

บทที่ 6

สรุปผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ

6.1 สรุปผลการศึกษา

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการดำเนินนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนว่า เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยมีการปรับอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันซึ่งเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงินแล้วจะมีผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนที่จะเปลี่ยนแปลงหรือไม่ อย่างไร รวมถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจที่สนใจศึกษา โดยใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือนพฤษภาคม พ.ศ.2543 ถึงเดือนเมษายน พ.ศ.2549 ซึ่งเป็นช่วงที่ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้อัตราเงินเฟ้อเป้าหมายทางการเงิน

ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้จะใช้แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) โดยมีตัวแปร Endogenous 6 ตัว ได้แก่ ดัชนีค่าเงินบาทแท้จริง อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน ดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม มูลค่าการส่งออกแท้จริง และมูลค่าการนำเข้าแท้จริง ซึ่งงานศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ใช้การเรียงลำดับ (Ordering) ตามงานศึกษาของ Cushman and Zha (1997) โดยมีเครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา 2 ชนิด ได้แก่ 1. Impulse Response Function เพื่อศึกษาถึงทิศทางการตอบสนองของตัวแปรที่สนใจศึกษาในแบบจำลองเมื่อเกิด shock ในอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (RP) และ 2. Variance Decomposition เพื่อศึกษาว่าตัวแปรหนึ่งๆ ได้รับผลกระทบจากตัวแปรอื่นๆ ในแบบจำลองรวมทั้งตัวมันเองเป็นสัดส่วนเท่าใด

ผลการศึกษาจาก Impulse Response Function เป็นไปตามงานศึกษาของ Cushman and Zha (1997) กล่าวคือ เมื่อมีการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้น อัตราแลกเปลี่ยนก็จะแข็งค่าขึ้น ทำให้ระดับราคาของสินค้าในประเทศสูงกว่าโดยเปรียบเทียบกับสินค้าต่างประเทศ ส่งผลให้การส่งออกลดลง และระดับผลผลิตลดลงตาม ในช่วงแรกผู้ประกอบการจึงต้องลดราคาสินค้าลงเพื่อให้สามารถจำหน่ายสินค้าได้ ทำให้ระดับราคาสินค้าโดยรวมในประเทศลดลง แต่หลังจากนั้น เมื่อระดับผลผลิตในประเทศลดลง แต่ความต้องการสินค้ายังมีอยู่ จึงอาจมีผลทำให้ระดับราคาโดยรวมต้องปรับเพิ่มขึ้น ขณะที่ตัวแปรด้านการนำเข้าให้ผลไม่เป็นไปตามทฤษฎีที่คาดไว้ในช่วงแรก โดยมูลค่าการนำเข้าในช่วงแรกลดลงแทนที่จะเพิ่มขึ้นตามการแข็งค่าของอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่ง Cushman and Zha (1997) กล่าวถึงสาเหตุของการลดลงของมูลค่าการนำเข้าในช่วงแรกว่าเป็นทั้งผลกระทบด้านมูลค่าจากการที่ค่าเงินต่างประเทศถูกลง และการลดลงของรายได้

ในประเทศเมื่อเทียบเป็นสกุลต่างประเทศ ทำให้การนำเข้าในช่วงแรกลดลง

เมื่อเปรียบเทียบกับงานศึกษาของธนาคารแห่งประเทศไทย โดย Disyatat and Vongsinsirikul (2003) ในส่วนของช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนเฉพาะช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ กรณีที่ให้ตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยนเป็น Endogenous Variable ซึ่งงานศึกษานี้พิจารณาเฉพาะการตอบสนองของระดับผลผลิต พบว่า ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ระดับผลผลิตจะตอบสนองค่อนข้างผันผวน เนื่องจากจำนวนข้อมูลที่ใช้ในช่วงดังกล่าวสั้น ทำให้เกิดค่าความคลาดเคลื่อนค่อนข้างมาก และไม่เป็นไปตามที่คาดไว้ คือ เมื่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้น ระดับผลผลิตจะเพิ่มขึ้นในไตรมาส 2 ก่อนที่จะลดลงมากในไตรมาส 3 แล้วจึงปรับตัวเข้าสู่ค่าเฉลี่ยระยะยาวต่อไป แต่ในงานศึกษารั้งนี้ ได้เพิ่มจำนวนข้อมูลเข้าไปอีก ทำให้ความคลาดเคลื่อนลดลงและการตอบสนองของระดับผลผลิตเป็นไปตามที่คาดไว้ นั่นคือ เมื่อมีการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ระดับผลผลิตจะปรับตัวลดลง

ในส่วนของ Variance Decomposition ผลการศึกษา พบว่า ความผันผวนของตัวแปรส่วนใหญ่ได้รับอิทธิพลจากตัวของมันเอง โดยที่ตัวแปรทางการเงิน ไม่ว่าจะเป็นอัตราดอกเบี้ย หรืออัตราแลกเปลี่ยน มีส่วนสำคัญค่อนข้างน้อย โดยตัวแปรที่ได้รับอิทธิพลจากอัตราดอกเบี้ยมากที่สุด ได้แก่ ดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน แต่ในสัดส่วนเพียง 2% ส่วนตัวแปรที่ได้รับอิทธิพลจากอัตราแลกเปลี่ยนมากที่สุด ได้แก่ ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ในสัดส่วนประมาณ 4.7%

สำหรับตัวแปรทางการเงิน ตัวแปรที่มีส่วนกำหนดตัวแปรทางการเงินทั้งอัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยนมากที่สุด ได้แก่ ดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน โดยเฉพาะอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ ดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐานมีส่วนกำหนดความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระดับค่อนข้างสูง ขณะที่อัตราแลกเปลี่ยนมีส่วนในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยนโยบายน้อยมาก และการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายก็ส่งผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนน้อยมากเช่นกัน

จากผลการศึกษาดังกล่าว แม้ว่าอัตราแลกเปลี่ยนจะแข็งค่าขึ้นตามการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายตามที่คาดไว้ แต่เมื่อพิจารณาสัดส่วนผลกระทบแล้วมีค่อนข้างน้อย ขณะที่ตัวแปรที่ได้รับผลกระทบจากการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายมากที่สุดเป็นดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน แสดงให้เห็นว่า การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) โดยใช้อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันเป็นเครื่องมือ นั้น มีวัตถุประสงค์เพื่อควบคุมอัตราเงินเฟ้อให้เป็นไปตามเป้าหมายทางการเงินที่ ธปท. กำหนดไว้ นั่นคือ กรอบเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ ไม่ได้ใช้เป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนโดยตรง ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาดังกล่าวจึงไม่ได้เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นหลัก ขณะเดียว

กัน การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนก็มีอิทธิพลต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจที่นำมาศึกษาในครั้งนี้ค่อนข้างน้อย จึงอาจสรุปได้ว่า ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา อัตราแลกเปลี่ยนยังมีบทบาทในการเป็นช่องทางการส่งผ่านของการดำเนินนโยบายการเงินสำหรับประเทศไทยไม่มากนัก โดยที่การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาดังกล่าว อาจมาจากการใช้เครื่องมืออื่นหรือการเข้าไปแทรกแซงของ ธปท. ในการควบคุมอัตราแลกเปลี่ยนแทน แสดงให้เห็นว่าในช่วงเวลาดังกล่าว การดำเนินนโยบายการเงินและนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนของธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นอิสระต่อกัน

6.2 ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะในงานศึกษา

1. งานศึกษาครั้งนี้ใช้ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (MPI) เป็นตัวแทนของตัวแปรด้านระดับผลผลิตแทนการใช้ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) เนื่องจากข้อจำกัดด้านข้อมูลของ GDP ที่ไม่มีข้อมูลเป็นรายเดือน ซึ่ง MPI เป็นข้อมูลในส่วนของภาคอุตสาหกรรมเท่านั้น จึงอาจไม่สามารถสะท้อนระดับผลผลิตทั้งหมดของประเทศ

2. ในงานศึกษาครั้งต่อไป อาจจะมีการทดลองใช้ตัวแปรด้านอื่นๆ เข้ามาร่วมศึกษานอกเหนือจากตัวแปรด้านราคา ตัวแปรด้านระดับผลผลิต และตัวแปรด้านการค้าระหว่างประเทศ นอกจากนี้ อาจมีการศึกษาโดยเปรียบเทียบกับช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงินช่องทางอื่นในช่วงเวลาเดียวกัน เพื่อศึกษาและเปรียบเทียบถึงความสำคัญของช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงินในแต่ละช่องทาง