

บทที่ 3

แนวคิดในการศึกษาและวรรณกรรมปริทัศน์

บทนี้ศึกษาถึงประเด็นหรือแนวคิดที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา โดยในส่วนแรกเป็นแนวคิดเกี่ยวกับการดำเนินนโยบายการเงินและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับเงินเฟ้อ และส่วนที่เป็นส่วนของการทบทวนวรรณกรรม

3.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

3.1.1 กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ

กรอบเป้าหมายในการดำเนินนโยบายการเงินหรือกลยุทธ์ทางนโยบายการเงิน ตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน มีจุดประสงค์เพื่อลดความผันผวนของปัจจัยทางเศรษฐกิจอันเกิดจากสภาวะการณ์ที่เปลี่ยนแปลง เช่น ภาวะสงคราม ภาวะราคาน้ำมัน และในปัจจุบันการเปิดการค้าเสรีทำให้มีสภาพการแข่งขันที่สูงขึ้น เหตุการณ์ต่างๆที่เกิดขึ้นในแต่ละวันล้วนส่งผลกระทบต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจ ทั้งผลที่เกิดขึ้นในประเทศนั้น และผลที่เกิดขึ้นจากกลุ่มประเทศอื่นผ่านเข้ามาทางอัตราแลกเปลี่ยน กลยุทธ์ทางนโยบายการเงินจึงมีการเปลี่ยนแปลงเพื่อให้สอดคล้องกับภาวะดังกล่าว ประเทศอุตสาหกรรมแนวหน้า อาทิ เช่น นิวซีแลนด์ ออสเตรเลีย แคนาดา และอังกฤษ เป็นประเทศในกลุ่มแรก ที่ได้นำ เป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) มาใช้เป็นเป้าหมายชั้นกลางในการดำเนินนโยบายการเงิน

ตั้งแต่ในช่วงปี 1970's ประเทศอุตสาหกรรมทั่วโลกประสบปัญหาการเพิ่มสูงขึ้นของเงินเฟ้อ ทำให้ผู้ดำเนินนโยบายการเงินหาช่องทางในการแก้ไขปัญหาเงินเฟ้อ และเริ่มใช้ความสัมพันธ์ของตัวแปรในระบบเศรษฐกิจที่มีต่อเงินเฟ้อ เป็นเป้าหมายในการดำเนินนโยบายการเงิน เช่น ปริมาณเงิน ราคา อัตราแลกเปลี่ยน โดยในเริ่มแรก ได้ใช้ปริมาณเงินเป็นเป้าหมาย (Monetary Targeting) ซึ่งมีประเทศที่ประสบความสำเร็จ ได้แก่ สหพันธ์สาธารณรัฐเยอรมันนีและสวิสเซอร์แลนด์ แต่ก็มีประเทศที่ไม่ประสบความสำเร็จ เช่น อังกฤษ และสหรัฐอเมริกา เป็นต้น โดยเหตุผลที่ไม่ประสบความสำเร็จส่วนใหญ่มาจาก ปริมาณเงินมีความสัมพันธ์ต่อ GDP น้อย และผู้ดำเนินนโยบายการเงินไม่ให้ความสำคัญต่อเป้าหมายอย่างจริงจัง (Mishkin, 2000)

ต่อมาในช่วง 1990's ประเทศอุตสาหกรรมนำโดย นิวซีแลนด์ แคนาดา และ อิสราเอล ได้นำ กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) มาเป็นกรอบในการดำเนินนโยบายการเงิน โดยมีคำจำกัดความและขนาดของเป้าหมายที่ต่างกัน เช่น นิวซีแลนด์ ใช้ Underlying CPI¹ หรือ อิสราเอล ใช้ CPI เป็นต้น

การใช้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ คือ การกำหนดเป้าหมายในการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อให้เงินเฟ้อไม่ออกนอกช่วงที่เป็นเป้าหมาย หรือไม่ห่างจากเป้าหมายที่เป็นจุดมากนัก แนวคิดสำคัญของเป้าหมายเงินเฟ้อคือ เพื่อการรักษาอัตราเงินเฟ้อให้ต่ำและคงที่ เพื่อสร้างบรรยากาศที่เหมาะสมต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจ และเมื่อมีการคาดการณ์ว่าเงินเฟ้อจะออกนอกกรอบเป้าหมาย ผู้ดำเนินนโยบายการเงินหรือธนาคารกลางจะพยายามลดผลกระทบที่เกิดขึ้นหรือทำให้เงินเฟ้อกลับมาอยู่บนเป้าหมายตามเดิม นอกจากนี้ ผู้ดำเนินนโยบายการเงินต้องประกาศเป้าหมายชั้นกลางหรือระดับเงินเฟ้อเป้าหมายให้ชัดเจนต่อสาธารณะ รวมทั้งแนวทางในการดำเนินนโยบายการเงิน และต้องมีความโปร่งใสและความรับผิดชอบต่อการดำเนินนโยบายการเงิน การดำเนินนโยบายภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ ผู้ดำเนินนโยบายมีแนวทางปฏิบัติ ดังนี้

1. มีการประกาศเป้าหมายในระยะกลางเป็นตัวเลขชัดเจนต่อสาธารณะซึ่งอาจเป็นช่วงหรือเป็นจุด
2. มีแนวทางหรือวิธีการดำเนินนโยบายให้ได้สำเร็จตามเป้าหมายทั้งในระยะสั้นและระยะยาว
3. การใช้กลยุทธ์ในนโยบายการเงินควรใช้ตัวแปรอื่นที่นอกเหนือจากทางด้านการเงิน
4. เพิ่มความโปร่งใสในการดำเนินนโยบาย ด้วยการให้ข้อมูลที่สำคัญเกี่ยวกับแผนการและเป้าหมายต่อสาธารณะ
5. สามารถตรวจสอบการทำงานของผู้ดำเนินนโยบายได้ เช่น ในกรณีที่ไม่สามารถบรรลุเป้าหมายตามที่ประกาศไว้ได้ เป็นต้น

ในทางทฤษฎี ผลต่อราคาภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ จะทำให้ราคามีลักษณะเป็น Base Drift และทำให้ราคามีคุณสมบัติเป็น Non-stationary² เนื่องจากเป้าหมายเงินเฟ้อเป็น

¹ ไม่รวมราคาสินค้า ราคาที่ควบคุมโดยรัฐ อัตราดอกเบี้ยและค่าบริการ

² Non-stationary เป็นคุณสมบัติของตัวแปรที่เป็นอนุกรมเวลา หมายถึงการมีค่าเฉลี่ยและความแปรปรวน ไม่คงที่ในระยะยาว ซึ่งในความเป็นจริงระดับราคา มีคุณสมบัติเป็น Non-stationary

การมองอัตราเงินเฟ้อในระยะสั้น(กลาง) และไม่ได้คำนึงถึงผลที่เกิดจากราคาที่เปลี่ยนแปลง เช่น ถ้าเกิด Shock ต่อเงินเฟ้อที่รุนแรง ระดับราคาและเงินเฟ้อสูงขึ้นอย่างกะทันหัน ผู้ดำเนินนโยบายการเงินจะพยายามให้อัตราเงินเฟ้อกลับเข้ามาอยู่ในกรอบ แต่ระดับราคาที่เปลี่ยนแปลงแบบ Base Drift จะทำให้อัตราเงินเฟ้อโดยเฉลี่ยนั้นสูงขึ้น เกิด Bias ในการคาดการณ์เงินเฟ้อในระยะยาว และทำให้ความผันผวนในเงินเฟ้อในระยะยาวสูงขึ้นตามไปด้วย ซึ่งมีผลต่อเสถียรภาพของระดับราคา (Svensson, 1999)

ประเทศไทยได้ให้ความสำคัญกับระดับเงินเฟ้อมาตั้งแต่ พ.ศ.2533 และเปลี่ยนมาใช้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) ในปีพ.ศ.2543 หลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ โดยมีจุดประสงค์เพื่อลดความผันผวนในระบบเศรษฐกิจ อันเกิดจากการเปิดเสรีทางการค้าระหว่างประเทศ ซึ่งมีการเติบโตและเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว ดังนั้น การให้ความสำคัญกับความมีเสถียรภาพของราคา (Price Stability) จะช่วยให้ภาวะค่าซีพของประชาชนไม่มีความผันผวนมากเกินไป สร้างบรรยากาศให้ภาคธุรกิจเกิดความเชื่อมั่น มีการจ้างงานและการลงทุน และรักษาขีดความสามารถในการส่งออก¹ ประเทศไทยมีการกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อแบบเป็นช่วง โดยกำหนดที่เงินเฟ้อพื้นฐาน (Core Inflation) อยู่ระหว่าง 0-3.5 และใช้อัตราดอกเบี้ยนโยบายแบบหนึ่งวัน เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในการส่งสัญญาณต่อภาคเศรษฐกิจ ลักษณะของกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อในประเทศไทย มีลักษณะเป็น กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อแบบยืดหยุ่น (Flexible Inflation Targeting) คือ นอกจากระดับเงินเฟ้อเป็นเป้าหมายแล้ว ยังให้ความสำคัญต่อตัวแปรเศรษฐกิจอื่นคือ ระดับผลผลิต อัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยน โดยการตัดสินใจในการดำเนินนโยบายการเงินส่วนหนึ่ง มาจากแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาค ซึ่งประกอบไปด้วย ภาคเศรษฐกิจจริง ภาคการเงิน ภาคต่างประเทศ และภาครัฐบาล เพื่อใช้พยากรณ์อัตราเงินเฟ้อและความสัมพันธ์ต่อเครื่องมือ หรือ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย จากนั้นจึงดำเนินนโยบายการเงินควบคุมให้เงินเฟ้ออยู่ในเป้าหมาย

3.1.2 นโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อในประเทศไทย

หลังจากเกิดวิกฤติทางการเงินเมื่อ พ.ศ.2540 ประเทศไทยได้เปลี่ยนกรอบนโยบายการเงิน จากการผูกค่าเงินหรือตะกร้าเงิน (Pegged Exchange Rate) เป็นแบบลอยตัว (Floating Exchange Rate) และนำเป้าหมายทางการเงินมาใช้เป็นแนวทางในการดำเนินนโยบายการเงิน

¹ เป้าหมายในการใช้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อจากเว็บไซต์ของธนาคารแห่งประเทศไทย

และตั้งแต่ พฤษภาคม พ.ศ.2543 ประเทศไทยใช้กรอบเป้าหมายเงินเพื่อเป็นกลยุทธ์ในการดำเนินนโยบายการเงิน

จากที่กล่าวข้างต้น ประเทศไทยใช้กรอบเป้าหมายเงินเพื่อแบบยืดหยุ่น (Flexible Inflation Targeting) โดย ความสำคัญต่อตัวแปรเศรษฐกิจอื่น คือ ระดับผลผลิต อัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยน เป้าหมายเงินเพื่อของประเทศไทย เป็นการกำหนดเป้าหมายชั้นกลาง (Intermediate Target) ที่เงินเพื่อพื้นฐาน (Core Inflation) อยู่ระหว่าง 0-3.5 และใช้อัตราดอกเบี้ยธนบัตรซื้อคืนแบบ 1 วัน เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในการส่งสัญญาณต่อภาคเศรษฐกิจ ซึ่งคณะกรรมการนโยบายการเงินจะส่งสัญญาณการเปลี่ยนแปลงผ่านอัตราดอกเบี้ยดังกล่าว และดูแลรักษาระดับอัตราดอกเบี้ยผ่านเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน (Monetary Policy Instruments) ได้แก่ การดำรงสินทรัพย์สภาพคล่อง (Reserve Requirement) การดำเนินการผ่านตลาดการเงิน (Open Market Operation) และหน้าต่างตั้งรับ (Standing Facilities)

นอกจากนั้น การดำเนินนโยบายภายใต้กรอบเงินเพื่อ จะต้องมีความโปร่งใส สามารถตรวจสอบได้ เพื่อสร้างความเชื่อถือต่อสาธารณะ โดยธนาคารแห่งประเทศไทยมีการจัดทำรายงานแนวโน้มเงินเพื่อรายไตรมาส มีเนื้อหาเกี่ยวกับการพยากรณ์เงินเพื่อ แนวโน้มและสถานะเศรษฐกิจปัจจุบัน รวมถึงแนวทางการดำเนินนโยบายการเงินในอนาคต และรายงานการประชุมของคณะกรรมการนโยบายการเงิน

หลังจากกำหนดกรอบเป้าหมายและเครื่องมือที่ใช้ในการดำเนินนโยบายการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทยจะกำหนดแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาค (Core Model) โดยแยกออกเป็น 4 ภาค คือ ภาคเศรษฐกิจจริง ภาคการเงิน ภาคต่างประเทศ และภาครัฐบาล จากนั้นจะกำหนดทิศทางและความสัมพันธ์ของตัวแปรที่สำคัญในแต่ละส่วนในรูปแบบสมการเชิงเส้น (Linear Equation) หรือ Error Correction¹ (ECM) โดย Core Model นี้ ส่วนหนึ่ง ระบุ.ใช้เพื่อพยากรณ์แนวโน้มหรือทิศทางของการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรต่างๆ เพื่อใช้ประกอบการพิจารณาในการดำเนินนโยบาย

จากที่ประเทศไทยใช้กรอบเป้าหมายเงินเพื่อแบบยืดหยุ่น (Flexible Inflation Targeting) เป้าหมายของการดำเนินนโยบายไม่ได้จำกัดแต่เพียงเสถียรภาพของระดับราคา แต่ยังคงคำนึงถึงการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจหรือตัวแปรอื่นๆ เช่น อัตราดอกเบี้ยด้วย จากที่กล่าวมาแล้ว ความผันผวนของเงินเพื่อและความผันผวนของระดับผลผลิต มีการ tradeoff กัน (Taylor,

¹ ECM หรือ Error Correction Model เป็นการประมาณค่าความสัมพันธ์ของตัวแปรที่เป็นอนุกรมเวลา โดยที่แบบจำลองจะประกอบด้วยส่วนที่เรียกว่า Partial Adjustment ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในระยะยาวของตัวแปรในระบบ

1979a และ 1994) เมื่อให้นำหนักต่อเป้าหมายต่างกัน ดังนั้น การหานโยบายการเงินที่เหมาะสม โดยใช้หลักการ Optimization Technique ได้นำแนวคิดเกี่ยวกับส่วนต่างระหว่างค่าพยากรณ์และเป้าหมายกำหนดให้อยู่ในรูปของ Quadratic Function หรือที่เรียกว่า Loss Function ดังนี้

$$(3.1) \quad L(\pi_t, y_t, r_t) = \frac{1}{2} [(\pi_t - \pi_t^*)^2 + \lambda_1 (y_t - y_t^*)^2 + \lambda_2 (r_t - r_{t-1})^2]$$

โดย λ คือ น้ำหนักของการให้ความสำคัญต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจ
 $(\pi_t - \pi_t^*)$ คือ ส่วนต่างระหว่างเงินเฟ้อคาดการณ์กับเงินเฟ้อเป้าหมาย
 $(y_t - y_t^*)$ คือ ส่วนต่างระหว่างระดับผลผลิตคาดการณ์และศักยภาพในการผลิต
 $(r_t - r_{t-1})$ คือ ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย

จากนั้นก็ทำการ Minimize Loss Function ในช่วง n Periods โดยมีแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาค (Core model) เป็น Constraint เพื่อให้ได้ Reaction Function ที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างเครื่องมือทางการเงิน กับตัวแปรสำคัญทางเศรษฐกิจ¹ ไว้เป็นแนวทางในการดำเนินนโยบาย

3.1.3 กลไกส่งผ่านทางการเงิน

กลไกการส่งผ่านทางการเงิน (Monetary Transmission Mechanism) เป็นกระบวนการทำงานของนโยบายการเงิน จากอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นส่งผลโดยตรง ต่ออัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยต่างๆ ในตลาด รวมทั้งการคาดการณ์เงินเฟ้อ จากอัตราในนาม (Nominal Rate) สู่อัตราที่แท้จริง (Real Rate) และส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริง ทั้งอุปสงค์ภายในประเทศ ภายนอกประเทศ และราคาในสินค้านำเข้า/ส่งออก เพื่อให้ระดับการผลิตเข้าสู่ภาวะปกติในระยะยาว

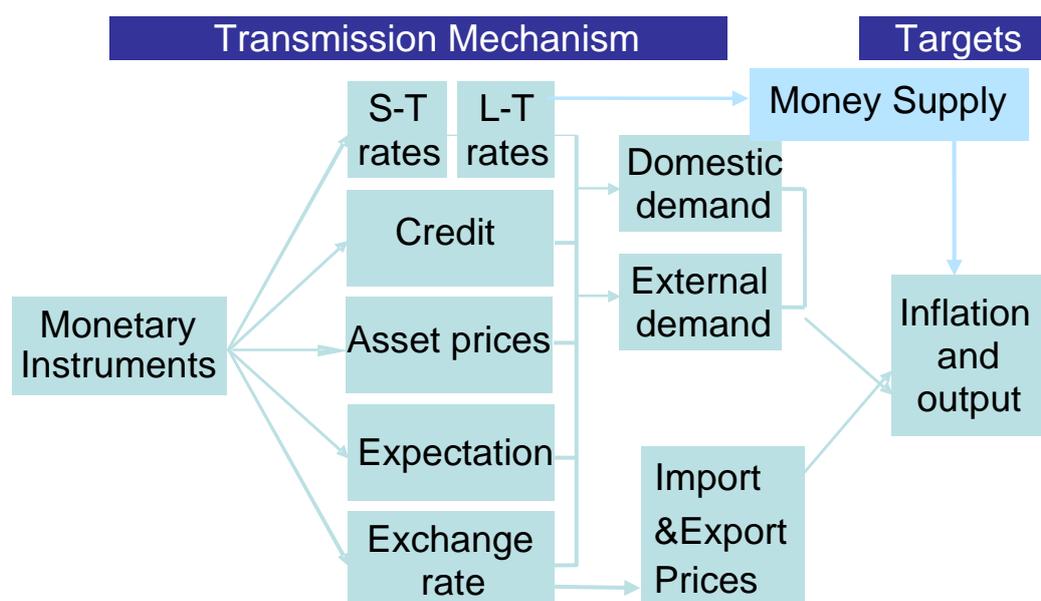
ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงจำเป็นต้องมีเครื่องมือ (Monetary Instruments) เพื่อใช้ในการควบคุมอัตราการเจริญเติบโต ระดับราคา หรือ ตอบสนองต่อสภาวะเศรษฐกิจและการเปลี่ยนแปลงในปัจจุบัน ดังที่กล่าวในหัวข้อก่อน และช่องทางส่งผ่าน หรือ กลไกส่งผ่าน

¹ ปรับจากทิมพยากรณ์และนโยบายส่วนกลยุทธนโยบายการเงิน , “แบบจำลองเศรษฐกิจสำหรับนโยบายการเงินภายใต้กรอบ Inflation Targeting” ของธนาคารแห่งประเทศไทย

ทางการเงิน ในกรณีใช้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ และมีระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว มี 5 ช่องทาง ดังภาพที่ 3.1

ภาพที่ 3.1

กลไกส่งผ่านทางทางการเงิน



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

จากภาพที่ 3.1 แสดงให้เห็นว่า การดำเนินนโยบายการเงิน จะส่งผลกระทบผ่าน 5 ช่องทางข้างต้น โดยแต่ละช่องทางมีกลไกที่ส่งผลต่ออุปสงค์รวมในตลาดสินค้า และส่งผลถึงระดับราคาและภาคการผลิตต่อไป และนำไปสู่เป้าหมายสุดท้ายคือความมีเสถียรภาพของราคาและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่เหมาะสมและสามารถอธิบายในแต่ละช่องทางได้ ดังนี้

1. ช่องทางอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Channel)

ตามแนวคิดของ Keynes อัตราดอกเบี้ยส่งผลกระทบผ่านระดับผลผลิตผ่านตัวแปรทางการลงทุน โดยเมื่อดำเนินนโยบายการเงินแบบขยายตัว ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยแท้จริงลดลง ทำให้ต้นทุนในการลงทุนที่เกิดจากการกู้ยืมและการบริโภคลดลง ส่งผลให้ระดับการลงทุน ระดับการบริโภคและระดับผลผลิตเพิ่มขึ้นตามลำดับ

การปรับอัตราดอกเบี้ยเป็นช่องทางหลักของการดำเนินนโยบายการเงินในปัจจุบัน ธปท. ใช้อัตราดอกเบี้ยธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรระยะ 1 วัน เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เพื่อลดปัญหาการกระจุกตัวหรือไม่มีผู้ลงทุนในตลาด โดย อัตราดอกเบี้ยดังกล่าว ธปท. ได้ใช้เป็นตัวส่งสัญญาณต่อเอกชนในการดำเนินนโยบายการเงินและใช้ในการควบคุมอัตราเงินเฟ้อ

2. ช่องทางสินเชื่อ (Credit Channel)

ปัจจุบันการทำธุรกรรมทางการเงินในตลาดเงินจะเกิดปัญหา Asymmetric Information ผู้กู้และผู้ให้กู้ (เจ้าหนี้) ไม่สามารถทำธุรกรรมกันเองได้ เนื่องจากมีข้อมูลเกี่ยวกับอีกฝ่ายที่ไม่สมบูรณ์ ดังนั้น ผู้กู้จำเป็นต้องพึ่งการปล่อยกู้ของธนาคารพาณิชย์ในฐานะคนกลางในการกู้ จากลักษณะดังกล่าว การดำเนินนโยบายการเงินสามารถควบคุมผ่านช่องทางการปล่อยกู้ของธนาคารพาณิชย์ และเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ได้ เช่น ถ้าธนาคารกลางเพิ่มปริมาณเงินเข้าไปในระบบเศรษฐกิจ ปริมาณเงินฝากของธนาคารพาณิชย์จะเพิ่มสูงขึ้น ทำให้ธนาคารพาณิชย์สามารถปล่อยกู้ได้มากขึ้น

ในอีกทางหนึ่ง การดำเนินนโยบายการเงินแบบขยายตัวจะส่งผลกระทบต่อบุคคลบริษัทภาคเอกชนหรือครัวเรือนที่ดีขึ้น การตัดสินใจให้กู้ของธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงินที่มีข้อมูลข่าวสารไม่สมบูรณ์และกลัวต่อความเสี่ยงทำให้เกิดการเลือกที่ที่ผิด (Adverse Selection) และจรรยาวิบัติ (Moral Hazard) จะลดลงหรือธนาคารพาณิชย์มีความมั่นใจต่อภาคเอกชนหรือครัวเรือนมากขึ้น นอกจากนั้นการที่ปริมาณเงินเพิ่มขึ้นยังทำให้อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินลดลง มูลค่าของสินทรัพย์ที่ภาคธุรกิจถืออยู่มีมากขึ้น สะท้อนให้เห็นกระแสเงินสดที่ดีขึ้น ธนาคารพาณิชย์ก็ปล่อยกู้มากขึ้น และจากที่กล่าวทั้งหมด ระดับการลงทุนและระดับผลผลิตก็จะเพิ่มขึ้นตามลำดับ

3. ช่องทางราคาสินทรัพย์ (Asset Prices Channel)

ทฤษฎี Tobin's Q Ratio (Q Ratio) อธิบายพฤติกรรมการลงทุนของหน่วยธุรกิจในการออกหุ้นเพิ่ม จะทำการพิจารณาจาก Q Ratio ซึ่งเท่ากับ มูลค่าของหน่วยธุรกิจในตลาด (Market Value of firm) ต่อมูลค่าสินทรัพย์ทดแทนของธุรกิจนั้น (Replacement Value of Firm's Asset) โดยที่ ถ้าค่า Q มีค่ามากกว่าหรือเท่ากับ 1 หมายความว่าหุ้นในตลาดมีค่าสูงกว่าราคาสินทรัพย์ หน่วยธุรกิจจะมีทางเลือกในการตัดสินใจที่จะลงทุนเพิ่ม โดยการออกหุ้นเพิ่มและในทางตรงกันข้ามถ้าค่า Q มีค่าน้อยกว่า 1 มูลค่าของหุ้นจะมีค่าต่ำ น้อยกว่ามูลค่าของการทดแทนสินทรัพย์และควรชะลอการลงทุนในส่วนของสินทรัพย์

ในอีกทฤษฎีหนึ่ง เกี่ยวกับพฤติกรรมที่ตัดสินใจในการบริโภคของคนจากความมั่งคั่ง (Wealth) หรือ Wealth Effect เป็นทฤษฎีที่กล่าวว่าการเพิ่มขึ้นในสินทรัพย์จากการลงทุน อาทิ หุ้น ส่งผลให้ผู้ลงทุนมีความรู้สึกสบายใจและปลอดภัยในการใช้จ่าย ทำให้มีการใช้จ่ายมากขึ้น

จากทั้งสองทฤษฎีที่กล่าวมา การดำเนินนโยบายการเงินส่งผลกระทบต่อราคาสินทรัพย์ในตลาดซึ่งทำให้มูลค่าของสินทรัพย์ของผู้ลงทุน ผู้บริโภค อาทิเช่น หุ้น หรือเครื่องจักร มีมูลค่าสูงขึ้น การตัดสินใจลงทุน หรือบริโภคก็จะเพิ่มขึ้นตามมูลค่าหลักทรัพย์หรือความมั่งคั่งดังกล่าว

4. ช่องทางการคาดการณ์ (Expectation Channel)

การคาดการณ์เป็นตัวแปรสำคัญต่อการพฤติกรรมในระบบเศรษฐกิจทั้งผู้ดำเนินนโยบายการเงินและภาคเอกชน เช่น การตัดสินใจลงทุน บริโภค หรือการออกนโยบายของภาครัฐ การเปลี่ยนแปลงในระบบเศรษฐกิจทั้งทางด้านนโยบายหรือกลไกตลาด จะส่งผลต่อการคาดการณ์เศรษฐกิจในตัวแปรต่างๆ เช่น เงินเฟ้อ การจ้างงาน รายได้ จากนั้นระบบเศรษฐกิจก็จะมี การปรับตัวตามการคาดการณ์ หรือดำเนินนโยบาย ผ่านแนวโน้มการเคลื่อนไหวของตัวแปรคาดการณ์นั้น

ในช่องทางนี้ ผู้ดำเนินนโยบายการเงินพยายามที่จะลดความไม่แน่นอนและการตอบสนองของตลาดที่มีต่อเงินเฟ้อ อันเกิดจากผลของการคาดการณ์เงินเฟ้อ โดย ธปท. ได้ใช้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ ในการลดผลดังกล่าว เพื่อให้การควบคุมเงินเฟ้อมีความแม่นยำมากขึ้น (กอบศักดิ์และเมทินี 2543)

5. ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Channel)

ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนเป็นช่องทางผ่านตลาดทุนและสินค้าระหว่างประเทศ การดำเนินนโยบายการเงินแบบขยายตัวหรือการเพิ่มปริมาณเงินเข้าไปในระบบเศรษฐกิจและทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลง จะทำให้เงินทุนไหลออกนอกประเทศ เนื่องจากอัตราผลตอบแทนเปรียบเทียบภายในประเทศลดต่ำลง และทำให้อุปสงค์ต่อเงินตราต่างประเทศเพิ่มขึ้น ในขณะที่เดียวกันในตลาดเงินตราต่างประเทศก็เกิดผลทางการทดแทนต่อค่าเงินในประเทศ และทำให้ค่าเงินในประเทศลดลง อัตราแลกเปลี่ยนก็จะปรับตัวสูงขึ้น ส่งผลต่อมูลค่าส่งออกสุทธิเพิ่มขึ้นและทำให้รายได้ และผลผลิตภายในประเทศเพิ่มขึ้น รายละเอียดต่อเงินเฟ้อจะกล่าวอีกครั้งใน Exchange Rate Pass-Through (ERPT)

3.1.4 ทฤษฎีเกี่ยวกับเงินเฟ้อ

เงินเฟ้อเป็นตัวแปรหนึ่งในระบบเศรษฐกิจที่สะท้อนถึงเสถียรภาพของราคา ซึ่งเป็นเป้าหมายหลักของการดำเนินนโยบายการเงินในปัจจุบัน และมีความสัมพันธ์กับทุกๆ ส่วนในระบบ ทั้งทางตรงและทางอ้อม ไม่ว่าจะเป็นภาคเศรษฐกิจจริง ภาคการเงิน ภาคต่างประเทศ ผ่านตัวแปร อาทิเช่น ค่าจ้าง อัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยน เป็นต้น จากเหตุผลดังกล่าวทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้เงินเฟ้อเป็นเป้าหมายชั้นกลางในการดำเนินนโยบายการเงิน

ผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อเงินเฟ้อจึงสามารถเกิดได้จากทุกส่วนของระบบเศรษฐกิจ รวมทั้งการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลาง แนวคิดต่างๆ ที่จะกล่าวถึงต่อไป เป็นเพียงแนวคิดที่แสดงถึงความสัมพันธ์ของเงินเฟ้อต่อตัวแปรต่างๆ ในทางทฤษฎี หรือตัวแปรที่ส่งผลต่อเงินเฟ้อ

1. Tradeoff ระหว่างเงินเฟ้อและผลผลิต

ความสัมพันธ์ระหว่างเงินเฟ้อและระดับผลผลิต มีแนวคิดเริ่มแรกจาก Phillips Curve (A.W.Phillips, 1958) ที่แสดงให้เห็นผ่านอัตราการว่างงาน และอัตราเงินเฟ้อ โดยอธิบายว่า การเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์มวลรวม (Aggregate Demand) นำไปสู่การเปลี่ยนแปลงในระดับราคาและส่งผลผ่านไปยังตลาดแรงงานทำให้มีการเปลี่ยนแปลงในอัตราการว่างงานและช่องว่างการผลิต ซึ่งต่อมา Friedman (1968) ได้แสดงให้เห็นว่า ความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นเพียงความสัมพันธ์ระยะสั้น เนื่องจากคนงานหรืออุปทานในตลาดแรงงานไม่มีการรับรู้ในการเปลี่ยนแปลงของค่าจ้างที่ช้ากว่าการเปลี่ยนแปลงของระดับราคา แต่เมื่อเวลาผ่านไป คนงานจะมีการปรับการคาดการณ์ในค่าจ้างแท้จริงที่สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของระดับราคา ทำให้เส้น Augmented Phillips Curve เป็นเส้นตรงตั้งฉากกับแกนอัตราการว่างงาน

ต่อมาพบว่าการ tradeoff ระหว่างความผันผวน (Variation) ของอัตราเงินเฟ้อและความผันผวนของระดับผลผลิตในระยะยาว จากการศึกษาของ Taylor (1979a)¹ ได้กล่าวว่าการดำเนินนโยบายเพื่อรักษาเสถียรภาพของระดับราคาหรือการให้ความสำคัญต่อระดับราคาเพื่อลดความผันผวนของอัตราเงินเฟ้อ จะส่งผลให้มีการผันผวนในระดับการผลิตมากขึ้น ซึ่งแนวคิด

¹ Taylor (1979a) ศึกษาเกี่ยวกับการประมาณค่านโยบายการเงินที่เหมาะสม และใช้ความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของอัตราเงินเฟ้อและความผันผวนของระดับผลผลิตเป็นเครื่องมือวัดประสิทธิภาพของนโยบายการเงินที่ให้น้ำหนักต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจต่างกัน ในการ minimization Loss Welfare function สามารถสรุปได้ว่าเมื่อผู้ดำเนินนโยบายการเงินให้ความสำคัญต่อตัวแปรใดมากกว่า จะทำให้ความผันผวนในตัวแปรนั้นลดลงและทำให้ความผันผวนของตัวแปรอื่นเพิ่มขึ้น

ดังกล่าว นักเศรษฐศาสตร์ใช้ในการวัดความแปรผันรวมของแบบจำลองที่มีกรอบนโยบายการเงินต่างกัน

2. การคาดการณ์เงินเฟ้อ

แนวคิดเกี่ยวกับการคาดการณ์เริ่มมาจากแนวคิด Adaptive Expectations หรือการคาดการณ์สิ่งที่กำลังจะเกิดขึ้นโดยอาศัยสิ่งที่เกิดขึ้นในอดีต ยกตัวอย่าง การคาดการณ์ราคา แบบ Adaptive

$$(3.2) \quad P_t^e = P_{t-1}^e + \phi(P_{t-1} - P_{t-1}^e)$$

โดยที่ ϕ คือ Adjustment Parameter เป็นตัวแปรที่สะท้อนให้เห็นความเร็วในการปรับตัวเพื่อเข้าใกล้ค่าที่แท้จริง ซึ่งในพจน์สุดท้ายเรียกว่า Error Adjustment หรือ Partial Adjustment เป็นขนาดในการปรับตัว แบบจำลอง Adaptive Expectations มีปัญหาเมื่อ $\phi = 1$, ซึ่งหมายถึง $P_t^e = P_{t-1}$ หรือทำให้สิ่งที่คาดการณ์เหมือนสิ่งที่เกิดขึ้นในอดีต ซึ่งลักษณะดังกล่าวทำให้การคาดการณ์จะมีลักษณะติดแบบมีแบบแผน และไม่สอดคล้องกับความเป็นจริง

เพื่อให้การคาดการณ์สอดคล้องกับความเป็นจริงมากขึ้นจึงมีการพัฒนาแนวคิดการคาดการณ์อย่างสมเหตุสมผล (Rational Expectations) เพื่อใช้อธิบายปรากฏการณ์หรือพฤติกรรมที่เกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจได้ดีขึ้น ความหมายของการคาดการณ์แบบสมเหตุสมผล คือ การคาดเดาด้วยวิธีที่ดีที่สุดโดยอาศัยข้อมูลที่มีอยู่ และการคาดเดานั้นจะไม่มี ความแตกต่างจากระดับดุลยภาพ เมื่อกำหนดให้ไม่มีความผิดพลาดอย่างเป็นระบบ (Systematic Error)

$$(3.3) \quad P_t = P^* + e$$

$$(3.4) \quad P_t^e = P^*$$

โดยที่ e คือ Non-systematic Error มีคุณสมบัติเป็น White Noise จะเห็นว่าเมื่อมีการคาดการณ์อย่างสมเหตุสมผลจะทำให้ตัวแปรคาดการณ์ (P_t^e) มีค่าเท่ากับที่ดุลยภาพ (P^*)

จากแนวคิดเกี่ยวกับการคาดการณ์เงินเฟ้ออย่างสมเหตุสมผล มีการพัฒนาแนวคิดให้แบบจำลองมีการสมมติให้พฤติกรรมของระบบมีลักษณะแบบ Forward-Looking ซึ่งต่างจาก

แนวคิดเดิมตรงที่สิ่งที่เกิดขึ้นมีผลจากการคาดการณ์ต่อสิ่งที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ซึ่งพฤติกรรมดังกล่าวมีผลต่อการดำเนินนโยบายการเงินในการควบคุมเสถียรภาพของระดับราคาและรักษาระดับการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจ

การคาดการณ์เงินเฟ้อแบบสมเหตุสมผล (Rational Inflation Expectations) ได้ถูกนำมาประยุกต์ใช้อย่างมากทั้งในการอธิบายพฤติกรรมของของหน่วยเศรษฐกิจ และเป็นส่วนที่นำภาคเอกชนในการตัดสินใจบริโภคหรือลงทุน ซึ่งส่งผลกระทบต่อเงินเฟ้อจริง และที่สำคัญ คือ การนำมาใช้เป็นตัวแปรสำคัญในการกำหนดนโยบายการเงิน เนื่องจากเงินเฟ้อคาดการณ์จะมีความสอดคล้องกับเงินเฟ้อจริงในระยะยาว จากการศึกษาของ De Brouwer, Gordon, and O'Regan, James (1997) พบว่าการดำเนินนโยบายการเงินโดยมีการคาดการณ์ตัวแปรที่เป็นเป้าหมายไว้ (Forward-looking Rule) สามารถลด tradeoff ระหว่างความผันผวนของเงินเฟ้อและความผันผวนของผลผลิต มากกว่าการใช้ข้อมูลจริงในปัจจุบัน Svensson (1997) พบว่าการใช้การคาดการณ์เงินเฟ้อแทนอัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริงทำให้เงินเฟ้อเข้าสู่เป้าหมายได้เร็วกว่าการใช้อัตราเงินเฟ้อจริง และจาก ธนภัทร (2550)¹ พบว่า อัตราตัวเงินคลัง 6 เดือนและ 1 ปี สามารถใช้คาดการณ์เงินเฟ้อได้อย่างสมเหตุสมผล

3.Exchange Rate Pass-Through (ERPT)

การส่งผ่านอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Pass Through) หมายถึง เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนมีการเปลี่ยนแปลง จะส่งผลให้ราคาสินค้านำเข้าของต่างประเทศมีการเปลี่ยนแปลง โดยแบ่งเป็นการส่งผ่านอย่างสมบูรณ์ (Complete Pass-through) และการส่งผ่านอย่างไม่สมบูรณ์ (Incomplete Pass-through)

จาก Law of One Price กล่าวว่า สินค้าชนิดเดียวกันไม่ว่าจะขาย ณ ที่ใดในโลกเมื่อปรับราคาจากอัตราแลกเปลี่ยนแล้ว ราคาของสินค้าชนิดนั้นจะต้องเท่ากัน ยกตัวอย่างเช่น อัตราแลกเปลี่ยน คือ 33 บาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ และราคาของแฮมเบอร์เกอร์คือ 1 เหรียญ ภายใต้ข้อสมมติของ law of one price หมายความว่า ราคาของแฮมเบอร์เกอร์ที่ขายในประเทศไทย คือ 33 บาท หรือเท่ากับ 1 เหรียญ และเมื่ออัตราแลกเปลี่ยนมีการเปลี่ยนแปลง ก็ส่งผลให้ราคาของ

¹ ธนภัทร (2550) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างเงินเฟ้อคาดการณ์ (จากธนาคารแห่งประเทศไทย) และเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริง และอัตราดอกเบี้ยเงินคลังประเภทต่างๆ ด้วยวิธีการทดสอบทางเศรษฐมิติ เช่น Unit-root test Cointegrating test Granger Causality test และ unbiasedness เป็นต้น

สินค้าภายในประเทศมีการเปลี่ยนแปลงในลักษณะที่เป็นการส่งผ่านอย่างสมบูรณ์ เช่น ถ้าค่าเงินไทยลดลงเป็น 34 บาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ ก็จะทำให้ราคาแฮมเบอร์เกอร์สูงขึ้น เป็น 34 บาท

แต่ในความเป็นจริงการส่งผ่านอัตราแลกเปลี่ยนจะมีลักษณะเป็นการส่งผ่านอย่างไม่สมบูรณ์ เนื่องจากต้นทุนหรือราคาเปรียบเทียบของหน่วยผลิตในตลาดบางส่วนไม่ได้ขึ้นกับอัตราแลกเปลี่ยนโดยตรง ทำให้หน่วยผลิตที่ขึ้นกับอัตราแลกเปลี่ยนไม่สามารถปรับราคาในตลาดให้สอดคล้องกับอัตราแลกเปลี่ยนได้ และอีกกรณีหนึ่งคือความสามารถในการปรับราคา (Mark-up Adjustment) ของแต่ละหน่วยผลิตที่ต่างกันก็ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนส่งผ่านไปยังราคาได้ไม่สมบูรณ์ นอกจากนี้ การตั้งราคาของหน่วยผลิตก็ขึ้นอยู่กับ ความยืดหยุ่นของอุปสงค์ต่อราคาในตลาดนั้นๆ ด้วย โดยถ้าความยืดหยุ่นของตลาดสูง เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนมีค่าลดลง ราคาอาจจะไม่มีการเปลี่ยนแปลงเลยเนื่องจาก ตลาดมีการตอบสนองต่อราคาค่อนข้างมาก การที่ตั้งราคาสูงขึ้นอาจจะทำให้ไม่สามารถแข่งขันได้

จากแนวคิดดังกล่าว ถึงแม้ว่าการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนจะส่งผ่านอย่างไม่สมบูรณ์ แต่ก็ยังมีผลต่อราคาสินค้าของผู้ผลิต หรือผู้บริโภคทั้งทางตรงและทางอ้อม ผลกระทบทางตรงสามารถเห็นได้อย่างชัดเจน เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนมีการเปลี่ยนแปลงย่อมส่งผลกระทบต่อราคาสินค้าส่งออก หรือราคาสินค้านำเข้า แต่ก็ยังคงขึ้นอยู่กับความสามารถในการตั้งราคาและความยืดหยุ่นของอุปสงค์ในตลาด

ในส่วนของผลกระทบทางอ้อมอัตราแลกเปลี่ยนจะส่งผ่านราคาของปัจจัยการผลิตที่นำเข้า ซึ่งส่งผลต่อต้นทุนการผลิตและนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงในราคาสินค้าในตลาด และเกิดผลจากราคาโดยเปรียบเทียบ (Relative Price) ทำให้การตัดสินใจในการผลิตหรือการตั้งราคาในตลาดมีการเปลี่ยนแปลง

ตัวแปรสำคัญอีกตัวหนึ่งที่ส่งผลกระทบต่อ Exchange Rate คือ อัตราการค้า หรือ Terms of Trade หมายถึง อัตราส่วนระหว่างดัชนีราคาสินค้าส่งออกเทียบกับดัชนีราคาสินค้านำเข้า ซึ่งการเปลี่ยนแปลงใน Terms of Trade จะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการเปลี่ยนแปลงโดยตรง

มีงานศึกษาเกี่ยวกับการส่งผ่านทางอัตราแลกเปลี่ยน แสดงถึงขนาดหรือผลจากการส่งผ่านที่มีต่อราคา กรณีของประเทศในกลุ่มเอเชียตะวันออก ในช่วงที่เกิดวิกฤติทางการเงิน (พ.ศ. 2540-2541) พบว่าการส่งผ่านอัตราแลกเปลี่ยนมีผลกระทบต่อราคาค่อนข้างสูงในประเทศไทย

(Ito Sasaki and Sato, 2005)¹ และกรณีของประเทศไทย พบว่า การที่อัตราแลกเปลี่ยนเปลี่ยนแปลงร้อยละ 1 จะทำให้ราคาสินค้าในประเทศเปลี่ยนแปลงร้อยละ 0.18 ซึ่งเป็นค่าที่มีผลกระทบไม่มากนักและเป็นการส่งผ่านของอัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่สมบูรณ์ (ภาคิน, 2550)

4. Inflation Persistence

Inflation Persistence คือ ผลรวมของสัมประสิทธิ์ของความสัมพันธ์ระหว่าง Lags ของเงินเฟ้อและเงินเฟ้อ ในแบบจำลอง Autoregressive (AR) ซึ่งสะท้อนพฤติกรรมในการเปลี่ยนแปลงของเงินเฟ้อ ในรูปแบบหนึ่ง เราสามารถ derive ความสัมพันธ์ใน Phillips Curve ให้อยู่ในรูปของแบบจำลอง AR ได้ดังนี้

$$(3.5) \quad \pi_t = \alpha + \rho\pi_{t-1} + \sum_{i=1}^p \phi_k \Delta\pi_{t-p} + \delta X_t + \varepsilon_t$$

โดยที่ ρ คือ Persistence Parameter²
 X_t คือ ตัวแปรอิสระที่ส่งผลกระทบต่อเงินเฟ้อ
 $\sum_{i=1}^p \phi_k \Delta\pi_{t-p}$ คือ ผลจากส่วนต่าง Lags Term ของเงินเฟ้อ
 ε_t คือ Shock ที่เกิดขึ้น (Cost-push Shock) มีคุณสมบัติเป็น White Noise

ในทางปฏิบัติ ρ หรือ Persistence Parameter เป็นตัวแปรสำคัญในการพิจารณา lags ในการดำเนินนโยบายการเงิน แต่แบบจำลองดังกล่าวไม่ได้รับความนิยม เนื่องจากใช้แนวคิด Adaptive Expectations แต่การที่ระดับ Inflation Persistence อยู่ในระดับต่ำ จะเป็นสภาพที่เหมาะสมในการดำเนินนโยบายการเงิน เช่น เมื่อค่า $\rho = 0$ แสดงให้เห็นว่า เงินเฟ้อจะมีการเปลี่ยนแปลงอยู่รอบค่าเฉลี่ย (α) การดำเนินนโยบายแบบ Flexible Inflation Target จะให้ผลลัพธ์ที่ดีกว่าในกรณีที่ให้น้ำหนักต่อตัวแปรเท่ากัน

¹ Ito Sasaki and Sato, 2005 ศึกษาผลดังกล่าว จาก VAR model โดยมี ตัวแปรภายในระบบ (Endogenous Variables) คือ ราคาน้ำมัน ปริมาณเงิน ดัชนีค่าเงินบาทแท้จริง ส่วนต่างผลผลิต และราคา

² ในทาง Econometrics กำหนดให้ Persistent Parameter คือ ผลรวมของ สัมประสิทธิ์หน้า Lags Term แต่ใน Gerard and Karl (2004) ให้ใช้ค่าที่มากที่สุด ซึ่งเป็นสัมประสิทธิ์ของ lags ที่ 1

จากการศึกษาของ Cecchetti and Debelle (2005)¹ พบว่า ระดับ Persistence ของกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วอยู่ในระดับต่ำ การเปลี่ยนแปลงในกระบวนการเงินเพื่อมีอิทธิพลจากการเปลี่ยนระดับเงินเพื่อคาดการณ์

3.2 ทบทวนวรรณกรรม

การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษากระบวนการเงินเพื่อในครั้งนี้ สามารถแยกได้เป็นสองประเภท ลำดับแรก คือ การศึกษาเกี่ยวกับกระบวนการเงินเพื่อ ซึ่งแต่ละงานศึกษาจะมีการกำหนดความหมายของกระบวนการเงินเพื่อตามวิธีการและจุดประสงค์ในการศึกษา อย่างไรก็ตาม กระบวนการเงินเพื่อ ยังคงหมายถึง ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อเงินเพื่อผ่านกลไกต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจ ต่อจากนั้นเป็นการศึกษาเกี่ยวกับนโยบายการเงินและกลไกส่งผ่านทางทางการเงิน จากแบบจำลองหรือแนวคิดที่ต่างกันออกไป โดยมีจุดประสงค์หลักเพื่อทำการวิเคราะห์ผลกระทบอันเกิดจากการดำเนินนโยบายการเงิน อาทิ อัตราดอกเบี้ยนโยบายหรืออัตราแลกเปลี่ยนต่อภาคเศรษฐกิจจริง ซึ่งการศึกษางานทั้งสองประเภทนี้ ทำให้ทราบถึงตัวแปรที่มีผลต่อเงินเพื่อและมีความเข้าใจเกี่ยวกับกลไกของตัวแปรนั้นๆ ที่มีผลต่อเงินเพื่อมากขึ้น

3.2.1 กระบวนการเงินเพื่อ (Inflation Process)

การศึกษากระบวนการเงินเพื่อในอดีตที่ผ่านมา ส่วนหนึ่งเป็นการศึกษาที่เน้นไปทางด้านกลไกการส่งผ่านเงินเพื่อ หรือการส่งผ่านของปัจจัยทางเศรษฐกิจและตัวแปรทางนโยบายการเงินต่อเงินเพื่อในประเทศไทย การดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเพื่อจะมีการกำหนดแบบจำลองกระบวนการเงินเพื่อ Atchana (2001) ได้แสดงความสัมพันธ์ของตัวแปรในระบบเศรษฐกิจที่มีผลต่อระดับราคาผู้บริโภคทั่วไปและพื้นฐานผ่านสมการเอกลักษณ์ (Identity Equation) และแบบจำลอง Error Correction Model ทั้งนี้ เพื่อกำหนดบทบาทของราคาหรือเงินเพื่อเพื่อใช้ในแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคของรพท. ซึ่งการอ้างอิงจากทฤษฎีหรือความสัมพันธ์ดังกล่าว ทำให้ลักษณะของแบบจำลองเป็นสมการเชิงเดี่ยว (Single Equation) ส่งผลให้การ

¹ Cecchetti and Debelle (2005) ศึกษาการเปลี่ยนแปลงในค่าเฉลี่ยของเงินเพื่อ ผ่าน Univariate Model of Inflation ซึ่งมีลักษณะเหมือนแบบจำลองข้างต้นแต่ไม่มีตัวแปรอิสระและจุดเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้าง (Break Point)

ประมาณค่าสัมประสิทธิ์อาจ Biased ได้เนื่องจากผลกระทบหรือ Shock ที่เกิดในแต่ละความสมการอาจมีความสัมพันธ์ต่อกันได้

ในประเทศไทยมีงานศึกษาเกี่ยวกับกระบวนการเงินเพื่ออีกงานหนึ่งของ Roong and Runchana (2005) ได้ศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างความสัมพันธ์ระหว่างราคาและตัวแปรในระบบเศรษฐกิจ¹ โดยใช้การศึกษาในลักษณะแบบจำลองหลายตัวแปร (Multivariate Model) โดยกำหนดแบบจำลองของราคาสามประเภทคือ ดัชนีราคาผู้บริโภค (Producer Price Index) ดัชนีราคาผู้ผลิต (Consumer Price Index) และ ดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน (Core Consumer Price Index) ซึ่งแต่ละแบบจำลองจะมีตัวแปรต่างกัน เช่น ในระยะยาว ระดับราคาผู้ผลิตจะกำหนดจากปัจจัยด้านต้นทุนในการผลิต ระดับราคาผู้บริโภคกำหนดจากปัจจัยด้านอุปสงค์ อาทิ ค่าจ้างขั้นต่ำ เป็นต้น ซึ่งผลที่ได้พบว่ามี การเปลี่ยนแปลงในกระบวนการเงินเพื่อหรือสัมประสิทธิ์ของความสัมพัทธ์ระหว่างราคาต่อตัวแปรในระบบเศรษฐกิจมีการเปลี่ยนแปลง

แต่ข้อบกพร่องจากทั้งสองงานศึกษายังคงเป็นกรณีเดียวกัน กล่าวคือ ในกรณีที่ผลกระทบหรือ Shock ที่เกิดขึ้นและมีผลกระทบต่อตัวแปรอิสระเหมือนกัน หรือใกล้เคียงกัน จะส่งผลให้ความคลาดเคลื่อนหรือ Error ที่เกิดขึ้นระหว่างแต่ละสมการมีความสัมพันธ์กัน และทำให้การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของสมการเกิด biased ทางแก้ไขทางหนึ่งคือ การใช้วิธีการประมาณค่าด้วยระบบสมการ (System Equation Estimation Methods)

งานศึกษาในต่างประเทศมีการศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงในกระบวนการเงินเพื่อ เช่นกัน Cecchetti และ Debelle (2005)² ได้นำแนวคิดเกี่ยวกับ ระดับ Persistence ของเงินเพื่อที่เปลี่ยนแปลงไปสะท้อนถึงการเปลี่ยนแปลงในกระบวนการเงินเพื่อ ซึ่งผลการศึกษาที่ได้ยังให้ผลที่ไม่ชัดเจน และแนวคิดดังกล่าวไม่สามารถบอกถึงช่องทางหรือกลไกที่มีการเปลี่ยนแปลงได้ ต่อมา มีงานของ Cecchetti Hooper Kasman Schoenholtz และ Watson (2007) ได้ให้ความหมายของกระบวนการเงินเพื่อในแบบจำลอง โดยแบ่งกระบวนการเงินเพื่อออกเป็นสองส่วน คือ ส่วนของการเปลี่ยนแปลงตามแนวโน้มของเวลา (Time-varying Trend) และส่วนของการเปลี่ยนแปลงชั่วคราว

¹ Roong and Runchana (2005) หาความสัมพันธ์ในระยะยาวระหว่างราคาประเภทต่างๆ ด้วย Ordinary Least Square และความสัมพันธ์ในระยะสั้นด้วย Error Correction Model จากนั้นใช้ Rolling Regression เพื่อเปรียบเทียบโครงสร้างที่เปลี่ยนไปจากการเปลี่ยนแปลงของ Parameter

² Cecchetti and Debelle (2005) ใช้แบบจำลอง Univariate ของเงินเพื่อ พิจารณารวมกับตัวแปรสำคัญในระบบเศรษฐกิจโดยแบบจำลอง Autoregressive และหาจุดเปลี่ยนของโครงสร้าง (Break Point) เปรียบเทียบก่อนและหลัง

(Transitory Component) โดยกระบวนการเงินเฟ้อจะมีการเปลี่ยนแปลงเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงการดำเนินนโยบายทางการเงิน

นอกจากที่กล่าวแล้ว มีงานศึกษาอีกประเภทหนึ่งที่สะท้อนถึงกระบวนการเงินเฟ้อได้นั้นคือ การประมาณค่าเงินเฟ้อพื้นฐาน (Underlying Inflation) เพราะการประมาณเงินเฟ้อพื้นฐานจำเป็นต้องศึกษาช่องทางผลกระทบต่อกำไรเงินเฟ้อและระดับผลผลิต ซึ่งตามความหมายของ Quah and Vahey (1995) เงินเฟ้อพื้นฐานที่ใช้เป็นแนวทางในการดำเนินนโยบายไม่ควรส่งผลกระทบต่อระดับผลผลิตในระยะยาว หรือ เครื่องชี้วัดเงินเฟ้อจะต้องไม่มีความผันผวนหรือผลกระทบจากตัวแปรรอบวนที่เกิดขึ้น¹ และมีความสัมพันธ์ในลักษณะของ Long-run Phillips Curve โดย Quah and Vahey (1995) ได้ทำการประมาณค่าเงินเฟ้อตามคำจำกัดความดังกล่าวโดยใช้แบบจำลอง Bivariate VAR ของระดับผลผลิตและระดับเงินเฟ้อ (Headline Inflation) ซึ่งจะทำให้มี Shock ต่อระบบสองประเภท คือ Core-Inflationary Shock และ Non Core-inflationary Shock โดยที่ Core-Inflationary Shock จะไม่ส่งผลกระทบต่อระดับผลผลิตในระยะกลางถึงระยะยาวตามที่ Quah and Vahey กล่าว และการประมาณค่าเงินเฟ้อพื้นฐานสามารถหาจาก Time Path ของอัตราเงินเฟ้อ โดยไม่รวม Non Core-inflationary Shock เข้าไป

ต่อมงานศึกษาของ Aucremanne and Wouters (1999) ได้ใช้คำจำกัดความตาม Quah and Vahey (1995) โดยกำหนดผลกระทบที่มีในระบบเศรษฐกิจให้ชัดเจนมากขึ้น ประกอบด้วย ผลจากการดำเนินนโยบายการเงิน (นโยบายอัตราดอกเบี้ย) ผลจากอุปสงค์ ผลจากอุปทาน ผลจากราคาของพลังงาน ผลจากอัตราแลกเปลี่ยน และผลจากต้นทุน จากนั้นใช้ตัวอย่างจากสามประเทศคือ สหรัฐอเมริกา เยอรมัน และเบลเยียม พบว่าการประมาณค่าเงินเฟ้อพื้นฐานในแต่ละประเทศมีองค์ประกอบของผลกระทบต่างๆ หรือถูกกำหนดจากช่องทางที่ต่างกันและทำให้การดำเนินนโยบายการเงินเพื่อตอบสนองต่อผลกระทบที่เกิดขึ้นในแต่ละประเทศมีความแตกต่างกัน

จากที่กล่าวมาทั้งหมด จะเห็นว่ากระบวนการเงินเฟ้อเกิดจากตัวแปรทางเศรษฐกิจผ่านทางหลายช่องทางซึ่งคล้ายกับที่กล่าวแล้วในส่วนของทฤษฎีเกี่ยวกับเงินเฟ้อ อาทิ การคาดการณ์เงินเฟ้อ ความคงอยู่ของเงินเฟ้อ และผลจากนโยบายการเงิน เป็นต้น

¹ มีแนวคิดอีกมากเกี่ยวกับ Underlying Inflation ซึ่งแตกต่างกันออกไปตามวัตถุประสงค์ในการศึกษา

3.2.2 นโยบายการเงินของประเทศไทยและผลต่อระดับราคา

การศึกษาการส่งผ่านทางการเงิน หรือผลกระทบของตัวแปรในระบบเศรษฐกิจค่อนข้างมีความจำกัดในทางเศรษฐมิติ เนื่องจากข้อมูลในกรณีนี้เป็นข้อมูลอนุกรมเวลา (Time-Series) ซึ่งโดยเบื้องต้นข้อมูลอนุกรมเวลาจะต้อง Stationary หรือมีความคงที่ในค่าเฉลี่ย (Mean) และความแปรปรวน (Variance) นอกจากนั้น แบบจำลองปกติที่ใช้วิธีการประมาณค่าแบบสมการเชิงเดียว (Single Equation Estimated Method) ไม่ช่วยสะท้อนถึงคุณสมบัติในเชิงพลวัต (Dynamic) ของตัวแปรในระบบเศรษฐกิจ ที่มีผลกระทบต่อกันอย่างต่อเนื่องในลักษณะที่เป็นลูกโซ่ อาจนำมาซึ่งความผิดพลาดในการพยากรณ์หรือคาดการณ์แนวโน้มของตัวแปร และส่งผลกระทบต่อ การนำไปใช้วิเคราะห์ในการดำเนินนโยบายการเงินได้

ในปัจจุบันมีการศึกษานโยบายการเงินและกลไกการส่งผ่านทางการเงินกรณีของประเทศไทยในลักษณะที่เป็นแบบจำลองพลวัต (Dynamic Model) อยู่ไม่มาก เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการศึกษายังค่อนข้างสั้นทำให้อาจเกิดปัญหา Degree of Freedom Pichit (2001) ได้ใช้แบบจำลอง Structural Vector Autoregressive (Structural VAR) ศึกษาการส่งผ่านของเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน ได้แก่ ดอกเบี้ยนโยบาย (RP14) และปริมาณเงิน (M1) ในช่วงเวลา ก่อนและหลังวิกฤติเศรษฐกิจ พ.ศ.2540 หรือในช่วงที่ใช้นโยบายตรึงค่าเงินบาท (Fixed Exchange Rate) และหลังจากปล่อยค่าเงินบาทลอยตัว (Floating Exchange Rate) ซึ่งทั้งก่อน และหลังวิกฤติเศรษฐกิจ ผลที่อธิบายต่อราคายังไม่ชัดเจนและไม่สามารถอธิบายเหตุผลได้ ในกรณีหลังวิกฤติเศรษฐกิจปีพ.ศ. 2540 อาจเนื่องจากข้อมูลน้อยเกินไป หรือยังขาดข้อมูลที่จำเป็นในการประมาณค่า อีกทั้งข้อมูลดังกล่าวยังไม่ Stationary สิ่งผลที่ได้ อาจทำให้เกิด Spurious Problem หากข้อมูลเป็น $I(1)$ หรือมากกว่า

จากงานวิจัยของ Piti and Pinnarat (2003) ศึกษาเกี่ยวกับกลไกการส่งผ่านทางการเงิน ได้พบปัญหา Price Puzzle¹ จากการประมาณค่าโดยใช้แบบจำลอง Vector Autoregressive ทำให้ผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่มีต่อระดับราคาจากการวิเคราะห์ Impulse Response Function ไม่สอดคล้องกับทฤษฎี เมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น ระดับราคาผู้บริโภค (CPI) กลับเพิ่มขึ้นและใช้เวลา 6 ไตรมาส ระดับราคาถึงเริ่มลดลงเพียงเล็กน้อย Piti and Pinnarat (2003) ได้แก้ปัญหานี้โดยการใส่ตัวแปรทางด้านสินเชื่อ (Bank Credit) และสามารถ

¹ ปัญหา Price Puzzle หมายถึง ปัญหาจากการประมาณค่าแบบจำลองทางนโยบายการเงิน แต่ผลจากนโยบายการเงินที่มีต่อระดับราคาตรงข้ามกับทฤษฎี

แก้ปัญหา Price Puzzle ได้ระดับหนึ่ง หรือมีการส่งผ่านทางนโยบายผ่านทางช่องทางสินเชื่อ ของธนาคารพาณิชย์ ในส่วนอื่นของงานวิจัยนี้เป็นการศึกษาความล่าช้าและดูผลกระทบผ่านช่องทางต่างๆต่อระดับผลผลิตตามช่องทางที่กล่าวข้างต้น

มีงานวิจัยอีกงานหนึ่งจาก June and Pornkamol (2006) ที่สนับสนุนช่องทางสินเชื่อ (Bank Credit) พบว่าผลของอัตราดอกเบี้ยที่มีต่อระบบเศรษฐกิจมีขนาดลดลงหลังจากที่ธปท.ใช้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ และโดยรวมยังไม่อาจอธิบายผลต่อราคา (เงินเฟ้อพื้นฐาน) ได้ชัดเจนนัก

จากปัญหาที่เกิดขึ้นเกี่ยวกับ Price Puzzle ต่อมา ไพบูลย์ (2550) ได้นำเสนอแบบจำลอง Factor Augmented Autoregressive เพื่อใช้ในการวิเคราะห์นโยบายและกลไกส่งผ่านทางการเงิน โดยใช้ตัวแปรในระบบเศรษฐกิจจำนวนมากนำมาวิเคราะห์แยกประเภทปัจจัย (Factor Analysis) จากนั้นนำปัจจัยหรือ Factor ดังกล่าวมาใช้ในแบบจำลอง VAR ซึ่งผลจากการวิจัยบอกว่าสามารถแก้ไขปัญหา Price Puzzle ได้ ผลการวิจัยในส่วนของผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อระดับราคาสอดคล้องกับทฤษฎี กล่าวคือ เมื่ออัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ดัชนีราคาพื้นฐาน ดัชนีราคาผู้ผลิต และดัชนีราคาบ้านพักอาศัยลดลง โดยที่ดัชนีราคาผู้บริโภคจะปรับตัวช้าที่สุด และจาก Forecasting Error Variance Decomposition พบว่าความแปรปรวนของดัชนีราคาพื้นฐาน จะสามารถอธิบายจากความแปรปรวนของอัตราดอกเบี้ยได้เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ เมื่อเวลาผ่านไป

จากงานวิจัยของ ไพบูลย์ (2550) เป็นการศึกษา นโยบายการเงินโดยภาพรวมจากการเพิ่มตัวแปรอื่นๆในระบบเศรษฐกิจโดยไม่เสีย Degree of Freedom เนื่องจากแบบจำลองหรืองานศึกษาที่ผ่านมาสามารถใส่ตัวแปรในแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาได้น้อย ทำให้งานวิจัยสะท้อนถึงผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยที่มีต่อตัวแปรนโยบายโดยเฉพาะระดับราคาได้มากขึ้นและสอดคล้องกับทฤษฎี ไม่เกิดปัญหา Price Puzzle จากการประมาณค่าในแบบจำลอง VAR อย่างไรก็ดี การศึกษากระบวนการเงินเฟ้อเพื่อใช้ในการกำหนดนโยบายการเงิน ไม่สามารถพิจารณาจากเพียงผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยต่อตัวแปรต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจเท่านั้น และส่วนที่สำคัญคือ ตัวแปรราคาที่สะท้อนต่อการเปลี่ยนแปลงในเงินเฟ้อ ความคงอยู่ของเงินเฟ้อ และการคาดการณ์เงินเฟ้อ อาจน้อยเกินไป อาทิ ราคาน้ำมัน ราคาสินค้าเกษตร เป็นต้น

จากการทบทวนงานศึกษาที่ผ่านมาทั้งหมด ทำให้ทราบถึงปัญหาที่พบในการศึกษาเกี่ยวกับแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาค ซึ่งพบว่าการประมาณค่าโดยใช้แบบจำลองที่เป็นระบบสมการ สามารถหลีกเลี่ยงปัญหาในการเกิด Bias ของค่าสัมประสิทธิ์จากการประมาณค่าได้ อย่างไรก็ดี การเลือกตัวแปรที่นำมาใช้ในการศึกษาจึงเป็นส่วนที่สำคัญที่สุดเพื่อสามารถอธิบาย

ผลกระทบจากตัวแปรต่างต่อเงินเฟ้อ และหาความสัมพันธ์ของตัวแปรได้อย่างถูกต้อง โดยบทต่อไปจะเป็นการนำเสนอวิธีการศึกษาการตอบสนองของเงินเฟ้อต่อตัวแปรต่างๆ โดยหลีกเลี่ยงปัญหาที่เกิดขึ้นในงานศึกษาที่ผ่านมา