วารสารรามคำแหง ฉบับบัณฑิตวิทยาลัย ปีที่ 4 ฉบับที่ 2 พฤษภาคม - สิงหาคม 2564
Ramkhamhaeng University Journal: Graduate School Vol. 4 No. 2 May - August 2021
ISSN 2651-1673 (Print) ISSN 2672-9210 (Online)

กลไกการส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่อัตราเงินเฟ้อของประเทศไทย
Transmission Mechanism of Policy Rate to Inflation in Thailand

อภิสิทธิ์ เจริญวิริยะภาพ
คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยรามคำแหง ประเทศไทย

Apisit Charoenwiriyapap
E-mail: apisithappyness@gmail.com
Faculty of economics, Ramkhamhaeng University, Thailand

Received: December 3, 2020 / Revised: May 27, 2021 / Accepted: May 31, 2021

บทคัดย่อ

บทความฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษากลไกการส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่อัตราเงินเฟ้อของประเทศไทย ผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยแบบดั้งเดิม ช่องทางด้านการให้กู้ยืมโดยธนาคาร ช่องทางผลกระทบของสภาพคล่องของครัวเรือน ช่องทางผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนต่อการส่งออกสุทธิ และช่องทางราคาสินทรัพย์ โดยทำการศึกษาถึงผลกระทบ และขนาดของทิศทาง ของกลไกการส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายในแต่ละช่องทางสู่อัตราเงินเฟ้อของประเทศไทย

การวิจัยครั้งนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) เป็นข้อมูลรายไตรมาสตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2550 ถึง ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2560 รวม 44 ไตรมาส โดยใช้แบบจำลอง VAR ในการศึกษาซึ่งมีทั้งหมด 5 แบบจำลอง โดยทำการทดสอบคุณสมบัติ Stationary หรือ Unit Root Test โดยใช้วิธี Augmented Dickey-Fuller Test (ADF) ทดสอบความล่าช้าที่เหมาะสม โดยใช้วิธี Schwarz information Criterion (SC) และทดสอบ Cointegration ทำการวิเคราะห์ Impulse Response Function และ Variance Decomposition

ผลการวิจัยจาก Impulse Response Function ชี้ให้เห็นว่า มีการส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่อัตราเงินเฟ้อของประเทศไทย ผ่านแบบจำลองช่องทางราคาสินทรัพย์ เพียงช่องทางเดียว และไม่พบการส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่อัตราเงินเฟ้อของประเทศไทยในลักษณะที่แน่ชัดในอีก 4 ช่องทาง คือ ช่องทางอัตราดอกเบี้ยแบบดั้งเดิม ช่องทางด้านการให้กู้ยืมโดยธนาคาร ช่องทางผลกระทบของสภาพคล่องของครัวเรือน และช่องทางผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนต่อการส่งออกสุทธิ

ผลการวิจัยจาก Variance Decomposition พบว่า การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

คำสำคัญ: กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน; อัตราดอกเบี้ยนโยบาย; เป้าหมายเงินเฟ้อ

ISSN 2651-1673 (Print) ISSN 2672-9210 (Online)

ส่งผลกระทบต่อตัวแปรตลาดการเงิน คือ ดัชนีค่าเงินที่แท้จริงมากที่สุด การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตลาดการเงิน คือ หนี้ครัวเรือนส่งผลกระทบต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศมากที่สุด และการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (แบบจำลองช่องทางผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนต่อการส่งออกสุทธิ) ส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อทั่วไปมากที่สุด

Abstract

In this article, the researcher studies the transmission mechanisms of the policy rate to inflation in Thailand through the channels of the traditional interest rate; bank loans; the impact of household liquidity; the impact of the exchange rate to net export; and asset prices. The study was conducted on the impact and the size of the directions of transmission mechanisms of the policy rate in each channel to inflation in Thailand.

The quarterly secondary data from the first quarter of 2007 to the fourth quarter of 2017, a total of 44 quarters, were analyzed using five Vector Autoregressive (VAR) models. The stationary or unit root test was conducted using an augmented Dickey-Fuller Test (ADF). Appropriate delays were tested using Schwarz information criterion (SC). Cointegration was tested using the impulse response function (IRF) analysis and variance decomposition.

Findings from IRF showed that there was the transmission of the policy interest rate to inflation in Thailand only through the model of the asset price channel. The transmission of the policy interest rate to inflation in Thailand was not found in a clear manner in the other four channels: the traditional interest rate; bank loans; the impact of household liquidity; and the impact of the exchange rate to net export.

Findings from the variance decomposition showed that the change in the policy interest rate affected the variable of financial markets i.e. the real effective exchange rate (REER) at the highest level. The change in the variable of financial markets i.e. household debt affected gross domestic product (GDP) at the highest level. The change in the GDP (the model of the channel of the impact of the exchange rate to net export) affected general inflation at the highest level.

Keywords: Transmission Mechanism Monetary Policy; Policy Rate; Inflation Targeting

ISSN 2651-1673 (Print) ISSN 2672-9210 (Online)

บทนำ

จากวิกฤตเศรษฐกิจการเงินโลกปี ค.ศ. 2008 หรือที่เรียกว่า วิกฤตซับไพรม์ (subprime) ทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ เข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยอย่างรุนแรง ส่งผลให้เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยเช่นกัน รัฐบาลสหรัฐฯ จึงได้พยายามทำทุกอย่างที่จะกระตุ้นให้เศรษฐกิจฟื้นตัวทั้งการเพิ่มการใช้จ่ายจนหนี้สาธารณะได้เพิ่มสูงขึ้นถึงระดับที่ไม่ควรก่อหนี้เพิ่ม ขณะที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ ก็ได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยต่อเนื่องจนถึงระดับศูนย์ (zero lower bound) แต่เศรษฐกิจสหรัฐฯ ก็ยังไม่ฟื้นตัวชัดเจน ทำให้ธนาคารกลางสหรัฐฯ ต้องพึ่งพานโยบายการเงินแบบ Unconventional Monetary Policy เพื่อให้ระบบเศรษฐกิจฟื้นตัวโดยการเพิ่มปริมาณเงินเข้าในระบบเศรษฐกิจหรือมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (Quantitative Easing) หรือเรียกสั้น ๆ ว่า “QE” (บัณฑิต นิจถาวร, 2558)

มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณเงิน QE คือ การพิมพ์เงินเพิ่มใส่เข้าในระบบเศรษฐกิจเพื่อทำให้ปริมาณเงินในระบบเพิ่มขึ้น โดยธนาคารกลางญี่ปุ่น (Bank Of Japan--BOJ) ได้ใช้มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ QE เป็นครั้งแรก ต่อมาธนาคารกลางสหรัฐ (Federal Reserve System--FED) และธนาคารกลางยุโรป (European Central Bank--ECB) ได้ใช้มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณเงินตาม จากการเพิ่มปริมาณเงินเข้าสู่ในระบบเศรษฐกิจของทั้ง 3 ธนาคารกลางทำให้มีปริมาณเงินเพิ่มขึ้นเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจเป็นจำนวนมาก ส่งผลให้มีการแสวงหาแหล่งลงทุนที่ให้อัตราผลตอบแทนสูง จึงทำให้เกิดเงินทุนเคลื่อนย้ายไปยังประเทศที่ให้อัตราผลตอบแทนสูง จึงส่งผลทำให้ตลาดทุนและตลาดเงินของประเทศที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงมีเงินไหลเข้า ทำให้ระดับราคาสินทรัพย์ในตลาดเงินและตลาดทุนเพิ่มสูงขึ้น และการไหลเข้าของเงินทำให้อัตราแลกเปลี่ยนแข็งค่าขึ้น และประเทศไทยก็เป็นหนึ่งในประเทศดังกล่าวที่ได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์ดังกล่าวข้างต้น

อัตราเงินเฟ้อทั่วโลกมีอัตราที่ต่ำ เนื่องจากกระแสโลกาภิวัฒน์ทวีความรุนแรงมากขึ้น ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อทั่วโลกมีอัตราที่คล้ายคลึงกัน ด้วยเหตุผล 2 ประการหลัก ๆ คือ กระแสโลกาภิวัฒน์ที่ส่งผลกระทบต่อช่องทางตรง เช่น การนำเข้าสินค้าจากประเทศที่มีต้นทุนการผลิตต่ำ อาจส่งผลให้เงินเฟ้อในหลายประเทศลดต่ำลงหรือการที่ประเทศต่าง ๆ ต้องนำเข้าสินค้าโภคภัณฑ์ เพื่อตอบสนองความต้องการของประเทศ ทำให้อัตราเงินเฟ้อในประเทศต่าง ๆ เคลื่อนไหวไปตามการเปลี่ยนแปลงของราคาสินค้าโภคภัณฑ์โลกมากขึ้น และกระแสโลกาภิวัฒน์ยังส่งผลกระทบทางอ้อม จากการเปิดการค้าเสรี และการเคลื่อนย้ายปัจจัยการผลิตทั่วโลก ที่คล่องตัวมากขึ้น ทำให้เกิดการถ่ายโอนเทคโนโลยี และการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตของผู้ประกอบการ ในขณะเดียวกันการแข่งขันในตลาดโลกที่เข้มข้นขึ้น ยังอาจส่งผลทำให้เงินเฟ้อต่ำจากการที่ผู้ประกอบการยอมลดกำไรของตัวเองลงบางส่วนเพื่อรักษาส่วนแบ่งของตลาด ทำให้อัตราเงินเฟ้อทั่วโลกไปในทิศทางเดียวกัน (พิม มโนพิโมกษ์, 2558, หน้า 4)

ธนาคารแห่งประเทศไทยดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อแบบยืดหยุ่น (flexible inflation targeting) โดยให้ความสำคัญกับการรักษาเสถียรภาพด้านราคาผ่านการกำหนด

ISSN 2651-1673 (Print) ISSN 2672-9210 (Online)

เป้าหมายเงินเฟ้อหรือเรียกว่า เป้าหมายของนโยบายการเงิน ควบคู่ไปกับการดูแลการขยายตัวทางเศรษฐกิจ และการรักษาเสถียรภาพของระบบการเงิน โดยใช้อัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณนโยบายการเงิน (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2561) ดังนั้น การดำเนินนโยบายการเงินเพื่อให้บรรลุเป้าหมายทั้ง 3 จึงเป็นสิ่งที่มีความยากลำบาก เนื่องจากเมื่อปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะส่งผลทำให้ราคาสินทรัพย์ตลาดทุนและตลาดเงินปรับตัวสูงขึ้นซึ่งอาจจะทำให้เกิดภาวะฟองสบู่และการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะส่งผลให้การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจขยายตัวขึ้นและอัตราเงินเฟ้อปรับตัวสูงขึ้น เนื่องจากเป้าหมายการดำเนินนโยบายการเงินมีความขัดแย้งกันจึงทำให้การดำเนินนโยบายการเงินมีความยากลำบาก

จากปัญหาเป้าหมายการดำเนินนโยบายการเงิน ปัญหาเงินเฟ้อ และปัญหาเศรษฐกิจต่าง ๆ จึงส่งผลให้การดำเนินนโยบายการเงินมีความยากลำบากยิ่งขึ้น เนื่องจากการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อให้บรรลุเป้าหมายที่ตั้งไว้ ซึ่งต้องกระทำผ่านกระบวนการทางระบบเศรษฐกิจซึ่งกระบวนการดังกล่าว เรียกว่า กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน ดังนั้น การดำเนินนโยบายการเงินจะต้องมีความเข้าใจในกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน โดยต้องสามารถประเมินผลกระทบ ขนาดของทิศทาง และระยะเวลาที่มีต่อระบบเศรษฐกิจได้เป็นอย่างดี ดังนั้น จึงมีความจำเป็นที่จะต้องเข้าใจในกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน การเข้าใจถึงกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินจะช่วยทำให้มั่นใจได้ว่า หากมีการปรับเปลี่ยนเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงินแล้วสามารถส่งผลต่อเป้าหมายที่ต้องการ และสามารถประเมินผลกระทบ ขนาดของทิศทาง และระยะเวลาที่มีต่อระบบเศรษฐกิจได้อย่างถูกต้อง

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

บทความฉบับนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษากลไกการส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่อัตราเงินเฟ้อของประเทศไทย ผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยแบบดั้งเดิม ช่องทางด้านการให้กู้ยืมโดยธนาคาร ช่องทางผลกระทบของสภาพคล่องของครัวเรือน ช่องทางผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนต่อการส่งออกสุทธิ และช่องทางราคาสินทรัพย์ โดยทำการศึกษาถึงผลกระทบ และขนาดของทิศทาง ของกลไกการส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายในแต่ละช่องทางสู่อัตราเงินเฟ้อของประเทศไทย

วิธีดำเนินการวิจัย

การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลแบบทุติยภูมิ (secondary data) แบบอนุกรมเวลา (time series) ซึ่งแหล่งที่มาของข้อมูลอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ปริมาณสินเชื่อ ดัชนีค่าเงินที่แท้จริง อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี และหนี้ครัวเรือน จากธนาคารแห่งประเทศไทย ข้อมูลดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ISSN 2651-1673 (Print) ISSN 2672-9210 (Online)

จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ จากสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ และข้อมูลอัตราเงินเฟ้อทั่วไป จากสำนักดัชนีเศรษฐกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์ โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาส ตั้งแต่ ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2550 ถึง ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2560 รวม 44 ไตรมาส

แบบจำลอง

ในการศึกษาครั้งนี้ใช้แบบจำลอง Vector Autoregressive Model (VAR) ในการวิเคราะห์ ซึ่งแบ่งออกเป็น 5 แบบจำลอง เพื่อใช้ในการวิเคราะห์ช่องทางการส่งผ่านในแต่ละช่องทาง ดังนี้

แบบจำลองที่ 1 ช่องทางอัตราดอกเบี้ยแบบดั้งเดิม ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา อัตราดอกเบี้ยนโยบาย อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ และอัตราเงินเฟ้อทั่วไป

แบบจำลองที่ 2 ช่องทางด้านการให้กู้ยืมโดยธนาคาร ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ปริมาณสินเชื่อ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ และอัตราเงินเฟ้อทั่วไป

แบบจำลองที่ 3 ช่องทางผลกระทบของสภาพคล่องของครัวเรือน ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา อัตราดอกเบี้ยนโยบาย หนี้ครัวเรือน ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ และอัตราเงินเฟ้อทั่วไป

แบบจำลองที่ 4 ช่องทางผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนต่อการส่งออกสุทธิ ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ดัชนีค่าเงินที่แท้จริง ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ และอัตราเงินเฟ้อทั่วไป

แบบจำลองที่ 5 ช่องทางราคาสินทรัพย์ ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ดัชนีราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ และอัตราเงินเฟ้อทั่วไป

การวิเคราะห์ข้อมูล

1. ทดสอบคุณสมบัติ Stationary หรือ Unit Root Test เนื่องจากการนำข้อมูลอนุกรมเวลา (Time Series Data) มาวิเคราะห์ในเชิงสถิติหรือเศรษฐมิติ มีข้อสมมติฐานที่สำคัญประการหนึ่ง คือ ข้อมูลอนุกรมเวลาต้องมีลักษณะเป็น Stationary เพราะถ้าข้อมูลที่นำมาใช้มีลักษณะ Nonstationary จะทำให้ผลการคำนวณสมการถดถอยมีลักษณะเป็น Spurious Regression (ถวิล นิลใบ, 2559, หน้า 209) โดยใช้วิธี Augmented Dickey-Fuller Test (ADF) (Enders, 1995, pp. 222-223)

2. ทดสอบหาค่าความล่าช้าที่เหมาะสม เนื่องจากการใส่จำนวนความล่าช้าในสมการจำนวนมากจะส่งผลให้ตัวแปรในการประมาณค่ามีจำนวนมากขึ้น ทำให้ Degree of Freedom ลดลง ในขณะที่ใส่ตัวแปรความล่าช้าน้อยเกินไป จะทำให้ค่าความคลาดเคลื่อนขาดคุณสมบัติ White Note ได้ โดยใช้วิธี Schwarz information Criterion (SC) ในการทดสอบ

3. ทดสอบ Cointegration โดยใช้วิธีการของ Johansen (ถวิล นิลใบ, 2559, หน้า 251-259) เนื่องจากข้อมูลอนุกรมเวลาที่มีลักษณะเป็น Non-Stationary และมีความสัมพันธ์ในระยะยาวเมื่อนำมา

ISSN 2651-1673 (Print) ISSN 2672-9210 (Online)

วิเคราะห์จะไม่ทำให้เกิดปัญหา Spurious Regression หากข้อมูลตัวแปรในแบบจำลองไม่มีความสัมพันธ์ในระยะยาว จะทำการปรับผลต่างของสมการเพื่อให้ข้อมูลมีลักษณะเป็น Stationary

4. วิเคราะห์ Impulse Response Function เพื่อวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงอย่างฉลับพลัน (shock) ของตัวแปรในแบบจำลองที่มีต่อตัวแปรอื่น ๆ ในแบบจำลองทั้งในช่วงเวลาปัจจุบันและช่วงเวลาในอนาคต

5. วิเคราะห์ Variance Decomposition เพื่อวิเคราะห์ความคลาดเคลื่อนของการพยากรณ์ในช่วงเวลาที่ h ที่เกิดจากปัจจัยตัวแปรเองหรือปัจจัยตัวแปรตัวอื่นในแบบจำลอง มีสัดส่วนและทิศทางเท่าใด

แนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน

กอบศักดิ์ ภูตระกูล และเมธินี ศุภสวัสดิ์ (2543, หน้า 6-7) การทำงานของนโยบายการเงินมี 4 ขั้นตอนที่สำคัญดังนี้ ขั้นตอนแรก ธนาคารแห่งประเทศไทยซึ่งมีหน้าที่ในการกำหนดนโยบายการเงินซึ่งในปัจจุบันดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ โดยใช้อัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณการดำเนินนโยบายการเงิน เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยธนาคารแห่งประเทศไทยจะดำเนินการผ่านเครื่องมือนโยบายการเงิน (Monetary Policy Instruments) ต่าง ๆ (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2560) ขั้นสอง ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินเปลี่ยนแปลง ในระยะแรกอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดการเงิน อาทิอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนจะปรับตัวตาม ในระยะที่สอง อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นจะส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาวใน Yield Curve อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ การขยายสินเชื่อ และอัตราแลกเปลี่ยน โดยมีระบบสถาบันการเงินประกอบด้วย ธนาคารพาณิชย์ ตลาดตราสารหนี้ตลาดหลักทรัพย์ และตลาดอัตราแลกเปลี่ยน เป็นช่องทางที่สำคัญ ขั้นสาม ผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยจะส่งผลในวงกว้างนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงของการใช้จ่ายในระบบเศรษฐกิจทั้งทางด้านการบริโภค การลงทุนและการส่งออกสุทธิ และในระยะสุดท้าย จะส่งผลต่อปริมาณการผลิตและอัตราเงินเฟ้อในที่สุด ซึ่งกระบวนการที่กล่าวมานี้เป็นกระบวนการที่ใช้เวลานานประมาณ 1-2 ปี เป็นอย่างน้อย

ช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงิน

Mishkin (2016, pp. 620-629) ได้ทำการอธิบายกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางต่าง ๆ ไว้หลายช่องทาง แต่ในบทความนี้ได้ศึกษาเพียง 5 ช่องทาง จึงขออธิบาย ดังนี้

1. ช่องทางอัตราดอกเบี้ยแบบดั้งเดิม (Traditional Interest Rate Channel) การดำเนินนโยบายการเงินแบบขยายตัว นำไปสู่อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (i_r) ลดลง ทำให้ต้นทุนในการลงทุนต่ำลง ส่งผลให้

ISSN 2651-1673 (Print) ISSN 2672-9210 (Online)

การใช้จ่ายลงทุนเพิ่มขึ้น (I) ซึ่งนำไปสู่การเพิ่มขึ้นในอุปสงค์รวม และการเพิ่มขึ้นของผลผลิต (Y) แม้ว่าในความคิดของเคนส์จะเน้นที่ช่องทางการส่งผ่านนี้โดยผ่านกระบวนการตัดสินของภาคธุรกิจในการใช้จ่ายการลงทุน แต่งานวิจัยสมัยใหม่ได้มีการยอมรับว่า การบริโภคของสินค้าคงทนเปรียบเสมือนการลงทุนของภาคเอกชน

expansionary monetary policy ⇨ i_r↓ ⇨ I↑ ⇨Y↑

2. ช่องทางด้านการให้กู้ยืมโดยธนาคาร (Bank Lending Channel) การดำเนินนโยบายการเงินแบบขยายตัว ทำให้เงินสำรองและเงินรับฝากของธนาคารเพิ่มขึ้น (bank deposits) ส่งผลให้ปริมาณสินเชื่อธนาคารเพิ่มขึ้น (bank loans) สำหรับบริษัทขนาดเล็กซึ่งต้องอาศัยสินเชื่อจากธนาคารเป็นหลัก เนื่องจากความไม่มีประสิทธิภาพในการกู้ยืมจากตลาดทุน ดังนั้นการเพิ่มปริมาณสินเชื่อจะเป็นสาเหตุทำให้การใช้จ่ายเพื่อการลงทุนเพิ่มสูงขึ้น (I) หรือเพื่อการบริโภคสูงขึ้น (C) จึงทำให้ความต้องการมวลรวมสูงขึ้น (Y)

expansionary monetary policy ⇨ bank deposits↑ ⇨ bank loans↑ ⇨I↑ or C↑ ⇨Y↑

3. ช่องทางผลกระทบของสภาพคล่องของครัวเรือน (Household Liquidity Effects) การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสภาพคล่องของครัวเรือนนั้น นโยบายการเงินจะส่งผลต่อการตัดสินใจในการใช้จ่ายของผู้บริโภคมากกว่าส่งผลต่อความต้องการปล่อยสินเชื่อของผู้ให้กู้ยืม เนื่องจากผู้บริโภคให้ความสำคัญต่อการประมาณการความเป็นไปได้ของความยากลำบากทางการเงิน ในกรณีที่ผู้บริโภคมีปริมาณสินทรัพย์ทางการเงินมากกว่าหนี้สิน การประมาณความเป็นไปได้ต่อความยากลำบากทางการเงินจะต่ำ เมื่อผู้บริโภคมีความต้องการในสินค้าคงทนเพื่อการบริโภคและที่อยู่อาศัยเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ความต้องการมวลรวมสูงขึ้น

expansionary monetary policy ⇨ Ps↑ ⇨ value of financial assets↑ ⇨ likelihood of financial distress↓ ⇨ consumer durable and housing expenditure↑ ⇨ Y↑

4. ช่องทางผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนต่อการส่งออกสุทธิ (Exchange Rate Effects on Net Exports) การดำเนินนโยบายการเงินแบบขยายตัวนำไปสู่การลดลงในอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง ทำให้สินทรัพย์ทางการเงินภายในประเทศมีความน่าสนใจน้อยลงเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ทางการเงินต่างประเทศ ส่งผลให้มีการนำเงินไปลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินต่างประเทศส่งผลให้ค่าเงินลดลง (E) มูลค่าของเงินสกุลภายในประเทศที่ลดลง ทำให้สินค้าภายในประเทศมีราคาถูกกว่าสินค้าจากต่างประเทศ ดังนั้นจึงทำให้การส่งออกสุทธิสูงขึ้น (NX) และความต้องการมวลรวมสูงขึ้น (Y)

expansionary monetary policy ⇨ i_r↓ ⇨ E↓ ⇨ NX↑ ⇨ Y↑

ISSN 2651-1673 (Print) ISSN 2672-9210 (Online)

5. ช่องทางราคาสินทรัพย์ (Asset Price Channels) การดำเนินนโยบายการเงินแบบขยายตัว จะทำให้สาธารณะ พบว่า ตนเองมีเงินมากกว่าที่ต้องการ ดังนั้นจึงกำจัดปริมาณเงินส่วนเกินนี้โดยผ่านการใช้จ่ายหรือการลงทุน จึงทำให้มีการใช้จ่ายหรือการลงทุนผ่านตลาดหุ้นสามัญ ซึ่งทำให้มีความต้องการซื้อหุ้นสามัญสูงขึ้น ส่งผลให้ราคาหุ้นสามัญสูงขึ้น (P_s) ซึ่งนำไปสู่ q ที่สูงขึ้น ดังนั้นการใช้จ่ายเพื่อการลงทุนจึงสูงขึ้น (I) หรือราคาหุ้นสามัญสูงขึ้น (P_s) ทำให้มูลค่าของความมั่งคั่งทางการเงินจะสูงขึ้น ดังนั้นจึงทำให้ทรัพยากรในช่วงชีวิตของผู้บริโภคสูงขึ้นและการบริโภคสูงขึ้น (consumption) จึงทำให้ความต้องการมวลรวมสูงขึ้น (Y)

expansionary monetary policy ⇨ Ps↑ ⇨ q↑ OR wealth↑ ⇨ I↑ OR C↑ ⇨ Y↑

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

สุมนา บุญกาญจน์ (2559) ได้ทำการศึกษาเรื่อง *การวิเคราะห์กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย* โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อทำการศึกษาผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินที่มีต่องบดุลของธนาคารขนาดเล็กและขนาดใหญ่โดยใช้ข้อมูลอนุกรมเวลา ตั้งแต่รายไตรมาสที่ 3 พ.ศ. 2547 – ไตรมาสที่ 3 พ.ศ. 2557 จำนวน 41 ไตรมาส และทำการวิเคราะห์ด้วยวิธี Vector Autoregressive (VAR) และ Impulse Response Function ผลการวิเคราะห์ พบว่า การเปลี่ยนแปลง Shock ในอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรจะมีผลกระทบต่อปริมาณสินเชื่อของธนาคารขนาดเล็กมากกว่าธนาคารขนาดใหญ่ ในขณะที่ปริมาณหลักทรัพย์ที่ธนาคารขนาดใหญ่ถือครองไว้จะได้รับผลกระทบมากกวาธนาคารขนาดเล็ก

เสาวณี จันทะพงษ์, อโนทัย พุทธารี, ทิพวรรณ ทนนกลิ่น และธัญลักษณ์ ปราชญ์สุชนัย (2563) ได้ทำการศึกษาเรื่อง *การประเมินความเสี่ยงเครดิตจาก Macro Stress Test ตอน 1: กลไกความเชื่อมโยงภาคการเงินสู่ภาคเศรษฐกิจจริง (Macro-Financial Model)* โดยมีเป้าหมายเพื่อสร้างความเข้าใจความเชื่อมโยงเชิงระบบของการดำเนินนโยบายการเงินผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายว่าจะมีกระบวนการส่งผลกระทบผ่านช่องทางต่าง ๆ ในระดับและทิศทางอย่างไรเพื่อนำไปสู่การออกแบบ Macroeconomic Stress Scenario ซึ่งเป็นขั้นตอนแรกของ การพัฒนาเครื่องมือการทดสอบภาวะวิกฤตเชิงระบบด้านความเสี่ยงเครดิต พบว่า ช่องทางอัตราดอกเบี้ยยังคงเป็นช่องทางที่ส่งผ่านนโยบายการเงินของไทยไปสู่ภาคเศรษฐกิจจริงได้มีประสิทธิภาพสูงกว่าช่องทางอื่น ๆ ขณะที่ช่องทางสินเชื่อสามารถกระตุ้นเศรษฐกิจได้จำกัด ส่วนกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินไปสู่อัตราเงินเฟ้อเป็นกระบวนการที่ต้องใช้เวลา โดยมีความท้าทายจาก Price Puzzle ในโลกยุคใหม่เพิ่มขึ้น หากพิจารณาในมิติของช่วงเวลา ก่อนวิกกฤตการเงินโลก 2000-2009 และช่วงหลังวิกฤตการเงินโลก คือ 2010-2018 พบว่า ประสิทธิภาพการส่งผ่านนโยบายการเงินทำงานได้ดีกว่าในช่วงหลังวิกฤตการเงินโลกในทุกช่องทาง ยกเว้นช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนที่ทำงานได้ดีกว่าในช่วงก่อนวิกฤต

ISSN 2651-1673 (Print) ISSN 2672-9210 (Online)

อารียา ปัญจกะบุตร (2558) ได้ทำการศึกษาเรื่อง *การวิเคราะห์กลไกการส่งผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยและช่องทางสินเชื่อในประเทศไทย* โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) ทดสอบกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในช่องทางอัตราดอกเบี้ยและ (2) ทดสอบกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในช่องทางงบดุล และช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคารในประเทศไทยในการศึกษานี้ได้ใช้ข้อมูลอนุกรมเวลารายไตรมาส ตั้งแต่ พ.ศ. 2548 – พ.ศ. 2557 โดยทำการวิเคราะห์ด้วยวิธี Vector Autoregressive และ Impulse Response Function ผลการวิจัย พบว่า การศึกษานี้มีความสอดคล้องกับงานวิจัยของ Bernanke and Gertler (1995) คือ (1) การส่งผ่านนโยบายการเงินในช่องทางอัตราดอกเบี้ย พบว่า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีผลทำให้สินทรัพย์ระยะยาวปรับตัวไปพร้อมกับสินทรัพย์ระยะสั้น แต่ตามทฤษฎีแล้วสินทรัพย์ระยะยาวไม่ควรมีการปรับตัว (2) การส่งผ่านนโยบายการเงินในช่องทางงบดุล พบว่า อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยของกลุ่มธุรกิจที่มิใช่ธุรกิจการเงินมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวอาจจะไม่เป็นจริงเสมอไป จึงได้ศึกษาถึงองค์ประกอบของงบดุล พบว่า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีผลทำให้รายได้ และกำไรของกลุ่มธุรกิจที่มิใช่ธุรกิจการเงินมีการปรับตัวลดลง และในส่วนของช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคาร พบว่า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีผลทำให้ ช่องว่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยที่ทำการศึกษากับอัตราผลตอบแทนของตัวเงินคลัง มีช่องวางมากขึ้นหลังจากการใช้นโยบายการเงินผ่านช่องทางดังกล่าว

ผลการวิจัย

ผลการทดสอบคุณสมบัติ Stationary หรือ Unit Root Test ของตัวแปรทั้งหมดในรูป Level พบว่า ตัวแปรอัตราดอกเบี้ยนโยบาย หนี้ครัวเรือน ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ และอัตราเงินเฟ้อทั่วไป มีคุณสมบัติ Stationary ที่ระดับนัยสำคัญร้อยละ 99 และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี มีคุณสมบัติ Stationary ที่ระดับนัยสำคัญร้อยละ 95 และ พบว่า ตัวแปรปริมาณสินเชื่อ ดัชนีค่าเงินที่แท้จริง และดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีคุณสมบัติ Stationary ในระดับผลต่างครั้งที่ 1 (first difference) ที่ระดับนัยสำคัญร้อยละ 99

ผลการทดสอบหาค่าความล่าช้าที่เหมาะสม โดยการทดสอบด้วยวิธี Schwarz information Criterion (SC) มีค่าต่ำสุด ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ทั้ง 5 แบบจำลอง พบว่า แบบจำลองช่องทางอัตราดอกเบี้ยแบบดั้งเดิม มีค่าความล่าช้าที่เหมาะสมเท่ากับ 1 โดยมีค่า SC เท่ากับ 29.79049 หน่วย แบบจำลองช่องทางด้านการให้กู้ยืมโดยธนาคาร มีค่าความล่าช้าที่เหมาะสมเท่ากับ 2 โดยมีค่า SC เท่ากับ 55.21254 หน่วย แบบจำลองช่องทางผลกระทบของสภาพคล่องของครัวเรือน มีค่าความล่าช้าที่เหมาะสมเท่ากับ 4 โดยมีค่า SC เท่ากับ 53.71368 หน่วย แบบจำลองช่องทางผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนต่อการส่งออกสุทธิ มีค่าความล่าช้าที่เหมาะสม เท่ากับ 4 โดยมีค่า SC เท่ากับ 34.06532 หน่วย และแบบจำลองช่องทางราคาสินทรัพย์ มีค่าความล่าช้าที่เหมาะสมเท่ากับ 1 โดยมีค่า SC เท่ากับ 40.85810 หน่วย

ISSN 2651-1673 (Print) ISSN 2672-9210 (Online)

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระยะยาว (cointegration) ของแบบจำลอง ทั้ง 5 แบบจำลอง พบว่า มีจำนวนความสัมพันธ์ระยะยาว เท่ากับหรือมากกว่า 1 สมการทุกแบบจำลอง แสดงให้เห็นว่าค่า Error Term มีคุณสมบัติ Stationary ซึ่งเมื่อนำแบบจำลองทั้ง 5 แบบจำลองมาวิเคราะห์จะไม่ทำให้เกิดปัญหา Spurious Regression

ผลการวิเคราะห์ Impulse Response Function แบบจำลองช่องทางราคาอัตราดอกเบี้ย แบบดั้งเดิม ไม่พบกลไกการส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายผ่านแบบจำลองช่องทางราคาอัตราดอกเบี้ยแบบดั้งเดิม ที่แน่ชัด กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้น (one standard) ส่งผลกระทบต่ออัตรา ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ปรับตัวเพิ่มขึ้น (เป็นไปตามทฤษฎี) เมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นส่งผล ให้ต้นทุนทางการเงินสูงขึ้น จึงทำให้ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจน้อยลง จึงทำให้ราคาพันธบัตรลดลง ซึ่งส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสูงขึ้น ค่าเฉลี่ยผลกระทบ 16 ไตรมาส (4 ปี) เท่ากับ 0.021345 หน่วย การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี เพิ่มขึ้น (one standard) ส่งผลกระทบ ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศปรับตัวลดลง (เป็นไปตามทฤษฎี) เมื่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตร รัฐบาลอายุ 10 ปี สูงขึ้น ทำให้ต้นทุนในการกู้ยืมสูงขึ้น จึงส่งผลให้การบริโภคและการลงทุนลดลง เนื่องจาก ต้นทุนการกู้ยืมเพื่อการบริโภคและการลงทุนสูงขึ้น ส่งผลทำให้ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศลดลง ค่าเฉลี่ยผลกระทบ 16 ไตรมาส (4 ปี) เท่ากับ (-18522.4) หน่วย และการเปลี่ยนแปลงผลิตภัณฑ์มวลรวม ภายในประเทศสูงขึ้น (one standard) ส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อทั่วไปปรับตัวลดลง (ไม่เป็นไปตาม ทฤษฎี) ซึ่งผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศปรับตัวสูงขึ้นตามทฤษฎีทำให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปปรับตัวสูงขึ้น แต่ผลการวิจัยเมื่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้นส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปลดลง จากปัจจุบันมีกระแสโลกาภิวัฒน์มากขึ้น และเทคโนโลยีมีการพัฒนาสูงขึ้น จึงส่งผลให้มีการนำเข้าสินค้า จากประเทศที่มีราคาสินค้าต่ำ และมีการเคลื่อนย้ายแรงงานกันเสรีขึ้น จึงส่งผลให้มีการถ่ายทอดเทคโนโลยี กันมากขึ้น ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวลดลง ค่าเฉลี่ยผลกระทบ 16 ไตรมาส (4 ปี) เท่ากับ (-0.0106) หน่วย

ผลการวิเคราะห์ Impulse Response Function แบบจำลองช่องทางด้านการให้กู้ยืมโดยธนาคาร ไม่พบกลไกการส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายผ่านแบบจำลองช่องทางด้านการให้กู้ยืมโดยธนาคารที่แน่ชัด กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้น (one standard) ส่งผลกระทบต่อปริมาณสินเชื่อ ปรับตัวสูงขึ้น (ไม่เป็นไปตามทฤษฎี) ซึ่งอัตราดอกเบี้ยปรับตัวสูงขึ้นตามทฤษฎี ทำให้ต้นทุนในการกู้ยืมสูงขึ้น จึงส่งผลให้ปริมาณสินเชื่อปรับตัวลดลง แต่ผลการวิจัยเมื่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ปริมาณสินเชื่อ ปรับตัวสูงขึ้น จากกระแสโลกาภิวัฒน์ส่งผลทำให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนอย่างเสรียิ่งขึ้น และจากวิกฤตการ เงินโลกส่งผลให้ธนาคารกลางหลายประเทศดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายจึงทำให้สภาพคล่อง ในระบบเศรษฐกิจมีมาก จึงส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่ส่งผลต่อปริมาณสินเชื่อ ตามทฤษฎี ค่าเฉลี่ยผลกระทบ 16 ไตรมาส (4 ปี) เท่ากับ 968.7928 หน่วย การเปลี่ยนแปลงปริมาณสินเชื่อ สูงขึ้น (one standard) ส่งผลกระทบต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศปรับตัวสูงขึ้น (เป็นไปตามทฤษฎี)

ISSN 2651-1673 (Print) ISSN 2672-9210 (Online)

เมื่อปริมาณสินเชื่อเพิ่มขึ้น ทำให้การใช้จ่ายเพื่อการบริโภค และการลงทุนเพิ่มสูงขึ้น จึงทำให้ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเพิ่มสูงขึ้น ค่าเฉลี่ยผลกระทบ 16 ไตรมาส (4 ปี) เท่ากับ 12049.47 หน่วย และการเปลี่ยนแปลงผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศสูงขึ้น (one standard) ส่งผลทำให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปปรับตัวสูงขึ้น (เป็นไปตามทฤษฎี) จากการเพิ่มขึ้นของความต้องการซื้อโดยรวมเพิ่มขึ้นโดยผู้ผลิตไม่สามารถขยายผลผลิตได้ทันตามต้องการหรือเกิดภาวะสินค้าขาดแคลน จึงทำให้ระดับราดับราคาสินค้าสูงขึ้น ค่าเฉลี่ยผลกระทบ 16 ไตรมาส (4 ปี) เท่ากับ 0.008126 หน่วย

ผลการวิเคราะห์ Impulse Response Function แบบจำลองช่องทางผลกระทบของสภาพคล่องของครัวเรือน ไม่พบกลไกการส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายผ่านแบบจำลองช่องทางผลกระทบของสภาพคล่องของครัวเรือนที่แน่ชัด กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้น (one standard) ส่งผลกระทบต่อหนี้ครัวเรือนปรับตัวสูงขึ้น (ไม่เป็นไปตามทฤษฎี) เมื่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายสูงขึ้นตามทฤษฎีทำให้ต้นทุนในการกู้ยืมสูงขึ้นจึงส่งผลให้หนี้ครัวเรือนลดลง แต่ผลการวิจัยเมื่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้นส่งผลทำให้หนี้ครัวเรือนสูงขึ้น จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลโดยสนับสนุนให้มีการก่อหนี้เพิ่มขึ้น เช่น นโยบายซื้อรถยนต์คันแรก และภัยพิบัติจากธรรมชาติส่งผลให้บ้านเรือนเสียหาย รัฐบาลจึงมีนโยบายช่วยเหลือผู้ประสบภัยทางธรรมชาติจึงส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่ส่งผลต่อปริมาณสินเชื่อตามทฤษฎี ค่าเฉลี่ยผลกระทบ 16 ไตรมาส (4 ปี) เท่ากับ 47603.44 หน่วย การเปลี่ยนแปลงหนี้ครัวเรือนเพิ่มขึ้นส่งผลกระทบต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศปรับตัวสูงขึ้น (เป็นไปตามทฤษฎี) เมื่อหนี้ครัวเรือนเพิ่มสูงขึ้นทำให้การใช้จ่ายเพื่อการบริโภคเพิ่มสูงขึ้น จึงทำให้ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเพิ่มสูงขึ้น ค่าเฉลี่ยผลกระทบ 16 ไตรมาส (4 ปี) เท่ากับ 14540.73 หน่วย และการเปลี่ยนแปลงผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศสูงขึ้น (one standard) ส่งผลทำให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปสูงขึ้น (เป็นไปตามทฤษฎี) จากการเพิ่มขึ้นของความต้องการซื้อโดยรวมเพิ่มขึ้นโดยผู้ผลิตไม่สามารถขยายผลผลิตได้ทันตามต้องการหรือเกิดภาวะสินค้าขาดแคลน จึงทำให้ระดับราดับราคาสินค้าสูงขึ้น ค่าเฉลี่ยผลกระทบ 16 ไตรมาส (4 ปี) เท่ากับ 0.008293 หน่วย

ผลการวิเคราะห์ Impulse Response Function แบบจำลองช่องทางผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนต่อการส่งออกสุทธิ ไม่พบกลไกการส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายผ่านแบบจำลองช่องทางผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนต่อการส่งออกสุทธิที่แน่ชัด กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้น (one standard) ส่งผลกระทบต่อดัชนีค่าเงินที่แท้จริงปรับตัวสูงขึ้น (เป็นไปตามทฤษฎี) จากอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ จึงส่งผลให้มีเงินไหลเข้ามาลงทุนในประเทศมากขึ้น ส่งผลให้มีความต้องการเงินบาทสูงขึ้น จึงทำให้ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงสูงขึ้น เฉลี่ยผลกระทบ 16 ไตรมาส (4 ปี) เท่ากับ 0.042109 หน่วย การเปลี่ยนแปลงดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงสูงขึ้น (one standard) ส่งผลกระทบต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศปรับตัวลดลง (เป็นไปตามทฤษฎี) จากเศรษฐกิจประเทศไทยมีการพึงพาภาคต่างประเทศเป็นส่วนใหญ่ เมื่อดัชนีอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงแข็งค่าขึ้น จึงทำให้การส่งออกลดลง ทำให้อุตสาหกรรมส่งออกมีการลดผลผลิตลง จึงทำให้การจ้างงานลดลง และการนำเข้าเพิ่มขึ้น จึงส่งผล

ISSN 2651-1673 (Print) ISSN 2672-9210 (Online)

ให้ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศปรับตัวลดลง ค่าเฉลี่ยผลกระทบ 16 ไตรมาส (4 ปี) เท่ากับ (-7186.77) หน่วย และการเปลี่ยนแปลงผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศสูงขึ้น (one standard) ส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อทั่วไปปรับตัวลดลง (ไม่เป็นไปตามทฤษฎี) เมื่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศสูงขึ้นตามทฤษฎีส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปปรับตัวสูงขึ้น จากปัจจุบันมีกระแสโลกาภิวัฒน์มากขึ้น และเทคโนโลยีมีการพัฒนาสูงขึ้น จึงส่งผลให้มีการนำเข้าสินค้าจากประเทศที่มีราคาสินค้าต่ำ และมีการเคลื่อนย้ายแรงงานกันเสรีขึ้น จึงส่งผลให้มีการถ่ายทอดเทคโนโลยีกันมากขึ้น ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวลดลง ค่าเฉลี่ยผลกระทบ 16 ไตรมาส (4 ปี) เท่ากับ (-0.01292) หน่วย

ผลการวิเคราะห์ Impulse Response Function แบบจำลองช่องทางราคาสินทรัพย์ พบว่า มีกลไกการส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายผ่านแบบจำลองช่องทางราคาสินทรัพย์ที่แน่ชัด กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้น (one standard) ส่งผลกระทบต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปรับตัวลดลง (เป็นไปตามทฤษฎี) ซึ่งอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นทำให้ความมั่งคั่ง Wealth Effect ของผู้บริโภคลดลง จึงทำให้มีการลดการใช้จ่ายหรือการลงทุนผ่านตลาดหุ้นลงซึ่งส่งผลให้ความต้องการซื้อหุ้นสามัญลดลง ทำให้ดัชนีราคาหุ้นสามัญลดลง ค่าเฉลี่ยผลกระทบ 16 ไตรมาส (4 ปี) เท่ากับ (-16.1606) หน่วย การเปลี่ยนแปลงดัชนีตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น (one standard) ส่งผลทำให้ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศสูงขึ้น (เป็นไปตามทฤษฎี) จากความมั่งคั่ง Wealth Effect ของภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจสูงขึ้น จึงส่งผลให้ การบริโภค และการลงทุนเพิ่มขึ้น ซึ่งส่งผลให้ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศสูงขึ้น ค่าเฉลี่ยผลกระทบ 16 ไตรมาส (4 ปี) เท่ากับ 32102.57 หน่วย และการเปลี่ยนแปลงผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศสูงขึ้น (one standard) ส่งผลทำให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปปรับตัวสูงขึ้น (เป็นไปตามทฤษฎี) จากการเพิ่มขึ้นของความต้องการซื้อโดยรวมเพิ่มขึ้นโดยผู้ผลิตไม่สามารถขยายผลผลิตได้ทันตามต้องการหรือเกิดภาวะสินค้าขาดแคลน จึงทำให้ระดับราคาสินค้าสูงขึ้น ค่าเฉลี่ยผลกระทบ 16 ไตรมาส (4 ปี) เท่ากับ 0.019069 หน่วย

ผลการวิเคราะห์ Variance Decomposition เพื่อเปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้ง 5 แบบจำลอง จะส่งผลกระทบต่อความแปรปรวนของตัวแปรตลาดเงินอย่างไร พบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้ง 5 แบบจำลอง จะส่งผลกระทบต่อความแปรปรวนของดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงเป็นสัดส่วนสูงสูด รองลงมา ดัชนีราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หนี้ครัวเรือน ปริมาณสินเชื่อและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ตามลำดับ

ผลการวิเคราะห์ Variance Decomposition เพื่อเปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตลาดเงิน ทั้ง 5 แบบจำลอง จะส่งผลกระทบต่อความแปรปรวนของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศอย่างไร พบว่า การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตลาดเงิน ทั้ง 5 แบบจำลอง จะส่งผลกระทบต่อความแปรปรวนของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศของแบบจำลองช่องทางผลกระทบของสภาพคล่องของครัวเรือนเป็นสัดส่วนสูงสุด รองลงมา แบบจำลองช่องทางด้านการให้กู้ยืมโดยธนาคาร แบบจำลองช่องทางราคาสินทรัพย์ แบบจำลอง

ISSN 2651-1673 (Print) ISSN 2672-9210 (Online)

ช่องทางราคาอัตราดอกเบี้ยแบบดั้งเดิม และแบบจำลองช่องทางผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนต่อการส่งออกสุทธิ ตามลำดับ

ผลการวิเคราะห์ Variance Decomposition เพื่อเปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ทั้ง 5 แบบจำลอง จะส่งผลกระทบต่อความแปรปรวนของของอัตราเงินเฟ้อทั่วไปอย่างไร พบว่า ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศของแบบจำลองช่องทางผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนต่อการส่งออกสุทธิ จะส่งผลกระทบต่อความแปรปรวนของของอัตราเงินเฟ้อทั่วไปสูงสุด รองลงมา ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศของแบบจำลองช่องทางด้านการให้กู้ยืมโดยธนาคาร แบบจำลองช่องราคาสินทรัพย์ แบบจำลองช่องทางอัตราดอกเบี้ยแบบดั้งเดิม และแบบจำลองช่องทางผลกระทบของสภาพคล่องของครัวเรือน ตามลำดับ

สรุปผล

ผลการวิจัยจาก Impulse Reponse Function ชี้ให้เห็นว่า มีการส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่อัตราเงินเฟ้อของประเทศไทย ผ่านแบบจำลองช่องทางราคาสินทรัพย์ เพียงช่องทางเดียว และไม่พบการส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่อัตราเงินเฟ้อของประเทศไทยในลักษณะที่แน่ชัดจากช่องทางอื่น คือ ช่องทางอัตราดอกเบี้ยแบบดั้งเดิม ช่องทางด้านการให้กู้ยืมโดยธนาคาร ช่องทางผลกระทบของสภาพคล่องของครัวเรือน และช่องทางผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนต่อการส่งออกสุทธิ

ผลการวิจัยจาก Variance Decomposition พบว่า การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายส่งผลกระทบต่อตัวแปรตลาดการเงิน คือ ดัชนีค่าเงินที่แท้จริงมากที่สุด การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตลาดการเงิน คือ หนี้ครัวเรือนส่งผลกระทบต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศมากที่สุด และการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (แบบจำลองช่องทางผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนต่อการส่งออกสุทธิ) ส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อทั่วไปมากที่สุด

ข้อเสนอแนะ

1. การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีผลกระทบต่อดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงมากที่สุด ดังนั้น ภาครัฐควรใช้อัตราดอกเบี้ยนโยบายในการควบคุมดูแลดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงให้อยู่ในกรอบที่เหมาะสม

2. การเปลี่ยนแปลงของหนี้ครัวเรือนจะส่งผลกระทบต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศมากที่สุด ดังนั้น ภาครัฐควรควบคุมให้หนี้ครัวเรือนอยู่ในระดับที่เหมาะสมเพื่อให้เศรษฐกิจเจริญเติบโตอย่างมีเสถียรภาพ เนื่องจากระดับหนี้ครัวเรือนสูงไปจะส่งผลทำให้ภาคครัวเรือนมีรายได้ในอนาคตลดลง เนื่องจากภาคครัวเรือนได้รับรายได้จะถูกหักด้วยหนี้ที่ต้องจ่ายจึงทำให้รายได้ลดลง ทำให้การบริโภคลดลง ทำให้เศรษฐกิจถดถอย

3. การเปลี่ยนแปลงของแบบจำลองช่องทางผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนต่อการส่งออกสุทธิส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อทั่วไปสูงสุด ดังนั้น ภาครัฐควรใช้อัตราดอกเบี้ยนโยบายในการควบคุมดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงอยู่ในกรอบที่เหมาะสม

ISSN 2651-1673 (Print) ISSN 2672-9210 (Online)

เอกสารอ้างอิง

ถวิล นิลใบ. (2559). *เศรษฐมิติ 2.* กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยรามคำแหง.

ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2560). *เครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน*. ค้นเมื่อ 26 กรกฎาคม พ.ศ. 2561, จาก https://www.bot.or.th/Thai/FinancialMarkets/MonetaryOperations/Documents/BOT%E2%80%99s%20Liquidity%20Management%20Framework%20Manual_TH(Apr%2017).pdf

ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2561). *การกำหนดเป้าหมายของนโยบายการเงิน.* ค้นเมื่อ 26 กรกฎาคม 2561, จาก https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/MonetPolicyKnowledge/Pages/Target.aspx

บัณฑิต นิจถาวร. (2558). *ฝ่าวิกฤตเศรษฐกิจโลก.* กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์โพสต์บุ๊กส์.

พิม มโนพิโมกษ์. (2558). *พลวัตเงินเฟ้อไทยภายใต้กระแสโลก*. ค้นเมื่อ 7 สิงหาคม 2561, จาก https://www.pier.or.th/?abridged=พลวัตเงินเฟ้อไทยภายใต้

สุมนา บุญกาญจน์. (2559). *การวิเคราะห์กลไกการส่งผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยและช่องทางสินเชื่อในประเทศไทย.* วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

เสาวณี จันทะพงษ์, อโนทัย พุทธารี, ทิพวรรณ ทนนกลิ่น และธัญลักษณ์ ปราชญ์สุชนัย. (2563). *การประเมินความเสี่ยงเครดิตจาก Macro Stress Test ตอน 1: กลไกความเชื่อมโยงภาคการเงินสู่ภาคเศรษฐกิจจริง (Macro-Financial Model).* ค้นเมื่อ 29 พฤศจิกายน 2563, จาก https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/EconomicConditions/Pages/FAQ168.aspx

อารียา ปัญจกะบุตร. (2558). *การวิเคราะห์กลไกการส่งผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยและช่องทางสินเชื่อในประเทศไทย.* วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.