

บทที่ 5

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

บทสรุป

ภายใต้กรอบการวิเคราะห์บนพื้นฐานของทฤษฎีปริมาณเงิน ความสำเร็จของการดำเนินการนโยบายการเงิน นอกเหนือจากความสามารถในการควบคุมปริมาณเงิน ให้เป็นไปตามเป้าหมายแล้วยังขึ้นอยู่กับพฤติกรรมเคลื่อนไหวของ Velocity ดังนั้นการศึกษาพฤติกรรมเคลื่อนไหวของ Velocity และปัจจัยที่มีบทบาทในการกำหนดพฤติกรรมของ Velocity จะเป็นประโยชน์แก่เจ้าหน้าที่ทางการเงินอย่างมาก ซึ่งผลสรุปจากการศึกษาในแต่ละบทมีดังต่อไปนี้

จากการศึกษาพฤติกรรมของ Velocity ในบทที่ 3 พบว่า V1 มีทิศทางเคลื่อนไหวไม่แน่นอน กล่าวคือ ในบางช่วงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ขณะที่บางช่วงมีแนวโน้มลดลง ในขณะที่ V2 มีแนวโน้มลดลง ตั้งแต่ช่วงปี 2514–2541 โดยมีอัตราการหดตัวโดยเฉลี่ย (Average negative growth rate) ร้อยละ 4.49 ต่อปี เช่นเดียวกับ V2 V2A และ V3 มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง โดย V2A อัตราการหดตัวโดยเฉลี่ย ร้อยละ 2.8 ต่อปี ขณะที่ V3 มีอัตราการหดตัวโดยเฉลี่ย ร้อยละ 4.29 ต่อปี นอกจากนี้แล้วยังพบว่าปี 2541 V2 มีค่าต่ำสุดเมื่อเทียบกับช่วงปี 2514 – 2541 ส่วน V3 ในปี 2541 มีค่าต่ำสุดเมื่อเทียบกับช่วงปี 2519 – 2541 ในขณะที่ V2A ในปี 2541 มีระดับต่ำที่สุดเมื่อเทียบกับช่วงปี 2537 – 2541 และ V1 มีระดับต่ำสุดเมื่อเทียบกับช่วงปี 2538– 2541 สำหรับในส่วนของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการดำเนินการนโยบายการเงินกับพฤติกรรมเคลื่อนไหวของ Velocity ในอดีต ภายใต้กรอบการวิเคราะห์บนพื้นฐานของทฤษฎีปริมาณเงิน พบว่า พฤติกรรมเคลื่อนไหวของ Velocity มีทั้งเพิ่มพูนและหักล้าง ผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงิน เช่น ในช่วงปี 2516 – 2517 กล่าวคือ การเพิ่มขึ้นของ V1 และ V2 ขัดแย้งกับความพยายามดำเนินนโยบายการเงินในลักษณะเข้มงวด ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อในช่วงเวลาดังกล่าวอยู่ในระดับที่สูง ในขณะที่ ใน ปี 2528 และปี 2531 การดำเนินนโยบายการเงินเป็นไปในลักษณะผ่อนคลาย เพื่อกระตุ้นการชะลอตัวของเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นช่วงเวลาเดียวกับที่ V1 และ V2 กำลังเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ Real GNP ขยายตัว ร้อยละ 4.7 และร้อยละ 13.3 ในช่วงปี 2528 และปี 2531 ตามลำดับ

ในส่วนของการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในฟังก์ชัน V1 V2 V2A และ V3 ในระยะยาวและในระยะสั้นด้วยวิธีการ Cointegration และ Error correction model ซึ่งพอที่จะสรุปผลการศึกษากว้างๆ ได้ดังต่อไปนี้ จากผลการทดสอบคุณสมบัติ Stationary ของตัวแปรต่างๆ พบว่า ในช่วงเวลาที่เกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลัน (Shock) ผลกระทบที่เกิดจาก Shock ต่อ

ตัวแปรอัตราเงินเฟ้อ (π) สัดส่วนของการใช้เช็คและบัตรเครดิตต่อเงินเหรียญวกรธนบัตร(T/C) ซึ่งเป็นตัวแทนของการพัฒนาในระบบการชำระเงิน จะเกิดขึ้นเพียงชั่วคราวและจะค่อยๆ เลือนหายไปเมื่อเวลาผ่านไป ในขณะที่ผลกระทบจาก Shock ที่มีต่อตัวแปร Velocity of M1 (V1) Velocity of M2 (V2) Velocity of M2A (V2A) Velocity of M3 (V3) รายได้แท้จริง (RY) จำนวนสาขาธนาคารพาณิชย์ (B) อัตราดอกเบี้ย (i) ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยของตัวสัญญาใช้เงินกับอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยแบบถ่วงน้ำหนักระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำและดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ (DI) อัตราผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงราคาเฉลี่ยของหุ้น (ie) และปริมาณสินเชื่อ (L) จะส่งผลต่อเนื่องในระยะยาวต่อตัวแปรเหล่านี้ สำหรับผลที่ได้จากการทดสอบ Cointegration พบว่า V1 มีความสัมพันธ์อย่างมีเสถียรภาพในเชิงดุลยภาพระยะยาวกับรายได้แท้จริง(RY) อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน(i) จำนวนสาขาธนาคารพาณิชย์(B) และปริมาณสินเชื่อ(L) ส่วน V2 มีความสัมพันธ์อย่างมีเสถียรภาพในเชิงดุลยภาพระยะยาวกับรายได้แท้จริง(RY) ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยของตัวสัญญาใช้เงินกับอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยแบบถ่วงน้ำหนักระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำและดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ (DI) จำนวนสาขาธนาคารพาณิชย์(B) และปริมาณสินเชื่อ(L) ในขณะที่ V2A มีความสัมพันธ์อย่างมีเสถียรภาพในเชิงดุลยภาพระยะยาวกับรายได้แท้จริง(RY) อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (i) อัตราผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงราคาเฉลี่ยของหุ้น (ie) จำนวนสาขาธนาคารพาณิชย์(B) และปริมาณสินเชื่อ(L) เช่นเดียวกับ V2A V3มีความสัมพันธ์อย่างมีเสถียรภาพในเชิงดุลยภาพระยะยาวกับรายได้แท้จริง(RY) อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน(i) อัตราผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงราคาเฉลี่ยของหุ้น (ie) จำนวนสาขาธนาคารพาณิชย์(B) และปริมาณสินเชื่อ(L) จากคำสรุปข้างต้นนอกเหนือจากปัจจัยที่กำหนดของพฤติกรรมของ Velocity ที่ปรากฏอยู่ในงานวิจัยในอดีต จะเห็นได้ว่า ปริมาณสินเชื่อมีความสัมพันธ์กับ V1 V2 V2A และ V3 อย่างมีเสถียรภาพ โดยความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นเป็นไปในทิศทางเดียวกัน สำหรับความสัมพันธ์ระหว่าง V1 V2 V2A และ V3 กับรายได้แท้จริง (RY) และจำนวนสาขาธนาคารพาณิชย์เป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม ส่วนความสัมพันธ์ระหว่าง V1 กับผลตอบแทนอย่างอื่นนอกเหนือการถือ M1 กล่าวคือ อัตราดอกเบี้ย พบว่า มีทิศทางเดียวกัน สำหรับความสัมพันธ์ระหว่าง V2 กับส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ในขณะที่ V2A(และ V3) มีความสัมพันธ์ในเชิงผกผันกับอัตราดอกเบี้ย แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนอย่างอื่นนอกเหนือ V2A(V3)กล่าวคืออัตราผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงราคาเฉลี่ยของหุ้น (ie)

ในส่วนของการประมาณการสมการ Error correction model พบว่า ความคลาดเคลื่อนขึ้นที่เกิดขึ้นในช่วงเวลา ก่อนในฟังก์ชัน V1 V2A และ V3 จะได้รับการแก้ไขให้น้อยลงประมาณร้อยละ 22 ต่อเดือน ร้อยละ 63 ต่อเดือน และ ร้อยละ 45 ตามลำดับ ในขณะที่ในสมการ ECM ของ

V2 ที่ไม่ตอบสนองต่อสภาวะ Disequilibrium นอกจากนี้แล้วในสมการ ECM V1 V2 V2A และ V3 ไม่มีปรากฏการณ์การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างในช่วงเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

ข้อเสนอแนะในเชิงนโยบาย

จากผลการทดสอบพบว่าในช่วงเวลาที่เกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลัน (Shock) เช่น การรวมตัวของสมาชิกในกลุ่ม OPEC เพื่อขึ้นราคาน้ำมัน การเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ เป็นต้น ผลกระทบจาก Shock ดังกล่าว จะส่งผลกระทบต่อเนื่องในระยะยาวต่อ Velocity ภายใต้กรอบการวิเคราะห์บนพื้นฐานของทฤษฎีปริมาณเงิน การเปลี่ยนแปลงของ Velocity จะก่อให้เกิดผลกระทบต่อการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) ดังนั้นนโยบายการเงินที่เหมาะสมจะต้องเป็นไปในลักษณะหักล้างการเปลี่ยนแปลงใน Velocity ในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ตั้งแต่ต้นปี 2540 เป็นต้นมา พบว่า V1 ในปี 2541 มีค่าต่ำที่สุดในช่วงปี 2538 – 2541 ในขณะที่ V2 ในปี 2541 มีค่าต่ำที่สุดในช่วงปี 2514 – 2541 ในขณะที่ V2A ในปี 2541 มีค่าต่ำที่สุดในช่วงปี 2537-2541 เช่นเดียวกับ V2 V3 ในปี 2541 มีค่าต่ำที่สุดในช่วงปี 2519 – 2541 ยิ่งไปกว่านั้น V1 V2 V2A รวมทั้ง V3 มีอัตราการหดตัว (negative growth rate) มากกว่าค่าแนวโน้มเฉลี่ยของอัตราการหดตัว (Average negative growth rate) อย่างมาก การลดลงของ Velocity ส่งผลให้ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศลดลง (GDP) ดังนั้นการเพิ่มปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจจะเป็นนโยบายการเงินที่เหมาะสมในการรักษาเสถียรภาพของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติในประเทศ

แม้ว่าระดับ Velocity ในอดีตไม่คงที่ ไม่เป็นตามกล่าวอ้างในทฤษฎีปริมาณเงิน แต่จากผลการศึกษาพบว่า Velocity มีความสัมพันธ์อย่างมีเสถียรภาพกับกลุ่มตัวแปรกลุ่มหนึ่งดังได้กล่าวไปแล้วในบทสรุป ทำให้เราสามารถทำให้เราสามารถที่จะทำนายพฤติกรรมของ Velocity ได้ การควบคุมปริมาณเงินพร้อมกับการพยากรณ์พฤติกรรมของ Velocity ยังคงเป็นนโยบายที่เหมาะสมในการรักษาเสถียรภาพของรายได้ประชาชาติ อย่างไรก็ตามการควบคุมปริมาณเงินควบคู่ไปกับการทำนายพฤติกรรมของ Velocity เจ้าหน้าที่ทางการเงินไม่สามารถที่จะเลือกควบคุมปริมาณเงินเพียงประเภทใดประเภทหนึ่งควบคู่กับการพยากรณ์พฤติกรรมของ Velocity ประเภทเดียวกัน เช่น เลือกควบคุมเฉพาะ M2A พร้อมๆกับการทำนายพฤติกรรมของ V2A

การเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินก่อให้เกิดการเพิ่มขึ้นของความต้องการใช้จ่ายมวลรวม ส่งผลให้ราคาสินค้าและบริการเพิ่มขึ้น เมื่อราคาผลผลิตเพิ่มขึ้นจะจูงใจให้ผู้ผลิต ผลิตสินค้าและบริการเพิ่มขึ้น แม้ว่าการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินจะส่งผลให้ระดับราคาเพิ่มขึ้น แต่ระดับราคาไม่น่าจะเพิ่มขึ้นมาก เนื่องจากในช่วงเวลาดังกล่าว เป็นช่วงที่ประเทศไทยมีกำลังการผลิตส่วนเกิน อันเนื่องมาจากการว่างงานของปัจจัยแรงงานและปัจจัยทุน ดังนั้นจึงคาดว่า ผลกระทบที่เกิดจากการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงิน น่าจะส่งผลกระทบต่อการเพิ่มขึ้นของผลผลิตที่แท้จริง มากกว่าระดับราคาที่เพิ่มขึ้น

เนื่องจากผลของการดำเนินนโยบายการเงินขยายตัว (M1 M2 M2A และ M3 เพิ่มขึ้น) จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยลดลง ซึ่งผลที่ได้จากการศึกษาพบว่า การลดลงของอัตราดอกเบี้ย ในขณะที่สิ่งอื่น ๆ คงที่จะส่งผลให้ V2A และ V3 เพิ่มขึ้น ในขณะที่ส่งผลให้ V1 ลดลง ซึ่งในกรณีการเพิ่มขึ้นของ V2A หรือ V3 ประกอบการเพิ่มขึ้นของ M2A หรือ M3 ภายใต้กรอบการวิเคราะห์บนพื้นฐานของทฤษฎีปริมาณเงิน เราสามารถสรุปได้อย่างชัดเจนว่า GDP เพิ่มขึ้น ในทางตรงกันข้ามการลดลงของ V1 ในช่วงที่ M1 เพิ่มขึ้น เราไม่สามารถสรุปได้อย่างแน่ชัดว่า GDP จะเพิ่มขึ้นหรือลดลง อย่างไรก็ตามการที่เราสามารถประมาณการฟังก์ชัน V1 ได้ตั้งผลการศึกษาในข้างต้น ทำให้เราสามารถที่จะหาขนาดและทิศทางของการเปลี่ยนแปลงของ V1 อันเกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย จึงมีความเป็นไปได้ที่เราจะทราบผลสุทธิที่เกิดขึ้นกับการเปลี่ยนแปลงของ GDP ภายใต้ข้อสมมติที่ว่า เจ้าหน้าที่ทางการเงินสามารถควบคุมปริมาณเงินได้ตามเป้าหมายที่กำหนดไว้ สำหรับกรณีของ V2 นั้นไม่สามารถสรุปได้แน่ชัดว่า การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยจะส่งผลให้ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของตัวสัญญาใช้เงินกับอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำและอัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์เพิ่มขึ้นหรือลดลง จึงไม่สามารถสรุปได้ว่า GDP เปลี่ยนแปลงอย่างไร จากการที่ผลกระทบของการใช้นโยบายการเงินดำเนินนโยบายการเงินที่มีต่อพฤติกรรมของ Velocity ที่แตกต่างกัน ดังนั้นในการดำเนินนโยบายการเงินในแต่ละครั้งเจ้าหน้าที่ทางการเงินจำเป็นต้องนำพฤติกรรมของ Velocity ทุกประเภท (V1, V2, V2A, V3) เข้ามาพิจารณาอย่างรอบคอบเพื่อให้การดำเนินนโยบายการเงินเป็นไปในลักษณะที่สอดคล้องและบรรลุวัตถุประสงค์ที่วางไว้

ข้อจำกัดของการศึกษา

จากการศึกษาในงานวิจัยครั้งนี้ แม้ว่าจะให้ผลการศึกษาที่น่าพอใจระดับหนึ่ง แต่ผลการศึกษาดังกล่าวอยู่บนพื้นฐานการประมาณการ GDP รายเดือน นอกจากนี้แล้ว การสร้างตัวแปรตัวแปรตัวแทนการพัฒนาในระบบการชำระเงินและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหุ้นในครั้งนี้ อาจจะมีใช้ตัวแทนที่ดีที่สุด ตลอดทั้งขาดปัจจัยที่สะท้อนถึงความสลับซับซ้อนในระบบการเงิน ดังนั้นหากในอนาคตมีการศึกษาบนพื้นฐานของสถิติ GDP รายเดือนและมีการสร้างตัวแปรตัวแปรตัวแทนการพัฒนาในระบบการชำระเงินและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหุ้นที่เหมาะสม รวมทั้งการคำนึงถึงผลกระทบที่เกิดจากปัจจัยที่สะท้อนถึงความสลับซับซ้อนในระบบการเงินอาจทำให้ได้ข้อสรุปที่แตกต่างจากการศึกษาในครั้งนี้