

ผลกระทบของกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินที่มีต่อระบบเศรษฐกิจไทย

The Impacts of Monetary Policy Transmission Mechanism on Thai Economy

วรุณยุพา เอี่ยมจ้อย* ฝ่ายนักลงทุนสัมพันธ์ ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)

สันติยา เอกอัศว ภาควิชาเศรษฐศาสตร์ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

การศึกษานี้เน้นวิเคราะห์กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในช่องทางต่างๆ ได้แก่ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ช่องทางสินเชื่อ ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ช่องทางการคาดการณ์ และช่องทางราคาสินทรัพย์ โดยเปรียบเทียบผลกระทบที่มีต่อการบริโภคและการลงทุนของภาคเอกชน การวิเคราะห์ใช้วิธี unit root test, vector autoregressive (VAR) และ impulse response function ผลการศึกษาพบว่า ช่องทางราคาสินทรัพย์ ส่งผลกระทบต่อการบริโภคของภาคเอกชนมากที่สุด ช่องทางอัตราดอกเบี้ยส่งผลกระทบต่อการลงทุนของภาคเอกชนมากที่สุด และช่องทางการส่งผ่านของนโยบายการเงินทั้ง 5 ช่องทาง ส่งผลกระทบต่อการลงทุนของภาคเอกชนมากกว่าการบริโภคของภาคเอกชน

คำสำคัญ: นโยบายการเงิน การลงทุนภาคเอกชน การบริโภคภาคเอกชน

This study highlights on the analysis of Thailand monetary policy transmission mechanism in various channels, i.e. interest rate, credit, exchange rate, expectation, and asset price channels, by comparing their impacts on private consumption and private investment. The analytical methods are the unit root test, vector autoregressive (VAR) and impulse response function. The results show that the asset price channel had the greatest impact on private consumption; the interest rate channel had the greatest impact on private investment; and all channels had a greater impact on private investment than on private consumption.

Keywords: monetary policy, private consumption, private investment

* Corresponding author: Waroonyupa Aiemojoy Investor Relations Department, Krung Thai Bank PCL, 35 Sukhumvit Road, Klongtoey Nua, Wattana Bangkok 10110 Bangkok, Thailand, 10900. E-mail: gubgib_ja@yahoo.com

บทนำ

การบริโภคและการลงทุนของภาคเอกชนมีบทบาทสำคัญที่ก่อให้เกิดการพัฒนาทางเศรษฐกิจและส่งเสริมให้เกิดความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมกรรมการบริโภคของประชาชนกระทบต่อการผลิตสินค้าและบริการต่างๆ ระบบเศรษฐกิจ ส่วนการเปลี่ยนแปลงในการลงทุนของภาคเอกชนส่งผลให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจอื่นๆ เปลี่ยนแปลงตามไปด้วย อาทิ ก่อให้เกิดการใช้ทรัพยากรเพิ่มขึ้น ก่อให้เกิดการจ้างงาน ส่งผลให้ประชาชนมีรายได้สูงขึ้น และมีอำนาจซื้อเพิ่มขึ้นในที่สุด การกระตุ้นหรือส่งเสริมให้เกิดการบริโภคและการลงทุนของภาคเอกชนนั้นสามารถใช้นโยบายทางเศรษฐกิจมหภาคด้านอุปสงค์ โดยการใช้นโยบายการคลังเป็นการใช้มาตรการทางด้านรายรับและรายจ่ายของภาครัฐบาลเป็นหลัก เช่น การจัดเก็บภาษีอากร เป็นต้น และอีกแนวทางหนึ่งคือ การใช้นโยบายการเงิน ซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยจะกำหนดมาตรการและเครื่องมือทางการเงิน เช่น การปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยทางการ เป็นต้น เพื่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงตัวแปรทางการเงินที่ต้องการ โดยต้องการให้การเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นนี้ส่งผลกระทบต่อไปยังระบบเศรษฐกิจโดยรวม และสุดท้ายก็จะตอบสนองเป้าหมายทางเศรษฐกิจของประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในการรักษาเสถียรภาพของระดับราคาและความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

การที่จะดำเนินนโยบายการเงินให้เกิดประสิทธิภาพนั้น จำเป็นที่จะต้องเข้าใจถึงกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินซึ่งจะช่วยให้เกิดความมั่นใจว่า หากมีการปรับเปลี่ยนเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงินแล้วจะสามารถส่งผลไปยังเป้าหมายที่ต้องการได้ โดยทั่วไปกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินมีอยู่ 5 ช่องทางสำคัญ ได้แก่ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ช่องทางสินเชื่อ ช่องทางราคาสินทรัพย์ ช่องทางการคาดการณ์ และช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ทั้งนี้การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยของทางการจะมีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงิน (อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้) ขณะเดียวกันก็จะมีผลกระทบต่อระดับสินเชื่อ ราคาสินทรัพย์ การคาดการณ์เศรษฐกิจ และอัตราแลกเปลี่ยน การเปลี่ยนแปลงของช่องทางต่างๆ ดังกล่าวจะกระทบต่อการใช้จ่ายของภาคเอกชน และการลงทุนของหน่วยธุรกิจในระบบเศรษฐกิจ และปัจจัยต่างๆ ที่มีผลกระทบต่ออุปสงค์มวลรวมในประเทศก็จะมีผลต่ออัตราเงินเฟ้อและระดับผลผลิตในที่สุด

การดำเนินนโยบายที่เกี่ยวข้องกับการกระตุ้นการบริโภคและการลงทุนของภาคเอกชน ควรจะได้มีการกำหนดให้เหมาะสมกับตัวแปรนั้นๆ ในที่นี้จึงศึกษาการดำเนินนโยบายการเงินและกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในประเทศไทยตลอดจนภาวะการบริโภคและการลงทุนของภาคเอกชน โดยใช้ข้อมูลอนุกรมเวลารายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 ถึง พ.ศ. 2547 และเปรียบเทียบผลกระทบการดำเนินนโยบายการเงินในช่องทางต่างๆ ว่าช่องทางใดจะมีผลกระทบต่อการบริโภคและการลงทุนของภาคเอกชนมากที่สุด รวมทั้งเปรียบเทียบแต่ละช่องทางว่าจะมีผลกระทบต่อการบริโภคหรือการลงทุนของภาคเอกชนมากกว่ากันโดยใช้ข้อมูลอนุกรมเวลารายเดือน ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2540 จนถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2547 เพื่อเป็นแนวทางในการกำหนดนโยบายการเงินให้ได้ตรงกับเป้าหมาย โดยในวิธีการวิเคราะห์ ประกอบด้วย การทดสอบ unit root

การสร้างแบบจำลอง vector autoregressive (VAR) และการทดสอบ impulse response function เพื่อผลกระทบของการดำเนินนโยบายการเงินในช่องทางต่างๆ ที่มีต่อการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชน

การศึกษาที่ผ่านมาในเรื่องที่เกี่ยวข้องพบใน คมกฤษ หาญเจริญศักดิ์ (2544) ศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย และเปรียบเทียบผลของการส่งผ่านที่มีต่อการดำเนินงานของธนาคารขนาดเล็กและขนาดใหญ่ในช่วงเวลาก่อนและหลังการลอยตัวค่าเงินบาท พบว่า การดำเนินนโยบายการเงินส่งผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์นั้น ธนาคารขนาดเล็กจะได้รับผลกระทบมากกว่าธนาคารขนาดใหญ่ เกศินี โชคพิพัฒน์ (2545) ศึกษาประสิทธิภาพของอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร ซึ่งศึกษาในช่วงที่ธนาคารแห่งประเทศไทยดำเนินนโยบายการเงินแบบเป้าหมายปริมาณเงิน (monetary targeting) และแบบเป้าหมายเงินเฟ้อ (inflation targeting) พบว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรเป็นอัตราดอกเบี้ยที่สามารถใช้เป็นอัตราดอกเบี้ยขึ้นนำอัตราดอกเบี้ยอื่นๆ ในตลาดเงินให้เปลี่ยนแปลงได้ในระดับหนึ่ง ปิติ ดิษยทัต และ พินรัฐ วงศ์สินศิริกุล (2545) ศึกษาผลกระทบของการส่งผ่านของนโยบายการเงินในประเทศไทยผ่าน 4 ช่องทาง คือ ช่องทางสินเชื่อ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน และช่องทางราคาสินทรัพย์ พบว่า อิทธิพลของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากปรับตัวเร็วกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืม การลงทุนตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินมากที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับองค์ประกอบต่างๆ ของอุปสงค์รวม การส่งผ่านของนโยบายการเงินไปยังผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศและดัชนีราคาผู้บริโภคผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยและสินเชื่อ มีบทบาทสำคัญมากกว่าช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนและราคาสินทรัพย์ ส่วนงานของ วชิร จันทรปาโล (2546) ศึกษาผลกระทบของการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย พบว่า การดำเนินนโยบายการเงินโดยใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยต่ำในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ส่งผลต่อการลงทุนภาคเอกชนมากกว่าการบริโภคภาคเอกชน และการศึกษาของ Ippei (2004) ถึงกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินที่ส่งผลต่อระดับผลผลิตผ่านช่องทางการลงทุนและช่องทางการบริโภค ในประเทศญี่ปุ่น พบว่า กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในช่องทางการลงทุนมีบทบาทสำคัญมากกว่าช่องทางการบริโภค ในที่นี้อาศัยฐานความรู้จากงานวิจัยดังกล่าวมาช่วยพัฒนาแบบจำลองที่ใช้ในการวิเคราะห์กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน และศึกษาเพิ่มเติมช่องทางการส่งผ่านนโยบายในส่วนของการคาดการณ์ในตอนต่อไปได้ให้รายละเอียดด้านทฤษฎีและแนวคิดที่ใช้ในการศึกษาทั้งในส่วนของการเงิน การบริโภค และการลงทุน รวมทั้งวิธีการวิเคราะห์ข้อมูล สรุปและข้อเสนอแนะ

แนวคิดและทฤษฎี

ส่วนแรกของตอนนี้เป็นแนวคิดกลไกการทำงานของนโยบายการเงิน กล่าวถึงเป้าหมายและเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงินรวมทั้งขั้นตอนการทำงานของนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย ส่วนที่สองเป็นแนวคิดเรื่องช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงิน 3 ช่องทางใหญ่ๆ คือ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย

ช่องทางราคาสินทรัพย์ และช่องทางสินเชื่อ และส่วนสุดท้ายเป็นแนวคิดบทบาทของอัตราดอกเบี้ยที่มีต่อการบริโภค

กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน

กอบศักดิ์ ภูตระกูล และ เมทินี ศุภสวัสดิ์กุล (2543) อธิบายว่า กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน เริ่มจากการกำหนดนโยบายการเงินของธนาคารกลาง เพื่อที่จะควบคุมอัตราการเจริญเติบโตของประเทศ ปริมาณการผลิต และอัตราเงินเฟ้อซึ่งเป็นเป้าหมายสูงสุดของการดำเนินนโยบายการเงินให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมและสอดคล้องกับโครงสร้างของระบบเศรษฐกิจ โดยธนาคารแห่งประเทศไทยจะปรับสภาพคล่องของระบบการเงินและอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของตลาดเงินผ่านเครื่องมือทางการเงินต่างๆ เช่น การปรับสัดส่วนการสำรองสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ (reserve requirement) เป็นต้น อย่างไรก็ตามเนื่องจากธนาคารแห่งประเทศไทยไม่สามารถควบคุมอัตราการเจริญเติบโตของประเทศ ปริมาณการผลิต และภาวะเงินเฟ้อได้โดยตรง ดังนั้นการดำเนินนโยบายการเงินในแต่ละวันจึงได้ใช้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นหรือฐานเงินเป็นเป้าหมายขั้นดำเนินการ (operation targets) ซึ่งเป็นเครื่องมือสำคัญที่จะใช้ปรับเปลี่ยนปริมาณเงิน อัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ อัตราดอกเบี้ยระยะยาว หรือการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อซึ่งปัจจัยเหล่านี้เป็นเป้าหมายชั้นกลาง (intermediate targets) ให้เป็นไปในทิศทางที่ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องการ ซึ่งในที่สุดแล้วจะช่วยควบคุมอัตราการเจริญเติบโตของประเทศ ปริมาณการผลิต และภาวะเงินเฟ้อโดยทางอ้อม

การทำงานของนโยบายการเงินในขั้นแรก ธนาคารแห่งประเทศไทยปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่ใช้เป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณทางการเงิน ขั้นที่สอง อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดการเงินจะปรับตัวตามต่อมาอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นจะส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาวต่างๆ คือ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ การปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงิน และอัตราแลกเปลี่ยน โดยมีระบบสถาบันการเงินต่างๆ เป็นช่องทางที่สำคัญในการส่งผ่านของนโยบายการเงิน และขั้นที่สาม ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยจะส่งผลไปยังการเปลี่ยนแปลงการใช้จ่ายในระบบเศรษฐกิจทั้งทางด้านการบริโภคและการลงทุน ซึ่งส่งผลกระทบต่อปริมาณผลผลิตและอัตราเงินเฟ้อในขั้นตอนสุดท้าย

ช่องทางการส่งผ่านของนโยบายการเงิน

Mishkin (2004) อธิบายถึงช่องทางการส่งผ่านของนโยบายการเงิน 4 ช่องทาง ได้แก่ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ช่องทางราคาสินทรัพย์ ช่องทางสินเชื่อ และช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ต่อมา กอบศักดิ์ ภูตระกูล และ เมทินี ศุภสวัสดิ์กุล (2543) ได้อธิบายช่องทางการคาดการณ์เพิ่มเติม แนวคิดมีดังนี้

ช่องทางอัตราดอกเบี้ย (interest rate channel) เมื่อมีการใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัวโดยเพิ่มปริมาณเงิน ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงลดลงทำให้ต้นทุนของทุน (cost of capital) ลดลง จึงทำให้การใช้จ่ายในการลงทุนเพิ่มขึ้น ส่งผลให้อุปสงค์มวลรวมหรือการใช้จ่ายมวลรวมและปริมาณผลผลิตเพิ่มขึ้น

ช่องทางราคาสินทรัพย์ (other asset price channel) จาก ทฤษฎี Tobin's q เมื่อมีการใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัวโดยเพิ่มปริมาณเงินเข้าไปในระบบเศรษฐกิจ ส่งผลให้ประชาชนมีรายได้มากขึ้นจนเกิน

การใช้จ่าย ดังนั้นประชาชนจะใช้จ่ายเงินส่วนเกินนี้ออกไป โดยเงินส่วนหนึ่งนี้ประชาชนจะนำไปลงทุนในตลาดหุ้น จึงส่งผลให้อุปสงค์ของหุ้นเพิ่มขึ้นและราคาหุ้นก็เพิ่มขึ้นตาม การลงทุนจึงเพิ่มขึ้นและสุดท้ายส่งผลให้ปริมาณผลผลิตเพิ่มขึ้นในที่สุด ประการต่อมาเป็นผลกระทบต่อความมั่งคั่ง (wealth effect) เมื่อใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัว โดยการเพิ่มปริมาณเงินจะส่งผลให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น มูลค่าของความมั่งคั่งทางการเงินก็เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ทรัพยากรตลอดช่วงอายุของผู้บริโภคมากขึ้น การบริโภคจึงสูงขึ้นตามและทำให้ปริมาณผลผลิตเพิ่มขึ้นในที่สุด

ช่องทางสินเชื่อ (credit channel) ที่ทำให้ปริมาณการลงทุนสูงขึ้นและส่งผลให้ปริมาณผลผลิตเพิ่มขึ้น แบ่งเป็น 5 ช่องทาง คือ 1) **ช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคาร (bank lending channel)** เมื่อมีการดำเนินนโยบายการเงินแบบขยายตัวโดยเพิ่มปริมาณเงินเป็นผลให้ปริมาณเงินสำรองตามกฎหมายของธนาคารลดลง และทำให้ปริมาณเงินสำรองส่วนเกินของธนาคารเพิ่มขึ้น ธนาคารจึงสามารถปล่อยเงินกู้ให้แก่ผู้ที่ต้องการนำเงินไปลงทุนได้เพิ่มขึ้น 2) **ช่องทางงบดุล (balance sheet channel)** เมื่อใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัวโดยเพิ่มปริมาณเงินจะมีผลทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นเป็นผลให้มูลค่าของหน่วยธุรกิจเพิ่มขึ้น และลดปัญหาการคัดเลือกเชิงปฏิบัติ (adverse selection) และลดปัญหาการเปิดช่องทางให้หน่วยธุรกิจเกิดความสูญเสีย (moral hazard) ส่งผลให้การปล่อยสินเชื่อเพิ่มขึ้น 3) **ช่องทางกระแสเงินสด (cash flow channel)** เมื่อมีการใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัวโดยเพิ่มปริมาณเงิน ทำให้อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินลดลงเป็นผลให้งบดุลและสภาพคล่องของหน่วยธุรกิจ (หรือครัวเรือน) ดีขึ้น อีกทั้งเป็นผลดีต่อผู้ให้กู้เงินด้วยเพราะมั่นใจขึ้นว่าผู้กู้มีความสามารถในการชำระหนี้สูงขึ้น ลดปัญหา adverse selection และ moral hazard ส่งผลให้มีการปล่อยสินเชื่อเพิ่มมากขึ้น 4) **ช่องทางระดับราคาที่ไม่ได้คาดหมายมาก่อน (unanticipated price level channel)** การเพิ่มขึ้นของระดับราคาที่ไม่ได้คาดหมายมาก่อนจะส่งผลทำให้มูลค่าหนี้สินที่แท้จริงของหน่วยธุรกิจลดลง ในขณะที่มูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์ของหน่วยธุรกิจไม่ลดลงไปด้วย ดังนั้นการเพิ่มปริมาณเงินซึ่งมีผลทำให้ระดับราคาที่ไม่ได้คาดหมายสูงขึ้นย่อมส่งผลทำให้มูลค่าที่แท้จริงของหน่วยธุรกิจมีค่าสูงขึ้น ปัญหา adverse selection และ moral hazard จึงลดลงทำให้การปล่อยสินเชื่อเพิ่มขึ้นเช่นกัน และ 5) **ช่องทางสภาพคล่องของครัวเรือน (household liquidity effects)** เมื่อใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัวโดยเพิ่มปริมาณเงินจะส่งผลให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น ผู้บริโภคที่ถือสินทรัพย์ทางการเงินก็จะมีมูลค่าของสินทรัพย์ทางการเงินนั้นเพิ่มขึ้น ผู้บริโภคย่อมคาดว่าตนจะไม่ประสบกับปัญหาทางการเงิน (likelihood of financial distress) ส่งผลให้มีการลงทุนในสินค้าน่าลงทุนเพิ่มมากขึ้นจึงทำให้ปริมาณผลผลิตเพิ่มขึ้นในที่สุด

ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน (exchange rate channel) เมื่อมีการเพิ่มปริมาณเงินจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในประเทศลดลง ทำให้สินทรัพย์ทางการเงิน อาทิ การฝากเงินภายในประเทศได้รับความสนใจน้อยกว่าการฝากเงินในต่างประเทศ ทำให้มีเงินทุนไหลออกไปยังต่างประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยสูงกว่า ส่งผลให้ค่าเงินภายในประเทศมีค่าลดลง การส่งออกเพิ่มขึ้นและการนำเข้าลดลง ดังนั้นจึงทำให้การส่งออกสุทธิเพิ่มมากขึ้น และเป็นตัวกระตุ้นให้ปริมาณผลผลิตเพิ่มขึ้น

ช่องทางการคาดการณ์ (expectation channel) การปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อ การคาดการณ์ภาวะเศรษฐกิจของประชาชนโดยเฉพาะการคาดการณ์เกี่ยวกับภาวะเงินเฟ้อ การจ้างงาน การขยายตัวของระบบเศรษฐกิจและรายได้ในอนาคต โดยผลกระทบของนโยบายการเงินผ่านช่องทางนี้มีความไม่แน่นอน ขึ้นอยู่กับการตีความของภาคเอกชนเกี่ยวกับผลกระทบจากการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงิน เช่น ภาคเอกชนอาจจะมองว่าการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเป็นการส่งสัญญาณว่าเศรษฐกิจกำลังเร่งตัวกว่าที่เคย คาดไว้ทำให้มีความมั่นใจมากขึ้น จึงทำให้ปริมาณการใช้จ่ายของภาคเอกชนเพิ่มขึ้นซึ่งจะส่งผลให้ปริมาณ ผลผลิตเพิ่มขึ้นได้ แต่หากภาคเอกชนคิดว่าการขึ้นอัตราดอกเบี้ยจะส่งผลให้เศรษฐกิจชะลอตัวลง ก็จะทำให้ ปริมาณการใช้จ่ายของภาคเอกชนลดลงและปริมาณผลผลิตลดลง

บทบาทของอัตราดอกเบี้ยที่มีต่อการบริโภค

ตีรณ พงศ์มณฑา (2542) ได้อธิบายว่า โดยทั่วไปอัตราดอกเบี้ยที่สูงจะกระตุ้นให้เกิดการออมมากขึ้น ซึ่งความเชื่อนี้ยังไม่ถูกต้องนัก เพราะความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับการบริโภคและการออม ยังไม่ชัดเจน เมื่อพิจารณาจากราคาเปรียบเทียบหรือต้นทุนค่าเสียโอกาสของการบริโภคในปัจจุบันทำให้ทราบ ชัดเจนว่า การที่อัตราดอกเบี้ยสูงจะลดการบริโภคในปัจจุบันและช่วยกระตุ้นการออม (การบริโภคในอนาคต) หรือเรียกว่าเป็นผลของการทดแทนกัน (substitution effect) แต่หากพิจารณาผลของรายได้ (income effect) ในส่วนของผู้ออมการที่อัตราดอกเบี้ยสูงจะทำให้ผู้ออมมีรายได้เพิ่มขึ้นเป็นการกระตุ้นการบริโภคในปัจจุบันและ ทำให้การออมลดลง ดังนั้นโดยรวมแล้วการออมอาจเพิ่มขึ้นหรือลดลงก็ได้ขึ้นกับว่าผลด้านใดมากกว่ากัน แต่ในด้านของผู้กู้ ผลของรายได้จะมีทิศทางเดียวกันกับผลของการทดแทนกัน อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นจะส่งผล ให้ผู้กู้ลดการบริโภคในปัจจุบันลงส่งผลให้มีการออมมากขึ้น

วิธีการวิเคราะห์

ขั้นตอนการศึกษาประกอบด้วย 3 ส่วนคือ ส่วนแรกเป็นการทดสอบ unit root หรือการทดสอบ ความมีเสถียรภาพ (stationary) ของตัวแปรต่างๆ ส่วนที่สองเป็นการสร้างแบบจำลอง VAR และประมาณค่า หาแบบจำลอง VAR ที่มีเสถียรภาพและมีจำนวนความล่าช้าที่เหมาะสมด้วย โดยแบ่งเป็น 2 แบบจำลอง คือ แบบจำลองการบริโภคของภาคเอกชน และแบบจำลองการลงทุนของภาคเอกชน ส่วนที่สามเป็นการทดสอบ impulse response function กับแบบจำลอง VAR ที่ได้จากส่วนที่สองเพื่อหาผลกระทบของกลไกการส่งผ่าน ของนโยบายการเงินในช่องทางต่างๆ ที่มีต่อการบริโภคและการลงทุนของภาคเอกชน

การทดสอบ unit root

เนื่องจากการใช้ตัวแปรที่ไม่มีเสถียรภาพ (nonstationary) เข้าไปในแบบจำลองอาจทำให้เกิดปัญหา ความสัมพันธ์ที่ไม่แท้จริง (spurious) และทำให้ผลการทดสอบที่ได้นั้นไม่มีประสิทธิภาพและขาดความน่าเชื่อถือ ดังนั้นจึงต้องมีการทดสอบ unit root หรือการทดสอบความมีเสถียรภาพ (stationary) ของตัวแปรก่อนที่จะ นำตัวแปรนั้นไปสร้างแบบจำลอง VAR ต่อไป หากพบว่าตัวแปรไม่มีเสถียรภาพแล้วจำเป็นต้องแปลงข้อมูล ของตัวแปรต่างๆ ให้อยู่ในรูปผลต่าง (differencing) ก่อนแล้วจึงนำไปทดสอบ unit root ในการศึกษาวิธี

augmented dickey fuller (ADF) ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (private consumption index, PCI) ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (private investment index, PII) อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร (interbank rate, IR) ปริมาณสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ (commercial bank credits, CR) ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET index) อัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ (expected inflation rate, EI) และดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (real effective exchange rate, REER) สำหรับการเลือกจำนวนความล่าช้าที่เหมาะสม (optimum lag) ได้เลือกใช้วิธี Akaike information criterion (AIC) ซึ่งแบบจำลองที่ให้ค่า AIC ต่ำที่สุดจะเป็นแบบจำลองที่มีการเลือกใช้งานความล่าช้าที่เหมาะสมที่สุด (Enders, 1995)

การสร้างแบบจำลอง VAR

แบบจำลอง VAR ในรูปแบบมาตรฐาน (standard form) มีลักษณะดังนี้ (Enders, 1995)

$$X_t = A_0 + \sum_{i=1}^n A_i X_{t-i} + e_t$$

โดยที่ X_t คือ เวกเตอร์ขนาด $n \times n$ ของตัวแปร n ตัว ภายในแบบจำลอง VAR

A_0 คือ เวกเตอร์ของค่าคงที่

A_i คือ เวกเตอร์ขนาด $n \times n$ ของค่าสัมประสิทธิ์ที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลในอดีตกับค่าในปัจจุบันของตัวแปรภายในระบบ

n คือ จำนวนความล่าช้า (lag) ของตัวแปรภายในระบบ

e_t คือ เวกเตอร์ขนาด $n \times 1$ ของค่าคลาดเคลื่อน

การสร้างแบบจำลอง VAR ในที่นี้ใช้วิธี AIC เช่นกัน เพื่อหาค่าจำนวนความล่าช้าที่เหมาะสม และใช้วิธี inverse roots of the characteristic AR polynomial บัณฑิต ชัยวิสุทธิชาติ, 2545: 131) ในการทดสอบความน่าเชื่อถือของแบบจำลอง VAR ที่สร้างขึ้นเพื่อทดสอบความมีเสถียรภาพ (stability) ของค่าสัมประสิทธิ์ในแบบจำลอง VAR

การทดสอบ impulse response function

การทดสอบนี้หาผลกระทบเชิงพลวัตเพื่อดูว่า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลัน (shock) ที่เกิดขึ้นกับตัวแปรใดตัวแปรหนึ่งในระบบจะส่งผลต่อตัวแปรอื่นๆ ในระบบอย่างไร โดยจากแบบจำลอง VAR นั้นจะต้องทำการเปลี่ยนให้อยู่ในรูป vector moving average (VMA) ก่อนที่จะนำไปทดสอบดังสมการ (Enders, 1995)

$$x_t = \mu + \sum_{i=0}^{\infty} \phi_i \varepsilon_{t-i}$$

โดยที่ x_t คือ เวกเตอร์ของตัวแปรที่ศึกษา

μ คือ ค่าเฉลี่ยของ x_t

ε_t คือ เวกเตอร์ของค่าคลาดเคลื่อน

ϕ_i คือ ค่า impact multiplier หรือ impulse response function ที่แสดงให้เห็นถึงผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันที่มีต่อตัวแปรในแบบจำลอง

ผลการศึกษา

จากการทดสอบ unit root พบว่า ตัวแปรที่มีคุณสมบัติความมีเสถียรภาพ ณ ค่าระดับ (stationary at level) ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร (IR) ดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (REER) และอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ (EI) ส่วนตัวแปรอื่นๆ ได้แก่ ดัชนีการบริโภคของภาคเอกชน (PCI) ดัชนีการลงทุนของภาคเอกชน (PII) ปริมาณสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ (CR) และดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ไม่มีเสถียรภาพ (nonstationary) ณ ค่าระดับ ดังนั้นจึงต้องทำการแปลงข้อมูลของตัวแปรเหล่านี้ให้อยู่ในรูปผลต่างครั้งที่ 1 (first difference) ก่อนแล้วจึงทำการทดสอบอีกครั้ง ผลการทดสอบพบว่า ตัวแปรเหล่านี้มีคุณสมบัติความมีเสถียรภาพภายหลังจากที่มีการแปลงข้อมูลแล้ว และจากการประมาณค่าแบบจำลอง VAR พบว่าแบบจำลองการบริโภคของภาคเอกชนและแบบจำลองการลงทุนของภาคเอกชนที่จำนวนความล่าช้าเท่ากับ 7 เป็นแบบจำลองที่มีความเหมาะสมที่สุด (ค่า roots น้อยกว่า 1 และค่า AIC ต่ำที่สุด) จึงใช้แบบจำลองทั้ง 2 นี้ไปทดสอบ impulse response function ต่อไป

การทดสอบ impulse response function กำหนดให้การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของตัวแปรช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงินทั้งหมดเพิ่มขึ้นเท่ากับ 1 S.D. (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) ของข้อมูล ผลการศึกษามีดังนี้

ผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินที่มีต่อการบริโภคของภาคเอกชน

จากภาพที่ 1 (a) ในช่องทางอัตราดอกเบี้ย พบว่า PCI มีการตอบสนองต่อ IR ค่อนข้างน้อย และเป็นไปในทิศทางบวก แสดงให้เห็นว่า กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในช่องทางนี้ไปยังการบริโภคของภาคเอกชนไม่ค่อยมีประสิทธิภาพ ทั้งนี้อาจเนื่องจากการจับจ่ายใช้สอยของผู้บริภคณัั้นไม่ได้คำนึงถึงอัตราดอกเบี้ยเป็นปัจจัยหลัก ผู้บริโภคอาจพิจารณาจากรายได้ที่ได้รับการทำงานและจากทรัพย์สินเป็นปัจจัยสำคัญมากกว่า สำหรับช่องทางสินเชื่อในภาพที่ 1 (b) พบว่า PCI มีการตอบสนองต่อ CR ในขนาดที่ไม่มากนัก แต่มากกว่าช่องทางอัตราดอกเบี้ยและช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน (ภาพที่ 1 (c)) และเป็นไปในทิศทางลบ สะท้อนให้เห็นว่าสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ไม่มีนัยต่อการบริโภคของภาคเอกชนมากนัก

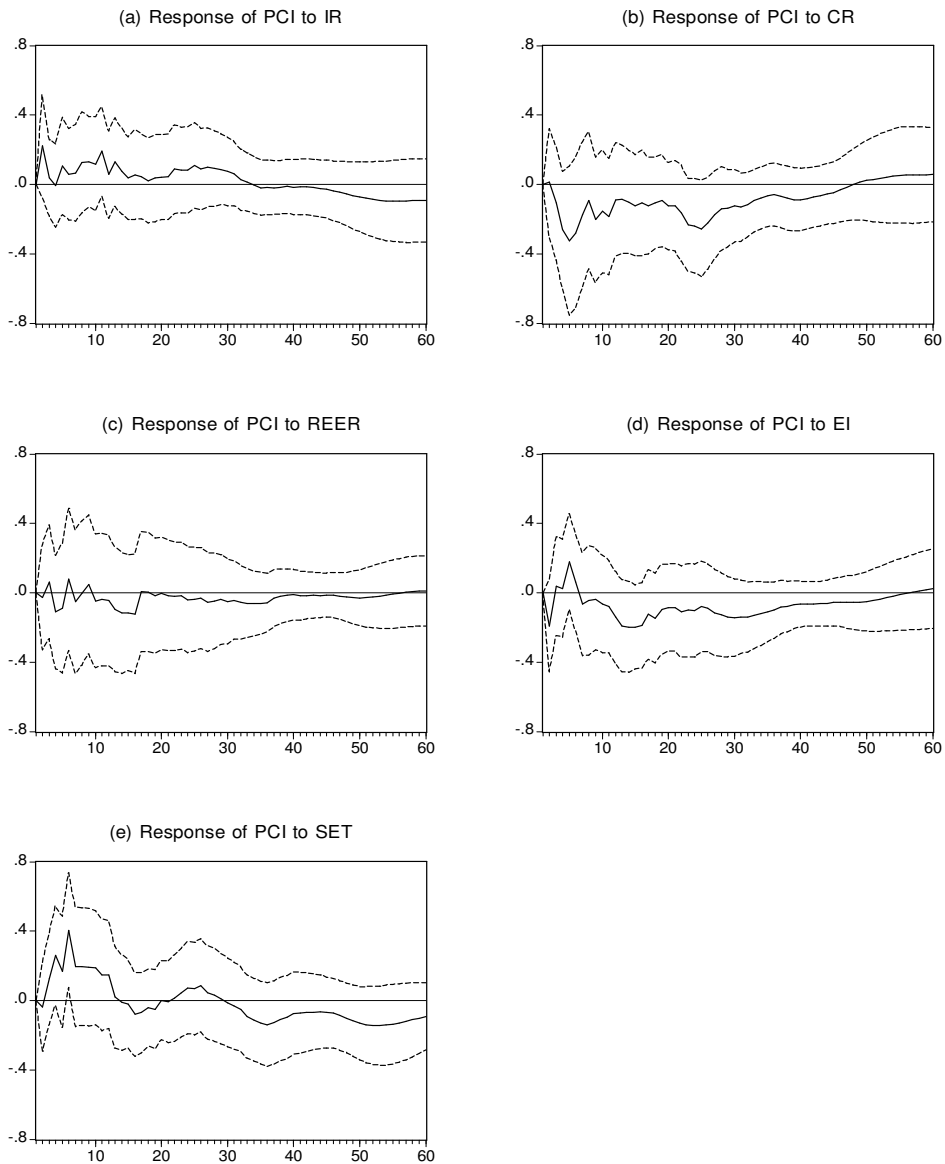
ด้านช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ภาพที่ 1 (c) จะเห็นว่า การตอบสนองของ PCI ต่อ REER มีน้อยมากและเป็นไปในทิศทางที่ไม่ชัดเจน แสดงให้เห็นว่ากลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในช่องทางนี้ไปยังการบริโภคของภาคเอกชนไม่มีประสิทธิภาพ ในช่องทางการคาดการณ์ ภาพที่ 1 (d) PCI มีการตอบสนองต่อ EI ในขนาดที่ไม่มากนักแต่มากกว่าช่องทางอัตราดอกเบี้ยและช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน และเป็นไปในทิศทางบวก ซึ่งแสดงให้เห็นว่ากลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในช่องทางนี้ไปยังการบริโภคของภาคเอกชนยังไม่มีประสิทธิภาพมากนัก สำหรับช่องทางราคาทรัพย์สินดังภาพที่ 1 (e) PCI มีขนาดการตอบสนองต่อ SET มากกว่าช่องทางอื่นๆ โดยเป็นไปในทิศทางบวก ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีสมมติฐานวัฏจักรชีวิตที่กล่าวว่า ทรัพย์สิน

เป็นปัจจัยสำคัญต่อการบริโภคของบุคคลและมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับการบริโภค และปัจจุบัน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีหลักทรัพย์ให้ประชาชนทั่วไปสามารถเข้ามาลงทุนมากขึ้นด้วย ดังนั้นกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในช่องทางนี้จึงส่งผลไปยังการบริโภคของภาคเอกชนอย่างมีประสิทธิภาพ ดังนั้นเมื่อเปรียบเทียบผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินทั้งหมดที่มีต่อการบริโภคของภาคเอกชน จึงสรุปได้ว่า ช่องทางราคาสินทรัพย์ส่งผลกระทบต่อบริโภคของภาคเอกชนมากที่สุด

ผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินที่มีต่อการลงทุนของภาคเอกชน

จากภาพที่ 2 (a) ในช่องทางอัตราดอกเบี้ย พบว่า PII มีการตอบสนองต่อ IR ในขนาดที่มากและรวดเร็ว กว่าช่องทางอื่นๆ แต่การตอบสนองผันผวนค่อนข้างมากด้วยเช่นกัน ทำให้ไม่สามารถทราบทิศทางได้ชัดเจน สะท้อนให้เห็นว่าการลงทุนของภาคเอกชนมีความอ่อนไหวต่ออัตราดอกเบี้ยมาก สำหรับในช่องทางปริมาณสินเชื่อในภาพที่ 2 (b) จะเห็นว่า PII มีการตอบสนองต่อ CR น้อยมากและเป็นไปในทิศทางบวก นั่นคือ กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในช่องทางนี้ไปยังการลงทุนของภาคเอกชนไม่มีประสิทธิผลมากนัก อาจเนื่องจากว่าหน่วยธุรกิจสามารถที่จะระดมทุนจากแหล่งเงินทุนอื่นๆ ได้มากขึ้นแทนที่จะกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์เพียงอย่างเดียว รวมทั้งยังอาจเป็นผลมาจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่ทำให้กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในช่องทางนี้มีประสิทธิภาพลดลง เพราะธนาคารพาณิชย์มีการระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อ มากเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้

ด้านช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ภาพที่ 2 (c) PII มีการตอบสนองต่อ REER ค่อนข้างมากและมากกว่า ช่องทางสินเชื่อ (ภาพที่ 2 (b)) กับช่องทางการคาดการณ์ (ภาพที่ 2 (d)) โดยเป็นไปในทิศทางลบ แสดงให้เห็นว่า กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในช่องทางนี้ไปยังการลงทุนของภาคเอกชนค่อนข้างมีประสิทธิภาพ ทั้งนี้ อาจเนื่องมาจากการที่ประเทศไทยได้เปลี่ยนมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว ทำให้การใช้นโยบายการเงินสามารถส่งผ่านผลกระทบไปยังตัวแปรทางเศรษฐกิจได้ดีขึ้น ในช่องทางการคาดการณ์ ภาพที่ 2 (d) PII มีการตอบสนองต่อ EI ค่อนข้างน้อยและเป็นไปในทิศทางบวก แสดงให้เห็นว่ากลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในช่องทางนี้ไปยังการลงทุนของภาคเอกชนไม่มีประสิทธิผลมากนัก สำหรับช่องทางราคาสินทรัพย์ ภาพที่ 2 (e) PII มีการตอบสนองต่อ SET ค่อนข้างมากและเป็นไปในทิศทางบวก แสดงให้เห็นว่ากลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในช่องทางนี้ไปยังการลงทุนของภาคเอกชนค่อนข้างมีประสิทธิภาพ อาจเนื่องมาจากการที่หน่วยธุรกิจมีการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น ดังนั้นเมื่อเปรียบเทียบผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินต่างๆ ที่มีต่อการลงทุนของภาคเอกชนจึงสรุปได้ว่า ช่องทางอัตราดอกเบี้ยส่งผลกระทบต่อการลงทุนของภาคเอกชนมากที่สุด

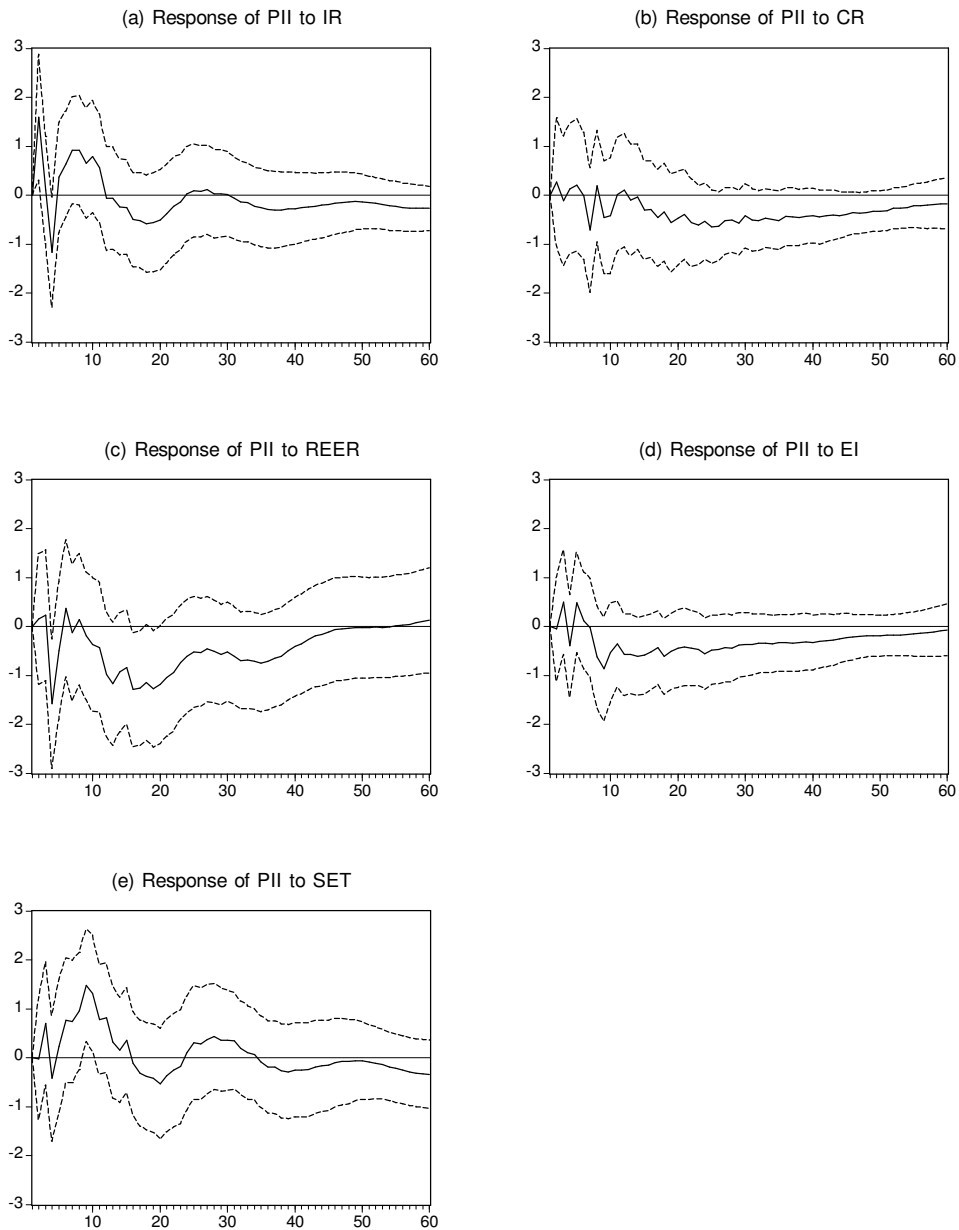
Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.

ภาพที่ 1 การตอบสนองของดัชนีการบริโภคของภาคเอกชนต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของตัวแปรช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงิน

หมายเหตุ: 1) แกนตั้ง คือ ขนาดของการตอบสนองของดัชนีการบริโภคของภาคเอกชน ส่วนแกนนอน คือ จำนวนเดือน

2) เส้นทึบ คือ การตอบสนองของดัชนีการบริโภคของภาคเอกชน ส่วนเส้นประ คือ ช่วง (interval) ของค่าที่แสดงการตอบสนองของดัชนีการบริโภคของภาคเอกชน

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



ภาพที่ 2 การตอบสนองของดัชนีการลงทุนของภาคเอกชนต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของตัวแปรช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงิน

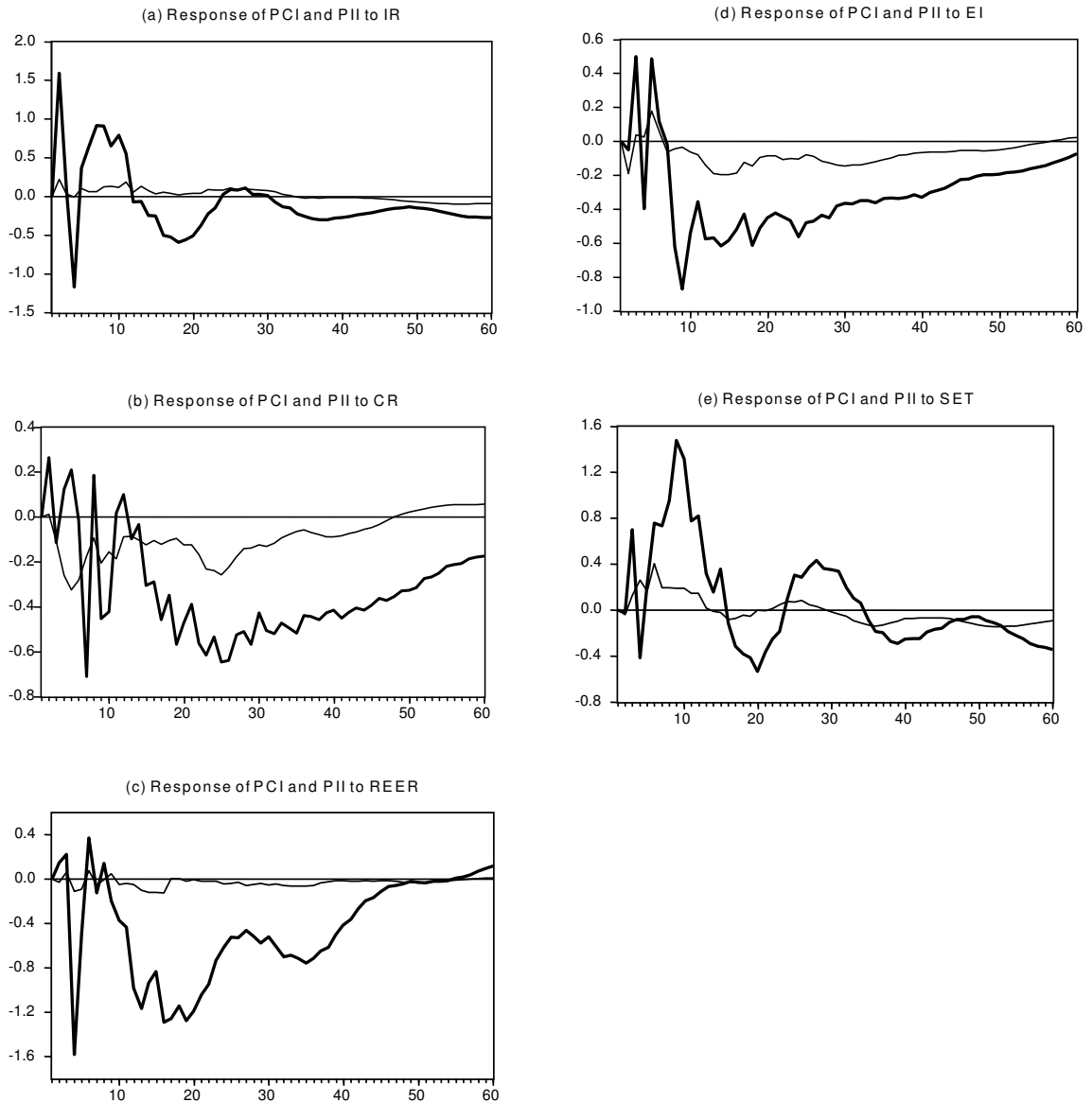
หมายเหตุ: 1) แกนตั้ง คือ ขนาดของการตอบสนองของดัชนีการลงทุนของภาคเอกชน ส่วนแกนนอน คือ จำนวนเดือน

2) เส้นทึบ คือ การตอบสนองของดัชนีการลงทุนของภาคเอกชน ส่วนเส้นประ คือ ช่วง (interval) ของค่าที่แสดงการตอบสนองของดัชนีการลงทุนของภาคเอกชน

การเปรียบเทียบผลกระทบช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงินที่มีต่อการบริโภคและการลงทุนของภาคเอกชน

จากภาพที่ 3 ในภาพรวมจะเห็นว่า กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในทุกช่องทางที่ศึกษาต่างส่งผลกระทบต่อการลงทุนของภาคเอกชนมากกว่าการบริโภคของภาคเอกชน โดยดูจากการตอบสนองของ PII มีขนาดมากกว่าการตอบสนองของ PCI กล่าวคือ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ภาพที่ 3 (a) พบว่าการตอบสนองของ PII ต่อ IR มีขนาดมากกว่าการตอบสนองของ PCI สะท้อนให้เห็นว่าอัตราดอกเบี้ยเป็นปัจจัยที่สำคัญในการตัดสินใจลงทุนของหน่วยธุรกิจ ในขณะที่การบริโภคของประชาชนทั่วไปนั้นไม่ได้คำนึงถึงอัตราดอกเบี้ยเป็นปัจจัยหลัก ผลการตอบสนองเกิดขึ้นในลักษณะเดียวกันกับช่องทางอื่นๆ ที่ศึกษา แต่อธิบายได้ด้วยเหตุผลแตกต่างกันโดยด้านช่องทางสินเชื่อ (ภาพที่ 3 (b)) เนื่องด้วยปริมาณสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ที่ให้กับหน่วยธุรกิจมากกว่าปริมาณสินเชื่อที่ให้กับผู้บริโภค เมื่อมีการส่งผ่านนโยบายการเงินในช่องทางสินเชื่อจึงน่าจะส่งผลกระทบต่อการลงทุนของภาคเอกชนมากกว่าการบริโภคของภาคเอกชน ส่วนในช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน (ภาพที่ 3 (c)) เนื่องด้วยว่าอัตราแลกเปลี่ยนเป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลกระทบต่อหน่วยธุรกิจที่ทำการค้ากับต่างประเทศ ซึ่งมีผลกระทบโดยตรงต่อรายได้จากการขายสินค้าส่งออกและต้นทุนการผลิตจากปัจจัยการผลิตนำเข้า ส่วนในด้านการบริโภคนั้นราคาสินค้านำเข้าจะมีผลกระทบต่อการบริโภคสินค้านำเข้าของประชาชนซึ่งโดยภาพรวมแล้วสินค้านำเข้าส่วนใหญ่เป็นสินค้าฟุ่มเฟือยและไม่ได้เป็นสินค้าหลักสำคัญในการบริโภคของประชาชนทั่วไป

สำหรับช่องทางการคาดการณ์ (ภาพที่ 3 (d)) อธิบายได้ว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์จะมีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน ซึ่งส่งผลต่อต้นทุนในการกู้ยืมเงินที่เป็นปัจจัยสำคัญในการลงทุน ส่วนในการบริโภคนั้นจะมีผลกระทบต่อรายได้จากการออม และอัตราดอกเบี้ยของสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคของประชาชนทั่วไป ซึ่งมีสัดส่วนน้อยกว่าสินเชื่อของภาคธุรกิจ ดังนั้นจึงทำให้ช่องทางนี้ส่งผลกระทบต่อการลงทุนของภาคเอกชนมากกว่าการบริโภคของภาคเอกชน ส่วนช่องทางราคาสินทรัพย์ (ภาพที่ 3 (e)) มักพบว่าการลงทุนของภาคเอกชนให้ความสำคัญกับภาวะตลาดหลักทรัพย์มาก ซึ่งในปัจจุบันหน่วยธุรกิจมีการระดมทุนโดยการออกหุ้นมากขึ้น หากภาวะของตลาดหลักทรัพย์ดีก็必将ทำให้หน่วยธุรกิจเข้าไปลงทุนมากขึ้น ส่วนในการบริโภคของภาคเอกชนนั้นการเข้าไปลงทุนของประชาชนทั่วไปยังจำกัดอยู่เฉพาะกลุ่มและไม่แพร่หลายมากนัก



ภาพที่ 3 การตอบสนองของดัชนีการบริโภคของภาคเอกชนและดัชนีการลงทุนของภาคเอกชนต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของตัวแปรช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงิน

หมายเหตุ: 1) แกนตั้ง คือ ขนาดของการตอบสนองของดัชนีการบริโภคของภาคเอกชนและดัชนีการลงทุนของภาคเอกชน ส่วนแกนนอน คือ จำนวนเดือน

2) — (เส้นบาง) คือ ดัชนีการบริโภคของภาคเอกชน (PCI) และ — (เส้นหนา) คือ ดัชนีการลงทุนของภาคเอกชน (PII)

สรุปและข้อเสนอแนะ

การดำเนินนโยบายการเงินเพื่อให้บรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจมหภาคที่สำคัญนั้น จำเป็นอย่างยิ่งที่ผู้ดำเนินนโยบายการเงินหรือเจ้าหน้าที่ทางการเงินต้องเข้าใจถึงกลไกการทำงานของนโยบายการเงิน เพื่อให้ให้นโยบายการเงินเกิดประสิทธิผลมากที่สุด โดยช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงิน ได้แก่ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ช่องทางสินเชื่อ ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ช่องทางการคาดการณ์ และช่องทางราคาสินทรัพย์ ซึ่งช่องทางเหล่านี้ทำหน้าที่ส่งผ่านผลกระทบจากนโยบายการเงินไปยังเป้าหมายที่ต้องการ การศึกษาถึงผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินที่มีต่อการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนจึงมีความสำคัญ ผลการศึกษาพบว่า 1) ช่องทางราคาสินทรัพย์ส่งผลกระทบต่อการบริโภคของภาคเอกชนมากที่สุด 2) ช่องทางอัตราดอกเบี้ยส่งผลกระทบต่อการลงทุนของภาคเอกชนมากที่สุด 3) ผลกระทบของกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินทั้ง 5 ช่องทาง ส่งผลกระทบต่อการลงทุนของภาคเอกชนมากกว่าการบริโภคของภาคเอกชนในที่นี้มีข้อเสนอแนะดังนี้

1) แม้ว่าช่องทางอัตราดอกเบี้ย ส่งผลกระทบต่อการลงทุนของภาคเอกชนได้มากที่สุดและรวดเร็วกว่าช่องทางอื่นๆ แต่ยังคงส่งผลให้การลงทุนของภาคเอกชนมีความผันผวนมากด้วยเช่นกัน ดังนั้นทางการควรพิจารณาให้ความสำคัญกับการส่งผ่านนโยบายการเงินในช่องทางอื่นควบคู่ไปด้วย อาทิเช่น ในช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ควรควบคุมดูแลการเคลื่อนย้ายของเงินทุนเข้าออกประเทศเพื่อช่วยรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนให้มีเสถียรภาพอันจะส่งผลให้การลงทุนของภาคเอกชนมีการขยายตัวที่ดี สำหรับช่องทางราคาสินทรัพย์นั้น ควรมีการพัฒนาการดำเนินงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น ซึ่งจะช่วยให้ราคาหุ้นต่างๆ สะท้อนถึงภาวะที่แท้จริงของตลาดมากขึ้น ซึ่งจะเอื้อประโยชน์ต่อการลงทุนของภาคเอกชนด้วย

2) การส่งผ่านนโยบายการเงินในช่องทางสินเชื่อไปยังการลงทุนของภาคเอกชน ไม่ค่อยมีประสิทธิผลมากนัก เนื่องมาจากปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้และสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ ดังนั้นทางการควรมีมาตรการช่วยเหลือและแก้ไขปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ รวมทั้งดูแลการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ไม่ให้มีความเสี่ยงที่จะทำให้เกิดปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ขึ้นอีก

3) การส่งผ่านนโยบายการเงิน ในช่องทางการคาดการณ์ไปยังการลงทุนและการบริโภคของภาคเอกชน ยังไม่มีประสิทธิผลมากเท่าที่ควร สะท้อนให้เห็นว่าประชาชนและหน่วยธุรกิจยังไม่สามารถปรับตัวให้เข้ากับการใช้นโยบายการเงินแบบเป้าหมายเงินเฟ้อได้มากนัก ดังนั้นจึงควรมีการพัฒนากระบวนการดำเนินนโยบายการเงินให้มีความโปร่งใสและมีความชัดเจนในการส่งสัญญาณทางการเงินมากขึ้น ซึ่งจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้กับประชาชนและหน่วยธุรกิจเพิ่มมากขึ้น ซึ่งจะทำให้ประชาชนทั่วไปสามารถใช้เป้าหมายเงินเฟ้อเป็นปัจจัยในการตัดสินใจซื้อสินค้าและบริการและหน่วยธุรกิจสามารถใช้เป็นกรอบในการดำเนินธุรกิจ

4) การส่งผ่านนโยบายการเงินในช่องทางราคาสินทรัพย์ไปยังการบริโภคของภาคเอกชนมีประสิทธิผลมากและมากกว่าช่องทางอื่นๆ อย่างไรก็ตามทางการควรมีการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้มีประสิทธิภาพมากขึ้นด้วย อาจโดยการจัดทำเผยแพร่ข้อมูลต่างๆ ของราคาสินทรัพย์ให้มีคุณภาพและมีความ-

ไปรุ่งใส รวมทั้งควรควบคุมดูแลปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจให้มีความสอดคล้องกับความต้องการของประชาชนด้วย เพื่อลดความผันผวนของราคาดัชนี ซึ่งจะส่งผลไปถึงการบริโภคของภาคเอกชน

เอกสารอ้างอิง

กอบศักดิ์ ภูตระกูล และ เมทินี ศุภสวัสดิ์กุล. 2543. “กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน.” **การสัมมนาทางวิชาการของธนาคารแห่งประเทศไทยประจำปี 2543** (Online).

www.bot.or.th/BOTHomepage/DataBank/Econcond/seminar/yearly, February 10, 2005.

เกศินี โชคพิพัฒน์. 2545. **ผลกระทบของนโยบายอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรต่อภาวะการเงินในประเทศ**. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ, สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์.

คมกฤช หาญเจริญศักดิ์. 2544. **การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย**. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ติรณ พงศ์มพัฒน์. 2542. **เศรษฐศาสตร์มหภาค: ทฤษฎี นโยบายและการวิเคราะห์สมัยใหม่**. พิมพ์ครั้งที่ 2. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

บัณฑิต ชัยวิชญชาติ. 2545. **เงินทุนต่างประเทศกับการดำเนินนโยบายการเงินของไทย: การใช้เครื่องมือควบคุมด้านปริมาณ**. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

ประพันธ์ เสวตนันท์. 2543. **ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์มหภาค**. พิมพ์ครั้งที่ 4. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ปิติ ดิษยทัต และ พินรัฐ วงศ์สินศิริกุล. 2545. “กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในประเทศไทย.” **การสัมมนาทางวิชาการของธนาคารแห่งประเทศไทยประจำปี 2545** (Online).

www.bot.or.th/BOTHomepage/DataBank/Econcond/seminar/yearly, February 10, 2005.

วัชรวิ จันทรปาโล. 2546. **ประสิทธิผลของกลไกการส่งผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย: ผลกระทบต่อการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชน**. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาพัฒนาการเศรษฐกิจ, สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์.

Enders, W. 1995. **Applied Econometric Time Series**. United States of America: John Wiley & Sons, Inc.

Ippei F. 2004. “Output Composition of the Monetary Policy Transmission Mechanism in Japan.” **Topics in Macroeconomics 4** (Online). www.bepress.com/bejm/topics/vol4/iss1/art11, April 28, 2005.

Mishkin, F. S. 2004. **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**. 7th ed. United States of America: Addison Wesley.