



## 1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

การที่จะให้ระบบเศรษฐกิจดำเนินไปตามเป้าหมายที่ได้กำหนดไว้ รัฐต้องเข้าใจถึงกลไกการทำงานของนโยบายต่างๆ ที่ใช้เป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบาย ไม่ว่าจะเป็นนโยบายการเงิน หรือนโยบายการคลังอันก่อให้เกิดการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ แต่ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจที่ผ่านมา นโยบายการเงินไม่สามารถส่งผลต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจได้ดังเช่นในอดีต เนื่องจากปัญหาทางการเงินของสถาบันการเงิน และธนาคารพาณิชย์ ซึ่งเป็นตัวกลางในการส่งผลต่อไปยังระบบเศรษฐกิจ

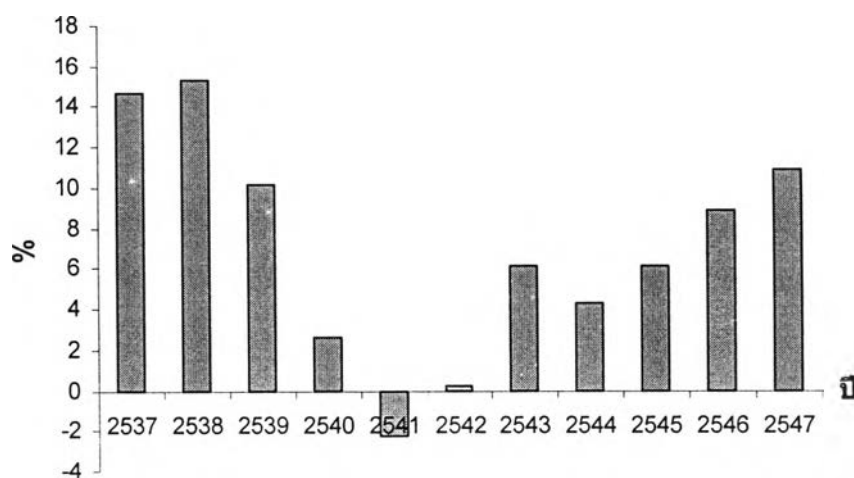
จากการที่นโยบายการเงินไม่สามารถส่งผลเพื่อบรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจได้อย่างมีประสิทธิภาพ รัฐจึงต้องหันไปกระตุ้นเศรษฐกิจด้วยการใช้นโยบายการคลังแทนดังจะเห็นได้จากในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งมีการดำเนินนโยบายการคลังเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจทั้งทางการลงทุน และการบริโภค แต่นโยบายการคลังก็มีข้อเสียคือ รัฐจะต้องควบคุมการใช้จ่ายอันเกิดจากรายได้ของรัฐบาลที่มีอยู่อย่างจำกัด และขั้นตอนในการพิจารณาเพื่อดำเนินนโยบายการคลังนั้น กินเวลาดค่อนข้างมาก ดังนั้นนโยบายการเงินจึงยังคงได้รับความสนใจ และการเข้าใจกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินที่มีต่อระบบเศรษฐกิจอย่างแท้จริง ก็จะทำให้การดำเนินนโยบายการเงินมีประสิทธิภาพเพิ่มมากขึ้น

กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินที่ส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจสามารถส่งผ่านได้ 3 ช่องทางหลักๆ ดังนี้คือ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ช่องทางสินเชื่อ และช่องทางราคาสินทรัพย์ (ในช่องทางราคาสินทรัพย์นั้นยังได้รวมช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนไว้ด้วย) ดังที่ได้กล่าวไปแล้วว่าในช่วงที่ผ่านมาประเทศไทยประสบกับปัญหาทางการเงิน และมีการเปลี่ยนนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน จึงทำให้ความสำคัญของช่องทางสินเชื่อ และช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนลดความสำคัญลง การศึกษาถึงกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาสินทรัพย์จึงเพิ่มความน่าสนใจขึ้น

การดำเนินนโยบายการเงินมีวัตถุประสงค์เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจให้มีการเจริญเติบโต ตัวที่บ่งบอกถึงการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ ก็คือ อัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ จากภาพที่ 1-1 แสดงให้เห็นถึงการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศไทยในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาตั้งแต่พ.ศ.2537 จนถึงพ.ศ.2547 เราจะเห็นได้ว่าก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ประเทศไทยมีอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจในอัตราที่สูงมากเกินร้อยละ 10 ต่อปี แต่เมื่อเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี

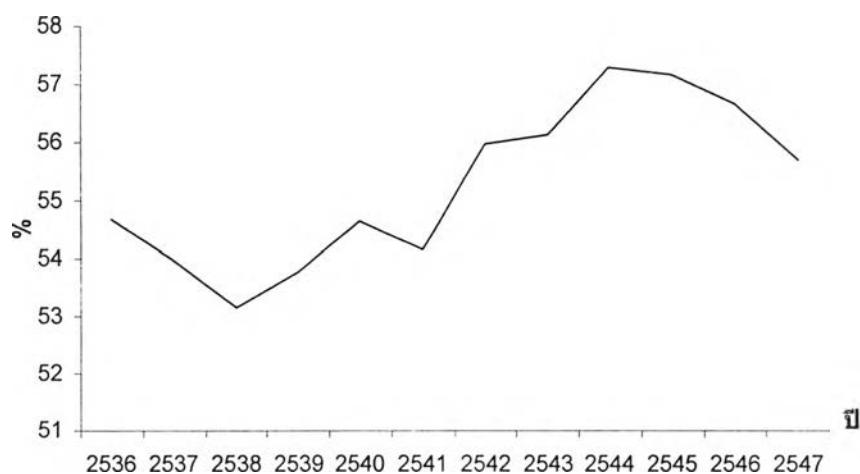
2540 กลับทำให้อัตราการเติบโตลดลงอย่างมากจนถึงขั้นติดลบ และเศรษฐกิจของประเทศเริ่มฟื้นตัวขึ้นเป็นลำดับตั้งแต่ปี 2543 เป็นต้นมา เมื่อพิจารณาส่วนประกอบของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ จะเห็นได้ว่าการบริโภคจัดเป็นส่วนประกอบที่สำคัญ และจากภาพที่ 1-2 แสดงให้เห็นว่าการบริโภคของภาคครัวเรือนมีความสำคัญมากที่สุดต่อระบบเศรษฐกิจ เนื่องจากเป็นส่วนเกินครึ่งหนึ่งของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ซึ่งโดยเฉลี่ยประมาณร้อยละ 70 เป็นการบริโภคในสินค้าไม่คงทนและบริการ

ภาพที่ 1-1: อัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ณ ราคาประจำปี



ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

ภาพที่ 1-2: สัดส่วนการบริโภคในภาคเอกชนต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ



ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

ดังที่กล่าวไปแล้วข้างต้น การบริโภคของครัวเรือนเป็นส่วนประกอบที่มีสัดส่วนมากที่สุดของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงในการบริโภคของภาคครัวเรือน ย่อมส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจอย่างชัดเจน และนโยบายการเงินที่ส่งผลกระทบต่อการบริโภคของครัวเรือน ที่มีทั้งแนวคิดและทฤษฎีรองรับอย่างชัดเจน คือ กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาสินทรัพย์ ซึ่งช่องทางนี้สามารถส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจได้ โดยผ่านทางราคาหลักทรัพย์ ราคาอสังหาริมทรัพย์ และอัตราดอกเบี้ย

ในงานศึกษาเกี่ยวกับบทบาทการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศสหรัฐอเมริกาพบว่า ราคาหลักทรัพย์จะส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจใน 2 แนวทางคือ ทางด้านการลงทุน และทางด้านการบริโภค<sup>1</sup> เมื่อเราพิจารณาเฉพาะงานศึกษาในส่วนของ การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ที่มีผลต่อการบริโภค เนื่องจากการใช้จ่ายทางด้านการบริโภคมีมูลค่าเกินครึ่งหนึ่งของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ การเปลี่ยนแปลงใดๆ จึงน่าจะส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจอย่างชัดเจน พบว่าผลการศึกษาเกี่ยวกับ Wealth Effect เท่าที่ผ่านมาก็ยังได้ผลที่สรุปไม่ชัดเจนนัก มีทั้งที่พบและไม่พบผลของ Wealth Effect การศึกษาที่พบผลของ Wealth Effect และมักใช้อ้างอิงถึงคือ ผลกระทบของการใช้จ่ายเพื่อการบริโภคจากการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์อยู่ในช่วงร้อยละ 3 ถึง 7 หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า การเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ 1 บาท ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในการใช้จ่ายเพื่อการบริโภค 0.03 ถึง 0.07 บาท นอกจากนี้งานศึกษาอื่นยังพบว่า ราคาหลักทรัพย์ที่ลดลงร้อยละ 10 ทำให้การใช้จ่ายเพื่อการบริโภคลดลงร้อยละ 0.45 ถึง 0.75 และถ้าราคาหลักทรัพย์ลดลงร้อยละ 20 จะทำให้ GDP ลดลงร้อยละ 0.75 ในขณะที่การศึกษาในรูปแบบเดียวกันสำหรับประเทศอื่นๆ ในกลุ่ม G7 พบว่าผลกระทบที่เกิดขึ้นมีค่าน้อยกว่าในกรณีของสหรัฐอเมริกา ในขณะที่ผลการศึกษาที่ไม่พบผลของ Wealth Effect ก็ให้เหตุผลว่า ผู้บริโภคส่วนใหญ่จะมีพฤติกรรมเป็นไปตามแนวโน้มของการบริโภค และการออมในระยะยาว จึงไม่ให้ความสำคัญมากนักกับการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นในระยะสั้น<sup>2</sup>

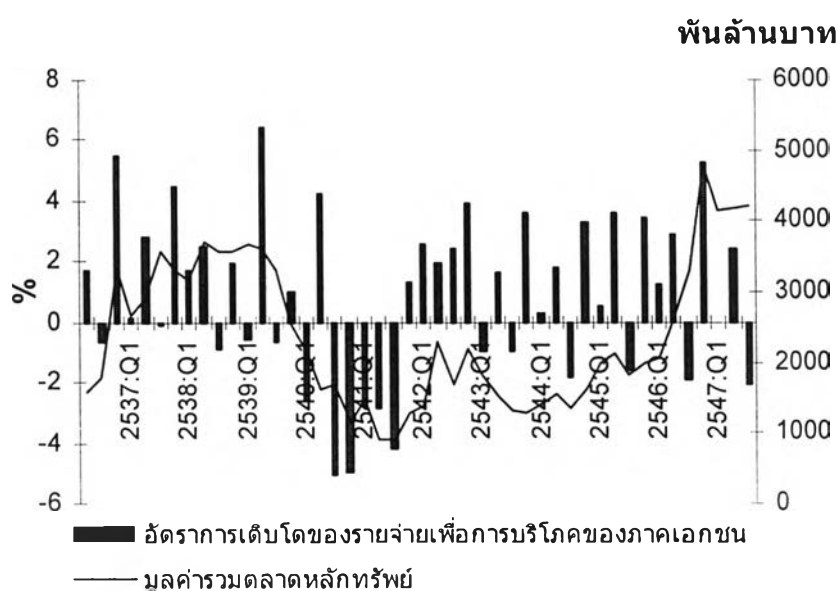
เมื่อพิจารณาการบริโภคในประเทศไทยจากภาพที่ 1-2 จะเห็นได้ว่าการบริโภคของครัวเรือนมีแนวโน้มเป็นสัดส่วนที่เพิ่มสูงขึ้นกว่าในอดีต ถึงแม้ว่าในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาจะมีสัดส่วนที่

<sup>1</sup> แนวคิดของตลาดหลักทรัพย์ต่อการบริโภค เป็นการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าสินทรัพย์ (ราคาหลักทรัพย์) ต่อการใช้จ่ายเพื่อการบริโภค เมื่อราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น ผู้บริโภคจะมองว่าสินทรัพย์ของตนมีค่ามากขึ้น ทำให้สามารถออมน้อยลงและบริโภคมากขึ้นได้ ความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นที่รู้จักกันในชื่อ Wealth Effect

<sup>2</sup> ผลการศึกษาได้จาก 1.Boone, Laurence, Claude Giomo และ Pete Richardson "Stock Market Fluctuations and Consumption Behavior: Some Recent Evidence" OECD ECO/WKP(98)21 2541 และ 2.Starr-McCluer Martha, "Stock Market Wealth and Consumer Spending" Federal Reserve Board of Governors, เมษายน 2541

ลดลง แต่ก็ยังคงเป็นส่วนเกินครั้งหนึ่งของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ และเมื่อเปรียบเทียบมูลค่ารวมตลาดหลักทรัพย์(เป็นตัวแสดงค่าความมั่งคั่งของการถือครองหลักทรัพย์) กับอัตราการเติบโตของรายจ่ายเพื่อการบริโภคของครัวเรือน จะเห็นได้ว่าค่อนข้างมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน ยกเว้นช่วงพ.ศ.2543 ถึงพ.ศ.2545 ที่ความสัมพันธ์อาจไม่ชัดเจนนัก และหลังจากช่วงเวลาดังกล่าวเริ่มกลับมามีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันอีกครั้งหนึ่ง

ภาพที่ 1-3: อัตราการเติบโตของการบริโภคและมูลค่ารวมตลาดหลักทรัพย์



ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ และ CEIC Database

จากรูปแบบความสัมพันธ์ที่พบดังกล่าว อาจเป็นไปได้ว่ามี Wealth Effect เกิดขึ้น ดังนั้นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับการบริโภค อันประกอบไปด้วย หลักทรัพย์ และ อสังหาริมทรัพย์ ว่าเมื่อราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปจะส่งผลอย่างไรต่อการบริโภคของภาคครัวเรือน ที่เข้ามามีบทบาทเพิ่มขึ้นและเป็นสัดส่วนที่สำคัญของระบบเศรษฐกิจในขณะนี้ ก็อาจเป็นอีกวิธีการหนึ่งที่ทำให้การดำเนินนโยบายทางการเงินผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น อันจะส่งผลต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อศึกษาถึงกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินของประเทศไทย โดยพิจารณาช่องทางราคาสินทรัพย์ ซึ่งประกอบด้วย ผลของความมั่งคั่งที่มีต่อการบริโภค (ในงานศึกษานี้จะทำการศึกษาทั้งการบริโภคในภาพรวม การบริโภคในสินค้าไม่คงทนและบริการ และการบริโภคในสินค้าคงทน) อันเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าของสินทรัพย์ที่ถือครอง ได้แก่ หลักทรัพย์ และอสังหาริมทรัพย์ เพื่อให้ทราบว่าการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินส่งผลกระทบต่อ ความมั่งคั่งของครัวเรือนที่ถือครองสินทรัพย์ และการเปลี่ยนแปลงของความมั่งคั่งที่เกิดขึ้นจะส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงในการบริโภคของครัวเรือนในภาพรวม และการบริโภคในประเภทของสินค้าที่แตกต่างกันอย่างไร

## 1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ทราบถึงกลไกการทำงานและการส่งผ่านของนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงในประเทศไทย โดยพิจารณาช่องทางราคาสินทรัพย์ที่ส่งผลต่อการบริโภคของครัวเรือนในภาพรวม และในประเภทของสินค้าที่ต่างกัน นอกจากนี้ระยะเวลาและผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อระบบเศรษฐกิจจะเป็นตัวประเมินประสิทธิภาพจากการใช้นโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาสินทรัพย์ ซึ่งจะนำไปสู่ข้อเสนอแนะเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินนโยบายการเงินในอนาคต

## 1.4 ขอบเขตการศึกษา

ศึกษาถึงกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาสินทรัพย์ โดยพิจารณาเฉพาะส่วนที่นโยบายการเงินส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของความมั่งคั่งในการถือครองสินทรัพย์ อันเกิดจากราคาสินทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งจะส่งผลต่อการบริโภค และการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจในที่สุด

สินทรัพย์ที่มีผลต่อความมั่งคั่งในการถือครองได้แก่ หลักทรัพย์ (Stock) และอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate) โดยจะทำการศึกษาในช่วงระยะเวลาพ.ศ.2537 ไตรมาสหนึ่ง ถึง พ.ศ.2547 ไตรมาสสี่

### 1.5 วิธีดำเนินการศึกษา

ในงานศึกษานี้ จะอาศัยวิธีวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative analysis) ในการศึกษาวิเคราะห์กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการอุปโภคบริโภคของครัวเรือน โดยใช้เทคนิค Cointegration and Vector Error Correction Approach และ Vector Autoregression Approach เพื่อศึกษาว่าตัวแปรใดจะเกิดการปรับตัวในระยะสั้นเมื่อค่าความผิดพลาดเบี่ยงเบนออกไปจากดุลยภาพระยะยาว และวิเคราะห์ทิศทาง ระยะเวลา และขนาดของผลกระทบที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงิน ตามลำดับ

ในการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณจะใช้โปรแกรมสำเร็จรูป Eview เวอร์ชัน 4.1 ในการวิเคราะห์ทั้งหมด ทั้งในส่วนของเทคนิค Cointegration and Vector Error Correction Approach และ Vector Autoregression Approach

### 1.6 โครงสร้างการศึกษา

การศึกษาค้างนี้ แบ่งออกเป็น 6 บท ดังนี้

- บทที่ 1 ประกอบด้วยที่มาและความสำคัญของปัญหา วัตถุประสงค์ของการศึกษา ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ ขอบเขตการศึกษา และวิธีดำเนินการศึกษา
- บทที่ 2 แนวคิดเชิงทฤษฎีและวรรณกรรมปริทัศน์ โดยแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ดังนี้
  - ส่วนที่ 1 แนวคิดเชิงทฤษฎีเบื้องต้น
  - ส่วนที่ 2 วรรณกรรมปริทัศน์
- บทที่ 3 นโยบายการเงิน และพฤติกรรมของภาคครัวเรือน
- บทที่ 4 วิธีดำเนินการศึกษา แบ่งออกเป็น 3 ส่วน อันได้แก่
  - ส่วนที่ 1 ลำดับขั้นตอนของการศึกษา
  - ส่วนที่ 2 แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา
  - ส่วนที่ 3 แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา
- บทที่ 5 ผลการวิเคราะห์
- บทที่ 6 สรุปผลการวิเคราะห์และข้อเสนอแนะ