

# ผลกระทบของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาว ในประเทศไทย<sup>1/</sup>

## The Impact of Factors Affecting the Long-term Interest Rate in Thailand

นิพัทธ์ พันธุ์นิล<sup>2/</sup>  
อรุณ เกียรติสาร<sup>3/</sup>

### บทคัดย่อ

วัตถุประสงค์ของการวิจัยในครั้งนี้ เพื่อศึกษาถึงผลกระทบของปัจจัยทั้งทางด้านนโยบายการเงิน นโยบายการคลัง และภาคต่างประเทศ ที่มีอิทธิพลต่อระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลรายเดือนระหว่างเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2543 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2547 ผลการวิจัยในส่วนของแบบจำลอง VECM พบว่าการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรต่าง ๆ ที่ใช้ในการวิจัยจะส่งผลให้ระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวมีการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาวร้อยละ  $-0.0846$  ต่อเดือน สำหรับการศึกษาปฏิกิริยาตอบสนองต่อความแปรปรวนพบว่า ปัจจัยภาคต่างประเทศมีอิทธิพลต่อการกำหนดระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวของไทยมากที่สุด โดยนโยบายการคลังจะมีอิทธิพลต่อระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวมากกว่านโยบายการเงิน อันแสดงให้เห็นถึงบทบาทและความสำคัญของนโยบายการคลังต่อตลาดการเงินที่มีอยู่สูง ในขณะที่เศรษฐกิจของประเทศเผชิญอยู่กับสถานการณ์สภาพคล่องล้นระบบและภาวะเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ

**คำสำคัญ :** อัตราดอกเบี้ยระยะยาว

### ABSTRACT

The objective of this research is to study an impact of monetary policy, fiscal policy and foreign factor on the long-term interest rate in Thailand, using monthly data form June 2000 to December 2004. The study found that the VECM models showed the change of variables adjust the long-run equilibrium of long-term interest rate by  $-0.0846$  percent per month. The impulse response analysis found that the foreign factor has the highest influence on long-term interest rate and the impact of fiscal policy on long-term interest rate is stronger than monetary policy. It showed that the fiscal policy has an important role to play in the financial market where the economy has high liquidity and low inflation.

**Key word:** Long-term Interest Rate

<sup>1/</sup> บทความนี้เป็นส่วนหนึ่งของวิทยานิพนธ์ สาขาเศรษฐศาสตร์ ภาควิชาเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ ได้รับทุนสนับสนุนการทำวิทยานิพนธ์ จากบัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ประจำปี 2548

<sup>2/</sup> นิสิตปริญญาโท สาขาเศรษฐศาสตร์ ภาควิชาเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

<sup>3/</sup> อาจารย์ประจำภาควิชาเศรษฐศาสตร์ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

## 1. บทนำ

นับแต่วิกฤติเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในแนวนโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาลทั้งการปรับใช้นโยบายการคลังแบบขาดดุล และการเปลี่ยนนโยบายการเงินจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงินเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวภายใต้การจัดการ โดยมีการกำหนดกรอบเป้าหมายทางการเงินเพื่อกำหนดทิศทางนโยบายให้มีความชัดเจนและโปร่งใสมากยิ่งขึ้น ซึ่งแนวนโยบายต่าง ๆ ดังที่ได้กล่าวมานี้ ได้ส่งผลอย่างสำคัญต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจภายในประเทศ โดยเฉพาะระดับอัตราดอกเบี้ยในตลาด กล่าวคือ การใช้นโยบายการคลังแบบขาดดุลจะส่งผลให้มีการออกตราสารทางการเงิน (ตัวเงินคลัง พันธบัตร) เข้าสู่ตลาดการเงินเพิ่มมากขึ้น ทำให้มีปริมาณตราสารในตลาดเพิ่มขึ้น เป็นการเพิ่มประสิทธิภาพให้แก่ตลาดเงินและตลาดทุนของไทย สำหรับการใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวภายใต้การจัดการนั้นก็ส่งผลให้ภาครัฐสามารถกำหนดนโยบายให้มีอิทธิพลต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจภายในประเทศไม่ว่าจะเป็นระดับอัตราเงินเฟ้อ หรือระดับอัตราดอกเบี้ยได้มากขึ้นเช่นกัน

การวิจัยในครั้งนี้จึงมุ่งให้ความสนใจในการศึกษาผลกระทบของปัจจัยต่าง ๆ ที่มีอิทธิพลต่อระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวในประเทศไทย ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงสำหรับการตัดสินใจลงทุนในโครงการต่าง ๆ ทั้งของทางภาครัฐและเอกชน การมีตลาดรองของตราสารหนี้ที่มีการพัฒนาจะส่งเสริมให้ภาคธุรกิจเอกชนสามารถขอกู้ยืมเงินทุนจากประชาชนได้โดยตรงจากการออกหุ้นกู้ และในส่วนของประชาชนผู้ให้กู้ก็จะมีช่องทางการลงทุน หรือเก็บออมในรูปแบบที่หลากหลายมากยิ่งขึ้น ดังนั้น ความสามารถในการคาดการณ์การเคลื่อนไหวของระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวจะเป็นประโยชน์ทั้งต่อภาครัฐ ธุรกิจเอกชน และประชาชนทั่วไป ในการบริหารการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพ

สำหรับตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยจะประกอบด้วย

ปัจจัยทางด้านนโยบายเศรษฐกิจของประเทศ คือ นโยบายการเงิน นโยบายการคลัง และปัจจัยทางด้านภาคต่างประเทศ (อัตราดอกเบี้ยระยะยาวต่างประเทศ) เพื่อชี้ให้เห็นถึงระดับของอิทธิพลระหว่างปัจจัยภายในประเทศและต่างประเทศภายหลังจากมีการปรับใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวภายใต้การจัดการ และเปรียบเทียบอิทธิพลของนโยบายเศรษฐกิจภายในประเทศทั้งสองนโยบายเพื่อแสดงให้เห็นถึงความเหมาะสมของนโยบายที่ภาครัฐควรนำมาใช้ภายใต้สถานการณ์ทางเศรษฐกิจที่เผชิญในช่วงเวลาที่ทำการวิจัย

## 2. วัตถุประสงค์ของการวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงผลกระทบของปัจจัยต่าง ๆ ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวในประเทศไทย

## 3. แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

### 3.1 แนวคิด ทฤษฎีที่ใช้ในการวิจัย

1) ทฤษฎีการกำหนดขึ้นของอัตราดอกเบี้ยตลาด (Determining Market Interest Rates)

การกำหนดระดับอัตราดอกเบี้ยเกิดจากปัจจัยทั้งทางด้านอุปสงค์และอุปทาน โดยทำการเชื่อมโยงกันระหว่างตลาดเงินทุนให้กู้กับตลาดพันธบัตร ซึ่งสามารถพิจารณาพฤติกรรมของกลุ่มผู้ซื้อ (อุปสงค์) และผู้ขาย (อุปทาน) ของพันธบัตรออกได้เป็น 2 แนวทาง คือ การมองพันธบัตรเป็นสินค้า และการมองเงินทุนเป็นสินค้า โดยการใช้นโยบายการคลังแบบขาดดุลงบประมาณด้วยการออกพันธบัตรจะทำให้ระดับอุปทานพันธบัตรในตลาดเพิ่มสูงขึ้น ระดับราคาพันธบัตรปรับตัวลดลง และอัตราดอกเบี้ยปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น

2) ทฤษฎีโครงสร้างอัตราดอกเบี้ย (Term Structure of Interest Rates Theory)

ทฤษฎีโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยสามารถ

จำแนกออกได้เป็น 3 ทฤษฎี คือ ทฤษฎีแรก คือทฤษฎีการแยกส่วนตลาด ซึ่งได้รับการพัฒนาภายใต้แนวคิดที่ว่าอัตราผลตอบแทนของตราสารที่มีอายุต่างกันจะถูกกำหนดโดยอุปสงค์และอุปทานของตราสารตามกลุ่มอายุนั้น ๆ ทฤษฎีที่สอง คือทฤษฎีการคาดการณ์ตลาด กล่าวคือ ระดับอัตราผลตอบแทนในระยะยาวจะขึ้นอยู่กับคาดการณ์ราคาการณืของตลาดเกี่ยวกับทิศทางของระดับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่จะเกิดขึ้นในอนาคต และทฤษฎีที่สาม คือทฤษฎีสวนตลาดนิยม ซึ่งอยู่ระหว่างสองทฤษฎีแรก คือ นักลงทุนจะให้ความสนใจทั้งการคาดการณ์ผลตอบแทนในอนาคตและช่วงอายุการถือครองตราสาร โดยนักลงทุนจะทำการลงทุนในช่วงอายุของตราสารที่ไม่อยู่ในความสนใจก็ต่อเมื่อได้รับค่าชดเชยอย่างเพียงพอ ซึ่งการวิจัยในครั้งนี้ จะได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของนโยบายการเงิน กับอัตราดอกเบี้ยระยะยาว ผ่านทางระดับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น ตามแนวคิดทฤษฎีการคาดการณ์ตลาด

### 3) ทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค (Interest Rate Parity Theory)

ทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคสามารถจำแนกออกได้เป็น ทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคที่ไม่ป้องกันความเสี่ยง คือ ระดับอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศจะมากกว่า (หรือน้อยกว่า) อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศเท่ากับการคาดการณ์การลดค่าเงิน (หรือเพิ่มค่าเงิน) และทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคที่ป้องกันความเสี่ยง คือ ระดับอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศจะสูง (หรือต่ำกว่า) อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศเท่ากับอัตราส่วนลด (หรือส่วนเพิ่ม) อัตราแลกเปลี่ยนซื้อขายล่วงหน้า โดยการวิจัยในครั้งนี้ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวภายในประเทศกับระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวต่างประเทศตามแนวคิดทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคนี้

### 4) ทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยของฟิชเชอร์ (The Fisher Effect)

นักเศรษฐศาสตร์ เออร์วิง ฟิชเชอร์ (Irving

Fisher) ได้เสนอแนวคิดทฤษฎีนี้ขึ้นภายใต้หลักการที่ว่า ระดับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินในตลาดของแต่ละประเทศประกอบด้วย ระดับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่นักลงทุนต้องการบวกด้วยอัตราเงินเฟ้อที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในตลาดเงินของแต่ละประเทศนั้น ซึ่งจะเห็นได้ว่าหากทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่เป็นตัวเงินกับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวที่เป็นตัวเงินอาจทำให้ได้ผลที่ไม่แท้จริงอันเนื่องมาจากอัตราดอกเบี้ยทั้งสองมีระดับอัตราเงินเฟ้อเป็นส่วนประกอบ ในที่นี้จึงจะได้นำระดับอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์มาหักออกจากระดับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นเพื่อให้เห็นผลกระทบจากนโยบายการเงินอย่างแท้จริง

### 5) ทฤษฎีความเท่ากันของกลุ่มริคาร์ดิโด (The Ricardian Equivalence Theorem)

ทฤษฎีความเท่ากันของกลุ่มริคาร์ดิโด อธิบายถึงความเป็นกลางของการเปลี่ยนแปลงในช่วงเวลาการชำระหนี้ กล่าวคือ ณ จุดดุลยภาพในตลาดแข่งขัน การเปลี่ยนแปลงของภาษีในปัจจุบัน และมูลค่าปัจจุบันของภาษีที่เปลี่ยนแปลงไปในอนาคตจะเท่ากัน นั่นคือ การเปลี่ยนแปลงการเก็บภาษีจากรัฐไม่มีผลกระทบต่อระดับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง และการบริโภค หรือจะไม่เกิดผลกระทบใด ๆ จากการใช้นโยบายการคลังของรัฐบาลต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจนั่นเอง

## 3.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ทั้งนี้ในส่วนของงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่ได้ทำการศึกษาถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวสามารถจำแนกได้ตามปัจจัยที่ทำการศึกษาออกเป็น 3 ปัจจัย กล่าวคือ ปัจจัยแรกตัวแปรทางด้านนโยบายการเงิน ซึ่งจากงานศึกษาของ Gauthier, Tessier and Tractlet (2004) พบว่านโยบายการเงินของประเทศแคนาดามีอิทธิพลต่อการปรับตัวในระยะยาวของอัตราดอกเบี้ยระยะยาวประมาณร้อยละ 0.6 โดยในส่วนของ Peersman (2002) ซึ่งทำการศึกษาข้อมูลของประเทศเยอรมัน

พบว่าระดับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและระยะยาวของประเทศเยอรมันมีลักษณะการเคลื่อนไหวเป็นไปในทิศทางเดียวกัน สำหรับ Caporale and Williams (2002) ซึ่งทำการศึกษาคู่ข้อมูลของกลุ่มประเทศอุตสาหกรรม 7 ประเทศ พบว่าปัจจัยทางด้านอัตราเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นมีอิทธิพลต่อการกำหนดระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญ แต่ขนาดของผลกระทบและทิศทางจะแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศ อาทิ สัมประสิทธิ์ของอัตราเงินเฟ้อมีค่าต่ำกว่า 1 ในประเทศเยอรมัน อังกฤษ และสหรัฐอเมริกา เนื่องจากมีระดับอัตราเงินเฟ้อภายในประเทศในระดับต่ำและนโยบายการเงินมีเสถียรภาพและจากงานศึกษาของ Ireland (1996) แสดงให้เห็นว่าระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาว และระดับอัตราเงินเฟ้อระยะยาวคาดการณ์มีความสัมพันธ์กันในระดับสูงสุดท้ายจากงานศึกษาของ Orr, Edey and Kennedy (1995) ซึ่งทำการศึกษาคู่ข้อมูลของกลุ่มประเทศ OECD 17 ประเทศ พบว่าอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อการกำหนดระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวเช่นกัน

ในส่วนของปัจจัยที่สอง คือ ตัวแปรทางด้านนโยบายการคลังนั้น มีงานวิจัยที่เกี่ยวข้องประกอบด้วยการศึกษาของ Gauthier, Tessier and Tractlet (2004) ซึ่งทำการศึกษาคู่ข้อมูลของประเทศแคนาดา พบว่าการเพิ่มขึ้นอย่างถาวรที่ไม่สามารถคาดการณ์ได้ของการขาดดุลงบประมาณร้อยละ 0.2 ทำให้ระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะยาวประมาณ 40 Basis Points สำหรับงานศึกษาของ Caporale and Williams (2002) พบว่าการขาดดุลงบประมาณที่เพิ่มขึ้นของประเทศอิตาลี ญี่ปุ่น อังกฤษ และสหรัฐอเมริกา จะนำไปสู่การลดลงของระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาว แต่กลับพบการเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงข้ามสำหรับประเทศแคนาดา ฝรั่งเศส และเยอรมัน ในส่วนงานศึกษาของ Butter and Jansen (2001) ซึ่งทำการศึกษาคู่ข้อมูลของประเทศเยอรมัน พบว่าดุล

ประมาณของรัฐบาลมีอิทธิพลมากกว่าระดับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น และระดับราคาน้ำมันดิบเบรนท์ (ตัวแทนการศึกษาผลกระทบจากระดับราคา-อัตราเงินเฟ้อ) และงานศึกษาของ Cebula (1998) ซึ่งทำการศึกษาคู่ข้อมูลของประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่าอัตราส่วนงบประมาณขาดดุลต่อ GDP มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ทั้งต่อการกำหนดระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวจากตราสารที่มีอันดับความน่าเชื่อถือคือ Aaa และ Baa สุดท้ายงานศึกษาของ Orr, Edey and Kennedy (1995) พบว่าการขาดดุลงบประมาณต่อ GDP ซึ่งเป็นตัวแทนของนโยบายการคลังมีอิทธิพลต่อการกำหนดระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน

ในลำดับสุดท้ายปัจจัยจากภาคต่างประเทศจากงานศึกษาของ Butter and Jansen (2001) พบว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ของประเทศสหรัฐอเมริกาและญี่ปุ่น มีอิทธิพลต่อการกำหนดระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวของประเทศเยอรมันได้เป็นอย่างดี โดยมีผลรวมของสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.71 และจากงานศึกษาของ Christiansen and Pigott (1997) ซึ่งทำการศึกษาคู่ข้อมูลของกลุ่มประเทศอุตสาหกรรม 11 ประเทศ พบว่าระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวของประเทศต่าง ๆ มีความเคลื่อนไหวที่สอดคล้องและสัมพันธ์กับระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวของกลุ่มประเทศหรือภูมิภาคหลัก อาทิ สหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น และสหภาพยุโรป เป็นอย่างดี

#### 4. วิธีการวิจัย

เนื่องจากข้อมูลที่นำมาใช้ในการวิจัยในครั้งนี้เป็นข้อมูลอนุกรมเวลา (Time Series) ซึ่งอาจจะมีแนวโน้มในตัวเอง หรือมีคุณสมบัติเป็น “Non-stationary” อันจะส่งผลให้การวิเคราะห์เกิดปัญหาความสัมพันธ์ที่ไม่แท้จริง (Spurious Relationship) ในเบื้องต้นจึงได้ทำการทดสอบข้อมูลในแต่ละตัวแปรว่ามีลักษณะ Stationary หรือไม่ โดยทำการทดสอบ Unit

Root Test หรืออันดับความสัมพันธ์ของข้อมูลด้วยวิธีการ Augmented Dickey Fuller (ADF) Test โดยหากตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยมีอันดับความสัมพันธ์ของข้อมูล ณ ผลต่างลำดับที่หนึ่ง I(1) ในลำดับต่อไปก็จะได้ทำการทดสอบ Cointegration หรือความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวระหว่างตัวแปรต่าง ๆ เพื่อยืนยันถึงการเคลื่อนไหวที่สอดคล้องกันในระยะยาวของตัวแปรต่าง ๆ โดยใช้วิธีการทดสอบในรูปแบบของ Multivariate Cointegration ซึ่งอาศัยแบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) Model ตามวิธีการของ Johansen and Juselius (1990)

สำหรับในส่วนของการวิเคราะห์ถึงผลกระทบของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวในประเทศไทย จะศึกษาใน 2 แนวทาง กล่าวคือ แนวทางแรก ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรโดยอาศัยแบบจำลอง Vector Error Correction Mechanism (VECM) Model เพื่อแสดงให้เห็นถึงระดับความสัมพันธ์ทั้งในระยะสั้นและระยะยาวระหว่างระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวและปัจจัยกำหนดต่าง ๆ และแนวทางที่สอง คือ การศึกษา Impulse Response Analysis เพื่อศึกษาถึงขนาดและระยะเวลาในการปรับตัวของตัวแปรต่าง ๆ ต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลัน (Shock) จากตัวแปรหนึ่ง ๆ อันจะแสดงให้เห็นถึงผลของการเปลี่ยนแปลงจากดุลยภาพในระยะยาวของระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวจากผลของการเปลี่ยนแปลงถาวรอย่างฉับพลันของปัจจัยกำหนดต่าง ๆ โดยมีแบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย ดังนี้

#### 4.1 แบบจำลอง Vector Error Correction

##### Mechanism (VECM) Model

$$\Delta z_t = a + \sum_{i=1}^p \Gamma \Delta z_{t-i} + \Pi z_{t-i} + e_t \quad \dots(1)$$

โดยที่  $\Delta z_t$  คือ  $[\Delta USGBY \quad \Delta RRP \quad \Delta GFB \quad \Delta GBY]'$

a คือ แมทริกซ์ค่าคงที่

$\Gamma$  คือ แมทริกซ์สัมประสิทธิ์แสดงความสัมพันธ์ในระยะสั้น

$\Pi$  คือ สัมประสิทธิ์การปรับตัวในระยะยาวของตัวแปร

$e_t$  คือ ค่าความคลาดเคลื่อน (Error Term)

p คือ จำนวน Lag

USGBY คือ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐอเมริกาอายุ 10 ปี

RRP คือ อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันที่แท้จริง

GFB คือ สัดส่วนการขาดดุลงบประมาณต่อ GDP

GBY คือ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี

$\Delta$  คือ การเปลี่ยนแปลง

#### 4.2 แบบจำลอง Impulse Response

##### Analysis

$$\Delta z_t = \delta + \Gamma(L)v_t \quad \dots(2)$$

โดยที่  $\Delta z_t$  คือ  $[\Delta USGBY \quad \Delta RRP \quad \Delta GFB \quad \Delta GBY]'$

$\delta$  คือ แมทริกซ์ค่าคงที่

$\Gamma(L)$  คือ แมทริกซ์แสดงปฏิกริยาการตอบสนองของตัวแปรต่อความแปรปรวน

$v_t$  คือ  $[v_t^{k'} \quad v_t^{r'}]'$

$v_t^{k'}$  คือ k-Dimensional Vector of Permanent Shock

$v_t^{r'}$  คือ r-Dimensional Vector of Transitory Shock

$v_t^k$  คือ  $[v_t^{\pi} \quad v_t^{mp} \quad v_t^{fs}]'$

$v_t^{\pi}$  คือ ผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยระยะยาวต่างประเทศ (Foreign Long-term Interest Rate Shock)

$v_t^{mp}$  คือ ผลกระทบจากนโยบายการเงิน (Monetary Policy Shock)

$v^{fs}$  คือ ผลกระทบจากนโยบายการคลัง (Fiscal Policy Shock)

$\Delta$  คือ การเปลี่ยนแปลง

## 5. ผลการวิจัย

การทดสอบข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยในเบื้องต้นใน ส่วนของการทดสอบ Unit Root Test หรืออันดับ ความสัมพันธ์ของข้อมูล เพื่อศึกษาถึงความมีเสถียรภาพของข้อมูล (Stationary) ด้วยวิธีการ ADF – Test พบว่าตัวแปรการขาดดุลงบประมาณต่อ GDP ซึ่งเป็นตัวแทนของนโยบายการคลังมีเสถียรภาพ ณ I(0) โดยในส่วนของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันที่แท้จริง เป็นตัวแทนของนโยบายการเงิน อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐอเมริกาอายุ 10 ปี เป็นตัวแทนของอัตราดอกเบี้ยระยะยาวต่างประเทศ และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี เป็นตัวแทนของอัตราดอกเบี้ยระยะยาวของไทย มีเสถียรภาพ ณ I(1) อันแสดงให้เห็นว่าข้อมูลของตัวแปรเหล่านี้มี Unit Root จึงได้ทำการทดสอบ Cointegration หรือความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวของกลุ่ม ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยด้วยวิธี Johansen Cointegration Test พบว่ากลุ่มตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวระหว่างกัน 1 ความสัมพันธ์ ด้วยสถิติทดสอบ Trace Statistic ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 อันจะเป็นผลให้สามารถพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วยแบบจำลอง VECM ได้ในลำดับต่อไป

### 5.1 ผลการศึกษาแบบจำลอง VECM

เมื่อพิจารณาตามแบบจำลอง VECM แสดงให้เห็นว่าการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาวของ ตัวแปรต่าง ๆ ที่ใช้ในการวิจัยมีทิศทางและขนาดของการปรับตัวที่แตกต่างกันไป กล่าวคือ เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นระดับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐอเมริกาอายุ 10 ปี

(USGBY) ระดับอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันที่แท้จริง (RRP) สัดส่วนการขาดดุลงบประมาณต่อ GDP (GFB) หรือระดับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (GBY) จะทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐอเมริกาอายุ 10 ปี (USGBY) มีการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาว ร้อยละ 0.0584 ต่อเดือน หรือใช้ระยะเวลาในการปรับตัวประมาณ 17 เดือน ด้านอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันที่แท้จริง (RRP) จะมีการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาวร้อยละ 0.0126 ต่อเดือน หรือใช้ระยะเวลาในการปรับตัวประมาณ 80 เดือน ส่วนตัวแปรสัดส่วนการขาดดุลงบประมาณต่อ GDP (GFB) มีการปรับตัวมากที่สุดถึงร้อยละ 4.7260 ต่อเดือน หรือใช้ระยะเวลาในการปรับตัวประมาณ 1-2 วัน สำหรับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ซึ่งเป็นตัวแทนของระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวอันเป็นตัวแปรที่ให้ความสนใจ พบว่าจะมีการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาวร้อยละ -0.0816 ต่อเดือน หรือใช้ระยะเวลาในการปรับตัวประมาณ 12-13 เดือน ตามผลการวิจัยในตารางที่ 1

ผลที่ได้จากการวิจัยแสดงให้เห็นว่าตัวแปรทางด้านนโยบายการคลังมีความไวต่อการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาวต่อการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรอื่น ๆ มากที่สุด ส่วนระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวของไทยซึ่งเป็นตัวแปรที่ให้ความสนใจในการวิจัยครั้งนี้ พบว่าเมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงของระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวต่างประเทศ นโยบายการคลัง หรือนโยบายการเงิน จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวใช้ระยะเวลาในการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาวประมาณ 1 ปี

### 5.2 ผลการวิเคราะห์ Impulse Response Analysis

สำหรับการวิเคราะห์ปฏิกิริยาตอบสนองต่อความแปรปรวน จะเป็นการวิเคราะห์ถึงผลกระทบจาก

## ตารางที่ 1

ผลการศึกษาตามแบบจำลอง VECM

D(USGBY)	=	0.058CE	+ 0.2678 D(USGBY) <sub>-1</sub>	- 0.392D(RRP) <sub>-1</sub>	+ 0.004D(GFB) <sub>-1</sub>	+ 0.033D(GBY) <sub>-1</sub>	- 0.034
		(0.053)	(0.182)	(0.238)	(0.007)	(0.088)	(0.033)
		[1.100]	[1.466]	[-1.646]	[0.582]	[0.384]	[-1.032]
D(RRP)	=	0.012CE	+ 0.074D(USGBY) <sub>-1</sub>	+ 0.383D(RRP) <sub>-1</sub>	- 0.0002D(GFB) <sub>-1</sub>	+ 0.043D(GBY) <sub>-1</sub>	- 0.013
		(0.032)	(0.111)	(0.145)	(0.004)	(0.053)	(0.020)
		[0.389]	[0.666]	[2.638]	[-0.048]	[0.812]	[-0.646]
D(GFB)	=	4.725CE	+ 1.157D(USGBY) <sub>-1</sub>	- 7.657D(RRP) <sub>-1</sub>	+ 0.078D(GFB) <sub>-1</sub>	+ 1.337D(GBY) <sub>-1</sub>	- 0.145
		(0.947)	(3.252)	(4.243)	(0.132)	(1.572)	(0.600)
		[4.989]	[0.355]	[-1.804]	[0.587]	[0.850]	[-0.243]
D(GBY)	=	-0.081CE	+ 0.297D(USGBY) <sub>-1</sub>	+ 0.048D(RRP) <sub>-1</sub>	- 0.009D(GBY) <sub>-1</sub>	+ 0.288D(GBY) <sub>-1</sub>	+ 0.001
		(0.082)	(0.282)	(0.369)	(0.011)	(0.136)	(0.052)
		[-0.994]	[1.047]	[0.131]	[-0.865]	[2.107]	[0.021]
โดยที่ CE	=	- 2.037USGBY <sub>-1</sub>	- 0.378RRP <sub>-1</sub>	- 0.209GFB <sub>-1</sub>	+ GBY <sub>-1</sub>	- 0.075t	+ 7.117
		(0.299)	(0.190)	(0.033)	(0.017)		
		[-6.800]	[-1.988]	[-6.333]	[-4.345]		

ตัวเลขใน ( ) คือ ค่า Standard Error  
ตัวเลขใน [ ] คือ ค่า t-statistics

## ตารางที่ 2

ผลการวิเคราะห์ปฏิกิริยาตอบสนองต่อความแปรปรวนจาก Shocks ต่าง ๆ

ตัวแปร	$v^{\pi}$	$v^{mp}$	$v^{fs}$
USGBY	0.289051	- 0.074517	- 0.032997
RRP	- 0.001608	0.233481	- 0.002168
GFB	- 1.252190	0.399153	1.388048
GBY	0.325685	0.020250	0.223026

การเปลี่ยนแปลงถาวรอย่างฉับพลัน (Permanent Shock) ซึ่งจากการทดสอบ Cointegration ได้ชี้ให้เห็นว่าตัวแปรต่าง ๆ ที่ใช้ในการศึกษามีความสัมพันธ์

เชิงดุลยภาพในระยะยาว 1 ความสัมพันธ์ ( $r = 1$ ) ทำให้การศึกษาในส่วนนี้สามารถแสดงการวิเคราะห์ได้ 3 Permanent Shocks โดยทำการศึกษาถึงผลกระทบ

จากการเปลี่ยนแปลงของระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวต่างประเทศอย่างฉับพลัน (Foreign Long-term Interest Rate Shock -  $v^f$ ) การเปลี่ยนแปลงในนโยบายการเงินอย่างฉับพลัน (Monetary Policy Shock -  $v^m$ ) และการเปลี่ยนแปลงในนโยบายการคลังอย่างฉับพลัน (Fiscal Policy Shock -  $v^f$ ) ซึ่งจะไม่จำกัดผลกระทบในทิศทางเดียว แต่แสดงให้เห็นผลในลักษณะกลับไปกลับมา กล่าวคือ Foreign Long-term Interest Rate Shock, Monetary Policy Shock และ Fiscal Policy Shock สามารถมีอิทธิพลในระยะยาวระหว่างกันและกัน

การวิเคราะห์ผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยระยะยาวต่างประเทศต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาวของประเทศไทย สำหรับการวิจัยในครั้งนี้อาศัยการศึกษาผ่านตัวแปรอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐอเมริกาอายุ 10 ปี (USGBY) ซึ่งจะพบว่ามีการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยระยะยาวต่างประเทศอย่างฉับพลัน (Foreign Long-term Interest Rate Shock :  $v^f$ ) ส่งผลให้ระดับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐอเมริกาอายุ 10 ปี (USGBY) มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดที่ร้อยละ 0.2909 ในช่วง 4 เดือนแรก และปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาวที่ร้อยละ 0.2891 ในเดือนที่ 15 แต่พบการเปลี่ยนแปลงที่น้อยมากสำหรับระดับอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันที่แท้จริง (RRP) อีกทั้งการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยระยะยาวต่างประเทศอย่างฉับพลันยังจะส่งผลให้ดุลยภาพในระยะยาวของสัดส่วนการขาดดุลงบประมาณต่อ GDP (GFB) มีการปรับตัวลดลงสูงสุดร้อยละ 1.6226 ในเดือนที่ 3 และส่งผลให้สัดส่วนการขาดดุลงบประมาณต่อ GDP ปรับตัวลดลงร้อยละ 1.2522 ในระยะยาว สำหรับการส่งผลกระทบต่อดุลยภาพในระยะยาวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ซึ่งเป็นตัวแทนของระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวพบว่า ในช่วงแรกการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันในระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวต่างประเทศ จะส่งผลให้

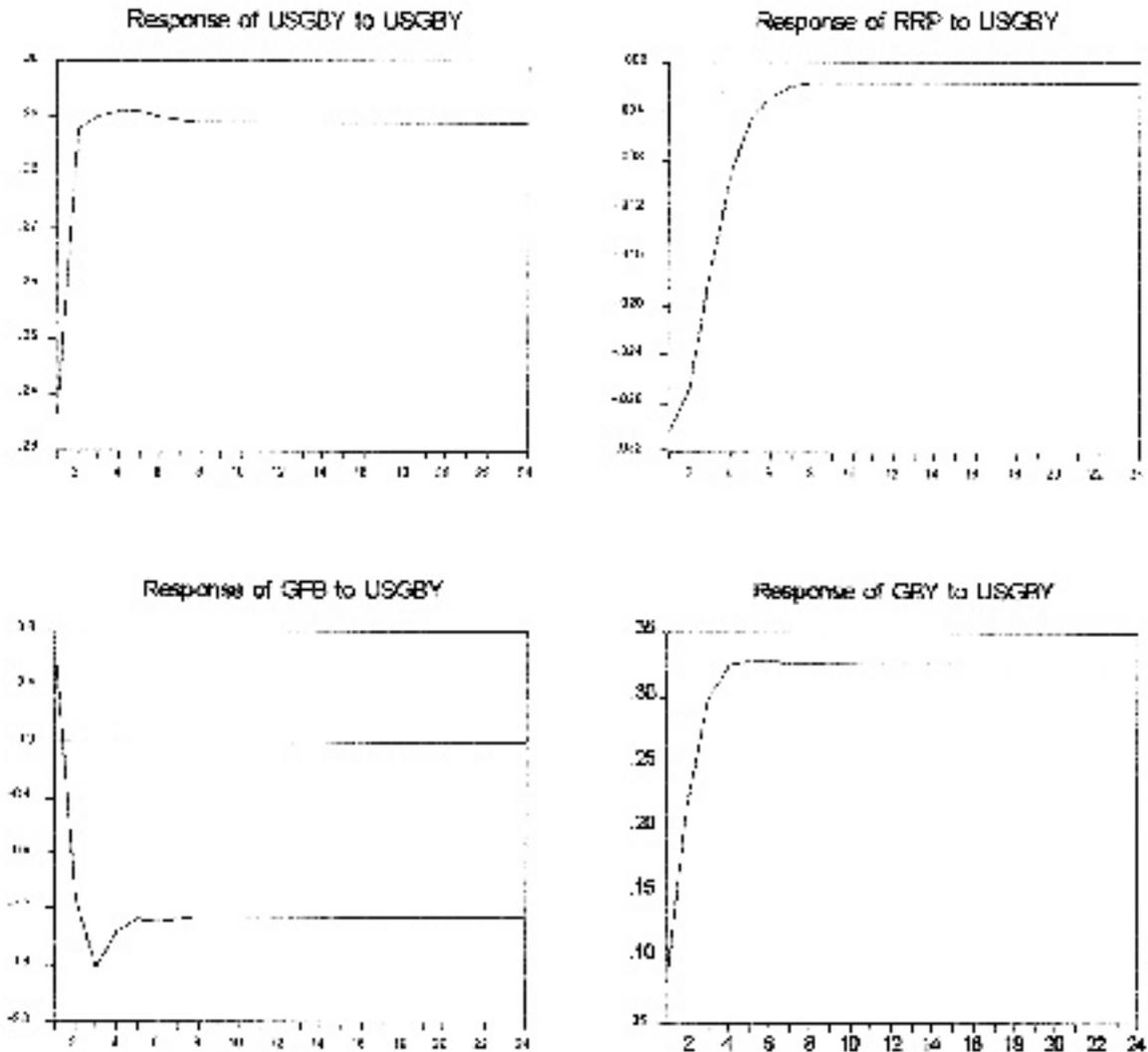
ระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดที่ร้อยละ 0.3279 ในเดือนที่ 6 และปรับตัวเพื่อเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาวใหม่ร้อยละ 0.3257 ในเดือนที่ 17 ตามตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ปฏิกิริยาตอบสนองต่อความแปรปรวนจาก Shocks ต่าง ๆ และภาพที่ 1 การตอบสนองต่อความแปรปรวนจาก Foreign Long-term Interest Rate Shock

ในส่วนของกรณีวิเคราะห์ผลกระทบจากนโยบายการเงินต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาวของประเทศไทย สำหรับการวิจัยในครั้งนี้อาศัยการศึกษาผ่านตัวแปรอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันที่แท้จริง (RRP) ซึ่งจะเห็นได้ว่าการเปลี่ยนแปลงในนโยบายการเงินอย่างฉับพลัน (Monetary Policy Shock :  $v^m$ ) ส่งผลให้ดุลยภาพในระยะยาวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐอเมริกาอายุ 10 ปี (USGBY) ปรับตัวลดลงร้อยละ 0.0745 ในระยะยาวเมื่อเข้าสู่เดือนที่ 17 ด้านการเปลี่ยนแปลงในดุลยภาพระยะยาวของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันที่แท้จริง (RRP) จะมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.2335 ในเดือนที่ 17 เช่นกัน อีกทั้งการเปลี่ยนแปลงในนโยบายการเงินอย่างฉับพลันยังจะส่งผลให้ดุลยภาพในระยะยาวของสัดส่วนการขาดดุลงบประมาณต่อ GDP (GFB) ปรับตัวลดลงถึงร้อยละ 0.9136 ในเดือนที่ 2 แต่หลังจากนั้นมีการปรับตัวเพิ่มขึ้น และปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาว ร้อยละ 0.3992 ในเดือนที่ 19 และการเปลี่ยนแปลงในนโยบายการเงินอย่างฉับพลันยังมีอิทธิพลต่อดุลยภาพในระยะยาวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี โดยจะทำให้ระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดถึงร้อยละ 0.1007 ในเดือนที่ 2 หลังจากนั้นลดระดับการปรับตัวลงเหลือเพียงร้อยละ 0.0203 ในเดือนที่ 16 ตามตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ปฏิกิริยาตอบสนองต่อความแปรปรวนจาก Shocks ต่าง ๆ และภาพที่ 2 การตอบสนองต่อความแปรปรวนจาก Monetary Policy Shock

## ภาพที่ 1

การตอบสนองต่อความแปรปรวนจาก Foreign Long-term Interest Rate Shock

## Response to Cholesky One S.D. Innovations



หมายเหตุ : แกนตั้ง คือ อัตราการเปลี่ยนแปลง มีหน่วยเป็นร้อยละ  
แกนนอน คือ ระยะเวลา มีหน่วยเป็นเดือน

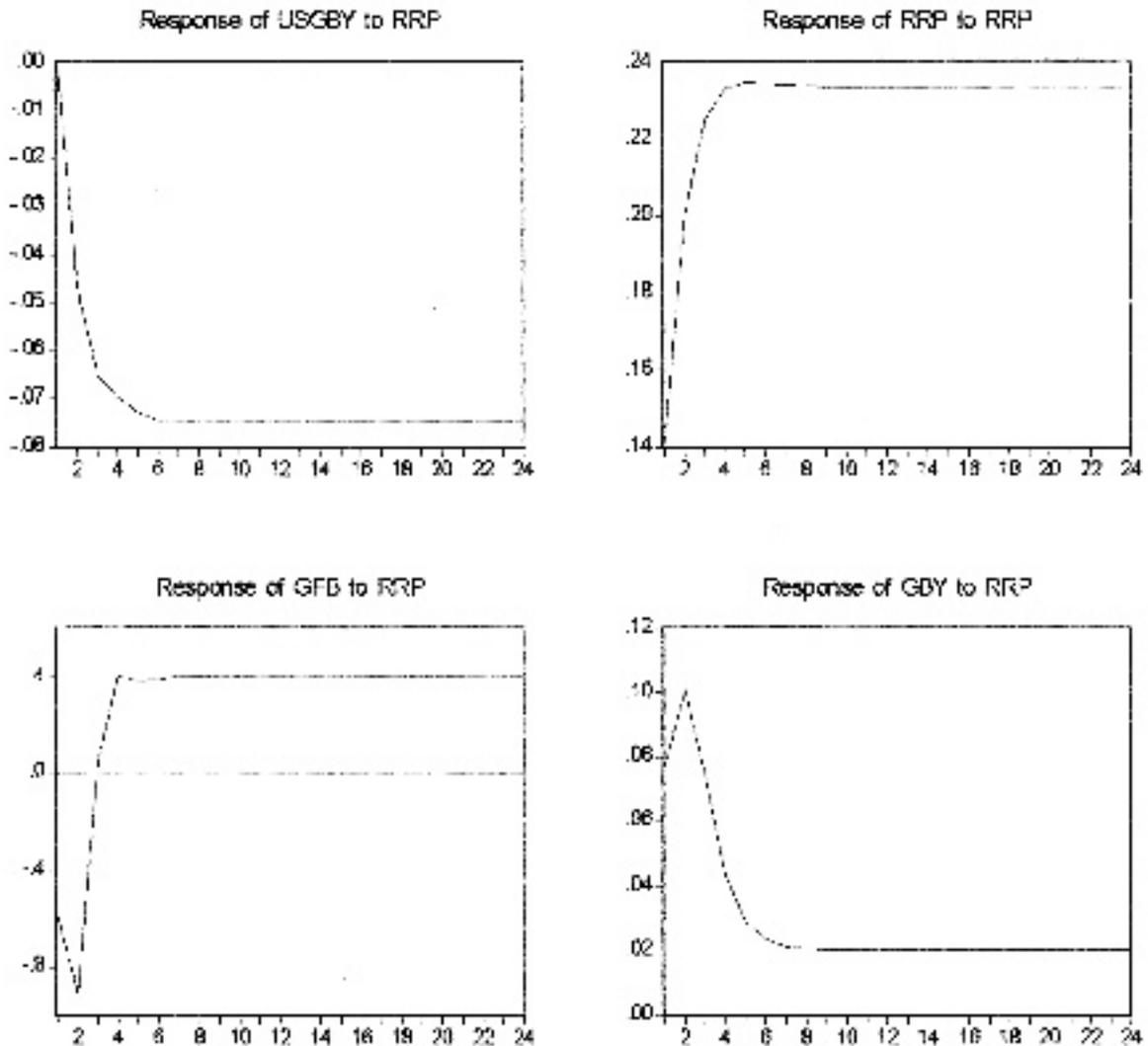
ลำดับสุดท้าย การวิเคราะห์ผลกระทบจากนโยบายการคลังต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาวของประเทศไทยในกรณีนี้อาศัยการศึกษาผ่านตัวแปรสัดส่วนการขาดดุลงบประมาณต่อ GDP (GFB) พบว่าการเปลี่ยนแปลงในนโยบายการคลังอย่างฉับพลัน (Fiscal

Policy Shock :  $v^{fs}$ ) จะส่งผลให้ดุลยภาพในระยะยาวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐอเมริกาอายุ 10 ปี (USGBY) ปรับตัวลดลงร้อยละ 0.0330 ในเดือนที่ 12 แต่พบการเปลี่ยนแปลงที่น้อยมากในดุลยภาพระยะยาวของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตร

## ภาพที่ 2

การตอบสนองต่อความแปรปรวนจาก Monetary Policy Shock

## Response to Cholesky One S.D. Innovations



หมายเหตุ : แกนตั้ง คือ อัตราการเปลี่ยนแปลง มีหน่วยเป็นร้อยละ  
แกนนอน คือ ระยะเวลา มีหน่วยเป็นเดือน

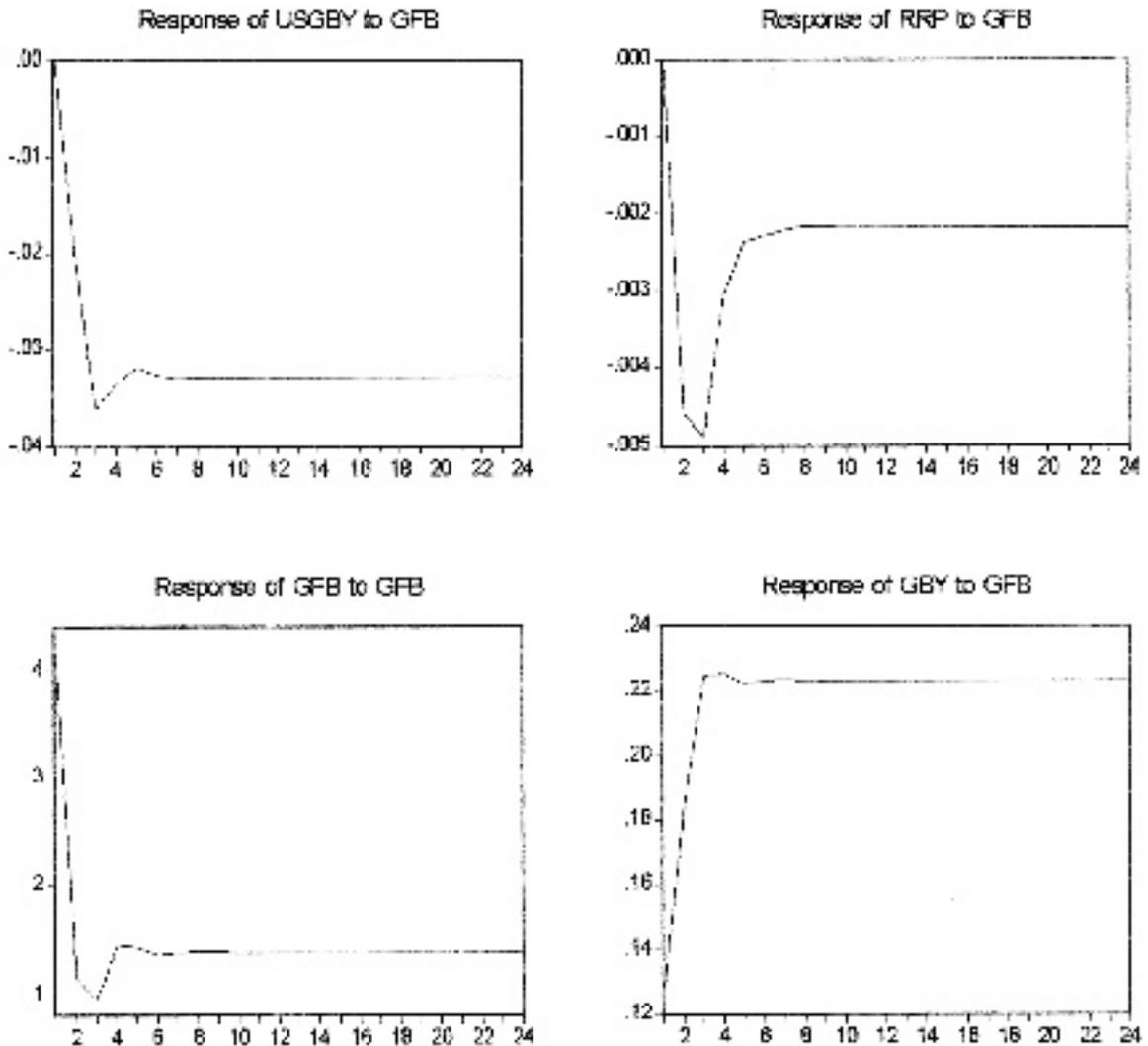
ระยะ 14 วันที่แท้จริง (RRP) โดยในช่วงแรกมีการปรับตัวลดลงเพียงร้อยละ 0.0049 ในเดือนที่ 3 และมีการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาวโดยลดลงเพียงร้อยละ 0.0022 ในเดือนที่ 15 อีกทั้งผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายการคลังอย่างฉับพลันยังจะส่งผลให้

ดุลยภาพในระยะยาวของสัดส่วนการขาดดุลงบประมาณต่อ GDP (GFB) มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดถึงร้อยละ 4.1255 ในเดือนแรก และปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.3880 ในเดือนที่ 17 และมีอิทธิพลต่อดุลยภาพในระยะยาวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ซึ่ง

## ภาพที่ 3

การตอบสนองต่อความแปรปรวนจาก Fiscal Policy Shock

## Response to Cholesky One S.D. Innovations



หมายเหตุ : แกนตั้ง คือ อัตราการเปลี่ยนแปลง มีหน่วยเป็นร้อยละ  
แกนนอน คือ ระยะเวลา มีหน่วยเป็นเดือน

เป็นตัวแปรที่ให้ความสนใจ โดยส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.2230 เมื่อเข้าสู่เดือนที่ 14 ซึ่งแสดงให้เห็นว่านโยบายการคลังมีอิทธิพลต่อระดับอัตราดอกเบี้ย นั่นคือสมมติฐานความเท่ากันของกลุ่มวิศวกรได้ไม่เป็นจริงสำหรับการศึกษาของ

ประเทศไทย ตามตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ปฏิกิริยาตอบสนองต่อความแปรปรวนจาก Shocks ต่าง ๆ และภาพที่ 3 การตอบสนองต่อความแปรปรวนจาก Fiscal Policy Shock

จากผลการวิเคราะห์ปฏิกิริยาตอบสนองต่อ

ความแปรปรวนดังที่ได้แสดงมานั้น สามารถกล่าวโดยสรุปได้ว่า ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันในอัตราดอกเบี้ยระยะยาวต่างประเทศ (Foreign Long-term Interest Rate Shock) ส่งผลให้อัตราอัตราดอกเบี้ยระยะยาวปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.3257 ในระยะยาว โดยผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันในนโยบายการเงิน (Monetary Policy Shock) มีอิทธิพลน้อยมากต่อการปรับตัวในระยะยาวของอัตราดอกเบี้ยระยะยาว และผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันในนโยบายการคลัง (Fiscal Policy Shock) ทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.2230 ในระยะยาว ซึ่งจะเห็นได้ว่าแม้ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ดำเนินนโยบายการเงินโดยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวภายใต้การจัดการ แต่ผลกระทบจากต่างประเทศยังคงมีอิทธิพลต่อตลาดการเงินภายในประเทศอยู่มาก ขณะที่นโยบายการคลังจะมีอิทธิพลต่อการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยระยะยาวในระดับที่มากกว่านโยบายการเงิน

ทั้งนี้ ผลการวิจัยที่ได้แสดงให้เห็นว่า นโยบายการเงิน นโยบายการคลัง และอัตราดอกเบี้ยระยะยาวต่างประเทศ ยังคงมีอิทธิพลต่อระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวในประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษาอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง แต่มีขนาดของผลกระทบที่แตกต่างกัน ตามลักษณะพื้นฐานทางเศรษฐกิจของแต่ละประเทศ นั่นคือ นโยบายการเงินมีอิทธิพลน้อยมากต่อการกำหนดระดับอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินของประเทศไทย อันเป็นผลเนื่องมาจากการที่ธนาคารและสถาบันการเงินมีสภาพคล่องส่วนเกินอยู่เป็นจำนวนมาก นับแต่วิกฤติเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 เป็นต้นมา ประกอบกับระดับอัตราเงินเฟ้อภายในประเทศก็อยู่ในระดับต่ำ ส่งผลให้การปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย เป็นไปเพื่อมุ่งเน้นเป้าหมายด้านการรักษาระดับเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ อีกทั้งยังไม่ได้ทำให้ต้นทุนทางการเงินของธนาคารและสถาบันการเงินปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นมาก

นัก กล่าวคือธนาคารและสถาบันการเงินต่าง ๆ ซึ่งเป็นกลุ่มนักลงทุนรายใหญ่ในตลาดพันธบัตรมีอิสระในการกำหนดนโยบายและแนวทางการบริหารเงินลงทุนได้ในระดับสูง ส่งผลให้ลักษณะการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยระยะยาวมีอิสระจากปัจจัยทางด้านนโยบายการเงินด้วยเช่นกัน

นอกจากนี้ในการดำเนินนโยบายรักษาเสถียรภาพในระดับการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศผ่านการส่งออก โดยพยายามไม่ให้อัตราแลกเปลี่ยนเกิดความผันผวนมากนักนั้น ได้ส่งผลให้ระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวต่างประเทศ และอัตราดอกเบี้ยระยะยาวของไทยมีลักษณะการเคลื่อนไหวที่สอดคล้องกันในระดับสูง ซึ่งผลที่ได้จากการทดสอบความสัมพันธ์ของการเกิด Shocks ในอัตราดอกเบี้ยระยะยาวต่างประเทศต่อการเปลี่ยนแปลงในระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวของไทยก็ยืนยันความเชื่อมโยงดังกล่าวได้เป็นอย่างดี โดยในส่วนของนโยบายการคลังนั้นแม้ผลที่ได้จากการวิจัยจะแสดงอิทธิพลของการดำเนินนโยบายขาดดุลงบประมาณที่มีต่อการกำหนดระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวในระดับสูง แต่เมื่อพิจารณาถึงปริมาณการออกพันธบัตรเพื่อชดเชยการขาดดุลดังกล่าวกลับพบว่าปริมาณไม่มากนักเมื่อเปรียบเทียบกับปริมาณพันธบัตรออกใหม่ทั้งหมดในแต่ละปี ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงปฏิริยาการตอบสนองทางจิตวิทยาของนักลงทุนในตลาดการเงินต่อการกำหนดนโยบายการคลังของรัฐบาล อันจะส่งผลให้รัฐบาลสามารถดำเนินนโยบายทางการคลังได้อย่างมีประสิทธิภาพและเป้าหมายทางเศรษฐกิจมีโอกาสเป็นไปตามที่รัฐบาลต้องการได้มากยิ่งขึ้น

## 6. สรุปและข้อเสนอแนะ

การศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ด้วยแบบจำลอง Vector Error Correction Mechanism (VECM) Model ได้แสดงให้เห็นว่าสัมประสิทธิ์ความเร็วของการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาวของ

อัตราดอกเบี้ยระยะยาวมีค่าเท่ากับร้อยละ  $-0.0816$  ต่อเดือน กล่าวคือ เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลในตัวแปรต่างๆ ในระดับ Level จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวมีการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพใหม่ร้อยละ  $-0.0816$  ต่อเดือน หรือใช้ระยะเวลาในการปรับตัวประมาณ 12-13 เดือน โดยในส่วนของทฤษฎีการวิเคราะห์ปฏิกิริยาตอบสนองต่อความแปรปรวน (Impulse Response Analysis) พบว่าการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยระยะยาวต่างประเทศอย่างฉับพลัน (Foreign Long-term Interest Rate Shock) จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ  $0.3257$  ในระยะยาว และการเปลี่ยนแปลงในนโยบายการคลังอย่างฉับพลัน (Fiscal Policy Shock) จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ  $0.2230$  ในระยะยาว โดยในส่วนของทฤษฎีการเปลี่ยนแปลงในนโยบายการเงินอย่างฉับพลัน (Monetary Policy Shock) นั้นพบผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาว กล่าวคือจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวปรับตัวเพิ่มขึ้นเพียงร้อยละ  $0.0203$  ในระยะยาวเท่านั้น ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นเพราะปัญหาสภาพคล่องส่วนเกินในระบบธนาคารพาณิชย์ที่ยังคงมีอยู่สูงภายหลังจากภาวะวิกฤตเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ส่งผลให้นโยบายการเงินมีอิทธิพลต่อตลาดการเงินได้เพียงในระดับหนึ่งเท่านั้น

อีกทั้งผลที่ได้รับจากการวิจัยจะเห็นได้ว่านโยบายการเงินมีอิทธิพลต่อการกำหนดระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวในระดับที่ต่ำ ซึ่งสะท้อนถึงสถานการณ์ในตลาดการเงินที่ยังคงมีปัญหาด้านสภาพคล่องส่วนเกิน อันจะทำให้การดำเนินนโยบายการเงินไม่มีประสิทธิภาพต่อการกำหนดระดับอัตราดอกเบี้ยในตลาดมากเท่าที่ควร ในการนี้หากรัฐบาลและธนาคารแห่งประเทศไทยมีความประสงค์จะดำเนินนโยบายเพื่อให้บรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจไม่ว่าจะเป็น การรักษาเสถียรภาพของระดับราคา และการเติบโตของระบบเศรษฐกิจ ผ่านการกำหนดระดับอัตราดอกเบี้ยเพื่อให้

เชื่อต่อการบรรลุเป้าหมายดังกล่าวนั้น อาจมีความยากลำบากเมื่อระดับสภาพคล่องในระบบการเงินยังมีอยู่สูง ซึ่งจะทำให้ผลของการกำหนดระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีอิทธิพลต่อระดับอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงิน และตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคในด้านอื่น ๆ ไม่ว่าจะเป็นระดับการลงทุน การบริโภค และอัตราเงินเฟ้อไม่มากนัก

ดังนั้นภาครัฐควรมีการดำเนินนโยบายให้เกิดความเหมาะสมและสมดุลทั้งทางด้านการเงินและการคลัง กล่าวคือในสถานการณ์ที่ระดับอัตราดอกเบี้ยและอัตราเงินเฟ้อของประเทศอยู่ในระดับต่ำ การกำหนดนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยส่งผลกระทบต่อตลาดการเงินไม่มากนัก แนวทางการดำเนินนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยควรที่จะใช้ช่องทางอื่น ๆ ไม่ว่าจะเป็นการรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนให้เหมาะสม และเอื้อต่อระดับการส่งออกและระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุน การผ่อนคลายเงื่อนไขในการให้สินเชื่อของสถาบันการเงินภายใต้ระดับความเสี่ยงที่เหมาะสม และการสร้างบรรยากาศเพื่อให้เกิดการคาดการณ์ภาวะเศรษฐกิจของภาคเอกชนเป็นไปในลักษณะใกล้เคียงกับความจริงและไม่ตื่นตระหนกเป็นต้น ด้านการกำหนดนโยบายการคลังนั้นเมื่อตลาดการเงินอยู่ในสถานการณ์กับดักสภาพคล่อง หรือมีสภาพคล่องส่วนเกินล้นระบบ และการดำเนินนโยบายการเงินไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร นโยบายการคลังจะมีส่วนอย่างสำคัญต่อการกำหนดทิศทางตลาดการเงิน ซึ่งจากผลการวิจัยจะเห็นได้ว่า การกำหนดนโยบายขาดดุลงบประมาณของรัฐบาลมีอิทธิพลต่อระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวในตลาดการเงิน แต่สิ่งที่ควรจะต้องพึงระวังคือการรักษาวินัยทางการคลังมิให้เกิดผลกระทบต่อภาระหนี้ในระยะยาวมากจนเกินไป อันจะทำให้ตลาดเกิดการคาดการณ์ผลกระทบต่อทิศทางตรงข้ามกับที่ผู้กำหนดนโยบายต้องการ และส่งผลให้การดำเนินนโยบายการคลังไร้ประสิทธิภาพตามไปด้วย

นอกจากนี้ นักลงทุนและผู้ประกอบการภาคเอกชนที่ให้ความสนใจและใช้ข้อมูลจากตลาดการเงินเพื่อประกอบการตัดสินใจในการดำเนินธุรกิจ ก็ควรจะ ต้องมีความเข้าใจถึงลักษณะ แนวโน้ม และอิทธิพลของปัจจัยต่างๆ ที่มีผลต่อการกำหนดระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวอย่างครบถ้วนครอบคลุมทุกประเด็น เช่นเดียวกับผู้กำหนดนโยบายทางเศรษฐกิจของรัฐบาล อาทิ หากธนาคารแห่งประเทศไทยปรับเพิ่ม

ระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ทั้งที่ยังมีสภาพคล่องส่วนเกินในระบบอยู่เป็นจำนวนมากนั้นมิได้เป็นการส่งสัญญาณความตึงตัวของสภาพคล่องในตลาดการเงิน แต่กลับเป็นการดำเนินนโยบายเพื่อรักษาส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยภายในและภายนอกประเทศ อันจะส่งผลต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ เป็นต้น

### เอกสารอ้างอิง

- Adrian Orr, Malcolm Edey and Michael Kennedy. 1995. *The Determinants of Real Long-term Interest Rates : 17 Country Pooled-time-series Evidence* (Online). Available: [www.oecd.org/dataoecd/33/7/1863008.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/33/7/1863008.pdf)
- Celine Gauthier, David Tessier and Virginie Traclet. 2004. *Do Domestic Macroeconomic Factors Play a Role in Determining Long-term Application in the Case of a Small Open-economy ?* (Online). Available: [www.cass.city.ac.uk/conferences/mmf2004/Papers/Traclet&Gauthier & Tessier.pdf](http://www.cass.city.ac.uk/conferences/mmf2004/Papers/Traclet&Gauthier & Tessier.pdf)
- Frank A.G. Den Butter and Pieter W Jansen. 2000. *An Ecpirical Analysis of the German Long-term Interst Rate* (Online). Available : [zappa.ubvu.vu.nl/20010029.pdf](http://zappa.ubvu.vu.nl/20010029.pdf)
- Gert Peersman. 2002. Monetary Policy and Long Term Interest Rates in Germany. *Economics Letters*, 77 : 271-277.
- Guglielmo Maria Caporale and Geoffrey Williams. 2002. Long-term Nominal Interest Rates and Domestic Fundamentals. *Review of Financial Economics*, 11 : 119-130.
- Hans Christiansen and Charles Pigott. 1997. *Long-term Interest Rates in Globalised Markets* (Online). Available : [www.oecd.org/dataoecd/33/18/1863555.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/33/18/1863555.pdf)
- Peter N Ireland. 1996. *Long-term Interest Rates and Inflation : a Fisherian Approach* (Online). Available : [www.rich.frb.org/pubs/economic\\_quarterly/pdfs/winter1996/ireland.pdf](http://www.rich.frb.org/pubs/economic_quarterly/pdfs/winter1996/ireland.pdf)
- Richard J Cebula. 1998. An Empirical Analysis of the Impact of Federal Budget Deficits on Long-term Nominal Interest rate Yields, 1973.2-1995.4. Using Alternative Expected Inflation Measures. *Review of Financial Economics*, 7 (1): 55-64.

Soren Johansen and Katarina Juselius. 1990. Maximum Likelihood Estimation and Inferences on Cointegration-with Applications to the Demand for Money. *Oxford Bullentin of Economics and Statistics*, 52 : 169-210.