ใบรับรองวิทยานิพนธ์

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

ปริญญา

เศรษฐศาสตร์	เศรษฐศาสตร์
สาขา	**ภาควิชา**

เรื่อง ผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อการส่งออกของประเทศไทย

The Effects of Monetary Policy on Export of Thailand

นามผู้วิจัย นายชูเทพ เทพหัสดิน ณ อยุธยา

ได้พิจารณาเห็นชอบโดย

ประธานกรรมการ .....

(อาจารย์อรุณ เกียระสาร, Diplome de III° Cycle.)

กรรมการ .....

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์สันติยา เอกอัคร, Ph.D.)

กรรมการ .....

(รองศาสตราจารย์จันทร์เพ็ญ จาปะเกษตร์, M.B.A.)

หัวหน้าภาควิชา .....

(รองศาสตราจารย์จีรพรรณ กุลดิลก, ศ.ม.)

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์รับรองแล้ว

.....

(รองศาสตราจารย์วินัย อาจคงหาญ, M.A.)

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

วันที่ 17 เดือน สิหาคม พ.ศ. 2549

วิทยานิพนธ์

เรื่อง

ผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อการส่งออกของประเทศไทย

The Effects of Monetary Policy on Export of Thailand

โดย

นายชูเทพ เทพหัสดิน ณ อยุธยา

เสนอ

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
เพื่อความสมบูรณ์แห่งปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต
พ.ศ. 2549

ISBN 974-16-1319-9

ชูเทพ เทพหัสดิน ณ อยุธยา 2549: ผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อการส่งออกของประเทศไทย ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์ ภาควิชาเศรษฐศาสตร์ ประธานกรรมการที่ปรึกษา: อาจารย์อรุณ เกียระสาร, Diplome de III^{e} Cycle 112 หน้า
ISBN 974-16-1319-9

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อการส่งออกของประเทศไทย โดยทำการสร้างแบบจำลองอธิบายการส่งผ่านผลกระทบของนโยบายการเงินผ่าน 2 ช่องทางหลักอันได้แก่ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย และช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งการศึกษานี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิรายเดือนตั้งแต่เดือนมิถุนายน พ.ศ. 2543 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2547 รวมทั้งหมด 55 เดือน โดยทำการสร้างสมการถดถอยพหุคูณเชิงเส้น วิเคราะห์ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด เพื่อศึกษาผลกระทบของการดำเนินนโยบายการเงินที่ส่งผลต่อตัวแปรต่าง ๆ ที่เป็นตัวกำหนดการส่งออก และผลกระทบของตัวแปรกำหนดการส่งออกที่ส่งผลต่อการส่งออกของประเทศไทย

ผลการศึกษาพบว่าเมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยดำเนินนโยบายการเงินโดยทำการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน จะมีการส่งผ่านผลกระทบไปตามช่องทางนโยบายการเงิน 2 ช่องทาง โดยในช่องทางอัตราดอกเบี้ยนั้น จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง และอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินเกิดการเปลี่ยนแปลง ในขณะที่ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนนั้น จะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนเกิดการเปลี่ยนแปลง ในส่วนของการศึกษาผลกระทบที่มีต่อการส่งออกนั้นพบว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงและอัตราแลกเปลี่ยนจะส่งผลกระทบให้มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงเกิดการเปลี่ยนแปลง ส่วนอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินนั้นไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ จากผลการศึกษานี้ชี้ให้เห็นว่าการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยนั้นจะส่งผลให้การส่งออกของประเทศไทยเกิดการเปลี่ยนแปลงได้

สำหรับข้อเสนอแนะที่ได้จากการศึกษานี้คือ หากธนาคารแห่งประเทศไทยทำการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยควรจะคำนึงถึงผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นกับการส่งออกด้วย หรือหากธนาคารแห่งประเทศไทยต้องการสนับสนุนภาคการส่งออก ธนาคารแห่งประเทศไทยอาจใช้ผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงินดังกล่าวมาช่วยส่งเสริมให้การส่งออกเกิดการขยายตัวต่อไป

ชูเทพ เทพหัสดิน ณ อยุธยา 30 / 03 / 49

ลายมือชื่อนิสิต ลายมือชื่อประธานกรรมการ

Choothep Devahastin 2006: The Effects of Monetary Policy on Export of Thailand.
Master of Economics, Major Field: Economics, Department of Economics.
Thesis Advisor: Mr. Arun Kiarasarn, Diplome de III^{e} Cycle 112 pages
ISBN 974-16-1319-9

The objective of this thesis is to study the effects of monetary policy on the export of Thailand. The models in this study are to describe the effect of monetary policy transmission (Interest rate channel and Exchange rate channel), using monthly secondary data from June 2000 to December 2004 totaling 55 months. The linear regression analysis with Ordinary Least Square (OLS) method is use to study the effect of monetary policy on export of Thailand.

The study found that when the Bank of Thailand implements monetary policy by changing 14-day Repurchase rate (RP), the impact on the interest rate channel will change the Real Minimum Loan Rate (MLR) and the Rediscount rate (REDIS), and the exchange rate channel will change the exchange rate (ER). It is found that the Real Minimum Loan Rate (RMLR) and the exchange rate (ER) can affect the real export but the effect of the Rediscount (REDIS) is not statistically significant. Therefore, it can be concluded that the monetary policy of the Bank of Thailand may have impact on the export of Thailand.

The study suggests that the Bank of Thailand should consider the impact on export when it implements the stabilization monetary policy.

Choothep Devahastin
Student's signature

A. Kiarasarn 30 / 03 / 49
Thesis Advisor's signature

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้โดยได้รับคำแนะนำและการช่วยเหลือเป็นอย่างดียิ่ง จากผู้มีพระคุณหลายท่าน จนบรรลุถึงจุดมุ่งหมายของการศึกษา ท่านแรกผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณก็คือ บิดา มารดาซึ่งเป็นผู้สนับสนุนเงินทุนการศึกษา และเป็นผู้ให้กำลังใจในการศึกษาตลอดมาทำให้ผู้เขียนเกิดความมานะพยายามจนบรรลุความสำเร็จทางการศึกษา ท่านต่อมาที่มีความสำคัญอย่างยิ่งคือ ดร. อรุณ เกียระสาร ประธานกรรมการที่ปรึกษาได้กรุณาให้คำแนะนำและแก้ไขวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จนสำเร็จลุล่วงด้วยดี รวมทั้งขอขอบพระคุณ ผศ.ดร. สันติยา เอกอัคร กรรมการที่ปรึกษาวิชาเอก รศ. จันทร์เพ็ญ จาปะเกษตร์ กรรมการที่ปรึกษาวิชารอง และรศ. ศานิต เก้าเอี้ยน อาจารย์ผู้แทนบัณฑิต ซึ่งกรุณาให้คำแนะนำต่างๆ ทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สมบูรณ์ ยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ผู้เขียนขอขอบคุณเพื่อน ๆ ของผู้เขียนทุกคน โดยเฉพาะคุณวีนัส วิเศษสมวงศ์ คุณสรัญญา แสงประทุมและพี่ ๆ ส่วนวางแผนและประเมินผล สำนักงานสรรพากรภาค 4 ที่ได้ให้คำแนะนำช่วยเหลือและเป็นกำลังใจมาโดยตลอด

ประโยชน์อันใดที่วิทยานิพนธ์ฉบับนี้พึงมีขอมอบแด่บิดา มารดา ตลอดจนครูบาอาจารย์ ทุกท่านที่ได้ให้ความรู้แก่ผู้เขียนตลอดมา แต่หากมีข้อบกพร่องประการใดผู้เขียนขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

นายชูเทพ เทพหัสดิน ณ อยุธยา

กุมภาพันธ์ 2549

สารบัญ

หน้า

สารบัญตาราง (3)

สารบัญภาพ (4)

บทที่ 1 บทนำ 1
ความสำคัญของปัญหา 1
วัตถุประสงค์ของการศึกษา 4
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ 4
ขอบเขตของการศึกษา 4
นิยามศัพท์ 5
บทที่ 2 การตรวจเอกสารและแนวคิดทฤษฎี
การตรวจเอกสาร 7
ส่วนที่ 1 งานวิจัยเกี่ยวกับการดำเนินนโยบายการเงิน 7
ส่วนที่ 2 งานวิจัยเกี่ยวกับการส่งออก 11
แนวคิดทฤษฎี 13
บทที่ 3 วิธีการศึกษา 31
การเก็บรวบรวมข้อมูล 31
การวิเคราะห์ข้อมูล 31
แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา 33
บทที่ 4 การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยและความสัมพันธ์กับมูลค่าการส่งออกของประเทศไทย 40
การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย 40
ความสัมพันธ์ของนโยบายการเงินกับมูลค่าการส่งออกของประเทศไทย 43

สารบัญ (ต่อ)

หน้า

ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ภายในกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน 47
บทที่ 5 ผลการวิเคราะห์และข้อวิจารณ์ 64
การทดสอบลักษณะนิ่ง (stationary) ของตัวแปรและการทดสอบทางสถิติต่าง ๆ ของสมการ 64
ผลการวิเคราะห์ 65
บทที่ 6 สรุปและข้อเสนอแนะ 74
สรุป 74
ข้อเสนอแนะ 76
ข้อเสนอแนะจากการศึกษา 76
ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป 77

เอกสารและสิ่งอ้างอิง 78

ภาคผนวก 81

ภาคผนวก ก สรุปการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2543 – พ.ศ. 2547 82
ภาคผนวก ข ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา 103
ภาคผนวก ค ผลการทดสอบลักษณะนิ่งของตัวแปร 108
ภาคพนวก ง การทดสอบทางสถิติสำหรับสมการพฤติกรรมในแบบจำลอง 111

สารบัญตาราง

ตารางที่ หน้า

1.1 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดี อัตราแลกเปลี่ยน และมูลค่าการส่งออกของประเทศไทย 2

ตารางผนวกที่

1.1 สรุปการดำเนินนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย ช่วงปี พ.ศ. 2543 –พ.ศ. 2547 83

1.2 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา 104

1.3 ผลการทดสอบลักษณะนิ่งของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา 109

1.4 การทดสอบทางสถิติสำหรับสมการพฤติกรรมในแบบจำลอง 112

สารบัญภาพ

ภาพที่		หน้า
2.1	เป้าหมายและเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน	16
2.2	กลไกการทำงานของนโยบายการเงินโดยทั่วไป	17
2.3	ผลกระทบของนโยบายการเงินภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว	24
3.1	กรอบการศึกษาและความสัมพันธ์ของตัวแปรภายในแบบจำลอง	32
4.1	มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงของประเทศไทยและอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน ในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 - ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547	44
4.2	อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดี อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง และอัตราเงินเฟ้อ ในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 - ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547	48
4.3	สภาพคล่องส่วนเกินของระบบธนาคารพาณิชย์ไทยและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง ในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543- ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2547	50
4.4	อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของธนาคารกลางประเทศสหรัฐอเมริกาและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง ในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543-ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2547	51

สารบัญภาพ (ต่อ)

ภาพที่		หน้า
4.5	อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงและอัตราแลกเปลี่ยน ในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2547	53
4.6	อัตราเงินเฟ้อและอัตราแลกเปลี่ยน ในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 - ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547	54
4.7	ดุลบัญชีเดินสะพัดและอัตราแลกเปลี่ยน ในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 - ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547	56
4.8	เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิและอัตราแลกเปลี่ยน ในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 - ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547	57
4.9	อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันและอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทยในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547	58
4.10	อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงและมูลค่าการส่งออกที่แท้จริง ในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547	60
4.11	อัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทยและมูลค่าการส่งออกที่แท้จริง ในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543– ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547	61
4.12	อัตราแลกเปลี่ยนและมูลค่าการส่งออกที่แท้จริง ในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 –ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547	62

บทที่ 1

บทนำ

ความสำคัญของปัญหา

นับจากอดีตจนถึงปัจจุบัน ประเทศไทยได้มีการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาค โดยใช้นโยบายหลัก ๆ อยู่ 2 ด้านด้วยกัน คือ นโยบายการเงินและนโยบายการคลัง ในการบรรลุเป้าหมายเศรษฐกิจมหภาคที่สำคัญ อันได้แก่ การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ การจ้างงานเต็มที่ การมีเสถียรภาพทางด้านราคา การมีเสถียรภาพระหว่างประเทศ และการกระจายรายได้ให้เป็นธรรม ดังนั้นนโยบายการเงินและนโยบายการคลังจึงมีความสำคัญมากต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศไทย โดยในส่วนของนโยบายการเงินนั้น อยู่ภายใต้การควบคุมของธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งมีหน้าที่หลักในการรักษาเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ ซึ่งจะส่งผลให้การค้าและการลงทุนมีประสิทธิภาพและทำให้เศรษฐกิจเจริญเติบโตต่อไปอย่างมั่นคงในระยะยาว

ในปัจจุบันประเทศไทยได้มีการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ โดยธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการกำหนดให้อัตราเงินเฟ้อเป็นเป้าหมายขั้นกลาง (intermediate target) ของการดำเนินนโยบายการเงิน ซึ่งมีความเชื่อว่าเมื่อสามารถบรรลุเป้าหมายขั้นกลางได้แล้วจะสามารถนำไปสู่การบรรลุเป้าหมายสูงสุด (ultimate target) ของนโยบายการเงิน คือ การรักษาเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจได้ โดยธนาคารแห่งประเทศไทยจะใช้อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณเร่ง หรือชะลออุปสงค์รวมภายในประเทศเพื่อจัดการให้อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับเป้าหมายที่ได้กำหนดไว้

โดยเมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันนั้น จะส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงผ่านกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินไปยังตัวแปรต่าง ๆ ทางเศรษฐกิจ เช่น การบริโภค การลงทุน การจ้างงาน รวมถึงการส่งออก ซึ่งเป็นตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคที่สำคัญของประเทศไทย อันเนื่องมาจากการที่ประเทศไทยเป็นประเทศที่มีระบบเศรษฐกิจแบบเปิด มีการส่งออกสินค้าไปขายยังต่างประเทศ ซึ่งสามารถสร้างรายได้ให้กับประเทศเป็นจำนวนมาก โดยสามารถ พิจารณาได้จากตารางที่ 1.1 พบว่าในไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 นั้นประเทศไทยมีมูลค่าการส่งออก 614,932 ล้านบาท และมีแนวโน้มในการปรับตัวสูง

ตารางที่ 1.1 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดี อัตราแลกเปลี่ยน และมูลค่าการส่งออกของประเทศไทย

ไตรมาสที่	อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนระยะ 14 วัน	อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดี	อัตราแลกเปลี่ยน (ดอลลาร์สหรัฐฯ)	มูลค่าการส่งออก (ล้านบาท)
2 : 2543	1.57	8.25	38.66	614,932
3 : 2543	1.50	8.13	40.99	737,432
4 : 2543	1.50	7.88	43.34	793,680
1 : 2544	1.50	7.63	43.22	707,166
2 : 2544	1.75	7.50	45.39	727,237
3 : 2544	2.50	7.50	44.95	748,029
4 : 2544	2.49	7.42	44.35	704,362
1 : 2545	2.05	7.17	43.74	673,047
2 : 2545	2.00	7.13	42.79	717,265
3 : 2545	2.00	7.13	42.07	751,626
4 : 2545	1.88	6.75	43.42	782,002
1 : 2546	1.74	6.71	42.80	803,525
2 : 2546	1.73	6.46	42.23	817,889
3 : 2546	1.25	5.63	41.31	832,503
4 : 2546	1.25	5.63	39.78	872,097
1 : 2547	1.25	5.63	39.21	874,728
2 : 2547	1.25	5.63	40.27	948,327
3 : 2547	1.35	5.63	41.30	1,028,369
4: 2547	1.75	5.63	40.29	1,070,986

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2543- 2547)

ขึ้นอย่างต่อเนื่องโดยในไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547 นั้น มูลค่าการส่งออกมีมูลค่าสูงถึง 1,070,986 ล้านบาท ซึ่งจากข้อมูลดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า การส่งออกนั้นมีบทบาทที่สำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศไทย

จากการที่การส่งออกของประเทศไทยได้รับผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงินนั้น พบว่า เกิดจากการที่นโยบายการเงินส่งผลกระทบผ่าน 2 ช่องทางสำคัญอันได้แก่ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย และช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน โดยเมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยทำการปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน จะส่งผลกระทบผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย ทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินเกิดการปรับตัวไปในทิศทางเดียวกัน โดยสามารถพิจารณาได้จากตารางที่ 1.1 พบว่าในช่วงปี พ.ศ. 2543 ถึงปี พ.ศ. 2547 นั้นอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันมีแนวโน้มในการปรับตัวลดลงโดยมีการปรับตัวจากร้อยละ 1.57 ในไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 เหลือร้อยละ 1.35 ในไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2547 ซึ่งในช่วงเวลาดังกล่าวอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีนั้นได้มีการปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องตามการปรับตัวลดลงของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน โดยมีการปรับตัวจากร้อยละ 8.25 ในไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 เหลือเพียงร้อยละ 5.63 ในไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547 จากการที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลดลงนั้น จะส่งผลให้ต้นทุนของผู้ประกอบการส่งออกลดลง ทำให้การส่งออกในช่วงเวลาดังกล่าวมีการขยายตัวสูงขึ้น

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาผลกระทบของช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนนั้น พบว่าจากการที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินมีการปรับตัวตามอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันนั้น จะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวตาม โดยสามารถพิจารณาได้จากตารางที่ 1.1 พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวสูงขึ้นจาก 38.66 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 มาเป็น 45.39 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2544 หลังจากนั้นมีการปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องเหลือ 39.21 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2547 โดยเมื่ออัตราแลกเปลี่ยนมีการเปลี่ยนแปลงนั้นจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการส่งออกสินค้าของประเทศไทยกล่าวคือ ในช่วงที่อัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวสูงขึ้น (เงินบาทอ่อนค่าลง) นั้นจะทำให้ราคาสินค้าส่งออกของประเทศไทยลดลงในสายตาของชาวต่างประเทศ ส่งผลให้มูลค่าการส่งออกเพิ่มสูงขึ้น และในทางตรงกันข้ามช่วงที่อัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวลดลง (เงินบาทแข็งค่าขึ้น) นั้นจะทำให้ราคาสินค้าส่งออกของประเทศไทยสูงขึ้นในสายตาของชาวต่างประเทศ ส่งผลให้มูลค่าการส่งออกลดลงตามมา

จากที่กล่าวมาข้างต้นนั้นแสดงให้เห็นว่าการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ทำการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อรักษาเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจนั้น อาจส่งผลกระทบต่อการส่งออกของประเทศไทยให้เกิดการเปลี่ยนแปลงได้ ดังนั้นธนาคารแห่งประเทศไทยจึงควรคำนึงถึงผลกระทบดังกล่าวประกอบการดำเนินนโยบายการเงิน และเพื่อทำการศึกษาผลกระทบที่เกิดขึ้นจึงเกิดเป็นประเด็นในการศึกษาครั้งนี้ คือ การศึกษาผลกระทบของการดำเนินนโยบายการเงินที่มีต่อการส่งออกของประเทศไทย

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย

2. เพื่อศึกษาผลกระทบของการดำเนินนโยบายการเงินที่มีต่อการส่งออกของประเทศไทย

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ทำให้ทราบถึงผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงินที่มีต่อการส่งออกของประเทศไทย ซึ่งจะก่อให้เกิดประโยชน์ในการเป็นข้อเสนอแนะส่วนหนึ่งสำหรับผู้ที่มีหน้าที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดนโยบายการเงินหรือมาตรการทางการเงิน และเป็นประโยชน์ต่อผู้ประกอบการส่งออกเพื่อใช้เป็นแนวทางในการดำเนินธุรกิจให้มีการสอดคล้องกับการดำเนินนโยบายการเงิน รวมถึงเป็นแนวทางสำหรับผู้ที่สนใจนำไปศึกษาต่อไปในอนาคต

ขอบเขตของการศึกษา

ในการศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อการส่งออกของประเทศไทย ได้มีการกำหนดขอบเขตการศึกษาไว้ดังนี้

1. เป็นการศึกษาเฉพาะผลกระทบของนโยบายการเงินเท่านั้น โดยไม่รวมผลกระทบจากนโยบายหรือมาตรการอื่น ๆ ของภาครัฐ ที่ส่งผลต่อการส่งออก

2. ช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษานั้น เริ่มตั้งแต่เดือนมิถุนายน พ.ศ. 2543 เนื่องจากเป็นเดือนแรกภายหลังจากเริ่มมีการใช้นโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ จนถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2547 โดยใช้ข้อมูลเป็นรายเดือน รวมทั้งสิ้น 55 เดือน

นิยามศัพท์

1. การส่งออกสุทธิ หมายถึง เป็นมูลค่าระหว่างความต้องการส่งออกและความต้องการนำเข้า การส่งออกสุทธิจะเป็นบวก ถ้าความต้องการส่งออกมีมูลค่ามากกว่าความต้องการนำเข้า ตรงกันข้ามการส่งออกสุทธิจะเป็นลบถ้าความต้องการส่งออกมีมูลค่าน้อยกว่าความต้องการนำเข้า (วันรักษ์, 2544: 80)

2. นโยบายการเงิน หมายถึง นโยบายที่ธนาคารกลางใช้การควบคุมปริมาณเงินและต้นทุนของเงินเป็น เครื่องมือในการทำให้บรรลุจุดมุ่งหมายของนโยบายเศรษฐกิจมหภาค (the goals of macroeconomic policy) จุดมุ่งหมายของนโยบายเศรษฐกิจมหภาคอาจมีหลากหลายประการด้วยกัน แต่จุดมุ่งหมายที่สำคัญเป็นที่ยอมรับกันโดยทั่วไปในทุกประเทศคือ การมีเสถียรภาพของระดับราคาสินค้า การมีการจ้างงานเต็มที่ การมีความจำเริญทางเศรษฐกิจที่เพียงพอ และการมีความสมดุลในดุลการชำระเงิน (ชมเพลิน, 2546: 244)

3. นโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ หมายถึง การดำเนินนโยบายการเงินที่ธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อไว้เป็นการล่วงหน้า สำหรับช่วงเวลา 1-2 ปีข้างหน้า เพื่อเป็นเป้าหมายหลักในการดำเนินนโยบายการเงิน และธนาคารแห่งประเทศไทยจะดำเนินนโยบายการเงินเพื่อรักษาอัตราเงินเฟ้อไม่ให้ต่ำกว่าหรือสูงกว่าเป้าหมายที่กำหนดไว้ (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2543ก)

4. เป้าหมายขั้นสูงสุด (ultimate target) เป็นเป้าหมายแรกที่กำหนดและเป็นเป้าหมายสุดท้ายทางเศรษฐกิจที่ต้องการให้เกิดขึ้นจริง เช่น เป้าหมายเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ เป้าหมายความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ เป็นต้น (มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช, 2544: 314)

5. เป้าหมายขั้นกลาง (intermediate target) เป็นเป้าหมายทางการเงินที่กำหนดในระดับต่อมาซึ่งต้องมีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับเป้าหมายสูงสุดและเป็นความสัมพันธ์ที่มีเสถียรภาพโดย

ไม่เปลี่ยนแปลงง่ายเมื่อมีปัจจัยภายนอกมากระทบ นอกจากนี้ยังต้องสามารถควบคุมได้และวัดได้อย่างรวดเร็วและแม่นยำ ตัวอย่างของเป้าหมายขั้นกลาง เช่น ปริมาณเงิน เป้าหมายอัตราแลกเปลี่ยน เป็นต้น (มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช, 2544: 314)

6. สภาพคล่องส่วนเกินของธนาคารพาณิชย์ (excess liquidity) หมายถึง ส่วนของสภาพคล่องที่พร้อมนำไปใช้เพื่อการอื่น (disposable liquidity) ของธนาคารพาณิชย์ที่เกินความต้องการถือเพื่อการลงทุนและการบริหารสภาพคล่องประจำวัน แต่ยังไม่มีภาระที่จะนำไปปล่อยกู้ จึงนำเงินไปลงทุนเป็นการชั่วคราว (ธนาคารกสิกรไทย, 2547)

7. อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนในตลาดพันธบัตร (repurchase rate) หมายถึง อัตราดอกเบี้ยที่ใช้ในการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาล พันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย และพันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่กระทรวงการคลังค้ำประกันเงินต้นและดอกเบี้ยของสถาบันการเงินที่เป็นสมาชิกในตลาดซื้นคืนพันธบัตรของธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นนายทะเบียนและตัวแทนการรับจ่ายเงินซึ่งถือว่าเป็นคู่สัญญาโดยตรงกับผู้ซื้อและผู้ขาย โดยระยะเวลาการกู้ยืมจะเป็น 1 วัน 7 วัน 14 วัน 1 เดือน 3 เดือน และ 6 เดือน (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2547ก)

8. อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดี (Minimum Loan Rate: MLR) หมายถึง อัตราเงินกู้แบบมีระยะเวลาที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2547ก)

บทที่ 2

การตรวจเอกสารและแนวคิดทางทฤษฎี

การตรวจเอกสาร

ในส่วนนี้เป็นการศึกษาผลงานวิจัยที่ผ่านมา ที่ได้ทำการศึกษาวิจัยในเรื่องที่เกี่ยวข้องโดยจะศึกษาถึงรายละเอียดของวิธีการศึกษาและผลการศึกษาของแต่ละท่าน โดยจะแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนแรกเป็นการศึกษาเกี่ยวกับการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย และส่วนที่สองจะเป็นการศึกษาเกี่ยวกับการส่งออกของประเทศไทย ตามรายละเอียดดังต่อไปนี้

ส่วนที่ 1 งานวิจัยเกี่ยวกับการดำเนินนโยบายการเงิน

คมกฤช (2544) ทำการศึกษาเรื่อง “การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย” มีวัตถุประสงค์เพื่อทำการศึกษากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ และทำการเปรียบเทียบผลของการส่งผ่านที่มีต่อการดำเนินงานของธนาคารขนาดเล็กและขนาดใหญ่ โดยเลือกใช้แบบจำลอง Vector autoregressive (VAR) ในการทดสอบ จากนั้นจึงทำการวิเคราะห์ผลด้วยการคำนวณ Impulse response function และ Variance decomposition จากแบบจำลองที่สร้างขึ้น ทั้งนี้ตัวแปรที่เลือกใช้ในแบบจำลองประกอบด้วย อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร ตัวแปรงบดุลธนาคาร (ประกอบด้วย ปริมาณเงินฝาก ปริมาณสินเชื่อ และปริมาณหลักทรัพย์) ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม และดัชนีราคาผู้บริโภค และทำการประมาณค่าแบบจำลองโดยใช้ข้อมูลรายเดือนในช่วง มีนาคม 2537 ถึง พฤศจิกายน 2544 แต่เมื่อทำการทดสอบแบบจำลอง VAR ด้วยวิธี Chow test พบว่าโครงสร้างแบบจำลองระหว่างช่วงก่อนและหลังเปลี่ยนนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนมีลักษณะแตกต่างกัน ดังนั้นในแบบจำลองที่ใช้จึงแบ่งเป็น 2 ช่วงเวลาด้วยกัน คือ ช่วงก่อนลอยตัวค่าเงินบาท (มีนาคม 2537 ถึง มิถุนายน 2540) และช่วงหลังลอยตัวค่าเงินบาท (กรกฎาคม 2540 ถึงพฤศจิกายน 2544)

ผลการคำนวณด้วย Impulse response function แสดงให้เห็นว่า ทั้งช่วงก่อนและหลังเปลี่ยนนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน ไม่พบว่ามีการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรมิได้ส่งผลกระทบต่อตัวแปร

งบดุลของธนาคารทั้ง 2 ขนาด ส่วนผลที่ได้จากการคำนวณ Variance decomposition พบว่า อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรส่งผลต่อความแปรปรวนของปริมาณสินเชื่อของธนาคารขนาดเล็กมากกว่าขนาดใหญ่ ดังนั้นถึงแม้ว่าผลที่ได้จาก Impulse response function จะไม่พบการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคาร แต่การทดสอบด้วย Variance decomposition ชี้ให้เห็นว่า ถ้าการดำเนินนโยบายการเงินสามารถส่งผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อสินเชื่อของธนาคารและธนาคารขนาดเล็กได้รับผลกระทบมากกว่าธนาคารขนาดใหญ่

นงนุช (2546) ทำการศึกษาเรื่อง “ผลกระทบของนโยบายการเงินต่ออัตราแลกเปลี่ยน” มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา ผลกระทบของนโยบายการเงินต่ออัตราแลกเปลี่ยน โดยตัวแปรการเงินที่พิจารณาได้แก่ ผลต่างของอัตราดอกเบี้ยในประเทศและต่างประเทศ และปริมาณเงิน ซึ่งผลกระทบของตัวแปรทางการเงินจะส่งผ่านไปสู่อัตราแลกเปลี่ยนเช่นเดียวกับที่กระทบต่อตัวแปรที่แท้จริง ได้แก่ ผลผลิตภายในประเทศและระดับราคาสินค้า การวิเคราะห์การส่งผ่านผลกระทบนี้ ได้ทำการศึกษาใน 2 ช่วงเวลา คือ ก่อนและหลังการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวกึ่งจัดการ ในวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 โดยในการศึกษาจะพิจารณาถึงการวิเคราะห์ปฏิกริยาตอบสนองต่อความแปรปรวน (impulse response function) และการวิเคราะห์แยกส่วนประกอบของความแปรปรวน (variance decomposition) การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรต่าง ๆ ทั้งตัวแปรทางการเงินและตัวแปรด้านผลผลิต

ผลการศึกษาพบว่า ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวกึ่งจัดการ นโยบายการเงินมีผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนมากกว่าช่วงที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงิน นอกจากนั้นภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงิน อัตราดอกเบี้ยและปริมาณเงินสามารถอธิบายความผันแปรของอัตราแลกเปลี่ยนได้ดีกว่าภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว ตรงข้ามกับตัวแปรในภาคการผลิต อันได้แก่ ระดับราคาสินค้า และผลผลิตภายในประเทศ ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวกึ่งจัดการ อัตราดอกเบี้ยจะมีส่วนชี้นำให้เกิดความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนสูงกว่าในช่วงใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงิน

ธัญญารัตน์ (2547) ทำการศึกษาเรื่อง “กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินและภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทย” มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษากลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินที่มีผลต่อภาวะเงินเฟ้อของไทย โดยผ่านช่องทางต่าง ๆ ที่สำคัญในแต่ละตลาด และทำการเปรียบเทียบความสำคัญของแต่ละช่องทางในการส่งผ่านของนโยบายการเงินไปสู่ตลาดทั้ง 4 ตลาดโดยอาศัยการวิเคราะห์

จากแบบจำลอง Vector autoregressive (VAR) ด้วยข้อมูลทุติยภูมิแบบอนุกรมเวลา โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาส ตั้งแต่มกราคม พ.ศ. 2535- ธันวาคม พ.ศ. 2546

ผลการศึกษาพบว่า เมื่อเครื่องมือนโยบายเกิดการเปลี่ยนแปลงแบบฉับพลันนั้น ช่องทางของตลาดแรงงานมีการตอบสนองต่อเครื่องมือนโยบายที่ค่อนข้างล่าช้า ส่วนอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง และดัชนีราคาหุ้นฯ มีการตอบสนองสูงสุดเร็วกว่าโดยเปรียบเทียบ ส่วนความรวดเร็วในการตอบสนองสูงสุดของอัตราเงินเฟ้อต่อ shock ของเครื่องมือนโยบายช่องทางต่าง ๆ และระดับผลผลิตพบว่า อัตราเงินเฟ้อมีการตอบสนองสูงสุดต่ออัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน รองลงมาได้แก่อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง ต้นทุนแรงงานต่อหน่วย ระดับผลผลิต ดัชนีราคาหุ้นฯ และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากตามลำดับ สำหรับขนาดผลกระทบโดยเฉลี่ยของตัวแปรต่าง ๆ ที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อในช่วง 8 ไตรมาสพบว่า ตัวแปรที่มีผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อมากที่สุด คือ อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง รองลงมาได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก, ระดับผลผลิต ต้นทุนแรงงานต่อหน่วย ดัชนีราคาหุ้นฯ และอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน ตามลำดับ ส่วนผลการศึกษาในช่วง 16 ไตรมาส ชี้ให้เห็นว่าถึงความสำคัญของตลาดทุนในการส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อ แต่ตลาดทุนมีความล่าช้าในการส่งผลกระทบไปสู่เงินเฟ้อ และมีการปรับตัวต่อ shock ของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันค่อนข้างเร็ว

สุวิตดา (2547) ทำการศึกษาเรื่อง “กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในช่องทางอัตราดอกเบี้ย: ผลการศึกษาเชิงประจักษ์กรณีประเทศไทย” มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษากลไกการทำงานของนโยบายการเงิน และผลกระทบของนโยบายต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค ในตลาดสินเชื่อซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการลงทุน และตลาดเงินฝากซึ่งส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจบริโภคของภาคครัวเรือนในที่สุด นอกจากนี้ยังได้ศึกษาประสิทธิผลของกลไกการส่งผ่านในช่องทางนี้ด้วย การประมาณการแบบจำลองได้ใช้การวิเคราะห์ถดถอยเชิงซ้อน ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (ordinary least square) และแบบจำลองได้ใช้ในรูป Partial adjustment model ในการอธิบายการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะสั้นของตัวแปรตาม และเนื่องจากข้อมูลเป็น Time series data ดังนั้นจึงมีการทดสอบคุณสมบัติความเป็น Stationary ของข้อมูลโดยวิธี Unit root test ตามวิธีของ Augmented dickey-fuller (ADF-Test)

ผลการศึกษาพบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้มีแนวโน้มตอบสนองค่อนข้างชัดเจนต่ออัตราดอกเบี้ย interbank เมื่อเทียบกับช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ดังนั้นจึงสะท้อนให้เห็นว่าตลาดเงินกู้มีความ

สอดคล้องกับตลาดเงินระยะสั้นมากขึ้น แต่ในตลาดเงินฝาก อัตราดอกเบี้ยเงินฝากไม่มีการตอบสนองที่ชัดเจนมากนักต่ออัตราดอกเบี้ย interbank สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดสินเชื่อต่อการเปลี่ยนแปลงการลงทุน พบว่า ถ้ามีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้แล้วจะทำให้การลงทุนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน นั่นแสดงให้เห็นว่ากลไกการทำงานของนโยบายการเงินในช่วงเวลาดังกล่าวไม่สะท้อนการลงทุนที่แท้จริงของระบบเศรษฐกิจ หรืออาจกล่าวได้ว่าในช่วงเวลานั้นเกิดความบิดเบือนในระบบโครงสร้างอัตราดอกเบี้ย หรืออาจมีปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลต่อการตัดสินใจในการลงทุน อาทิ อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ปัญหาหนี้เสีย (NPLs) ที่ยังคงค้างอยู่ในระบบสถาบันการเงิน เป็นต้น ส่วนการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในคลาดเงินฝากที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงการบริโภค พบว่า ในช่วงหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจตัวแปรทั้ง 2 มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งเป็นผลมาจาก wealth effect เพราะในช่วงดังกล่าว อัตราดอกเบี้ยเงินฝากเพิ่มสูงขึ้น สำหรับประสิทธิผลการทำงานของกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินภายใต้ช่องทางอัตราดอกเบี้ยในช่วงที่ทำการศึกษานี้มีน้อยมาก จากขนาดของค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรมีค่าเข้าใกล้ศูนย์

จากการตรวจสอบเอกสารงานวิจัยเกี่ยวกับการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยนั้นพบว่า นโยบายการเงินจะมีการส่งผ่านผลกระทบไปตามกลไกของนโยบายการเงิน โดยทำการตรวจสอบเอกสารการส่งผ่านผลกระทบผ่านช่องทางสำคัญต่าง ๆ อันได้แก่ การศึกษาผลกระทบผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยจากงานวิจัยของสุวิตดา (2547) ในเรื่อง “กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในช่องทางอัตราดอกเบี้ย: ผลการศึกษาเชิงประจักษ์กรณีประเทศไทย” การศึกษาผลกระทบผ่านช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนจากงานวิจัยของนงนุช (2546) ในเรื่อง “ผลกระทบของนโยบายการเงินต่ออัตราแลกเปลี่ยน” และการศึกษาผลกระทบผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อจากงานวิจัยของคมกฤช (2544) ในเรื่อง “การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย” ซึ่งจากการตรวจสอบเอกสารดังกล่าวได้มีการนำมาประยุกต์ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ ได้มีการนำแนวทางการศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยและช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนมาใช้ และได้มีการนำตัวแปรสำคัญต่าง ๆ อันได้แก่ อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดี และอัตราแลกเปลี่ยนมาใช้ในการสร้างแบบจำลองในการศึกษาครั้งนี้

<u>ส่วนที่ 2 งานวิจัยเกี่ยวกับการส่งออก</u>

ธัญรัชต์ (2539) ทำการศึกษาเรื่อง “ผลกระทบของการรับช่วงซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทยต่อมูลค่าการส่งออกของประเทศไทย” มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา ผลกระทบต่อการส่งออก จากการให้ความช่วยเหลือทางการเงินเพื่อการส่งออก ในรูปการรับช่วงซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย โดยใช้แบบจำลองทางเศรษฐมิติ คือ Two stage least square method มาใช้และออกแบบสอบถามผู้ที่เกี่ยวข้องกับการส่งออก

ผลการศึกษาพบว่า เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทย ทำการช่วยเหลือผู้ส่งออกโดยใช้มาตรการทางการเงิน ด้านสินเชื่อเพื่อการส่งออกในอัตราดอกเบี้ยต่ำ หรือ การให้ความช่วยเหลือทางการเงินเพื่อการส่งออก ในรูปของการรับช่วงซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงิน มีผลกระทบต่อมูลค่าการส่งออก คือ ทำให้มูลค่าการส่งออกของไทยเพิ่มขึ้น

ฉลองภพ และคณะ (2541) ทำการศึกษาเรื่อง “การศึกษาปัจจัยกระทบการส่งออกของไทยและยุทธศาสตร์และแนวทางแก้ไข” มีวัตถุประสงค์ที่จะหาปัจจัยที่กำหนดการส่งออกของไทย เพื่อทำความเข้าใจถึงแบบแผนการเปลี่ยนแปลงของการส่งออก และเสนอยุทธศาสตร์การส่งออกต่อไป โดยใช้วิธีการทางเศรษฐมิติ หาความสัมพันธ์ของตัวแปรเชิงปริมาณต่อการส่งออกสินค้าสำคัญห้าชนิด ในด้านปัจจัยเชิงคุณภาพ ได้วิเคราะห์ปัจจัยภายในประเทศรวมทั้งมาตรการของรัฐบาลที่มีผลต่อต้นทุนการส่งออก รวมทั้งมีการสัมภาษณ์และสำรวจความคิดเห็นผู้ประกอบการ โดยออกแบบสอบถาม เพื่อเป็นข้อมูลในการกำหนดยุทธศาสตร์

ผลการศึกษาพบว่า การขยายตัวของการค้าโลก และการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศที่แท้จริง เป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการส่งออกไทย การที่การค้าโลกมีการขยายตัวต่ำมาก โดยเฉพาะจากการมีอุปทานส่วนเกินของอุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิคส์ รวมทั้งอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศที่แท้จริงของประเทศไทยแข็งขึ้น ส่งผลให้การส่งออกของไทยมีการขยายตัวต่ำ

สุกัญญา (2545) ทำการศึกษาเรื่อง “ความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยนที่มีต่อการส่งออกของประเทศไทย” มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนที่มีต่อการส่งออกของประเทศไทยไปยังประเทศคู่ค้า ได้แก่ สหรัฐอเมริกา อังกฤษ เยอรมนี ญี่ปุ่น และสิงคโปร์ โดยข้อมูลที่นำมาวิเคราะห์ประกอบด้วย ปริมาณการส่งออกของไทยไปยังประเทศคู่ค้าดังกล่าวข้างต้น ดัชนี

ราคาสินค้าผู้บริโภคของประเทศไทย มูลค่าการนำเข้าต่อหน่วยของประเทศคู่ค้า และการเสื่อมค่าของเงินบาทซึ่งได้จากการคำนวณ โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสตั้งแต่ไตรมาสที่สามของปี พ.ศ. 2534 ถึงไตรมาสที่สี่ของปี พ.ศ. 2543 ด้วยเทคนิควิธี Cointegration and Error correction model ซึ่งการทดสอบความมีเสถียรภาพของตัวแปรใช้วิธี Cointegration เพื่อขจัดผลของข้อมูลที่มีความสัมพันธ์กันในลักษณะเงื่อนไขเวลา และทำการทดสอบตัวแปรเกิด Cointegration ด้วยวิธี Error correction model (ECM) เพื่อดูความสัมพันธ์ของตัวแปรที่นำมาวิเคราะห์

ผลการศึกษาในระยะยาวพบว่า ความสัมพันธ์ของราคาเทียบกับปริมาณการส่งออกของประเทศไทยไปยังประเทศสิงคโปร์เป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนกรณีประเทศอื่น ๆ จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งตรงกันข้ามกับสมมติฐาน ส่วนความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนนั้นมีความสัมพันธ์กับปริมาณการส่งออกในทิศทางตรงกันข้าม ได้แก่ อเมริกา และญี่ปุ่น และมีความสัมพันธ์กับการส่งออกในทิศทางเดียวกันได้แก่ อังกฤษ สิงคโปร์ และเยอรมนี แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากในการศึกษานี้ไม่ได้แยกช่วงการศึกษาก่อนและหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน ผลการศึกษาในระยะสั้นพบว่า ราคามีผลต่อปริมาณการส่งออกในทิศทางตรงกันข้ามซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานและมีนัยสำคัญทางสถิติได้แก่ เยอรมนี กรณีประเทศอื่น ๆ นั้น ราคามีผลต่อปริมาณการส่งออกทั้งในทิศทางเดียวกันและตรงกันข้ามแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนนั้นมีเพียงกรณีประเทศสิงคโปร์เท่านั้นที่มีความสัมพันธ์กับปริมาณการส่งออกในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และกรณีประเทศอื่น ๆ นั้นความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลต่อปริมาณการส่งออกทั้งในทิศทางเดียวกันและตรงกันข้ามแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และเมื่อพิจารณาความเร็วในการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาว พบว่าหลังจากที่ปริมาณการส่งออกของไทยไปยังประเทศสหรัฐอเมริกา อังกฤษ เยอรมนี ญี่ปุ่น และสิงคโปร์ เบี่ยงเบนออกจาก ดุลยภาพในระยะยาว 1 หน่วย ปริมาณการส่งออกจะสามารถปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาวอีกครั้งร้อยละ 5.35, 41.27, 22.20, 51.18 และ 49.06 ตามลำดับ

จากการตรวจสอบเอกสารงานวิจัยเกี่ยวกับการส่งออก ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าการส่งออกของประเทศไทย โดยจากงานวิจัยของธัญรัชต์ (2539) ในเรื่อง “ผลกระทบของการรับช่วงซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทยต่อมูลค่าการส่งออกของประเทศไทย” ทำให้ทราบว่าการรับช่วงซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทยมีผลกระทบต่อการส่งออก ในขณะที่จากงานวิจัยของฉลองภพและคณะ (2541) ในเรื่อง “การศึกษา

ปัจจัยกระทบการส่งออกของไทย และยุทธศาสตร์และแนวทางแก้ไข" และจากงานวิจัยของสุกัญญา (2545) ในเรื่อง "ความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยนที่มีต่อการส่งออกของประเทศไทย" พบว่า อัตราแลกเปลี่ยนมีผลกระทบต่อการส่งออกเช่นเดียวกัน จากแนวคิดข้างต้นจึงนำมาเชื่อมโยงเข้ากับการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรดังกล่าวที่เกิดจากการดำเนินนโยบายการเงิน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเนื่องไปยังการส่งออกของประเทศตามมา และจากแนวคิดดังกล่าวจึงนำมาประยุกต์ใช้ในการสร้างแบบจำลองในการศึกษาครั้งนี้

แนวคิดทางทฤษฎี

แนวคิดและทฤษฎีที่นำมาใช้ในการศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อการส่งออกของประเทศไทยนั้น ประกอบด้วยแนวคิดและทฤษฎี ดังนี้

1. แนวคิดเกี่ยวกับนโยบายการเงิน
2. ฟังก์ชั่นการส่งออก
3. ผลกระทบของนโยบายการเงินภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว
4. ทฤษฎีการกำหนดอัตราดอกเบี้ย
5. ทฤษฎีปัจจัยกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน

1. แนวคิดเกี่ยวกับนโยบายการเงิน

นโยบายการเงิน หมายถึง นโยบายที่ธนาคารกลางใช้การควบคุมปริมาณเงินและต้นทุนของเงินเป็น เครื่องมือในการทำให้บรรลุจุดมุ่งหมายของนโยบายเศรษฐกิจมหภาค จุดมุ่งหมายของนโยบายเศรษฐกิจมหภาคอาจมีหลากหลายประการด้วยกัน แต่จุดมุ่งหมายที่สำคัญเป็นที่ยอมรับกันโดยทั่วไปในทุกประเทศคือ การมีเสถียรภาพของระดับราคาสินค้า การมีการจ้างงานเต็มที่ การมีความจำเริญทางเศรษฐกิจที่เพียงพอ และการมีความสมดุลในดุลการชำระเงิน (ชมเพลิน, 2546: 244)

1.1. ประเภทของนโยบายการเงิน

นโยบายการเงินสามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภทได้ดังนี้ (มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช, 2544: 311)

1) นโยบายการเงินแบบเข้มงวด (restrictive or tight monetary policy) โดยใช้เครื่องมือต่าง ๆ ทางการเงินเพื่อทำให้ปริมาณเงินมีขนาดเล็กลง มักใช้ในกรณีที่ระบบเศรษฐกิจมีปัญหาต่าง ๆ เช่น ภาวะราคาสินค้าสูง ประชาชนมีการใช้จ่ายมากกว่าความสามารถในการผลิตของระบบเศรษฐกิจหรืออีกนัยหนึ่งประชาชนมีการใช้จ่ายเกินตัว ดุลการค้าและดุลการชำระเงินขาดดุลเป็นต้น การใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวดจะช่วยลดความรุนแรงในระบบเศรษฐกิจลงได้

2) นโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย (easy monetary policy) โดยใช้เครื่องมือต่าง ๆ ของการเงินเพื่อทำให้ปริมาณเงินมีขนาดใหญ่ขึ้น มักใช้ในกรณีต่อไปนี้ เช่น ภาวะเศรษฐกิจซบเซา การลงทุนการผลิตและการใช้จ่ายของประชาชนอยู่ในระดับต่ำ ความต้องการสินเชื่อมีน้อยเมื่อเทียบกับปริมาณเงินออมที่มีอยู่ การใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายจะช่วยกระตุ้นให้เศรษฐกิจมีการฟื้นตัว

1.2. เครื่องมือนโยบายการเงินด้านปริมาณ

โดยทั่วไปเครื่องมือนโยบายการเงินด้านปริมาณที่ธนาคารกลางมักใช้ มี 3 ลักษณะใหญ่ ๆ ดังนี้(มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช, 2544: 312)

1) อัตราธนาคาร (bank rate) มีชื่อเรียกหลายชื่อ เช่น อัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน อัตราซื้อลด หมายถึง อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารกลางคิดจากธนาคารพาณิชย์ในการที่ให้ธนาคารพาณิชย์กู้ยืมในฐานะเป็นแหล่งเงินกู้แหล่งสุดท้าย ธนาคารกลางอาจใช้มาตรการเพิ่มหรือลดอัตราธนาคารเพื่อควบคุมสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์และปริมาณเงินได้ในภาวะที่ระบบเศรษฐกิจของประเทศขาดความสมดุล เช่น ภาวะที่ระบบเศรษฐกิจมีปริมาณเงินมากเกินไปจนอาจทำให้เกิดภาวะเงินเฟ้อ ถ้าธนาคารกลางต้องการให้มีการลดการขยายสินเชื่อ ธนาคารกลางก็จะเพิ่มอัตราธนาคารให้สูงขึ้น ซึ่งเป็นผลให้ธนาคารพาณิชย์ต้องเพิ่มอัตราซื้อลดจากลูกค้าของตนให้สูงตามไปด้วย เมื่ออัตราดอกเบี้ยเหล่านี้สูงขึ้น การกู้ยืมจะลดลงและปริมาณเงินก็จะลดลงตามมาเป็นต้น การเปลี่ยนแปลงของอัตราธนาคารนอกจากจะมีผลกระทบต่อปริมาณเงินแล้ว ยังก่อให้เกิดผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดอีกด้วย กล่าวคือ เมื่อธนาคารกลางเพิ่มอัตราธนาคารให้สูงขึ้นจะทำให้ต้นทุนในการกู้ยืมของธนาคารพาณิชย์จากธนาคารกลางสูงขึ้น ธนาคารพาณิชย์จะพยายามลดการกู้ยืมจากธนาคารกลางโดยพยายามสะสมเงินสำรองให้เพิ่มขึ้น ซึ่งจะเป็นแรงกดดันที่ทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งจะทำให้การกู้ยืมเพื่อใช้ในการลงทุนและการบริโภคลดลง ในที่สุดจะมีผลในการชะลอการขยาย

ตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจ และในทางกลับกันเมื่อธนาคารลดอัตราธนาคารจะเกิดผลในทางตรงข้าม

2) <u>การซื้อหรือขายหลักทรัพย์รัฐบาลในท้องตลาดทั่วไป</u> (open market operation) วัตถุ-ประสงค์ในการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ คือ การเพิ่มหรือลดปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ในกรณีที่ธนาคารกลางต้องการให้มีการขยายปริมาณเงินมากขึ้น ธนาคารกลางก็จะเข้าดำเนินการซื้อหลักทรัพย์จากธนาคารพาณิชย์ สถาบันการเงินอื่น ๆ หน่วยธุรกิจ ตลอดจนประชาชนทั่วไป การเข้าซื้อหลักทรัพย์เหล่านี้จะทำให้ปริมาณเงินหมุนเวียนเพิ่มขึ้นเพราะธนาคารกลางจ่ายเงินสดออกไปชำระค่าหลักทรัพย์ที่รับซื้อเข้ามาเพื่อการแก้ปัญหาภาวะเงินฝืด ในทางตรงกันข้ามถ้าเกิดภาวะเงินเฟ้อ ธนาคารกลางจะนำหลักทรัพย์ต่าง ๆ ออกขาย ซึ่งมีผลเท่ากับเป็นการดึงเงินสดออกจากระบบปริมาณเงินจะลดลงและภาวะเงินเฟ้อจะคลายตัวลง

3) <u>การกำหนดอัตราเงินสดสำรองตามกฎหมาย</u> (legal cash reserve) เงินสดสำรองตามกฎหมายเป็นส่วนหนึ่งของเงินสำรองที่ธนาคารมีอยู่ในบัญชีธนาคารกลาง และถือเป็นเงินที่ต้องสำรองไว้ ดังนั้นจึงเป็นเครื่องมือที่สำคัญของธนาคารกลางที่จะควบคุมให้ธนาคารพาณิชย์ขยายหรือลดปริมาณเงินและสินเชื่อลงตามต้องการ เช่น ถ้าธนาคารกลางต้องการให้ปริมาณเงินลดลงธนาคารกลางก็จะประกาศเพิ่มอัตราเงินสดสำรองตามกฎหมายทำให้ปริมาณเงินสดสำรองตามกฎหมายของธนาคารพาณิชย์มีไม่พอ การขยายสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์จะถูกจำกัด ทำให้ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจลดลง ในทางตรงข้ามถ้าธนาคารกลางต้องการเพิ่มปริมาณเงินและขยายสินเชื่อ ธนาคารกลางก็จะประกาศลดอัตราเงินสดสำรองตามกฎหมายทำให้ปริมาณเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์มีเพิ่มขึ้น ทำให้ธนาคารพาณิชย์สามารถขยายสินเชื่อเพิ่มขึ้น ปริมาณเงินและสินเชื่อในระบบเศรษฐกิจมีเพิ่มขึ้น

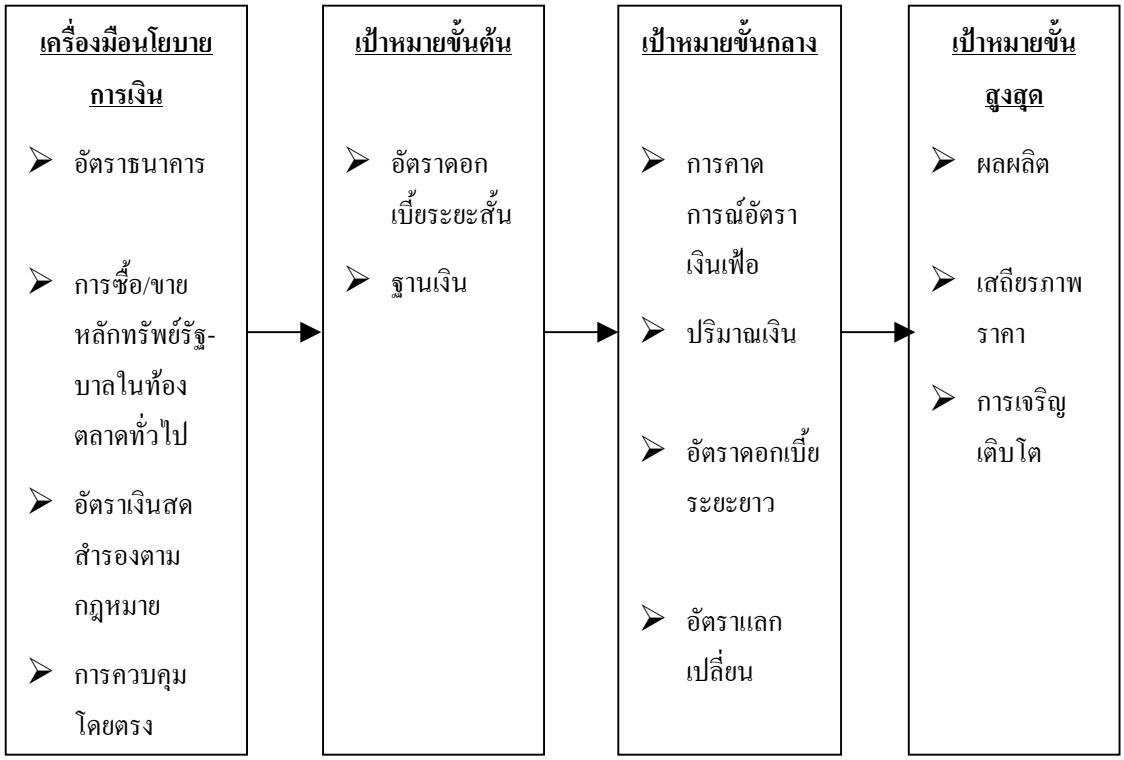
1.3. <u>กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน</u>

กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน เริ่มต้นจากการกำหนดนโยบายการเงินของธนาคารกลาง เพื่อที่จะควบคุมอัตราการเจริญเติบโตของประเทศ ปริมาณการผลิต และอัตราเงินเฟ้อ (ซึ่งเป็นเป้าหมายสูงสุดของการดำเนินนโยบายการเงิน) ให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมและสอดคล้องกับโครงสร้างของระบบเศรษฐกิจ โดยที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะปรับสภาพคล่องของระบบการเงิน

และอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของตลาดเงิน ผ่านเครื่องมือทางการเงินต่าง ๆ อาทิ (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2543ค: 5)

- การซื้อขายพันธบัตรในตลาดซื้อคืน และการซื้อขายพันธบัตรโดยตรง
- การปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยซื้อลด (discount rate)
- การปรับสัดส่วนการสำรองสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ (reserve requirement)
- การซื้อขาย Swap และการเข้าแทรกแซงในตลาดอัตราแลกเปลี่ยน

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากธนาคารแห่งประเทศไทย ไม่สามารถควบคุมอัตราการเจริญเติบโตของประเทศ ปริมาณการผลิต และภาวะเงินเฟ้อได้โดยตรง ดังนั้นการดำเนินนโยบายการเงินในแต่ละวันของธนาคารแห่งประเทศไทยจึงได้ใช้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นหรือฐานเงินเป็นเป้าหมายขั้นต้นสำหรับการดำเนินนโยบาย (ภาพที่ 2.1)



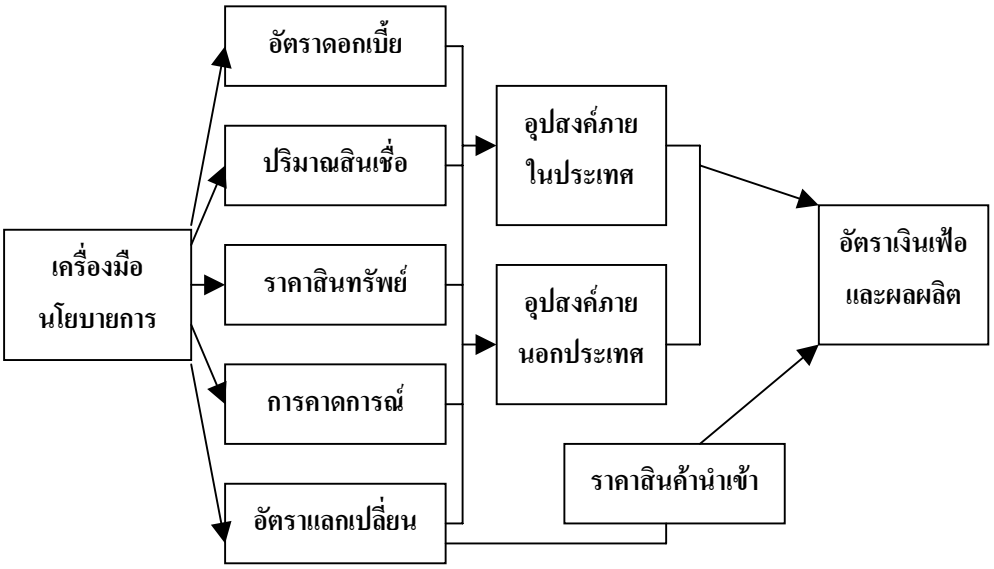
ภาพที่ 2.1 เป้าหมายและเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2543ค: 5)

โดยเป้าหมายขั้นต้นดังกล่าวจะเป็นเครื่องมือสำคัญของธนาคารกลางที่จะใช้ในการปรับเปลี่ยนปริมาณเงิน อัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารพาณิชย์ อัตราดอกเบี้ยระยะยาว หรือการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อให้เป็นไปในทิศทางที่ธนาคารกลางต้องการ ซึ่งในที่สุดแล้ว จะช่วยในการควบคุมอัตราการเจริญเติบโตของประเทศ ปริมาณการผลิต และภาวะเงินเฟ้อ โดยทางอ้อม

1.4. ช่องทางในการดำเนินนโยบายการเงิน

จากการศึกษากลไกการทำงานของนโยบายการเงินในระบบเศรษฐกิจของประเทศที่พัฒนาแล้ว เพื่อเป็นเกณฑ์เปรียบเทียบกับกลไกการทำงานของนโยบายการเงินไทย พบว่านโยบายการเงินเป็นเครื่องมือสำคัญในการควบคุมระบบเศรษฐกิจ และกลไกการทำงานของนโยบายการเงินประกอบด้วย 5 ช่องทางใหญ่ (ภาพที่ 2.2) ได้แก่ (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2543ค: 7-11)

- ช่องทางอัตราดอกเบี้ย (interest rate channel)
- ช่องทางปริมาณสินเชื่อ (credit availability channel)
- ช่องทางราคาสินทรัพย์ (asset prices channel)
- ช่องทางการคาดการณ์และ/หรือความเชื่อมั่น (expectations/confidence channel)
- ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน (exchange rate channel)



ภาพที่ 2.2 กลไกการทำงานของนโยบายการเงินโดยทั่วไป
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2543ค: 8)

1.4.1. ช่องทางอัตราดอกเบี้ย

การทำงานของนโยบายการเงินผ่านอัตราดอกเบี้ย นับเป็นช่องทางหลักในการดำเนินนโยบายการเงิน โดยเมื่อธนาคารกลางประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในระยะต่าง ๆ ของตลาดปรับตัวขึ้นตาม โดยเฉพาะอย่างยิ่ง เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญแหล่งหนึ่งปรับตัวขึ้น จะส่งผลกระทบต่อต้นทุนในการลงทุนและการบริโภคของประชาชน ทำให้ระดับการใช้จ่าย ระดับการบริโภค ระดับการลงทุนในระบบเศรษฐกิจชะลอตัวลง กล่าวคือ

เครื่องมือนโยบายการเงิน ⇨ อัตราดอกเบี้ย ⇨ การใช้จ่าย ⇨ ผลผลิต

อนึ่ง การปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของทางการยังจะส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาวในตลาดรองของตลาดตราสารหนี้ ทำให้ Yield curve มีการเปลี่ยนแปลง อย่างไรก็ตามผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาวในตลาดตราสารหนี้ มีความไม่แน่นอน และขึ้นอยู่กับการคาดการณ์เรื่องอัตราเงินเฟ้อในอนาคต (inflation expectation) ของภาคเอกชน

1.4.2. ช่องทางปริมาณสินเชื่อ

ช่องทางนี้เน้นถึงปัญหาข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน (asymmetric information) ของตลาดการเงิน ที่ทำให้ผู้กู้บางรายไม่สามารถกู้จากตลาดการเงินโดยตรงได้ ดังนั้นธนาคารพาณิชย์ซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการปล่อยกู้ยืมในระบบเศรษฐกิจ จึงเป็นองค์ประกอบที่มีบทบาทสำคัญในการทำงานของนโยบายการเงิน

เครื่องมือนโยบายการเงิน ⇨ เงินกู้ยืมธนาคารพาณิชย์ ⇨ การใช้จ่าย ⇨ ผลผลิต

ทั้งนี้ นักเศรษฐศาสตร์เห็นว่า ช่องทางนี้จะเป็นช่องทางที่ช่วยเสริมให้ผลกระทบของช่องทางอัตราดอกเบี้ยมีขนาดและประสิทธิภาพสูงขึ้น โดยที่ปริมาณสินเชื่อในระบบจะเป็นตัวแปรสำคัญในการกำหนดระดับการใช้จ่ายของระบบเศรษฐกิจ

1.4.3. ช่องทางราคาสินทรัพย์

ในช่องทางที่สาม การเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และราคาของตราสารหนี้ โดยราคาจะปรับตัวลดลงเมื่ออัตราดอกเบี้ยปรับสูงขึ้น เนื่องจากมูลค่าปัจจุบันของผลตอบแทนจากการถือครองหลักทรัพย์หรือการถือครองตราสารหนี้ จะถูกปรับด้วยอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น ทำให้ความมั่งคั่งของผู้บริโภคจะลดลง และการบริโภคในระบบลดลง ซึ่งมีผลสืบเนื่องจากผลกระทบจากความมั่งคั่ง (wealth effect)

เครื่องมือนโยบายการเงิน ⇨ ราคาสินทรัพย์ ⇨ การใช้จ่าย ⇨ ผลผลิต

1.4.4. ช่องทางการคาดการณ์และ/หรือความเชื่อมั่น

การปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อการคาดการณ์ภาวะเศรษฐกิจของประชาชน โดยเฉพาะการคาดการณ์เกี่ยวกับภาวะเงินเฟ้อ การจ้างงาน การขยายตัวของระบบเศรษฐกิจ รายได้ในอนาคต และกำไรขาดทุน ซึ่งจะส่งผลต่อการดำเนินธุรกิจของภาคเอกชน โดยที่ผลกระทบของนโยบายการเงินผ่านช่องทางนี้ มีความไม่แน่นอน ขึ้นอยู่กับการตีความของภาคเอกชนเกี่ยวกับผลกระทบจากการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงิน

เครื่องมือนโยบายการเงิน ⇨ การคาดการณ์ ⇨ การใช้จ่าย ⇨ ผลผลิต

สำหรับการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ เป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดอัตราการเพิ่มของค่าแรงงานและอัตราเงินเฟ้อ (ที่เกิดขึ้นจริง) ในแต่ละปี และเป็นปัจจัยที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยระยะยาวของระบบอีกด้วย ดังนั้นประเทศที่ใช้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อเป็นกรอบในการดำเนินนโยบายการเงิน จึงให้ความสำคัญอย่างยิ่งกับการสร้างสมอถ่วงการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อของตลาดและภาคเอกชนไว้ ด้วยการประกาศอัตราเงินเฟ้อ

ดังนั้น เมื่อเปรียบเทียบกับช่องทางการดำเนินนโยบายการเงินอื่น ๆ แล้ว ในช่องทางนี้ ธนาคารกลางจะพยายามลดความไม่แน่นอนของการคาดการณ์ของตลาด โดยเฉพาะอย่าง

ยิ่งในเรื่องการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อเพื่อให้กลไกการดำเนินนโยบายการเงินในช่องทางอื่น ๆ มีประสิทธิภาพมากขึ้น และให้การควบคุมอัตราเงินเฟ้อมีความแม่นยำมากขึ้น

1.4.5. <u>ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน</u>

ในช่องทางนี้ การปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อระดับอัตราแลกเปลี่ยน โดยการปรับอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศสูงขึ้น จะทำให้การลงทุนในตลาดการเงินไทยมีผลตอบแทนสูงขึ้นโดยเปรียบเทียบการลงทุนในต่างประเทศ เงินทุนจะไหลเข้าจากต่างประเทศ ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนปรับตัวแข็งขึ้น

จากการที่อัตราแลกเปลี่ยนปรับตัวแข็งขึ้น จะส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริงใน 2 ด้านกล่าวคือ ผู้ส่งออกไทยสูญเสียความสามารถในการแข่งขัน ขณะที่ความต้องการสินค้านำเข้าจากต่างประเทศจะปรับตัวสูงขึ้น ทำให้ระดับของความต้องการซื้อสินค้าโดยรวมลดลงตามด้วย

เครื่องมือนโยบายการเงิน ⇨ อัตราแลกเปลี่ยน ⇨ มูลค่าการส่งออกสุทธิ ⇨ ผลผลิต

นอกจากนี้ ราคาสินค้านำเข้าซึ่งเป็นส่วนหนึ่งในตะกร้าดัชนีราคาผู้บริโภคจะปรับตัวลดลงตามอัตราแลกเปลี่ยน ทำให้ดัชนีราคาผู้บริโภคปรับตัวลดลงตาม

1.5. <u>นโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ</u>

นโยบายการเงินแบบนี้ใช้อัตราเงินเฟ้อ หรือระดับราคาเป็นสมอหลัก (policy anchor) ซึ่งเกิดจากแนวคิดพื้นฐานที่ว่า ในระยะยาวนโยบายการเงินจะมีผลต่อระดับราคา โดยจะมีผลต่อระดับผลผลิตได้ในระยะสั้นเท่านั้น และอัตราเงินเฟ้อในระดับต่ำจะช่วยให้ผลผลิตมีศักยภาพสูงขึ้นได้ในระยะยาว โดยสาระสำคัญของนโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อนี้ (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2543ก: 5-6)ได้แก่

1) การมีเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อหรือระดับราคาที่ชัดเจนและประกาศล่วงหน้า

2) มีการวางกรอบความรับผิดชอบชัดเจน ในกรณีที่ธนาคารกลางไม่สามารถทำตามเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อได้ (accountability)

3) มีการวางกรอบให้ธนาคารกลางสามารถดำเนินนโยบายการเงินอย่างเป็นอิสระจากรัฐบาลได้มากพอที่จะทำให้บรรลุเป้าหมายเงินเฟ้อ

4) มีกรอบในการประมาณการอัตราเงินเฟ้อล่วงหน้าที่ดีพอที่จะนำมาใช้ชี้นำนโยบายการเงิน

5) มีเครื่องมือใช้ชี้นำทิศทางนโยบายการเงินได้อย่างชัดเจน ซึ่งประเทศที่ใช้นโยบายการเงินแบบนี้เกือบทั้งหมดจะใช้อัตราดอกเบี้ยตลาดเงินเป็นตัวกำหนดนโยบาย

สำหรับในประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทยดำเนินนโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ โดยประกาศเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อไว้เป็นการล่วงหน้าสำหรับช่วงเวลา 1 – 2 ปีข้างหน้า เพื่อเป็นเป้าหมายหลักในการดำเนินนโยบายการเงิน และธนาคารแห่งประเทศไทยจะดำเนินนโยบายเพื่อรักษาอัตราเงินเฟ้อไม่ให้ต่ำหรือสูงกว่าเป้าหมายที่กำหนดไว้ ซึ่งถ้าหากอัตราเงินเฟ้อที่ประกาศไว้นี้ออกจากเป้าหมายที่กำหนด ต้องมีการชี้แจงถึงสาเหตุและมาตรการ รวมถึงระยะเวลาที่จะทำให้อัตราเงินเฟ้อกลับเข้าสู่เป้าหมาย สำหรับเครื่องมือนโยบายที่ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้ในการส่งสัญญาณภายใต้กรอบการดำเนินนโยบายการเงินแบบนี้ คือ อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน และมีการใช้แบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคเพื่อพยากรณ์แนวโน้มอัตราเงินเฟ้อและภาวะเศรษฐกิจ เพื่อเป็นเครื่องมือช่วยกำหนดนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย

นอกจากนี้ธนาคารแห่งประเทศไทยได้จัดทำและพัฒนาแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาครายไตรมาสเพื่อประกอบการประเมินแนวโน้มภาพรวมเศรษฐกิจรายไตรมาส อันเป็นส่วนหนึ่งของการเตรียมการสำหรับนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อโดยจะกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อแบบยืดหยุ่น (flexible inflation targeting) กล่าวคือ มีการกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ ควบคู่กับการดูแลเศรษฐกิจให้เติบโตได้ตามศักยภาพ และปัจจัยความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย แบบจำลองที่ใช้ครอบคลุมความสัมพันธ์ของระบบเศรษฐกิจทั้ง 4 ภาค ได้แก่ ภาคการเงิน ภาคเศรษฐกิจจริง ภาครัฐบาล และภาคต่างประเทศ (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2543ข: 7)

ทั้งนี้ช่องทางนโยบายการเงิน เริ่มต้นจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น (ตลาดซื้อคืน 14 วัน) กระทบต่ออัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ รวมทั้งปริมาณเงิน ภาคการเงินเชื่อมโยงไปยังภาคเศรษฐกิจจริงผ่านอัตราดอกเบี้ยและปริมาณเงิน ขณะที่ภาคเศรษฐกิจจริงย้อนกลับไป

กระทบภาคการเงินผ่าน ความต้องการสินเชื่อภาคเอกชนจากการที่เศรษฐกิจขยายตัว (หรือหดตัว) และการเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์ต่างประเทศสุทธิจากการเปลี่ยนแปลงดุลการค้าและบริการ นอกจากนี้แบบจำลองยังคงกำหนดให้อัตราแลกเปลี่ยนขึ้นอยู่กับส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศและต่างประเทศ และความเสี่ยงต่าง ๆ อาทิค่าเงินของประเทศในภูมิภาค ความเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนจะส่งผ่านไปสู่ระดับราคาและผลิตภัณฑ์ในประเทศ ดังนั้น ในแบบจำลองนี้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นจะส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อได้โดยผ่าน 2 ช่องทาง คือ ปริมาณเงิน และอัตราแลกเปลี่ยน ทั้งนี้จากการทดสอบพบว่าผลที่ได้จากแบบจำลองที่ใช้มีความใกล้เคียงกับข้อมูลจริง

จากแนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับการดำเนินนโยบายการเงิน จะนำมาใช้เป็นกรอบแนวคิดในการศึกษาครั้งนี้ โดยจะมุ่งเน้นในการศึกษานโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ และนำแนวคิดเกี่ยวกับกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินมาใช้ในการสร้างแบบจำลอง และการคัดเลือกตัวแปรในการศึกษา อันได้แก่ อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ อัตราซื้อลด และอัตราแลกเปลี่ยน

2. <u>ฟังก์ชั่นสินค้าออก</u>

การที่ประเทศจะสามารถส่งสินค้าออกไปจำหน่ายในต่างประเทศได้มากน้อยแค่ไหน ขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายประการ ได้แก่ อุปสงค์ของผู้ซื้อในต่างประเทศ อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศ ระดับราคาภายในประเทศ ปริมาณการผลิตภายในประเทศ นโยบายการค้าของประเทศและนโยบายการค้าของต่างประเทศ เป็นต้น ถ้าผู้ซื้อในต่างประเทศมีอุปสงค์ต่อสินค้าของประเทศค่อนข้างสูง เงินตราของประเทศ 1 หน่วยแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศได้น้อย (เช่น 1 บาท = 3.3 เซนต์) ระดับราคาในประเทศค่อนข้างต่ำ ปริมาณการผลิตภายในประเทศมีมากเกินความต้องการบริโภคภายในประเทศ นโยบายการค้าของประเทศส่งเสริมการส่งออก และนโยบายการค้าของต่างประเทศไม่กีดกันการนำเข้า เหล่านี้เป็นต้น จะมีผลทำให้ประเทศสามารถส่งออกสินค้าไปขายต่างประเทศได้มาก มูลค่าการส่งออกสูงตามไปด้วย อย่างไรก็ตาม ในที่นี้ เราจะสมมติให้ตัวแปรเหล่านี้คงที่ ซึ่งได้แก่ อุปสงค์ของผู้ซื้อในต่างประเทศ ปริมาณการผลิตในประเทศ นโยบายการค้าของประเทศ และนโยบายการค้าของต่างประเทศ ดังนั้น มูลค่าสินค้าออกจะมีความสัมพันธ์กับตัวแปรที่สำคัญ 2 ตัวแปร อันได้แก่ ระดับราคาในประเทศ และอัตราแลกเปลี่ยน นั่นคือฟังก์ชั่นมูลค่าสินค้าออก คือ (รัตนา, 2544: 321)

$$x = x(P, e) : \frac{dx}{dP} < 0, \frac{dx}{de} < 0$$

โดย x = มูลค่าสินค้าออกที่แท้จริง

P = ระดับราคา

e = อัตราแลกเปลี่ยน

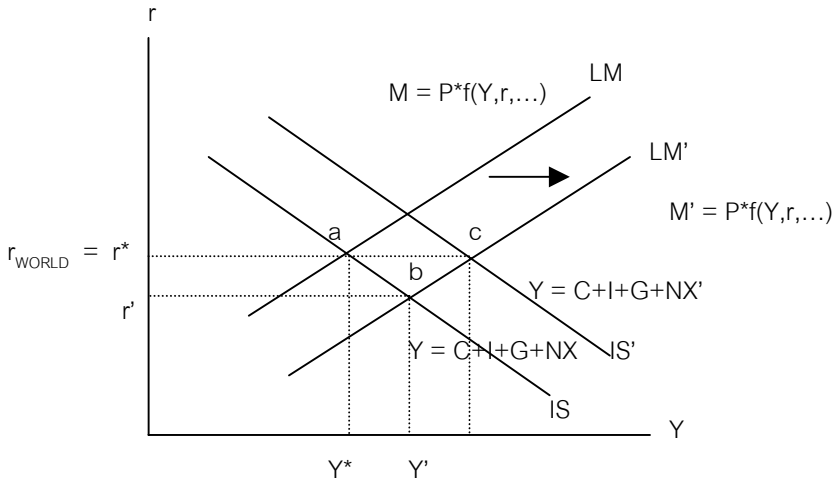
จากสมการแสดงว่า มูลค่าสินค้าออกขึ้นอยู่กับระดับราคาในประเทศ และอัตราแลกเปลี่ยน ถ้าระดับราคาในประเทศเปลี่ยนแปลงสูงขึ้น มูลค่าสินค้าออกจะลดลง เพราะผู้ส่งออกจะลดการส่งออกและนำสินค้านั้นมาขายในประเทศแทน หรือการส่งออกต้องลดลง เพราะไม่สามารถแข่งขันกับสินค้าออกประเทศอื่นได้ ถ้าเงินตราของประเทศ 1 หน่วยแลกเปลี่ยนเป็นเงินตราต่างประเทศได้มากขึ้น (เช่น 1 บาท = 5 เซนต์) มูลค่าสินค้าออกจะลดลง เนื่องจากสินค้าออกจะมีราคาแพงขึ้นในสายตาของผู้ซื้อชาวต่างประเทศจึงทำให้ส่งออกได้น้อยลง ในทางตรงกันข้าม ถ้าระดับราคาในประเทศลดลงด้วย หรือเงินตราของประเทศแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศได้น้อยลง มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงจะสูงขึ้นด้วย

จากแนวคิดฟังก์ชั่นการส่งออก ทำให้ทราบถึงปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดการส่งออก และนำมาใช้ในการคัดเลือกตัวแปรในการศึกษาครั้งนี้ คือ อัตราแลกเปลี่ยน

3. <u>ผลกระทบของนโยบายการเงินภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว</u>

จากภาพที่ 2.3 หากเดิมดุลยภาพของเศรษฐกิจอยู่ที่จุด a การเพิ่มปริมาณเงินจะทำให้เส้น LM เลื่อนไปอยู่ที่เส้น LM' ณ จุด b ซึ่งเป็นดุลยภาพใหม่นั้น อัตราดอกเบี้ยในประเทศจะต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ ($r' < r_{WORLD}$) ส่งผลให้เงินทุนไหลออก เนื่องจากประชาชนจะต้องการนำเงินไปลงทุนในต่างประเทศเพื่อรับผลตอบแทนที่ดีกว่า เมื่อประชาชนนำเงินออกไปลงทุนในต่างประเทศประชาชนจะต้องนำเงินสกุลในประเทศไปแลกเป็นเงินสกุลต่างประเทศอุปสงค์ต่อเงินสกุลในประเทศจะลดลง ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนอ่อนตัวลงด้วย อัตราแลกเปลี่ยนที่อ่อนตัวลงส่งผลให้ราคาของสินค้าจากในประเทศถูกลงเมื่อเทียบกับสินค้าจากประเทศอื่น ส่งผลให้การส่งออกสุทธิตลอดจนอุปสงค์รวมของประเทศเพิ่มสูงขึ้น อุปสงค์รวมของประเทศที่เพิ่มสูงขึ้นจะส่งผลให้เส้น IS เคลื่อนไปทางขวา เมื่อเส้น IS เลื่อนไปทางขวาอัตราดอกเบี้ยจะปรับตัวสูงขึ้นเรื่อย ๆ กระบวนการนี้

จะเกิดขึ้นต่อเนื่องตราบเท่าที่อัตราดอกเบี้ยในประเทศยังต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ เมื่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศปรับสูงขึ้นเท่ากับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ (r_{WORLD}) แล้วเงินทุนจะหยุดไหลออก อุปทานส่วนเกินต่อเงินบาทจะหมดไป และความได้เปรียบของสินค้าไทยจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ต่ำกว่าจะหมดลง จุด c ซึ่งเป็นจุดตัดระหว่างเส้น LM' กับเส้น IS' แสดงถึงจุดดุลยภาพใหม่ของระบบเศรษฐกิจ (ธรรมรักษ์, 2547: 54-55)



<u>ภาพที่ 2.3</u> ผลกระทบของนโยบายการเงินภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว
ที่มา: ธรรมรักษ์ (2547: 54)

จากแนวคิดผลกระทบของนโยบายการเงินภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว ทำให้ทราบความสัมพันธ์ของนโยบายการเงินและการส่งออก และได้นำมากำหนดความสัมพันธ์ของตัวแปรในการศึกษาครั้งนี้

4. <u>ทฤษฎีการกำหนดอัตราดอกเบี้ย</u>

ทฤษฎีการกำหนดขึ้นเป็นอัตราดอกเบี้ยดุลยภาพสามารถพิจารณาได้จากหลายแนวคิด (วเรศ, 2544: 94-99) ซึ่งประกอบด้วย ทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยของคลาสสิก (classical theory) ทฤษฎีปริมาณเงินให้กู้ (loanable fund theory) และทฤษฎีความพึงพอใจในสภาพคล่อง (liquidity preference theory) โดยทฤษฎีของคลาสสิก เออร์วิง ฟิชเชอร์ (Irving Fisher) ได้ให้ความหมายของอัตราดอกเบี้ยว่า อัตราดอกเบี้ยคือ ค่าตอบแทนแห่งการแลกเปลี่ยนระหว่างสินค้าในปัจจุบันกับสินค้าในอนาคต หรืออีกนัยหนึ่งที่เรียกว่าความพึงพอใจแห่งเวลา (time preference) Fisher กล่าวว่า

อัตราดอกเบี้ยดุลยภาพถูกกำหนดโดยอุปทานของเงินทุน ได้แก่อุปทานของเงินออมในระบบเศรษฐกิจ ซึ่งมีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยโดยตรง กล่าวคือเมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น อุปทานของเงินออมจะมากขึ้น และถ้าอัตราดอกเบี้ยลดลง อุปทานของเงินทุนก็จะลดลง

แนวคิดของการกำหนดขึ้นเป็นอัตราดอกเบี้ยดุลยภาพตามแนวคิดของ Fisher ได้รับการพัฒนาโดยแนวคิดของนีโอคลาสสิก โดยเพิ่มปัจจัยในการอธิบายการกำหนดขึ้นเป็นอัตราดอกเบี้ยให้สอดคล้องกับความเป็นจริงมากขึ้น เนื่องจากมีการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจเกิดขึ้นเช่น การพัฒนาของระบบธนาคาร และการแทรกแซงของรัฐบาลในตลาดเงินและตลาดทุน จึงทำให้มีทฤษฎีการพัฒนาเกี่ยวกับการกำหนดขึ้นเป็นอัตราดอกเบี้ยดุลยภาพ ที่ใช้ชื่อว่า ทฤษฎีปริมาณเงินกู้ โดยทฤษฎีดังกล่าวได้ให้นิยามเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยว่า อัตราดอกเบี้ยเป็นราคาของเงินทุนที่ให้กู้ยืมที่ถูกกำหนดจากอุปทานเงินให้กู้ยืม (supply of loanable fund) และอุปสงค์ต่อเงินกู้ (demand for loanable fund) โดยปัจจัยที่มีบทบาทในการกำหนดอุปทานเงินให้กู้ จะประกอบด้วย รายได้ ความโน้มเอียงหน่วยสุดท้ายในการออม (Marginal Propensity to Save: MPS) การให้กู้ของธนาคารพาณิชย์ และการดำเนินนโยบายของรัฐบาล ขณะที่อุปสงค์ของเงินกู้จะถูกกำหนดจากความต้องการในการลงทุนและการใช้จ่ายที่เกินรายได้ของผู้บริโภค

นอกจากแนวคิดทั้งสองแล้วยังมีการกำหนดขึ้นเป็นอัตราดอกเบี้ยดุลยภาพตามแนวคิดของ Keynes ที่พัฒนาขึ้นจากทฤษฎีปริมาณเงินให้กู้ ที่เรียกว่า ทฤษฎีความพึงพอใจในสภาพคล่อง ซึ่งเป็นทฤษฎีที่แสดงให้เห็นว่าอัตราดอกเบี้ยดุลยภาพนั้นถูกกำหนดขึ้นจากความพอใจในการถือเงิน โดยให้นิยามของอัตราดอกเบี้ยว่า อัตราดอกเบี้ยคือ ผลตอบแทนที่ใช้จูงใจให้บุคคลที่จะเสียสละสภาพคล่องของเงินที่มีอยู่ในครอบครอง ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยดุลยภาพจึงถูกกำหนดขึ้นจากอุปสงค์ต่อเงินและอุปทานของเงิน โดยที่อุปสงค์ต่อเงินจะประกอบด้วย ความต้องการถือเงินเพื่อจับจ่ายใช้สอย ความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไร และความต้องการถือเงินในยามฉุกเฉิน โดยที่ความต้องการถือเงินเพื่อจับจ่ายใช้สอยและความต้องการถือเงินในยามฉุกเฉินจะไม่ตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย ในขณะที่ความต้องการถือเงินเพื่อการเก็งกำไรนั้นจะมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับอัตราดอกเบี้ย และในส่วนของอุปทานของเงินจะถูกกำหนดให้เป็นปัจจัยภายนอกที่ถูกควบคุมโดยนโยบายการเงินของธนาคารกลาง

ภายหลังจากการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในประเทศไทย ได้ส่งผลกระทบต่อกลไกการทำงานของนโยบายการเงิน จากการที่งบดุลของสถาบันการเงินและบริษัทเอกชนมีปัญหามากขึ้น และส่ง

ผลให้เกิดปัญหาสภาพคล่องส่วนเกินจำนวนมากในระบบเศรษฐกิจ นอกจากนี้ปัญหาหนี้ไม่ก่อให้เกิดรายได้ที่เพิ่มสูงขึ้นของระบบสถาบันการเงิน ได้ส่งผลให้โครงสร้างความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้เปลี่ยนไป โดยธนาคารพาณิชย์ที่ประสบปัญหาหนี้เสีย จะต้องพยายามให้ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้เพิ่มสูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสียหายจากหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดให้เกิดรายได้ดังกล่าว นอกจากนี้เนื่องจากธนาคารพาณิชย์มีสภาพคล่องส่วนเกินเป็นจำนวนมากในช่วงที่ทำการศึกษานี้ ธนาคารพาณิชย์จึงไม่มีความจำเป็นที่จะกู้ยืมเงินจากธนาคารกลาง ทำให้ผลตอบสนองของธนาคารพาณิชย์ต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมีความล่าช้าเพิ่มขึ้น

จากแนวคิดทฤษฎีการกำหนดอัตราดอกเบี้ย ได้นำมาใช้ในการคัดเลือกตัวแปรในการศึกษาครั้งนี้ คือ สภาพคล่องส่วนเกินของระบบธนาคารพาณิชย์ไทย (EXLIQU) และอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของธนาคารกลางประเทศสหรัฐอเมริกา (FED) โดยนำมาใช้เป็นตัวแปรอธิบายอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (RMLR)

5. ทฤษฎีปัจจัยกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน

ในทางเศรษฐศาสตร์ทฤษฎีที่พยายามอธิบายถึงปัจจัยกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน สามารถแบ่งออกได้เป็น 3 กลุ่มหลักคือ 1) Purchasing Power Parity 2) Monetary Approach และ 3) Portfolio Balance Model (ธรรมรักษ์, 2547: 94-98)

5.1. ทฤษฎี Purchasing Power Parity

ทฤษฎี Purchasing Power Parity (PPP) มีรากฐานจากกฎของราคาเดียว (the law of one price) ที่ว่าหากตลาดเป็นตลาดแข่งขันเสรี และไม่คำนึงถึงค่าขนส่ง ตลอดจนอุปสรรคในการเคลื่อนย้ายทรัพยากรต่าง ๆ สินค้าชนิดเดียวกันในตลาดต่าง ๆ จะมีราคาเท่ากันเมื่อวัดด้วยเงินสกุลเดียวกัน ตัวอย่างเช่น หากปากกาด้ามหนึ่งราคา 40 บาทในประเทศไทย และปากการุ่นเดียวกันในสหรัฐฯ มีราคา 1 ดอลลาร์สหรัฐฯ ตามกฎของราคาเดียวอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จะต้องเป็น 40 บาท/1 ดอลลาร์สหรัฐฯ มิเช่นนั้นแล้วหากอัตราแลกเปลี่ยนเป็นอย่างอื่นเช่น 41 บาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ ชาวอเมริกันอาจนำเงิน1 ดอลลาร์ มาแลกเป็นเงินบาทได้ 41 บาท และซื้อปากกาในประเทศไทยที่ราคา 40 บาท ก่อนที่จะนำปากกาดังกล่าวไปขายในสหรัฐฯ ได้กำไร

1 บาท หรือ 1/41 ดอลลาร์ ตราบใดที่สถานการณ์ดังกล่าวยังมีอยู่ชาวอเมริกันจะนำเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มาแลกเงินบาทในจำนวนมากเพื่อหาทางทำกำไร อย่างไรก็ตามความต้องการเงินบาทที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องจะส่งผลให้ค่าเงินบาทแข็งตัวขึ้นเรื่อย ๆ จนทำให้โอกาสในการทำกำไรดังกล่าวหายไปในที่สุด

แนวคิดเรื่อง Purchasing Power Parity (PPP) มีอยู่ 2 รูปแบบคือ Absolute PPP และ Relative PPP ในส่วนของ Absolute PPP เป็นการอ้างอิงถึงกฎของราคาเดียวโดยตรง กล่าวคือ ตะกร้าสินค้าที่เหมือนกันใน 2 ประเทศจะมีราคาเดียวกันหลังจากได้ปรับอัตราแลกเปลี่ยนมาเป็นเงินสกุลเดียวกันตามแนวคิดแบบ Absolute PPP ราคาสินค้าในประเทศที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนของเงินสกุลในประเทศอ่อนลงในสัดส่วนเดียวกันเมื่อเทียบกับเงินของอีกประเทศที่ไม่มีการเปลี่ยนแปลง อย่างไรก็ตามในชีวิตจริงอาจไม่เห็นการปรับตัวของอัตราแลกเปลี่ยนตามลักษณะของ Absolute PPP มากนัก เนื่องจากมีต้นทุนการขนส่งสินค้า อุปสรรคการไหลเวียนของข้อมูลเกี่ยวกับสินค้า ตลอดจนอัตราภาษีศุลกากรที่ต่างกันในแต่ละประเทศ ซึ่งทำให้การปรับตัวของอัตราแลกเปลี่ยนไม่สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงในราคาชนิดหนึ่งต่อหนึ่ง แนวคิดเรื่อง PPP จึงมักปรับให้อยู่ในรูป Relative PPP ซึ่งกล่าวว่า การเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนระหว่าง 2 ประเทศจะเท่ากับส่วนต่างของอัตราเงินเฟ้อใน 2 ประเทศดังกล่าว

ปัญหาของการประยุกต์ใช้แนวคิดเรื่อง PPP ในชีวิตจริงมีหลายประเด็นทั้งในส่วนที่ว่ากฎของราคาเดียวเจาะจงเฉพาะในด้านของสินค้าแต่มิได้กล่าวถึงด้านบริการ ตัวอย่างเช่น แม้ราคาค่าตัดผมใน 2 ประเทศจะต่างกันเมื่อวัดด้วยอัตราแลกเปลี่ยนเดียวกัน แต่ประชาชนก็ไม่สามารถหาทางทำกำไรด้วยการนำการตัดผมจากประเทศที่ค่าตัดผมถูกกว่ามาขายต่อในประเทศที่ค่าตัดผมแพงกว่าเช่นเดียวกับในกรณีสินค้าได้ นอกจากนั้น PPP ยังมิได้คำนึงถึงการเคลื่อนไหวของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศที่เพิ่มขึ้นอย่างมหาศาล การเคลื่อนไหวของเงินทุนระหว่างประเทศมักเป็นไปเพื่อหาแนวโน้มผลตอบแทนที่สูงกว่า ซึ่งจะขึ้นอยู่กับการคาดการณ์เกี่ยวกับอนาคตของเจ้าของทุนทั้งหลาย การเคลื่อนไหวของเงินทุนระหว่างประเทศดังกล่าว สามารถส่งผลเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนได้ไม่ว่าราคาสินค้าในแต่ละประเทศจะเปลี่ยนหรือไม่ก็ตาม

5.2. ทฤษฎี Monetary Approach to Exchange Rate Determination

กลุ่มของทฤษฎีที่พยายามอธิบายปัจจัยที่กำหนดความเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน โดยนำแนวคิดเรื่องการคาดการณ์อนาคตของนักลงทุนมาประกอบกับแนวคิดเรื่อง PPP ได้แก่ กลุ่มของทฤษฎีทางการเงิน Monetary Approach to Exchange Rate Determination ซึ่งใช้ข้อสมมติสำคัญว่าหลักทรัพย์ภายในและต่างประเทศสามารถทดแทนกันได้สมบูรณ์ หากพิจารณาถึงนักลงทุนระหว่างประเทศรายหนึ่งซึ่งมีทางเลือกในการลงทุนระหว่างพันธบัตรไทยกับพันธบัตรสหรัฐฯ โดยสมมติให้พันธบัตรที่กำลังพิจารณาดังกล่าวมีความเสี่ยงและระยะเวลาไถ่ถอนเท่ากัน หากนักลงทุนสามารถสลับสับเปลี่ยนระหว่างการลงทุนดังกล่าวได้อย่างทันทีทันใด ความแตกต่างระหว่างพันธบัตรดังกล่าวจะมีเพียงสกุลเงินและอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรเหล่านั้น ซึ่งหมายความว่าในการตัดสินใจลงทุนระหว่างพันธบัตรดังกล่าว นักลงทุนจะพิจารณา 2 สิ่งในการตัดสินใจว่าจะลงทุนในพันธบัตรไทยหรือพันธบัตรสหรัฐฯ ในทางหนึ่งนักลงทุนจะพิจารณาถึงอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรไทยและพันธบัตรสหรัฐฯ ในอีกทางหนึ่งนักลงทุนจะพิจารณาถึงแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาท และเงินดอลลาร์สหรัฐฯ

ในจุดดุลยภาพของกรณีข้างต้น อัตราการอ่อนตัวของอัตราแลกเปลี่ยนบาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ ที่นักลงทุนคาดการณ์ไว้ จะเท่ากับความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรไทยและพันธบัตรสหรัฐฯ

$$Es = r^{Th} - r^{US}$$

โดย Es คือ อัตราการอ่อนตัวของเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ที่คาดการณ์ไว้ r^{Th} คือ อัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรไทย และ r^{US} คือ อัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรสหรัฐฯ สมการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการอ่อนตัวของอัตราแลกเปลี่ยนบาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ กับความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรไทยและพันธบัตรสหรัฐฯ ดังกล่าวเรียกว่า Uncovered Interest Parity (UIP)

ตราบใดที่นักลงทุนคาดว่าอัตราการอ่อนตัวของเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ จะไม่เท่ากับส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรไทยและอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรสหรัฐฯ นักลงทุนจะคาดการณ์ว่าผลตอบแทนที่แท้จริงของการลงทุนในพันธบัตรไทยและสหรัฐฯ จะไม่เท่ากันและจะย้ายการลงทุนเพื่อหาทางได้รับผลตอบแทนที่ดีกว่า จนกระทั่งผลตอบแทนที่แท้จริงของการลงทุนใน 2

พันธบัตรเท่ากันในที่สุด เช่น หากอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรไทยอยู่ที่ร้อยละ 10 ต่อปีขณะที่อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรสหรัฐฯ อยู่ที่ร้อยละ 5 ต่อปี แต่นักลงทุนคาดการณ์ว่าอัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ จะอ่อนตัวลงเพียงร้อยละ 2 ต่อปี นักลงทุนจะคาดการณ์การลงทุนในพันธบัตรไทยจะให้ผลตอบแทนที่แท้จริงที่สูงกว่าการลงทุนในพันธบัตรสหรัฐฯ และทำการย้ายการลงทุนจากพันธบัตรสหรัฐฯ มาลงทุนในพันธบัตรไทยอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรไทยปรับลดลงเรื่อย ๆ โดยนักลงทุนจะหยุดย้ายการลงทุนเมื่อผลตอบแทนจากการลงทุนใน 2 พันธบัตรดังกล่าวเท่ากัน กล่าวคือส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรไทยกับอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรสหรัฐฯ ลดลงเหลือร้อยละ 2 เท่ากับอัตราการอ่อนตัวของเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ที่คาดการณ์ไว้

5.3. <u>ทฤษฎี Portfolio Balance Model</u>

สังเกตได้ว่าในกลุ่มของทฤษฎีการเงินที่พยายามอธิบายปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนมีข้อสมมติที่สำคัญคือ พันธบัตรของแต่ละประเทศจะทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ ข้อสมมติดังกล่าวอาจจำกัดเกินไปสำหรับความเป็นจริง ทฤษฎีกลุ่ม Portfolio Balance Model จึงเพิ่มให้ความเสี่ยงของพันธบัตรที่ต่างกันเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่กำหนดการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยน หากนักลงทุนประเมินว่าความเสี่ยงของพันธบัตรในประเทศสูงขึ้นกว่าความเสี่ยงของพันธบัตรต่างประเทศ ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนอ่อนตัวลง ขณะเดียวกันอุปสงค์ต่อพันธบัตรภายในประเทศที่ลดลงจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรในประเทศปรับสูงขึ้น การให้ความเสี่ยงในการลงทุนระหว่างประเทศที่ไม่เท่ากันเป็นปัจจัยหนึ่งที่กำหนดอัตราแลกเปลี่ยนสะท้อนถึงความเป็นจริงที่สังเกตได้ว่า อัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรของแต่ละประเทศอาจไม่เท่ากันแม้จะเป็นพันธบัตรอายุเดียวกัน ซึ่งทฤษฎีทางการเงินมิได้กล่าวถึงไว้

นอกจากความเสี่ยงแล้วทฤษฎี Portfolio Balance Model ยังให้ความสำคัญของดุลบัญชีเดินสะพัดในฐานะปัจจัยกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน การเกินดุลบัญชีเดินสะพัดมีนัยว่าประเทศนั้นมีรายได้จากต่างประเทศมากกว่ารายจ่ายที่จ่ายออกไป ส่งผลให้สินทรัพย์ต่างประเทศมากขึ้นเรื่อง ๆ แต่ขณะเดียวกันก็จะมีการนำสินทรัพย์ต่างประเทศเหล่านั้นบางส่วนกลับเข้ามาลงทุนในประเทศด้วย ซึ่งการนำสินทรัพย์ต่างประเทศเหล่านั้นมาลงทุนในประเทศ จะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนแข็งตัวขึ้นเรื่อย ๆ เช่นกัน อย่างไรก็ตามในระยะยาวอัตราแลกเปลี่ยนที่แข็งตัวขึ้นเรื่อย ๆ จะทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลลดลง

จากแนวคิดทฤษฎีปัจจัยกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน ได้นำมาใช้ในการคัดเลือกตัวแปรในการศึกษาครั้งนี้ คือ อัตราเงินเฟ้อ (INF) ดุลบัญชีเดินสะพัด (CA) และเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิ (NETFLOW) โดยนำมาใช้เป็นตัวแปรอธิบายอัตราแลกเปลี่ยน

บทที่ 3

วิธีการศึกษา

การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้ เป็นข้อมูลทุติยภูมิ ประเภทอนุกรมเวลารายเดือน ตั้งแต่เดือนมิถุนายน พ.ศ. 2543 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2547 รวมทั้งหมด 55 เดือน โดยเก็บรวบรวมจากธนาคารแห่งประเทศไทย กรมศุลกากร สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ รวมถึงเอกสารงานพิมพ์เผยแพร่ต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง

การวิเคราะห์ข้อมูล

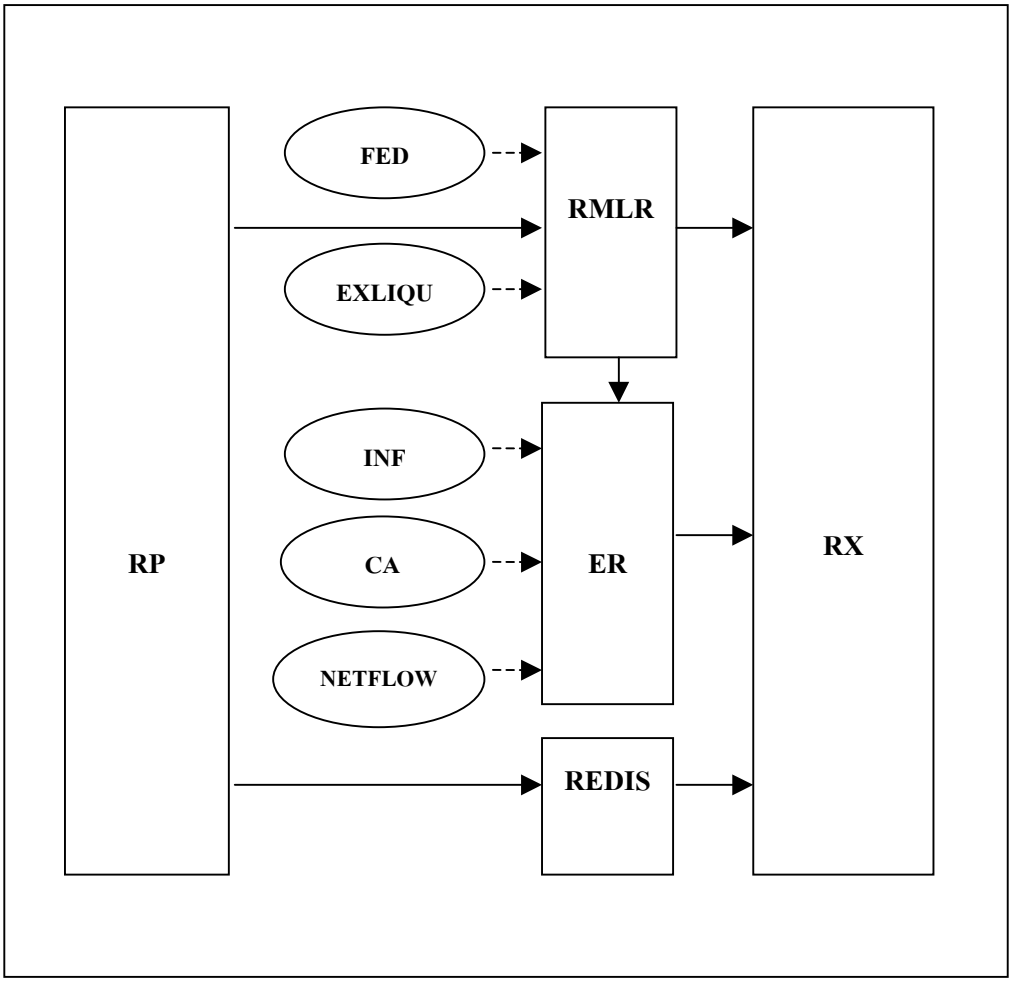
ในการศึกษาเรื่อง ผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อการส่งออกของประเทศไทย นั้นจะแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ส่วน คือ

การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (descriptive analysis) จะทำการศึกษาโดยพิจารณาถึงข้อเท็จจริงของการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อของธนาคารแห่งประเทศไทย การส่งออกของประเทศไทย และทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการดำเนินนโยบายการเงินและการส่งออก

การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (quantitative analysis) จะทำการวิเคราะห์ผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงินที่ส่งผลกระทบต่อการส่งออกของประเทศไทย โดยการนำข้อมูลทุติยภูมิต่าง ๆ มาทำการวิเคราะห์โดยการใช้แบบจำลองทางเศรษฐมิติ โดยก่อนที่จะนำสมการพฤติกรรมไปประมาณค่านั้น จะมีการทดสอบลักษณะนิ่ง (stationary) ของตัวแปรต่าง ๆ ถ้าพบว่าตัวแปรมีคุณสมบัตินิ่ง ก็จะทำการประมาณค่าด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square : OLS) ต่อไป แต่ในกรณีที่พบว่าตัวแปรตัวใดตัวหนึ่งในสมการพฤติกรรมที่ต้องการศึกษามีคุณสมบัติไม่นิ่งก็จะนำสมการพฤติกรรมดังกล่าวมาทำการทดสอบด้วยวิธี Cointegration ตามแนวทางของ Engle and Granger ซึ่งทำการทดสอบลักษณะนิ่งของค่าคลาดเคลื่อน (residual) โดยในกรณีที่ค่าคลาดเคลื่อนที่

ได้จากการประมาณค่ามีลักษณะนิ่ง แสดงว่าการประมาณค่าที่ได้แสดงถึงความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว

การศึกษาถึงผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อการส่งออกของประเทศไทยในครั้งนี้ ได้ทำการกำหนดกรอบการศึกษาไว้ตามกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน 2 ช่องทาง อันได้แก่ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย โดยทำการศึกษาผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง และอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย สำหรับช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนนั้น จะทำการศึกษาผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน โดยสามารถเขียนช่องทางการส่งผ่านของผลกระทบดังกล่าวได้ดังภาพที่ 3.1



<u>ภาพที่ 3.1</u> กรอบการศึกษาและความสัมพันธ์ของตัวแปรภายในแบบจำลอง
ที่มา: จากแบบจำลองของการศึกษา

จากภาพที่ 3.1 เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยดำเนินนโยบายการเงินโดยการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายหรืออัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน (RP) จะส่งผลกระทบผ่านกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน 2 ช่องทางด้วยกัน โดยในช่องทางที่หนึ่งคือช่องทางอัตราดอกเบี้ยนั้น จะเกิดผลกระทบผ่านการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยต่าง ๆ ในตลาดการเงิน อันได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (RMLR) และอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย (REDIS) กล่าวคือ หากธนาคารแห่งประเทศไทยตัดสินใจเพิ่มอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยต่าง ๆ ในตลาดเงินเกิดการปรับตัวไปในทิศทางเดียวกัน ส่งผลกระทบต่อมูลค่าการส่งออกที่แท้จริง (RX) อันเนื่องมาจากอัตราดอกเบี้ยเป็นต้นทุนของผู้ประกอบการส่งออก เมื่อต้นทุนของผู้ประกอบการปรับตัวสูงขึ้น ส่งผลให้มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงของประเทศไทยปรับตัวลดลงตามมา

ในช่องทางที่สองคือ ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนนั้น เกิดผลกระทบจากการที่อัตราดอกเบี้ยต่าง ๆ ในตลาดการเงินได้มีการปรับตัวสูงขึ้น จะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยน (ER) ปรับตัวในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราดอกเบี้ย กล่าวคือ เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงมีการปรับตัวสูงขึ้น จะทำให้มีเงินทุนไหลเข้าประเทศมากขึ้น ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) ส่งผลให้ราคาสินค้าออกของประเทศไทยในสายตาชาวต่างประเทศสูงขึ้น ทำให้มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงของประเทศไทยปรับตัวลดลงตามมา

สำหรับตัวแปรอื่น ๆ อันได้แก่ สภาพคล่องส่วนเกินของระบบธนาคารพาณิชย์ไทย (EXLIQU) อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของธนาคารกลางประเทศสหรัฐอเมริกา (FED) อัตราเงินเฟ้อ (INF) ดุลบัญชีเดินสะพัด (CA) และเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิ (NETFLOW) นั้นถือเป็นตัวแปรภายนอกของแบบจำลอง (exogenous variable) โดยสภาพคล่องส่วนเกินและอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของธนาคารกลางของประเทศสหรัฐอเมริกาจะส่งผลกระทบไปยังมูลค่าการส่งออกที่แท้จริงของประเทศไทยผ่านอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง ส่วนอัตราเงินเฟ้อ ดุลบัญชีเดินสะพัดและเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิจะส่งผลไปยังมูลค่าการส่งออกที่แท้จริงของประเทศไทยผ่านอัตราแลกเปลี่ยน

<u>แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา</u>

จากแนวคิดทฤษฎีและการตรวจสอบเอกสาร นำมาสู่การสร้างแบบจำลองในการศึกษาเรื่องผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อการส่งออกของประเทศไทยในครั้งนี้ โดยจะทำการศึกษาโดย

สร้างแบบจำลองแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่าง ๆ ที่เป็นตัวกำหนดการส่งออกกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และแบบจำลองแสดงความสัมพันธ์ระหว่างการส่งออกกับตัวแปรกำหนดการส่งออกที่ได้รับผลกระทบจากนโยบายการเงินดังนี้

<u>แบบจำลองในส่วนที่ 1</u>

แบบจำลองแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน) กับตัวแปรที่เป็นตัวกำหนดการส่งออก (อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง อัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย และอัตราแลกเปลี่ยน) โดยเขียนให้อยู่ในรูปความสัมพันธ์ได้ดังนี้

$$RMLR_t = f(RP_t, EXLIQU_t, FED_t)$$

$$REDIS_t = f(RP_t)$$

$$ER_t = f(RMLR_t, INF_t, CA_t, NETFLOW_t)$$

จากความสัมพันธ์ดังกล่าว ถ้าสมมติให้ความสัมพันธ์เป็นเชิงเส้น สามารถเขียนในรูปสมการได้ดังนี้

$$RMLR_t = a_0 + a_1 RP_t + a_2 EXLIQU_t + a_3 FED_t + \varepsilon_{1t} .....(1)$$

$$REDIS_t = b_0 + b_1 RP_t + \varepsilon_{2t} .....(2)$$

$$ER_t = c_0 + c_1 RMLR_t + c_2 INF_t + c_3 CA_t + c_4 NETFLOW_t + \varepsilon_{3t} .....(3)$$

โดยกำหนดให้

a_0, b_0, c_0	=	ค่าคงที่
a_1- a_3, b_1, c_1-c_4	=	ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ
$RMLR_t$	=	อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (ร้อยละต่อปี)
RP_t	=	อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน (ร้อยละต่อปี)
$EXLIQU_t$	=	สภาพคล่องส่วนเกินของระบบธนาคารพาณิชย์ไทย (พันล้านบาท)

FED_t = อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของธนาคารกลางประเทศสหรัฐฯ (ร้อยละต่อปี)

$REDIS_t$ = อัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย (ร้อยละต่อปี)

ER_t = อัตราแลกเปลี่ยน (บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ)

INF_t = อัตราเงินเฟ้อ (ร้อยละ)

CA_t = ดุลบัญชีเดินสะพัด (พันล้านบาท)

$NETFLOW_t$ = เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิ (พันล้านบาท)

$\varepsilon_{1t}, \varepsilon_{2t}, \varepsilon_{3t}$ = ค่าความคลาดเคลื่อนของแต่ละสมการ

โดยในส่วนของการศึกษาแบบจำลองในส่วนที่ 1 ซึ่งเป็นการศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อตัวแปรกำหนดการส่งออก โดยได้มีการตั้งสมมติฐานในการศึกษาไว้ดังต่อไปนี้

<u>สมการที่ (1)</u> จากแนวคิดทฤษฎีการกำหนดอัตราดอกเบี้ย และแนวคิดเกี่ยวกับกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงิน ผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยนั้น นำมาใช้ในการสร้างสมมติฐานได้ดังนี้

<u>สมมติฐานที่ 1</u> อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน (RP) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (RMLR) เนื่องจากเมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยทำการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันนั้น จะส่งผลกระทบไปยังอัตราดอกเบี้ยระยะต่าง ๆ ให้มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นตาม

$$\frac{\partial RMLR_t}{\partial RP_t} > 0$$

<u>สมมติฐานที่ 2</u> สภาพคล่องส่วนเกินของระบบธนาคารพาณิชย์ไทย (EXLIQU) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (RMLR) เนื่องจากเมื่ออุปทานของเงินเพิ่มขึ้น (เกิดสภาพคล่องส่วนเกิน) ในขณะที่อุปสงค์ของเงินเท่าเดิม จะทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลง

$$\frac{\partial RMLR_t}{\partial EXLIQU_t} < 0$$

<u>สมมติฐานที่ 3</u> อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของธนาคารกลางประเทศสหรัฐอเมริกา (FED) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (RMLR) เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศที่สำคัญอาจส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศได้

$$\frac{\partial \mathrm{RMLR}_t}{\partial \mathrm{FED}_t} > 0$$

<u>สมการที่ (2)</u> จากแนวคิดเกี่ยวกับการดำเนินนโยบายการเงินนั้น นำมาใช้ในการสร้างสมมติฐานได้ดังนี้

<u>สมมติฐานที่ 1</u> อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน (RP) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย (REDIS) เนื่องจากเมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยทำการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันนั้น จะส่งผลกระทบไปยังอัตราดอกเบี้ยระยะต่าง ๆ ให้มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นตาม

$$\frac{\partial \mathrm{REDIS}_t}{\partial \mathrm{RP}_t} > 0$$

<u>สมการที่ (3)</u> จากแนวคิดเกี่ยวกับกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน และทฤษฎีปัจจัยกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน นำมาใช้ในการสร้างสมมติฐานได้ดังนี้

<u>สมมติฐานที่ 1</u> อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (RMLR) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราแลกเปลี่ยน (ER) เนื่องจากเมื่ออัตราดอกเบี้ยต่าง ๆ ปรับตัวสูงขึ้น จะทำให้เกิดอุปสงค์ต่อเงินสกุลในประเทศเพิ่มขึ้น ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนลดลง (แข็งค่าขึ้น) ตามมา

$$\frac{\partial \mathrm{ER}_t}{\partial \mathrm{RMLR}_t} < 0$$

<u>สมมติฐานที่ 2</u> อัตราเงินเฟ้อ (INF) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราแลกเปลี่ยน (ER) เนื่องจากเมื่ออัตราเงินเฟ้อสูงจะส่งผลให้ระดับราคาสินค้าส่งออกแพงขึ้นเมื่อเทียบกับ

ราคาสินค้านำเข้า ทำให้เกิดอุปสงค์ต่อเงินตราต่างประเทศสูงขึ้น ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนสูงขึ้น (อ่อนค่าลง) ตามมา

$$\frac{\partial ER_t}{\partial INF_t} > 0$$

<u>สมมติฐานที่ 3</u> ดุลบัญชีเดินสะพัด (CA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราแลกเปลี่ยน (ER) เนื่องจากเมื่อดุลบัญชีเดินสะพัดสูงขึ้น หมายถึงการที่ประเทศมีรายได้จากการค้า บริการ หรือจากเงินโอนเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) ตามมา

$$\frac{\partial ER_t}{\partial CA_t} < 0$$

<u>สมมติฐานที่ 4</u> เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิ (NETFLOW) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกันกับอัตราแลกเปลี่ยน (ER) เนื่องจากเมื่อมีเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิสูงขึ้น หมายถึงมีเงินทุนไหลเข้าประเทศมากขึ้น ส่งผลให้อุปสงค์ต่อเงินสกุลในประเทศเพิ่มขึ้น ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนลดลง (แข็งค่าขึ้น) ตามมา

$$\frac{\partial ER}{\partial NETFLOW_t} < 0$$

<u>แบบจำลองในส่วนที่ 2</u>

แบบจำลองแสดงความสัมพันธ์ระหว่างการส่งออกกับตัวแปรกำหนดการส่งออกที่ได้รับผลกระทบจากนโยบายการเงิน ดังนี้

$$RX_t = f(RMLR_t, REDIS_t, ER_t)$$

จากความสัมพันธ์ดังกล่าวถ้าสมมติให้ความสัมพันธ์เป็นเชิงเส้น สามารถเขียนอยู่ในรูปสมการได้ดังนี้

$$RX_t = d_0 + d_1 RMLR_t + d_2 REDIS_t + d_3 ER_t + \varepsilon_{4t} .....(4)$$

โดยกำหนดให้

d_0	=	ค่าคงที่
d_1-d_3	=	ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ
RX_t	=	มูลค่าการส่งออกที่แท้จริง (พันล้านบาท)
$RMLR_t$	=	อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (ร้อยละต่อปี)
$REDIS_t$	=	อัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย (ร้อยละต่อปี)
ER_t	=	อัตราแลกเปลี่ยน (บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ)
ε_{4t}	=	ค่าความคลาดเคลื่อนของแต่ละสมการ

ต่อมาในส่วนของการศึกษาแบบจำลองในส่วนที่ 2 ซึ่งเป็นการศึกษาผลกระทบของปัจจัยกำหนดการส่งออกที่มีต่อมูลค่าการส่งออกที่แท้จริง โดยได้มีการตั้งสมมติฐานในการศึกษาไว้ดังต่อไปนี้

<u>สมการที่ (4)</u> จากแนวคิดฟังก์ชั่นการส่งออก และแนวคิดผลกระทบของนโยบายการเงินภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว นำมาใช้ในการสร้างสมมติฐานได้ดังนี้

<u>สมมติฐานที่ 1</u> อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (RMLR) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าการส่งออกที่แท้จริง (RX) เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงนั้น เป็นต้นทุนของผู้ประกอบการส่งออกเมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นจะทำให้ผู้ประกอบการมีต้นทุนสูงขึ้น ส่งผลให้มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงลดลง

$$\frac{\partial RX_t}{\partial RMLR_t} < 0$$

<u>สมมติฐานที่ 2</u> อัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย (REDIS) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าการส่งออกที่แท้จริง (RX) เนื่องจากเมื่อธนาคารแห่ง

ประเทศไทยเพิ่มอัตราซื้อลด จะส่งผลให้ธนาคารพาณิชย์ทำการเพิ่มอัตราซื้อลดจากผู้ประกอบการขึ้น ทำให้การกู้ยืมลดลง และส่งผลให้มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงปรับตัวลดลง

$$\frac{\partial RX_t}{\partial REDIS_t} < 0$$

<u>สมมติฐานที่ 3</u> อัตราแลกเปลี่ยน (ER) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าการส่งออกที่แท้จริง (RX) เนื่องจากเมื่ออัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้น (อ่อนค่าลง) จะทำให้สินค้าไทยถูกลงในสายตาชาวต่างประเทศ ส่งผลให้ความสามารถในการแข่งขันของสินค้าไทยในตลาดโลกสูงขึ้น ทำให้มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงปรับตัวเพิ่มขึ้น

$$\frac{\partial RX_t}{\partial ER_t} > 0$$

บทที่ 4

การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย และความสัมพันธ์กับมูลค่าการส่งออกของประเทศไทย

การศึกษาในบทนี้จะเป็นการศึกษาถึงการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย และความสัมพันธ์ที่มีต่อมูลค่าการส่งออก และตัวแปรต่าง ๆ ตามกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงิน

การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย

จาก “รายงานเศรษฐกิจและการเงิน” ของธนาคารแห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2543-พ.ศ. 2547 สามารถทำการสรุปการดำเนินนโยบายการเงิน และการออกมาตรการทางการเงินต่าง ๆ ของธนาคารแห่งประเทศไทยได้ดังนี้

1. การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2543

ในปี พ.ศ.2543 รัฐบาลได้มีการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย ซึ่งเป็นการดำเนินนโยบายต่อเนื่องมาจากปี พ.ศ. 2542 เนื่องจากรัฐบาลต้องการรักษาระดับอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจให้เป็นไปอย่างต่อเนื่อง และเพื่อเป็นตาข่ายรองรับความปลอดภัย (safety net) ให้แก่ระบบเศรษฐกิจ ดังนั้นนโยบายการเงินที่รัฐบาลพยายามใช้ก็คือ การประกาศใช้เป้าหมายอัตราดอกเบี้ยภายใต้กรอบนโยบายเงินเฟ้อโดยใช้อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันเป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ในระดับที่อัตราร้อยละ 1.5 นอกจากนี้รัฐบาลยังมีการยกเลิกการจัดทำเป้าหมายการให้สินเชื่อแก่ภาคเศรษฐกิจต่าง ๆ และการผ่อนกฎเกณฑ์การให้บริการบัตรเครดิตโดยมีการปรับปรุงคุณสมบัติของผู้ถือบัตรที่จากเดิมต้องมีรายได้ทั้งสิ้นไม่ต่ำกว่า 240,000 บาทต่อปี เหลือเพียง 180,000 บาทต่อปี

2. การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2544

ในปี พ.ศ. 2544 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ดำเนินนโยบายการเงินโดยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน เมื่อวันที่ 8 มิถุนายน 2544 จากร้อยละ 1.5 เป็นร้อยละ 2.5 เพื่อ

เป็นการแก้ไขความบิดเบือนของโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น และช่วยรักษาเสถียรภาพด้านต่างประเทศ ส่งผลให้ดุลการชำระเงินปรับตัวดีขึ้นโดยรวม เงินสำรองระหว่างประเทศเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และอัตราแลกเปลี่ยนมีเสถียรภาพ ต่อมาเมื่อการแก้ไขปัญหาโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยและเสถียรภาพต่างประเทศบรรลุเป้าหมายแล้ว ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันลงจากร้อยละ 2.5 เป็นร้อยละ 2.25 เมื่อวันที่ 25 ธันวาคม 2544 ตามการปรับลดลงของอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศ และเพื่อช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย

นอกจากนี้เพื่อต้องการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจและการเงินในปี พ.ศ. 2544 รัฐบาลได้ปรับปรุงมาตรการทางด้านอัตราดอกเบี้ยให้เอื้ออำนวยต่อการดำเนินนโยบายการเงิน โดยการปรับโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยตลาดเงินระยะสั้น ยกเลิกอัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน ปรับปรุงและพัฒนาระเบียบต่าง ๆ ในตลาดการเงิน สนับสนุนการให้สินเชื่อแก่วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) นอกจากนี้ยังได้ผ่อนคลายมาตรการป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาท ออกมาตรการในการแก้ไขปัญหาของสถาบันการเงิน การกำกับและพัฒนาสภาบันการเงิน ตลอดจนมาตรการในการดำเนินนโยบายการเงินของคณะกรรมการนโยบายการเงิน ซึ่งจะแถลงผลการประชุมให้สาธารณชนทราบเป็นระยะถึงภาวะเศรษฐกิจและแนวโน้มในอนาคต

3. <u>การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2545</u>

ในปี พ.ศ. 2545 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย โดยได้ทำการปรับลดอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน ในวันที่ 21 มกราคม 2545 จากร้อยละ 2.25 เป็นร้อยละ 2.0 เพื่อกระตุ้นภาวะเศรษฐกิจที่เริ่มฟื้นตัวให้ดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง และเพื่อรองรับความไม่แน่นอนของภาวะเศรษฐกิจโลก โดยไม่สร้างแรงกดดันด้านเงินเฟ้อต่อเศรษฐกิจของประเทศไทย ต่อมาธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันลงอีกครั้งในวันที่ 19 พฤศจิกายน 2545 จากร้อยละ 2.0 เป็นร้อยละ 1.75 เพื่อรองรับความไม่แน่นอนจากต่างประเทศ โดยเฉพาะภาวะเศรษฐกิจของประเทศสหรัฐอเมริกา

นอกจากนี้ยังได้มีการกำหนดเป้าหมายการให้สินเชื่อแก่วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม การลดเกณฑ์การให้บริการบัตรเครดิต โดยปรับลดการผ่อนชำระรายเดือนขั้นต่ำจากเดิมที่กำหนดไว้ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 10 ให้เหลือร้อยละ 5 ของยอดสินเชื่อคงค้าง

4. <u>การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2546</u>

ในปี พ.ศ. 2546 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายต่อเนื่องจากปี พ.ศ. 2545 โดยได้มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันจากร้อยละ 1.75 เป็นร้อยละ 1.25 ในวันที่ 27 มิถุนายน 2546 ทั้งนี้เป็นผลเนื่องมาจากการที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่อยู่ในระดับต่ำ ซึ่งเอื้อต่อการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายได้มากขึ้นเพื่อรองรับความไม่แน่นอนของภาวะแวดล้อมทางเศรษฐกิจและการเงินในต่างประเทศ นอกจากนี้การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายดังกล่าวจะช่วยลดความเสี่ยงที่อาจกดดันให้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานต่ำกว่าเป้าและลดความผันผวนของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระยะสั้นที่เข้ามาเพื่อเก็งกำไรในส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยภายในและภายนอกประเทศ ซึ่งจะช่วยเสริมสร้างความเข้มแข็งต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระยะต่อไป

นอกจากนี้ยังมีการออกมาตรการในการควบคุมอัตราแลกเปลี่ยน โดยให้ผู้ลงทุนสถาบัน 6 ประเภทไปลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศได้ ขยายระยะเวลาการฝากเงินเข้าบัญชีเงินฝากเงินตราต่างประเทศจาก 3 เดือนเป็น 6 เดือน และยังมีการดำเนินมาตรการป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาทโดยจำกัดการกู้ยืมระยะสั้นของสถาบันการเงินจากผู้มีถิ่นที่อยู่นอกประเทศ รวมทั้งจำกัดการกู้ยืมเงินบาทหรือธุรกิจอื่นที่มีลักษณะเป็นการกู้ยืมเงินบาทจากผู้มีถิ่นที่อยู่นอกประเทศ กรณีไม่มีการค้าหรือการลงทุนรองรับโดยให้กู้ยืมได้ไม่เกินรายละ 50 ล้านบาท เว้นแต่มีอายุสัญญาเกิน 3 เดือนขึ้นไป รวมไปถึงการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยยังได้มีการขยายขอบเขตการทำธุรกิจของสถาบันการเงินโดยให้สถาบันการเงินสามารถทำธุรกรรมที่ใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงหลักทรัพย์ประเภทตราสารหนี้ การอนุญาตให้ประกอบธุรกรรม Credit default swaps การอนุญาตให้ประกอบกิจการการให้บริการทางการเงินตามหลักชาริอะฮ์ (shariah banking service) การอนุญาตให้มีบัญชีดูแลผลประโยชน์ของคู่สัญญา (escrow account)

5. <u>ผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อภาวะเศรษฐกิจในช่วงปี พ.ศ. 2547</u>

ในปี พ.ศ. 2547 รัฐบาลได้เริ่มมีการนำนโยบายการเงินแบบเข้มงวดมาใช้อีกครั้งหนึ่ง ภายหลังจากที่ได้มีการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายมาอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี พ.ศ. 2542 โดยธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นถึง 3 ครั้งในช่วงครึ่งปีหลัง โดยได้มีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันจากร้อยละ 1.25 เป็นร้อยละ 1.50

ในวันที่ 25 สิงหาคม 2547 ปรับขึ้นจากร้อยละ 1.50 เป็นร้อยละ 1.75 ในวันที่ 20 ตุลาคม 2547 และจากร้อยละ 1.75 เป็นร้อยละ 2.0 ในวันที่ 15 ธันวาคม 2547 อันเป็นผลเนื่องมาจากธนาคารแห่งประเทศไทยมีความเห็นว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศควรปรับเข้าสู่ระดับที่สูงขึ้นเพื่อดูแลเสถียรภาพทางเศรษฐกิจในระยะต่อไป เพราะจากการที่อัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำนั้นมีความจำเป็นน้อยลง และจะส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อมีการปรับตัวสูงขึ้นเป็นอุปสรรคต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจที่ยั่งยืน

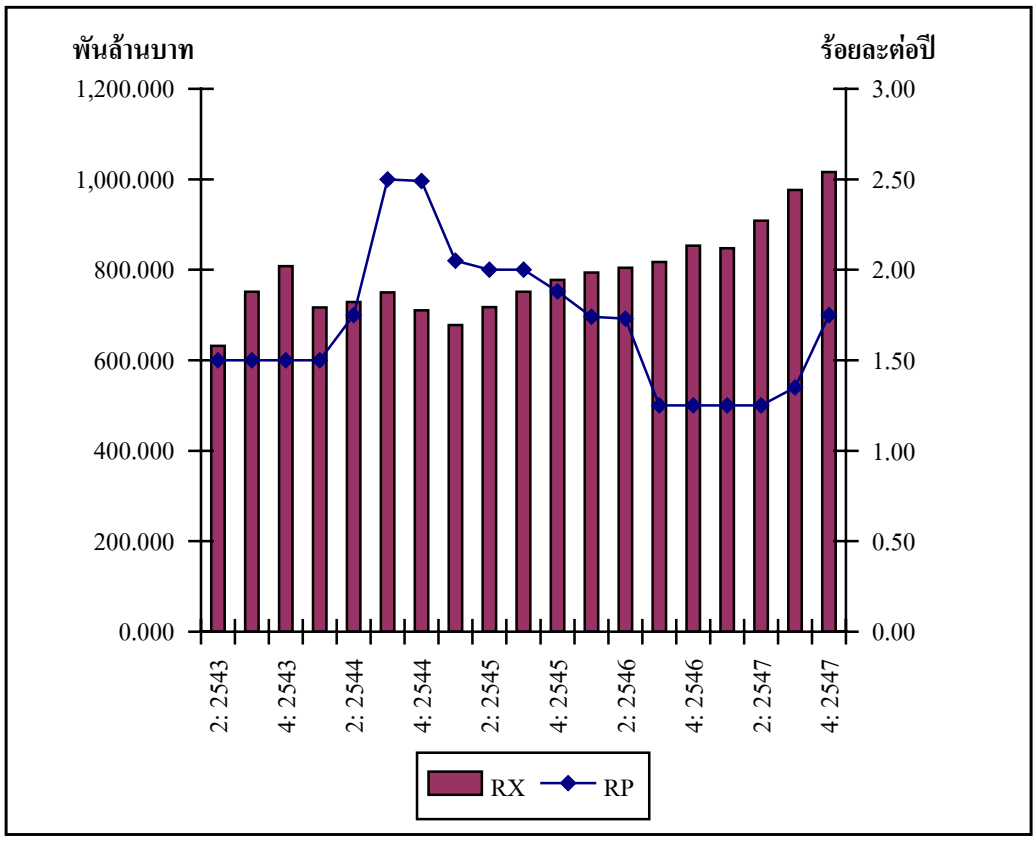
นอกจากนี้ได้ทำการออกมาตรการทางด้านดอกเบี้ยอื่น ๆ คือ การยกเลิกเกณฑ์การกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและให้จ่ายดอกเบี้ยได้ตามที่ออกประกาศ และมีการออกมาตรการการควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินอันได้แก่ การเพิ่มวงเงินการขออนุญาตซื้อขาย ฝาก ถอนเงินตราต่างประเทศจากเดิมที่เกิน 10,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นตั้งแต่ 20,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ หรือเทียบเท่า และการเปลี่ยนแปลงวงเงินที่ผู้ส่งออกต้องแจ้งรายการสินค้าจากเดิมวงเงินที่เกิน 500,000 บาท เป็นตั้งแต่ 20,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ หรือเทียบเท่า รวมทั้งมาตรการทางด้านสินเชื่อ คือ สำหรับบริษัทที่ประกอบธุรกิจบัตรเครดิตให้เพิ่มอัตราการผ่อนชำระหนี้ขั้นต่ำจากร้อยละ 5 เป็นไม่น้อยกว่าร้อยละ 10 ของยอดคงค้างทั้งสิ้น และวงเงินที่ให้แก่ผู้ถือบัตรแต่ละรายต้องไม่เกิน 5 เท่าของรายได้เฉลี่ยต่อเดือน และให้ยกเลิกบัตรเครดิตกรณีผู้ถือบัตรผิดนัดชำระหนี้เกินกว่า 3 เดือนนับแต่วันครบกำหนดชำระ

ความสัมพันธ์ของนโยบายการเงินกับมูลค่าการส่งออกของประเทศไทย

การส่งออกเป็นหนึ่งในปัจจัยที่เป็นตัวชี้สภาวะของประเทศได้ว่ามีเสถียรภาพ หรือมีความมั่นคงเพียงใด และมีบทบาทสำคัญในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ และจากที่กล่าวมาข้างต้นพบว่า การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยอาจส่งผลกระทบต่อการส่งออกให้เกิดการเปลี่ยนแปลงได้ ในส่วนนี้จะเป็นการวิเคราะห์ถึงผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงินที่มีต่อการส่งออกที่แท้จริงของประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลและข้อเท็จจริงต่าง ๆ มาใช้ประกอบในการวิเคราะห์ ดังนี้

โดยทำการพิจารณาในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 ถึงไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547 (ภาพที่ 4.1) พบว่า ในช่วงเวลาดังกล่าวนั้นเมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยได้ทำการปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยนโยบาย อันได้แก่ อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันนั้น พบว่ามูลค่าการส่งออกที่แท้จริงจะมีการปรับตัวตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว โดยในไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 ซึ่งเป็นไตรมาสแรกที่มีการประกาศใช้นโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อนั้น ธนาคารแห่ง

ประเทศไทยได้ทำการประกาศอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันในอัตราร้อยละ 1.50 ต่อปี และได้ทำการคงระดับอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ไว้จนถึงสิ้นปี พ.ศ. 2543 ซึ่งในช่วงเวลาดังกล่าวพบว่ามูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีแนวโน้มในการปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยในไตรมาสที่ 2 ของปี พ.ศ. 2543 นั้น มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีมูลค่าประมาณ 631.996 พันล้านบาท ในไตรมาสที่ 3 มีมูลค่าการส่งออกที่แท้จริงประมาณ 751.715 พันล้านบาท และในไตรมาสที่ 4 มีมูลค่าการส่งออกที่แท้จริงประมาณ 808.228 พันล้านบาท ซึ่งอาจเป็นผลเนื่องมาจากการที่ภาวะเศรษฐกิจโลกมีการขยายตัวได้ดีอย่างต่อเนื่อง ประกอบกับการที่ระดับราคาสินค้าส่งออกของประเทศไทยอยู่ในระดับที่ต่ำ ส่งผลให้มีความต้องการนำเข้าสินค้าจากประเทศไทยมากขึ้น ส่งผลให้มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงของประเทศไทยเกิดการขยายตัวในช่วงเวลาดังกล่าว



<u>ภาพที่ 4.1</u> มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงของประเทศไทย และอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2543-2547)

ในช่วงไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2544 ธนาคารแห่งประเทศไทยยังคงระดับอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันไว้ที่อัตราร้อยละ 1.50 ต่อปี ต่อเนื่องจากในปีที่แล้ว แต่ในช่วงไตรมาสนี้พบว่ามูล-ค่าการส่งออกที่แท้จริงมีการปรับตัวลดลงโดยมีมูลค่าประมาณ 716.480 พันล้านบาท ซึ่งอาจเป็นผลมาจากการที่ภาวะเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าสำคัญอันได้แก่ สหรัฐอเมริกา และญี่ปุ่น เกิดการชะลอตัวลง ส่งผลให้ความต้องการนำเข้าสินค้าของประเทศไทยลดลง มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงจึงเกิดการปรับตัวลดลงตาม ต่อมาในไตรมาสที่ 2 ของปี ธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันจากร้อยละ 1.50 ต่อปีเป็นร้อยละ 2.50 ต่อปี เพื่อทำการแก้ไขการบิดเบือนของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและเป็นการรักษาเสถียรภาพระหว่างประเทศดุลการชำระเงินมีการปรับตัวให้ดีขึ้น และเมื่อบรรลุเป้าหมายแล้วในไตรมาสที่ 4 ของปีธนาคารแห่งประเทศไทยจึงได้ทำการปรับลดอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันลงเล็กน้อยจากร้อยละ 2.50 ต่อปีเป็นร้อยละ 2.25 ต่อปี เพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจของประเทศไทย ซึ่งจากการที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยระยะต่าง ๆ มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นตาม ซึ่งพบว่ามูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีการปรับตัวลดลง โดยในช่วงปลายปีในไตรมาสที่ 4 มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงปรับตัวลดลงเหลือประมาณ 710.042 พันล้านบาท

ในไตรมาสที่ 1 ของปี พ.ศ. 2545 มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงของประเทศไทยยังมีการปรับลดลงอย่างต่อเนื่องจากในปี พ.ศ. 2544 โดยมีมูลค่าประมาณ 677.792 พันล้านบาท โดยในไตรมาสที่ 1 นี้ธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการประกาศปรับลดอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันลงจากร้อยละ 2.25 ต่อปีเป็นร้อยละ 2.0 ต่อปี เพื่อทำการกระตุ้นภาวะเศรษฐกิจให้มีการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง พบว่ามูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีแนวโน้มในการปรับตัวสูงขึ้น โดยในไตรมาสที่ 2 และไตรมาสที่ 3 ของปีมีมูลค่าประมาณ 717.265 พันล้านบาทและ 751.626 พันล้านบาทตามลำดับ ซึ่งอาจเกิดจากการที่อัตราดอกเบี้ยมีการปรับลดลง ประกอบกับการที่ภาวะเศรษฐกิจโลกเริ่มมีการฟื้นตัวขึ้น นอกจากนี้ในไตรมาสที่ 4 ของปีธนาคารแห่งประเทศไทยได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันลงอีกครั้ง โดยปรับลดลงจากร้อยละ 2.0 ต่อปีเป็นร้อยละ 1.75 ต่อปี ซึ่งพบว่ามูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีการขยายตัวอย่างต่อเนื่องโดยมีมูลค่าประมาณ 777.338 พันล้านบาท

ในปี พ.ศ. 2546 มูลค่าการส่งออกยังมีแนวโน้มในการขยายตัวอย่างต่อเนื่อง โดยในไตรมาสที่ 1 นั้นมีมูลค่าประมาณ 793.997 พันล้านบาท ซึ่งอาจผลต่อเนื่องมาจากการที่มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันลงถึง 2 ครั้งในปี พ.ศ. 2545 นอกจากนี้ในไตรมาสที่ 2

ของปีธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการประกาศลดอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน ลงอีกครั้งจากร้อยละ 1.75 ต่อปีเหลือร้อยละ 1.25 ต่อปี โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจให้มีการขยายตัวอย่างต่อเนื่อง และลดความผันผวนของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระยะสั้น ซึ่งจากการที่มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง ประกอบกับการที่ในช่วงปีนี้เศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าสำคัญ โดยเฉพาะในกลุ่มประเทศ อาเซียน และจีนได้มีการขยายตัวนั้น พบว่ามูลค่าการส่งออกที่แท้จริงของประเทศไทยได้มีการปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยในไตรมาสที่ 2 มีมูลค่าประมาณ 804.217 พันล้านบาท ไตรมาสที่ 3 มีมูลค่าประมาณ 816.980 พันล้านบาท และในไตรมาสที่ 4 มีมูลค่าประมาณ 853.324 พันล้านบาท

ในปี พ.ศ. 2547 นั้นมูลค่าการส่งออกที่แท้จริงได้มีการปรับตัวสูงขึ้นเป็นอย่างมาก ซึ่งอาจเป็นผลมาจากการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการประกาศลดอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันลงในปี พ.ศ. 2546 ประกอบกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าที่สำคัญ เช่น สหรัฐอเมริกา กลุ่มประเทศอาเซียน สหภาพยุโรป และญี่ปุ่น ซึ่งส่งผลให้ความต้องการสินค้านำเข้าของประเทศไทยเพิ่มขึ้นเป็นอย่างมาก ทำให้มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงเกิดการขยายตัว โดยในไตรมาสที่ 1 มีมูลค่าประมาณ 847.605 พันล้านบาท ไตรมาสที่ 2 มีมูลค่าประมาณ 902.359 พันล้านบาท ไตรมาสที่ 3 มีมูลค่าประมาณ 976.609 พันล้านบาท และไตรมาสที่ 4 มีมูลค่าประมาณ 1,016.116 พันล้านบาท แต่จากการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยมีความเห็นว่าควรปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเพื่อรักษาเสถียรภาพของประเทศในระยะต่อไป ทำให้ในปี พ.ศ. 2547 นี้ธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันถึง 3 ครั้งในไตรมาสที่ 3 และไตรมาสที่ 4 โดยมีการปรับเพิ่มจากร้อยละ 1.25 ต่อปีเป็นร้อยละ 1.50 ต่อปีในช่วงไตรมาสที่ 2 ปรับจากร้อยละ 1.50 ต่อปีเป็นร้อยละ 1.75 ต่อปี และจากร้อยละ 1.75 ต่อปีเป็นร้อยละ 2.0 ต่อปีในไตรมาสที่ 4

จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของนโยบายการเงินกับมูลค่าการส่งออกที่แท้จริงของประเทศไทยในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 ถึงไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547 นั้นพบว่าการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยโดยการปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยนโยบายนั้น มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงมูลค่าการส่งออกที่แท้จริงของประเทศไทย โดยในช่วงที่มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงนั้น พบว่ามูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีแนวโน้มในการปรับตัวสูงขึ้น ในทางตรงกันข้ามในช่วงที่มีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายนั้น พบว่ามูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีแนวโน้มในการปรับตัวลดลง

ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ภายในกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน

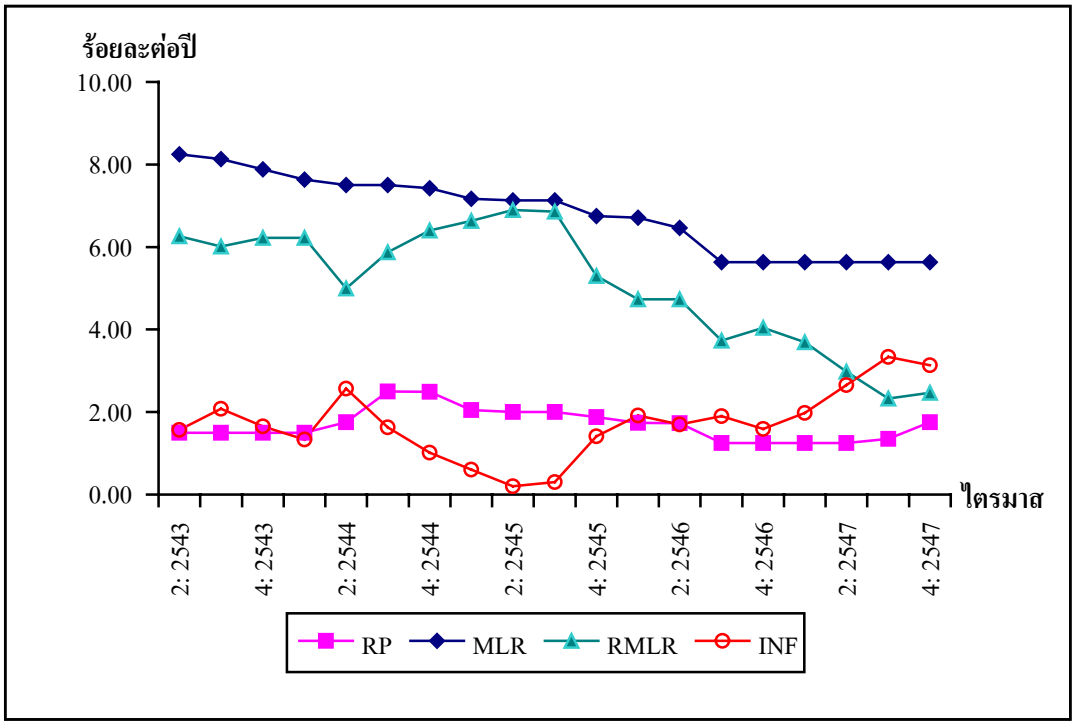
ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของนโยบายการเงินกับมูลค่าการส่งออกนั้น นอกจากการพิจารณาความสัมพันธ์ของตัวแปรนโยบายการเงินและการส่งออกแล้วนั้น จำเป็นจะต้องทำการพิจารณาความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ที่อยู่ในกลไกการส่งผ่านกระทบของนโยบายการเงินไปยังการส่งออก เนื่องจากตัวแปรเหล่านี้จะแสดงให้เห็นความสัมพันธ์และความเชื่อมโยงกันระหว่างนโยบายการเงินและการส่งออก นอกจากนี้การนำตัวแปรภายนอกที่อาจส่งผลกระทบต่อตัวแปรต่าง ๆ ที่อยู่ภายใต้กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินมาใช้ประกอบการวิเคราะห์ความสัมพันธ์นั้น จะช่วยให้ผลการศึกษาที่ได้มีความน่าเชื่อถือมากขึ้น โดยในส่วนนี้จะเป็นการวิเคราะห์ถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ภายในกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงิน และความสัมพันธ์ของตัวแปรภายนอกที่มีต่อตัวแปรที่อยู่ในกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินดังนี้

1. <u>อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน (RP) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดี (MLR) และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (RMLR)</u>

จากการศึกษาที่ผ่านมาแล้วนั้น พบว่าเมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยได้ทำการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายอันได้แก่ อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันนั้น จะส่งผลกระทบให้อัตราดอกเบี้ยต่าง ๆ ในตลาดการเงินเกิดการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน โดยอัตราดอกเบี้ยต่าง ๆ ที่เกิดการเปลี่ยนแปลงตามกลไกนโยบายการเงินนั้นรวมไปถึงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ด้วย โดยที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถือเป็นต้นทุนประเภทหนึ่งของผู้ประกอบการส่งออก โดยหากเมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ปรับตัวสูงขึ้นจะส่งผลให้การส่งออกลดลง เนื่องจากผู้ประกอบการมีต้นทุนที่สูงขึ้น จากแนวคิดดังกล่าวพบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR เป็นปัจจัยหนึ่งที่อาจส่งผลกระทบต่อมูลค่าการส่งออกที่แท้จริงของประเทศไทยได้ ดังนั้นในส่วนนี้จะเป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR ดังนี้

โดยเมื่อพิจารณาในช่วงปี พ.ศ. 2543 – พ.ศ. 2547 (ภาพที่ 4.2) พบว่า ในช่วงเวลาดังกล่าวธนาคารแห่งประเทศไทยได้ทำการปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยนโยบาย หรืออัตราดอกเบี้ย RP อยู่หลายครั้งทั้งการปรับขึ้นและปรับลดลงเพื่อให้สอดคล้องกับทิศทางของเศรษฐกิจในอนาคต โดยเมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยทำการปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ย RP แล้วพบว่า ถึงแม้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นมีการปรับตัวตามอัตราดอกเบี้ย RP แต่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR นั้นในบางช่วงเวลาไม่ได้มีการ

ปรับตัวที่ตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย RP โดยเฉพาะในช่วงที่มีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย RP ในช่วงไตรมาสที่ 2 ของปี พ.ศ. 2544 ถึงร้อยละ 1 ต่อปี โดยปรับขึ้นจากร้อยละ 1.5 ต่อปีเป็นร้อยละ 2.5 ต่อปี แต่ในช่วงเวลาดังกล่าวพบว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR ได้มีการปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งอาจเป็นผลมาจากการที่ระบบธนาคารพาณิชย์ในช่วงเวลาดังกล่าวมีสภาพคล่องส่วนเกินอยู่เป็นจำนวนมาก ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR ไม่ได้มีการปรับขึ้นตามการปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ย RP แต่อาจเป็นการปรับตัวตามสภาพคล่องส่วนเกินของระบบธนาคารพาณิชย์



ภาพที่ 4.2 อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดี อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง และอัตราเงินเฟ้อในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2543-2547)

นอกจากนี้หากพิจารณาถึงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR แล้วพบว่าในช่วงเวลาดังกล่าวอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR มีความผันผวนค่อนข้างมากตามการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อ โดยเมื่อพิจารณาจากภาพที่ 4.2 นั้นพบว่าในบางช่วงเวลาที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR มีการปรับตัวลดลง อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR กลับมีการปรับตัวลดลงมากกว่าอันเป็นผลเนื่องมาจากในช่วงเวลาดังกล่าวนั้นอัตราเงินเฟ้อมีการปรับตัวสูงขึ้นส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR มีค่าลดลง เช่นใน

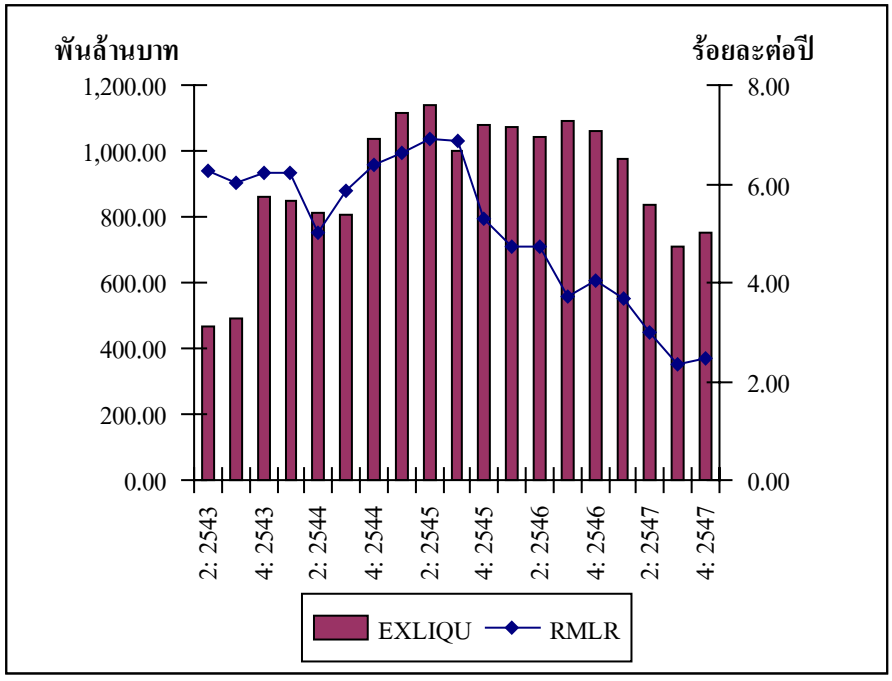
ไตรมาสที่ 2 ของปี พ.ศ. 2544 นั้นมีอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR อยู่ที่ระดับร้อยละ 7.5 ต่อปีแต่พบว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR กลับอยู่ที่ระดับร้อยละ 5.0 ต่อปี หรือในช่วงไตรมาสที่ 4 ของปี พ.ศ. 2547 นั้นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR อยู่ที่ระดับร้อยละ 5.63 ต่อปีแต่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR กลับอยู่ที่ระดับร้อยละ 2.47 ต่อปีเท่านั้น นอกจากนี้พบว่าในบางช่วงเวลาที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR มีการปรับตัวลดลงนั้น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR กลับมีการปรับตัวสูงขึ้นจากการที่ในช่วงเวลาดังกล่าวอัตราเงินเฟ้อมีการปรับตัวลดลง ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR มีค่าสูงขึ้น เช่น ในช่วงไตรมาสที่ 2 และไตรมาสที่ 3 ของปี พ.ศ. 2545 พบว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR มีค่าใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR มากโดยในไตรมาสที่ 2 มีอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR ร้อยละ 7.13 ต่อปี มีอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR ร้อยละ 6.9 ต่อปี และในไตรมาสที่ 3 มีอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR ร้อยละ 7.13 ต่อปี มีอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR ร้อยละ 6.86 ต่อปี

จากการศึกษาแสดงให้เห็นว่า อัตราดอกเบี้ย MLR มีแนวโน้มในการปรับตัวไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราดอกเบี้ย RP แต่พบว่าในบางช่วงเวลาอาจไม่มีการปรับตัวไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งอาจเป็นผลเนื่องมาจากการที่ระบบธนาคารพาณิชย์มีสภาพคล่องส่วนเกินอยู่เป็นจำนวนมาก นอกจากนี้ในส่วนของอัตราดอกเบี้ย RMLR นั้นมีแนวโน้มในการปรับตัวไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราดอกเบี้ย RP เช่นเดียวกัน ถึงแม้จะมีความผันผวนที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อก็ตาม

2. <u>สภาพคล่องส่วนเกินของระบบธนาคารพาณิชย์ไทย (EXLIQU) และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (RMLR)</u>

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ย RP และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR ข้างต้นพบว่า ในช่วงปี พ.ศ. 2543 – พ.ศ. 2547 นั้น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR มีแนวโน้มในการปรับตัวไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราดอกเบี้ย RP แต่พบว่าในบางช่วงเวลาอาจไม่มีการการปรับตัวไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งอาจเป็นผลเกิดจากสาเหตุต่าง ๆ หลายประการ ดังนั้นจึงจำเป็นต้องทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR โดยตัวแปรหนึ่งที่ทำการศึกษาในครั้งนี้ได้แก่ สภาพคล่องส่วนเกินของระบบธนาคารพาณิชย์ไทย ซึ่งเป็นปัจจัยภายนอกที่มีผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR โดยเมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR และสภาพคล่องส่วนเกินของระบบธนาคารพาณิชย์ไทยในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547 (ภาพที่ 4.3) พบว่าในช่วงเวลาดังกล่าว สภาพคล่องส่วนเกินของระบบธนาคารพาณิชย์ไทยมีแนวโน้มในการปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งเป็นผลมาจากการที่เงินฝากมีการขยายตัวสูง

อย่างต่อเนื่อง เพราะประชาชนมีความระมัดระวังในการใช้จ่ายและออมเงินมากขึ้น ประกอบกับการที่ธนาคารมีความระมัดระวังในการให้สินเชื่อมากขึ้น รวมถึงการที่ภาคธุรกิจยังมีกำลังการผลิตส่วนเกินอยู่ ความต้องการสินเชื่อจึงมีต่ำ ผลที่ตามมาคือ สภาพคล่องส่วนเกินเกิดการปรับตัวสูงขึ้นตามมา โดยในช่วงเวลาดังกล่าวพบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR มีแนวโน้มในการปรับตัวลดลง ถึงแม้ในบางช่วงจะเกิดความผันผวนที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อก็ตาม ซึ่งแสดงให้เห็นว่าธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ได้มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR ลงเพื่อทำการลดสภาพคล่องส่วนเกินของในแต่ละธนาคารลง

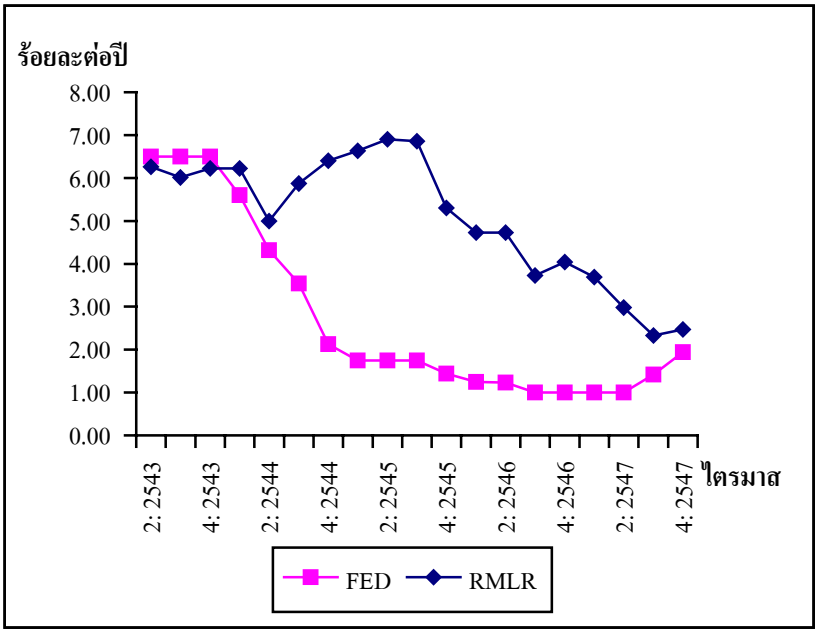


<u>ภาพที่ 4.3</u> สภาพคล่องส่วนเกินของระบบธนาคารพาณิชย์ไทยและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดี ที่แท้จริงในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543- ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2543-2547)

จากการศึกษาข้างต้นแสดงให้เห็นว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR มีความสัมพันธ์กับสภาพคล่องส่วนเกินของระบบธนาคารพาณิชย์ไทยในทิศทางตรงกันข้าม โดยในช่วงเวลาที่สภาพคล่องส่วนเกินมีสูงจะทำให้ธนาคารพาณิชย์ทำการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR ลง (RMLR ปรับตัวลดลง) เพื่อลดสภาพคล่องส่วนเกินดังกล่าว และเมื่อสภาพคล่องส่วนเกินมีต่ำ จะส่งผลให้ธนาคารพาณิชย์ทำการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR (RMLR ปรับตัวสูงขึ้น) เพื่อทำการเพิ่มสภาพคล่องให้แก่ธนาคารพาณิชย์ดังกล่าว

3. <u>อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของธนาคารกลางประเทศสหรัฐอเมริกา (FED) และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (RMLR)</u>

ในปัจจุบันระบบการเงินโลกมีความเชื่อมโยงกันมากขึ้น การเคลื่อนย้ายเงินทุนทำได้อย่างรวดเร็ว ซึ่งก่อให้เกิดความผันผวนต่อระบบการเงินของประเทศได้โดยง่าย โดยเฉพาะอย่างยิ่งการตอบสนองของอัตราดอกเบี้ยในประเทศที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยจากต่างประเทศ ดังนั้นอัตราดอกเบี้ย FED จึงเป็นอีกตัวแปรหนึ่งที่อาจส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR โดยสามารถแสดงให้เห็นได้ดังภาพที่ 4.4 พบว่าในช่วงระหว่างไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543- ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547 อัตราดอกเบี้ย FED มีแนวโน้มในการปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในปี พ.ศ. 2544 เพียงปีเดียวมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ย FED ลงถึง 11 ครั้งจากร้อยละ 6.5 ต่อปีในช่วงต้นปี มาอยู่ที่ร้อยละ 1.75 ต่อปี อันเนื่องมาจากการที่ประเทศสหรัฐอเมริกาต้องการกระตุ้นการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ซึ่งในขณะเดียวกันนั้นพบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR มีแนวโน้มในการปรับตัวลดลงเช่นเดียวกัน ถึงแม้ในบางช่วงเวลาจะมีการปรับตัวสูงขึ้นอันเนื่องมาจากการปรับลดลงของอัตราเงินเฟ้อ ซึ่งจากการปรับตัวลดลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR นั้นจะทำให้ช่องว่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศและภายนอกประเทศลดลง

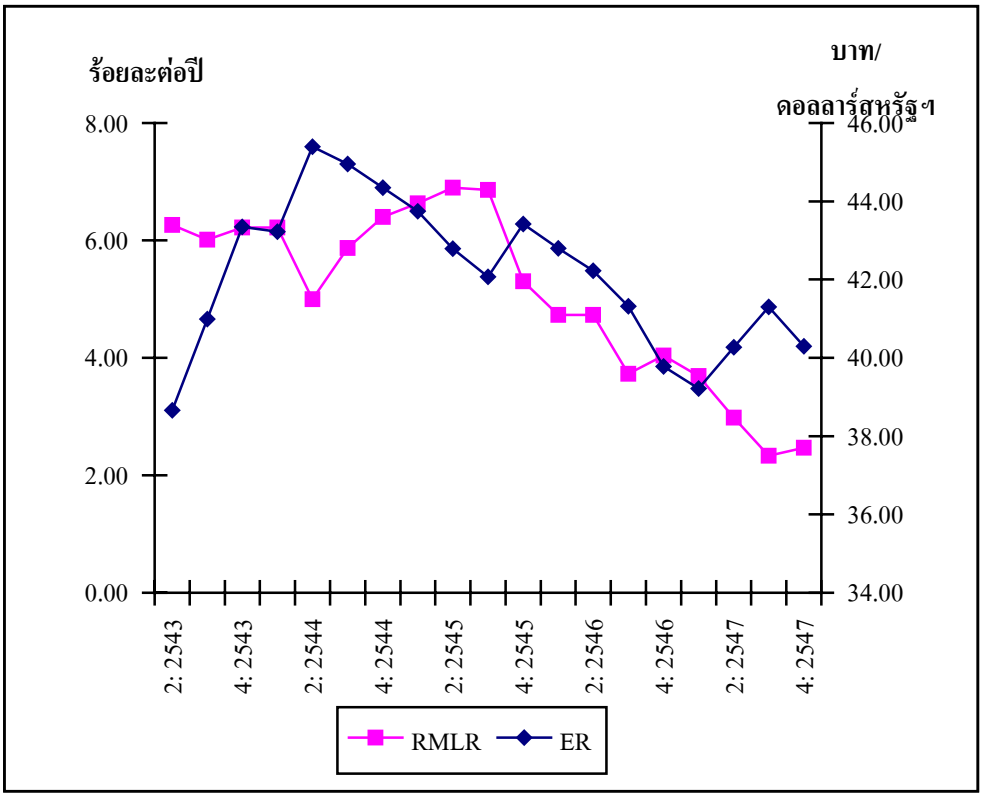


<u>ภาพที่ 4.4</u> อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของธนาคารกลางประเทศสหรัฐอเมริกาและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง ในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543- ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2547
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2543-2547)

จากการศึกษาแสดงให้เห็นว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ย FED ในทิศทางเดียวกัน โดยในช่วงที่อัตราดอกเบี้ย FED มีการปรับตัวสูงขึ้นจะทำให้ธนาคารพาณิชย์ทำการปรับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR ให้สูงขึ้น (RMLR ปรับตัวสูงขึ้น) ในทางตรงกันข้ามเมื่ออัตราดอกเบี้ย FED มีการปรับตัวลดลงจะทำให้ธนาคารพาณิชย์ทำการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR ลงเช่นกัน (RMLR ปรับตัวลดลง)

4. <u>อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (RMLR) และอัตราแลกเปลี่ยน (ER)</u>

จากการที่ประเทศไทยมีระบบเศรษฐกิจแบบเปิดและใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว ส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศอาจส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนได้ ซึ่งหากพิจารณาในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547 (ภาพที่ 4.5) พบว่า ในช่วงเวลาดังกล่าวอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR มีแนวโน้มในการปรับตัวลดลง ส่งผลให้เกิดเงินทุนไหลออกจากประเทศ ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวเพิ่มขึ้น (อ่อนค่าลง) โดยเฉพาะในช่วงต้นปี พ.ศ. 2544 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR มีการปรับตัวลดลงเป็นอย่างมากจากร้อยละ 6.22 ต่อปีในไตรมาสที่ 1 ลดลงเหลือเพียงร้อยละ 5.00 ต่อปีในไตรมาสที่ 2 ส่งผลให้ในช่วงเวลาดังกล่าวอัตราแลกเปลี่ยนเกิดการปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว (อ่อนค่าลง)จาก 43.22 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 45.39บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งอาจเป็นผลเนื่องมาจากอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินมีการปรับตัวลดลง และความไม่ชัดเจนของการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจของประเทศญี่ปุ่น ซึ่งส่งผลให้ค่าเงินบาทและค่าเงินในภูมิภาคอ่อนค่าลง ต่อมานับตั้งแต่ไตรมาสที่ 3 ของปี พ.ศ. 2544 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนเริ่มมีการปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องตาม (แข็งค่าขึ้น) นอกจากนี้พบว่า ในบางช่วงเวลาถึงแม้ว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR จะมีการปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง แต่อัตราแลกเปลี่ยนกลับมีการปรับตัวลดลงตาม (แข็งค่าขึ้น) โดยสามารถพิจารณาได้จากช่วงไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2545 เป็นต้นมาอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR มีการปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง แต่ในช่วงเวลาดังกล่าวอัตราแลกเปลี่ยนกลับมีแนวโน้มในการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) ตาม ซึ่งอาจเป็นผลเนื่องมาจากการเกิดความไม่แน่นอนเกี่ยวกับภาวะสงครามระหว่างสหรัฐฯ กับอิรักในช่วงปี พ.ศ. 2546 และเศรษฐกิจประเทศสหรัฐฯ ก็ยังไม่ได้มีการฟื้นตัวอย่างชัดเจน ประกอบกับการที่ภาวะเศรษฐกิจของประเทศไทยมีการขยายตัวดีอย่างต่อเนื่อง จึงส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) แม้ว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR จะมีการปรับตัวลดลงก็ตาม



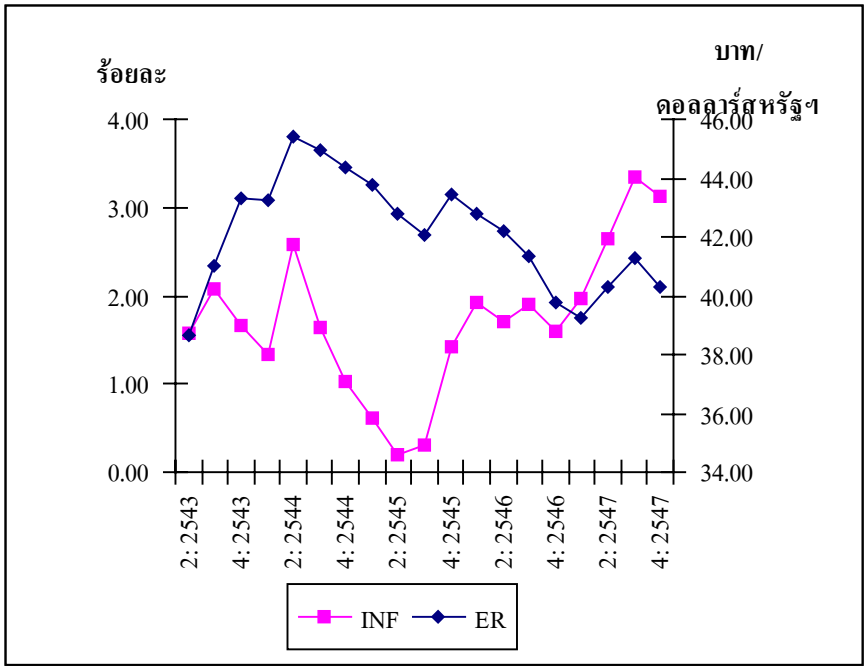
<u>ภาพที่ 4.5</u> อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงและอัตราแลกเปลี่ยน ในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543- ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2543-2547)

จากการศึกษาข้างต้นแสดงให้เห็นว่า อัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR ในทิศทางตรงกันข้าม โดยในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR มีการปรับตัวลดลง จะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวสูงขึ้น (อ่อนค่าลง) อันเนื่องมาจากการไหลออกของเงินทุน และในทางตรงกันข้ามในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR มีการปรับตัวสูงขึ้น จะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) แต่พบว่าในบางช่วงเวลาอัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งอาจเกิดจากการที่ภาวะเศรษฐกิจของประเทศไทยมีการขยายตัวอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่ภาวะเศรษฐกิจโลกยังอยู่ในช่วงฟื้นตัวส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนของประเทศไทยมีการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) แม้ว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR จะมีการปรับตัวลดลงก็ตาม

5. <u>อัตราเงินเฟ้อ (INF) และอัตราแลกเปลี่ยน (ER)</u>

จากทฤษฎีปัจจัยกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนพบว่า นอกจากอัตราดอกเบี้ยแล้ว อัตราเงินเฟ้อเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่สามารถส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนได้ กล่าวคือ ประเทศที่มีอัตราเงินเฟ้อสูงกว่าโดยเปรียบเทียบกับอีกประเทศหนึ่ง จะส่งผลให้ราคาสินค้าส่งออกสูงขึ้นเปรียบเทียบกับสินค้านำเข้า ดุลการค้าจะมีการปรับตัวลดลง อัตราแลกเปลี่ยนจะมีการปรับตัวสูงขึ้น (อ่อนค่าลง) ในขณะที่ประเทศที่มีอัตราเงินเฟ้อต่ำกว่าโดยเปรียบเทียบกับอีกประเทศหนึ่ง อัตราแลกเปลี่ยนจะมีการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) ซึ่งเมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราเงินเฟ้อในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 –ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547 (ภาพที่ 4.6) พบว่า อัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราเงินเฟ้อ โดยในช่วงที่อัตราเงินเฟ้อมีการปรับตัวลดลง เช่น ในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2544-ไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2545 อัตราเงินเฟ้อมีการปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องจากร้อยละ 2.57 ในไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2544 เหลือร้อยละ 0.20 ในไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2545 ซึ่งในช่วงเวลาดังกล่าวอัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) ตามจาก 45.39 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 42.78 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ



<u>ภาพที่ 4.6</u> อัตราเงินเฟ้อและอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 –ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2543-2547)

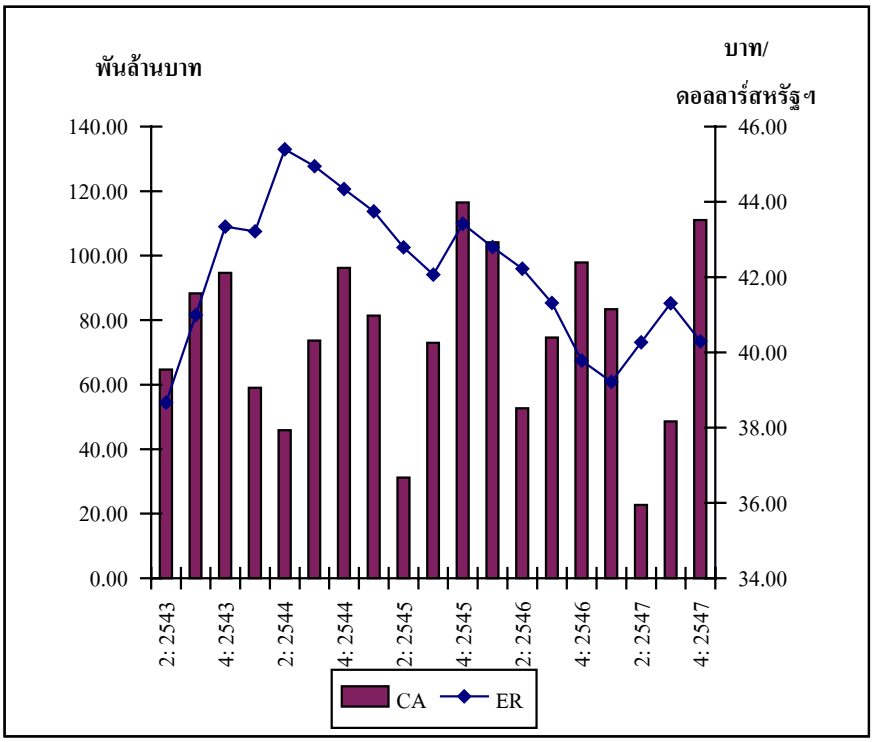
ส่วนในช่วงเวลาที่อัตราเงินเฟ้อมีการปรับตัวสูงขึ้น เช่น ในช่วงไตรมาสที่ 1-ไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2547 อัตราเงินเฟ้อมีการปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นจากร้อยละ 1.98 ในไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2547 มาเป็นร้อยละ 3.34 ในไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2547 ซึ่งในช่วงเวลาดังกล่าวอัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวสูงขึ้น (อ่อนค่าลง) จาก 39.21 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ มาเป็น 41.30 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ

จากการศึกษาข้างต้นแสดงให้เห็นว่า อัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินเฟ้อในทิศทางเดียวกัน อันเนื่องมาจากว่า หากอัตราเงินเฟ้อมีการปรับตัวสูงขึ้นจะส่งผลให้ราคาสินค้าออกมีการปรับตัวสูงขึ้น ส่งผลให้ดุลการค้ามีการปรับตัวลดลง ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนเกิดการปรับตัวสูงขึ้น (อ่อนค่าลง) ตามมา ในทางตรงกันข้ามหากอัตราเงินเฟ้อมีการปรับตัวลดลงนั้น จะส่งผลให้ราคาสินค้าออกมีการปรับตัวลดลง ส่งผลให้ดุลการค้ามีการปรับตัวสูงขึ้น อัตราแลกเปลี่ยนเกิดการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) ตามมา

6. <u>ดุลบัญชีเดินสะพัด (CA) และอัตราแลกเปลี่ยน (ER)</u>

ดุลบัญชีเดินสะพัดเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่สามารถส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนได้ กล่าวคือ ในช่วงเวลาที่ดุลบัญชีเดินสะพัดมีการปรับตัวสูงขึ้นนั้นจะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนเกิดการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) ในทางตรงกันข้ามหากดุลบัญชีเดินสะพัดมีการปรับตัวลดลง จะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนเกิดการปรับตัวเพิ่มขึ้น (อ่อนค่าลง) ซึ่งเมื่อพิจารณาในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547 (ภาพที่ 4.7) พบว่า อัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวไปในทิศทางตรงกันข้ามกับดุลบัญชีเดินสะพัด โดยในช่วงที่ดุลบัญชีเดินสะพัดมีการปรับตัวสูงขึ้น เช่นในช่างไตรมาสที่ 3 – ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2544 นั้นอัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) จาก 44.95 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ มาเป็น 44.34 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ หรือในช่วงไตรมาสที่ 2 –ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2546 นั้นอัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) จาก 42.23 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ มาเป็น 39.78 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ

ในทางกลับกัน ช่างที่ดุลบัญชีเดินสะพัดมีการปรับตัวลดลง เช่น ในไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2543 –ไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2544 อัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวสูงขึ้น (อ่อนค่าลง) จาก 43.34 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 45.39 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ หรือในช่วงไตรมาสที่ 1 –ไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2547 ดุลบัญชีเดินสะพัดมีการปรับตัวลดลงเป็นอย่างมาก ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวสูงขึ้น (อ่อนค่าลง)จาก 39.21 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 40.27 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นต้น



ภาพที่ 4.7 ดุลบัญชีเดินสะพัดและอัตราแลกเปลี่ยน ในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 –ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547

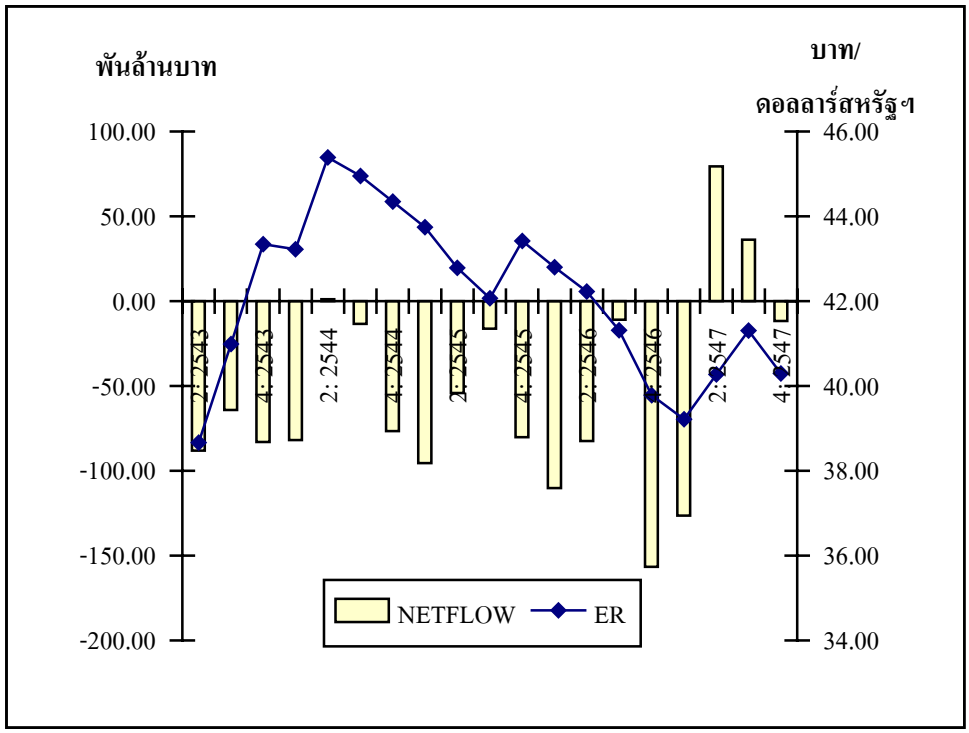
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2543-2547)

จากการศึกษาข้างต้นแสดงให้เห็นว่า อัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์กับดุลบัญชีเดินสะพัดในทิศทางตรงกันข้าม โดยในช่วงที่ดุลบัญชีเดินสะพัดมีการปรับตัวสูงขึ้น จะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) ในทางตรงกันข้ามหากดุลบัญชีเดินสะพัดมีการปรับตัวลดลงจะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวสูงขึ้น (อ่อนค่าลง)

7. เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิ (NETFLOW) และอัตราแลกเปลี่ยน (ER)

จากที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR และอัตราแลกเปลี่ยนนั้น พบว่าเมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR เกิดการเปลี่ยนแปลง จะส่งผลให้เกิดเงินทุนเคลื่อนย้ายตามผลต่างของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศและอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศ และจากการที่เกิดเงินทุนเคลื่อนย้ายดังกล่าวจะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนเกิดการเปลี่ยนแปลงตามกล่าวคือ ในช่วงเวลาที่มีเงินทุนไหลเข้าประเทศจะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) และหากในช่วงเวลาใดที่มี

เงินทุนไหลออกจะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนปรับตัวสูงขึ้น (อ่อนค่าลง) ซึ่งเมื่อพิจารณาในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547 (ภาพที่ 4.8) พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์กับเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิในทิศทางเดียวกัน โดยในช่วงเวลาที่มีเงินทุนไหลออกเป็นจำนวนมาก เช่น ในช่วงไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2546 มีเงินทุนไหลออกเป็นจำนวน 156.676 พันล้านบาท พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) จาก 41.31 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 39.78 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ หรือในขณะที่มีเงินทุนไหลเข้าเพิ่มขึ้นในไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2547 เป็นจำนวน 79.502 พันล้านบาท พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนกลับมีการปรับตัวเพิ่มขึ้น (อ่อนค่าลง) จาก 39.21 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 40.27 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ



ภาพที่ 4.8 เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิและอัตราแลกเปลี่ยน ในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547

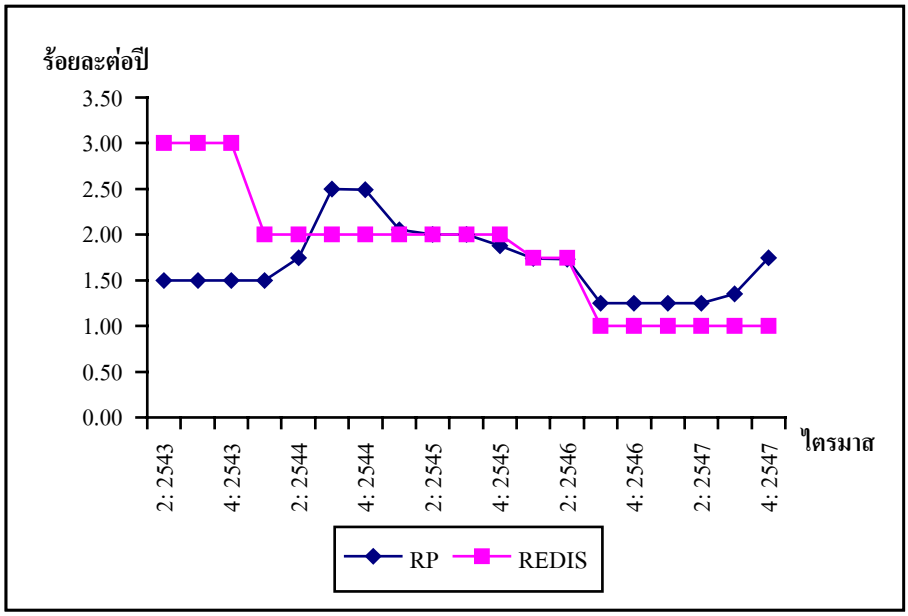
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2543-2547)

จากการศึกษาข้างต้นแสดงให้เห็นว่า อัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์กับเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิในทิศทางเดียวกัน โดยในช่วงเวลาที่มีเงินทุนไหลออกมาก กลับพบว่าอัตราแลกเปลี่ยนกลับมีการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) หรือในช่วงเวลาที่มีเงินทุนไหลเข้ากลับพบว่าอัตราแลกเปลี่ยนกลับมีการปรับตัวเพิ่มขึ้น (อ่อนค่าลง) ซึ่งอาจเกิดจากการที่ภาวะเศรษฐกิจของประเทศไทยมีการขยายตัว

อย่างต่อเนื่อง ในขณะที่ภาวะเศรษฐกิจโลกอยู่ในภาวะฟื้นตัว ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) ถึงแม้ว่าจะมีเงินทุนไหลออกจากประเทศก็ตาม

8. <u>อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน (RP) และอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย (REDIS)</u>

อัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงิน ถือเป็นเครื่องมือทางนโยบายการเงินประเภทหนึ่งของธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งจะช่วยให้ผู้ประกอบการสามารถมีเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินกิจการได้ โดยธนาคารแห่งประเทศไทยจะทำการเปลี่ยนแปลงอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินให้สอดคล้องกับอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาด ซึ่งหากพิจารณาถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ย RP และอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547 (ภาพที่ 4.9) พบว่า อัตราดอกเบี้ย RP มีการปรับลดลงหลายครั้งในช่วงเวลาดังกล่าว จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดมีการปรับตัวลดลงเพื่อให้สอดคล้องกับทิศทางของการดำเนินนโยบายการเงิน ซึ่งพบว่าในช่วงเวลาดังกล่าว ธนาคารแห่งประเทศไทยมีการปรับลดอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินลง โดยปรับลดจากร้อยละ 3.0 ต่อปีในไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 เหลือเพียงร้อยละ 1.0 ต่อปีในไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547



<u>ภาพที่ 4.9</u> อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันและอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย ในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2543-2547)

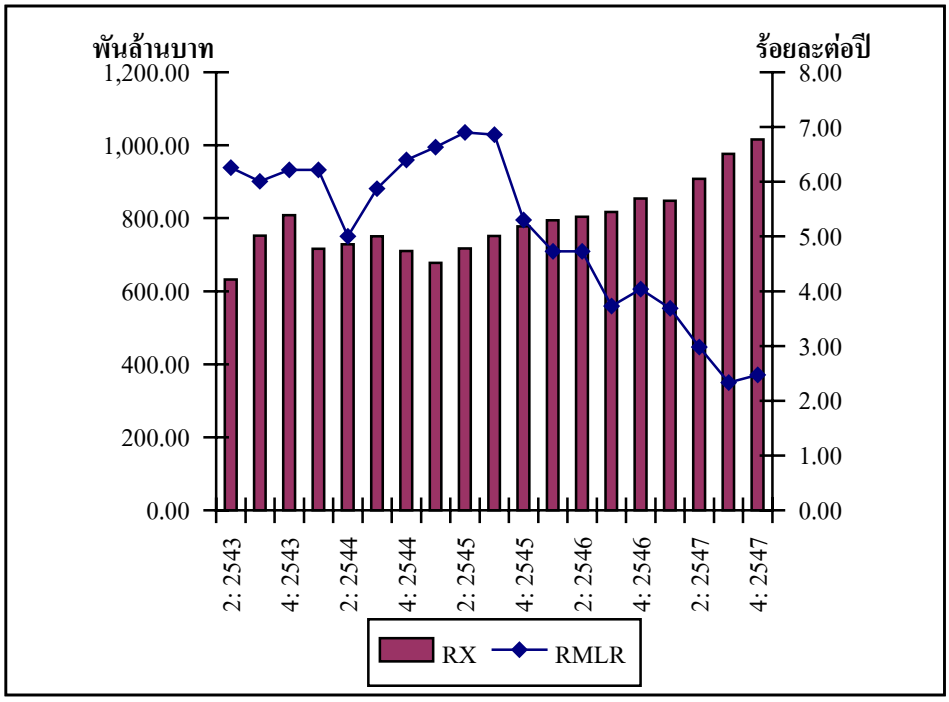
เพื่อให้สอดคล้องกับระดับอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดด้วย ดังนั้นจะเห็นได้ว่าอัตราดอกเบี้ย RP และอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินจึงมีแนวโน้มในการปรับตัวลดลงเช่นเดียวกัน

จากการศึกษาข้างต้นแสดงให้เห็นว่า อัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยทำการประกาศลดอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันลงแล้วธนาคารแห่งประเทศไทยจะทำการปรับลดอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินลงตามเพื่อให้สอดคล้องกัน ในทางตรงกันข้ามเมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยทำการประกาศเพิ่มอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันขึ้นแล้วธนาคารแห่งประเทศไทยจะทำการเพิ่มอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินขึ้นให้สอดคล้องเช่นเดียวกัน

9. <u>อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (RMLR) และมูลค่าการส่งออกที่แท้จริง (RX)</u>

จากการศึกษาแนวคิดเกี่ยวกับกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินที่ส่งผ่านผลกระทบไปยังการส่งออกนั้นพบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบโดยตรงต่อผู้ประกอบการส่งออกอันเนื่องมาจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้นั้นถือเป็นต้นทุนของผู้ประกอบการ หากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR มีการปรับตัวสูงขึ้นนั้น จะส่งผลให้ผู้ประกอบการมีต้นทุนสูงขึ้นและจะลดการส่งออกลง ในทางตรงกันข้ามหากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR มีการปรับตัวลดลงนั้นจะส่งผลให้ผู้ประกอบการมีต้นทุนลดลง และจะเพิ่มการส่งออกขึ้น

ซึ่งหากพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR และมูลค่าการส่งออกที่แท้จริง ในช่วงระหว่างไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 -ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547 (ภาพที่ 4.10) พบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR กับมูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกัน โดยในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR มีการปรับตัวสูงขึ้น เช่น ในช่วงไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2544- ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2545 พบว่าในช่วงเวลาดังกล่าวมูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีแนวโน้มในการปรับตัวลดลง ในทางตรงกันข้ามช่วงเวลาที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR มีการปรับตัวลดลง เช่น ในช่วงไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2545 เป็นต้นมานั้น พบว่ามูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีแนวโน้มในการปรับตัวสูงขึ้น



ภาพที่ 4.10 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงและมูลค่าการส่งออกที่แท้จริง ในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543-ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547

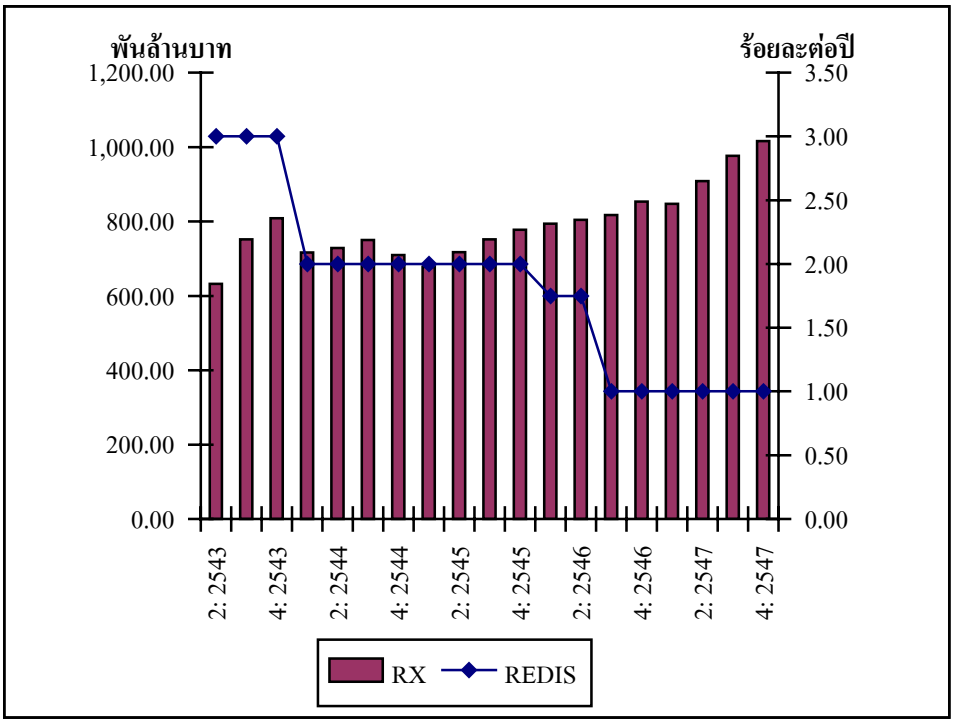
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2543-2547)

จากการศึกษาข้างต้นแสดงให้เห็นว่า มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR ในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ ในช่วงเวลาที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR มีการปรับตัวลดลงนั้น มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีแนวโน้มในการปรับตัวสูงขึ้น และหากช่วงเวลาใดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR มีการปรับตัวสูงขึ้น มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีแนวโน้มในการปรับตัวลดลง

10. อัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย (REDIS) และมูลค่าการส่งออกที่แท้จริง (RX)

อัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลกระทบโดยตรงต่อมูลค่าการส่งออกที่แท้จริงของประเทศไทย กล่าวคือ เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยทำการเพิ่มอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินนั้น ธนาคารพาณิชย์จะทำการเพิ่มอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินจากผู้ประกอบการส่งออกตาม ผู้ประกอบการส่งออกจะทำการกู้ยืมเงินจากธนาคารพาณิชย์ลดลง ส่งผลให้มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงปรับตัวลดลงตามมา ในทางตรงกันข้ามเมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยทำ

การลดอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินลง ธนาคารพาณิชย์จะทำการลดอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินลงตาม ผู้ประกอบการส่งออกจะทำการกู้ยืมเงินจากธนาคารพาณิชย์เพิ่มขึ้น ส่งผลให้มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งหากพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินและมูลค่าการส่งออกที่แท้จริงในช่วงระหว่างไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 –ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547 (ภาพที่ 4.11) พบว่าในช่วงเวลาดังกล่าวอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินได้มีการปรับลง 3 ครั้งคือ ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2544 ปรับลดลงจากร้อยละ 3.0 ต่อปีเป็นร้อยละ 2.0 ต่อปี ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2546 ปรับลดลงจากร้อยละ 2.0 ต่อปีเป็นร้อยละ 1.75 ต่อปี และไตรมาสที่ 3 พ.ศ. 2546 ปรับลดลงจากร้อยละ 1.75 ต่อปีเป็นร้อยละ 1.0 ต่อปี ในขณะที่มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีแนวโน้มในการปรับตัวสูงขึ้น



<u>ภาพที่ 4.11</u> อัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทยและมูลค่าการส่งออกที่แท้จริง ในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 –ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547

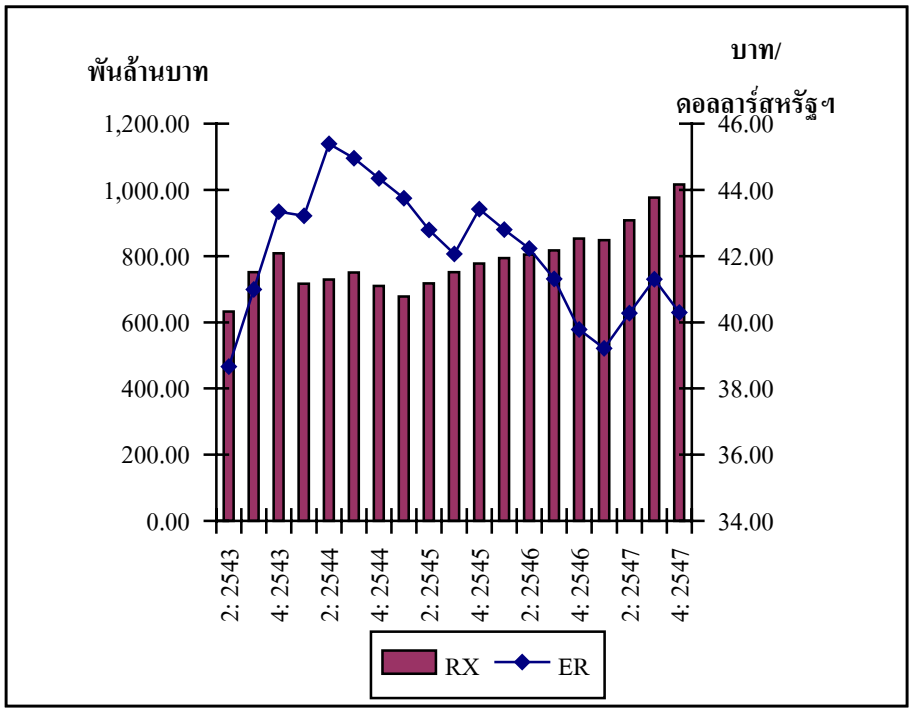
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2543-2547)

จากการศึกษาข้างต้นแสดงให้เห็นว่า มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีความสัมพันธ์กับอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทยในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ ในช่วงเวลาที่อัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินมีการปรับตัวลดลงนั้น พบว่ามูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีแนวโน้มในการปรับ

ตัวสูงขึ้น และในทางตรงกันข้ามเมื่ออัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินมีการปรับตัวเพิ่มขึ้น พบว่ามูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีแนวโน้มในการปรับตัวลดลง

11. <u>อัตราแลกเปลี่ยน (ER) และมูลค่าการส่งออกที่แท้จริง (RX)</u>

ปัจจัยที่ส่งผลกระทบโดยตรงต่อมูลค่าส่งออกที่แท้จริงนั้น นอกจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR และอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินแล้ว ยังมีอีกหนึ่งปัจจัยที่มีบทบาทสำคัญในการส่งผลกระทบของนโยบายการเงินไปยังมูลค่าการส่งออกที่แท้จริงได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งอัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงไปจะส่งผลให้ราคาสินค้าออกของประเทศไทยในสายตาชาวต่างประเทศเปลี่ยนแปลงไปกล่าวคือ เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนปรับตัวสูงขึ้น (อ่อนค่าลง) จะส่งผลให้ราคาสินค้าออกของประเทศไทยถูกลงในสายตาชาวต่างประเทศ ทำให้มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงเกิดการขยายตัว ในทางตรงกันข้ามเมื่ออัตราแลกเปลี่ยนปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) จะส่งผลให้ราคาสินค้าออกของประเทศไทยสูงขึ้นในสายตาชาวต่างประเทศทำให้มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงเกิดการหดตัว



<u>ภาพที่ 4.12</u> อัตราแลกเปลี่ยนและมูลค่าการส่งออกที่แท้จริง ในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 – ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2543-2547)

ซึ่งหากพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนและมูลค่าการส่งออกที่แท้จริง ในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 –ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2547 (ภาพที่ 4.12) พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนกับมูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีความสัมพันธ์กันในทิศทางตรงกันข้าม โดยในช่วงที่อัตราแลกเปลี่ยนมีแนวโน้มในการปรับตัวสูงขึ้น (อ่อนค่าลง) เช่น ในช่วงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2543 –ไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2545 นั้นพบว่า มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีแนวโน้มในการปรับตัวลดลง ในทางตรงกันข้ามในช่วงที่อัตราแลกเปลี่ยนมีแนวโน้มในการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) เช่น ในช่วงไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2545 –ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2547 นั้นพบว่ามูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีแนวโน้มในการปรับตัวสูงขึ้น

จากการศึกษาข้างต้นแสดงให้เห็นว่า มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ ในช่วงที่อัตราแลกเปลี่ยนมีแนวโน้มในการปรับตัวสูงขึ้น (อ่อนค่าลง) นั้นพบว่ามูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีแนวโน้มในการปรับตัวลดลง และในช่วงที่อัตราแลกเปลี่ยนมีแนวโน้มในการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) นั้นพบว่ามูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีแนวโน้มในการปรับตัวสูงขึ้น

จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของการดำเนินนโยบายการเงินกับการมูลค่าการส่งออกนั้นพบว่า มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงนั้นมีความสัมพันธ์กับการดำเนินนโยบายการเงินโดยการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย RP ในทิศทางตรงกันข้าม และจากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ภายในกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินนั้นพบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR จะมีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ย RP และอัตราดอกเบี้ย FED ในทิศทางเดียวกัน มีความสัมพันธ์กับสภาพคล่องส่วนเกินของระบบธนาคารพาณิชย์ไทยในทิศทางตรงกันข้าม ส่วนอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราดอกเบี้ย RP ในขณะที่อัตราแลกเปลี่ยนนั้นมีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR และดุลบัญชีเดินสะพัดในทิศทางตรงกันข้าม มีความสัมพันธ์กับอัตราเงินเฟ้อและเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิในทิศทางเดียวกัน และเมื่อทำการพิจารณามูลค่าการส่งออกที่แท้จริงนั้นพบว่าจะมีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ RMLR , อัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงิน และอัตราแลกเปลี่ยนในทิศทางตรงกันข้าม

บทที่ 5

ผลการวิเคราะห์และข้อวิจารณ์

การศึกษาในบทนี้จะแสดงให้เห็นถึงผลการวิเคราะห์ในเชิงปริมาณ โดยอาศัยแบบจำลองดังที่กล่าวมาแล้วในบทที่ 3 โดยจะเป็นการวิเคราะห์แบบจำลองสมการพฤติกรรม โดยแสดงผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของปัจจัยกำหนดการส่งออกที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงิน และผลกระทบของปัจจัยเหล่านั้นที่มีต่อการส่งออกของประเทศไทย ผ่านกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงิน ตามรายละเอียดดังนี้

1. <u>การทดสอบลักษณะนิ่ง (stationary) ของตัวแปรและการทดสอบทางสถิติต่าง ๆ ของสมการ</u>

ในขั้นตอนแรกของการประมาณค่าแบบจำลองนั้น จำเป็นต้องทำการทดสอบลักษณะนิ่งของตัวแปรทั้งหมดในแบบจำลอง โดยจากผลการทดสอบลักษณะนิ่ง (ภาคผนวก ค.) พบว่าที่ระดับ At Level พบว่า มีเพียงตัวแปรดุลบัญชีเดินสะพัด (CA) และเงินทุนไหลออกสุทธิ (NETFLOW) ที่มีคุณสมบัติของลักษณะนิ่ง และต่อมาเมื่อทำ First difference แล้วตัวแปรทุกตัวยกเว้นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของธนาคารกลางประเทศสหรัฐอเมริกา (FED) จะมีคุณสมบัติของลักษณะนิ่ง ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 และเมื่อทำ Second difference จะส่งผลให้ตัวแปรทุกตัวมีคุณสมบัติของลักษณะนิ่ง ดังนั้นสมการพฤติกรรมทั้งหมดที่สร้างขึ้นจึงจำเป็นต้องมีการทดสอบ Cointegration ทั้งนี้เพื่อแสดงให้เห็นว่าผลการประมาณค่าที่ได้ไม่เกิดความสัมพันธ์ในลักษณะที่เป็นการถดถอยที่ไม่แท้จริง ซึ่งจากผลการทดสอบ Cointegration analysis โดยทำการพิจารณาจากค่า ADF Statistic of Residual (ภาคผนวก ง.) พบว่าสามารถปฏิเสธ Null Hypothesis ที่ว่า $H_0 : \lambda = 0$ (non-stationary หรือไม่มี cointegrating relationship) ได้ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามในสมการพฤติกรรมทั้งสี่สมการมีความสัมพันธ์ในลักษณะดุลยภาพระยะยาว (cointegrating relationship)

สำหรับผลการทดสอบทางสถิติต่าง ๆ ของสมการพฤติกรรมในแบบจำลองทั้งสี่สมการ (ผนวก ค.) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าสมการพฤติกรรมทั้งสี่ไม่เกิดปัญหาค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนมีค่าไม่คงที่ (Heteroscedasticith) โดยพิจารณาจากค่าการทดสอบ White Heteroscedasticity พบว่าไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐาน Null-Hypothesis คือ H_0 : Homoscedasticity ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

2. ผลการวิเคราะห์

ในการประมาณค่าสมการพฤติกรรมในส่วนแรกจะเป็นการประมาณค่าสัมประสิทธ์ของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง อัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย และอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งเป็นตัวกำหนดการส่งออกที่สำคัญ ดังนี้

สมการที่ 1 เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง

เป็นการศึกษาผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน (RP) และปัจจัยอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง อันได้แก่ สภาพคล่องส่วนเกินของระบบธนาคารพาณิชย์ (EXLIQU) และอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของธนาคารกลางประเทศสหรัฐอเมริกา (FED) ที่มีต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (RMLR) ซึ่งมีผลดังนี้

$$RMLR = -0.2682 + 0.7455RP_t + 0.0025EXLIQU_t + 0.1399FED_t \quad (1)$$
$$(-0.1337)^{n.s.} \quad (1.8500)^{*} \quad (2.6854)^{***} \quad (0.4708)^{n.s.}$$

$AR(1) = 0.9478$

R^2	= 0.9313	S.E.	= 0.4086	F –statistic	= 166.1196
$Adj.R^2$	= 0.9257	D.W.	= 2.2743	Prob(F –statistic)	= 0.0000

( ) ค่าในวงเล็บคือค่า t –statistic
* มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90
** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95
*** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99
n.s. ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

โดยกำหนดให้

$RMLR_t$ คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (ร้อยละต่อปี)

RP_t คือ อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน (ร้อยละต่อปี)

$EXLIQU_t$ คือ สภาพคล่องส่วนเกินของระบบธนาคารพาณิชย์ (พันล้านบาท)

FED_t คือ อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของธนาคารกลางประเทศสหรัฐฯ (ร้อยละต่อปี)

จากสมการที่ (1) พบว่า ปัจจัยต่าง ๆ มีความเหมาะสมที่จะอธิบายอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง ได้ถึงร้อยละ 93.13 อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 โดยมีค่า F- Statistic เท่ากับ 166.12 การทดสอบค่าสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน ผลปรากฏว่า Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 2.27 ซึ่งอยู่ในช่วงที่สรุปได้ว่าไม่เกิดปัญหาสหสัมพันธ์

จากการศึกษาพบว่า อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน (RP) และสภาพคล่องส่วนเกินของระบบธนาคารพาณิชย์ (EXLIQU) สามารถอธิบายอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของธนาคารกลางประเทศสหรัฐอเมริกา (FED) ไม่สามารถอธิบายอัตราแลกเปลี่ยนเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีรายละเอียดดังนี้

<u>อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน (RP)</u> หรืออัตราดอกเบี้ยนโยบาย ส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงในทิศทางเดียวกัน ตรงตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 กล่าวคือ หากกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่แล้ว เมื่ออัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.7455 ซึ่งเป็นผลเนื่องมาจากเมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยได้ทำการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นนั้น จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยต่าง ๆ ในตลาดการเงินมีการปรับตัวไปในทิศทางเดียวกัน รวมถึงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงด้วย

<u>สภาพคล่องส่วนเกินของระบบธนาคารพาณิชย์ (EXLIQU)</u> ส่งผลกระทบอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงในทิศทางเดียวกัน ซึ่งตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 กล่าวคือ หากกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่แล้ว เมื่อสภาพคล่องส่วนเกินของระบบธนาคารพาณิชย์เพิ่มขึ้น 1 พันล้านบาท จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.0025 ซึ่งอาจเป็นผลเนื่องมาจาก ในช่วงเวลาดังกล่าวอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงมีแนวโน้มในการปรับตัวลดลงตามการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน เพื่อให้สอดคล้องกับทิศทางการดำเนินนโยบายการ

เงินของธนาคารแห่งประเทศไทยซึ่งทำการปรับลดอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน เพื่อทำการกระตุ้นการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของธนาคารกลางประเทศสหรัฐอเมริกา (FED) ส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงในทิศทางเดียวกัน เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่ความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

สมการที่ 2 เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย

เป็นการศึกษาผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน (RP) ที่มีต่ออัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งมีผลดังนี้

$$REDIS = \underset{(0.9620)^{n.s.}}{0.5757} + \underset{(2.1294)^{**}}{0.3398RP_t} \quad \text{(2)}$$

$AR(1) = 0.9376$

$R^2 = 0.9352$ S.E. $= 0.1633$ F –statistic $= 368.0505$

$Adj.R^2 = 0.9327$ D.W. $= 2.0801$ Prob(F –statistic) $= 0.0000$

( ) ค่าในวงเล็บคือค่า t –statistic

* มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

*** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

n.s. ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

โดยกำหนดให้

RP_t คือ อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน (ร้อยละต่อปี)

$REDIS_t$ คือ อัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย (ร้อยละต่อปี)

จากสมการที่ (2) พบว่า ปัจจัยต่าง ๆ มีความเหมาะสมที่จะอธิบายอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงิน ของธนาคารแห่งประเทศไทยได้ถึงร้อยละ 93.52 อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 โดยมีค่า F- Statistic เท่ากับ 368.05 การทดสอบค่าสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน ผลปรากฏว่า Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 2.08 ซึ่งอยู่ในช่วงที่สรุปได้ว่าไม่เกิดปัญหาสหสัมพันธ์

จากการศึกษาพบว่าอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน(RP) สามารถอธิบายอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทยได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีรายละเอียดดังนี้

<u>อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน (RP)</u> หรืออัตราดอกเบี้ยนโยบาย ส่งผลกระทบต่ออัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทยในทิศทางเดียวกัน ตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 กล่าวคือ หากกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่แล้ว เมื่ออัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้อัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.398 ซึ่งเป็นผลเนื่องมาจากเมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยได้ทำการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นนั้น จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยต่าง ๆ ในตลาดการเงินมีการปรับตัวไปในทิศทางเดียวกัน รวมถึงอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินด้วย

<u>สมการที่ 3 เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน</u>

เป็นการศึกษาผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (RMLR) และปัจจัยอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง อันได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ (INF) ดุลบัญชีเดินสะพัด (CA) และเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิ (NETFLOW) ที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยน (ER) ซึ่งมีผลดังนี้

$$ER = 29.6890 + 1.7824RMLR_t + 2.2940INF_t - 0.0011CA_t + 0.0046NETFLOW_t \quad (3)$$

$$(9.3914)^{***} \quad (3.8858)^{***} \quad (4.0909)^{***} \quad (-0.2940)^{n.s.} \quad (1.8506)^{*}$$

AR(1)	=	1.0625	AR(2)	=	-0.2497		
R^2	=	0.9205	S.E.	=	0.5423	F –statistic	= 88.7634
Adj.R^2	=	0.9101	D.W.	=	1.8543	Prob(F –statistic)	= 0.0000

( ) ค่าในวงเล็บคือค่า t –statistic

* มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

*** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

n.s. ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

โดยกำหนดให้

ER_t	คือ	อัตราแลกเปลี่ยน (บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ)
$RMLR_t$	คือ	อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (ร้อยละต่อปี)
INF_t	คือ	อัตราเงินเฟ้อ (ร้อยละ)
CA_t	คือ	ดุลบัญชีเดินสะพัด (พันล้านบาท)
$NETFLOW_t$	คือ	เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิ (พันล้านบาท)

จากสมการที่ (3) พบว่า ปัจจัยต่าง ๆ มีความเหมาะสมที่จะอธิบายอัตราแลกเปลี่ยน ได้ถึงร้อยละ 92.05 อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 โดยมีค่า F- Statistic เท่ากับ 88.76 การทดสอบค่าสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน ผลปรากฏว่า Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 1.85 ซึ่งอยู่ในช่วงที่สรุปได้ว่าไม่เกิดปัญหาสหสัมพันธ์

จากการศึกษาพบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (RMLR) อัตราเงินเฟ้อ (INF) และเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิ (NETFLOW) สามารถอธิบายอัตราแลกเปลี่ยนได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ดุลบัญชีเดินสะพัด (CA)ไม่สามารถอธิบายอัตราแลกเปลี่ยนได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติโดยมีรายละเอียดดังนี้

<u>อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (RMLR)</u> ส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนในทิศทางเดียวกัน ซึ่งตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อ

มั่นร้อยละ 99 กล่าวคือ หากกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่แล้ว เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้น 1.7824 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งอาจเป็นผลเนื่องมาจากการที่ภาวะเศรษฐกิจโลกเกิดภาวะหดตัว ในขณะที่เศรษฐกิจของประเทศไทยเริ่มมีการฟื้นตัว ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนของประเทศไทยมีการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) ถึงแม้ว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงของประเทศไทยจะมีการปรับตัวลดลงก็ตาม

อัตราเงินเฟ้อ (INF) ส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนในทิศทางเดียวกัน เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 กล่าวคือ หากกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่แล้ว เมื่ออัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้น 2.2940 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเป็นผลเนื่องมาจากการที่อัตราเงินเฟ้อของประเทศไทยปรับตัวสูงขึ้นนั้นจะส่งผลให้ระดับราคาสินค้าภายในประเทศปรับตัวสูงขึ้นเมื่อเทียบกับระดับราคาสินค้านำเข้า ส่งผลให้มีการนำเข้าสินค้ามากขึ้น อัตราแลกเปลี่ยนจึงมีการปรับตัวสูงขึ้นตาม (อ่อนค่าลง)

ดุลบัญชีเดินสะพัด (CA) ส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนในทิศทางตรงกันข้าม เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่ความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิ (NETFLOW) ส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนในทิศทางเดียวกัน ซึ่งตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 กล่าวคือ หากกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่แล้ว เมื่อเงินทุนเคลื่อนย้ายเพิ่มขึ้น 1 พันล้านบาทจะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้น 0.0046 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งอาจเป็นผลเนื่องมาจากการที่ภาวะเศรษฐกิจโลกเกิดภาวะหดตัว ในขณะที่เศรษฐกิจของประเทศไทยเริ่มมีการฟื้นตัว ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) แม้ว่าจะมีเงินทุนไหลออกจากประเทศก็ตาม

ต่อมาในส่วนที่สองของการประมาณค่าสมการพฤติกรรมนั้นจะเป็นการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดการส่งออก (อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง อัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย และอัตราแลกเปลี่ยน) ที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงิน (การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย) ดังนี้

<u>สมการที่ 4 เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการส่งออกของประเทศไทย</u>

เป็นการศึกษาผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (RMLR) อัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย (REDIS) และอัตราแลกเปลี่ยน (ER) ที่มีต่อมูลค่าการส่งออกที่แท้จริง (RX) ซึ่งมีผลดังนี้

$$RX = 520.2217 - 18.2386RMLR_t + 11.6833REDIS_t - 4.3119ER_t \quad (4)$$
$$(6.0395)^{***} \quad (-5.3772)^{***} \quad (1.3928)^{n.s.} \quad (-1.9511)^{**}$$

$AR(1) = 0.2635$

$R^2 = 0.7388$ S.E. = 17.4862 F –statistic = 34.6552

$Adj.R^2 = 0.7175$ D.W. = 2.1246 Prob(F –statistic) = 0.0000

( ) ค่าในวงเล็บคือค่า t –statistic

* มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

*** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

n.s. ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

โดยกำหนดให้

RX_t คือ มูลค่าการส่งออกที่แท้จริง (พันล้านบาท)

$RMLR_t$ คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (ร้อยละต่อปี)

$REDIS_t$ คือ อัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย (ร้อยละต่อปี)

ER_t คือ อัตราแลกเปลี่ยน (บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ)

จากสมการที่ (4) พบว่า ปัจจัยต่าง ๆ มีความเหมาะสมที่จะอธิบายมูลค่าการส่งออกที่แท้จริงได้ถึงร้อยละ 73.88 อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 โดยมีค่า F- Statistic เท่ากับ

34.66 การทดสอบค่าสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน ผลปรากฏว่า Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 2.12 ซึ่งอยู่ในช่วงที่สรุปได้ว่าไม่เกิดปัญหาสหสัมพันธ์

จากการศึกษาพบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (RMLR) และอัตราแลกเปลี่ยน (ER) สามารถอธิบายมูลค่าการส่งออกที่แท้จริงได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่อัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย (REDIS) ไม่สามารถอธิบายการส่งออกได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีรายละเอียดดังนี้

อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (RMLR) ส่งผลกระทบต่อมูลค่าการส่งออกที่แท้จริงในทิศทางตรงกันข้าม เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 กล่าวคือ หากกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่แล้ว เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงลดลง 18.2386 พันล้านบาท ซึ่งเป็นผลเนื่องมาจากในช่วงเวลาที่ทำการศึกษานี้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงมีการปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง ทำให้ต้นทุนของผู้ประกอบการมีการปรับตัวลดลง ส่งผลให้มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงของประเทศไทยมีการปรับตัวสูงขึ้นตาม

อัตราแลกเปลี่ยน (ER) ส่งผลกระทบต่อมูลค่าการส่งออกที่แท้จริงในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 กล่าวคือ หากกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่แล้ว เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้น 1 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ จะส่งผลให้มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงลดลง 4.3119 พันล้านบาท ซึ่งอาจเป็นผลจากการที่ในช่วงเวลาดังกล่าวอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศไทยมีแนวโน้มในการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) อันเนื่องมาจากการที่ภาวะเศรษฐกิจของประเทศไทยมีการขยายตัวอย่างต่อเนื่องในขณะที่ภาวะเศรษฐกิจโลกอยู่ในภาวะหดตัว ซึ่งทำให้อัตราแลกเปลี่ยนจึงมีการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) ในขณะที่มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงของประเทศไทยมีการแนวโน้มในการขยายตัวอย่างต่อเนื่อง อันเนื่องมาจากการที่ประเทศไทยมีการขยายการส่งออกไปยังตลาดใหม่ รวมถึงการสนับสนุนให้มีการซื้อสินค้ากันเองในภูมิภาคอาเซี่ยน จึงส่งผลให้ในช่วงเวลาดังกล่าวมูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีแนวโน้มในการปรับตัวที่สูงขึ้น

อัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย (REDIS) ส่งผลกระทบต่อมูลค่าการส่งออกที่แท้จริงในทิศทางเดียวกัน ซึ่งตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่ความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

จากการวิเคราะห์สมการที่ (1) ถึงสมการที่ (3) สามารถสรุปได้ว่า อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน (RP) หรืออัตราดอกเบี้ยนโยบายนั้น มีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (RMLR) และอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย (REDIS) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นไปตามกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินตามช่องทางอัตราดอกเบี้ย และพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันกับตัวแปรทั้งสองเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าที่แท้จริงนั้นได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายมากกว่าอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงิน ในขณะที่ผลกระทบผ่านช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนนั้นพบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง มีผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน (ER) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงกับอัตราแลกเปลี่ยนนั้นกลับเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ นอกจากนี้พบว่าตัวแปรภายนอกอื่น ๆ นั้นสามารถอธิบายตัวแปรกลไกได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ยกเว้นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของธนาคารกลางประเทศสหรัฐฯ (FED) และดุลบัญชีเดินสะพัด (CA)

ในส่วนของการวิเคราะห์สมการที่ (4) สามารถสรุปได้ว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง (RMLR) และอัตราแลกเปลี่ยน (ER) มีผลกระทบต่อมูลค่าการส่งออกที่แท้จริง (RX) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงกับมูลค่าการส่งออกที่แท้จริงนั้นเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนกับ มูลค่าการส่งออกที่แท้จริง กลับตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ นอกจากนี้ยังพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย (REDIS) กับมูลค่าการส่งออกที่แท้จริงไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

บทที่ 6

สรุปและข้อเสนอแนะ

สรุป

นโยบายการเงินเป็นนโยบายภาครัฐที่มีวัตถุประสงค์หลักในการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศ ซึ่งในปัจจุบันประเทศไทยได้มีการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้เป้าหมายเงินเฟ้อ โดยมีการกำหนดให้อัตราเงินเฟ้อเป็นเป้าหมายขั้นกลาง และใช้อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบาย ซึ่งจากการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อรักษาเสถียรภาพนั้น กลับพบว่าการดำเนินนโยบายการเงินดังกล่าวได้ส่งผลกระทบทางอ้อมไปยังการส่งออกของประเทศซึ่งเป็นตัวแปรสำคัญตัวแปรหนึ่งในภาคเศรษฐกิจของประเทศไทย โดยผ่านช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงินที่สำคัญ 2 ช่องทาง อันได้แก่ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย โดยส่งผลกระทบผ่านการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง และอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย และช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน โดยส่งผลกระทบผ่านการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน

การศึกษาในส่วนนี้จึงมีวัตถุประสงค์ที่จะแสดงให้เห็นผลกระทบของการดำเนินนโยบายการเงินที่มีต่อการส่งออกของประเทศไทย โดยนำผลจากการประมาณค่าสมการพฤติกรรมของตัวแปรซึ่งอาศัยข้อมูลรายเดือน ตั้งแต่เดือนมิถุนายน พ.ศ. 2543 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2547 มาทำการสรุปผล โดยในส่วนแรกนี้จะเป็นการสรุปผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงินและปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดตัวแปรต่าง ๆ ที่อยู่ในกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน ดังนี้

1. จากการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง พบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงจะถูกกำหนดโดยอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันและสภาพคล่องส่วนเกินของระบบธนาคารพาณิชย์ไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และพบว่าอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ตรงตามสมมติฐาน แต่พบว่าสภาพคล่องส่วนเกินของระบบธนาคารพาณิชย์ไทยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งไม่ตรงตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากในช่วงเวลาที่ทำการศึกษานั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย ซึ่งส่งผลให้อัตราดอกเบี้ย

เงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงมีการปรับตัวให้สอดคล้องกัน ดังนั้นจึงส่งผลให้ความสัมพันธ์ของสภาพคล่องส่วนเกินของระบบธนาคารพาณิชย์ไทยไม่เป็นไปตามสมมติฐาน สำหรับในส่วนของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของธนาคารกลางประเทศสหรัฐอเมริกาไม่สามารถที่จะอธิบายพฤติกรรมของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงได้อย่างมีนัยสำคัญ

2. จากการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย พบว่า อัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทยจะถูกกำหนดโดยอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และพบว่าอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ตรงตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ซึ่งเป็นผลเนื่องมาจากเมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยได้ทำการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายนั้น จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยต่าง ๆ ในตลาดเงินมีการปรับตัวไปในทิศทางเดียวกัน รวมถึงอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทยด้วย

3. จากการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน พบว่า อัตราแลกเปลี่ยนจะถูกกำหนดโดยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง อัตราเงินเฟ้อ และเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และพบว่าอัตราเงินเฟ้อมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ตรงตามสมมติฐาน แต่พบว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง และเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งไม่ตรงตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากการที่ในช่วงเวลาดังกล่าวภาวะเศรษฐกิจโลกเกิดภาวะหดตัวลง ประกอบกับการที่เศรษฐกิจของประเทศไทยเริ่มมีการฟื้นตัว ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) ได้ถึงแม้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงจะมีการปรับตัวลดลงหรือมีเงินทุนไหลออกจากประเทศก็ตาม สำหรับในส่วนของดุลบัญชีเดินสะพัดนั้นไม่สามารถที่จะอธิบายพฤติกรรมของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงได้อย่างมีนัยสำคัญ

ในส่วนต่อมานี้จะเป็นการสรุปผลกระทบของปัจจัยกำหนดการส่งออกที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงิน อันได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริง อัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย และอัตราแลกเปลี่ยน ที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าการส่งออกที่แท้จริง ดังนี้

จากการศึกษาผลกระทบของปัจจัยต่าง ๆ ที่ได้รับผลกระทบจากนโยบายการเงิน ที่ส่งผลต่อมูลค่าการส่งออกที่แท้จริง พบว่ามูลค่าการส่งออกที่แท้จริงจะถูกกำหนดจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงและอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และพบว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ตรงตามสมมติฐาน แต่พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนกลับมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากในช่วงเวลาดังกล่าวอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศไทยมีแนวโน้มในการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) อันเนื่องมาจากการที่ภาวะเศรษฐกิจของประเทศไทยมีการขยายตัว แต่ภาวะเศรษฐกิจโลกอยู่ในภาวะหดตัว ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับตัวลดลง (แข็งค่าขึ้น) ในขณะที่ได้มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีแนวโน้มในการขยายตัว ซึ่งอาจเกิดจากการที่ประเทศไทยได้มีการส่งออกสินค้าไปขายในตลาดใหม่ ๆ รวมถึงผลจากการส่งเสริมให้มีการส่งออกสินค้าไปขายกันเองภายในกลุ่มประเทศอาเซียน จึงส่งผลให้มูลค่าการส่งออกที่แท้จริงมีแนวโน้มในการปรับตัวสูงขึ้น สำหรับในส่วนของอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทยนั้นไม่สามารถที่จะอธิบายพฤติกรรมของการส่งออกได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะจากการศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อการส่งออกของประเทศไทย แบ่งออกเป็น 2 ส่วนด้วยกัน คือ ข้อเสนอแนะจากการศึกษา และข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป ดังนี้

ข้อเสนอแนะจากการศึกษา

จากผลการศึกษาทำให้ได้ข้อเสนอแนะที่อาจเป็นประโยชน์ต่อการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยและการส่งออกของประเทศไทยในอนาคตได้ ดังนี้

1. การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยนั้นจะก่อให้เกิดผลกระทบทางอ้อมต่อการส่งออกของประเทศไทยได้ อันเนื่องมาจากเมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยทำการดำเนินนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบทำให้ตัวแปรทางการเงินต่าง ๆ เกิดการเปลี่ยนแปลง รวมถึงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดีที่แท้จริงและอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นปัจจัยกำหนดมูลค่าการส่งออกที่แท้จริงด้วย ดังนั้นในการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยเพื่อทำการรักษาเสถียร

ภาพทางเศรษฐกิจนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยควรจะคำนึงถึงผลกระทบที่มีต่อการส่งออกของประเทศไทยด้วย หรือหากมองในอีกแง่หนึ่งหากภาครัฐต้องการจะกระตุ้นการส่งออกให้เกิดการขยายตัว ภาครัฐอาจใช้นโยบายการเงินในการสนับสนุนการขยายตัวของการส่งออกต่อไป

2. จากการศึกษาครั้งนี้พบว่าการส่งออกของประเทศไทยจะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยมากกว่าจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนหรือจากการเปลี่ยนแปลงอัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย ดังนั้นหากธนาคารแห่งประเทศไทยดำเนินนโยบายการเงินโดยทำการขึ้นอัตราดอกเบี้ยแล้วนั้น จะส่งผลกระทบเชิงลบต่อการส่งออกของประเทศไทยได้มากกว่าผลกระทบที่เกิดจากอัตราแลกเปลี่ยนหรืออัตราซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย

3. ผู้ประกอบการส่งออกควรทำการติดตามการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยอย่างใกล้ชิด เพื่อนำมาวางแผนในการดำเนินธุรกิจให้มีความสอดคล้องกับการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย เพื่อให้ผู้ประกอบการได้ผลประโยชน์สูงสุด

<u>ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป</u>

1. การศึกษาในครั้งนี้ได้ทำการศึกษาผลกระทบที่มีต่อการส่งออกโดยรวมเท่านั้น โดยมิได้ทำการศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อการส่งออกในแต่ละภาคการผลิต ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไปควรทำการศึกษาผลกระทบโดยแบ่งการส่งออกตามภาคการผลิตต่าง ๆ ให้ละเอียดเพิ่มขึ้นเพื่อทำให้ผลการศึกษามีความถูกต้องมากขึ้น

2. ในการศึกษาครั้งนี้ทำการศึกษาในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2543 ถึงปี พ.ศ. 2547 ซึ่งเป็นระยะเวลาที่สั้นจึงจำเป็นต้องใช้ข้อมูลในการศึกษาเป็นรายเดือน ส่งผลให้ในการศึกษาครั้งนี้ไม่ได้นำตัวแปรที่มีการจัดเก็บเป็นรายไตรมาสมาใช้ ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไปควรทำการศึกษาโดยใช้ข้อมูลที่มีระยะเวลายาวขึ้นและมีการนำตัวแปรที่มีการจัดเก็บเป็นรายไตรมาสมาใช้ในการวิเคราะห์เพื่อให้ได้ผลการประมาณค่าที่สมบูรณ์มากขึ้น

เอกสารและสิ่งอ้างอิง

คมกฤช หาญเจริญศักดิ์.2544. **การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย**. วิทยานิพนธ์ปริญญาโท, มหาวิทยาลัยจุฬาลงกรณ์

ชมเพลิน จันทร์เรืองเพ็ญ. 2546. **ทฤษฎีและนโยบายการเงิน**. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์

ฉลองภพ สุสังกร์กาญจน์และคณะ. 2541. **การศึกษาปัจจัยกระทบการส่งออกของประเทศไทย และยุทธศาสตร์และแนวทางแก้ไข**. กรุงเทพมหานคร: งานวิจัยประเภทเพื่อแก้ปัญหาสำคัญของประเทศ สำนักงานคณะกรรมการวิจัยแห่งชาติ

ธนาคารกสิกรไทย. 2547. **สภาพคล่องธนาคารพาณิชย์และแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยของไทย.** (Online). Available: www.kasikornbank.com/Publication/DeTail/1,1053,f~260-TH-1,00.html#_ftn1

ธนาคารแห่งประเทศไทย. 2543ก. **"นโยบายการเงินไทยในปัจจุบัน"**นโยบายการเงินในศตวรรษที่ 21. สัมมนาทางวิชาการของธนาคารแห่งประเทศไทยประจำปี 2543

_____. 2543ข. **"แบบจำลองเศรษฐกิจสำหรับนโยบายการเงินภายใต้กรอบ Inflation Targeting"** นโยบายการเงินในศตวรรษที่ 21. สัมมนาทางวิชาการของธนาคารแห่งประเทศไทยประจำปี 2543

_____. 2543ค. **"กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน"**นโยบายการเงินในศตวรรษที่ 21. สัมมนาวิชาการของธนาคารแห่งประเทศไทยประจำปี 2543

_____. 2544. **รายงานเศรษฐกิจและการเงิน 2543**. กรุงเทพมหานคร

_____. 2545. **รายงานเศรษฐกิจและการเงิน 2544**. กรุงเทพมหานคร

ธนาคารแห่งประเทศไทย. 2546. **รายงานเศรษฐกิจและการเงิน 2545**. กรุงเทพมหานคร

_____. 2547. **รายงานเศรษฐกิจและการเงิน 2546**. กรุงเทพมหานคร

_____. 2547ก. **นิยามการเงิน การคลัง.** (Online). Available: www.bot.or.th/bothomepage/databank/EconData/Definitions/Monetary&PublicFinance.htm

_____. 2548. **รายงานเศรษฐกิจและการเงิน 2547**. กรุงเทพมหานคร

_____. 2548ก. **รายงานแนวโน้มเงินเฟ้อ** (เมษายน 2548). กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์ชวนพิมพ์

ธรรมรักษ์ หมื่นจักร. 2547. **นโยบายการเงิน ทฤษฎีและหลักปฏิบัติ**. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์

ธัญรัชต์ เนียมสกุล. 2539. **ผลกระทบของการรับช่วงซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารแห่งประเทศไทย ต่อมูลค่าการส่งออกของประเทศ**. วิทยานิพนธ์ปริญญาโท, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

ธัญญารัตน์ บุญชิต. 2547. **กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินและภาวะเงินเฟ้อของประเทศไทย**. วิทยานิพนธ์ปริญญาโท, มหาวิทยาลัยรามคำแหง

นงนุช อินทรวิเศษ. 2546. **ผลกระทบของนโยบายการเงินต่ออัตราแลกเปลี่ยน**. รายงานการวิจัย, มหาวิทยาลัยรามคำแหง

มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช. 2544. **เอกสารการสอนชุดวิชาตลาดการเงิน สถาบัน และนโยบายการเงิน หน่วยที่ 9-15**. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช

รัตนา สายคณิต. 2544. **มหเศรษฐศาสตร์วิเคราะห์: จากทฤษฎีสู่นโยบาย**. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์

วเรศ อุปปาติก. 2544. **เศรษฐศาสตร์การเงินและการธนาคาร**. พิมพ์แก้ไขครั้งที่ 6. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

วันรักษ์ มิ่งมณีนาคิน. 2544. **หลักเศรษฐศาสตร์มหภาค**. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์ไทยวัฒนาพาณิช

สุกัญญา เชษฐโชติรส. 2545. **การผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยนที่มีต่อการส่งออกของประเทศไทย**. วิทยานิพนธ์ปริญญาโท, มหาวิทยาลัยรามคำแหง

สุวิตดา อย่างเจริญ. 2547. **กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในช่องทางอัตราดอกเบี้ย: ผลการศึกษาเชิงประจักษ์กรณีประเทศไทย**. วิทยานิพนธ์ปริญญาโท, มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก

สรุปการดำเนินนโยบายการเงินและมาตรการทางการเงิน
ของธนาคารแห่งประเทศไทยช่วงปี พ.ศ. 2543 –พ.ศ. 2547

<u>ตารางผนวกที่ 1.1</u> สรุปการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย ช่วงปี พ.ศ. 2543 –พ.ศ. 2547

วัน/เดือน/ปี	มาตรการ	สาระสำคัญ	วันที่บังคับใช้
<u>พ.ศ. 2543</u>	1. มาตรการด้านการพัฒนานโยบายการเงินและตลาดการเงิน		
25 ก.พ. 2543	1.1 การรับซื้อพันธบัตรโดยมีสัญญาว่าผู้ขายจะซื้อคืนเพื่อเป็นเงินสภาพคล่องระหว่างวัน	ธปท. ได้ทำการปรับปรุงวิธีการให้เงินสภาพคล่องระหว่างวันและให้ใช้ระเบียบ ธปท. ว่าด้วยการรับซื้อพันธบัตรโดยมีสัญญาว่าผู้ขายจะซื้อคืนเพื่อเป็นเงินสภาพคล่องระหว่างวัน พ.ศ. 2543	3 มี.ค. 2543
7 มี.ค. 2543	1.2 การนำรายการชำระเงินบาทที่เกิดจากธุรกรรมการซื้อขายเงินตราต่างกับ ธปท. เข้าบาทเนต	ธปท.ขอเปลี่ยนเวลาส่งมอบเงินบาทของ ธนาคารพาณิชย์จากไม่เกิน 12.00 น. เป็น 11.00 น.ตามที่ ธปท. และธนาคารคู่ค้าจะนำรายการชำระเงินบาทที่เกิดจากธุรกรรมซื้อขายเงินตราต่างประเทศเข้าระบบบาทเนตแทนเช็ค	10 มี.ค. 2543
5 มิ.ย.2543	1.3 การแต่งตั้งสถาบันการเงินเป็น Primary Dealers	ธปท. ประกาศแต่งตั้งสถาบันการเงิน 9 แห่งเป็น Primary Dealers ประกอบด้วย 8 ธนาคารพาณิชย์ และ 1 บริษัทหลักทรัพย์ เพื่อเป็นคู่ค้าของ ธปท. ในการซื้อขายตราสารหนี้ภาครัฐเพื่อการดำเนินนโยบายการเงิน	5 มิ.ย. 2543
28 ธ.ค. 2543	1.4 แนวนโยบายของ ธปท. เกี่ยวกับการประกอบธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Bilateral Repo) ของสถาบันการเงิน	ธปท. เห็นควรให้มีการพัฒนาตลาดซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo Market) โดยในระยะแรกธนาคารดำเนินนโยบายการเงินผ่านทั้งตลาดซื้อคืน	

<u>ตารางผนวกที่ 1.1</u> (ต่อ)

วัน/เดือน/ปี	มาตรการ	สาระสำคัญ	วันที่บังคับใช้
		ของธปท. และตลาดซื้อคืนภาคเอกชน ระยะต่อไปจะทำการดำเนินนโยบายการเงินผ่านตลาดซื้อคืนภาคเอกชน	
23 พ.ค. 2543	1.5 การประกาศใช้เป้าหมายอัตราดอกเบี้ยภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting)	คณะกรรมการนโยบายการเงินได้ทำการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นครั้งแรก โดยใช้อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืน 14 วันเป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ในระดับที่อัตราร้อยละ 1.5 ต่อปี	
	2. มาตรการด้านการปริวรรตเงินตราและการป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาท		
29 พ.ค. 2543	2.1 การขายหลักทรัพย์เงินตราต่างประเทศต่อให้ลูกค้าในประเทศ	ให้ขายหลักทรัพย์ต่อได้เฉพาะผู้ซื้อที่เป็นผู้ลงทุนสถาบัน และให้ชำระเป็นเงินบาทเทียบเท่าเท่านั้น ยอดขายแต่ละรายไม่เกิน 10 ล้านดอลลาร์ สรอ. ยอดขายรวมไม่เกิน 50 ล้านดอลลาร์ สรอ. ต่อปี	
11 ส.ค. 2543	2.2 การระงับสิทธิการทำธุรกรรมการเงินที่ดำเนินการไม่สอดคล้องกับมาตรการป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาท	หาก ธปท.พบว่าสถาบันการเงินดำเนินการไม่สอดคล้องกับมาตรการหรือสร้างภาระผูกพันที่ต้องจ่ายเงินตราต่างประเทศในอนาคต โดยไม่มีการค้าหรือการลงทุนรองรับ จะถูกระงับสิทธิการทำธุรกรรมในตลาดซื้อคืน	
	3. มาตรการแก้ไขปัญหาสถาบัน		

ตารางผนวกที่ 1.1 (ต่อ)

วัน/เดือน/ปี	มาตรการ	สาระสำคัญ	วันที่บังคับใช้
	การเงิน		
7 ม.ค. 2543	3.1 การกำหนดสินทรัพย์ด้อยคุณภาพและหลักเกณฑ์ที่บริษัทบริหารสินทรัพย์ต้องถือปฏิบัติ	ธปท.ได้ออกประกาศให้สินทรัพย์ด้อยคุณภาพ หมายรวมถึงสินทรัพย์ที่สถาบันการเงินจำหน่ายจากบัญชีแล้ว และทรัพย์สินรอการขายเนื่องจากมีมูลค่าตลาดต่ำกว่าต้นทุนด้วย และบริษัทฯต้องยื่นแผนงานให้ ธปท. ทราบก่อนและถือครองไม่เกิน 10 ปี	6 ม.ค. 2543
6 ม.ค. 2543	3.2 การอนุญาตให้บริษัทเงินทุนประกอบธุรกิจให้เช่าซื้อและให้เช่าแบบลิสซิ่งอันเนื่องมาจากการปรับปรุงโครงสร้างหนี้	ทางการได้ขยายระยะเวลาในการอนุญาตออกไปอีก 2 ปี โดยให้สิ้นสุดลงวันที่ 31 ธ.ค. 2544 (เดิน 31 ธ.ค. 2542)	1 ม.ค. 2543
28 ก.ค. 2543	3.3 อสังหาริมทรัพย์รอการขายที่ได้มาจากการชำระหนี้	ให้สถาบันการเงิน (ไม่รวมกิจการวิเทศธนกิจ) ในการดำเนินลดยอดอสังหาริมทรัพย์รอการขายที่ได้รับมาก่อน 1 ม.ค. 2540 ให้หมดไป โดยให้เสนอแผนทยอยการลดยอดเป็นเวลาไม่เกิน 5 ปี	
	4. มาตรการสินเชื่อ		
4 ม.ค. 2543	4.1 หลักเกณฑ์การให้สินเชื่อที่อยู่อาศัย	1) ให้สถาบันการเงินปิดประกาศอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อที่อยู่อาศัยให้ลูกค้าทราบเป็นการทั่วไปอย่างชัดเจนและเปิดเผย 2) กรณีลูกค้าทำสัญญาเป็นสินเชื่ออัตราดอกเบี้ยลอยตัว รวมถึงผู้ที่	

ตารางผนวกที่ 1.1 (ต่อ)

วัน/เดือน/ปี	มาตรการ	สาระสำคัญ	วันที่บังคับใช้
		เปลี่ยนจากดอกเบี้ยคงที่เป็นลอยตัว ให้ขยายระยะเวลาผ่อนชำระแทนการปรับเพิ่มเงินงวด กรณีที่จำเป็นต้องปรับเพิ่มเงินงวดให้เพิ่มได้ไม่เกินปีละ 1 ครั้งและไม่เกินร้อยละ 10 ของเงินงวด	
30 มี.ค. 2543	4.2 การขยายความอนุเคราะห์ทางการเงินแก่วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs)	ธปท. ขยายความอนุเคราะห์ทางการเงินแก่ SMEs ภาคการค้า การบริการ และการรับจ้างทำของ จากเดิมที่ให้เฉพาะภาคการผลิตเท่านั้น	งวดเดือน มิ.. 44
12 ก.ย. 2543	4.3 ยกเลิกการจัดทำเป้าหมายการให้สินเชื่อแก่ภาคเศรษฐกิจต่าง ๆ	ให้ธนาคารพาณิชย์ยกเลิกการจัดทำเป้าหมายการให้สินเชื่อภาคเศรษฐกิจต่าง ๆ ให้รายงานเฉพาะผลการให้สินเชื่อเป็นรายเดือนไม่ต้องเปรียบเทียบกับเป้าประจำปี	
27 พ.ย. 2543	4.4 การให้บริการบัตรเครดิต	1) ปรับปรุงหลักเกณฑ์คุณสมบัติผู้มีบัตรใหม่ต้องมีรายได้ทั้งสิ้นไม่ต่ำกว่า 180,000 บาทต่อปี อายุไม่ต่ำกว่า 22 ปี (เดิม 240,000 บาทต่อปี) 2) คุณสมบัติผู้ถือบัตรเสริมให้มีอายุไม่ต่ำกว่า 18 ปี (เดิม 22 ปี) 3) ให้ผู้ถือบัตรที่สมัครก่อน 1 ม.ค. 2541 ผ่อนชำระแต่ละงวดในอัตราร้อยละ 5 ของยอดสินเชื่อคงค้าง แต่ต้องไม่ต่ำกว่า 1,000 บาท ต่อไปได้อีก 1 ปี	
พ.ศ. 2544	1. มาตรการด้านอัตราดอกเบี้ย		

<u>ตารางผนวกที่ 1.1</u> (ต่อ)

วัน/เดือน/ปี	มาตรการ	สาระสำคัญ	วันที่บังคับใช้
8 มิ.ย. 2544	1.1 การปรับโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยของตลาดเงินระยะสั้น	เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคารอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับอัตราเงินฝาก เพื่อความเหมาะสมจึงปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนระยะ 14 วันจากร้อยละ 1.5 เป็นร้อยละ 2.5 ต่อปี เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการส่งสัญญาณของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ธปท.ได้ยกเลิกอัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน	
25 ก.ย. 2544	1.2 ยกเลิกอัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน		1 ต.ค. 2544
	2. การดำเนินนโยบายการเงิน		
	2.1 ผลการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน - วันที่ 18 มกราคม 2544 - วันที่ 1 มีนาคม 2544 - วันที่ 19 เมษายน 2544 - วันที่ 24 พฤษภาคม 2544 - วันที่ 12 กรกฎาคม 2544 - วันที่ 29 สิงหาคม 2544 - วันที่ 17 ตุลาคม 2544 - วันที่ 27 พฤศจิกายน 2544 - วันที่ 25 ธันวาคม 2544	มีมติให้ขึ้นอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน เมื่อวันที่ 8 มิถุนายน 2544 จากร้อยละ 1.5 ต่อปี เป็นร้อยละ 2.5 ต่อปี เพื่อลดความบิดเบือนของโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น ภายหลังได้มีมติให้ทำการปรับลดลงเล็กน้อยในวันที่ 25 ธันวาคม 2544 จากร้อยละ 2.5 ต่อปี เหลือร้อยละ 2.25 ต่อปี อันเนื่องมาจากการที่อัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มลดตัวลงส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงสูงขึ้น ซึ่งอาจเป็นอุปสรรคต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจ	

<u>ตารางผนวกที่ 1.1</u> (ต่อ)

วัน/เดือน/ปี	มาตรการ	สาระสำคัญ	วันที่บังคับใช้
	3. มาตรการพัฒนาตลาดการเงิน		
25 ก.ย. 2544	3.1 การซื้อขายพันธบัตรกับสถาบันการเงินเพื่อปรับสภาพคล่องสิ้นวันโดยมีสัญญาว่าผู้ขายจะซื้อคืน	จากการที่หน้าต่างสภาพคล่องเดิมทั้ง 3 ประเภทและอัตราค่าตอบแทนไม่สอดคล้องกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จึงทำการยกเลิกเหลือไว้เพียงหน้าต่างเดียวคือ หน้าต่างสภาพคล่องสิ้นวัน โดย ธปท. จะทำการรับซื้อพันธบัตรในราคาร้อยละ 90 และคิดค่าตอบแทนคือ อัตราดอกเบี้ยนโยบายบวกร้อยละ 1.5 ต่อปี	1 ต.ค. 2544
9 พ.ย. 2544	3.2 การอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์กู้ยืมเงินจากผู้ลงทุนประเภทสถาบันต่าง ๆ ในรูปแบบธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo)	ธปท.อนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์กู้ยืมเงินในรูปแบบธุรกรรม Private Repo กับผู้ลงทุนสถาบันได้แก่ - กองทุนต่าง ๆ ที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ ก.ล.ต. - กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ (กบข.) - สำนักงานประกันสังคม - สถาบันการเงินเฉพาะกิจที่มีกฎหมายจัดตั้งขึ้น - บริษัทประกันชีวิตและบริษัทประกันภัย	
14 พ.ย. 2544	3.3 การกำหนดให้บริษัทบริหารสินทรัพย์เป็นสถาบันการเงิน	ให้บริษัทบริหารสินทรัพย์เป็นสถาบันการเงิน ซึ่งมีผลให้สามารถรับซื้อ หรือรับโอนสินทรัพย์จากบริษัทบริหารสินทรัพย์ระหว่างกันได้	7 พ.ย. 2544
	4. มาตรการปริวรรตเงินตรา		

<u>ตารางผนวกที่ 1.1</u> (ต่อ)

วัน/เดือน/ปี	มาตรการ	สาระสำคัญ	วันที่บังคับใช้
28 ธ.ค. 2544	4.1 การปล่อยกู้เงินบาทโดยตรงแก่ผู้มีถิ่นที่อยู่นอกประเทศ	ธปท. ได้ผ่อนคลายมาตรการป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาท โดยให้สถาบันการเงินสามารถปล่อยกู้เงินบาทได้โดยตรง (Direct Loan) แก่ผู้มีถิ่นที่อยู่นอกประเทศที่ตั้งอยู่ในประเทศเพื่อนบ้าน ได้แก่ สหภาพพม่า ลาว กัมพูชา เวียตนาม และจีนตอนใต้	27 ธ.ค. 2544
	5. มาตรการสินเชื่อ		
1 มี.ค. 2544	5.1 การกำหนดเป้าสินเชื่อแก่วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) สำหรับปี 2544	ให้ธนาคารพาณิชย์ทำรายงานสำหรับปี 2544 เพื่อจัดให้มีระบบติดตามการให้สินเชื่อจริงเทียบกับเป้าหมายทุกครึ่งปี	
19 พ.ย. 2544	5.2 โครงการสนับสนุนให้สินเชื่อแก่ลูกหนี้ SMEs ที่เป็น NPLs แต่มีศักยภาพในการดำเนินธุรกิจ	ธปท.ได้ขยายระยะเวลาโครงการออกไปอีก 2 ปีโดยสิ้นสุดวันที่ 7 เม.ย.2547	
	6. มาตรการให้ความอนุเคราะห์ทางการเงินแก่ภาคเศรษฐกิจที่สำคัญ		
12 ม.ค. 2544	6.1 การให้ความช่วยเหลือทางการเงินแก่ผู้ประกอบธุรกิจที่ประสบอุทกภัยในภาคใต้	ธปท. ให้ความช่วยเหลือทางการเงินเพื่อใช้ในการฟื้นฟูกิจการ โดย ธปท. จะคิดอัตราดอกเบี้ยจากสถาบันการเงินที่รับซื้อตั๋วสัญญาใช้เงินในอัตราร้อยละ 1 ต่อปี และให้ธนาคารพาณิชย์คิดดอกเบี้ยจากลูกค้าในอัตรา MLR ลบด้วยร้อยละ 2.75 ต่อปี	12 ม.ค. 2544

ตารางผนวกที่ 1.1 (ต่อ)

วัน/เดือน/ปี	มาตรการ	สาระสำคัญ	วันที่บังคับใช้
พ.ศ. 2545	1. การดำเนินนโยบายการเงิน		
	1.1 ผลการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน		
	- วันที่ 21 มกราคม 2545	ลดลงร้อยละ 0.25 ต่อปีจากร้อยละ 2.25 ต่อปีเป็นร้อยละ 2.00 ต่อปี	
	- วันที่ 4 มีนาคม 2545 - วันที่ 22 เมษายน 2545 - วันที่ 3 มิถุนายน 2545 - วันที่ 22 กรกฎาคม 2545 - วันที่ 10 กันยายน 2545 - วันที่ 21 ตุลาคม 2545	คงที่ร้อยละ 2.0 ต่อปี ตลอดช่วง	
	- วันที่ 19 พฤศจิกายน 2545	ลดลงร้อยละ 0.25 ต่อปีจากร้อยละ 2.0 ต่อปีเป็นร้อยละ 1.75 ต่อปี	
	- วันที่ 12 ธันวาคม 2545	คงที่ร้อยละ 1.75 ต่อปี	
	2. มาตรการด้านสินเชื่อ		
20 มี.ค. 2545	2.1 การกำหนดเป้าหมายการให้สินเชื่อแก่วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) สำหรับปี 2545	ธปท. กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์แจ้งเป้าหมายการให้สินเชื่อแก่ SMEs สำหรับปี 2545 และให้รายงานการให้สินเชื่อจริงทุกครึ่งปี	
25 เม.ย. 2545	2.2 การให้บริการบัตรเครดิต	ธปท.ได้ทำการผ่อนคลายหลักเกณฑ์การให้บริการบัตรเครดิต โดยยกเลิกการกำหนดรายได้ขั้นต่ำ วงเงินบัตรเครดิต และการออกบัตรเสริม และทำการปรับลดการผ่อนชำระรายเดือนขึ้นต่ำจากร้อยละ 10 เป็นร้อยละ 5	

ตารางผนวกที่ 1.1 (ต่อ)

วัน/เดือน/ปี	มาตรการ	สาระสำคัญ	วันที่บังคับใช้
		ของยอดคงค้าง รวมทั้งลดอายุผู้ถือบัตรจาก 22 ปี เป็น 20 ปี	
17 พ.ค. 2545	2.3 การให้สินเชื่อเพื่อการซื้อหลักทรัพย์และการให้สินเชื่อโดยมีหลักทรัพย์เป็นประกัน	ธปท. ได้ทำการปรับปรุงหลักเกณฑ์เพื่อให้สถาบันการเงินสามารถให้กู้ยืมแก่บริษัทมหาชนเพื่อนำไปซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้น (Treasury Stock) ได้	
	3. มาตรการด้านการกำกับและพัฒนาสถาบันการเงิน		
3 ม.ค. 2545	3.1 หลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไข ในการประกอบกิจการวิเทศธนกิจของธนาคารพาณิชย์	ธปท. ได้ปรับปรุงหลักเกณฑ์ของสำนักงานวิเทศธนกิจ โดยปรับลดค่าธรรมเนียมรายปีของ BIBF จากปีละ 5 แสนบาทเป็นปีละ 1 แสนบาท และขยายระยะเวลาการประกอบธุรกิจการให้เช่าซื้อและให้เช่าแบบลิสซิ่งออกไปอีก 1 ปี เป็นสิ้นสุดวันที่ 31 ธ.ค. 2545	1 ม.ค. 2545
	3.2 ขยายขอบเขตการประกอบธุรกิจของสถาบันการเงิน	- ให้บริษัทเงินทุนและบริษัทเครดิตฟองซิเอร์ประกอบกิจการสนับสนุนแก่บุคคลอื่น	3 ม.ค. 2545
		- ให้บริษัทเงินทุนแต่งตั้งตัวแทนเพื่อรักฝากเงินประเภทที่ต้องจ่ายคืนเมื่อสิ้นระยะเวลาโดยใช้สมุดคู่ฝากและรับชำระสินเชื่อ	10 ต.ค. 2545
		- ให้ธนาคารพาณิชย์ประกอบธุรกรรม Credit Linked Notes	12 มิ.ย. 2545

<u>ตารางผนวกที่ 1.1</u> (ต่อ)

วัน/เดือน/ปี	มาตรการ	สาระสำคัญ	วันที่บังคับใช้
		- ให้ธนาคารพาณิชย์แต่งตั้งตัวแทน เพื่อรับฝากเงินรับชำระสินเชื่อ และรับชำระค่าใช้จ่ายตามบัตรเครดิต	21 ส.ค. 2545
		- ให้ธนาคารพาณิชย์เป็นที่ปรึกษาการลงทุน	3 ก.ย. 2545
		- ให้ธนาคารพาณิชย์ประกอบธุรกิจที่เกี่ยวเนื่องกับธุรกิจหลักทรัพย์	11 ก.ย. 2545
		- ให้ธนาคารพาณิชย์ให้บริการด้านงานสนับสนุนแก่บุคคลอื่น	16 ต.ค. 2545
		- ให้ธนาคารพาณิชย์ทำธุรกิจติดต่อหรือแนะนำบริการของบริษัทหลักทรัพย์ให้แก่ลูกค้า	29 พ.ย. 2545
<u>พ.ศ. 2546</u>	1. มาตรการด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบาย		
	ผลการประชุมคณะกรรมนโยบายการเงิน - วันที่ 20 มกราคม 2546 - วันที่ 3 มีนาคม 2546 - วันที่ 21 เมษายน 2546 - วันที่ 2 มิถุนายน 2546 - วันที่ 27 มิถุนายน 2546 (วาระพิเศษ) - วันที่ 21 กรกฎาคม 2546 - วันที่ 11 กันยายน 2546 - วันที่ 28 ตุลาคม 2546 - วันที่ 12 ธันวาคม 2546	คณะกรรมการมีมติให้ลดอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน จากร้อยละ 1.75 ต่อปีเหลือร้อยละ 1.25 ต่อปี เมื่อวันที่ 27 มิถุนายน 2546 เนื่องจากเห็นว่าอัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ เอื้อต่อการใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายได้มากขึ้นเพื่อรองรับความไม่แน่นอนของภาวะแวดล้อมทางเศรษฐกิจและการเงินในต่างประเทศ	

ตารางผนวกที่ 1.1 (ต่อ)

วัน/เดือน/ปี	มาตรการ	สาระสำคัญ	วันที่บังคับใช้
	2. มาตรการด้านตลาดการเงิน		
21 ม.ค. 2546	2.1 หลักเกณฑ์การดำรงฐานะเงินตราต่างประเทศ	ธปท. ปรับปรุงการคำนวณฐานะเงินตราต่างประเทศของสาขาในต่างประเทศของธนาคารพาณิชย์ที่จดทะเบียนในประเทศไทย เช่น ให้นับรวมบัญชีเงินให้สินเชื่อเป็นเงินตราต่างประเทศที่ถูกจัดชั้นสงสัยจะสูญเฉพาะยอดมูลค่าคงค้างสุทธิหลังหักเงินสำรองที่กันไว้ตามเกณฑ์การกันเงินสำรองของประเทศที่สาขาไปเปิดดำเนินการเป็นต้น	
22 เม.ย. 2546	2.2 การขายต่อหลักทรัพย์เงินตราต่างประเทศให้ลูกค้าในประเทศ	ธปท. ขยายวงเงินการขายหลักทรัพย์เงินตราต่างประเทศต่อให้แก่ผู้ลงทุนประเภทสถาบันที่ไม่ได้รับอนุญาตให้ประกอบธุรกิจเกี่ยวกับปัจจัยชำระเงินตราต่างปรแทศในข้อ 3 ของหนังสือเวียนที่ สกง.(05) ว.2/2543 ลงวันที่ 29 พ.ค. 2543 จากยอดขายแต่ละรายไม่เกิน 10 ล้าน ดอลลาร์ สรอ. เป็นไม่เกิน 50 ล้าน ดอลลาร์ สรอ	
	3. มาตรการด้านการควบคุมการแลกเปลี่ยนเงิน		
18 เม.ย. 2546	3.1 การขยายขอบเขตธุรกิจของสำนักงานแลกเปลี่ยนเงิน	ธปท. ขยายขอบเขตธุรกิจให้สำนักงานแลกเปลี่ยนเงินสามารถประกอบธุรกิจอื่นเป็นการทั่วไปได้เช่น การให้บริการรับชำระหนี้ทั้งของธนาคารพาณิชย์และบุคคลใด ๆ	

ตารางผนวกที่ 1.1 (ต่อ)

วัน/เดือน/ปี	มาตรการ	สาระสำคัญ	วันที่บังคับใช้
		โดยการรับชำระด้วยเงินสด หรือเช็ค เป็นต้น	
1 ต.ค. 2546	3.2 การกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีปฏิบัติเกี่ยวกับการแลกเปลี่ยนเงิน	ธปท. ปรับปรุงหลักเกณฑ์และวิธีปฏิบัติเกี่ยวกับการแลกเปลี่ยนเงินเพื่อรองรับการประกอบธุรกิจทางด้านเงินตราต่างประเทศของธนาคารอิสลามแห่งประเทศไทยซึ่งได้รับอนุญาตให้ประกอบธุรกิจดังกล่าว	11 ก.ย. 2546
22 ก.ค. 2546	3.3 การผ่อนคลายระเบียบควบคุมการแลกเปลี่ยนเงิน	1) ธปท. ผ่อนผันให้ผู้ลงทุนสถาบัน 6 ประเภทไปลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศได้ 2) ธปท. ขยายระยะเวลาการฝากเงินเข้าบัญชีเงินฝากงเงินตราต่างประเทศจาก 3 เดือนเป็น 6 เดือน 3) ธปท. อนุญาตให้รัฐวิสาหกิจป้องกันความเสี่ยงของหนี้เงินตราต่างประเทศได้โดยอิสระแต่ต้องไม่เกินระยะเวลาอายุของหนี้	
	4. มาตรการป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาท		
14 ต.ค. 2546	4.1 มาตรการป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาท	ธปท. เพิ่มเติมมาตรการจำกัดการกู้ยืมระยะสั้นของสถาบันการเงินจากผู้ที่มีอยู่นอกประเทศ เช่น NR จะฝากเงินในรูปบัญชีกระแสรายวันหรือเงินฝากออมทรัพย์ได้เฉพาะกรณี Settlement	12 ก.ย. 2546

ตารางผนวกที่ 1.1 (ต่อ)

วัน/เดือน/ปี	มาตรการ	สาระสำคัญ	วันที่บังคับใช้
		เท่านั้นหากเพื่อวัตถุประสงค์อื่นเปิดบัญชีเงินฝากประจำที่มีอายุตั้งแต่ 6 เดือนขึ้นไป เป็นต้น	
	4.2 มาตรการดูแลเงินทุนนำเข้าระยะสั้น	ธปท. จำกัดการกู้ยืมเงินบาทหรือธุรกิจอื่นที่มีลักษณะเป็นการกู้ยืมเงินบาทจากผู้มีถิ่นที่อยู่นอกประเทศ (NR) กรณีไม่มีการค้าหรือการลงทุนรองรับโดยให้กู้ยืมได้ไม่เกินร้อยละ 50 ล้านบาท เว้นแต่จะมีอายุสัญญาเกิน 3 เดือนขึ้นไป โดยครอบคลุมถึงธุรกิจ 6 รายการ	
	5. มาตรการด้านการกำกับและพัฒนาสถาบันการเงิน		
	5.1 มาตรการด้านสินเชื่อและเงินให้สินเชื่อด้อยคุณภาพ (NPL)		
16 ม.ค. 2546	- การปรับปรุงความหมายของ NPL	ธปท. ปรับปรุงความหมายของ NPL จากเดิมซึ่งหมายถึงสินเชื่อที่ค้างชำระเงินต้นและ/หรือดอกเบี้ยเกินกว่า 3 เดือน มาเป็นเงินให้สินเชื่อจัดขั้นต่ำกว่ามาตรฐานสงสัย สงสัยจะสูญ และสูญ ตามหลักเกณฑ์การจัดขั้นในประกาศของ ธปท. ซึ่งรวมถึงลูกหนี้จัดขั้นสงสัยจะสูญที่ได้กันสำรองครบร้อยละ 100 และตัดออกจากบัญชีแล้วแต่ยังไม่ได้บันทึกกลับเข้ามาในบัญชี	งวดสิ้นสุดเดือนธ.ค. 2545

ตารางผนวกที่ 1.1 (ต่อ)

วัน/เดือน/ปี	มาตรการ	สาระสำคัญ	วันที่บังคับใช้
28 พ.ย. 2546	- การกำหนดหลักเกณฑ์การให้สินเชื่อหรือการให้กู้ยืมเพื่อจัดหาที่อยู่อาศัย	ธปท. กำหนดว่าสถาบันการเงินจะให้สินเชื่อหรือให้กู้ยืมแก่บุคคลหนึ่งบุคคลใดได้ไม่เกินร้อยละ 70 ของราคาซื้อขายที่ตกลงกันจริงสำหรับที่อยู่อาศัยราคาตั้งแต่ 10 ล้านบาทขึ้นไป โดยมีที่ดินสิ่งปลูกสร้างเป็นประกัน	1 ธ.ค. 2546
	5.2 การขยายขอบเขตธุรกิจและสถาบันการเงิน		
8 เม.ย. 2546	- การอนุญาตให้ทำธุรกรรมที่ใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงหลักทรัพย์ประเภทตราสารหนี้	ธปท. อนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ทำธุรกรรม Forward Bond, Bond Options และ Equity Linked Index Swap โดยให้ถือว่าการประกอบธุรกรรมทั้ง 3 ประเภทเป็นการก่อภาระผูกพันประเภท “สัญญาเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ย”	12 เม.ย. 2546
16 เม.ย. 2546	- การอนุญาตให้ทำธุรกรรมเงินฝากหรือเงินกู้ยืมที่มีการจ่ายผลตอบแทนอ้างอิงกับตัวแปร	ธปท. กำหนดขอบเขตการทำธุรกรรมและแนวนโยบายในการดูแล เช่น ให้ดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องเสมือนธุรกรรมดังกล่าวเป็นธุรกรรมเงินฝากประเภทหนึ่ง	18 เม.ย. 2546
29 เม.ย. 2546 2 พ.ย. 2546	- การอนุญาตให้ประกอบธุรกรรม Credit Default Swaps	ธปท. กำหนดให้สถาบันการเงินที่ทำธุรกรรม Credit Default Swaps จะต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์การกำกับสถาบันการเงินของ ธปท. เช่น เรื่องการดำรงเงินกองทุนเป็นอัตราส่วนกับสินทรัพย์และภาระผูกพัน เป็นต้น	24 เม.ย. 2546 (บริษัทเงินทุน) 2 พ.ค. 2546 (ธนาคารพาณิชย์

ตารางผนวกที่ 1.1 (ต่อ)

วัน/เดือน/ปี	มาตรการ	สาระสำคัญ	วันที่บังคับใช้
10 พ.ย. 2546	- การอนุญาตให้ประกอบกิจการการให้บริการทางการเงินตามหลักชาริอะฮ์ (Shariah Banking Service)	ธปท. ให้ธนาคารพาณิชย์ที่ประกอบกิจการธนาคารปลอดดอกเบี้ย เปลี่ยนชื่อจากกิจการธนาคารปลอดดอกเบี้ยเป็น “กิจการให้บริการทางการเงินตามหลักชาริอะฮ์” และให้ถือปฏิบัติตามประกาศฉบับใหม่นี้แทน	21 พ.ย. 2546
23 ธ.ค. 2546	- การอนุญาตให้ประกอบธุรกิจเกี่ยวกับการจัดให้มีบัญชีดูแลผลประโยชน์ของคู่สัญญา (Escrow Account)	รมต.ว่าการกระทรวงการคลังอนุญาตให้บริษัทเงินทุนและบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์รับชำระค่าทรัพย์สินและค่าอื่นใดจากผู้ซื้อหรือผู้ที่จะซื้อที่ได้ทำสัญญาซื้อขายหรือสัญญาจะซื้อจะขายทรัพย์สินต่าง ๆ กับผู้ขายหรือผู้จะขายทรัพย์สินแล้วแต่กรณี โดยนำไปฝากไว้ในรูปตั๋วสัญญาใช้เงินประเภททวงถามของบริษัทเงินทุนและบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ หรือนำไปฝากไว้กับธนาคารพาณิชย์และให้ดูแลการเบิกถอนดังกล่าว	13 ธ.ค. 2546
พ.ศ. 2547	1. มาตรการด้านอัตราดอกเบี้ย		
	1.1 อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ผลการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน		
	- วันที่ 21 มกราคม 2547 - วันที่ 17 มีนาคม 2547 - วันที่ 21 เมษายน 2547 - วันที่ 9 มิถุนายน 2547 - วันที่ 21 กรกฎาคม 2547 - วันที่ 25 สิงหาคม 2547	1) มีมติให้ขึ้นอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน เมื่อวันที่ 25 สิงหาคม 20 ตุลาคม และ 15 ธันวาคม 2547 คราวละ 0.25 ต่อปี โดยเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 1.25 ต่อปี เป็นร้อยละ 2 ต่อปี	

ตารางผนวกที่ 1.1 (ต่อ)

วัน/เดือน/ปี	มาตรการ	สาระสำคัญ	วันที่บังคับใช้
	- วันที่ 20 ตุลาคม 2547 - วันที่ 15 ธันวาคม 2547	เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยในประเทศควรปรับเข้าสู่ระดับที่สูงขึ้นเพื่อการดูแลเสถียรภาพทางเศรษฐกิจในระยะต่อไป	
	1.2 อัตราดอกเบี้ยทั่วไป		
25 ก.พ. 2547	- ดอกเบี้ยและส่วนลดที่สถาบันการเงินอาจจ่ายหรือเรียกได้	ยกเลิกเกณฑ์การกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและให้จ่ายดอกเบี้ยได้ตามที่ออกประกาศ ทั้งนี้อาจกำหนดอัตราดอกเบี้ยสำหรับลูกค้าบางรายเพิ่มได้ไม่เกินร้อยละ 0.5	17 ก.พ. 2547
15 ธ.ค. 2547	- อัตราตอบแทนในการซื้อขายพันธบัตรกับสถาบันการเงินเพื่อปรับสภาพคล่องสิ้นวันโดยมีสัญญาว่าผู้ขายจะซื้อคืน	ธปท. ได้เพิ่มอัตราค่าตอบแทนในการซื้อขายพันธบัตรตามระเบียบว่าด้วยการซื้อขายพันธบัตรกับสภาบันการเงินเพื่อปรับสภาพคล่องสิ้นวันโดยมีสัญญาว่าผู้ขายจะซื้อคืน พ.ศ. 2544 ให้เท่ากับร้อยละ 3.5 ต่อปี	15 ธ.ค. 2547
	2. มาตรการด้านตลาดการเงิน		
14 มิ.ย. 2547	2.1 การออกพันธบัตรหรือหุ้นกู้สกุลเงินบาทของสถาบันการเงินระหว่างประเทศ	สถาบันการเงินระหว่างประเทศผู้ออกพันธบัตรหรือหุ้นกู้สกุลเงินบาทจะต้องนำเงินบาทที่ได้ฝากเข้าบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นที่อยู่นอกประเทศที่มีวัตถุประสงค์เฉพาะ ทั้งนี้ให้สถาบันการเงินสามารถลงทุนในพันธบัตรและหุ้นกู้ดังกล่าวได้	
14 มิ.ย. 2547	2.2 การแต่งตั้งสถาบันการเงินเป็น Primary Dealers	สถาบันการเงินที่ได้รับการแต่งตั้งให้เป็น Primary Dealers ได้แก่	15 มิ.ย. 2547

ตารางผนวกที่ 1.1 (ต่อ)

วัน/เดือน/ปี	มาตรการ	สาระสำคัญ	วันที่บังคับใช้
	สำหรับธุรกรรมซื้อคืนประเภท Bilateral Repo	ธ.กรุงเทพฯ ธ.กสิกรไทย ธ.ซิตี้แบงค์ สาขากรุงเทพฯ ธ.ไทยพาณิชย์ ธ.แสตนดาร์ดชาร์เตอร์ด สาขากรุงเทพฯ ธ.ออมสิน ธ.เอเชีย ธ.ฮ่องกงและเซี่ยงไฮ้แบงกิ้งคอร์ปอเรชั่น สาขากรุงเทพฯ	
9 ก.ย. 2547	2.3 การอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ประกอบธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo)	2) ขยายขอบเขตคู่สัญญาและประเภทตราสารปรับปรุงหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลให้มีความชัดเจนขึ้น	16 ก.ย. 2547
	3. มาตรการด้านการควบคุมการแลกเปลี่ยนเงิน		
31 มี.ค. 2547	3.1 การปรับปรุงทะเบียนควบคุมการแลกเปลี่ยนเงิน	1) เพิ่มวงเงินการขออนุญาตซื้อขายฝาก ถอนเงินตราต่างประเทศจากเดิมที่เกิน 10,000 ดอลลาร์ สรอ. เป็น 20,000 ดอลลาร์ สรอ.หรือเทียบเท่า 2) เปลี่ยนแปลงวงเงินที่ผู้ส่งออกและผู้นำเข้าสินค้าต้องแจ้งรายการสินค้าจากเดิมวงเงินที่เกิน 500,000 บาท เป็นตั้งแต่ 20,000 ดอลลาร์ สรอ. หรือเทียบเท่า	1 เม.ย. 2547
	4. มาตรการด้านการชำระเงิน		
10 ก.พ. 2547	4.1 แนวนโยบายการกำกับดูแลการให้บริการเงินอิเล็คทรอนิกส์	- ธปท. ได้ให้แนวทางการพิจารณาความเสี่ยงและผลกระทบของเงินอิเล็คทรอนิกส์ รวมทั้งแนวทางกำกับของ ธปท.	10 ก.พ. 2547

ตารางผนวกที่ 1.1 (ต่อ)

วัน/เดือน/ปี	มาตรการ	สาระสำคัญ	วันที่บังคับใช้
		โดยผู้ที่ประสงค์จะให้บริการดังกล่าวต้องขออนุญาตจาก ธปท. ก่อน	
13 ธ.ค. 2547	4.2 การกำหนดหลักเกณฑ์วิธีการและเงื่อนไขในการประกอบธุรกิจบัตรเงินอิเล็คทรอนิกส์	ธปท. ได้กำหนดหลักเกณฑ์วิธีการและเงื่อนไขในการประกอบบัตรเงินอิเล็คทรอนิกส์	13 ธ.ค. 2547
	5. มาตรการด้านสินเชื่อ		
1 เม.ย. 2547	5.1 การกำหนดหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขในการประกอบธุรกิจบัตรเครดิต	1) เพิ่มอัตราการผ่อนชำระหนี้ขั้นต่ำจากร้อยละ 5 เป็นไม่น้อยกวาร้อยละ 10 ของยอดคงค้างทั้งสิ้น 2) วงเงินที่จะให้แก่ผู้ถือบัตรแต่ละรายต้องไม่เกิน 5 เท่าของรายได้เฉลี่ยต่อเดือน 3) ให้ยกเลิกการให้บัตรเครดิตกรณีผู้ถือบัตรผิดนัดชำระหนี้เกินกว่า 3 เดือน	1 เม.ย. 2547
	5.2 การให้สินเชื่อแก่หรือลงทุนในกิจการที่มีผลประโยชน์เกี่ยวข้องและการให้สินเชื่อแก่ผู้ถือหุ้นของสถาบันการเงิน	เพิ่มข้อยกเว้นในประกาศฉบับเดิม โดยให้สินเชื่อหรือลงทุนในกิจการที่กระทรวงการคลังมีผลประโยชน์ตามข้อ 4.3(ข) และในกองทุนรวมที่จัดตั้งโดยส่วนราชการ 4.3 (ค) ไม่ต้องถูกบังคับตามประกาศฉบับนี้	5 มิ.ย. 2547
	6. มาตรการด้านการกำกับและพัฒนาสถาบันการเงิน		
	6.1 การกำกับสถาบันการเงิน		
	- การกำหนดให้ธนาคาร	1) เปลี่ยนแปลงองค์ประกอบของ	

ตารางผนวกที่ 1.1 (ต่อ)

วัน/เดือน/ปี	มาตรการ	สาระสำคัญ	วันที่บังคับใช้
	พาณิชย์ดำรงสินทรัพย์สภาพคล่อง	สินทรัพย์สภาพคล่องที่ให้ธนาคารพาณิชย์ดำรงไว้ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 6 ของยอดรวมเงินฝากและเงินกู้บางประเภทดังนี้ - เงินฝากที่ ธปท. เฉลี่ยไม่ต่ำกว่าร้อยละ 0.8 - เงินสดที่ศูนย์เงินสดกลางธนาคารพาณิชย์เฉลี่ยไม่ต่ำกว่าร้อยละ 0.2 เว้นแต่จะดำรงเงินฝากที่ ธปท. เกินกว่าร้อยละ 0.8 ก็สามารถดำรงเงินสดได้ต่ำกว่าเท่ากับจำนวนเดียวกันนั้น ทั้งนี้รวมสองประเภทแล้วต้องไม่ต่ำกว่าร้อยละ 1 - เงินสดที่ธนาคารพาณิชย์เมื่อได้รวมกับเงินสดที่ศูนย์เงินสดกลางธนาคารพาณิชย์ส่วนที่เกินกว่าที่ต้องดำรงไว้ให้ถือเป็นสภาพคล่องได้ไม่เกินร้อยละ 2.5 - หลักทรัพย์ที่ปราศจากภาระผูกพันยังคงกำหนดเช่นเดิม 2) แก้ไขฐานในการคำนวณสินทรัพย์สภาพคล่อง โดยกำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ต้องดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องเพื่อรองรับการทำธุรกรรมในรูปเงินกู้ยืมที่มีอนุพันธ์ทางการเงินแฝงไม่ว่าจะอยู่ในรูปเงินฝากหรือเงินกู้ยืม 3) ให้กิจการวิเทศธนกิจเพื่อการให้กู้ยืมในต่างประเทศดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องเช่นเดียวกับธนาคารพาณิชย์และกิจการวิเทศธนกิจเพื่อ	

ตารางผนวกที่ 1.1 (ต่อ)

วัน/เดือน/ปี	มาตรการ	สาระสำคัญ	วันที่บังคับใช้
		การกู้ยืมในประเทศ	
23 ม.ค. 2547	6.2 การพัฒนาสภาบันการเงิน - การขออนุญาตจัดตั้งธนาคารพาณิชย์ที่เป็นบริษัทลูกของธนาคารต่างประเทศ	ให้ธนาคารต่างประเทศที่มีสำนักงานวิเทศธนกิจหรือมีสาขาในประเทศไทยซึ่งมีคุณสมบัติผ่านเกณฑ์ที่กำหนดยื่นคำขออนุญาตจัดตั้งธนาคารพาณิชย์ที่เป็นบริษัทลูกของธนาคารต่างประเทศได้ที่ ธปท. ตั้งแต่วันที 1 ก.พ. ถึง 31 ก.ค. 2547	1 ก.พ. 2547
	- การขออนุญาตจัดตั้งธนาคารพาณิชย์	ให้บริษัทเงินทุน เงินทุนหลักทรัพย์และบริษัทเครดิตฟองซิเอร์ที่มีคุณสมบัติผ่านเกณฑ์ยื่นคำขออนุญาตจัดตั้งธนาคารพาณิชย์ได้ที่ ธปท. โดยสามารถขอดำเนินการเป็นธนาคารพาณิชย์หรือธนาคารพาณิชย์เพื่อรายย่อยก็ได้ ซึ่งต้องมีเงินกองทุนขั้นที่ 1 ไม่ต่ำกว่า 5 พันล้านบาท และไม่ต่ำกว่า 250 ล้านบาท ตามลำดับ	

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2543-2547)

ภาคผนวก ข

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ตารางผนวกที่ 1.2 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

obs	RX	RP	RMLR	REDIS	ER	EXLIQU	FED	INF
2543:6	222.690	1.50	6.26	3.00	39.064	481.865	6.50	1.99
2543:7	244.780	1.50	6.37	3.00	40.221	472.794	6.50	1.88
2543:8	255.842	1.50	6.17	3.00	40.869	461.128	6.50	2.08
2543:9	250.801	1.50	5.49	3.00	41.881	487.133	6.50	2.39
2543:10	270.112	1.50	6.12	3.00	43.207	494.800	6.50	1.76
2543:11	274.116	1.50	6.12	3.00	43.726	508.372	6.50	1.76
2543:12	264.275	1.50	6.43	3.00	43.093	857.640	6.50	1.45
2544:1	226.044	1.50	6.54	2.00	43.078	841.227	6.00	1.34
2544:2	230.643	1.50	6.06	2.00	42.589	831.997	5.50	1.44
2544:3	259.487	1.50	6.06	2.00	43.844	855.663	5.30	1.44
2544:4	215.507	1.50	5.03	2.00	45.413	844.115	4.76	2.47
2544:5	260.426	1.50	4.73	2.00	45.436	864.174	4.23	2.77
2544:6	252.925	2.26	5.24	2.00	45.202	839.145	3.96	2.26
2544:7	241.303	2.50	5.35	2.00	45.569	822.235	3.75	2.15
2544:8	262.897	2.50	6.07	2.00	44.865	805.528	3.65	1.43
2544:9	245.851	2.50	6.18	2.00	44.284	797.517	3.21	1.32
2544:10	240.845	2.50	6.17	2.00	44.673	824.405	2.52	1.33
2544:11	244.298	2.50	6.48	2.00	44.372	1,043.779	2.07	1.02
2544:12	225.094	2.46	6.54	2.00	43.860	1,071.824	1.81	0.71
2545:1	213.974	2.16	6.54	2.00	43.982	1,046.956	1.75	0.71
2545:2	215.567	2.00	6.83	2.00	43.777	1,115.942	1.75	0.30
2545:3	248.399	2.00	6.52	2.00	43.345	1,106.665	1.75	0.61
2545:4	212.387	2.00	6.73	2.00	43.376	1,129.907	1.75	0.40
2545:5	255.682	2.00	7.03	2.00	42.759	1,119.838	1.75	0.10
2545:6	249.189	2.00	6.93	2.00	42.116	1,143.369	1.75	0.20
2545:7	234.997	2.00	7.03	2.00	41.165	1,149.415	1.75	0.10
2545:8	252.570	2.00	6.83	2.00	42.121	1,166.312	1.75	0.30
2545:9	263.990	1.99	6.73	2.00	42.768	1,149.402	1.75	0.40

ตารางผนวกที่ 1.2 (ต่อ)

obs	RX	RP	RMLR	REDIS	ER	EXLIQU	FED	INF
2545:10	269.623	2.00	5.24	2.00	43.605	1,038.191	1.75	1.51
2545:11	269.138	1.88	5.54	2.00	43.270	1,057.148	1.32	1.21
2545:12	238.544	1.75	5.13	2.00	43.236	1,083.123	1.25	1.62
2546:1	258.747	1.75	4.53	1.75	42.728	1,063.896	1.25	2.22
2546:2	255.155	1.72	4.73	1.75	42.827	1,085.607	1.25	2.02
2546:3	279.839	1.74	4.92	1.75	42.713	1,079.995	1.25	1.71
2546:4	250.865	1.75	5.03	1.75	42.833	1,075.224	1.25	1.60
2546:5	281.540	1.75	4.73	1.75	42.106	1,072.534	1.25	1.90
2546:6	271.495	1.70	4.43	1.75	41.602	1,061.501	1.20	1.70
2546:7	264.399	1.25	3.83	1.00	41.733	1,048.789	1.00	1.80
2546:8	264.379	1.25	3.43	1.00	41.618	1,069.472	1.00	2.20
2546:9	288.179	1.25	3.94	1.00	40.456	1,073.414	1.00	1.69
2546:10	291.610	1.25	4.44	1.00	39.679	1,138.378	1.00	1.19
2546:11	280.370	1.25	3.84	1.00	39.855	1,134.530	1.00	1.79
2546:12	281.354	1.25	3.84	1.00	39.666	1,103.271	1.00	1.79
2547:1	273.087	1.25	4.35	1.00	39.048	1,017.413	1.00	1.28
2547:2	275.902	1.25	3.46	1.00	39.051	979.176	1.00	2.17
2547:3	298.512	1.25	3.26	1.00	39.400	990.917	1.00	2.37
2547:4	274.845	1.25	3.17	1.00	39.388	937.574	1.00	2.46
2547:5	304.723	1.25	3.18	1.00	40.516	935.559	1.00	2.45
2547:6	328.345	1.25	2.58	1.00	40.757	891.102	1.01	3.05
2547:7	318.372	1.25	2.48	1.00	40.883	817.874	1.25	3.15
2547:8	320.011	1.31	2.50	1.00	41.450	823.130	1.43	3.13
2547:9	338.451	1.50	2.00	1.00	41.427	767.151	1.59	3.63
2547:10	350.693	1.59	2.10	1.00	41.269	721.616	1.75	3.53
2547:11	344.341	1.75	2.60	1.00	40.301	733.646	1.92	3.03
2547:12	320.715	1.90	2.70	1.00	39.178	761.015	2.15	2.93

ตารางผนวกที่ 1.2 (ต่อ)

obs	CA	NETFLOW
2543:6	6.878	-20.233
2543:7	41.309	-36.854
2543:8	21.797	-13.555
2543:9	25.150	-12.747
2543:10	21.972	-11.989
2543:11	36.533	-12.355
2543:12	36.100	-58.732
2544:1	11.711	-36.794
2544:2	34.951	-40.638
2544:3	12.363	-4.519
2544:4	6.496	-3.556
2544:5	16.675	-4.040
2544:6	22.738	8.669
2544:7	14.901	0.460
2544:8	44.823	-11.941
2544:9	13.915	-1.911
2544:10	24.192	-37.576
2544:11	28.484	-31.380
2544:12	43.561	-7.676
2545:1	15.000	-46.931
2545:2	46.143	-40.812
2545:3	20.221	-7.654
2545:4	-8.234	-8.187
2545:5	25.701	-18.259
2545:6	13.691	-27.634
2545:7	5.906	-35.274
2545:8	31.332	-25.347
2545:9	35.749	44.456

ตารางผนวกที่ 1.2 (ต่อ)

obs	CA	NETFLOW
2545:10	37.671	-27.684
2545:11	41.559	-27.688
2545:12	37.290	-24.778
2546:1	26.912	-90.103
2546:2	55.349	-32.309
2546:3	21.835	12.177
2546:4	2.800	-0.274
2546:5	16.781	-63.995
2546:6	33.065	-18.105
2546:7	19.718	9.351
2546:8	27.141	5.860
2546:9	27.718	-26.163
2546:10	23.284	-51.691
2546:11	42.886	-41.613
2546:12	31.691	-63.372
2547:1	31.098	-92.735
2547:2	44.233	-41.050
2547:3	8.073	7.429
2547:4	-2.539	27.269
2547:5	9.781	48.896
2547:6	15.500	3.337
2547:7	18.782	2.296
2547:8	7.067	20.374
2547:9	22.773	20.432
2547:10	40.153	41.448
2547:11	18.942	-20.358
2547:12	51.949	-19.390

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2543-2547)

ภาคผนวก ค

ผลการทดสอบลักษณะนิ่งของตัวแปร

ตารางผนวกที่ 1.3 ผลการทดสอบลักษณะนิ่งของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	At Level					
	Without Trend			With Trend		
	จำนวน lag	ADF Stat.	Prob.	จำนวน lag	ADF Stat.	Prob.
RP	1	-1.840563	0.3573	1	-1.993038	0.5916
RMLR	0	-0.638004	0.8530	0	-1.985458	0.5959
FED	10	-1.649559	0.4493	10	-0.806851	0.9572
EXLIQU	7	-1.476910	0.5365	7	-0.484363	0.9809
REDIS	7	-0.506442	0.8806	7	-2.468628	0.3415
ER	10	-0.194387	0.9315	8	-4.946960	0.0012
INF	0	-1.406351	0.5725	0	-1.918333	0.6313
CA	7	-4.270850	0.0014	7	-4.212428	0.0088
NETFLOW	0	-4.543816	0.0005	0	-4.593449	0.0028
RX	2	-0.081832	0.9458	2	-1.640758	0.7628

ตัวแปร	First Difference					
	Without Trend			With Trend		
	จำนวน lag	ADF Stat.	Prob.	จำนวน lag	ADF Stat.	Prob.
RP	0	-5.050697	0.0001	0	-4.995915	0.0008
RMLR	0	-7.519037	0.0000	0	-7.485880	0.0000
FED	9	-1.155573	0.6851	9	-2.432506	0.3586
EXLIQU	5	-3.697485	0.0072	6	-3.603240	0.0403
REDIS	7	-3.094646	0.0339	6	-3.214022	0.0941
ER	9	-3.436350	0.0148	9	-3.410590	0.0629
INF	0	-7.554818	0.0000	0	-7.585631	0.0000
RX	10	-3.034524	0.0396	10	-4.947601	0.0013

ตารางผนวกที่ 1.3 (ต่อ)

ตัวแปร	Second Difference					
	Without Trend			With Trend		
	จำนวน lag	ADF Stat.	Prob.	จำนวน lag	ADF Stat.	Prob.
FED	8	-3.426153	0.0152	8	-3.207899	0.0961

หมายเหตุ : จำนวน Lag ที่ใช้ในการคำนวณค่า ADF Stat จะถูกกำหนดจากค่า Akaike Information Criterion (AIC)

ค่าที่ขีดเส้นใต้ แสดงว่า ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก (Nonstationary) ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

ภาคผนวก ง

การทดสอบทางสถิติสำหรับสมการพฤติกรรมในแบบจำลอง

ตารางผนวกที่ 1.4 ผลการทดสอบทางสถิติของสมการพฤติกรรมในแบบจำลอง

การทดสอบ \ สมการพฤติกรรม	RMLR	REDIS	ER	RX
Durbin Watson Statistic	2.2743	2.0801	1.8526	2.1246
White Heteroscedasticity Test	0.9966	0.6880	0.9431	0.6846
ADF Stat.of Resid.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

หมายเหตุ : ค่าสถิติทั้งหมดนำเสนอในรูปค่า Probability ยกเว้น Durbin Watson Statistic