

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

สรุปผลการศึกษา

ปริมาณเงินถือเป็นตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีความสำคัญตัวหนึ่ง นอกเหนือจาก อัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน ในเป้าหมายชั้นกลางของการดำเนินนโยบายทางการเงิน โดยตั้งแต่ปี 2530 เป็นต้นมา ประเทศไทยได้ดำเนินนโยบายการเงินโดยใช้การควบคุมปริมาณเงินควบคู่กับนโยบายอื่นๆ เสมอมา จนเมื่อไทยประสบวิกฤตทางการเงินได้เปลี่ยนมาใช้ในการดำเนินนโยบายทางการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อเพียงอย่างเดียว ซึ่งจากวิกฤตที่เกิดขึ้นส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากความผันผวนของปริมาณเงินอันเกิดจากความไม่มั่นใจในค่าเงินบาทของนักลงทุนต่างชาติ ปัญหาด้านโครงสร้างของประเทศที่สะสมมาจากผลทางเศรษฐกิจในอดีตที่มีการเติบโตแบบฟองสบู่ โดยช่วงก่อนวิกฤตทางการเงิน มีเงินไหลเข้าประเทศจำนวนมากแต่ถูกนำไปลงทุนในกิจกรรมที่มีความเสี่ยงและผลตอบแทนสูง เช่น ภาคอสังหาริมทรัพย์และการเก็งกำไรในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งถือเป็นการขาดประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากรทางการเงินจนเกิดวิกฤตในที่สุด ทำให้ไทยประสบปัญหาเงินทุนไหลออกจำนวนมากจนถึงขั้นขาดดุลการชำระเงินและฐานะของเงินสำรองระหว่างประเทศ ณ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2540 ลดลงเหลือเพียง 27 พันล้านดอลลาร์สหรัฐเท่านั้น

จากเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นทำให้หลายฝ่ายเริ่มให้ความสนใจกับปริมาณเงินและการดำเนินนโยบายทางการเงินของประเทศ ดังนั้นการศึกษาลักษณะของปริมาณเงินตลอดจนการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินกับตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค ที่ส่งผลต่อปริมาณเงินในเชิงเหตุผลภาพ และผลกระทบเนื่องจากตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคต่อปริมาณเงินในความหมายแคบและความหมายกว้างจึงถือเป็นวัตถุประสงค์ในการศึกษาครั้งนี้ เพื่อให้เข้าใจถึงความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินกับตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ ฐานเงิน รายได้ที่เป็นตัวเงิน สินเชื่อที่ธนาคารพาณิชย์ปล่อยออกสู่ตลาด ดัชนีราคาผู้บริโภค อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร 14 วัน อัตราแลกเปลี่ยน และอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง โดยใช้ข้อมูลทศวรรษช่วงปี พ.ศ. 2534-2548 เป็นข้อมูลรายไตรมาส ทำการวิเคราะห์โดยอาศัยแบบจำลองทางเศรษฐมิติวิเคราะห์ใน 4 ส่วน คือการทดสอบความนิ่ง (Stationarity) การทดสอบความเป็นเหตุเป็นผล (Causality Test) การทดสอบความสัมพันธ์

ระยะยาว (Cointegration) และการทดสอบการปรับตัวระยะสั้น (Error Correction Model)
ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 90

จากผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคทุกตัวมีคุณสมบัติความนิ่งที่ระดับผลต่างอันดับที่หนึ่ง และอัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินในความหมายอย่างแคบและปริมาณเงินในความหมายกว้างมีความเป็นเหตุเป็นผลกับดัชนีราคาผู้บริโภค โดยที่อัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินในความหมายอย่างแคบมีความเป็นเหตุเป็นผลกับร้อยละการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราการเปลี่ยนแปลงของฐานเงิน รวมถึงก่อให้เกิดอัตราการเปลี่ยนแปลงในรายได้ที่เป็นตัวเงินและเป็นผลของอัตราการเปลี่ยนแปลงสินเชื่อที่ธนาคารพาณิชย์ปล่อยออกสู่ตลาด ร้อยละการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง และร้อยละการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรรัฐบาล 14 วัน ส่วนปริมาณเงินในความหมายอย่างกว้างมีความเป็นเหตุเป็นผลกับร้อยละการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรรัฐบาล 14 วัน โดยที่อัตราการเปลี่ยนแปลงในรายได้ที่เป็นตัวเงิน อัตราการเปลี่ยนแปลงในฐานเงิน และร้อยละการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงเป็นเหตุก่อให้เกิดอัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินในความหมายอย่างกว้าง แต่อัตราการเปลี่ยนแปลงสินเชื่อและร้อยละการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนไม่มีความสัมพันธ์กับปริมาณเงินในความหมายกว้าง

ผลจากการศึกษาความสัมพันธ์ระยะยาวพบว่า สินเชื่อที่ธนาคารพาณิชย์ปล่อยออกสู่ตลาด และดัชนีราคาผู้บริโภคมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับปริมาณเงินในความหมายแคบ โดยที่ฐานเงิน รายได้ที่เป็นตัวเงิน อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรรัฐบาล 14 วัน และอัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับปริมาณเงินในความหมายแคบ ส่วนตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับปริมาณเงินในความหมายแคบ คือ สินเชื่อที่ธนาคารพาณิชย์ปล่อยออกสู่ตลาด และดัชนีราคาผู้บริโภค ทั้งในช่วงก่อนและหลังวิกฤตทางการเงิน โดยที่ฐานเงิน ดัชนีราคาผู้บริโภค และอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับปริมาณเงินในความหมายกว้างในช่วงก่อนวิกฤตทางการเงิน และเมื่อหลังวิกฤตทางการเงิน พบว่าตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคดังกล่าวข้างต้นมีสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับปริมาณเงินในความหมายกว้าง ในขณะที่รายได้ที่เป็นตัวเงิน สินเชื่อที่ธนาคารพาณิชย์ปล่อยออกสู่ตลาด และอัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับปริมาณเงินในความหมายกว้างในช่วงหลังวิกฤต และในช่วงก่อนวิกฤตตัวแปรเหล่านี้กลับมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับปริมาณเงินในความหมายกว้างเช่นกัน

ผลการศึกษาการปรับตัวระยะสั้น พบว่าก่อนวิกฤตทางการเงิน ฐานเงิน รายได้ที่เป็นตัวเงิน อัตราแลกเปลี่ยนและอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง มีผลต่อปริมาณเงินในความหมายแคบอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนหลังวิกฤตทางการเงินพบว่า สินเชื่อที่ธนาคารพาณิชย์ปล่อยออกสู่ตลาด และดัชนีราคาผู้บริโภคเริ่มมีความสัมพันธ์กับปริมาณเงินในความหมายแคบ โดยที่อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรรัฐบาล 14 วัน เป็นตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่ไม่มีความสัมพันธ์กับปริมาณเงินในความหมายแคบทั้งก่อนและหลังวิกฤตทางการเงิน สำหรับตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีผลต่อปริมาณเงินในความหมายกว้างช่วงก่อนวิกฤตทางการเงิน ได้แก่ ฐานเงิน รายได้ที่เป็นตัวเงิน สินเชื่อที่ธนาคารพาณิชย์ปล่อยออกสู่ตลาด และอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรรัฐบาล 14 วัน และเมื่อช่วงหลังวิกฤตทางการเงิน ดัชนีราคาผู้บริโภคเริ่มที่จะมีความสัมพันธ์ในระยะสั้นกับปริมาณเงินในความหมายกว้าง โดยที่อัตราแลกเปลี่ยนและอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงเป็นตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่ไม่มีความสัมพันธ์ในระยะสั้นกับปริมาณเงินในความหมายกว้าง

ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

จากการศึกษาพบว่าลักษณะของปริมาณเงินของไทยถือเป็นตัวแปรภายในที่ไม่สามารถจะควบคุมได้อย่างมีประสิทธิภาพโดยผ่านธนาคาร เพราะมีส่วนของเงินฝากและอุปสงค์ของสินเชื่อที่ถูกกำหนดโดยตลาดและพฤติกรรมของประชาชน ซึ่งสอดคล้องกับ Accommodationist Approach ที่คาดว่า ปริมาณเงินจะเป็นสาเหตุให้เกิดฐานเงิน มูลค่าสินเชื่อเป็นสาเหตุของปริมาณเงิน แต่เป็นผลของดัชนีราคาผู้บริโภค และรายได้ที่เป็นตัวเงินเป็นสาเหตุของปริมาณเงิน และธนาคารพาณิชย์ได้ให้สินเชื่อ โดยเป็นผู้ตั้งราคาและเป็นผู้ยอมรับในปริมาณความต้องการสินเชื่อในตลาดสินเชื่อและปริมาณเงินนั้นถูกกำหนดจากอุปสงค์ของสินเชื่อ การหมุนของของสินเชื่อใหม่นั้นจะนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของเงินฝากในระบบธนาคาร ทำให้ธนาคารพาณิชย์ต้องหาเงินสดสำรองเพิ่มเติม โดยธนาคารกลางจะเป็นผู้จัดหาอุปสงค์ของธนาคารพาณิชย์สำหรับเงินสดสำรองเพื่อที่จะเก็บเงินสดสำรองไว้เป็นสภาพคล่องของระบบธนาคาร โดยธนาคารกลางเป็นผู้ให้กู้ยืมเงินทุนแหล่งสุดท้าย ฉะนั้นการเปลี่ยนแปลงในสินเชื่อจะนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงของฐานเงิน เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ถูกสนับสนุนโดยสินเชื่อของธนาคารกลาง และท้ายที่สุดมูลค่าสินเชื่อนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงของฐานเงินและปริมาณเงิน ซึ่งผู้เขียนมีความเห็นว่าสินเชื่อจะเป็นตัวบ่งชี้ความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ดังนั้นการกำหนดมาตรการทางด้านสินเชื่อต่าง ๆ รวมถึงการพิจารณาปล่อยสินเชื่อควรเป็นไปอย่างรัดกุมและรอบคอบ ปราศจากการบิดเบือนทางด้าน

ข้อมูล ซึ่งธนาคารกลางต้องให้ความสนใจและดูแลเพิ่มเติมในเรื่องของการสอบทางสินเชื่อเพื่อลดปัญหาของหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ต่อไป

ส่วนในระยะยาวตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคทุกตัวที่ศึกษาเกี่ยวอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีความสัมพันธ์กับปริมาณเงินในความหมายแคบ ส่วนปริมาณเงินในความหมายกว้างมีความสัมพันธ์กับตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคทุกตัวที่ศึกษาเกี่ยวอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร 14 วัน และถ้าหากธนาคารกลางตัดสินใจเพิ่มปริมาณฐานเงิน หรือเพิ่มอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร 14 วัน จะมีผลต่อพฤติกรรมของประชาชน คือ ประชาชนส่วนใหญ่จะนำเงินเข้าสู่ระบบธนาคารพาณิชย์มากขึ้นในรูปเงินฝากออมทรัพย์หรือเงินฝากประจำซึ่งจะส่งผลให้ปริมาณเงินในความหมายแคบลดลงแต่ปริมาณเงินเงินในความหมายกว้างเพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้สินเชื่อที่ธนาคารพาณิชย์ปล่อยออกสู่ตลาดมีเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ปริมาณเงินในความหมายแคบเพิ่มขึ้น เนื่องจากประชาชนมีเงินไว้ใช้จ่ายใช้สอย และลงทุนเพิ่มมากขึ้น แต่ปริมาณเงินเงินในความหมายกว้างลดลงซึ่งเป็นผลมาจากการลดลงของปริมาณเงินออมในรูปของเงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์ ดังนั้นการดำเนินนโยบายใดของธนาคารกลางควรคำนึงถึงความสัมพันธ์ดังกล่าวให้มีความสอดคล้องกัน กล่าวคือการกำหนดนโยบายทางการเงินต่าง ๆ ควรให้มีทิศทางในเชิงสนับสนุนกับเป้าหมายทางเศรษฐกิจ คือ การรักษาเสถียรภาพด้านราคา

จากการศึกษาการปรับตัวระยะสั้นพบว่า ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคทุกตัวเกี่ยวอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรรัฐบาล 14 วัน มีความสัมพันธ์กับปริมาณเงินในความหมายแคบไม่ว่าก่อนหรือหลังวิกฤตทางการเงิน ส่วนผลของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคกับปริมาณเงินในความกว้างพบว่า อัตราแลกเปลี่ยนและอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงไม่มีความสัมพันธ์ในระยะสั้นกับปริมาณเงินในความหมายกว้าง ซึ่งตัวแปรเหล่านี้ล้วนมีความสัมพันธ์ในระยะยาวกับปริมาณเงินทั้งในความหมายแคบและในความหมายกว้าง ทั้งนี้เป็นผลเนื่องมาจากผลกระทบอันเกิดจากความล่าช้าที่มีต่อประสิทธิภาพของนโยบายการเงิน

ความล่าช้าประกอบไปด้วยความล่าช้าภายในที่หมายถึงช่วงระยะเวลาที่เกิดขึ้นระหว่างการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญที่เป็นสาเหตุก่อให้เกิดความจำเป็นในการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินและเครื่องมือของนโยบายทางการเงิน โดยที่ประเด็นสำคัญของความล่าช้าอยู่ที่ความล่าช้าภายนอกอันหมายถึงระยะเวลาที่เกิดขึ้นระหว่างการเปลี่ยนแปลงในเครื่องมือของ

นโยบายการเงินและการเปลี่ยนแปลงในกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ขึ้นอยู่กับประมาณระยะเวลาของผู้บริโภคและธุรกิจที่มีพฤติกรรมตอบสนองต่อมาตรการของนโยบายการเงินที่นำออกมาใช้ ทำให้ที่สุดสามารถสรุปได้ว่าการดำเนินนโยบายทางการเงินใดเพื่อให้บรรลุเป้าหมายขั้นสุดทำย คือเสถียรภาพด้านราคาดันั้น เจ้าหน้าที่ที่เกี่ยวข้องควรคำนึง ความสัมพันธ์ที่แน่นอนระหว่างการเปลี่ยนแปลงในนโยบายทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงในระดับของกิจกรรมทางเศรษฐกิจนั้น หมายถึงการคำนึงถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค รวมถึงระยะเวลาระหว่างการเปลี่ยนแปลงการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินกับการเปลี่ยนแปลงกิจกรรมทางเศรษฐกิจนั้นคือในเรื่องของผลกระทบจากความล่าช้าของการดำเนินนโยบาย (ชมเพลิน, 2537)

ข้อจำกัดของการศึกษา

ปัญหาเรื่องข้อจำกัดของข้อมูลถือเป็นปัญหาสำคัญของการจัดทำวิจัยในครั้งนี้ ที่แม้ว่าจะถือเป็นขนาดตัวอย่างที่ใหญ่ (จำนวนตัวอย่างมากกว่า 30 ตัวอย่าง) แต่อาจไม่เพียงพอที่จะสะท้อนค่าความเป็นจริงของสิ่งที่ต้องการวิเคราะห์ โดยเฉพาะช่วงเวลาที่นำมาศึกษา ความสัมพันธ์ระยะยาวของตัวแปรอาจจะสั้นไปเพราะข้อจำกัดของข้อมูลที่ทำให้ผลการศึกษาอาจได้ค่าไม่แม่นยำมากนัก รวมถึงการทดสอบการปรับตัวในระยะสั้นนั้นควรใช้ Vector Error Correction Model (VECM) แต่เนื่องจากปัญหาดังกล่าวจึงส่งผลให้ต้องศึกษาความสัมพันธ์ระยะสั้นผ่านวิธี ECM แทน รวมถึงการประมาณค่ารายได้ที่เป็นตัวเงิน อาจได้ค่าไม่สอดคล้องกับความเป็นจริงนัก เนื่องจากข้อมูลรายไตรมาส ซึ่งรวบรวมโดยสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติได้มีการเก็บรวบรวมไว้ตั้งแต่ปี 2536 ไตรมาสที่ 1 ซึ่งผู้จัดทำจำเป็นต้องใช้การแปลงค่าข้อมูลจากรายปีเป็นรายไตรมาสในส่วนข้อมูลที่ขาดไปและอาจจะส่งผลถึงการคาดประมาณได้

ข้อเสนอของการศึกษาในอนาคต

เนื่องจากตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่สำคัญยังมีอีกมากมาย ที่ยังไม่ได้นำมาศึกษาในครั้งนี้ ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไปควรใช้ปัจจัยอื่นๆ เพิ่มเติม เช่น อัตราการออม หรือแม้กระทั่งอัตราดอกเบี้ยอื่นๆ ในระบบสินเชื่อ ยอดสินเชื่อต่างประเทศ และเงินทุนไหลเข้า-ออก เป็นต้น เพื่อให้เห็นภาพของลักษณะปริมาณเงินรวมถึงความสัมพันธ์ของปริมาณเงินกับตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคอื่นๆ ได้ชัดเจนและถูกต้องมากยิ่งขึ้น รวมถึงหากมีการคาดประมาณตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคต่างๆ ในอนาคต อาจเพิ่มวิธีการขั้นสูงมากขึ้นเพื่อความแม่นยำของการประมาณค่าต่อไป