



### ความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนกับอัตราอื่น

ในการปรับสภาพคล่องของสถาบันการเงิน เช่น ธนาคารพาณิชย์ มิได้อาศัยแหล่งในการปรับสภาพคล่องหรือตลาดเงินใดตลาดเงินหนึ่งโดยเฉพาะ แต่ได้อาศัยตลาดเงินหลายแหล่งทั้งภายในและภายนอกประเทศ ซึ่งธนาคารพาณิชย์จะตัดสินใจอย่างไรนั้นขึ้นอยู่กับปัจจัยสำคัญคือ อัตราดอกเบี้ย โดยธนาคารพาณิชย์จะเข้าร่วมในแต่ละตลาดแตกต่างกันตามอัตราดอกเบี้ยที่ต่างกัน ตามเงื่อนไขและลักษณะที่ต่างกันของแต่ละตลาดเงินนั้น ๆ อย่างไรก็ตามอัตราดอกเบี้ยของตลาดเงินทั้งภายในและภายนอกประเทศมีความสัมพันธ์กัน ทั้งนี้ เพราะตลาดเงินทั้งภายในและภายนอกประเทศต่างเป็นส่วนหนึ่งของระบบตลาดเงินรวม ดังนั้น เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยตลาดเงินใดตลาดเงินหนึ่งไม่ว่าจะเป็นในประเทศหรือต่างประเทศก็ตาม ย่อมส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินอื่นในระบบปรับตัวตาม ซึ่งการเปลี่ยนแปลงจะเป็นไปในลักษณะใดนั้นขึ้นกับลักษณะเฉพาะของตลาดเงินนั้น ๆ และความสัมพันธ์กับระดับความสัมพันธ์รวมตลอดถึงรูปแบบความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินนั้น ๆ มีต่อกัน

นอกจากนี้การแข่งขันกันของตลาดเงินแต่ละแหล่ง เพื่อให้เป็นแหล่งที่มาของเงินทุนของสถาบันการเงินมากที่สุดก็เป็นอีกสาเหตุหนึ่งที่ทำให้อัตราดอกเบี้ยของตลาดเงินต่าง ๆ มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน ซึ่งสำหรับสถาบันการเงินนั้นแหล่งที่มาของกิจการเพื่อนำมาให้สินเชื่อหรือดำเนินธุรกิจอื่นใดจะมาจาก

1. การกู้ยืมเงินจากตลาดเงินระหว่างประเทศ ซึ่งต้นทุนของการกู้ยืมนอกจากอัตราดอกเบี้ยแล้ว ยังมีด้านความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราและค่าธรรมเนียมในการกู้ยืมเงิน
2. การกู้ยืมจากแหล่งภายในประเทศ ได้แก่ เงินที่รับจากประชาชน และการกู้ยืมระหว่างสถาบันการเงินซึ่งต้นทุนของการกู้ยืมก็คือ ดอกเบี้ยและค่าใช้จ่ายในการบริหาร
3. การกู้ยืมจากธนาคารแห่งประเทศไทยโดยตรง และกู้ยืมผ่านตลาดซื้อคืนและขายคืนพันธบัตร ทั้งนี้ สถาบันการเงินจะกู้ยืมจากแหล่งเงินใดขึ้นกับต้นทุนหรืออัตราดอกเบี้ยของแหล่งเงินนั้น เป็นสำคัญว่า แหล่งเงินใดเสียต้นทุนน้อยที่สุด ในทำนองกลับกัน สถาบันการเงินจะเลือกลงทุนใน

แหล่งใดก็ขึ้นกับว่า แหล่งเงินใดให้ผลตอบแทนหรืออัตราดอกเบี้ยสูงที่สุด ด้วยเหตุนี้อัตราดอกเบี้ยในแหล่งเงินต่าง ๆ จึงมีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน

### แหล่งในการปรับสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์

นอกจากธนาคารพาณิชย์จะสามารถทำการปรับสภาพคล่องส่วนเกินและส่วนขาดผ่านตลาดเงินต่าง ๆ ดังที่ได้กล่าวในบทที่ 3 เช่น ตลาดเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร และตลาดซื้อคืนพันธบัตรแล้ว ธนาคารพาณิชย์ยังสามารถทำการปรับสภาพคล่องส่วนเกิน และส่วนขาดผ่านแหล่งเงินต่างประเทศ เช่น ตลาดเงินกู้ระหว่างธนาคารในตลาดลอนดอน (LIBOR) และแหล่งเงินในประเทศอื่น เช่น ตลาดเงินกู้ลูกค้าชั้นดี ทั้งนี้ การที่ธนาคารพาณิชย์จะทำการกู้ยืมเพื่อปรับสภาพคล่องส่วนขาดที่เกิดขึ้นจากแหล่งเงินในประเทศหรือต่างประเทศ ค่าประกันความเสี่ยงในการกู้เงินตราต่างประเทศ (FORWARD PREMIUM) หรืออัตราล่วงหน้าในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศเป็นปัจจัยสำคัญในการตัดสินใจ ทั้งนี้ ถ้าหากค่า FORWARD RATE รวมกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ต่างประเทศแล้วทำให้ต้นทุนรวมในการกู้เงินต่างประเทศมีค่าสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศ ซึ่งถือเป็นต้นเป็นในการกู้ยืมในประเทศแล้ว ธนาคารพาณิชย์หรือธุรกิจอื่นใดก็จะเลือกที่จะกู้เงินจากในประเทศมากกว่าต่างประเทศ และในทำนองกลับกันก็จะทำการกู้จากต่างประเทศแทนการกู้เงินในประเทศ

โดยสรุปแล้ว ปัจจัยสำคัญในการที่จะทำให้นักธนาคารพาณิชย์ตัดสินใจกู้เงินหรือลงทุนต่างประเทศหรือไม่ขึ้นกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ตลาดเงินต่างประเทศ เช่น ตลาดลอนดอน (LIBOR) หรือตลาดสิงคโปร์ (SIBOR) และอัตราค่าประกันความเสี่ยงในการซื้อขายเงินล่วงหน้า ส่วนปัจจัยสำคัญในการตัดสินใจเลือกแหล่งเงินในประเทศหรือไม่ขึ้นกับ ต้นทุนหรืออัตราดอกเบี้ยของแหล่งเงินนั้น ๆ เป็นสำคัญ เช่น อัตราดอกเบี้ยตลาดเงินกู้ระหว่างธนาคาร (Interbank Rate หรือ At Call Rate) อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตร (Repo Rate) และอัตราดอกเบี้ยตลาดเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (PRIME RATE) เป็นต้น

PRIME RATE - อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี เป็น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมที่ธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทยคิดพิเศษแก่ลูกค้าเงินกู้ชั้นดีอันได้แก่ ลูกค้าซึ่งเป็นผู้ที่ธนาคารให้ความเชื่อถือและทำธุรกิจกับธนาคารเป็นจำนวนมาก โดยคิดอัตราต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยที่คิดกับลูกค้าอื่น ๆ โดยทั่วไป ทั้งนี้ อัตรา PRIME RATE จะแตกต่างกันในแต่ละธนาคารขึ้นกับคุณภาพของลูกค้าชั้นดีของธนาคารว่าสามารถทำให้นักธนาคารไว้วางใจว่า เงินที่นำไปนั้นมีความเสี่ยงมากน้อยเพียงใดที่จะไม่ได้รับ

การขยับดอกเบี้ย ซึ่งอัตรา PRIME RATE นี้ ธนาคารจะใช้เป็นพื้นฐานในการคิดดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นจากลูกค้ารายอื่น โดยพิจารณาเพิ่มขึ้นตามภาระความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากลูกค้ารายอื่น

การเปลี่ยนแปลงเคลื่อนไหวในอัตรา PRIME RATE นี้ขึ้นกับสภาพคล่องของระบบธนาคารว่ามีปริมาณเงินมากแค่ไหน การแข่งขันของธนาคาร และนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย โดยการกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมและเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ ทั้งนี้ สภาพคล่องของระบบธนาคารขึ้นกับอัตราการเพิ่มขึ้นของเงินฝาก กับอัตราการเพิ่มขึ้นของเงินกู้ รวมตลอดถึงการเคลื่อนย้ายเงินทุนภายในประเทศ (ซึ่งมีความเกี่ยวข้องกับต้นทุนการกู้ยืมในประเทศกับต้นทุนการกู้ยืมจากต่างประเทศ ถ้าต้นทุนการกู้ยืมจากต่างประเทศสูงกว่าก็จะมี การกู้ยืมจากภายในประเทศ เพื่อชำระหนี้ต่างประเทศหรือลงทุนในต่างประเทศ และถ้าต้นทุนการกู้ยืมจากต่างประเทศต่ำกว่าก็จะมี การกู้ยืมจากต่างประเทศ เหล่านี้ส่งผลให้ปริมาณเงินหรือสภาพคล่องในประเทศเปลี่ยนแปลง)

ปัจจุบันอัตราดอกเบี้ย PRIME RATE ได้แบ่งเป็น 2 ประเภท เพื่อให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของการกู้ยืมของลูกค้า คือ PRIME RATE (MOR) และ MLR โดย MOR หรือ Minimum Overdraft Rate หรือ PRIME RATE เดิม คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้แบบเบิกเกินบัญชีของลูกค้าขั้นดี และ MLR หรือ MINIMUM LENDING RATE คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้แบบมีกำหนดระยะเวลา (Term Loan) ที่คิดกับลูกค้าขั้นดี

Repurchase Rate (Repo) - อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน ซึ่งหมายถึง ต้นทุนหรือผลตอบแทนในการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลที่ปลอดภาระ โดยมีสัญญาว่าจะทำการซื้อขายคืนตามกำหนดเวลาที่ได้ตกลงกันไว้ ปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนมีอยู่ 5 ประเภท จำแนกตามระยะเวลาการซื้อขายในตลาดฯ คือ 1 วัน 3 วัน 15 วัน 30 วัน และ 60 วัน โดยที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนจะเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงตามอุปสงค์และอุปทานของเงินทุนในตลาด และการแทรกแซงของธนาคารแห่งประเทศไทยผ่านตลาดซื้อคืน

Interbank Rate (At Call) - อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคาร เป็นอัตราเงินกู้ระยะสั้น (เมื่อทวงถาม) ระหว่างธนาคารด้วยกัน อันเนื่องจากการดำเนินงานของธนาคารทั้งสอง กล่าวคือ เมื่อธนาคารหนึ่งมีเงินล้นเหลือเกินความจำเป็นก็จะระบายเงินโดยการให้กู้ยืมแก่อีกธนาคารหนึ่งเป็นการชั่วคราว ซึ่งอาจเป็น 1 วัน 3 วัน 7 วัน 15 วัน 1 เดือน แต่โดยส่วนใหญ่แล้วนิยมกู้ยืมกันในระยะเวลาสั้นมากคือ 1 วัน หรือ 7 วัน

อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคารนี้กำหนดขึ้นโดยอุปสงค์และอุปทานของผู้กู้และผู้ให้กู้

ซึ่งขึ้นกับปริมาณเงินในตลาดขณะนั้น (กล่าวคือ ถ้าปริมาณเงินในระบบขณะนั้นมีมาก ความต้องการให้กู้สูง อัตราดอกเบี้ยก็จะต่ำ ในทำนองกลับกัน ถ้าปริมาณเงินในขณะนั้นมีน้อย หรือเงินค่อนข้างตึง ความต้องการกู้เงินสูง อัตราดอกเบี้ยก็จะสูง) โดยอัตราดอกเบี้ยนี้ จะกำหนดแตกต่างกันในแต่ละธนาคารขึ้นกับความสมัครใจของแต่ละธนาคาร และสภาพคล่องของแต่ละธนาคาร

FORWARD RATE - อัตราล่วงหน้าในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศ ซึ่งอาจเป็นเงินสกุลใดก็ได้ แต่ในการศึกษานี้หมายถึง อัตราล่วงหน้าในการซื้อขายเงินดอลลาร์ อัตรา FORWARD RATE นี้เป็นส่วนหนึ่งของต้นทุนการนำเงินเข้า (Off Shore Cost) ประเทศ กล่าวคือ ถ้า FORWARD RATE สูงขึ้นขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ต่างประเทศค่อนข้างคงที่ จะทำให้ต้นทุนการนำเงินเข้าสูงขึ้น ซึ่งถ้าต้นทุนรวมของการกู้ต่างประเทศสูงกว่าต้นทุนการกู้ภายในประเทศก็จะทำให้เกิดการกู้ในประเทศมากขึ้น การนำเงินเข้าจากต่างประเทศลดลง ปริมาณเงินในระบบลดลง ส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยและสภาพคล่องในประเทศในลำดับต่อมา

อัตราล่วงหน้าในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศ กำหนดขึ้นจากความแตกต่างของอัตราซื้อเงินล่วงหน้า (FORWARD) และอัตราซื้อทันที (Spot) แล้วแปลงเป็นอัตราร้อยละต่อปี ซึ่งในเมืองไทยตามปกติไม่ควรเกินความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยในประเทศและอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ

ในการศึกษานี้ FORWARD RATE (FWD) คำนวณจาก

$$FWD = \left( \frac{\text{FORWARD PREMIUM}}{\text{SPOT}} \times 12 \right) \%$$

โดย FORWARD PREMIUM คือ ค่าประกันความเสี่ยงที่ลูกค้าจ่ายให้กับธนาคาร หรือธนาคารจ่ายให้กับธนาคารด้วยกันในการกู้เงิน 1 ดอลลาร์ 1 เดือน (ในที่นี้ใช้ FORWARD PREMIUM ของธนาคารกรุงเทพ จำกัด เพราะเป็นผู้นำของธนาคารพาณิชย์ในการนำเงินเข้าประเทศ)

LIBOR อัตราเงินกู้ระหว่างธนาคารในตลาดเงินลอนดอน หรืออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ต่างประเทศระยะสั้นระหว่างธนาคารที่เกิดขึ้นในตลาดลอนดอน ซึ่งอัตรานี้จะเคลื่อนไหวผันแปรตามอุปสงค์และอุปทานของผู้ร่วมตลาดเงินในลอนดอน



### การเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน

อัตราดอกเบี้ยโดยทั่วไป เคลื่อนไหว เปลี่ยนแปลงไปตามแรงผลักดันของอุปสงค์และอุปทานของเงินทุน ซึ่งนักเศรษฐศาสตร์หลายท่านพยายามอธิบายไว้ เช่น

นักเศรษฐศาสตร์สมัยคลาสสิก เชื่อว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยขึ้นอยู่กับ การเปลี่ยนแปลงของการออมและการลงทุน และจะต้องควบคู่ไปกับอัตราผลตอบแทนการลงทุนซึ่งใน ระยะยาวอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนการลงทุนควรจะเท่ากัน

ต่อมานักเศรษฐศาสตร์สมัยนีโอคลาสสิก อธิบายเพิ่มเติมว่า อัตราดอกเบี้ยไม่ได้ขึ้นอยู่กับ การออมอย่างเดียว แต่จะขึ้นอยู่กับ เงินทุนที่จะนำมาให้กู้ยืมได้ทั้งหมด ซึ่งได้แก่ เงินทุนที่อยู่ใน ระบบธนาคารกับเงินทุนที่เก็บไว้เฉย ๆ (hoarding) ด้วย

ต่อมา เคนส์ คำนว่ การออมไม่ขึ้นกับอัตราดอกเบี้ยมากนัก แต่ขึ้นอยู่กับรายได้ ราคั ที่มีผลกระทบต่อดอกเบี้ยในแง่ของ เคนส์จึงขึ้นกับปริมาณเงิน และความต้องการถือเงินเป็นสำคัญ

วิวัฒนาการของแนวความคิดด้านราคักำหนดอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวได้กลายมาเป็นทฤษฎี กำหนดดอกเบี้ย 2 ทฤษฎีด้วยกันคือ

1. ทฤษฎีดอกเบี้ยที่เป็นค่าตอบแทนการใช้เงินทุน (The Loanable Funds Theory of Interest) ซึ่งเชื่อว่า อัตราดอกเบี้ยถูกกำหนดโดยอุปสงค์และอุปทานเงินทุนโดยอุปทานของเงินที่จะให้กู้ประกอบด้วยเงินออมส่วนบุคคล เงินที่สร้างขึ้นโดยธนาคารพาณิชย์ และเงินที่สะสมได้โดยไม่มีดอกเบี้ยในอดีตที่นำออกมาใช้ หักด้วยเงินออมส่วนบุคคลที่สะสมไว้โดยไม่มีดอกเบี้ย ในขณะที่อุปสงค์ของเงินที่จะให้กู้ประกอบด้วยเงินลงทุนที่ต้องการกู้ เงินกู้จากภาครัฐบาล และเงินที่ต้องการถือเพิ่มขึ้น

2. ทฤษฎีดอกเบี้ยที่เกี่ยวกับการถือเงิน (The Liquidity Preference Theory of Interest) ซึ่งเป็นแนวความคิดของเคนส์ที่เชื่อว่า รายได้เป็นตัวกำหนดการถือเงินเพื่อใช้จ่ายประจำวันและเพื่อเหตุฉุกเฉิน และอัตราดอกเบี้ยเป็นตัวกำหนดความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไร โดยทั้งสองจะเปลี่ยนแปลงตรงข้ามกันคือ ความต้องการถือเงินจะมีจำนวนน้อยเมื่ออัตราดอกเบี้ยสูง และจำนวนมากเมื่ออัตราดอกเบี้ยต่ำ

ในทฤษฎีเงินและดอกเบี้ยของเคนส์ ความต้องการถือเงินแยกออกเป็น 3 ประเภทคือ

1. ความต้องการถือเงินเพื่อใช้จ่ายประจำวัน (Transaction demand for money)
2. ความต้องการถือเงินเพื่อใช้จ่ายเมื่อเกิดเหตุการณ์ที่ไม่ได้คาดคิดไว้ล่วงหน้า

(Precautionary demand for money)

3. ความต้องการถือเงินเพื่อแสวงหากำไร (Speculative demand for money)

การที่เคนส์เชื่อว่า คนเราจะถือเงินส่วนหนึ่งไว้เพื่อแสวงหากำไรนี้เอง สืบนำไปสู่ข้อสรุปที่ว่า การเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินย่อมกระทบกระเทือนอัตราดอกเบี้ย ในความคิดเคนส์ ทฤษฎีเงินและดอกเบี้ย และทฤษฎีรายได้และการจ้างงาน ไม่สามารถแยกกันได้

ในแง่ของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินนั้น ดุลยภาพของของอัตราดอกเบี้ยตลาดเงิน (equilibrium rate of interest) เกิดขึ้นเมื่อปริมาณเงินเท่ากับความต้องการถือเงิน ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยดุลยภาพหรือการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยจะเกิดขึ้นเมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงในปริมาณเงิน (ซึ่งขึ้นกับนโยบายการเงินเป็นสำคัญ) หรือความต้องการถือเงิน กล่าวคือ ถ้าปริมาณเงินในระบบมีมาก กว่าความต้องการถือเงิน อัตราดอกเบี้ยตลาดเงินก็จะต่ำ และถ้าปริมาณเงินในระบบมีน้อย กว่าความต้องการถือเงิน อัตราดอกเบี้ยตลาดเงินก็จะสูงขึ้น

นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินยัง เคลื่อนไหว เปลี่ยนแปลงตามความต้องการของทางการ<sup>1</sup> เพื่อควบคุมปริมาณเงินภายในประเทศให้เป็นไปตามนโยบายการเงินของประเทศ

โดยสรุปแล้ว อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินจะ เคลื่อนไหว เปลี่ยนแปลงตามผู้กำหนดอัตราดอกเบี้ยในตลาดซึ่งมีสองฝ่ายด้วยกัน คือ จากเจ้าหน้าที่ทางการเงินทั้งของเอกชนและทางการ และผู้ร่วมในตลาดเงิน โดยเจ้าหน้าที่ทางการเงินสามารถเลือกกำหนดอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน ได้หลายวิธีด้วยกัน คือ

1. กำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยสูงสุดทั้งดอกเบี้ยเงินฝากและดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืม
2. กำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมเท่านั้น โดยปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากผันแปรไปตามภาวะตลาด
3. กำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมและกำหนดดอกเบี้ยเงินฝากขั้นต่ำไว้

<sup>1</sup> ซึ่งหมายถึง ธนาคารกลางของประเทศนั้น เช่น ในประเทศไทยคือ ธนาคารแห่งประเทศไทย

4. กำหนดอัตราดอกเบี้ยตามการคาดหมายของการเปลี่ยนแปลงของระดับราคา (Indexation) หรือตัวแปรทางเศรษฐกิจอื่น ๆ
5. เข้าแทรกแซงการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน
6. กำหนดอัตราดอกเบี้ยโดยมีเงื่อนไข
7. ปลอ่ยให้อัตราดอกเบี้ยเป็นไปตามสภาพคล่องโดยแท้จริง

ทางด้านผู้ร่วมตลาดนั้น การกำหนดอัตราดอกเบี้ยขึ้นอยู่กับสภาพตลาดว่า เป็นอย่างไร กล่าวคือ ถ้าตลาดมีการแข่งขันสมบูรณ์ แรงผลักดันของอุปสงค์และอุปทานจะเป็นตัวกำหนดอัตราดอกเบี้ยในตลาด แต่ถ้าเป็นตลาดที่มีการผูกขาด จะต้องพิจารณาว่าการผูกขาดนั้นอยู่ในระดับไหน ซึ่งผู้มีอำนาจผูกขาดจะเป็นผู้กำหนดอัตราดอกเบี้ย

#### การศึกษาที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างและการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทย

Tumnong Dasri และ John M. Underwood ได้ศึกษาถึงโครงสร้าง และการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศหลาย ๆ ประเภท<sup>1</sup> เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคาร และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ สามารถสรุปในบางประเด็นโดยคร่าว ๆ ได้ว่า การเคลื่อนไหวขึ้นลงของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งอัตราดอกเบี้ยในสหรัฐอเมริกาส่งผลกระทบต่อตลาดเงินภายในประเทศ และระบบเศรษฐกิจโดยส่วนรวมของประเทศไทย และสำหรับอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารนั้นจะเคลื่อนไหวโดยสัมพันธ์ใกล้ชิดกับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นภายในประเทศ และอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ โดยที่อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารนี้จะกำหนดแตกต่างกันอย่างเด่นชัดใน

---

<sup>1</sup>รายละเอียดอ่านเพิ่มเติมได้จากรายงานการวิจัยของ Tumnong Dasri and John M. Underwood, THAILAND'S Interest Rate Structure and The transmissions of World Interest Rate Changes to Thailand : MECHANISM & IMPLICATION Economic Research Department of Thailand, Bank of Thailand 1982

แต่ละธนาคารจึงทำให้เกิดการแข่งขันกันขึ้นในตลาดเงินระหว่างธนาคาร อย่างไรก็ตาม ตลาดเงินระหว่างธนาคารนี้ยังเป็นที่ยังงั้นว่าอาจจะยังไม่มึประสิทธิภาพ ทั้งนี้เพราะขนาดของธนาคารที่ให้อืมโดยเปรียบเทียบกับขนาดใหญ่มากกว่า ธนาคารที่กู้ยืม และจากค่าลัสมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศและในประเทศ ลึรูปได้ว่าการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมในประเทศไทย ทำให้เกิดความต้อการเงินกู้ในประเทศ เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ต่างประเทศลึงขึ้น หรือในเชิงกลับกัน คือมีความต้อการกู้เงินในประเทศลดลง เมื่ออัตราดอกเบี้ยต่างประเทศต่ำ

#### การศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนกับอัตราอื่น

ดังได้กล่าวแล้วว่า เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยหนึ่งอัน เนื่องจากสภาพคล่องของระบบการเงินแล้วอัตราดอกเบี้ยอื่นในระบบการเงินจะเปลี่ยนแปลงตามไปด้วย แต่การเปลี่ยนแปลงเล็กน้อยแค้ไหนและตัวไหนจะเปลี่ยนแปลงก่อนหลังอย่างไรนั้นขึ้นกับลักษณะเฉพาะของตลาดเงินนั้น และการแทรกแซงควบคุมของธนาคารกลาง (ธนาคารแห่งประเทศไทย) เพื่อให้เป็นไปตามนโยบายการเงินของประเทศนั้น ๆ เช่นการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรนอกจากจะขึ้นกับภาวะการเงินของระบบในแต่ละช่วงและการแทรกแซงของธนาคารแห่งประเทศไทยแล้วยังมีความเกี่ยวข้องสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยอื่นซึ่งต่อไปนี้จะได้ทดสอบ ภายใต้ลัสมมติฐานที่ว่า "อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนมีความสัมพันธ์กับอัตราอื่น เช่น Interbank (At Call), PRIME RATE (MOR), LIBOR และ FORWARD RATE โดยจะทำการแยกศึกษาหาค่าลัสมประลัทธิความสัมพันธ์ (r) และทดสอบความสัมพันธ์ที่มีในแต่ละคู่ว่ามีนัยสำคัญของความสัมพันธ์หรือไม่ ดังนี้

1.  $H_0^1$  : อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนไม่มีความสัมพันธ์กับอัตรา Interbank (At Call)

$H_1^1$  : อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมีความสัมพันธ์กับอัตรา Interbank (At Call)

2.  $H_0^2$  : อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนไม่มีความสัมพันธ์กับอัตรา FORWARD RATE (FWD)

$H_1^2$  : อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมีความสัมพันธ์กับอัตรา FORWARD RATE (FWD)

3.  $H_0^3$  : อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนไม่มีความสัมพันธ์กับอัตรา LIBOR  
 $H_1^3$  : อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมีการสัมพันธ์กับอัตรา LIBOR
4.  $H_0^4$  : อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนไม่มีความสัมพันธ์กับอัตรา PRIME RATE (MOR)  
 $H_1^4$  : อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมีความสัมพันธ์กับอัตรา PRIME RATE (MOR)

โดยข้อมูลที่จะใช้ทดสอบอยู่ในช่วงตั้งแต่ปี 2524-ฉ.ย. 2528 ด้วยวิธีการคำนวณ Pearson Product-Moment Correlation Coefficient (r) และทำการทดสอบนัยสำคัญของความสัมพันธ์ด้วย T-Statistic ณ ระดับเชื่อมั่น 95% ( $\alpha = .05$ ) สูตรที่ใช้ในการคำนวณ

$$\text{หาลหสัมพันธ์ (r)} = \frac{N\sum xy - (\sum x)(\sum y)}{\sqrt{\{N\sum x^2 - (\sum x)^2\}\{N\sum y^2 - (\sum y)^2\}}}$$

เมื่อ r เป็น สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร x กับตัวแปร y

$\sum x$  เป็น ผลรวมของข้อมูลที่วัดได้จากตัวแปร X อันได้แก่ Interbank (At Call), FORWARD RATE, LIBOR, PRIME RATE (MOR)

$\sum y$  เป็น ผลรวมของข้อมูลที่วัดได้จากตัวแปร y ในที่นี้คือ Repo rate

$\sum xy$  เป็นผลรวมของผลคูณระหว่างค่าของตัวแปร x และ y

$\sum x^2$  คือ ผลรวมกำลังสองของข้อมูลจากตัวแปร x

$\sum y^2$  เป็น ผลรวมของกำลังสองของข้อมูลจากตัวแปร y

N คือ จำนวนข้อมูล หรือ จำนวนคนในกลุ่มตัวอย่างในที่นี้  $N = 54$  หรือ 12

สูตร สูตรที่ใช้ในการทดสอบนัยสำคัญของความสัมพันธ์ตามแบบ t-Statistic

$$t = \frac{r\sqrt{N-2}}{\sqrt{1-r^2}}, \alpha = .05 \quad df = N-2$$

ตัวอย่างการคำนวณหาค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ (r) และค่า t-Value เพื่อใช้ในการทดสอบสมมติฐาน

$$\text{สูตรที่ใช้ในการคำนวณหาค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ (r)} = \frac{N\sum xy - (\sum x)(\sum y)}{\sqrt{\{N\sum x^2 - (\sum x)^2\}\{N\sum y^2 - (\sum y)^2\}}}$$

r = ค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ (r) ของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนกับอัตราดอกเบี้ย At Call ในปี 2524

$$\sum x = \text{ผลรวมของค่าอัตราดอกเบี้ย At Call ปี 2524} = 196.98$$

$$\sum y = \text{ผลรวมของค่าอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนปี 2524} = 206.94$$

$$\sum xy = \text{ผลรวมของผลคูณระหว่างอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนกับอัตราดอกเบี้ย ในปี 2524} = 3424.74$$

$$\sum x^2 = \text{ผลรวมกำลังสองของอัตราดอกเบี้ย At Call ปี 2524} = 3274.1158$$

$$\sum y^2 = \text{ผลรวมกำลังสองของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนในปี 2524} = 3588.5586$$

$$N = 12$$

$$\begin{aligned} \text{ดังนั้น } r &= \frac{12(3424.74) - (40763.041)}{\sqrt{12(3274.1158) - (19698)^2} \quad 12(3588.5586) - (206.94)^2} \\ &= \frac{41096.88 - 40763.041}{\sqrt{(39289.39 - 38801.12)(43062.703 - 42824.163)}} \\ &= \frac{333.839}{\sqrt{(488.27)(288.54)}} = \frac{333.839}{341.28198} \\ &= 0.9782 \end{aligned}$$

สูตรที่ใช้ทดสอบนัยสำคัญของความสัมพันธ์ตามแบบ t-Statistic

$$t = \frac{r\sqrt{N-2}}{\sqrt{1-r^2}} \quad \alpha = .05 \quad df = N-2$$

$$t = \frac{0.9782\sqrt{10}}{\sqrt{1-0.9568752}}$$

$$= 14.91$$

การทดสอบสมมติฐานที่ว่า "อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนมีความสัมพันธ์กับอัตราอื่น เช่น Interbank (At Call) PRIME (Rate (MOR), LIBOR และ FORWARD RATE

โดยในที่นี้จะแสดงการทดสอบเฉพาะช่วง มกราคม 2524-มิถุนายน 2528 เท่านั้น และจะได้นำผลการคำนวณของค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ (r) และ t-Value โดยอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนที่ใช้ในการศึกษานี้เป็นดอกเบี้ยประเภท 3 วันทำการมาใช้เพราะธนาคารพาณิชย์เข้าร่วมในตลาดประเภทนี้มากที่สุด<sup>1/</sup>

1.  $H_0^1$  : อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนไม่มีความสัมพันธ์กับอัตรา Interbank (At Call)
- $H_1^1$  : อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมีความสัมพันธ์กับอัตรา Interbank (At Call)

จากผลการคำนวณ พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ (r) ของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนกับอัตรา Interbank (At Call) เท่ากับ 0.9353936 และมีค่า t-Value = 19.07541 เมื่อเทียบกับค่า t-Statistic ณ  $\alpha = 0.05$  df. = 54-2 = 52 ซึ่งมีค่า = ± 2.0084

---

1/ สัดส่วนการเข้าร่วมในตลาดซื้อคืนประเภท 1 วัน และ 3 วันทำการประเภทละ ประมาณ 35% 15 วัน ประมาณ 20% และ 30 วัน ประมาณ 10%

ดังนั้น Reject  $H_0^1$  และ Accept  $H_1^1$  นั่นคือ

อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนมีความสัมพันธ์กับอัตรา Interbank (at Call) อย่างมีนัยสำคัญ  
ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%)

2.  $H_0^2$  : อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนไม่มีความสัมพันธ์กับอัตรา FORWARD RATE (FWD)

$H_1^2$  : อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมีความสัมพันธ์กับอัตรา FORWARD RATE (FWD)

จากผลการคำนวณพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ ( $r$ ) ของอัตราดอกเบี้ยทั้งสองมีค่า 0.4367781 และมีค่า t-Value เท่ากับ 3.501288 เมื่อเทียบกับค่า t-Statistic ณ  $\alpha = 0.05$   $df = 52$  ซึ่งมีค่า  $\pm 2.0084$  ดังนั้น Reject  $H_0^2$  Accept  $H_1^2$  นั่นคือ

อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมีความสัมพันธ์กับอัตรา FORWARD RATE อย่างมีนัยสำคัญ  
ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

3.  $H_0^3$  : อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนไม่มีความสัมพันธ์กับอัตรา LIBOR

$H_1^3$  : อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมีความสัมพันธ์กับอัตรา LIBOR

จากผลการคำนวณพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ ( $r$ ) ของอัตราดอกเบี้ยทั้งสองมีค่าเท่ากับ 0.7972013 และมีค่า T-Value เท่ากับ 9.52223 เมื่อเทียบกับค่า t-Statistic ณ  $\alpha = 0.05$   $df = 52$  ซึ่งมีค่า  $\pm 2.0084$  ดังนั้น Reject  $H_0^3$  และ Accept  $H_1^3$  นั่นคือ

อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมีความสัมพันธ์กับอัตรา LIBOR อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

4.  $H_0^4$  : อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนไม่มีความสัมพันธ์กับอัตรา PRIME RATE (MOR)

$H_1^4$  : อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมีความสัมพันธ์กับอัตรา PRIME RATE (MOR)

จากผลการคำนวณพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยทั้งสองมีค่าเท่ากับ 0.6396452 และมีค่า T-Value เท่ากับ 6.000683 เมื่อเทียบกับค่า t-Statistic ณ  $\alpha = 0.05$   $df = 52$  ซึ่งมีค่า  $\pm 2.0084$  ดังนั้น Reject  $H_0^4$  และ Accept  $H_1^4$  นั่นคือ

อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมีความสัมพันธ์กับอัตรา PRIME RATE (MOR) อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%



ผลการศึกษา

จากข้อมูลอัตราดอกเบี้ย 5 ประเภท คือ Repurchase rate (Repo), Interbank (At Call), FORWARD (FWD), LIBOR และ PRIME RATE (MOR) ตั้งแต่ มกราคม 2524 - มิถุนายน 2528 เมื่อนำมาคำนวณหาค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ สหสัมพันธ์ ( $R^2$ ) และทดสอบนัยสำคัญของความสัมพันธ์ด้วยวิธีการข้างต้น สรุปผลได้ดังนี้

ม.ค. 2524 - มิ.ย. 2528 (n = 54)

<u>Var.</u>	<u>Correlation Coefficient</u>	<u>R<sup>2</sup></u>	<u>t-Value</u>
Repo, Call	0.9353936	0.874961	19.07541
Repo, FWD	0.4367781	0.190775	3.501288
Repo, LIBOR	0.7972013	0.635530	9.52223
Repo, PRIME RATE (MOR)	0.6396452	0.409146	6.000683

$$\alpha = .05 \quad df = n-2 = 52 \quad t\text{-Value} = + 2.0084$$

จากค่า t-Value ของความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยแต่ละคู่ นับตั้งแต่ มกราคม 2524 - มิถุนายน 2528 พบว่า<sup>1</sup>

1. อัตราดอกเบี้ยเหล่านี้มีลักษณะการเคลื่อนไหวสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกัน
2. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน (Repo) มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคาร (Interbank ชนิด At Call) อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%
3. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน (Repo) มีความสัมพันธ์กับอัตราซื้อขายล่วงหน้า (FORWARD RATE) อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%
4. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน (Repo) มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารในตลาดลอนดอน (LIBOR) อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%
5. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน (Repo) มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมดี (PRIME RATE หรือ MOR) อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

<sup>1</sup> ผลการคำนวณอยู่ภาคผนวก

6. จากการวิเคราะห์โดยใช้เส้นถดถอยได้ค่าความสัมพันธ์และสัมประสิทธิ์ดังต่อไปนี้คือ<sup>1</sup>

$$6.1 \quad Y = 1.09X_1 - 2.4$$

$$R^2 = 0.874961, t = 19.075384, n = 54$$

$$6.2 \quad Y = 0.72X_2 + 10.77$$

$$R^2 = 0.190775, t = 3.5012885, n = 54$$

$$6.3 \quad Y = 0.67X_3 + 5.34$$

$$R^2 = 0.635530, t = 9.5222410, n = 54$$

$$6.4 \quad Y = 2.9X_4 - 35.25$$

$$R^2 = 0.409146, t = 6.000, n = 54$$

โดยที่  $Y =$  Repo Rate  
 $X_1 =$  Interbank Rate (At Call)  
 $X_2 =$  FORWARD RATE  
 $X_3 =$  LIBOR RATE  
 $X_4 =$  PRIME RATE (MOR)

---

<sup>1</sup> รูปแบบความสัมพันธ์ใช้เพื่อพิสูจน์ว่าทั้งสองมีความสัมพันธ์กันเท่านั้น ไม่ได้มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปใช้ในการพยากรณ์

ผลการศึกษาแยกรายปีของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนกับอัตราอื่น

ม.ค. 2524 - ธ.ค. 2524 (n = 12)

<u>Var.</u>	<u>Correlation Coefficient</u>	$R^2$	<u>t-Value</u>
Repo, Call	0.9782652	.9570028	14.9188
Repo, FWD	0.4360663	.1901538	1.532326
Repo, LIBOR	0.8358957	.6987216	4.815796
Repo, MOR	0.3479291	.1210546	1.173572

$$\alpha = .05 \quad df = 10 \quad t\text{-Value} = \pm 2.228$$

จากค่า t-Value ของความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยแต่ละคู่ สามารถสรุปถึงการเคลื่อนไหวสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยในปี 2524 ได้ดังนี้

1. ลักษณะการเคลื่อนไหวสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยเหล่านี้เป็นไปในทิศทางเดียวกัน
2. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนมีการเคลื่อนไหวสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยระหว่าง ธนาคารชนิด At Call อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%
3. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนมีการเคลื่อนไหวสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยระหว่าง ธนาคารในตลาดลอนดอน (LIBOR) อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%
4. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนไม่มีการเคลื่อนไหวสัมพันธ์กับอัตราซื้อขายล่วงหน้า (FORWARD RATE) และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ขั้นดี (PRIME RATE หรือ MOR) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ม.ค. 2525 - ธ.ค. 2525 (n = 12)

<u>Var.</u>	<u>Correlation Coefficient</u>	<u>R<sup>2</sup></u>	<u>t-Value</u>
Repo, Call	0.9862392	.9726677	18.86447
Repo, FWD	3.693738E-07	-	1.168063E-07
Repo, LIBOR	0.924045	.8588591	7.643766
Repo, PRIME (MOR)	0.7779778	.6052494	3.915668

$$\alpha = .05 \quad df = n-2 = 10 \quad t\text{-Value} = \pm 2.228$$

จากค่า t-Value ของความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยแต่ละคู่ สามารถสรุปถึงการเคลื่อนไหวสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยในปี 2525 ได้ดังนี้

1. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนมีลักษณะการเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกันกับอัตรา Interbank (At Call), LIBOR, PRIME RATE (MOR)
2. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนไม่มีความสัมพันธ์กับอัตรา FORWARD RATE เลยในปีนี้
3. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนมีการเคลื่อนไหวสัมพันธ์กับอัตรา Interbank (At Call) อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%
4. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนมีการเคลื่อนไหวสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ย LIBOR อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%
5. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนมีการเคลื่อนไหวสัมพันธ์กับอัตรา PRIME RATE (MOR) อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ม.ค. 2526 - ธ.ค. 2526 (n = 12)

<u>Var.</u>	<u>Correlation Coefficient</u>	<u>R<sup>2</sup></u>	<u>t-Value</u>
Repo, Call	0.8117576	.6589504	4.395594
Repo, FWD	0.876308	.7679157	5.7522
Repo, LIBOR	0.8020871	.6433437	4.247141
Repo, PRIME (MOR)	-0.3978363	.1582737	-1.371257

ค่าวิกฤต  $\alpha = .05$ ,  $df = n-2 = 10$  t-Value  $= \pm 2.228$

จากค่า t-Value ของความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยแต่ละคู่ สามารถสรุปถึงการเคลื่อนไหวสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยในปี 2526 ได้ดังนี้

1. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนมีลักษณะการเคลื่อนไหวสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ย Interbank (At Call) อัตรา FORWARD RATE และอัตรา LIBOR ในทิศทางเดียวกัน
2. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนมีลักษณะการเคลื่อนไหวในทิศทางตรงข้ามกันกับอัตรา PRIME RATE
3. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนมีการเคลื่อนไหวสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารชนิด At Call อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%
4. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนมีการเคลื่อนไหวสัมพันธ์กับอัตราซื้อขายล่วงหน้า (FORWARD RATE) อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%
5. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนมีการเคลื่อนไหวสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารในตลาดลอนดอน (LIBOR) อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ม.ค. 2527 - ธ.ค. 2527 (n = 12)

<u>Var.</u>	<u>Correlation Coefficient</u>	<u>R<sup>2</sup></u>	<u>t-Value</u>
Repo, Call	0.8409772	.7072426	4.915078
Repo, FWD	0,5987358	.3584845	2.363914
Repo, LIBOR	0.5103495	.2604566	1.876661
Repo, PRIME (MOR)	0.7823602	.6120874	3.97228

ค่าวิกฤติ  $\alpha = .05$        $df = n-2 = 10$        $t\text{-Value} = \pm 2.228$

จากค่า t-Value ของความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยแต่ละคู่ สามารถสรุปถึงการเคลื่อนไหวสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยในปี 2527 ได้ดังนี้

1. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน มีลักษณะการเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกันกับอัตรา Interbank (At Call), FORWARD RATE, PRIME RATE (MOR) และอัตรา LIBOR
2. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน มีการเคลื่อนไหวสัมพันธ์กับอัตรา Interbank (At Call) อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%
3. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน มีการเคลื่อนไหวสัมพันธ์กับอัตรา FORWARD RATE อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%
4. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน มีการเคลื่อนไหวสัมพันธ์กับอัตรา PRIME RATE (MOR) อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%
5. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนไม่มีการเคลื่อนไหวสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ย LIBOR อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ม.ค. 2528 - ธ.ย. 2528 (n = 6)

<u>Var.</u>	<u>Correlation Coefficient</u>	<u>R<sup>2</sup></u>	<u>t-Value</u>
Repo, Call	0.9408776	.8852506	5.555049
Repo, FWD	0.9394538	.8825734	5.483047
Repo, LIBOR	0.9390434	.8818025	5.462753
Repo, PRIME (MOR)	0.167072	.027913	0.3389074

ค่าวิกฤต  $\alpha = .05$ ,  $df = n-2 = 4$   $t\text{-Value} = \pm 2.776$

จากค่า t-Value ของความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยแต่ละคู่ สามารถสรุปถึงการเคลื่อนไหวสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยในปี 2528 (ครึ่งปี) ได้ดังนี้

1. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน มีลักษณะการเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกับอัตรา Interbank (At Call), FORWARD RATE และ LIBOR
2. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนไม่มีความสัมพันธ์กับอัตรา PRIME RATE (MOR)
3. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนมีการเคลื่อนไหวสัมพันธ์กับอัตรา Interbank (At Call) อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%
4. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนมีการเคลื่อนไหวสัมพันธ์กับอัตรา FORWARD RATE อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%
5. อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนมีการเคลื่อนไหวสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ย LIBOR อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนกับอัตราอื่น

1. ความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนกับอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารชนิด

At Call

จากผลการศึกษาพบว่า อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมีความสัมพันธ์กับดอกเบี้ยระหว่างธนาคารชนิด At Call โดยมีรูปแบบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงดังนี้

$$Y = 1.09X_1 - 2.4$$

$$(R^2 = 0.874961, t = 19.075384, n = 54)$$

$$Y = \text{อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืน}$$

$$X_1 = \text{อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารชนิด At Call}$$

จากความสัมพันธ์ข้างต้นแสดงว่า อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืน (Y) และอัตราดอกเบี้ย At Call ( $X_1$ ) เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน ด้วยค่า ความลาดชัน (Slope) ที่เป็นบวก<sup>1</sup> และเมื่ออัตราดอกเบี้ย At Call เปลี่ยนแปลงไป 1% จะทำให้อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนเปลี่ยนแปลงไป 1.09% และจากค่า  $R^2 = 0.87497$  แสดงให้เห็นว่า จากรูปแบบความสัมพันธ์ข้างต้น ตัวแปร  $X_1$  สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปร Y ได้ 87.49%

สาเหตุที่อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารชนิด At Call ในระดับสูง เพราะทั้งตลาดซื้อคืน (Repurchase) และตลาด Interbank มีลักษณะที่ใกล้เคียงกันมากจนแทบจะเป็นตลาดเดียวกัน คือเป็นตลาดเงินระยะสั้นสำหรับสถาบันการเงินในการปรับสภาพคล่องส่วนเกินส่วนขาดที่มีลักษณะพึ่งพาอาศัยซึ่งกันและกัน โดยเมื่อสถาบันการเงินใดขาดเงินก็จะกู้ยืมในตลาดใดตลาดหนึ่งก่อน ซึ่งเมื่อไม่ได้สิ่งนี้จะไปอีกตลาดหนึ่งแทน

---

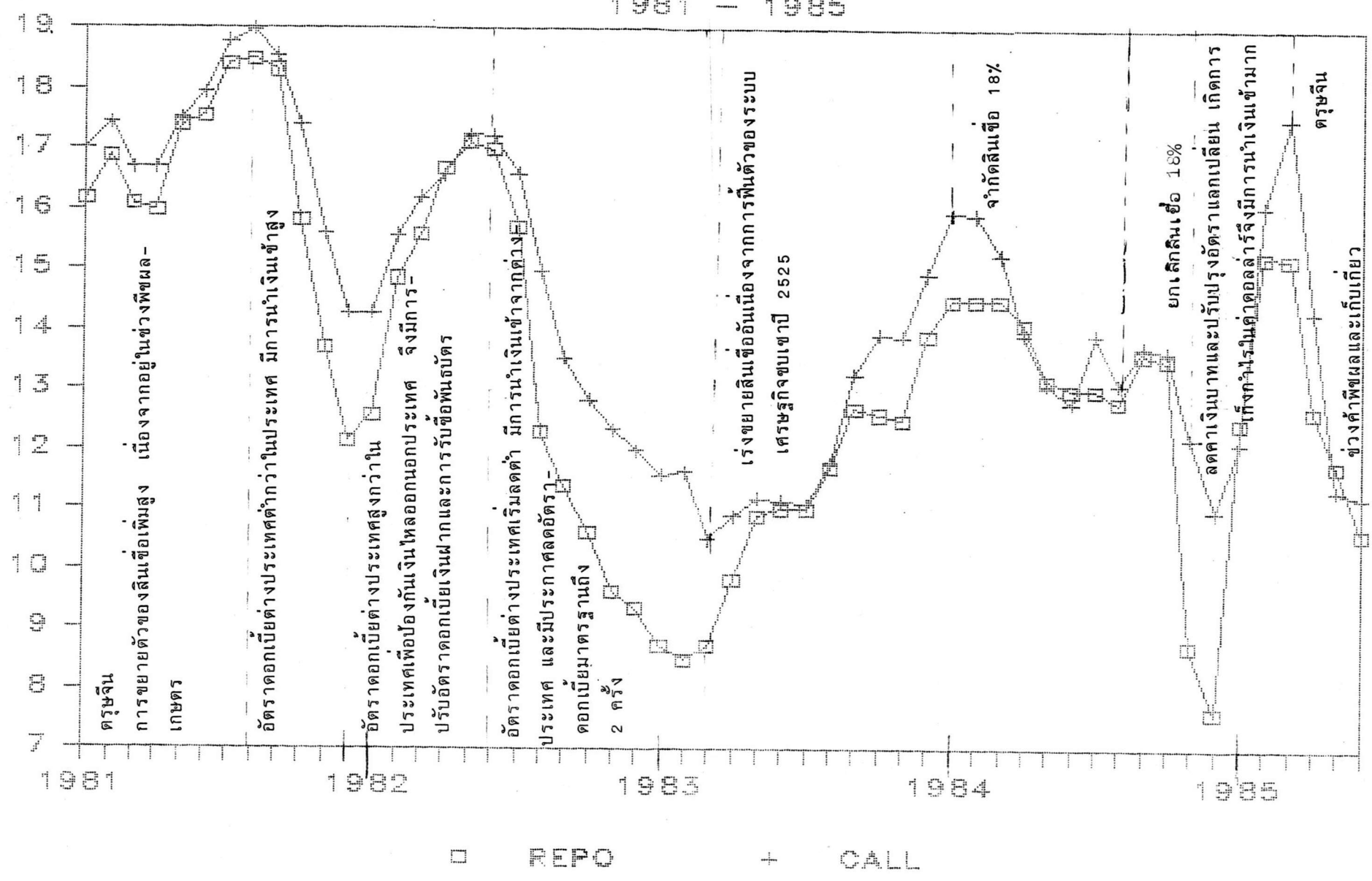
<sup>1</sup> ดูการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยทั้งสองได้จากกราฟแสดงการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยทั้ง 2 ประกอบในหน้า 62



กราฟแสดงการเคลื่อนไหวสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนกับอัตราดอกเบี้ย At Call ตั้งแต่ปี 2524 - มิถุนายน 2528

# REPO - AT CALL

1981 - 1985



จากรูปกราฟแสดงความสัมพันธ์ของอัตรา Repo-At Call จะเห็นถึงการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในทิศทางเดียวกันควบคุมมาตลอด โดยจะปรับตัวขึ้นลงตามสภาพคล่องของระบบการเงิน ซึ่งเกิดจากปัจจัยต่าง ๆ ที่มากระทบ (ดังแสดงรายละเอียดกำกับในรูปกราฟเพื่อให้เห็นการปรับตัวอย่างชัดเจน) อย่างไรก็ตามจากภาพมีข้อน่าสังเกตดังนี้

1. ในช่วงระหว่างไตรมาสที่ 1 - 2 ของทุกปี อัตราดอกเบี้ยทั้งสองจะเคลื่อนไหวโดยมีแนวโน้มสูงชัน เพราะเป็นช่วงรับซื้อพืชผลเกษตร ทำให้ในช่วงนี้อัตราดอกเบี้ยซื้อคืน และอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารอยู่ในระดับเดียวกัน (ไม่มีความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยทั้งสอง) ซึ่งอาจเป็นเพราะการแทรกแซงของธนาคารแห่งประเทศไทยจะไม่ให้อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับที่สูงจนเกิดผลกระทบต่อ การรับซื้อพืชผล

2. ในช่วงกลางไตรมาสที่ 2 ของปี 2527 อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนเคลื่อนไหวในระดับที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคาร ทั้งนี้เนื่องจากมาตรการจำกัดสินเชื่อ 18% ในช่วงนั้น ทำให้ความต้องการกู้เงินในตลาดระหว่างธนาคารลดน้อยลง เพราะสภาพคล่องของระบบการเงินอยู่ในระดับสูง

## 2. ความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนกับอัตราซื้อขายล่วงหน้า (FORWARD RATE)

จากผลการศึกษาพบว่าอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนกับอัตรา FORWARD RATE (FWD) มีการเคลื่อนไหวสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีรูปแบบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงดังนี้

$$Y = 0.72X_2 + 10.77$$

$$(R^2 = .190775, \quad t = 3.5012885, \quad n = 54)$$

Y แทน อัตราดอกเบี้ยซื้อคืน

$X_2$  แทน อัตราซื้อขายล่วงหน้า

จากความสัมพันธ์ข้างต้นแสดงว่า อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืน (Y) และอัตรา FORWARD RATE ( $X_2$ ) เปลี่ยนไปในทิศทางเดียวกัน ด้วยค่า ความลาดชัน ที่เป็นบวก<sup>1</sup> และเมื่ออัตรา

<sup>1</sup> ดูกราฟแสดงการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยทั้งสองประกอบจากหน้า 65

FORWARD RATE เปลี่ยนแปลงไป 1% จะทำให้อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนเปลี่ยนแปลงไป 0.72% และจากค่า  $R^2 = 0.190776$  แสดงให้เห็นว่าจากรูปแบบความสัมพันธ์อย่างตัน ตัวแปร  $X_2$  สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปร  $Y$  ได้ 19.07%

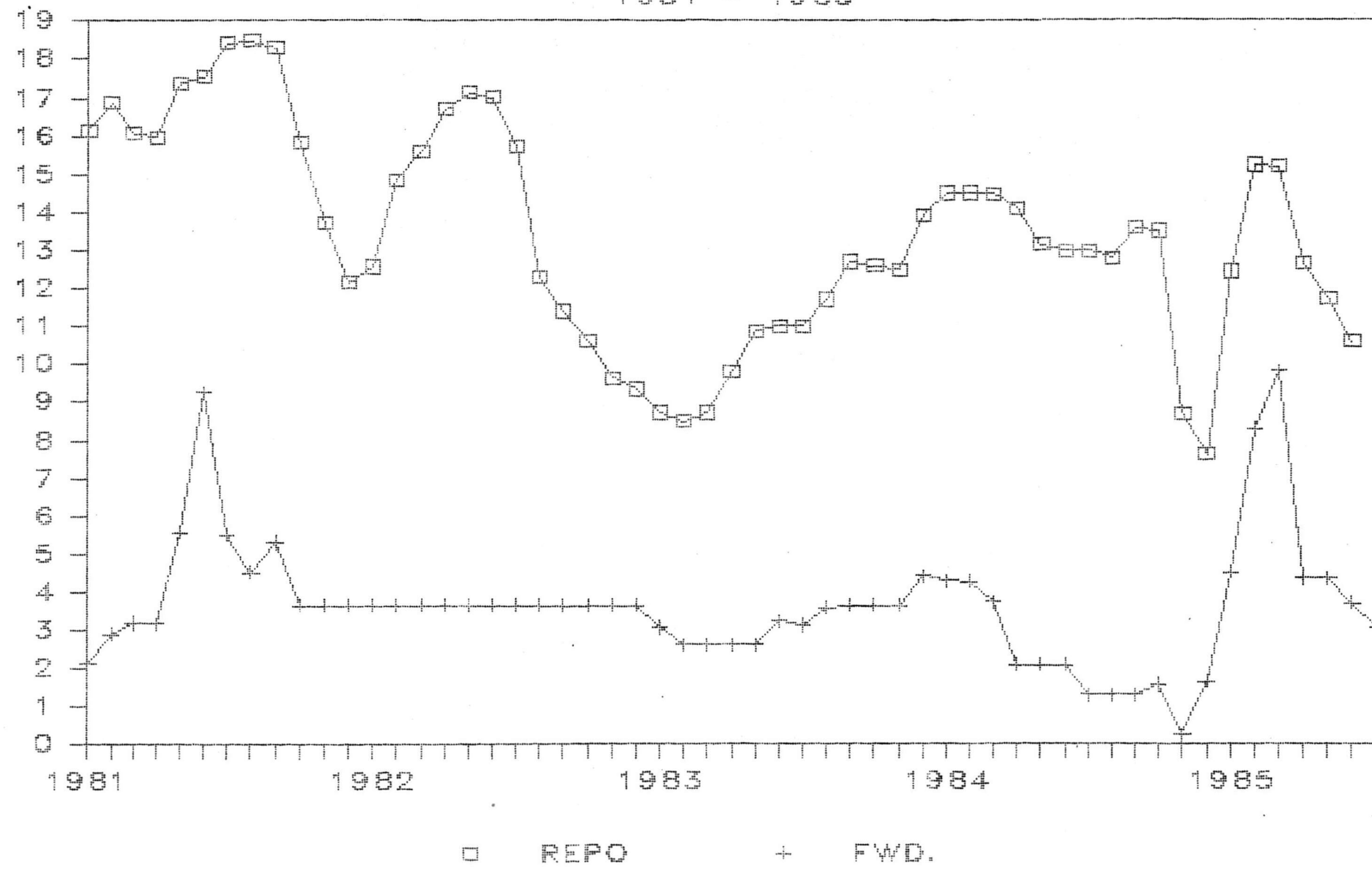
จากค่าความสัมพันธ์ที่ค่อนข้างต่ำ และรูปภาพแสดงความสัมพันธ์ จะเห็นได้อย่างชัดเจนว่า อัตราดอกเบี้ยทั้งสอง เคลื่อนไหวอย่างไม่ค่อยสอดคล้องกันนักในช่วงปี 2524-2525 โดยเฉพาะในปี 2525 ขณะที่อัตราดอกเบี้ยซื้อคืน เคลื่อนไหวขึ้นลงนับแต่ต้นปีถึงปลายปีตามภาวะสภาพคล่องทางการเงิน แต่อัตรา FORWARD RATE กลับคงที่ตั้งแต่ตุลาคมปี 2524 เป็นต้นมา ทั้งนี้ เพราะทางการ ได้มีการปรับค่าเงินบาท 2 ครั้งในช่วงปีนั้น คือ ครั้งแรกเมื่อวันที่ 12 พฤษภาคม เป็น 21.0 บาท ต่อดอลลาร์ แต่เนื่องจากค่าดอลลาร์สหรัฐในต่างประเทศยังคงสูงขึ้น ทำให้ทุนรักษาระดับฯ ต้องขายเงินดอลลาร์สหรัฐมากกว่าปกติ และเพื่อรักษาเสถียรภาพทางการเงิน ทางการจึงได้ปรับค่าเงินบาทใหม่เป็น 23.0 บาทต่อดอลลาร์ ตั้งแต่วันที่ 15 ต.ค. เป็นต้นมา ด้วยเหตุนี้ จึงทำให้เกิดความมั่นใจต่อดอลลาร์มาก ส่งผลให้อัตราความเสี่ยงในการซื้อขายดอลลาร์ล่วงหน้า (FORWARD PREMIUM) ไม่เปลี่ยนแปลง ประกอบกับในปลายปี 2524 ทางการได้กำหนด Swap Arrangement ว่าถ้าใครกู้เงินระยะสั้นไม่เกิน 3 เดือนจากต่างประเทศแล้วไปจดทะเบียนกับธนาคารแห่งประเทศไทยแล้ว จะสามารถขายคืนในอัตรานี้ เพื่อจูงใจให้มีการกู้เงินจากต่างประเทศ ทำให้ค่า FORWARD PREMIUM ลดต่ำลงและคงที่ตลอดปี จึงทำให้ในปีนี้ไม่สามารถหาค่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราทั้งสอง ได้ อย่างไรก็ตามนับแต่ปี 2526 เป็นต้นมา ความไม่แน่นอนในค่าดอลลาร์ในประเทศเริ่มมีมากขึ้น มีการคาดการณ์ในการลดค่าเงินบาทอีกเป็นระยะ ๆ ทำให้อัตราการซื้อขายล่วงหน้าเปลี่ยนแปลงเคลื่อนไหวอีกครั้ง ซึ่งนับแต่ครั้งนั้นการปรับตัวเคลื่อนไหวของค่าความเสี่ยงในการซื้อขายล่วงหน้าจึงมีผลต่อการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยอื่น เช่น Repurchase เป็นต้น ทั้งนี้ เพราะอัตราซื้อขายล่วงหน้า (FORWARD RATE) เป็นตัวสะท้อนให้เห็นถึงการคาดคะเนถึงค่าดอลลาร์ในอนาคต ซึ่งการเปลี่ยนแปลงค่าเงินดอลลาร์สหรัฐมีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศอย่างมาก คือ ถ้าค่าเงินดอลลาร์สูงขึ้น อัตราดอกเบี้ยก็จะสูงขึ้นด้วย

สำหรับประเทศไทย การเปลี่ยนแปลงในค่า FORWARD RATE มีผลต่อปริมาณการนำเงินเข้าประเทศกล่าวคือ ถ้าค่า FORWARD RATE สูงขึ้น เมื่อรวมกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ต่างประเทศ เช่น LIBOR หรือ SIBOR แล้ว ทำให้ต้นทุนการนำเงินเข้ารวม (all in cost) สูงขึ้นมากกว่า

กราฟแสดงการเคลื่อนไหวสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนกับอัตรา FORWARD ตั้งแต่ 1981-มิย.1985

## REPO - FORWARD

1981 - 1985



ต้นทุนการกู้ภายในประเทศแล้ว ก็จะทำให้เกิดการกู้เงินในประเทศมากขึ้น เมื่อความต้องการมากขึ้นอัตราดอกเบี้ยตลาดเงินก็ต้องเพิ่มตาม ปริมาณเงินในระบบก็จะลดน้อยลง เกิดภาวะเงินตึงตัวส่งผลให้ต้องมีการปรับปรุงในอัตราดอกเบี้ยตลาดเงินเชื่อและตลาดทุนตามลำดับ ดังนั้น อัตรา FORWARD RATE จึงมีความสัมพันธ์กับอัตราอื่น

จากการคำนวณและรูปกราฟ จะเห็นได้ว่า ตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน 2527 จนถึง มิถุนายน 2528 การเคลื่อนไหวของอัตราทั้งสองนี้มีความสอดคล้องกันอย่างมาก ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากการลดค่าเงินบาทและการปรับปรุงอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราในประเทศ เมื่อวันที่ 2 พฤศจิกายน 2527 และเมื่อนำอัตราดอกเบี้ยทั้งสองมาหาความสัมพันธ์จะพบระดับความสัมพันธ์ของอัตราทั้งสองสูงถึง 0.9404 (Correlation Coefficient = 0.94038) (ผลการศึกษาอยู่ภาคผนวก)

โดยสรุปแล้ว อัตรา FORWARD RATE มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยซื้อคืน ทั้งนี้เพราะ FORWARD RATE มีผลต่อต้นทุนการนำเงินเข้ารวม (Allin Cost) ซึ่งถ้าต้นทุนนี้สูงขึ้น ความต้องการนำเงินเข้าประเทศก็จะค่อย ๆ ลดลง หันมาใช้เงินในประเทศแทน ทำให้ปริมาณเงินในระบบขาดแคลน (Short) ลง เมื่อความต้องการใช้เงินในประเทศเพิ่มสูงขึ้น อัตราดอกเบี้ยตลาดเงินซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของสถาบันการเงินก็จะเพิ่มสูงขึ้น จนในที่สุดอัตราดอกเบี้ยตลาดเงินเชื่อและตลาดทุนต้องปรับตัวตาม ในทำนองเดียวกัน ถ้าอัตรา FORWARD RATE มีค่าลดลงส่งผลให้ต้นทุนการนำเงินเข้ารวมลดลง ซึ่งถ้าหากต้นทุนการนำเงินเข้าน้อยกว่าต้นทุนการกู้ภายในประเทศก็就会有การนำเงินต่างประเทศมาก ปริมาณเงินในระบบสูงขึ้น สภาพคล่องสูง อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศชนิดต่าง ๆ ก็จะลดต่ำลง อย่างไรก็ตามความสัมพันธ์ของอัตราทั้งสองอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำอันเนื่องมาจากค่า FORWARD RATE ในประเทศไทยไม่ค่อยมีการปรับตัวเท่าไรนักจนกระทั่งมีการปรับปรุงอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเมื่อปี 2527

### 3. ความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนกับอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารในตลาดลอนดอน (LIBOR)

จากผลการศึกษาพบว่า อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมีการเคลื่อนไหวสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารในตลาดลอนดอน (LIBOR) โดยมีรูปแบบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรง ดังนี้

$$Y = 0.67X_3 + 5.34$$

$$(R^2 = 0.635530, \quad t = 9.5222410, \quad n = 54)$$

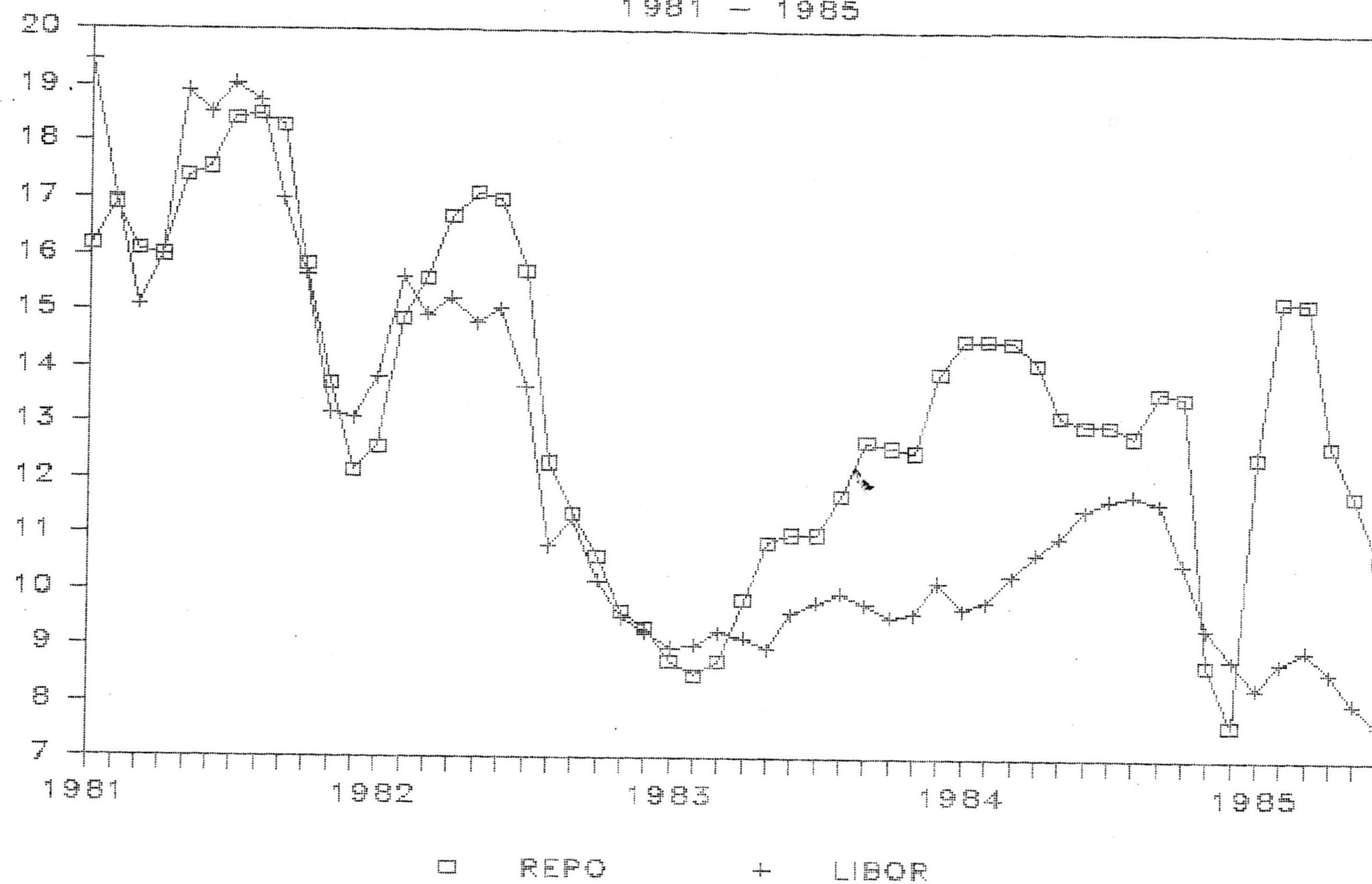
Y แทน อัตราดอกเบี้ยซื้อคืน

$X_3$  แทน อัตราดอกเบี้ย LIBOR

กราฟแสดงการเคลื่อนไหวสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนกับอัตรา LIBOR ตั้งแต่ 1981-ม.ย.1985

## REPO - LIBOR

1981 - 1985



จากความสัมพันธ์ข้างต้น แสดงว่า อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืน (Y) และอัตราดอกเบี้ย LIBOR ( $X_3$ ) เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน ด้วยค่า ความลาดชัน (Slope) ที่เป็นบวก<sup>1</sup> และเมื่ออัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนเปลี่ยนแปลงไป 1% จะทำให้อัตราดอกเบี้ย LIBOR เปลี่ยนแปลงไป 0.67% และจากค่า  $R^2 = 0.635530$  แสดงให้เห็นว่ารูปแบบความสัมพันธ์ข้างต้นตัวแปร  $X_3$  สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปร Y ได้ 63.55% และเมื่อพิจารณาค่าความสัมพันธ์และรูปภาพแสดงความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยทั้งสอง (หน้า 67) จะเห็นโดยชัดเจนว่า อัตราดอกเบี้ยทั้งสองมีความสัมพันธ์กัน คือ เมื่ออัตราดอกเบี้ยหนึ่งเคลื่อนสูงขึ้น อัตราดอกเบี้ยอีกตัวหนึ่ง จะเคลื่อนตาม (ยกเว้นในปี 2527)

สาเหตุที่อัตราดอกเบี้ย LIBOR กับอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนมีความสัมพันธ์กัน ทั้งนี้ เพราะการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ย LIBOR มีผลต่อการเคลื่อนย้ายปริมาณเงินในประเทศ กล่าวคือ ถ้าหากอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ เช่น LIBOR สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศ จะทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนภายในประเทศไปสู่ต่างประเทศ เพราะได้อัตราผลตอบแทนสูงกว่า หรือทำการกู้เงินภายในประเทศไปชำระหนี้ต่างประเทศ ทำให้ปริมาณเงินในระบบลดลง ขณะที่ความต้องการยังคงมีอยู่ จะผลักดันให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศต้องเคลื่อนไหวสูงขึ้นตามด้วย แต่ถ้าอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศต่ำกว่าในประเทศ ก็จะมีการกู้เงินจากต่างประเทศเข้ามาในประเทศ จนทำให้ปริมาณเงินในระบบสูงเกินไป ความต้องการเงินน้อยกว่าปริมาณเงินในระบบ อัตราดอกเบี้ยต่าง ๆ ก็จะลดลงตาม และเนื่องจากอัตราดอกเบี้ย Repurchase เป็นอัตราดอกเบี้ยที่สำคัญตัวหนึ่งในตลาดเงินของเรา ดังนั้น ค่าความสัมพันธ์ของอัตราทั้งสองขึ้นอยู่กับระดับที่ค่อนข้างสูง เกือบทุกปี ยกเว้นในปี 2527 ที่ความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยทั้งสองนี้มีค่าเพียงค่อนข้างต่ำ ทั้งนี้ เพราะในช่วง 3 ไตรมาสแรก ภาวะสภาพคล่องในเมืองไทยสูงมากอันเป็นผลจากมาตรการจำกัดสินเชื่อ 18% ทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินลดลง ขณะที่ในช่วง 2 ไตรมาสแรกของปี อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศมีแนวโน้มสูงขึ้น เพราะค่าเงินดอลลาร์สูงขึ้น เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจของอเมริกาขยายตัวในระดับสูง ความต้องการสินเชื่อเพิ่มสูงขึ้น ทำให้อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศสูงขึ้น แต่พอมาถึงครึ่งหลังของปี

<sup>1</sup> ดูกราฟแสดงการเคลื่อนไหวสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยทั้งสองในหน้า 67 ประกอบ

สภาพเศรษฐกิจของสหรัฐชะลอตัวลงจนต้องปรับดอกเบี้ยลง แต่ค่าเงินดอลลาร์ยังคงได้รับความเชื่อถือจากนักลงทุน เมื่อเทียบกับเมืองไทยครึ่งหลังของปี ทางการไต่ยกเลิกมาตรการจำกัดสินเชื่อ 18% ทำให้สภาพคล่องลดลงเล็กน้อยไม่มากนักเนื่องจากเอกชนได้ทดแทนความต้องการสินเชื่อด้วยการกู้ต่างประเทศ เพราะในช่วงนี้อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศลดต่ำลง แต่อัตราดอกเบี้ยในประเทศยังคงอยู่ในระดับสูง ยิ่งมีการปรับปรุงอัตราแลกเปลี่ยนฯ และลดค่าเงินบาท เมื่อเดือนพฤศจิกายน 2527 ทำให้เกิดการคาดการณ์เกี่ยวกับค่าเงินบาท ทำให้เอกชนเร่งนำเงินเข้าเป็นจำนวนมากส่งผลทำให้สภาพคล่องของระบบธนาคารพาณิชย์สูงขึ้นตลอดเดือนพฤศจิกายน-ธันวาคม ทำให้อัตราดอกเบี้ยตลาดเงินในประเทศ เช่น Repurchase ต้องลดตัวอย่างรวดเร็วจนถึงจุดต่ำสุด ซึ่งในช่วงหลังนี้ อัตราดอกเบี้ยทั้งสองก็กลับมามีความสัมพันธ์กันเช่นเดิม

#### 4. ความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (PRIME RATE, MOR)

จากผลการศึกษาพบว่า อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนกับอัตราดอกเบี้ย PRIME RATE (MOR) มีการเคลื่อนไหวสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีรูปแบบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรง ดังนี้

$$Y = 2.89X_4 - 35.25$$

$$(R^2 = 0.409146, \quad t = 6.0006880, \quad n = 54)$$

Y แทน อัตราดอกเบี้ยซื้อคืน

$X_4$  แทน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (PRIME RATE, MOR)

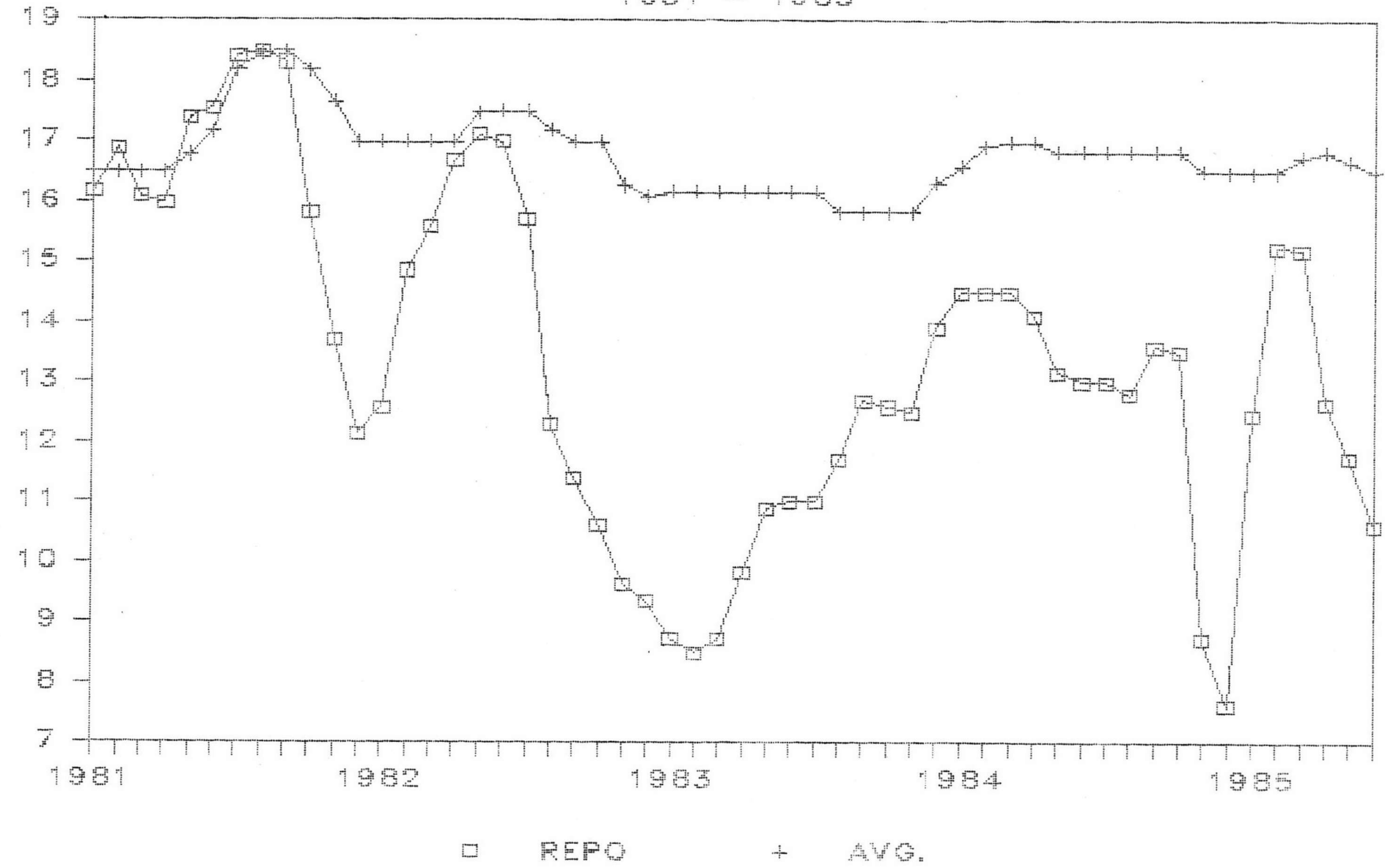
จากความสัมพันธ์ข้างต้น แสดงว่า อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืน (Y) กับอัตราดอกเบี้ย PRIME RATE (MOR) ( $X_4$ ) เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน ด้วยค่าความลาดชัน ที่เป็นบวก<sup>1</sup> และเมื่ออัตราดอกเบี้ย PRIME RATE (MOR) เปลี่ยนแปลงไป 1% จะทำให้อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนเปลี่ยนแปลงไป 2.89% และจากค่า  $R^2 = 0.409146$  แสดงให้เห็นว่าจากรูปแบบความสัมพันธ์ข้างต้น ตัวแปร  $X_4$  สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปร Y ได้ 40.91%

<sup>1</sup> ดูกราฟแสดงความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยทั้งสองจากหน้า 70 ประกอบ



กราฟแสดงการเคลื่อนไหวสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนกับอัตรา PRIME RATE ( MOR ) ตั้งแต่ 1981-มีย.1985

### REPO - AVG. 1981 - 1985



ถึงแม้ว่าในช่วงระหว่างปี 2524-มิ.ย. 2528 อัตราดอกเบี้ยทั้งสองจะเคลื่อนไหวสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญก็ตาม แต่ก็มีค่าความสัมพันธ์ไม่สูงนัก ทั้งนี้อาจเป็นเพราะลักษณะโดยธรรมชาติของอัตราดอกเบี้ยเอง กล่าวคือ อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนเป็นอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน ขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (Prime Rate, MOR) เป็นอัตราดอกเบี้ยในตลาดสินเชื่อ หรืออาจกล่าวได้ว่าอัตราดอกเบี้ยทั้งสองเป็นอัตราดอกเบี้ยคนละตลาดกัน ซึ่งโดยปกติแล้ว อัตราดอกเบี้ยในตลาดสินเชื่อจะปรับตัวหลังจากอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินได้ปรับตัวถึงจุดหนึ่ง และมักจะไมปรับตัวอย่างครั้งนัก เพราะมีผลกระทบต่อธนาคารพาณิชย์และผู้ที่เกี่ยวข้อง เช่น ผู้ประกอบการกับนโยบายการเงินของประเทศไทยที่ได้มีการกำหนดเพดาน (Ceiling) ของอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมไว้ เพื่อป้องกันมิให้มีการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมสูงนัก อันจะเป็นผลร้ายต่อการพัฒนาการลงทุนในประเทศ

เมื่อพิจารณาถึงลักษณะความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยทั้งสอง และรูปภาพแสดงความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยทั้งสอง สามารถสรุปได้ว่า โดยส่วนใหญ่อัตราดอกเบี้ยทั้งสองจะปรับตัวเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกัน แต่ไม่ใกล้เคียงนัก ยกเว้นในปี 2526 ที่อัตราดอกเบี้ยทั้งสองมีการเคลื่อนไหวในทิศทางตรงข้ามกัน สาเหตุที่เป็นเช่นนี้ เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยทั้งสองเป็นอัตราดอกเบี้ยต่างตลาดกัน จึงทำให้ปัจจัยที่มีผลต่อการเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยทั้งสองต่างกัน ทั้งนี้เพราะทางการต้องการกระตุ้นเศรษฐกิจให้พ้นจากภาวะชบเขาส่งลดอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ในเดือนมีนาคม 2526 นอกจากนั้นธนาคารพาณิชย์เองก็ขวนขวายปล่อนสินเชื่อเพื่อเสริมสภาพคล่องที่เกิดจากภาวะชบเข่าในปีก่อน การขยายสินเชื่อในอัตราสูงของธนาคารพาณิชย์ในปี 2526 (ร้อยละ 33 เทียบกับร้อยละ 18 ในปีก่อน) ทำให้สภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ตึงตัวขึ้นมาก อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินทั่วไป เช่น ตลาดซื้อคืนและตลาดเงินกู้ระหว่างธนาคารจึงสูงขึ้น

##### 5. ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนกับอัตราดอกเบี้ย LIBOR + FORWARD RATE

เนื่องจาก LIBOR + FORWARD RATE เป็นต้นทุนการนำเงินเข้าประเทศ (สมมติว่าไม่มีการเก็บภาษีนำเงินเข้าประเทศ) ซึ่งมีผลต่อการตัดสินใจ นำเงินเข้าประเทศ (เพราะหากอัตรา FORWARD + LIBOR ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินจะส่งผลให้มีการนำเงินเข้าประเทศ) อันจะทำให้ปริมาณเงินในระบบเพิ่มขึ้น ส่งผลต่อการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยในประเทศ

ฉะนั้น ต่อไปนี้จะเป็นการทดสอบทางสถิติว่า "อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมีความสัมพันธ์กับอัตรา LIBOR + FORWARD RATE" จริงหรือไม่

สมมติฐานที่ใช้ในการศึกษา

$H_0$  : อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนไม่มีความสัมพันธ์กับอัตรา LIBOR + FORWARD

$H_1$  : อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมีความสัมพันธ์กับอัตรา LIBOR + FORWARD

ผลการศึกษา.

จากการคำนวณ หาค่า Correlation Coefficient (r) และการวิเคราะห์เชิงถดถอย<sup>1</sup> ของอัตราดอกเบี้ยทั้งสองตั้งแต่ปี 2524-มิ.ย. 2528 พบว่า อัตราดอกเบี้ยทั้งสองมีค่า  $r = 0.8504$ ,  $t = 11.6569$  และมีรูปแบบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงดังนี้

$$Y = 0.60 X_5 + 4.06$$

$$(R^2 = 0.723233, t = 11.656928 \quad N = 54)$$

จากรูปแบบความสัมพันธ์ข้างต้น แสดงว่า อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืน(y)และอัตราดอกเบี้ย LIBOR + FORWARD RATE ( $X_5$ ) เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน ด้วยค่าความลาดชันที่เป็นบวก และเมื่อ LIBOR + FORWARD เปลี่ยนแปลง 1% จะทำให้อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนเปลี่ยนแปลงไป 0.60% และจากค่า  $R^2 = 0.723233$  แสดงให้เห็นว่า จากรูปแบบความสัมพันธ์ข้างต้น ตัวแปร  $X_5$  สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปร Y ได้ 72.32%

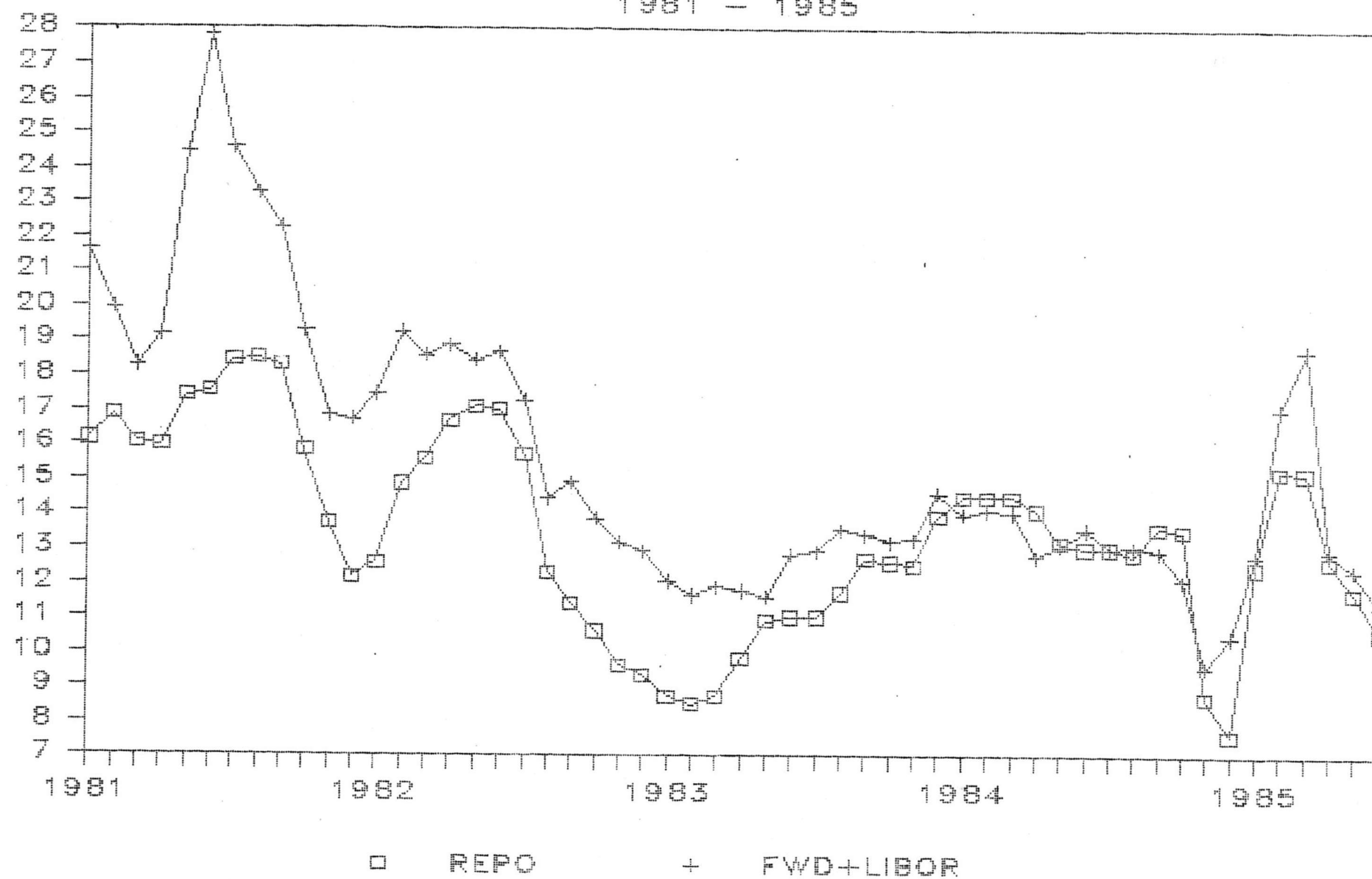
เนื่องจากค่า t ที่คำนวณได้มีค่า 11.6569 เมื่อเทียบกับค่าวิกฤต ( $\alpha = .05$  df = 52 t-Statistic =  $\pm 2.0084$ ) มีค่าสูงกว่า ตกอยู่ใน Critical Region ดังนั้นจึง Reject  $H_0$  และ Accept  $H_1$  นั่นคือ อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ย LIBOR + FORWARD อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติจริง

<sup>1</sup> ผลการคำนวณแสดงในภาคผนวก

กราฟแสดงการเคลื่อนไหวสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนกับอัตรา FORWARD & LIBOR ตั้งแต่ 1981-มีย.1985

## REPO - FWD+LIBOR

1981 - 1985



จากค่า  $R^2$  ของอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนกับอัตรา LIBOR + FORWARD ที่สูงถึง 0.723233 เมื่อเทียบกับ  $R^2$  ของอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนกับ FORWARD หรืออัตราดอกเบี้ยซื้อคืนกับ LIBOR โดยค่าฟังก์ชันมีค่า 0.190775 กับ 0.535530 ตามลำดับ จะเห็นว่า  $R^2$  ของอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนกับอัตรา LIBOR + FORWARD สูงกว่านั้นย่อมแสดงให้เห็นว่า อัตรา LIBOR + FORWARD มีความสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมากกว่าอัตรา LIBOR หรือ FORWARD ตัวใดตัวหนึ่ง

สาเหตุที่อัตรา LIBOR + FORWARD มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนในระดับที่สูงกว่าทั้งนี้เพราะผลรวมของ LIBOR + FORWARD ก็คือ ต้นทุนของการนำเงินเข้านั่นเอง ซึ่งต้นทุนของการนำเงินเข้านี้มีผลต่อการตัดสินใจนำเงินเข้าประเทศ โดยตรงมิใช่เป็นเพียงปัจจัยใดปัจจัยหนึ่งของต้นทุนการนำเงินเข้า เช่น LIBOR หรือ FORWARD เท่านั้น