็นสมการเส้นตรงได้ ดังนี้

$$\Delta \ln CONS_t = \delta_0 + \delta_1 \Delta \ln DR_t + \delta_2 CONS_{t-1} + \mu_t \quad (5)$$

โดยที่	IB_t	= อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารระยะข้ามคืน (%)
	IB_{t-1}	= อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารระยะข้ามคืนในคาบเวลาก่อนหน้า (%)
	RP_t	= อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรอายุ 7 วัน (%)
	RP_{t-1}	= อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรอายุ 7 วันในคาบเวลาก่อนหน้า (%)
	MLR_t	= อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (% ต่อปี)
	MLR_{t-1}	= อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดีในคาบเวลาก่อนหน้า (% ต่อปี)
	INV_t	= Composite Private Investment Index (1995 = 100)
	INV_{t-1}	= Composite Private Investment Index (1995 = 100) ในคาบเวลาก่อนหน้า
	DR_t	= อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (%ต่อปี)
	DR_{t-1}	= อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนในคาบเวลาก่อนหน้า (%ต่อปี)
	$CONS_t$	= Composite Private Consumption Index (1995 = 100)
	$CONS_{t-1}$	= Composite Private Consumption Index (1995 = 100) ในคาบเวลาก่อนหน้า
	μ_t	= ค่าความคลาดเคลื่อนทางสถิติ (Error Term)

2. ข้อสมมุติฐานการศึกษา

1. อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร ณ ระดับคุณภาพในระยะยาว (IB) นั้นขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ย RP 7 วัน และมีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกัน นั่นคือถ้าอัตราดอกเบี้ย RP 7 วันสูงขึ้น ก็จะมีผลทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมระหว่างธนาคารสูงขึ้นตามไปด้วย หรือในทางกลับกัน ถ้าอัตราดอกเบี้ย RP 7 วันลดลง ก็จะมีผลทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมระหว่างธนาคารลดลงด้วย

2. อัตราดอกเบี้ย MLR มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกันกับอัตราดอกเบี้ย IB นั่นคือถ้าอัตราดอกเบี้ย IB สูงขึ้น ก็จะมีผลทำให้อัตราดอกเบี้ย MLR สูงขึ้น ตามไปด้วย หรือถ้าอัตราดอกเบี้ย IB ลดลง ก็จะมีผลทำให้อัตราดอกเบี้ย MLR ลดลงตามไปด้วย

3. การตัดสินใจลงทุนของภาคธุรกิจนั้นขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ย MLR และมีความสัมพันธ์กันในทิศทางตรงกันข้าม นั่นคือถ้าอัตราดอกเบี้ย MLR สูงขึ้น จะมีผลทำให้การลงทุนของภาคธุรกิจลดลง หรือถ้าอัตราดอกเบี้ย MLR ลดลง จะมีผลทำให้การลงทุนของภาคธุรกิจเพิ่มขึ้น

4. อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (DR) และมีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกันกับอัตราดอกเบี้ย IB นั่นคือถ้าอัตราดอกเบี้ย IB สูงขึ้น จะทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก (DR) สูงขึ้นตามไปด้วย หรือถ้าอัตราดอกเบี้ย IB ลดลง จะทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก (DR) ลดลงด้วย

5. การบริโภคของภาคเอกชน มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน เช่น เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์สูงขึ้นทำให้เกิดแรงจูงใจในการออมมากขึ้น และลดการบริโภคในปัจจุบันลง เพื่อการบริโภคที่สูงขึ้นในอนาคต หรือถ้าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์ลดลง จะทำให้เกิดการออมลดลงและผู้บริโภคจะบริโภคสินค้าและบริการมากขึ้น

3. วิธีประมาณแบบจำลอง

เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้เป็นข้อมูลที่มีลักษณะเป็นข้อมูลอนุกรมเวลา ปัญหาของการใช้ข้อมูลที่เป็น Time Series Data จะมีผลต่อความน่าเชื่อถือของการประมาณแบบจำลองด้วยวิธี OLS กล่าวคือ

“ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์มหภาค (Macroeconomics Variables) ที่ประมาณและทดสอบโดยวิธีการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติแบบดั้งเดิม (Traditional Econometric Analysis) อาจเป็นความสัมพันธ์ที่ไม่แท้จริง (Spurious Relationships) ได้ ถ้าหากข้อมูลอนุกรมเวลา (Economic Time Series) ที่ใช้มีลักษณะ Non-Stationary หรือ Stochastic Process กล่าวคือ Mean และ Variance ของข้อมูลเหล่านั้นมีค่าเปลี่ยนแปลงไปตามระยะเวลา “การอ้างอิงทางสถิติ” และ/หรือ “การวิเคราะห์เชิงนโยบายใด ๆ โดยอิงกับค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองที่ประมาณการได้ดังกล่าวอาจให้ภาพที่บิดเบือนไปจากข้อเท็จจริงได้” (รังสรรค์ หทัยเสรี, 2538, น.21)¹

ดังนั้นในการศึกษานี้จำเป็นต้องมีการทดสอบคุณสมบัติการเป็น Non-Stationary ของข้อมูล โดยทดสอบ Unit Root Test ซึ่งเป็นการทดสอบว่าข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้มีลักษณะเป็น Stationary หรือไม่ โดยในการศึกษานี้จะใช้วิธีการทดสอบของ Augmented Dickey-Fuller

¹ รังสรรค์ หทัยเสรี. “Cointegration and Error Correction Approach : ทางเลือกใหม่ในการประยุกต์ใช้แบบจำลองทางเศรษฐกิจมหภาคของไทย” วารสารเศรษฐศาสตร์ธรรมศาสตร์, 2538, กันยายน, หน้า 20-55.

การทดสอบความเป็น Stationary ของข้อมูลโดยวิธี Unit Root Test

การทดสอบ Unit Root Test เป็นการทดสอบความมีเสถียรภาพของข้อมูล เพื่อหา Integrated of Order ของข้อมูลตามวิธีการของ Augmented Dickey-Fuller Test (ADF-Test) และ ข้อมูลที่นำมาทดสอบได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารระยะข้ามคืน (IB) อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรอายุ 7 วัน (RP) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (MLR) Composite Private Investment Index (INV) อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (DR) Composite Private Consumption Index (CONS) ซึ่งมีรูปแบบสมการ ADF ดังนี้

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \phi_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

- โดยที่ ΔY คือ $Y_t - Y_{t-1}$
 β_1 คือ ค่าคงที่
 β_2 คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของ Time Trend
 δ คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรล่าช้าทางเศรษฐกิจ
 $\sum Y_{t-1}$ คือ ผลกระทบของ Autocorrelation ของ X_t ลำดับที่สูงกว่า
 m คือ จำนวน lagged ที่ทำให้ Error Term ไม่เกิดปัญหา Autocorrelation

และมีสมมติฐานคือ

$$H_1 : \delta = 0 \text{ (Non-stationary)}$$

$$H_1 : \delta < 1 \text{ (Stationary)}$$

การทดสอบว่าอนุกรมเวลา Y_t ว่าเป็น Stationary หรือไม่จะใช้ค่า t-statistics ของ สัมประสิทธิ์ของตัวแปร Y_{t-1} นั่นก็คือ δ ในกรณีที่ Y_t มี Unit Root ค่า t-statistics ของสัมประสิทธิ์ δ

$$\Delta^2 Y_t = \beta_1 + \beta_2 \Delta t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \phi_i \Delta^2 Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

จะต้องน้อยกว่าค่า Critical Value ในตารางของ Dickey-Fuller (τ -distribution) ผลที่ได้จาก Unit Root Test จะพบว่าอนุกรมเวลาของตัวแปร Y จะ Stationary at Level หรือ Integrated อันดับที่ 0 หรือเขียนในรูปสัญลักษณ์คือ $[Y_t \sim I(0)]$ ก็ต่อเมื่อ Null Hypothesis ถูกปฏิเสธ แต่ถ้าไม่สามารถปฏิเสธ Null Hypothesis ได้ก็แสดงว่าอนุกรมเวลาของตัวแปร Y จะไม่ Integrated ในอันดับที่ 0 แต่อาจจะ Integrated ในอันดับที่สูงกว่า ซึ่งสามารถทดสอบ Stationary ในอันดับ 1 ได้จากแบบจำลอง ดังนี้

ถ้ายังไม่สามารถปฏิเสธ Null Hypothesis ได้ก็ต้องการ Integrated ในอันดับที่ 2 โดยใช้แบบจำลอง ดังนี้

$$\Delta^3 Y_t = \beta_1 + \beta_2 \Delta^2 t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \phi_i \Delta^3 Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

ถ้ายังไม่สามารถปฏิเสธ Null Hypothesis ได้ก็ต้องการ Integrated ในอันดับที่สูงขึ้น นั่นคือการหาระดับของผลต่างลำดับที่ d จนกระทั่งพบว่าตัวแปร Y_t Stationary หรือค่าสถิติของค่าสัมประสิทธิ์ของค่า ΔY_t น้อยกว่าค่าวิกฤตของของ Mackinnon กล่าวคือ Integrated ลำดับที่ d หรือเขียนในรูปสัญลักษณ์คือ $[Y_t \sim I(d)]$

$$\Delta^{d+1} Y_t = \beta_1 + \beta_2 \Delta^d t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \phi_i \Delta^{d+1} Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

โดยที่ Δ^{d+1} คือ ระดับของผลต่างลำดับที่ d ของ Series

บทที่ 5

ผลการศึกษาเชิงประจักษ์

ในบทนี้จะกล่าวถึงผลการศึกษาเกี่ยวกับการทดสอบกลไกการทำงานของนโยบายการเงิน (Transmission Mechanism) ในช่องทางอัตราดอกเบี้ยว่า หลังจากที่ทางการได้ปรับเปลี่ยนทิศทางของนโยบายการเงิน โดยผ่านอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรที่ใช้เป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณทางการเงินแล้ว อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและระยะยาวในตลาดการเงินจะเปลี่ยนแปลงตามไปด้วยหรือไม่ และการเปลี่ยนแปลงนี้จะนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงของการใช้จ่ายในระบบเศรษฐกิจทั้งทางด้านบริโภคและการลงทุนอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรจากแบบจำลองจะอิงกับวิธีการทางเศรษฐมิติ ในรูปของสมการถดถอยด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Ordinary Least Square : OLS) แต่เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้มีลักษณะเป็นข้อมูลอนุกรมเวลา โดยอาจจะมีลักษณะ Non-Stationary หรือ Stochastic Process ซึ่งค่า Mean และ Variance ของข้อมูลนั้นจะมีค่าเปลี่ยนแปลงไปตามระยะเวลา แล้วจะส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพของการวิเคราะห์ทางสถิติที่ต้องอ้างอิงกับค่า Coefficient ของแบบจำลองนั้นบิดเบือนไปจากข้อเท็จจริงและนอกจากนั้นยังทำให้เกิดปัญหา Collinearity หรือ Multicollinearity ได้ ดังนั้นจึงมีการทดสอบคุณสมบัติการเป็น Stationary ของข้อมูลโดยวิธี Augmented Dickey-Fuller ของแบบจำลอง โดยผลการทดสอบเป็นดังนี้

1. ผลการทดสอบความเป็น Stationary ของข้อมูล

ผลการทดสอบ Unit Root Test ของตัวแปร 6 ตัว ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารระยะข้ามคืน (IB) อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรอายุ 7 วัน (RP) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (MLR) Composite Private Investment Index (INV) อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (DR) Composite Private Consumption Index (CONS) ดังแสดงในตารางที่ 2 โดยผลการทดสอบ ADF Test at Level พบว่าตัวแปรทุกตัวไม่สามารถปฏิเสธ Null Hypothesis นั่นคือตัวแปรทุกตัวมีคุณสมบัติเป็น Non-Stationary เพราะค่า สัมบูรณ์ของ ADF Statistic ที่ได้จากการคำนวณมีค่าน้อยกว่าค่าสัมบูรณ์ของค่าวิกฤต (Critical Value) ที่ระดับนัยสำคัญ 1% 5% และ 10% ดังนั้นจึงมีการทดสอบตัวแปรแต่ละตัวในอันดับของข้อมูล (Order of Integrated) ที่สูงขึ้นคือการ

ตารางที่ 2 ผลการทดสอบ Unit Root Test at Level

ตัวแปร	ADF Test at Level				
	lag (p)	δ	CV		
			1%	5%	10%
lnIB	1	-1.2621	-3.4900	-2.8874	-2.5804
lnRP	1	-1.0362	-3.4900	-2.8874	-2.5804
lnMLR	1	-0.0394	-3.4900	-2.8874	-2.5804
lnINV	3	-1.2761	-3.4900	-2.8874	-2.5804
lnDR	1	0.7713	-3.4900	-2.8874	-2.5804
lnCONS	1	-2.2704	-3.4911	-2.8879	-2.5807

ทดสอบ ADF Test at First Difference ซึ่งหลังจากทำการทดสอบแล้วพบว่า ตัวแปรทุกตัวสามารถปฏิเสธ Null Hypothesis นั่นคือตัวแปรไม่มีลักษณะเป็น Unit Root ณ ระดับ First Level เนื่องจากค่า สัมบูรณ์ของ ADF Statistic ที่ได้จากการคำนวณมีค่ามากกว่าค่าสัมบูรณ์ของค่าวิกฤต (Critical Value) ที่ระดับนัยสำคัญ 1% 5% และ 10% ทุกกรณี ดังแสดงในตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ผลการทดสอบ Unit Root Test at First Difference

ตัวแปร	ADF Test at First Difference				
	lag (p)	δ	CV		
			1%	5%	10%
lnIB	1	-7.6107	-3.4900	-2.8874	-2.5804
lnRP	1	-6.9479	-3.4900	-2.8874	-2.5804
lnMLR	1	-4.4553	-3.4900	-2.8874	-2.5804
lnINV	1	-7.7929	-3.4900	-2.8874	-2.5804
lnDR	2	-4.5578	-3.4900	-2.8874	-2.5804
lnCONS	1	-7.5218	-3.4917	-2.8882	-2.5808

2. ผลการศึกษาแบบจำลองทางเศรษฐมิติ

จากการทดสอบคุณสมบัติ Stationary ของข้อมูลแล้วทำให้สรุปได้ว่า ข้อมูลที่ใช้มีคุณสมบัติเป็น Non-Stationary จึงจำเป็นต้องแก้ไขโดยการทดสอบสมการในรูปของ First Difference Form ทั้งนี้เพื่อให้ค่าสัมประสิทธิ์ที่คำนวณได้มีคุณสมบัติที่สามารถนำไปใช้อ้างอิงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นสมการความสัมพันธ์จึงมีรูปแบบ ดังนี้

1. ตลาดสินเชื่อ

1.1 ความสัมพันธ์ในตลาดเงินระยะสั้นระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย Repurchase กับการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย Interbank แบ่งเป็น 3 ช่วง ดังนี้

ก. ช่วงระหว่างก่อนและหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (มกราคม 2536 ถึง มีนาคม 2545)

$$\Delta \ln IB_t = -0.0004 + 0.2536 \Delta \ln RP_t + 0.5325 \Delta \ln IB_{t-1}$$

(-0.0625) (5.3437)* (18.5727)*

$$R^2 = 0.9142$$

ข. ช่วงหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (กรกฎาคม 2540 ถึง มีนาคม 2545)

$$\Delta \ln IB_t = -0.0076 + 0.2692 \Delta \ln RP_t + 0.4072 \Delta \ln IB_{t-1}$$

(-0.9237) (5.1650)* (14.1282)*

$$R^2 = 0.9043$$

ค. ช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (มกราคม 2536 ถึง มิถุนายน 2540)

$$\Delta \ln IB_t = 0.0019 - 0.0679 \Delta \ln RP_t + 0.8544 \Delta \ln IB_{t-1}$$

(0.4546) (-1.8675) (35.8370)*

$$R^2 = 0.9890$$

* มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ตัวเลขในวงเล็บคือค่า t-statistic

จากผลการทดสอบค่าความสัมพันธ์จากทั้ง 3 ช่วงเวลาดังกล่าวข้างต้นพบว่า แบบจำลองสามารถอธิบายความสัมพันธ์ได้ร้อยละ 91.42 90.43 และ 98.90 ตามลำดับ ซึ่งการเปลี่ยน

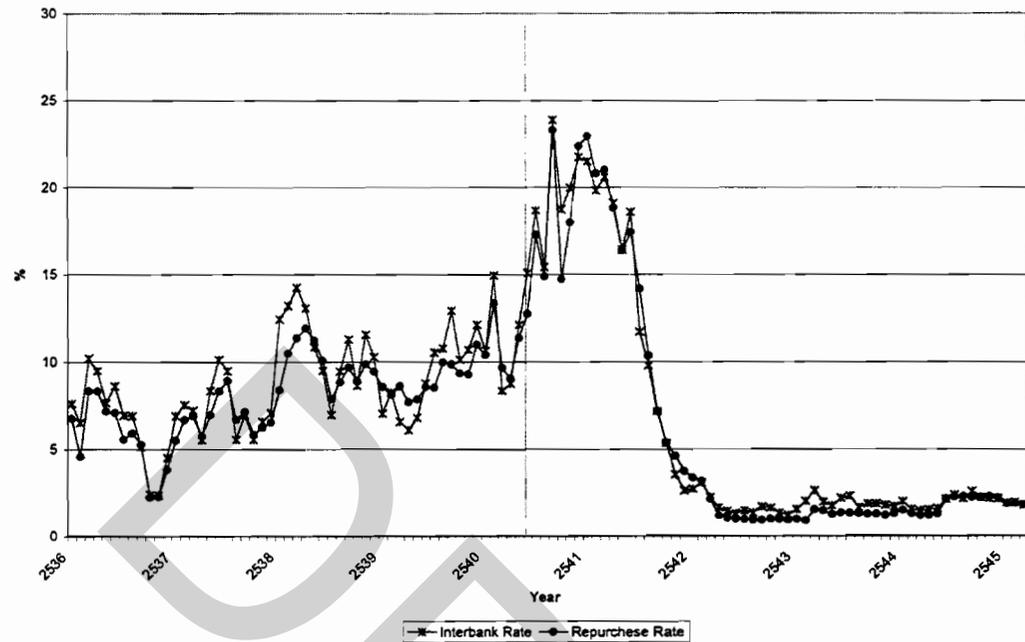
แปลงของอัตราดอกเบี้ย RP มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย Interbank ในช่วงเวลาระหว่างก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจ (มกราคม 2536 ถึง มีนาคม 2545) และ ช่วงหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (กรกฎาคม 2540 ถึง มีนาคม 2545) มีทิศทางความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 โดยมีค่าความยืดหยุ่นเท่ากับ 0.2536 และ 0.2692 ตามลำดับ ซึ่งหมายความว่า ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย RP ไป 100 Basis point ทำให้อัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย Interbank เปลี่ยนแปลงไป 0.2536 และ 0.2692 Basis point ตามลำดับ

<u>ระหว่างก่อนและหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ</u>	<u>หลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ</u>	<u>ก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ</u>
(มกราคม 2536 ถึง มีนาคม 2545)	(กรกฎาคม 2540 ถึง มีนาคม 2545)	(มกราคม 2536 ถึง มิถุนายน 2540)
ทิศทางความสัมพันธ์ (+)	ทิศทางความสัมพันธ์ (+)	ทิศทางความสัมพันธ์ (-)
ค่าสัมประสิทธิ์ของ RP = 0.2536	ค่าสัมประสิทธิ์ของ RP = 0.2692	ค่าสัมประสิทธิ์ของ RP = 0.0679

ข้อสังเกตที่สำคัญประการหนึ่งคือ ค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราดอกเบี้ย Interbank ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจมีค่าสูงขึ้นเมื่อเทียบกับช่วงก่อนและหลังวิกฤต จาก 0.2536 เป็น 0.2692 สะท้อนให้เห็นว่า ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ ดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินมีความสัมพันธ์กันในระดับที่สูงขึ้น

ผลลัพธ์ทางสถิติดังกล่าวข้างต้น พบว่าสอดคล้องกับสมมุติฐานที่ตั้งไว้ ทั้งนี้เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย RP มีผลต่ออุปสงค์และอุปทานของเงินทุนในตลาดเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร เช่น เมื่ออัตราดอกเบี้ย RP สูงขึ้น สถาบันการเงินจะขอกู้จากตลาด Interbank มากขึ้นและจะลงทุนให้กู้ในตลาดซื้อคืนพันธบัตรมากขึ้นเช่นกัน เนื่องจากมีแรงจูงใจในการที่จะได้รับผลตอบแทนจากการให้กู้ยืมมากขึ้น ทำให้อุปสงค์ของการกู้เงินระหว่างธนาคารสูงขึ้นและอุปทานของการกู้เงินระหว่างธนาคารลดลง ดังนั้นจึงเป็นแรงผลักดันให้อัตราดอกเบี้ยในตลาด Interbank สูงขึ้น ถ้าพิจารณาจากภาพที่ 9 จะเห็นว่าอัตราดอกเบี้ย RP และอัตราดอกเบี้ย Interbank ในช่วงเวลาดังกล่าวมีการเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกันอย่างใกล้ชิด

รูปที่ 9 อัตราดอกเบี้ย RP และ อัตราดอกเบี้ย Interbank



1.2 ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย Interbank กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR

ก. ช่วงระหว่างก่อนและหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (มกราคม 2536 ถึง มีนาคม 2545)

$$\Delta \ln \text{MLR}_t = 0.0001 + 0.0003 \Delta \ln \text{IB}_t + 0.9104 \Delta \ln \text{MLR}_{t-1}$$

(2.5198)* (1.3644) (548.6118)*

$$R^2 = 0.9996$$

ข. ช่วงหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (กรกฎาคม 2540 ถึง มีนาคม 2545)

$$\Delta \ln \text{MLR}_t = 0.0002 + 0.0010 \Delta \ln \text{IB}_t + 0.9088 \Delta \ln \text{MLR}_{t-1}$$

(2.5663)* (2.0925)* (330.1516)*

$$R^2 = 0.9996$$

ค. ช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (มกราคม 2536 ถึง มิถุนายน 2540)

$$\Delta \ln \text{MLR}_t = 6.51\text{E-}06 + 7.01\text{E-}05 \Delta \ln \text{IB}_t + 0.9138 \Delta \ln \text{MLR}_{t-1}$$

(0.2619) (0.7772) (788.2708)*

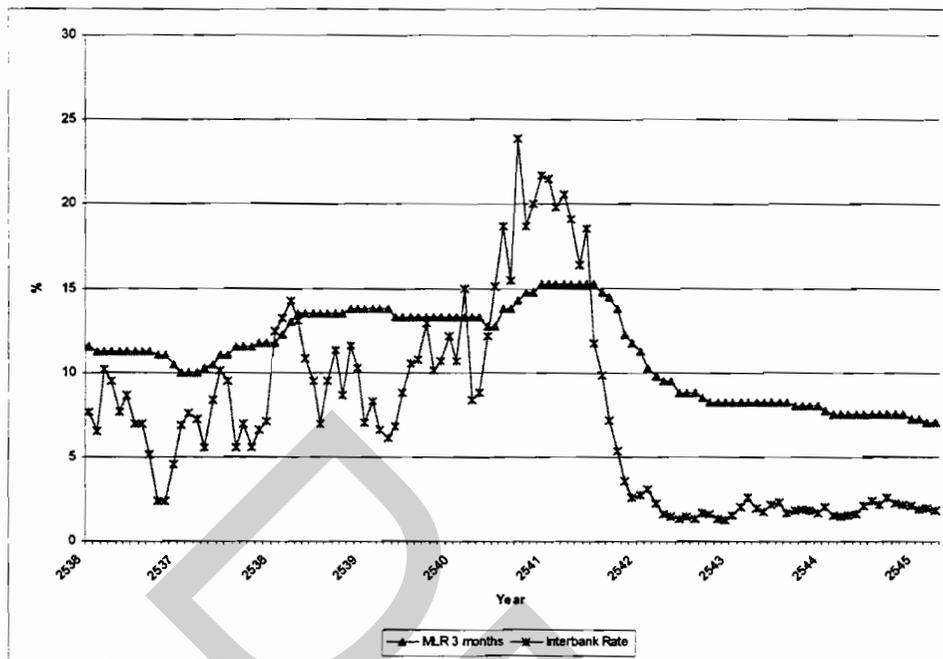
$$R^2 = 0.9999$$

จากผลการทดสอบค่าความสัมพันธ์จากทั้ง 3 ช่วงเวลาดังกล่าวข้างต้นพบว่าแบบจำลองสามารถอธิบายความสัมพันธ์ได้ร้อยละ 99.96, 99.96 และ 99.99 ตามลำดับ โดยมีความยืดหยุ่นของความสัมพันธ์ดังกล่าว มีค่าเท่ากับ 0.0003 , 0.0010 และ 7.01E-05 ตามลำดับ ซึ่งหมายความว่า ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย Interbank ไป 100 Basis point จะทำให้อัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย MLR เปลี่ยนแปลงไป 0.0003 , 0.0010 และ 7.01E-05 Basis point ตามลำดับ

<u>ระหว่างก่อนและหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ</u>	<u>หลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ</u>	<u>ก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ</u>
(มกราคม 2536 ถึง มีนาคม 2545)	(กรกฎาคม 2540 ถึง มีนาคม 2545)	(มกราคม 2536 ถึง มิถุนายน 2540)
ทิศทางความสัมพันธ์ (+)	ทิศทางความสัมพันธ์ (+)	ทิศทางความสัมพันธ์ (+)
ค่าสัมประสิทธิ์ของ IB = 0.0003	ค่าสัมประสิทธิ์ของ IB = 0.0010	ค่าสัมประสิทธิ์ของ IB = 7.01E-05

เป็นที่น่าสังเกตว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย Interbank ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจมีค่าสูงกว่า เมื่อเทียบกับช่วงอื่น ๆ สะท้อนให้เห็นว่า ในช่วงหลังวิกฤตนี้ ดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินมีระดับความสัมพันธ์ที่สูงขึ้น นอกจากนี้ ทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่าง 2 ตัวแปรยังเป็นไปในทิศทางเดียวกัน นั่นคือ อัตราดอกเบี้ย Interbank เปลี่ยนแปลงเพิ่มสูงขึ้น (ลดลง) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR ก็จะปรับตัว เพิ่มขึ้น (ลดลง) ตามไปด้วย ซึ่งสอดคล้องกับสมมุติฐาน ทั้งนี้เป็นเพราะการกำหนดอัตราดอกเบี้ยให้กู้ยืมของธนาคารจะต้องพิจารณาจากต้นทุนซึ่งอัตราดอกเบี้ย Interbank ก็เป็นต้นทุนชนิดหนึ่งเช่นกัน ดังนั้นถ้าธนาคารมีต้นทุนการกู้ยืมเงินระหว่างธนาคารสูงขึ้น ธนาคารก็จะ Mark Up ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นนี้เข้าไปในอัตราดอกเบี้ย MLR ด้วย

รูปที่ 10 อัตราดอกเบี้ย Interbank และ อัตราดอกเบี้ย MLR



1.3 ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินเชื่อที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงการลงทุน

ก. ช่วงระหว่างก่อนและหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (มกราคม 2536 ถึง มีนาคม 2545)

$$\Delta \ln INV_t = 1.19E-05 + 0.0059 \Delta \ln MLR_t + 0.9790 \Delta \ln INV_{t-1}$$

(0.1542) (1.9813)* (1182.143)*

$$R^2 = 0.9992$$

ข. ช่วงหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (กรกฎาคม 2540 ถึง มีนาคม 2545)

$$\Delta \ln INV_t = -7.56E-05 + 0.0004 \Delta \ln MLR_t + 0.9737 \Delta \ln INV_{t-1}$$

(-0.7430) (0.1182) (1014.535)*

$$R^2 = 0.9999$$

ค. ช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (มกราคม 2536 ถึง มิถุนายน 2540)

$$\Delta \ln INV_t = -2.63E-06 + 0.0006 \Delta \ln MLR_t + 0.9877 \Delta \ln INV_{t-1}$$

(-0.1687) (0.7236) (5029.751)*

$$R^2 = 0.9999$$

จากผลการทดสอบค่าความสัมพันธ์จากทั้ง 3 ช่วงเวลาดังกล่าวข้างต้นพบว่าแบบจำลองสามารถอธิบายความสัมพันธ์ได้ร้อยละ 99.92, 99.99 และ 99.99 ตามลำดับ โดยมีค่าความยืดหยุ่นเท่ากับ 0.0059, 0.0004 และ 0.0006 ตามลำดับ ซึ่งหมายความว่า ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย MLR ไป 100 Basis point จะทำให้อัตราการเปลี่ยนแปลงของการลงทุน เปลี่ยนแปลงไป 0.0059, 0.0004 และ 0.0006 Basis point ตามลำดับ

<u>ระหว่างก่อนและหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ</u> (มกราคม 2536 ถึง มีนาคม 2545)	<u>หลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ</u> (กรกฎาคม 2540 ถึง มีนาคม 2545)	<u>ก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ</u> (มกราคม 2536 ถึง มิถุนายน 2540)
ทิศทางความสัมพันธ์ (+)	ทิศทางความสัมพันธ์ (+)	ทิศทางความสัมพันธ์ (+)
ค่าสัมประสิทธิ์ของ MLR = 0.0059	ค่าสัมประสิทธิ์ของ MLR = 0.0004	ค่าสัมประสิทธิ์ของ MLR = 0.0006

การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย MLR มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราการลงทุนในช่วงเวลาระหว่างก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจ (มกราคม 2536 ถึง มีนาคม 2545) เพียงช่วงเวลาเดียวเท่านั้นที่เป็นความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 แต่มีทิศทางความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน หมายความว่า ถ้าอัตราดอกเบี้ย MLR เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นจะทำให้การลงทุนเพิ่มขึ้นด้วย หรือถ้าอัตราดอกเบี้ย MLR ลดลงจะทำให้การลงทุนลดลงไปด้วย ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมุติฐาน ทั้งนี้เป็นเพราะการลงทุนมีความสัมพันธ์กับปัจจัยอื่น อาทิ อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจมากกว่าปัจจัยทางด้านอัตราดอกเบี้ย

2. ตลาดเงินฝาก

2.1 ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย Interbank กับการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน

ก. ช่วงระหว่างก่อนและหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (มกราคม 2536 ถึง มีนาคม 2545)

$$\Delta \ln DR_t = 0.0013 + 0.0007 \Delta \ln IB_t + 0.7867 \Delta \ln DR_{t-1}$$

(1.3461) (0.1864) (59.8145)*

$$R^2 = 0.9708$$

ข. ช่วงหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (กรกฎาคม 2540 ถึง มีนาคม 2545)

$$\Delta \ln DR_t = 0.0020 + 0.0102 \Delta \ln IB_t + 0.0206 \Delta \ln DR_{t-1}$$

(1.0947) (1.1220) (37.2114)*

$$R^2 = 0.9647$$

ค. ช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (มกราคม 2536 ถึง มิถุนายน 2540)

$$\begin{aligned} \Delta \ln DR_t &= 5.44E-06 + 0.0004 \Delta \ln IB_t + 0.8734 \Delta \ln DR_{t-1} \\ &\quad (0.0451) \quad (0.9628) \quad (302.0803)* \\ R^2 &= 0.9995 \end{aligned}$$

จากผลการทดสอบค่าความสัมพันธ์จากทั้ง 3 ช่วงเวลาดังกล่าวข้างต้นพบว่าแบบจำลองสามารถอธิบายความสัมพันธ์ได้ร้อยละ 97.08, 96.47 และ 99.95 ตามลำดับ ซึ่งการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย Interbank ในทิศทางเดียวกัน อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าความยืดหยุ่นเท่ากับ 0.0007, 0.0102 และ 0.0004 ตามลำดับ ซึ่งหมายความว่า ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย Interbank ไป 100 Basis point จะทำให้อัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน เปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 0.0007, 0.0102 และ 0.0004 Basis point ตามลำดับ ซึ่งสอดคล้องกับสมมุติฐานที่ตั้งไว้ ทั้งนี้เนื่องถ้าอัตราดอกเบี้ย IB สูงขึ้น แสดงว่าสภาพคล่องในระบบการเงินลดน้อยลง ขณะที่อุปสงค์แห่งเงินลงทุน (Demand for Loanable Funds) มีมากกว่าอุปทานของเงินทุน (Supply of Loanable Funds) ดังนั้นจึงไปกดดันให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์เพิ่มสูงขึ้น

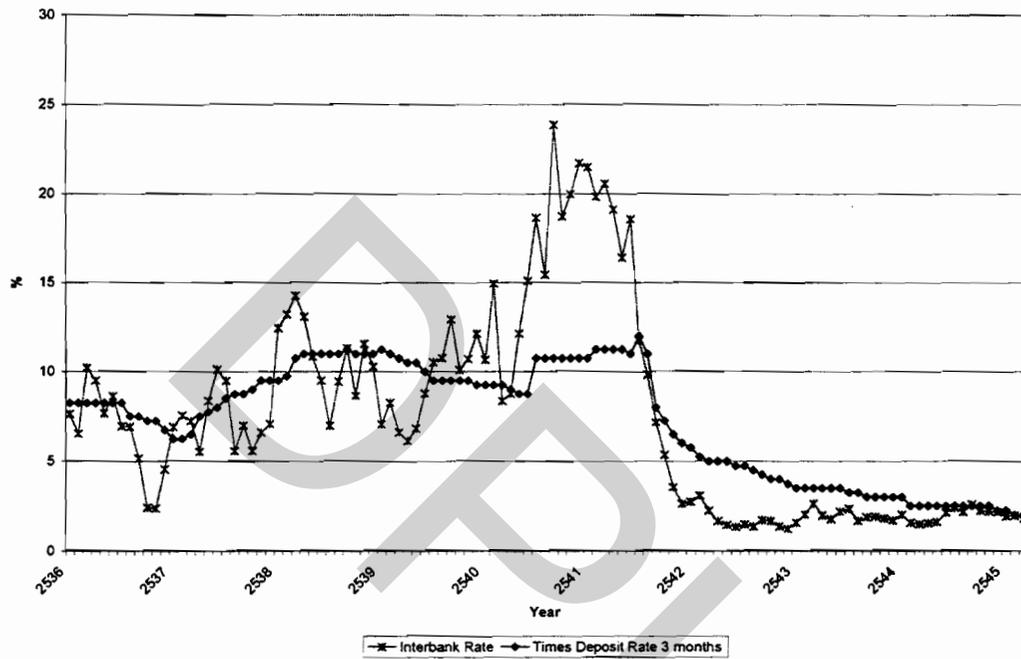
ระหว่างก่อนและหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ	หลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ	ก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ
(มกราคม 2536 ถึง มีนาคม 2545)	(กรกฎาคม 2540 ถึง มีนาคม 2545)	(มกราคม 2536 ถึง มิถุนายน 2540)
ทิศทางความสัมพันธ์ (+)	ทิศทางความสัมพันธ์ (+)	ทิศทางความสัมพันธ์ (+)
ค่าสัมประสิทธิ์ของ IB = 0.0007	ค่าสัมประสิทธิ์ของ IB = 0.0102	ค่าสัมประสิทธิ์ของ IB = 0.0004

และจากการที่อัตราดอกเบี้ย Interbank มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ในทิศทางเดียวกันนั้นก็หมายความว่า ถึงที่สุดแล้ว อัตราดอกเบี้ย RP ก็มีผลต่ออัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน เพราะอัตราดอกเบี้ย RP กับอัตราดอกเบี้ย Interbank มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ดังหัวข้อที่ 1.1 ที่กล่าวมาแล้วข้างต้น

แต่ทั้งนี้ทั้งนั้น การกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์นั้น ไม่ได้ขึ้นอยู่กับต้นทุนทางด้านอัตราดอกเบี้ย Interbank แต่เพียงอย่างเดียว แต่ยังขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่น ๆ ในตลาด

เงิน อาทิ ฐานะสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์แต่ละแห่ง นโยบายการระดมเงินทุนเพื่อการแข่งขัน
สภาวะการปล่อยสินเชื่อโดยรวม เป็นต้น

รูปที่ 11 อัตราดอกเบี้ย Interbank และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน



2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินฝากที่มีต่ออัตราการบริโภคนปัจจุบัน

ก. ช่วงระหว่างก่อนและหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (มกราคม 2536 ถึง มีนาคม 2545)

$$\Delta \ln \text{CONS}_t = -2.83\text{-E-}07 + 3.28\text{E-}06 \Delta \ln \text{DR}_t + 0.9897 \Delta \ln \text{CONS}_{t-1}$$

(-0.4959) (0.3348) 22062.67)*

$$R^2 = 0.9999$$

ข. ช่วงหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (กรกฎาคม 2540 ถึง มีนาคม 2545)

$$\Delta \ln \text{CONS}_t = 5.68\text{E-}07 + 1.88\text{E-}05 \Delta \ln \text{DR}_t + 0.9898 \Delta \ln \text{CONS}_{t-1}$$

(1.0508) (2.4720)* (24118.91)*

$$R^2 = 0.9999$$

ค. ช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (มกราคม 2536 ถึง มิถุนายน 2540)

$$\Delta \ln \text{CONS}_t = -7.64\text{E-}07 - 3.87\text{E-}05 \Delta \ln \text{DR}_t + 0.9897 \Delta \ln \text{CONS}_{t-1}$$

(-0.7480) (-1.4339) (11808.77)*

$$R^2 = 0.9999$$

จากผลการทดสอบค่าความสัมพันธ์จากทั้ง 3 ช่วงเวลาดังกล่าวข้างต้นพบว่าแบบจำลองสามารถอธิบายความสัมพันธ์ได้ร้อยละ 99.99 ซึ่งการเปลี่ยนแปลงของการบริโภคนปัจจุบันมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ (เดือน กรกฎาคม 2540 ถึง มีนาคม 2545) นั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งไม่ปฏิบัติตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้ ความสัมพันธ์ของตัวแปรมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 โดยมีค่าความยืดหยุ่นเท่ากับ 1.88E-05 หมายความว่า ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนไป 100 Basis point จะทำให้อัตราการเปลี่ยนแปลงของการบริโภคนปัจจุบันเปลี่ยนแปลงไป 1.88E-05 Basis point

<u>ระหว่างก่อนและหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ</u>	<u>หลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ</u>	<u>ก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ</u>
(มกราคม 2536 ถึง มีนาคม 2545)	(กรกฎาคม 2540 ถึง มีนาคม 2545)	(มกราคม 2536 ถึง มิถุนายน 2540)
ทิศทางความสัมพันธ์ (+)	ทิศทางความสัมพันธ์ (+)	ทิศทางความสัมพันธ์ (-)
ค่าสัมประสิทธิ์ของ DR = 3.28E-07	ค่าสัมประสิทธิ์ของ DR = 1.88E-05	ค่าสัมประสิทธิ์ของ DR = 3.87E-05

จากการที่ทิศทางความสัมพันธ์ของอัตราเงินฝากประจำ 3 เดือน กับอัตราการบริโภคภาคเอกชนในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ มีทิศทางเดียวกันนั้นเป็นเพราะในช่วงเวลาดังกล่าว สภาพคล่องในตลาดเงินมีสูง เงินฝากก็ขยายตัวมากขึ้น ทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากปรับตัวลดลง เพราะประชาชนระมัดระวังในการใช้จ่าย โดยลดการบริโภคลง แล้วออมมากขึ้น แต่ถ้าพิจารณาถึงขนาดของผลกระทบ ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากต่อการบริโภคแล้ว ถือว่ามีน้อยมาก

บทที่ 6

บทสรุป

1. สรุปผลการศึกษา

ในระยะสิบกว่าปีที่ผ่านมา ระบบเศรษฐกิจของไทยได้มีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างมาก นับตั้งแต่การดำเนินนโยบายแบบเปิดเสรีทางการเงิน การเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบอิงตะกร้าเงิน เป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวภายใต้การจัดการ ซึ่งการดำเนินนโยบายทางการเงินต่าง ๆ ของทางการก็มุ่งที่จะรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศ คือทำให้การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อมีเสถียรภาพ ซึ่งเป็นเป้าหมายสูงสุด (Ultimate Target) แต่การดำเนินนโยบายการเงินนั้นจำเป็นต้องมีเป้าหมายชั้นกลาง (Intermediate Target) เป้าหมายชั้นปฏิบัติการ (Operate Target) เครื่องมือทางการเงิน (Instrument) และขั้นตอนในการดำเนินนโยบาย (Operate Procedure) และการที่นโยบายการเงินนั้น ๆ จะบรรลุเป้าหมายสูงสุดอย่างมีประสิทธิภาพได้นั้น ผู้ดำเนินนโยบายจำเป็นต้องมีความเข้าใจในกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินที่เหมาะสมกับสภาพเศรษฐกิจของประเทศในขณะใดขณะหนึ่ง โดยแนวคิดของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินนั้นเริ่มตั้งแต่มีการปรับเปลี่ยนนโยบายโดยผ่านอัตราดอกเบี้ย โดยหวังว่าการดำเนินนโยบายการเงินจะทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงสภาพคล่องในตลาดเงิน (Financial Condition) จากนั้นจะส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมค่าใช้จ่ายของภาคการผลิตและภาคครัวเรือน (Spending Condition) และในที่สุดก็จะกระทบต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อในที่สุด ในกรณีของประเทศไทยที่มีกรอบการดำเนินนโยบายการเงินแบบการกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) โดยใช้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน (Repurchase Rates : RP) เป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบาย จึงทำให้กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินภายใต้ช่องทางอัตราดอกเบี้ยมีความสำคัญต่อการดำเนินนโยบาย ผลการศึกษานี้สามารถสรุปได้ดังนี้

ผลการทดสอบ Unit Root Test ตามวิธีของ Augmented Dickey-Fuller Test (ADF-Test) พบว่าข้อมูลอนุกรมเวลาทุกตัวที่ใช้ในการศึกษามีอันดับ $I[Y_t \sim I(1)]$

การศึกษาได้แบ่งออกเป็น 2 ตลาด คือตลาดสินเชื่อและตลาดเงินฝาก โดยในตลาดสินเชื่อจะแสดงความสัมพันธ์ของการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินแล้วส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้

อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก แล้วส่งผลกระทบต่อการลงทุนของภาคธุรกิจในที่สุด สำหรับตลาดเงินฝาก นั้นการปรับเปลี่ยนนโยบายจะมีผลกระทบต่อการตัดสินใจในการบริโภคของภาคครัวเรือน การศึกษานี้ได้แบ่งช่วงเวลาออกเป็น 3 ช่วงเวลา คือ

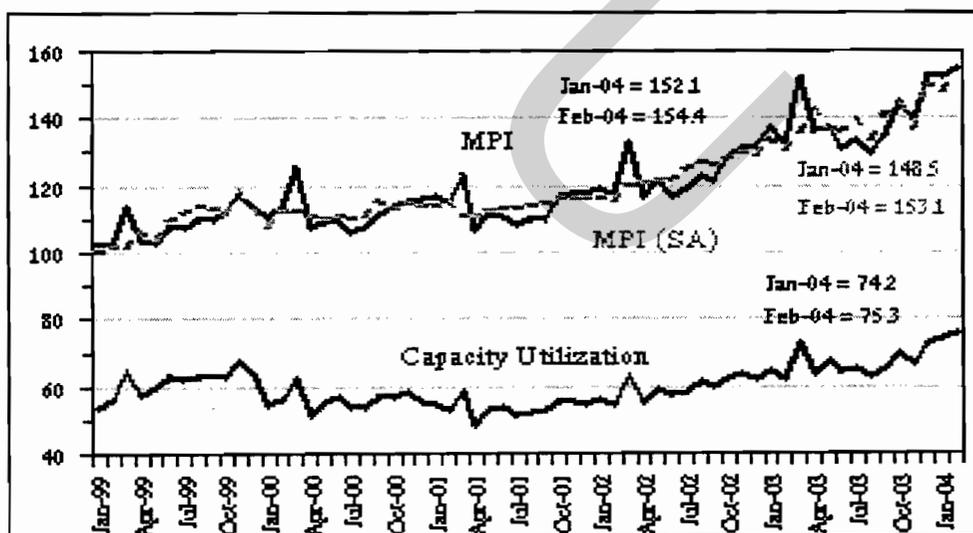
1. ช่วงระหว่างก่อนและหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ เริ่มตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ. 2536 ถึงเดือน มีนาคม พ.ศ. 2545
2. ช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ. 2536 ถึงเดือน มิถุนายน พ.ศ. 2540
3. ช่วงหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ตั้งแต่เดือน กรกฎาคม พ.ศ. 2540 ถึงเดือน มีนาคม พ.ศ. 2545

ผลการศึกษาพบว่าในตลาดเงินระยะสั้น ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย Interbank สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย RP และมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐาน ทั้งนี้จะเป็นได้ว่า อัตราดอกเบี้ย RP ที่ทางการใช้เป็นตัวส่งสัญญาณในการดำเนินนโยบายการเงินนั้นสามารถส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย Interbank โดยเฉพาะในช่วงหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (กรกฎาคม พ.ศ. 2540 ถึงเดือน มีนาคม พ.ศ. 2545) และเป็นช่วงที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว ความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยเชิงนโยบาย คือ อัตราดอกเบี้ย RP กับ อัตราดอกเบี้ย Interbank มีขนาดของความสัมพันธ์ที่สูงกว่าในช่วงเวลาอื่น ๆ

ในตลาดสินเชื่อ ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย Interbank กับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR นั้นพบว่า มีทิศทางความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน แต่มีเพียงในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ (กรกฎาคม พ.ศ. 2540 ถึงเดือน มีนาคม พ.ศ. 2545) เท่านั้นที่เป็นความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 แสดงให้เห็นว่าหลังจากภาวะวิกฤตเศรษฐกิจแล้วความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินมีการปรับตัวดีขึ้น แต่ความสัมพันธ์ในช่วงระหว่างก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจ (มกราคม พ.ศ. 2536 ถึงเดือน มีนาคม พ.ศ. 2545) และช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ (มกราคม พ.ศ. 2536 ถึงเดือน มิถุนายน พ.ศ. 2540) นั้นเป็นความสัมพันธ์ที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

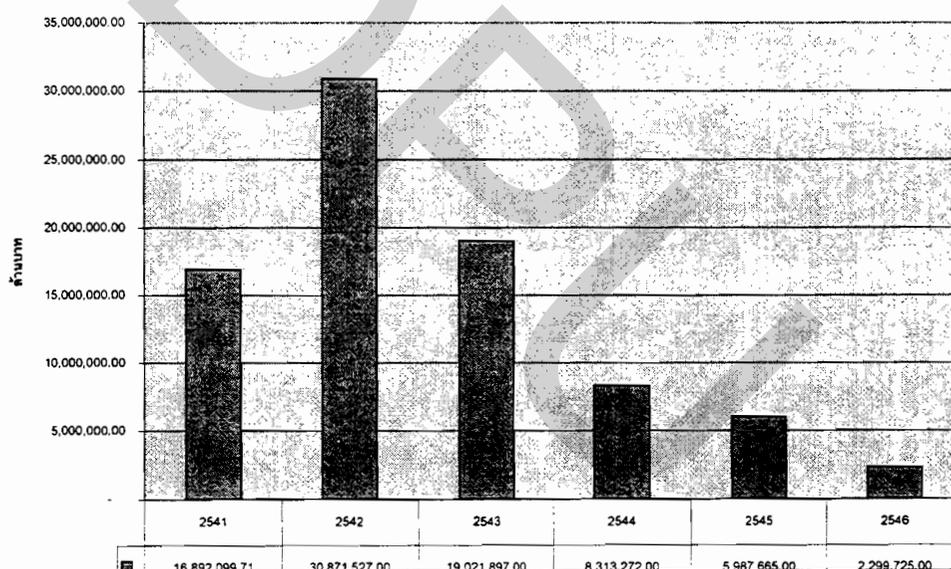
สำหรับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย MLR ที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของการลงทุน พบว่าในช่วงระหว่างก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจ (มกราคม พ.ศ. 2536 ถึงเดือน มีนาคม พ.ศ. 2545) เท่านั้นที่เป็นความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และมีทิศทางความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐาน ทั้งนี้อาจเป็นเพราะในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจนั้นมีการขยายตัวของการลงทุนสูง ถึงแม้ว่าอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมของสถาบันการเงินจะอยู่ในอัตราสูง ทั้งนี้เนื่องจากความต้องการสินค้าและบริการของผู้บริโภคสูง ไม่ว่าจะเป็นอสังหาริมทรัพย์หรือรถยนต์ ที่มียอดขายสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ดังนั้นจึงมีการขยายตัวของการลงทุนมากขึ้นถึงแม้ว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้จะสูงขึ้นก็ตาม และในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ การลงทุนภาคเอกชนลดลง เนื่องจาก ธุรกิจมีกำลังการผลิตส่วนเกินเหลืออยู่มาก จึงไม่มีความจำเป็นที่จะต้องลงทุนเพิ่ม ขณะเดียวกัน สถาบันการเงินก็ระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อ เนื่องจากมีปัญหานี้คือยคุณภาพ และความไม่เพียงพอของเงินกองทุน ทำให้ความสามารถในการให้สินเชื่อลดลง รวมทั้งยังไม่มีมีความแน่นอนในสภาวะการณ์การเงินในช่วงเวลาดังกล่าว ทำให้ธุรกิจเอกชนที่ประสบปัญหาสภาพคล่องทางการเงินอย่างรุนแรง

ภาพที่ 12 : ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมและ อัตราการใช้กำลังการผลิต



ในตลาดเงินฝาก พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย Interbank กับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งเป็นไปตามสมมุติฐาน แต่ความสัมพันธ์ตัวแปรของทั้ง 3 ช่วงเวลานี้ต่างก็ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินฝากที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงการบริโภค พบว่าในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ (กรกฎาคม พ.ศ. 2540 ถึงเดือน มีนาคม พ.ศ. 2545) นั้นความสัมพันธ์ของตัวแปรมีทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมุติฐาน และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ที่เป็นเช่นนี้อาจเป็นเพราะในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ สภาพคล่องในตลาดเงินมีมากขึ้น เงินฝากก็ขยายตัวมากขึ้น ทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากปรับตัวลดลง เพราะประชาชนระมัดระวังในการใช้จ่าย โดยลดการบริโภคลง แล้วออมมากขึ้น

ภาพที่ 13 : ยอดคงค้าง NPL ของสถาบันการเงินทั้งระบบ



2. ข้อเสนอแนะทางนโยบาย

1. การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย Interbank กับการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย RP พบว่าอัตราดอกเบี้ย Interbank มีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตร และมีทิศทางความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ที่ความเชื่อมั่น 95% หลักฐานทางสถิติดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่า ธนาคารแห่งประเทศไทย

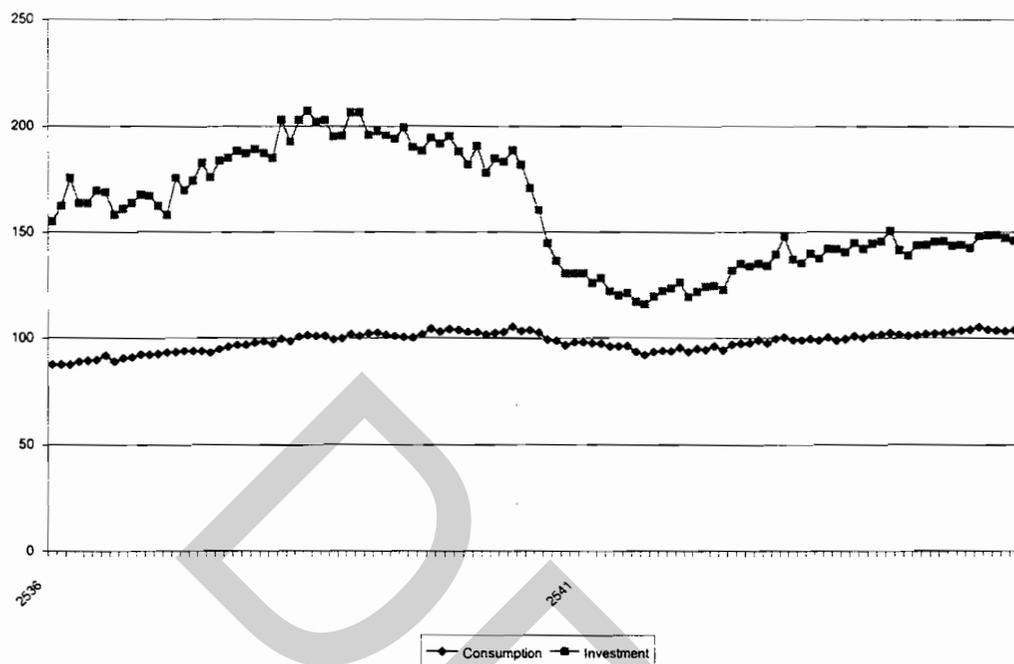
ไทยสามารถใช้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรเป็นเครื่องมือทางการเงินแทรกแซงภาวะอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงที่มีการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว

2. ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ การดำเนินนโยบายการเงินโดยใช้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารมาเป็นตัวแทนอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน และใช้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR เป็นตัวแทนอัตราดอกเบี้ยในตลาดสินเชื่อ พบว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน Interbank เป็นอัตราดอกเบี้ยซึ่งนำอัตราดอกเบี้ยในตลาดสินเชื่ออย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ ยังพบว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ มีแนวโน้มตอบสนองค่อนข้างชัดเจนต่ออัตราดอกเบี้ย Interbank เมื่อเทียบกับช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ดังสังเกตได้จากค่าสัมประสิทธิ์ที่คำนวณได้มีระดับสูงกว่า โดยเพิ่มจาก $7.01E-05$ เป็น 0.0010 ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าพฤติกรรมของผู้ร่วมตลาดทุกฝ่ายในตลาดการเงินเริ่มปรับตัวดีขึ้นและมีความสอดคล้องกับตลาดเงินในระยะสั้นได้เป็นอย่างดี โดยที่ตลาดเงินกู้มีความสอดคล้องกับตลาดเงินระยะสั้นมากขึ้น แต่ในตลาดเงินฝากนั้น อัตราดอกเบี้ยเงินฝากมีการตอบสนองที่ไม่ชัดเจนต่ออัตราดอกเบี้ย Interbank

3. ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดสินเชื่อที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงการลงทุนนั้นเป็นความสัมพันธ์ที่มีทิศทางเดียวกันทั้ง 3 ช่วงเวลา แสดงให้เห็นว่ากลไกการทำงานของนโยบายการเงินในช่วงดังกล่าวไม่ได้สะท้อนภาพการลงทุนที่แท้จริงของระบบเศรษฐกิจ อาจกล่าวได้อีกนัยหนึ่งว่าในช่วงนั้นเกิดความบิดเบือนในระบบโครงสร้างอัตราดอกเบี้ย นอกจากนี้ยังมีปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลต่อการตัดสินใจในการลงทุน เช่น อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจแต่ไม่ได้ใส่ไว้ใน Model นอกจากนี้ ปัจจัยทางด้านหนี้เสีย (NPLs) ที่ยังคงค้างอยู่ในระบบการเงินในอัตราสูงในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ เป็นปัจจัยที่มีความสำคัญมากต่อปัจจัยทางด้านอัตราดอกเบี้ย ในการกำหนดพฤติกรรมการลงทุนที่ปล่อยกู้ยืมเงินเพื่อการลงทุน

4. สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินฝากที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงการบริโภคในช่วงหลังของการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ มีทิศทางความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งเป็นไปได้ว่า การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ทำให้ผู้ฝากเงินมีรายได้เพิ่มขึ้นจากอัตราดอกเบี้ย แล้วทำให้ความมั่งคั่งเพิ่มขึ้น จึงเป็นเหตุให้การบริโภคของภาคเอกชนเพิ่มขึ้นไปด้วย

รูปที่ 13 : ดัชนีการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชน



3. ข้อจำกัดในการศึกษา และข้อเสนอแนะในการทำวิจัยในอนาคต

1. แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษานี้ นอกเหนือจากปัจจัยที่นำมาศึกษา ยังมีปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลต่อการกำหนดการลงทุนและการบริโภค เป็นต้นว่า ในการศึกษาที่ใช้การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนมาเป็นตัวกำหนดการบริโภค ซึ่งในระบบเศรษฐกิจ การตัดสินใจบริโภคนั้นไม่ได้ขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากแต่เพียงอย่างเดียว นอกจากนี้ยังขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ ความแน่นอนของระดับรายได้ในอนาคต ปริมาณการให้สินเชื่อเพื่อการบริโภค สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย เงื่อนไขการอนุมัติบัตรเครดิต และปัจจัยอื่น ๆ นอกจากนี้ปริมาณเงินฝากในระบบเศรษฐกิจนอกจากจะขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารแล้วยังขึ้นอยู่กับรายได้อีกด้วย ดังนั้นการศึกษาเรื่องนี้ในครั้งต่อ ๆ ไปควรใช้ตัวแปรอื่น ๆ มาร่วมพิจารณาด้วย เช่น ปัจจัยอัตราแลกเปลี่ยน เนื่องจากในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ ประเทศไทยได้เปลี่ยนมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว ทำให้ตัวแปรด้านอัตราแลกเปลี่ยน น่าจะเป็นตัวแปรที่มีบทบาทมากขึ้นเมื่อเทียบกับในช่วงก่อนหน้านี้

2. การศึกษาต่อไป จึงควรนำปัจจัยด้านอัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะการคาดการณ์เกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเข้ามาเป็นตัวกำหนดหนึ่งในแบบจำลองด้วย

Draft

บรรณานุกรม

บรรณานุกรม

ภาษาไทย

หนังสือ

- ตรีธณ พงศ์มพัฒน์. เศรษฐศาสตร์มหภาค ทฤษฎี นโยบาย และการวิเคราะห์สมัยใหม่.
กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2541
- ประพันธ์ เสวตนันท์. เศรษฐศาสตร์มหภาค. กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2541
- วเรศ อุปปาดิก. เศรษฐศาสตร์การเงินและการธนาคาร. พิมพ์ครั้งที่ 5. กรุงเทพฯ:
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2541
- ศุภวุฒิ สายเชื้อ และ ถนอมศรี ฟองอรุณรุ่ง. เศรษฐกิจไทย พลาคูวิฤทธิ. พิมพ์ครั้งที่ 2.
กรุงเทพฯ: บริษัท พิมพ์เนศ พรินต์ติ้ง เซ็นเตอร์ จำกัด, 2543

วารสาร

- นริศ ชัยสูตร. “เศรษฐศาสตร์ว่าด้วยนโยบายอัตราดอกเบี้ย : ผลกระทบของการปล่อยอัตรา
ดอกเบี้ยลอยตัว” วารสารเศรษฐศาสตร์ธรรมศาสตร์. ปีที่ 7, ฉบับที่ 4. ธันวาคม 2532
- นำชัย เตชะรัตนะวิโรจน์. “ปัจจัยกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ของธนาคารพาณิชย์ใน
ประเทศไทยและแนวโน้มในระยะ 5 ปีข้างหน้า” วารสารเศรษฐศาสตร์ธรรมศาสตร์.
ปีที่ 10, ฉบับที่ 2. มิถุนายน 2535
- วิโชติ ตั้งศักดิ์พร. “แบบจำลองการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารในประเทศไทย” วารสารเศรษฐศาสตร์ธรรมศาสตร์. ปีที่ 15, ฉบับที่ 3. 2540
- รังสรรค์ หทัยเสรี “ดัชนีความเชื่อมโยงระบบการเงินไทยกับต่างประเทศ ผลการวิเคราะห์
เพิ่มเติม” รายงานเศรษฐกิจรายเดือน. กันยายน 2538

เอกสารอื่น ๆ

- กอบศักดิ์ ภูตระกูล. “บทบาทของธนาคารพาณิชย์ต่อนโยบายการเงิน” บทความนำเสนอในการ
ประชุมวิชาการ ธนาคารแห่งประเทศไทย ประจำปี 2544
- กอบศักดิ์ ภูตระกูล และ เมทินี ศุภสวัสดิ์กุล. “กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน” ธนาคาร
แห่งประเทศไทย

- ศุภวุฒิ สายเชื้อ. “วิกฤตเศรษฐกิจกับผลกระทบต่อระบบการเงิน” สัมมนาวิชาการ
คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ประจำปี 2544
- สุรจิต ลักษณะสุด. “แบบจำลองการกำหนดนโยบายการเงินที่เหมาะสม” บทความนำเสนอใน
การประชุมวิชาการ ธนาคารแห่งประเทศไทย ประจำปี 2544

วิทยานิพนธ์

- งามจิต ธรรมพักรกุล. “ความสามารถของผลต่างโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยในการพยากรณ์อัตรา
ความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศไทย” วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2543
- นิรันดร์ ประสพสุขโชคชัย. “ปัจจัยที่มีบทบาทในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยภายหลังการเปิดเสรี
ทางการเงิน” วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2541
- พรพนา แซ่นิ้ว. “โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ไทยและอิทธิพลของอัตราดอกเบี้ย
ต่างประเทศ : ก่อนและหลังการเปิดเสรีทางการเงิน” วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต
มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, 2543
- พรรณธิดา เหล่าพวงศักดิ์. “ผลกระทบของนโยบายอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคารที่มีต่อการ
ออมและการลงทุนในประเทศไทย : กรณีศึกษาการเปิดเสรีทางการเงินด้าน
อัตราดอกเบี้ย” วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, 2539
- อัจฉรา นาคทน. “ปัจจัยกำหนดอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทย : ความเชื่อมโยงของการเงิน
ระหว่างประเทศกับนวัตกรรมทางด้านระบบการชำระเงิน” วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตร
มหาบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2540
- อสิตา วัฒนชัย. “ความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงระหว่างประเทศ” วิทยานิพนธ์
เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2544

ภาษาอังกฤษ**Books**

Minshkin, Frederic S., **The Economics of Money Banking and Financial Markets. Sixth Edition** Boston [MA] : Addison Wesley, 2000.

Articles

Lowe, Phillip. "The Link between the Cash Rate and Market Interest Rate" Research Discussion Paper, No. 5464, Cambridge Massachusetts, 1995.

Bank of England. "The Transmission Mechanism of Monetary Policy" by the Monetary Policy Committee of the Bank of England, 1999.

Draft

ภาคผนวก

Partial Adjustment Mechanism

โดยปกติแล้ว กระบวนการดำเนินนโยบายการเงินนั้นมีลักษณะเป็นการปรับตัวแบบพลวัตแบบค่อยเป็นค่อยไป ดังนั้นเพื่ออธิบายถึงพฤติกรรมการตอบสนองของตัวแปรทางการเงินหลังจากที่ได้มีการดำเนินนโยบายทางการเงินอย่างใดอย่างหนึ่งแล้ว เราจำเป็นต้องใช้ Partial Adjust Mechanisms

$$\text{ให้ } y_t^* = a_0 + a_1 x_t + \varepsilon_t \quad [\text{Long-run Equation}] \quad \text{_____} \quad (1)$$

โดยที่ y_t^* เป็นดุลยภาพระยะยาวของ y แต่ถ้าเราต้องการศึกษาการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพของ y ในช่วงเวลาปัจจุบัน ซึ่งสามารถแสดงได้ดังนี้

$$y_t - y_{t-1} = \lambda (y_t^* - y_{t-1}) \quad [\text{Partial Adjustment Mechanism}] \quad \text{_____} \quad (2)$$

$$y_t = \lambda y_t^* + (1 - \lambda) y_{t-1} \quad \text{_____} \quad (3)$$

λ คือ Speed of Adjustment โดยที่ $0 \leq \lambda \leq 1$

แทนค่าสมการ (1) ใน (3)

$$y_t = \lambda (a_0 + a_1 x_t + \varepsilon_t) + (1 - \lambda) y_{t-1} \quad \text{_____} \quad (4)$$

$$= \lambda a_0 + \lambda a_1 x_t + (1 - \lambda) y_{t-1} + \lambda \varepsilon_t \quad \text{_____} \quad (5)$$

จะได้สมการการปรับตัวในระยะสั้น ดังนี้

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 x_t + \beta_2 y_{t-1} + \mu_t \quad [\text{Short-run Equation}] \quad \text{_____} \quad (6)$$

โดยที่ $\beta_0 = \lambda a_0$, $\beta_1 = \lambda a_1$, $\beta_2 = \lambda a_2$, $\beta_2 = 1 - \lambda$

การประมาณการแบบจำลองข้อมูลในระดับปกติ (at Level)

การประมาณการแบบจำลองข้อมูลในระดับปกติ (At Level) โดยวิธีการ Ordinary Least Square ดังนี้

1. ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินระยะสั้นกับตลาด Interbank ตั้งแต่ มกราคม 2536 ถึง มีนาคม 2545

$$\ln IB_t = 0.2963 + 0.8027 \ln RP_t + 0.0166 IB_{t-1}$$

(10.2114)* (23.4296)* (2.8615)*

$$R^2 = 0.9672$$

ตั้งแต่ กรกฎาคม 2540 ถึง มีนาคม 2545

$$\ln IB_t = 0.3119 + 0.5573 \ln RP_t + 0.0509 IB_{t-1}$$

(11.9561)* (10.5970)* (6.3360)*

$$R^2 = 0.9808$$

ตั้งแต่ มกราคม 2536 ถึง มิถุนายน 2540

$$\ln IB_t = 0.0679 + 1.0206 \ln RP_t - 0.0045 IB_{t-1}$$

(0.5883) (12.5036)* (-0.4376)

$$R^2 = 0.8746$$

2. ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย IB กับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR ตั้งแต่ มกราคม 2536 ถึง มีนาคม 2545

$$\ln MLR_t = 1.3992 + 0.0407 \ln IB_t + 0.0818 MLR_{t-1}$$

(83.6232)* (6.3245)* (37.0038)*

$$R^2 = 0.9852$$

ตั้งแต่ กรกฎาคม 2540 ถึง มีนาคม 2545

$$\ln MLR_t = 1.3761 + 0.0238 \ln IB_t + 0.0849 MLR_{t-1}$$

(64.8363)* (2.6154)* (28.6425)*

$$R^2 = 0.9894$$

ตั้งแต่ มกราคม 2536 ถึง มิถุนายน 2540

$$\ln \text{MLR}_t = 1.4862 + 0.0285 \ln \text{IB}_t + 0.0780 \text{MLR}_{t-1}$$

$$(51.6131)^* \quad (3.5825)^* \quad (30.6971)^*$$

$$R^2 = 0.9605$$

3. ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดสินเชื่อที่มีต่อการลงทุน

ตั้งแต่ มกราคม 2536 ถึง มีนาคม 2545

$$\ln \text{INV}_t = 3.5600 - 0.2823 \ln \text{MLR}_t + 0.0183 \text{INV}_{t-1}$$

$$(38.0491)^* \quad (-6.6792)^* \quad (46.7002)^*$$

$$R^2 = 0.9569$$

ตั้งแต่ กรกฎาคม 2540 ถึง มีนาคม 2545

$$\ln \text{INV}_t = 3.5851 - 0.2944 \ln \text{MLR}_t + 0.0179 \text{INV}_{t-1}$$

$$(33.2896)^* \quad (-7.5963)^* \quad (16.4018)^*$$

$$R^2 = 0.8868$$

ตั้งแต่ มกราคม 2536 ถึง มิถุนายน 2540

$$\ln \text{INV}_t = 3.3379 + 0.1480 \ln \text{MLR}_t + 0.0085 \text{INV}_{t-1}$$

$$(11.1069)^* \quad (0.9809) \quad (5.9101)^*$$

$$R^2 = 0.6431$$

4. ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย IB กับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน

ตั้งแต่ มกราคม 2536 ถึง มีนาคม 2545

$$\ln \text{DR}_t = 0.6131 + 0.0137 \ln \text{IB}_t + 0.1663 \text{DR}_{t-1}$$

$$(21.5486)^* \quad (0.4913) \quad (21.3345)^*$$

$$R^2 = 0.9556$$

ตั้งแต่ กรกฎาคม 2540 ถึง มีนาคม 2545

$$\ln \text{DR}_t = 0.556 - 0.0941 \ln \text{IB}_t + 0.1939 \text{DR}_{t-1}$$

$$(16.8085)^* \quad (-2.3133)^* \quad (16.2261)^*$$

$$R^2 = 0.9594$$

ตั้งแต่ มกราคม 2536 ถึง กรกฎาคม 2540

$$\begin{aligned} \ln DR_t &= 1.1494 + 0.0518 \ln IB_t + 0.1034 DR_{t-1} \\ &\quad (25.5022)^* \quad (3.0347)^* \quad (21.7687)^* \\ R^2 &= 0.9234 \end{aligned}$$

5. ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินฝากที่มีต่อการบริโภคในปัจจุบัน

ตั้งแต่ มกราคม 2536 ถึง มีนาคม 2545

$$\begin{aligned} \ln CONS_t &= 3.6467 - 0.0031 \ln DR_t + 0.0096 CONS_{t-1} \\ &\quad (131.1762)^* \quad (-1.4470) \quad (35.7787)^* \\ R^2 &= 0.9289 \end{aligned}$$

ตั้งแต่ กรกฎาคม 2540 ถึง มีนาคม 2545

$$\begin{aligned} \ln CONS_t &= 3.7822 - 0.0114 \ln DR_t + 0.0083 CONS_{t-1} \\ &\quad (68.3335)^* \quad (-3.7671)^* \quad (15.8326)^* \\ R^2 &= 0.9010 \end{aligned}$$

ตั้งแต่ มกราคม 2536 ถึง กรกฎาคม 2540

$$\begin{aligned} \ln CONS_t &= 3.6142 + 0.0157 \ln DR_t + 0.0095 CONS_{t-1} \\ &\quad (117.6045)^* \quad (1.1310) \quad (22.0948)^* \\ R^2 &= 0.9511 \end{aligned}$$

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

Timing	MLR 3 months (%)	IB (%)	RP (%)	DR 3 months (%)	INV 1995 = 100	CONS 1995 = 100
2536:01	11.5	7.63	6.78	8.25	67.0518	87.8
2536:02	11.25	6.53	4.59	8.25	74.50892	87.7
2536:03	11.25	10.21	8.35	8.25	87.67928	87.7
2536:04	11.25	9.5	8.33	8.25	74.54579	89.1
2536:05	11.25	7.67	7.19	8.25	73.76424	89.6
2536:06	11.25	8.63	7.11	8.25	79.62447	89.8
2536:07	11.25	6.94	5.57	8.25	76.65487	92
2536:08	11.25	6.93	5.92	7.5	68.91915	89.1
2536:09	11.25	5.15	5.28	7.5	70.04856	90.7
2536:10	11	2.41	2.24	7.25	72.5605	91.1
2536:11	11	2.37	2.29	7.25	75.08311	92.4
2536:12	10.5	4.54	3.84	6.75	74.50869	92.4
2537:01	10	6.92	5.52	6.25	69.53404	92.6
2537:02	10	7.56	6.69	6.25	64.42854	93.4
2537:03	10	7.24	6.92	6.5	81.88876	93.5
2537:04	10.25	5.52	5.77	7.5	75.4996	94
2537:05	10.5	8.35	6.97	7.75	80.06705	94
2537:06	11	10.14	8.34	8	88.50391	94
2537:07	11	9.49	8.93	8.5	82.34892	93.3
2537:08	11.5	5.57	6.71	8.75	88.61835	94.9
2537:09	11.5	6.98	7.15	8.75	88.7505	96
2537:10	11.5	5.57	5.84	9	91.26328	96.8
2537:11	11.75	6.58	6.25	9.5	90.08925	96.8
2537:12	11.75	7.08	6.56	9.5	91.00456	97.9
2538:01	11.75	12.43	8.4	9.5	88.5	98.5
2538:02	12.25	13.2	10.49	9.75	87.4	97.3
2538:03	13	14.26	11.37	10.75	103.3	99.6
2538:04	13.5	13.08	11.92	11	93.9	98.6
2538:05	13.5	10.84	11.22	11	102	100.6

Timing	MLR 3 months (%)	IB (%)	RP (%)	DR 3 months (%)	INV 1995 = 100	CONS 1995 = 100
2538:06	13.5	9.5	10.07	11	105.8	101.3
2538:07	13.5	6.97	7.87	11	100.9	100.9
2538:08	13.5	9.46	8.84	11	101.5	101.1
2538:09	13.5	11.3	9.69	11.25	95.5	99.4
2538:10	13.5	8.65	8.92	11	95.5	99.9
2538:11	13.75	11.56	9.88	11	104.6	101.8
2538:12	13.75	10.29	9.45	11	105.4	101
2539:01	13.75	7.06	8.58	11.25	93.4	102.2
2539:02	13.75	8.26	8.13	11	94.9	102.6
2539:03	13.75	6.58	8.62	10.75	94	101.5
2539:04	13.75	6.12	7.7	10.5	92.8	101
2539:05	13.25	6.82	7.86	10.5	98.7	100.6
2539:06	13.25	8.78	8.56	10	89.6	100.3
2539:07	13.25	10.54	8.53	9.5	86.4	101.8
2539:08	13.25	10.76	9.98	9.5	90	104.4
2539:09	13.25	12.93	9.87	9.5	88.3	103.1
2539:10	13.25	10.11	9.35	9.5	91	104.2
2539:11	13.25	10.7	9.29	9.5	84	103.9
2539:12	13.25	12.12	10.99	9.25	79	102.9
2540:01	13.25	10.65	10.39	9.25	87.7	102.8
2540:02	13.25	14.94	13.34	9.25	76.1	101.6
2540:03	13.25	8.34	9.66	9.25	82.1	102.4
2540:04	13.25	8.75	9.06	9	80.2	102.8
2540:05	12.75	12.13	11.37	8.75	83.1	105.3
2540:06	12.75	15.1	12.75	8.75	78.3	103.3
2540:07	13.75	18.66	17.26	10.75	66.9	103.8
2540:08	13.75	15.43	14.89	10.75	57.5	102.6
2540:09	14.25	23.87	23.28	10.75	45.3	99.3
2540:10	14.75	18.72	14.74	10.75	37.4	98.8
2540:11	14.75	19.99	17.99	10.75	33.6	96.6

Timing	MLR 3 months (%)	IB (%)	RP (%)	DR 3 months (%)	INV 1995 = 100	CONS 1995 = 100
2540:12	15.25	21.73	22.36	10.75	32.2	98
2541:01	15.25	21.51	22.94	10.75	32.1	98.1
2541:02	15.25	19.83	20.81	11.25	28.2	97.6
2541:03	15.25	20.57	21	11.25	30.6	97.4
2541:04	15.25	19.11	18.81	11.25	25.8	96
2541:05	15.25	16.4	16.38	11.25	23.7	96.2
2541:06	15.25	18.58	17.43	11	24.8	96.3
2541:07	15.25	11.72	14.18	12	23.3	93.7
2541:08	14.75	9.81	10.35	11	23.7	92.1
2541:09	14.5	7.17	7.17	8	25.7	93.6
2541:10	13.75	5.35	5.37	7.25	27.9	94
2541:11	12.25	3.55	4.62	6.5	29.2	93.9
2541:12	11.75	2.63	3.75	6	30.6	95.4
2542:01	11.25	2.73	3.37	5.75	25.5	93.6
2542:02	10.25	3.09	3.18	5.25	26.5	95
2542:03	9.75	2.25	2.15	5	29.5	94.4
2542:04	9.5	1.65	1.2	5	28.2	96.2
2542:05	9.5	1.45	1.06	5	28.2	94.3
2542:06	8.75	1.33	1	4.75	34.7	97
2542:07	8.75	1.47	0.99	4.75	37.3	97.5
2542:08	8.75	1.36	0.95	4.5	36	97.6
2542:09	8.5	1.71	0.94	4.25	35.9	99
2542:10	8.25	1.65	1	4	36.3	97.6
2542:11	8.25	1.35	0.99	4	39.6	99.8
2542:12	8.25	1.23	0.94	3.75	47.3	100.5
2543:01	8.25	1.55	0.98	3.5	37.9	99.1
2543:02	8.25	2.02	0.91	3.5	36.1	99.1
2543:03	8.25	2.63	1.53	3.5	40.1	99.7
2543:04	8.25	1.98	1.47	3.5	38.3	99.1
2543:05	8.25	1.76	1.26	3.5	41.7	100.4

Timing	MLR 3 months (%)	IB (%)	RP (%)	DR 3 months (%)	INV 1995 = 100	CONS 1995 = 100
2543:06	8.25	2.19	1.35	3.5	43	99
2543:07	8.25	2.32	1.33	3.25	40.7	99.7
2543:08	8.25	1.66	1.31	3.25	43.7	101.1
2543:09	8	1.86	1.28	3	41.7	100.2
2543:10	8	1.89	1.3	3	43.1	101.3
2543:11	8	1.8	1.21	3	43.8	101.7
2543:12	8	1.7	1.31	3	48.2	102.4
2544:01	7.75	2.01	1.5	3	39.8	101.7
2544:02	7.5	1.55	1.31	2.5	37.7	101.2
2544:03	7.5	1.47	1.21	2.5	42.2	101.5
2544:04	7.5	1.53	1.21	2.5	41.9	102
2544:05	7.5	1.6	1.28	2.5	43.2	102.3
2544:06	7.5	2.13	2.14	2.5	43.2	102.5
2544:07	7.5	2.38	2.26	2.5	40.5	103
2544:08	7.5	2.16	2.29	2.5	40.3	103.6
2544:09	7.5	2.59	2.23	2.5	38.3	104
2544:10	7.5	2.24	2.21	2.5	42.9	105.2
2544:11	7.5	2.18	2.29	2.5	44.4	104
2544:12	7.25	2.14	2.2	2.25	45	103.6
2545:01	7.25	1.92	1.86	2.25	43.9	103.3
2545:02	7	1.95	1.89	2	42	103.9
2545:03	7	1.8	1.81	2	50.7	104.1

ประวัติผู้เขียน

นางสาวสุวิตดา อย่างเจริญ เกิดเมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม 2513 ที่จังหวัดลำปาง สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรี คณะศิลปศาสตรบัณฑิต สาขา เศรษฐศาสตร์สหกรณ์ จากสถาบันราชภัฏลำปาง เมื่อปีการศึกษา 2536

ประวัติการทำงาน เคยทำงานในบริษัท เมซงแอดเวอร์ไทซิ่ง จำกัด ในตำแหน่ง ประชาสัมพันธ์ และได้รับมอบหมายทำงานในตำแหน่งบริหารงานลูกค้า ในบริษัทเดียวกัน หลังจากนั้นได้เข้าทำงานในวิทยาลัยโยนอก จังหวัด ลำปาง และกรุงเทพมหานคร ในตำแหน่งเลขานุการและประสานงาน ในโครงการหลักสูตร Yonok MBA และ Yonok Mini MBA