

บทที่ 2

การดำเนินนโยบายการเงินกับความผันผวนในระบบการเงินไทย

ในบทนี้จะกล่าวถึง การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยในช่วงก่อนและหลังการเปิดเสรีทางการเงิน เพื่อความเข้าใจเป้าหมายของการดำเนินนโยบายการเงิน รวมทั้งการสรุปมาตรการที่สำคัญในการดำเนินนโยบายเปิดเสรีทางการเงิน และในส่วนท้ายของบทนี้จะเป็นการศึกษาถึงสาเหตุของความผันผวนในระบบการเงินไทยหลังจากการเปิดเสรีทางการเงิน และความเคลื่อนไหวของดัชนีทางการเงินโดยเฉพาะความผันผวนในปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยในประเทศ เพื่อเป็นแนวทางในการทำความเข้าใจในผลการศึกษาเชิงปริมาณของผลกระทบจากความผันผวนทางการเงินที่มีต่อผลการดำเนินงานทางเศรษฐกิจ ในบทที่ 4 ต่อไป

2.1 การดำเนินนโยบายการเงินในประเทศไทย

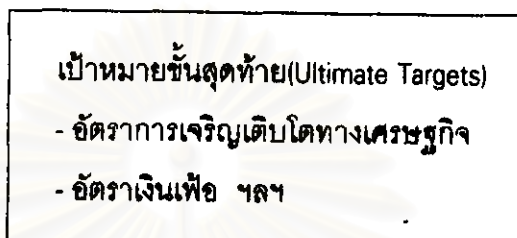
เป้าหมายของการดำเนินนโยบายการเงิน

นโยบายการเงินเป็นนโยบายที่ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้ในการควบคุมเศรษฐกิจ โดยอาศัยเครื่องมือทางการเงินเพื่อให้บรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจ ซึ่งการดำเนินนโยบายการเงินนั้นทางการจะต้องพิจารณาปัจจัยแวดล้อม เครื่องมือทางการเงิน และเป้าหมายทางการเงินให้สอดคล้องกับเป้าหมายทางเศรษฐกิจโดยรวม

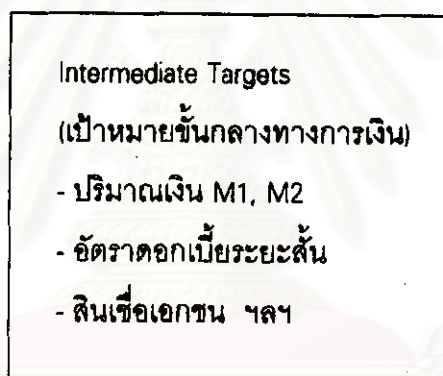
การดำเนินนโยบายการเงินโดยทั่วไปประกอบด้วย 3 ขั้นตอนด้วยกันคือ การกำหนดเป้าหมายทางเศรษฐกิจ(Ultimate Targets) การกำหนดเป้าหมายทางการเงินให้สอดคล้องกับเป้าหมายทางเศรษฐกิจ (Intermediate Targets) และการใช้เครื่องมือทางการเงินเพื่อควบคุมให้เป้าหมายทางการเงินเป็นไปตามที่กำหนด(operating targets) เป้าหมายสูงสุดทางเศรษฐกิจของการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย คือ การรักษาเสถียรภาพทั้งภายในและภายนอกประเทศ เพื่อสามารถทำให้ภาวะเศรษฐกิจของประเทศมีการขยายตัวอย่างเหมาะสมและมีเสถียรภาพ โดยมีความเชื่ออยู่ว่า

¹ รังสรรค์ หทัยเสรี. ความสัมพันธ์ระหว่างเป้าหมายทางการเงินและเป้าหมายทางเศรษฐกิจที่แท้จริง : นัยต่อการบริหารนโยบายการเงินไทยในยุคกระแสโลกาภิวัตน์ทางการเงิน. วารสารบริหารธุรกิจ. 72(ต.ค.-ธ.ค.

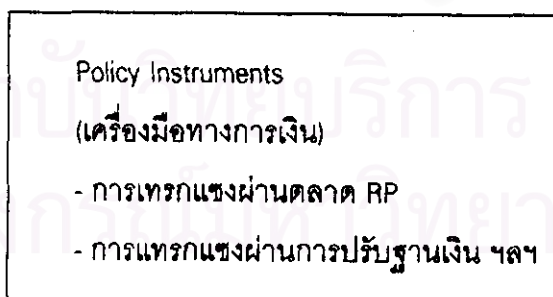
รูปที่ 2.1
ขั้นตอนการส่งผลของนโยบายการเงิน
(Monetary Transmission Mechanism)



Indicator Quality (Stability, Predictability)



Controllability



ถ้าสามารถควบคุมเป้าหมายทางการเงินให้ขยายตัวในอัตราที่เหมาะสมก็จะสามารถทำให้สภาวะทางเศรษฐกิจของประเทศมีเสถียรภาพ และนอกจากนั้นยังสามารถทำให้ระบบเศรษฐกิจขยายตัวในขนาด และทิศทางที่กำหนดได้ ดังนั้นในการดำเนินนโยบายการเงินกับเป้าหมายทางการเงินใดๆ เช่น ปริมาณเงิน อัตราดอกเบี้ย ปริมาณสินเชื่อ หรือเป้าหมายทางการเงินอื่นๆ จะต้องมีความสัมพันธ์กับเป้าหมายทางเศรษฐกิจอย่างใกล้ชิด และในการเลือกว่าจะใช้เป้าหมายทางการเงินใดที่น่าจะเป็นเป้าหมายที่เหมาะสมนั้นมีหลักเกณฑ์ที่สำคัญดังนี้

1. เป้าหมายทางการเงินจะต้องมีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับเป้าหมายทางเศรษฐกิจ นั่นคือ ถ้าเป้าหมายทางการเงินเปลี่ยนแปลง เป้าหมายทางเศรษฐกิจก็จะต้องเปลี่ยนแปลงตามและการเปลี่ยนแปลงนี้จะต้องเป็นการเปลี่ยนแปลงที่มีเสถียรภาพ
2. เป้าหมายทางการเงินจะต้องสามารถควบคุมได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ก่อนที่ประเทศไทยจะใช้นโยบายการเปิดเสรีการเงินนั้นได้เคยใช้นโยบายการเงินแบบกดดัน(repressed policy) ซึ่งเป็นมาตรการควบคุมทางตรง(Direct Control)ต่อเป้าหมายทางการเงินเช่น การควบคุมอัตราดอกเบี้ย การควบคุมสินเชื่อ ตลอดจนการควบคุมการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ โดยมีวัตถุประสงค์ในการแทรกแซงตลาดเพื่อจุดมุ่งหมายสำคัญ 3 ประการคือ

1. เพื่อให้มีเงินทุนเพียงพอในการสนับสนุนโครงการพัฒนาต่างๆของรัฐบาล
2. เพื่อให้มีผลโดยตรงในการจัดสรรทรัพยากรทางการเงินไปยังส่วนต่างๆในระบบเศรษฐกิจเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อสังคม แม้จะไม่ใช่ไปตามกลไกตลาด
3. เพื่อป้องกันการแข่งขันที่รุนแรงเกินไปจนอาจกระทบต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ

แต่สิ่งเหล่านี้จะเป็นจริงได้ในประเทศที่ขาดแคลนเงินทุนและระบบภาษียังไม่พัฒนา รูปแบบการแทรกแซงของทางการนี้มีชื่อเรียกกันว่า "ระบบการเงินกดดัน" (financial repression) ซึ่งมีรูปแบบการปฏิบัติกันอยู่ 3 ประการคือ

1. การกำหนดอัตราเงินสตดสำรองให้มีเงินสำรองในอัตราสูง เพื่อเป็นการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากสถาบันการเงินเข้าสู่ธนาคารกลาง ภายใต้การบริหารของเจ้าหน้าที่ทางการเงินสามารถใช้เงินสำรองนี้เป็นงบประมาณของรัฐบาล และเงินสำรองนี้ไม่มีดอกเบี้ยจ่ายหรือจ่ายดอกเบี้ยในอัตราต่ำกว่าอัตราตลาดเงินสำรองนี้ได้กลายเป็นแหล่งเงินทุนราคาถูกลำหรับการกู้ยืมของรัฐบาล

2. การกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ย ถูกกำหนดจากกฎหมายไม่ได้มาจากกลไกของราคา อันเป็นแรงผลักดันจากตลาด อัตราดอกเบี้ยที่ถูกกำหนดจากทางการนั้น เกือบทุกประเภทจะต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยตลาด เพื่อผลในการกระตุ้นการลงทุนภายในประเทศ และเพดานอัตราดอกเบี้ย

เบียดนี้เป็นการสร้างภาพพจน์ของตัวแปรแวดล้อมทางการเงินให้คงที่ในระยะแรกๆ ของการพัฒนาประเทศรวมไปถึงประโยชน์ในการลดค่าใช้จ่ายของงบประมาณรัฐบาล เมื่อรัฐต้องกู้เงินจากธนาคารพาณิชย์นอกจากนี้สภาพของตลาดอยู่ในลักษณะที่มีผู้ร่วมอยู่น้อยราย ทำให้ไม่มีการแข่งขันเพียงพอทางการจึงเกรงว่าหากปล่อยให้ตามกลไกตลาดอัตราดอกเบี้ยจะถูกกำหนดโดยผู้นำตลาดเพียงไม่กี่ราย

3. การกำหนดสัดส่วนการให้สินเชื่อไปยังภาคเศรษฐกิจที่สำคัญภายใต้การชี้นำของรัฐบาลเพื่อให้การแทรกแซงทางการเงินสัมฤทธิ์ผล ระบบการเงินภายในประเทศจะต้องแยกจากกันกับตลาดเงินต่างประเทศ ดังนั้นประเทศที่มีระบบการเงินเข้มงวดจะถูกควบคุมในเรื่องการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ทำให้สถาบันการเงินไม่สามารถหาแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำในต่างประเทศมาปล่อยสินเชื่อได้ ในกรณีของประเทศไทยมีปัญหาของช่องว่างระหว่างการออมและการลงทุน(saving-investment gap) การควบคุมการเคลื่อนย้ายเงินทุนทำให้ความไม่เพียงพอของสินเชื่อเกิดขึ้น สถาบันการเงินจึงต้องทำการคัดเลือกลูกค้าโดยไม่สามารถใช้กลไกของราคา (credit rationing) ในการพิจารณาให้สินเชื่อเนื่องจากข้อจำกัดเรื่องอัตราดอกเบี้ยที่กล่าวมาแล้ว

ในปัจจุบันระบบเศรษฐกิจไทยมีระดับการเปิดประเทศมากขึ้น ดัชนีที่สำคัญทางการเงิน เช่น ปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยในประเทศจึงมีความอ่อนไหวต่อบัจจัยภายในและภายนอกประเทศมากขึ้นกว่าแต่ก่อน โดยเฉพาะบัจจัยภายนอกประเทศมีความสำคัญมากขึ้นตั้งแต่เริ่มมีการเปิดเสรีทางการเงินเมื่อปี พ.ศ. 2532 ทำให้โครงสร้างในระบบการเงินเปลี่ยนแปลงไปหลายอย่าง ดังนั้นการดำเนินนโยบายการเงินก็จะมีมากขึ้นอีกทั้งยังทำให้ประสิทธิภาพของนโยบายการเงินลดน้อยลงเนื่องจากความผันผวนที่เพิ่มมากขึ้นดังจะกล่าวไว้ในส่วนต่อไป

2.2 สรุปขั้นตอนการเปิดเสรีทางการเงิน

การดำเนินนโยบายการเงินโดยการควบคุมโดยตรง ได้ส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพการจัดสรรทรัพยากรทางการเงิน การดำเนินนโยบายแทรกแซงของทางการนั้น ไม่อาจให้ผลตามที่คาดการณ์ เนื่องจากโครงสร้างสถาบันการเงินมีคู่แข่งน้อยราย มักหาทางหลบเลี่ยงที่จะหาประโยชน์เกินปกติ รวมไปถึงผลกระทบจากการเจรจาทางการค้าและบริการรอบอุรุกวัย(The Uruguay Round Agreements) ของ GATT (The General Agreement on Tariffs and Trade) ที่กำหนดให้ประเทศสมาชิกดำเนินการเปิดเสรีทางการเงินโดยให้สถาบันการเงินต่างชาติเข้ามาแข่งขันได้อย่างเท่าเทียมกัน ดังนั้นเพื่อความเป็นที่ยอมรับโดยทั่วไปในสากล การดำเนินนโยบายการเงิน

เสรีจึงกลายเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับระบบเศรษฐกิจไทย โดยได้มีการดำเนินการเป็นขั้นตอนที่สำคัญ ดังนี้

ก). แผนพัฒนาระบบการเงินขั้นที่ 1 (พ.ศ.2533-2535)

1) การผ่อนคลายข้อจำกัดต่างๆอันเป็นอุปสรรคต่อการดำเนินธุรกิจของสถาบันการเงิน (Financial Deregulation)

1.1) การปล่อยเสรีอัตราดอกเบี้ย เริ่มจากการปล่อยเสรีอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำที่อายุเกินกว่า 1 ปี ในปี พ.ศ.2532 จนถึงการปล่อยเสรีอัตราดอกเบี้ยทุกประเภท รวมทั้งอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในวันที่ 1 มิถุนายน 2535

1.2) การผ่อนคลายการปริวรรตเงินตราต่างประเทศ

1.3) การผ่อนคลายการบริหารสินทรัพย์ของสถาบันการเงิน ลดการดำรงหลักทรัพย์ตามเงื่อนไขการเปิดสาขา จนกระทั่งประกาศยกเลิกการดำรงหลักทรัพย์ไปในวันที่ 1 มิถุนายน 2536

1.4) ขยายขอบเขตการประกอบธุรกิจของธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน และบริษัทหลักทรัพย์

1.5) อนุญาตให้ธนาคารประกอบกิจการวิเทศธนกิจ(BIBF)

1.6) การผ่อนคลายกฎเกณฑ์การเปิดสาขา และบริการเครื่อง ATM รวมทั้งสำนักงานแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ

2) การปรับปรุง การดูแล การกำกับ และการตรวจสอบสถาบันการเงิน

2.1) การปรับปรุงกฎเกณฑ์การดำรงค้ำเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงตามมาตรฐาน BIS (Bank for International Settlements) เมื่อวันที่ 1 มีนาคม 2536

2.2) การสนับสนุนให้สถาบันการเงินควบและรวมกิจการ

3) การพัฒนาตลาดทุนและตราสารทางการเงิน

3.1) การออกพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2535

3.2) การให้สถาบันการเงินออกบัตรเงินฝากชนิดเปลี่ยนมือได้(Negotiable Certificate of Deposit : NCD)

3.3) การพัฒนาตลาดแรกและตลาดรองของตลาดทุนและตลาดตราสารหนี้

- 3.4) การจัดเตรียมโครงสร้างพื้นฐานทางการเงินที่จำเป็น เช่น การจัดตั้งสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency) สถาบันประกันเงินฝาก และธนาคารเพื่อการส่งออกและการนำเข้า เป็นต้น
- 3.5) แผนการแยกบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ออกจากกัน เพื่อลดความเสี่ยงของผู้ฝากเงินในบริษัทเงินทุน
- 3.6) การปรับปรุงระบบการชำระเงินให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น
- 3.7) พัฒนาระบบหักบัญชีธนาคารด้วยระบบคอมพิวเตอร์
- 3.8) พัฒนาการโอนเงินผ่านระบบ Electronic Banking ให้กว้างขวางและรัดกุม
- 3.8) ส่งเสริม พัฒนา และคุ้มครองผู้บริโภคในการใช้บัตรเครดิต

ข) แผนพัฒนาระบบการเงินชั้นที่ 2 (พ.ศ. 2536-กุมภาพันธ์ 2538) ดำเนินมาตรการที่ต่อเนื่องจากแผนพัฒนาระบบการเงินชั้นที่ 1 และได้กำหนดมาตรการเพิ่มเติม คือ

- 1) การสนับสนุนการออมภายในประเทศโดยเฉพาะการออมแบบผูกพันธ์
- 2) การพัฒนาตราสารหนี้
- 3) การสนับสนุนการเปิดสาขาของสถาบันการเงินและขยายขอบเขตการดำเนินงานธุรกิจในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้
- 4) สนับสนุนให้ประเทศไทยเป็นศูนย์กลางการเงินในภูมิภาค

ค) แผนพัฒนาระบบการเงินชั้นที่ 3 (มีนาคม พ.ศ. 2538-2543) จะดำเนินการมาตรการที่ต่อเนื่องจากแผนพัฒนาระบบการเงินชั้นที่ 1 และ 2 แต่มีความชัดเจนขึ้น ทั้งนี้ได้กำหนดแนวทางด้านต่างๆ ไว้ 7 แนวทางคือ

1) ขยายขอบเขตการดำเนินงานของสถาบันการเงิน ซึ่งจะลดความแตกต่างของการทำธุรกิจของสถาบันการเงินต่างๆ เช่น อนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ ทำธุรกิจเกี่ยวกับวาณิชธนกิจ (Investment Banking) ได้

2) การพัฒนาโครงสร้างทางการเงินของประเทศ เพื่อให้ระบบการเงินของไทยมีองค์ประกอบของตลาดเงินครบถ้วน ทั้งในตลาดเงินและตลาดทุน เช่น การพัฒนาตราสารหนี้ในภาครัฐและเอกชน การสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง การจัดตั้งศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์และตลาดตราสารอนุพันธ์

3) การเสริมสร้างประสิทธิภาพการแข่งขันและการเปิดเสรีตลาดเงินไทย เพื่อลดการผูกขาด และทำให้ตลาดเงินมีความเชื่อมโยงกับตลาดต่างประเทศมากขึ้น เช่น อนุญาตให้มี

การเปิดธนาคารพาณิชย์รายใหม่ การยกระดับกิจการวิเทศธนกิจของสถาบันการเงินต่างประเทศ ให้เป็นสาขาเต็มรูปแบบ

4) การสนับสนุนนโยบายกระจายความเจริญสู่ภูมิภาคและชนบท โดยสนับสนุน ให้เปิดสาขาสำนักงานอำนวยการสินเชื่อ สำนักบริการด้านหลักทรัพย์ การอนุญาตให้เปิดสาขา กิจการวิเทศธนกิจในภูมิภาค(Provincial International Banking Facilities : PIBF)

5) การปรับปรุงประสิทธิภาพการกำกับดูแลสถาบันการเงินและระบบการเงิน ซึ่ง ได้แบ่งการดำเนินงานไว้ 3 ด้านด้วยกันคือ

3.5.1) การปรับปรุงหลักเกณฑ์การดูแลสถาบันการเงิน เช่น การดำรง เงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง หลักเกณฑ์การสำรองหนี้สูญ

3.5.2) การแก้ไขกฎหมายสถาบันการเงินต่างๆ ให้รัดกุมทันสมัย

3.5.3) การออกกฎหมายเพื่อรองรับธุรกิจการเงินสมัยใหม่ เช่น ธุรกิจบัตรเครดิตธุรกิจเช่าซื้อ

6) การพัฒนาบุคลากรและเสริมสร้างจรรยาบรรณในการประกอบธุรกิจ เพื่อยกระดับบุคลากรทางการเงินให้สอดคล้องและรองรับการขยายตัวทางการเงิน โดยทางการจะส่งเสริมภาคเอกชนอาทิ สถาบันฝึกอบรมของธนาคารไทย สมาคมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ เพื่อให้การฝึกอบรมด้านความรู้และจรรยาบรรณแก่พนักงานเป็นต้น

7) การพัฒนาประเทศไทยให้เป็นศูนย์กลางทางการเงิน มาตรการที่สำคัญ เช่น การสนับสนุนกิจการวิเทศธนกิจให้สามารถแข่งขันกับศูนย์กลางทางการเงินต่างประเทศ โดยให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีสนับสนุนธุรกิจ OUT-OUT (การกู้ยืมเงินจากต่างประเทศและปล่อยกู้ในต่างประเทศ)

ดังที่ได้กล่าวมาแล้วว่าประเทศไทยได้ดำเนินมาตรการเปิดเสรีทางการเงินอย่างจริงจังขึ้น มาตั้งแต่ปี 2534 ซึ่งนับแต่นั้นมาก็ได้ทำให้ทิศทางการเงินภายในประเทศได้รับการปรับเปลี่ยนไป ตามกระแสโลกมากขึ้นตลอดเวลา ปัจจุบันหลายอย่างได้เข้ามามีอิทธิพลต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุน ในประเทศไทย สะท้อนให้เห็นถึงความเชื่อมโยงของเศรษฐกิจประเทศต่างๆ ในโลกที่เป็นตลาด เดียวกันมากขึ้น เหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในตลาดหนึ่งได้ส่งผลกระทบต่อตลาดต่างๆ ทั่วโลก รวมถึง ประเทศไทย ทำให้เกิดคำถามที่ว่า การพึ่งพาเงินตราต่างประเทศของไทยนั้น นอกจากได้ก่อให้เกิด คุณประโยชน์สูงสุดในด้านการจัดสรรทรัพยากรตามกลไกตลาด แต่ผลในด้านลบก็มีได้เช่นกัน

2.3 การวิเคราะห์สาเหตุและความผันผวนในระบบการเงินไทย

ในช่วงปี 2529-2537 พบว่าเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิมีปริมาณเพิ่มขึ้นมาก นับตั้งแต่ช่วงปี 2529-2533 เงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิโดยเฉลี่ยของภาคเอกชนอยู่ที่ประมาณ 21,689 ล้านบาท และในช่วงหลังปี 2533-2537 กลับเพิ่มขึ้นกว่า 45,856 ล้านบาท ส่วนปี 2538 ปีเดียวเฉลี่ยทั้งปีเป็น 43,633 ล้านบาท ซึ่งภาพการไหลเข้าของเงินทุนดังกล่าว มาจากปัจจัยหลายประการ ไม่ว่าจะเป็นการเติบโตทางเศรษฐกิจของไทยที่มีอัตราการเติบโตโดยเฉลี่ยสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ประกอบกับการที่ระบบเศรษฐกิจไทยมีเสถียรภาพ ดูจากสภาพภาวะเงินเฟ้อของไทยที่ผ่านมาจัดอยู่ในระดับที่ไม่สูง บวกกับอัตราแลกเปลี่ยนที่ค่อนข้างมีเสถียรภาพ ซึ่งส่งผลต่อความมั่นใจของนักลงทุนต่างชาติในการนำเงินเข้าออก หรือจะเป็นผลจากการบริหารตราเงินตรา หลังจากที่ยุทธศาสตร์แห่งประเทศไทยได้เริ่มเปิดเสรีทางการเงินและมีการดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายมากขึ้นรวมทั้งเรื่องความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศและต่างประเทศ ซึ่งก็ส่งผลให้เงินไหลเข้ามาเพื่อหากำไรจากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (Arbitrage) การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก และความเป็นสากลในตลาดการเงินของโลก โดยเฉพาะลักษณะของ Globalization ที่ชัดเจนขึ้น ความเชื่อมโยงของระบบเศรษฐกิจและการเงินของประเทศต่างๆทั่วโลกที่มีมากขึ้น ส่งผลต่อการไหลเข้าออกของเงินทุนที่เกิดขึ้นได้ในปริมาณที่มากและรวดเร็วกว่าในอดีต

การวิเคราะห์ความผันผวนของการไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศ

จากปัจจัยที่เอื้อต่อการไหลเข้าของเงินทุนดังกล่าว จึงส่งผลให้เงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้ามาในประเทศไทยในจำนวนที่มากขึ้นเรื่อยๆ ดูจากสัดส่วนเงินทุนนำเข้าสู่สุทธิทั้งจากภาครัฐบาลและเอกชนสุทธิในปี 2530 มีสัดส่วนต่อ GDP เพียงร้อยละ 6 และเพิ่มมาเป็นร้อยละ 11.3 ในปี 2533 ส่วนในปี 2534-2537 มีสัดส่วนร้อยละ 9 ในปี 2537 มีสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 8.4 โดยเฉพาะในปี 2538 เฉพาะเงินทุนนำเข้าภาคเอกชนมีสัดส่วนสูงสุดถึงร้อยละ 12.7 ต่อ GDP ซึ่งแสดงว่าการไหลเข้ามาของเงินทุนต่างประเทศในแต่ละช่วงเวลาจะไม่เหมือนกัน ดังนั้นจึงแบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 3 ช่วง คือ

ช่วงแรก ก่อนปี 2529 เงินทุนจะอยู่ในรูปเงินกู้ ซึ่งมาจากประเทศแถบตะวันตกและอเมริกา เป็นส่วนใหญ่ รองลงมาเป็นการลงทุนโดยตรง การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และการนำเงินเข้ามาในรูปบัญชีเงินบาท ตามลำดับ โดยลักษณะของเงินกู้ยืมนั้นมีประโยชน์สูงต่อประเทศที่มีความต้องการเงินทุนจำนวนมากและมีช่องว่างระหว่างเงินออมและเงินลงทุน (Investment-Saving Gap) ค่อนข้างกว้าง คือเงินออมไม่เพียงพอต่อการลงทุนภายในประเทศ อย่างเช่นประเทศไทย เพราะ

เงินกู้เป็นแหล่งเงินที่หาได้ง่ายและสะดวกที่สุด แต่การที่ช่วงนี้ลักษณะของเงินทุนอยู่ในรูปเงินกู้ระยะสั้นเสียเป็นส่วนใหญ่ ย่อมทำให้เกิดความผันผวนของเงิน(ความเสี่ยง)สูง ซึ่งผลที่เกิดจากการกู้ยืมจากต่างประเทศ (Foreign Borrowings) แม้จะเป็นการนำไปใช้เพื่อพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศเป็นส่วนใหญ่แต่ก็ไม่อาจบอกได้ว่าเงินทุนที่นำเข้ามาจะมีส่วนในการเพิ่มผลผลิตและการสร้างรายได้หรือเป็นเงินทุนที่เข้ามาเพื่อการเก็งกำไรหรือถูกใช้ไปในการขยายสินเชื่อที่ไม่จำเป็น แต่ก็ต้องแบกภาระในเรื่องของการชำระดอกเบี้ยเงินต้น ซึ่งอาจกระทบต่อดุลการชำระเงินและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจได้

ช่วงที่สอง ในช่วงปี 2529 เป็นต้นมา โครงสร้างเงินทุนต่างประเทศของไทยได้เปลี่ยนไปโดยเป็นช่วงเดียวกับที่ไทยได้ เปลี่ยนนโยบายการพัฒนาประเทศ มีกระบวนการปรับโครงสร้างทางเศรษฐกิจให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น อีกทั้งยังมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินที่มุ่งเน้นการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจมากขึ้น เงินทุนนำเข้าจึงเปลี่ยนจากรูปเงินกู้มาเป็นเงินลงทุนโดยตรงจำนวนมาก คือเปลี่ยนรูปจากเงินทุนระยะสั้นมาเป็นระยะยาวมากขึ้น² ขึ้นนั่นเอง ซึ่งเงินจำนวนนี้สามารถเข้ามาชดเชยการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศได้เกือบทั้งหมดในช่วงนั้น ในช่วงนี้แหล่งเงินทุนได้เปลี่ยนไปเป็นประเทศในแถบเอเชีย โดยเฉพาะญี่ปุ่น (ผลจากเงินเยนแข็งตัวในช่วงก่อนหน้าจึงทำให้ญี่ปุ่นต้องย้ายฐานการผลิตมายังประเทศไทย) ซึ่งช่วงนี้ถือว่าเป็นช่วงที่เหมาะสมและดีที่สุดสำหรับเศรษฐกิจไทย เพราะเงินลงทุนโดยตรงเป็นเงินทุนที่มีเสถียรภาพ การจะถอนออกไปทำได้ยาก (แต่จะเป็นเงินปันผลบ้างส่วนหนึ่ง) การบริหารเงินในช่วงนั้นจะเป็นไปอย่างเหมาะสมคือมีเงินทุนระยะยาวเพื่อใช้ในการลงทุนระยะยาว ซึ่งจัดเป็นการสนับสนุนการเติบโตของประเทศอย่างถูกต้อง

ผลดีที่เกิดจากเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment) นอกเหนือจากเป็นการชดเชยการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดแล้วที่เห็นเด่นชัดคือ ทำให้ประเทศไทยมีเงินทุนตอบสนองความต้องการใช้เงินทุนเพื่อการพัฒนาประเทศ และลดปัญหาการกีดกันต่างประเทศได้ เกิดการถ่ายทอดเทคโนโลยีและวิทยาการสมัยใหม่จากต่างประเทศซึ่งจะก่อให้เกิดการพัฒนาและปรับปรุงประสิทธิภาพทางการผลิตสินค้าให้สูงขึ้น ลดปัญหาการว่างงานในประเทศ ประกอบกับไทยเริ่มหันมาสนใจการส่งออกด้วยการนำเข้าสินค้าทุนเพื่อทำการผลิต ส่งผลให้ไทยขาดดุลการค้า

² บริษัทบริการข้อมูลข่าวสารผู้จ้การ . การเคลื่อนย้ายเงินทุนกับผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทย.

สูงขึ้น ประกอบกับต่างประเทศได้เปรียบในเรื่องทุน เทคโนโลยี และชื่อเสียงที่ติดว่านักลงทุนในประเทศ ซึ่งอาจจะทำให้ผู้ประกอบการในประเทศไม่สามารถแข่งขันได้

ช่วงที่สาม พิจารณาช่วงปี 2533 เป็นต้นมา ประเทศไทยเริ่มมีปัญหาจากทั้งภายในและภายนอกประเทศเข้ามาระทบ จนโครงสร้างของเงินทุนได้มีการเปลี่ยนแปลงไปอีกครั้ง ไม่ว่าจะ เป็นโครงสร้างสาธารณูปโภคในไทยที่ยังไม่เพียงพอและทันต่อการพัฒนาในภาคอุตสาหกรรม การแข่งขันทางการค้าที่เริ่มรุนแรงขึ้น รวมทั้งปัญหาทางด้านเศรษฐกิจของประเทศที่มาลงทุน และการเปิดประเทศของประเทศเพื่อนบ้าน เช่น ประเทศเวียดนาม และประเทศจีน มาแย่งโอกาสการลงทุนจากต่างประเทศที่จะเข้ามาในประเทศไทย

การลงทุนโดยตรงจึงได้ชะลอตัวลงกลับสู่ภาวะปกติจากที่เป็นอัตราเร่งในช่วงที่ผ่านมา โดยกลับมาอยู่ในรูปของเงินกู้(Loans)อีกครั้ง โดยครั้งนี้มีปริมาณเพิ่มขึ้นจากเดิมถึง 2 เท่า หากเงิน กู้ไม่ใช่รูปแบบของเงินทุนที่ไหลเข้ามามากที่สุดในช่วงนี้ แต่กลายเป็นรูปของเงินทุนในหลักทรัพย์ และเงินฝากในบัญชีผู้มีถิ่นฐานภายนอกประเทศ (จากการเปิดเสรีทางการเงินมากขึ้น ด้วยการอนุญาตให้ผู้ส่งออกสามารถฝากเงินเป็นเงินตราต่างประเทศได้ และสามารถฝากเงินในรูปเงินตราต่างประเทศได้ ลักษณะดังกล่าวจึงส่งผลให้ภาพการเคลื่อนย้ายเงินทุนของไทยเปลี่ยนจากเงินทุนระยะยาวในช่วงที่สองก็กลับมาเป็นเงินทุนระยะสั้นเช่นเดียวกับช่วงแรก แต่จะมีปริมาณที่มากกว่าช่วงแรกมาก

ผลที่เกิดจากเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ (Portfolio Investment) นั้นจะเป็นการเสริมสภาพคล่องให้กับตลาดหลักทรัพย์ได้เป็นอย่างดี ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น จนอาจกดดันให้เกิดภาวะเงินเฟ้อได้ ประกอบกับเงินลงทุนนี้เป็นเงินลงทุนในระยะสั้นที่สามารถเข้าออกได้ ในระยะเวลาอันรวดเร็ว ความผันผวนย่อมเกิดขึ้นได้ง่าย รวมทั้งอาจมีผลต่อดุลการชำระเงินและภาวะตลาดเงินตลาดทุน ส่วนผลที่เกิดจากบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ (Non-Resident Bah) ส่วนหนึ่งนำไปใช้ในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ แต่จะมีความเสี่ยงและความผันผวนสูง ประกอบกับสามารถนำไปสู่ภาวะเงินเฟ้อ อันเนื่องมาจากเป็นตัวสร้างสภาพคล่องในระยะสั้นทำให้มีการใช้จ่ายมากขึ้น

รูปแบบของเงินทุนต่างประเทศในช่วงหลังนี้ นับว่าดีกว่าช่วงแรกที่เป็นเงินกู้ แต่ถ้าเทียบกับช่วงที่สองที่เป็นลงทุนโดยตรงนั้นจะถือว่าไม่ดีเท่า เพราะความรวดเร็วผันผวนของเงินทุนย่อมมีมากกว่าแต่ตามปกติถ้าไม่มีบัญชีพักเงินบาท การเคลื่อนไหวของเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์ ทุกครั้งที่ซื้อขายจะหมายถึงเงินเข้า-ออกจากประเทศ หากเมื่อมีบัญชีพักเงินบาทจะช่วยไม่ให้เงินไหล

เข้าออกรุนแรง เพราะยังมีเงินบางส่วน(หรืออาจจะทั้งหมด) จากที่ขายหุ้นออกมาเหลือพักอยู่ในประเทศ เพื่อรอจะเข้าลงทุนในรูปแบบต่างๆต่อไป

สำหรับรูปแบบในช่วงที่สองนั้น แม้ว่าจะจะเป็นรูปแบบที่ดีที่สุด แต่คงเป็นไปได้ที่จะอยู่ตลอดไปเพราะช่วงที่สองเกิดจากกระบวนการพัฒนาประเทศ แต่ช่วงที่สามเกิดจากการผ่อนคลายปริวรรตเงินตรา การเปิดเสรีทางการเงินมากขึ้น การเปลี่ยนแปลงจึงต้องเกิดขึ้นดังกล่าว

โดยเงินทุนที่ไหลเข้ามามากในช่วงที่สามหรือช่วงปัจจุบัน ได้ส่งผลให้ระบบเศรษฐกิจของไทยมีการปรับตัวใน 4 ระดับ โดยในระดับแรกเมื่อมีเงินไหลเข้ามาในตลาดหุ้นมากขึ้น ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น ก่อให้เกิดสภาพคล่องทางการเงินที่ดี ซึ่งถือเป็นระดับที่สอง ส่วนในระดับที่สาม อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นมีการปรับตัวลดลง เพื่อให้เกิดการขยายตัวของสินเชื่อ ซึ่งจะส่งผลเป็นปฏิกริยาลูกโซ่ไปถึง ดุลบัญชีเดินสะพัดที่จะขาดดุลสูงขึ้น และส่งผลต่อเงินเฟ้อ ขณะเดียวกันก็สามารถนำไปสู่การเจริญเติบโตในผลผลิตที่แท้จริงได้ ถ้าหากกำลังการผลิตเพียงพอ และระดับสุดท้ายหลังจากที่เกิดภาวะเงินเฟ้อ ราคาสินค้าจะปรับตัวสูงขึ้น ต้นทุนสินค้าที่จะสูงตามด้วย และในที่สุดจะส่งผลกระทบต่อทางลบในเชิงความสามารถในการแข่งขันด้านการส่งออก

จากสภาพการณ์ดังกล่าว จะเห็นว่าแม้ในระดับแรก และระดับที่สองจะเป็นผลดีที่เกิดขึ้นในตลาดการเงินไทย แต่ถ้าดูลึกๆ ในระดับต่อมาจะพบผลกระทบต่อทางลบเป็นลูกโซ่ จากการเกิดภาวะเงินเฟ้อ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด และยังมีความเสี่ยงต่อตลาดเงินไทยในแง่ความผันผวน โดยเฉพาะกรณีที่มีเหตุการณ์หรือข่าวมากระทบประเทศไทยจนเกิดเงินทุนไหลออกอย่างฉับพลันดังที่เคยเกิดขึ้น เมื่อครั้งที่เกิดวิกฤตค่าเงินเปโซในช่วงต้นปี 2538 ที่ผ่านมา

การศึกษารวการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศประเภทต่างๆ ในช่วงปีพ.ศ. 2531-2538

1. เงินกู้ยืมจากต่างประเทศ

ปี 2531 เกิดภาวะการเงินตึงตัวขึ้น ทำให้เอกชนต้องกู้ยืมเงินจากต่างประเทศเข้ามาแก้ปัญหาสภาพคล่อง และต่อเนื่องถึงปี2532 ซึ่งมีการกู้เงินเพิ่มขึ้นกว่า 10 เท่า โดยมีปัจจัยเสริมจากการที่รัฐบาลมีมาตรการยกเว้นภาษีดอกเบี้ยเงินกู้ต่างประเทศที่มีอายุไม่ต่ำกว่า 3 ปีและยังมีการต่ออายุการยกเว้นภาษีดอกเบี้ยเงินกู้ต่างประเทศดังกล่าวออกไปอีกด้วย มาตรการเหล่านี้ล้วนมีผลต่อการเพิ่มขึ้นของเงินกู้ต่างประเทศต่อเนื่องถึงปี 2533-34 ที่มีปริมาณเพิ่มขึ้นสูงมาก นอกจากนี้ยังมีเหตุมาจากการที่ดอกเบี้ยของไทยเพิ่มขึ้นค่อนข้างมากสวนทางกับดอกเบี้ยในต่างประเทศอีกด้วย

ในปี 2535 ปริมาณเงินกู้จากต่างประเทศได้เริ่มลดลง เพราะธุรกิจเอกชนชะลอการลงทุนลง ประกอบกับสภาพคล่องในระบบมีค่อนข้างสูง และส่วนต่างดอกเบี้ยในและต่างประเทศก็เริ่มหดลง ปี 2536-37 ยอดเงินกู้ยืมจากต่างประเทศขาดดุลถึง 44,381 ล้านบาท และ 8,756 ล้านบาท ตามลำดับ จากผลที่สภาพคล่องในระบบยังอยู่ในระดับสูง ธนาคารพาณิชย์จึงลดหนี้ต่างประเทศลง ประกอบกับธุรกิจเอกชนเริ่มหันมาใช้บริการเงินกู้จากกิจการวิเทศธนกิจแทน และหันมาออกตราสารการเงินกันมากขึ้น นอกจากนี้ส่วนต่างของต้นทุนการกู้ยืมระหว่างในและนอกประเทศแคบลง

ส่วนปี 2538 จากที่คาดว่า การกู้ยืมจากต่างประเทศน่าจะชะลอตัวลงหรือขาดดุลต่อเนื่อง เพราะนับตั้งแต่ต้นปี 2538 เกิดปัจจัยลบจากต่างประเทศมากระทบต่อตลาดเงินและภาวะเศรษฐกิจไทยค่อนข้างมาก โดยเฉพาะความผันผวนของค่าเงินดอลลาร์ต่อเยนที่มีการปรับลดค่าลงไปอย่างมากในช่วงต้นถึงกลางปี ซึ่งมีผลต่อการเร่งชำระเงินดอลลาร์คืน ทำให้ธุรกิจเอกชนต้องชะลอการลงทุนลง อีกทั้งข่าวลือเรื่องการลดค่าเงินบาท(จากกรณีวิกฤตการณ์ในเม็กซิโก) ทำให้ยอดเงินกู้ยืมในช่วงครึ่งปีแรกลดลงอย่างมาก อย่างไรก็ตามยอดสุทธิทั้งปีกลับเพิ่มขึ้นสูงถึง 150,142 ล้านบาท โดยเป็นเงินกู้ที่เข้ามาในช่วงปลายปีเป็นส่วนใหญ่ ซึ่งน่าจะเป็นเพราะผลจากการที่อัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะเงินดอลลาร์สหรัฐและเงินเยนมีเสถียรภาพขึ้น และธนาคารกลางสหรัฐยังประกาศลดอัตราดอกเบี้ยลงอีก 0.25% นอกจากนี้ธุรกิจขนาดใหญ่ในประเทศก็ยังมีความต้องการเงินทุนจำนวนมาก จึงผลักดันให้ยอดเงินกู้สุทธิเพิ่มขึ้นค่อนข้างมาก ดังแสดงไว้ในตารางที่ 2.1

2. เงินลงทุนโดยตรง พบว่าในปี 2530 ยอดนำเข้าสุทธิของเงินลงทุนโดยตรงลดลงจากปีก่อนหน้าถึง 31.5% แม้ว่าภาวะเศรษฐกิจและการลงทุนภาคเอกชนในประเทศจะขยายตัวอย่างรวดเร็วก็ตาม เหตุที่เป็นเช่นนั้นเพราะธนาคารพาณิชย์ไทยเพิ่มการลงทุนในสาขาต่างประเทศเป็นจำนวนสูงกว่า 4,000 ล้านบาท จึงทำให้การส่งออกเงินลงทุนโดยตรงทั้งสิ้น(ในส่วนของผู้ถือหุ้นร่วมกับเงินกู้จากบริษัทในเครือ)เพิ่มขึ้นถึงเท่าตัว

ในปี 2531 การนำเข้าสุทธิของเงินลงทุนขยายตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากตามภาวะการขยายตัวทางเศรษฐกิจและการลงทุนในประเทศ โดยเงินลงทุนส่วนใหญ่เป็นการนำเข้าของกิจการ, อุตสาหกรรม, สถาบันการเงิน, การค้าและบริการ ส่วนปี 2532-33 เงินทุนก็ยังขยายตัวต่อเนื่องจากปีก่อนๆ เพราะปัจจัยทางเศรษฐกิจยังเอื้ออำนวย

ตารางที่ 2.1 การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศสุทธิ(millions of baht)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
1. Bank	-14,244	-21,965	5,935	21,494	-7,719	40,850	-6,612	49,050	91,033	349,855	279,675
Commercial bank	-14,244	-21,965	5,935	21,494	-7,719	40,850	-6,612	49,050	-102,162	96,416	77,244
BIBF	-	-	-	-	-	-	-	-	193,195	253,439	202,431
2. Non-bank	19,623	12,546	16,510	74,063	159,912	283,568	268,764	188,149	169,906	-47,996	243,928
2.1 Direct investment	4,379	6,880	4,711	27,883	44,413	61,118	47,110	50,230	36,396	22,659	29,064
2.2 Portfolio investment	3,858	2,517	12,862	11,185	36,658	11,508	3,848	14,104	122,628	27,530	81,721
2.3 Loans	2,109	-3,334	-16,006	4,640	46,930	116,831	143,707	69,158	-61,223	-146,690	38,093
2.4 Non-Resident Baht A/C	10,813	9,672	10,592	21,718	28,104	34,339	52,433	44,517	67,833	51,143	84,163
2.5 Other	1,536	3,189	4,351	9,171	3,807	16,742	21,666	10,140	4,272	-2,611	4,928

ที่มา : บารสารสถานการณเศรษฐกิจ(มีนาคม 2540)

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ขณะที่ปี 2534 เงินลงทุนโดยตรงกลับลดลง 12.8% ซึ่งสาเหตุมาจากภาวะเงินตึงตัวในช่วงต้นปี ส่วนปี 2535 เงินทุนก็สามารถขยายตัวเพิ่มขึ้นได้อีก 4.6% เนื่องจากมีเงินทุนเพื่อลงทุนในโครงการใหญ่ๆ เช่น โครงการโทรศัพท์ 2 ล้านเลขหมาย เป็นต้น

สำหรับปี 2536-37 อัตราการขยายตัวของกำไรไหลเข้าของเงินทุนโดยตรงลดลง 22.1% และ 24.13% ตามลำดับ ทั้งนี้เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจในหลายๆ ประเทศค่อนข้างซบเซาประกอบกับความสามารถในการดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศของไทยเริ่มลดลงโดยเปรียบเทียบกับคู่แข่ง เช่น จีน และอินโดนีเซีย เป็นต้น

ส่วนในปี 2538 เงินส่วนนี้ได้เพิ่มขึ้นถึง 49.6% จากมาตรการที่ทางการพยายามควบคุมการขยายตัวของภาคเศรษฐกิจ โดยจะเน้นในส่วนที่เป็น Production Sector ทั้งยังสนับสนุนให้เงินลงทุนโดยตรงไหลเข้ามามากกว่าเงินในรูปแบบอื่นๆ เพื่อลดความผันผวนของการเคลื่อนย้ายเงินตราต่างประเทศประกอบกับประเทศ ญี่ปุ่น มีแนวโน้มจะย้ายฐานการผลิตเพื่อลดผลกระทบจากค่าเงินแข็งตัว

3. เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ (Portfolio Investment) พบว่าปริมาณเงินที่ไหลเข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์ในปี 2529 ยังมีปริมาณที่ไม่มากนัก เพราะภาวะการลงทุนยังไม่ฟื้นตัวเท่าที่ควร แม้สภาพคล่องของระบบการเงินในประเทศอยู่ในเกณฑ์ที่สูงตลอดปี ต่อมาในปี 2530 เงินส่วนนี้ได้ขยายตัวเพิ่มขึ้นกว่า 5 เท่าตัว เนื่องจากภาวะหุ้นในต่างประเทศขยายตัวในเกณฑ์ที่สูงมาก และส่งผลต่อเนื่องมาถึงตลาดหุ้นไทย

ส่วนในปี 2535 เริ่มชะลอตัวลงบ้างจากผลกระทบวิกฤตการณ์ตลาดหุ้นตั้งแต่เดือนตุลาคม 2530 แต่ยังมีเงินกองทุน (Country Funds) นำเข้าถึงประมาณ 11,000 ล้านบาท (เทียบกับปี 2530 นำเข้าแค่ประมาณ 400 ล้านบาท)

ในปี 2532 ปริมาณเงินนำเข้าในส่วนนี้กลับขยายตัวเพิ่มขึ้นอีกครั้งกว่า 3 เท่าตัว อันเนื่องมาจากภาวะตลาดหุ้นไทยช่วงนั้นค่อนข้างสดใส โดยเงินทุนนี้มาจากสิงคโปร์ สหราชอาณาจักร และฮ่องกง เป็นสำคัญ

ส่วนปี 2533 เงินทุนส่วนนี้ค่อนข้างผันผวนตลอดทั้งปี โดยในช่วงต้นปียังมีเงินเข้ามาอย่างมาก ต่อเนื่องจากปีก่อน โดยเฉพาะผลจากการประกาศผ่อนคลายการควบคุมปริวรรตเงินตรา แต่เมื่อต้นเดือนสิงหาคมได้เกิดวิกฤตการณ์สงครามอ่าวเปอร์เซีย ส่งผลให้ภาวะการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ซบเซาลงอย่างมาก

ในปี 2534 ปริมาณเงินทุนไหลเข้าลดลงกว่า 92% เพราะภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงและภาวะซบเซาต่อเนื่องของตลาดหลักทรัพย์ ต่อมาในปี 2535 ต่างประเทศมีความมั่นใจในเศรษฐกิจไทยมากขึ้น ประกอบกับราคาหุ้นไทยยังอยู่ในระดับที่ต่ำ รุงใจให้ต่างชาติเข้ามาลงทุน ส่งผลให้เงินทุนไหลเข้าส่วนนี้ได้ขยายตัวอย่างต่อเนื่องมาจนถึงปี 2536 โดยเพิ่มขึ้นเกือบ 11 เท่า โดยมีปัจจัยเสริมทั้งจากภายในประเทศได้แก่ ภาวะเศรษฐกิจขยายตัวสูง การเมืองค่อนข้างมีเสถียรภาพ ตลาดเงินไทยเปิดเสรีมากขึ้น รวมถึงผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ในช่วงนั้นค่อนข้างสูง และจากภายนอกประเทศ ได้แก่ การปรับพอร์ตการลงทุนของประเทศพัฒนาแล้ว ที่เริ่มมีสถานะการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่ค่อนข้างจะอึดตัว เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ได้ปรับสูงขึ้นไปมากแล้ว ทำให้กองทุนของประเทศเหล่านั้นพยายามหาตลาดใหม่ๆ ที่ให้ผลตอบแทนสูง ซึ่งประเทศไทยก็เป็นหนึ่งในกลุ่ม Emerging Market ที่กองทุนเหล่านั้นให้ความสนใจลงทุน

ในปี 2537 ตลาดเงินโลกประสบภาวะผันผวนอย่างมากนับแต่การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยหลายครั้งของธนาคารกลางสหรัฐ การปรับลดค่าเงินของประเทศเม็กซิโก ซึ่งก่อให้เกิดความกังวลต่อเสถียรภาพของประเทศในกลุ่ม Emerging Market อื่นๆ จนก่อให้เกิดข่าวลือเรื่องการลดค่าเงินบาทของไทยตามมา นอกจากนี้ ยังเกิดวิกฤตการณ์ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐต่อเงินเยนผันผวนอย่างหนัก ปัจจัยเหล่านี้ล้วนส่งผลกระทบต่อความมั่นใจของนักลงทุนต่างประเทศ จนส่งผลให้เงินทุนไหลออกเป็นจำนวนมาก

ส่วนในปี 2538 สภาวะเศรษฐกิจการเงินของไทยยังอยู่ในสภาวะค่อนข้างผันผวนต่อเนื่องทั้งจากปัจจัยภายในและภายนอกที่เข้ามากระทบ ซึ่งจากลักษณะของเงินทุนในรูปแบบเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ (Portfolio Investment) ที่ค่อนข้างจะมีความผันผวนสูง ไม่ว่าจะเป็นความวิตกเรื่องเศรษฐกิจเม็กซิโก เหตุการณ์แบร์ริงล่มสลาย เสถียรภาพของรัฐบาลไทย ภาวะอุทกภัยช่วงปลายปี ตลอดจนปัญหาเงินเฟ้อและการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่เริ่มส่อเค้าไม่ดีขึ้น จนต้องคงนโยบายการเงินตึงตัว ส่งผลให้ภาวะการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ผันผวนค่อนข้างมาก โดยเฉพาะช่วงไตรมาสแรกตกต่ำอย่างมาก แม้ไตรมาสที่ 2-3 จะเริ่มดีขึ้นบ้าง เนื่องจากราคาหุ้นในตลาดเมืองไทยลดต่ำลงค่อนข้างมาก โดยเฉพาะเงินในรูปแบบของ Non Resident Baht A/C ซึ่งเงินส่วนหนึ่งได้ไหลเข้าสู่ตลาดหุ้นเพื่อหากำไรอีกทางหนึ่ง แต่สภาวะโดยรวมก็ยังไม่แจ่มใสเท่าใดนัก

จากบทสรุปในแต่ละช่วงข้างต้นจะทำให้ได้ภาพสาเหตุความผันผวนในระบบการเงินไทยที่ผ่านมา ดังนั้นจึงได้มีการนำค่าเฉลี่ยและสัมประสิทธิ์ความผันผวนของปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่ภาคเอกชนของประเทศไทย (ตารางที่ 2.2) มาอธิบายร่วมด้วยอีกครั้งหนึ่ง ซึ่งสามารถแบ่งการ

อธิบายออกได้เป็น 2 ช่วงใหญ่ๆ คือ ตั้งแต่ปี 2528-2533 (ช่วงแรกก่อนการประกาศผ่อนคลายการปริวรรตเงินตราต่างประเทศ) และ ปี 2534 - 2538 (ช่วงหลังการประกาศผ่อนคลายการปริวรรตเงินตราต่างประเทศ) พบว่า จำนวนเงินทุนเคลื่อนย้ายภาคเอกชนสุทธิไหลเข้าเพิ่มมากขึ้น จากในช่วงแรกเฉลี่ย 54,116.8 ล้านบาท เพิ่มขึ้นเป็น 167,036.67 ล้านบาทในช่วงหลังเปิดเสรีการเงิน

ตารางที่ 2.2 ความผันผวนในการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ

	ช่วงก่อนเปิดเสรีการเงิน(พ.ศ.2528-2533)*		ช่วงหลังเปิดเสรีการเงิน(พ.ศ.2534-2539)	
	ค่าเฉลี่ย	ความผันผวน**	ค่าเฉลี่ย	ความผันผวน**
1. Direct investment	17,663.20	17,892.05	41,096.17	14,333.60
2. Portfolio investment	13,416.00	13,744.26	43,556.50	47,826.77
3. Loans	6,867.80	23,769.08	26,646.00	110,942.55
4. Non-Resident Baht A/C	16,179.80	8,295.11	55,738.00	17,720.81
5.Total	54,116.80	63,700.51	167,036.67	190,823.73

ที่มา : คำนวณจากข้อมูลของศูนย์วิจัยไทยพาณิชย์

* ก่อนการผ่อนคลายทางการปริวรรตเงินตราต่างประเทศ(พฤษภาคม 2533)

**ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน(Standard Deviation)

และเมื่อพิจารณาค่าเฉลี่ยการไหลเข้าสุทธิของเงินทุนต่างประเทศของภาคเอกชน พบว่า ช่วงหลังมีความผันผวนมากกว่าในช่วงแรกพอสมควร คือผันผวนเพิ่มขึ้นเกือบ 200% ส่วนทางด้านโครงสร้างการเคลื่อนย้ายเงินทุน ก็พบว่าในช่วงแรกหรือช่วงปี 2528-2533 เงินทุนที่อยู่ในรูปของเงินลงทุนโดยตรง (Direct Investment) จะมีปริมาณไหลเข้าโดยเฉลี่ยสูงที่สุดคือ 17,653.2 ล้านบาท รองลงไปก็เป็นรูปของบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ (Non- Resident Baht Account) เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ(Portfolio Investment) และเงินกู้จากต่างประเทศ(Loans) ตามลำดับ ส่วนในช่วงหลังพบว่าเงินตราต่างประเทศที่ไหลเข้าได้ขยายตัวเพิ่มขึ้นในทุกรูปแบบ แต่เปอร์เซ็นต์การขยายตัวรูปแบบของเงินกู้จากต่างประเทศ (Foreign Borrowing) จะสูงที่สุดถึง 3.87 เท่า(หรือขยายตัว 287%) รองลงไป ได้แก่ บัญชีเงินฝากของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ(Non-Resident Baht Account)ที่เพิ่มขึ้น 3.44 เท่า(หรือขยายตัว 244%) เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ

(Portfolio Investment) ที่เพิ่มขึ้น 3.24 เท่า(หรือขยายตัว 224%) และสุดท้าย เงินลงทุนโดยตรง (Direct Investment) เพิ่มขึ้น 2.31 เท่า(หรือขยายตัว 132%)

ด้านความผันผวนก็พบว่าในทุกรายการของเงินทุนไหลเข้ามีความผันผวนเพิ่มขึ้น โดยเงินทุนต่างประเทศในรูปของเงินกู้จากต่างประเทศ (Foreign Borrowing) มากที่สุดคือผันผวนเพิ่มขึ้น 4.66 เท่า(หรือขยายตัว 366%) รองลงมาได้แก่ เงินลงทุนหลักทรัพย์จากต่างประเทศ (Portfolio Investment) ที่เพิ่มขึ้น 3.47 เท่า(หรือขยายตัว 224%) บัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ (Non Resident Baht Account) มีความผันผวนเพิ่มขึ้น 2.13 เท่า(หรือขยายตัว 113%) และสุดท้ายคือรูปของเงินลงทุนโดยตรง (Direct Investment) โดยความผันผวนขยายตัวลดลงคือ 2.19 เท่า(หรือขยายตัว 199%) ซึ่งลักษณะดังกล่าวแสดงให้เห็นอย่างชัดเจนถึงระดับความเสี่ยงของเงินทุนจากต่างประเทศประเภทเงินลงทุนโดยตรง(Direct Investment)จะมีความเสี่ยงน้อยที่สุด ส่วนบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ และเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศจะมีความเสี่ยงจากการเข้า-ออกของเงินมากที่สุด (ดังเช่นที่ได้แสดงไว้ในตารางที่ 2.2)

2.4 ผลกระทบจากเปิดเสรีการเงินต่อเป้าหมายการดำเนินนโยบายทางการเงิน³

2.4.1 ผลต่อเป้าหมายด้านการควบคุมอัตราการเติบโตของปริมาณเงิน ซึ่งสามารถแบ่งเป็นประเด็นต่างๆ ดังนี้

1) นิยามของปริมาณเงินที่ไม่ครอบคลุมธุรกรรมทางการเงินรูปแบบใหม่

ภายหลังจากการเปิดเสรีทางการเงินได้ทำให้นวัตกรรมทางการเงินหรือเครื่องมือทางการเงินชนิดใหม่ๆ เกิดขึ้นมาก และในแต่ละประเภทจะมีระดับสภาพคล่องและอัตราผลตอบแทนที่แตกต่างกันออกไปจนทำให้เกิดความยากลำบากในการที่จะแยกประเภทของสินทรัพย์ทางการเงินที่เกิดขึ้นใหม่ให้เป็นไปตามนิยามของความเป็นเงินตามที่ใช้อยู่ในปัจจุบัน ไม่ว่าจะเป็น

³ Rungsun Hataiseree. Financial Liberalization and Its Effect on Monetary Policy: Thailand's Recent Evidences. Chulalongkorn Review. Vol.25(April-june 1995).

นิยามของปริมาณเงินตามความหมายแคบหรือกว้าง⁴ ในกรณีของประเทศไทยหลังเปิดเสรีการเงินนั้นพบว่า สถาบันการเงินที่ไม่ใช่ธนาคารมีการขยายตัวอย่างมาก ธุรกิจในรูปแบบต่างๆ จำนวนมากดำเนินการผ่านสถาบันการเงินที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์ แต่นิยามของปริมาณเงินทั้งตามความหมายแคบและกว้างต่างก็จำกัดขอบเขตอยู่ในเหล่าธุรกิจของธนาคารพาณิชย์บางรายการเท่านั้น

ดังนั้นจึงเห็นได้ว่า แม้ในปัจจุบันธนาคารพาณิชย์จะยังคงเป็นแหล่งเงินทุนที่มีความสำคัญต่อระบบการเงิน แต่การเปลี่ยนแปลงกระบวนการในการระดมทุนของสถาบันการเงินในลักษณะของการระดมทุนทางตรง โดยการออกตราสารทางการเงินหรือการระดมทุนมีช่องทางที่หลากหลายเพิ่มขึ้นได้ค่อยๆเติบโตขึ้น แต่อย่างไรก็ตามยังไม่สามารถระบุได้อย่างแน่ชัดว่าการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวเกิดขึ้นรวดเร็วเพียงใด ทำให้เกิดความไม่ชัดเจนในการดำเนินนโยบายการเงินขึ้น

นอกจากปัจจัยดังกล่าวข้างต้นแล้ว ตัวอย่างของปัญหาที่เกิดขึ้นกับนิยามของปริมาณเงินที่ใช้กันอยู่ คือ ปริมาณเงินฝากของผู้มีถิ่นฐานอยู่นอกประเทศจากการผ่อนคลายการควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ เป็นผลให้อัตราการเติบโตของบัญชีเงินฝากของผู้มีถิ่นฐานอยู่นอกประเทศเพิ่มขึ้นอย่างมาก และมีผลต่อการดำเนินธุรกรรมทางเศรษฐกิจภายในประเทศ แต่ปริมาณเงินฝากดังกล่าวกลับไม่ได้รวมอยู่ในคำจำกัดความของปริมาณเงินที่ใช้กันอยู่เลย

2) ความยุ่งยากในการควบคุมอัตราการเติบโตของปริมาณเงินภายในประเทศ

เนื่องจากความผันผวนในการไหลเข้า-ออกของเงินทุนระหว่างประเทศ ตลาดการเงินภายในประเทศภายหลังจากการยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ย และการผ่อนคลายการแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ ส่งผลทำให้เกิดการไหลของเงินทุนระหว่างประเทศในอัตราที่สูง และการไหลของเงินทุนระหว่างประเทศในอัตราที่สูงนี้มีแนวโน้มที่จะก่อให้เกิดปัญหาต่อการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินทุนในระบบเศรษฐกิจ รวมไปถึงการทำนายทิศทางการเศรษฐกิจเนื่อง

⁴ ปริมาณเงินในความหมายแคบ หมายถึง เงินสดและเงินฝากประเภทกระแสรายวันของธนาคารพาณิชย์และปริมาณเงินในความหมายกว้าง หมายถึง ปริมาณเงินในความหมายแคบรวมกับเงินฝากประจำของธนาคารพาณิชย์

จากความผันผวนในการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศในดังที่กล่าวมาข้างต้น กระทบต่อความผันผวนในปริมาณเงินในประเทศ

การไหลเข้า-ออกของเงินทุนที่รวดเร็วก่อให้เกิดความยุ่งยากต่อผู้กำหนดนโยบายการเงินประการหนึ่งคือ การคาดการณ์ผลกระทบที่จะเกิดขึ้นกับระบบเศรษฐกิจ โดยอาศัยดัชนีทางการเงินเป็นตัวบ่งบอกถึงทิศทางสถานะเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในอนาคต แต่จากผลของการไหลเข้าของเงินทุนระหว่างประเทศในบางครั้งจะทำให้สัญญาณที่เกิดขึ้นขัดแย้งกันเองทำให้เกิดความยุ่งยากในการดำเนินนโยบายการเงิน เช่น ในช่วงไตรมาสแรกปี 2537 ได้มีการไหลออกของเงินทุนจากต่างประเทศ ส่งผลให้ปริมาณเงินในความหมายกว้าง(M2) มีอัตราการเติบโตที่ลดลงจากร้อยละ 18.38 ในปลายเดือนธันวาคม 2536 ลดลงเหลือร้อยละ 12.85 ในปลายเดือนธันวาคม 2537 ซึ่งถ้าเป็นเช่นนี้ ระบบเศรษฐกิจในช่วงเวลาดังกล่าว จะต้องเติบโตในอัตราที่ลดลง แต่จากการพิจารณาดัชนีทางเศรษฐกิจตัวอื่นๆ ในช่วงเวลาเดียวกัน เช่น ปริมาณสินเชื่อในระบบเศรษฐกิจจะเห็นว่ามีผลในทิศทางตรงกันข้าม เนื่องจากการขยายตัวของปริมาณสินเชื่อในระบบเศรษฐกิจได้ขยายตัวเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 25.90 เป็นร้อยละ 30.25 ในช่วงเวลาเดียวกัน ซึ่งจะแสดงถึงสถานะเศรษฐกิจที่ขยายตัวดีขึ้น (ดังตารางที่ 2.3)

การควบคุมการไหลเข้าออกของเงินทุนระยะสั้นและการขยายตัวของสินเชื่อทำได้ยากขึ้นจากการจัดตั้งกิจการวิเทศธนกิจและการผ่อนคลายการบริวรรตเงินตราอย่างต่อเนื่อง ทำให้การไหลเข้าออกของเงินทุนระหว่างประเทศทำได้สะดวกรวดเร็วขึ้น トラบใดที่อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศในระดับหนึ่ง จะมีเงินทุนจำนวนมากที่พร้อมจะไหลเข้ามาและพร้อมที่จะไหลออกเมื่อสถานะทางเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลงไป ดังจะเห็นได้จาก ปริมาณธุรกรรมของกิจการวิเทศธนกิจ และบัญชีเงินบาทของชาวต่างประเทศที่มีอัตราการเติบโตอย่างรวดเร็ว ดังที่ได้กล่าวมาในเรื่องการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศดังที่กล่าวมาแล้วในตอนต้น

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 2.3 ปริมาณเงินตามความหมายกว้าง(M2)และปริมาณสินเชื่อภายในประเทศ
(หน่วย: พันล้านบาท)

	2535	2536	2537
ปริมาณเงินในความหมายกว้าง(M2)	2,117.8	2,507.1	2,829.4
(อัตราการขยายตัว : ร้อยละ)	(15.6)	(18.4)	(12.9)
สินเชื่อภายในประเทศ	2,161.7	2,662.9	3,463.3
(อัตราการขยายตัว : ร้อยละ)	(20.6)	(23.2)	(30.1)

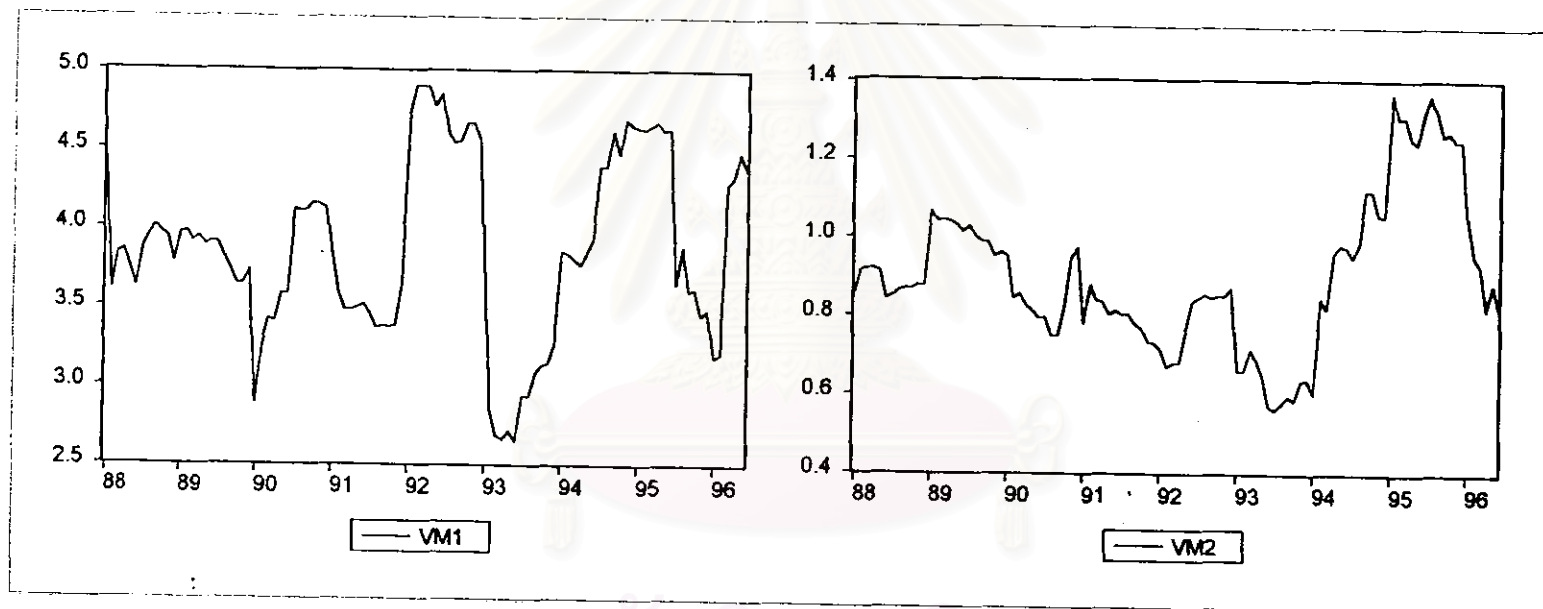
ที่มา : ฝ่ายวิชาการ ธนาคารแห่งประเทศไทย

นอกจากนั้นในด้านความเคลื่อนไหวของปริมาณเงินทั้งในความหมายแคบและกว้างต่างก็มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น (ดังแสดงในภาพที่ 2.2) จะเห็นว่าหลังเปิดเสรีทางการเงิน(ช่วงตั้งแต่ปีพ.ศ. 2534-2535 เป็นต้นมา) ความผันผวนอัตราการเติบโตในปริมาณเงิน⁵ (M1,M2) มีความไม่แน่นอนเพิ่มขึ้นอย่างชัดเจน ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงทางการเงินเนื่องจากการบริหารสภาพคล่องทำได้ลำบาก และจะแรงกดดันให้อัตราดอกเบี้ยในระบบการเงินมีแนวโน้มสูงขึ้นในที่สุด

ดังนั้นจึงเห็นได้ว่า ความเคลื่อนไหวของเงินทุนระหว่างประเทศมีความผันผวนเพิ่มขึ้นอย่างมากในช่วงหลังเกิดเสรีทางการเงิน ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ทำให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนสะดวกรวดเร็วมากยิ่งขึ้น เนื่องจากนักลงทุนไม่ต้องกังวลการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน ความพยายามที่จะให้การแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศเป็นอิสระ จะส่งผลให้ความสามารถในการควบคุมภาวะสภาวะเศรษฐกิจ หรือการทำให้ระบบเศรษฐกิจมีเสถียรภาพทำได้ยากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งผลจากการไหลเข้าออกของเงินระหว่างประเทศขนาดใหญ่ที่มีต่ออัตราการเติบโตของปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ และชี้ให้เห็นว่าปริมาณเงินในประเทศนั้นไม่มีความสัมพันธ์ที่มีเสถียรภาพกับเป้าหมายทางเศรษฐกิจที่แท้จริง ในปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถควบคุมผลกระทบที่เกิดขึ้น(Sterilization) ด้วยเครื่องมือทางการเงินค่อนข้างจำกัด คือ การใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ย หรือไม่กั้นนโยบายด้านอัตราแลกเปลี่ยน

⁵ ความผันผวนในที่นี้คำนวณจากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานย้อนหลัง 12 เดือน

รูปที่ 2.2 ระดับความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยโตของปริมาณเงินในประเทศ



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

3) ผลต่อความมีเสถียรภาพของความต้องการถือเงิน

การเปิดเสรีทางการเงินและนวัตกรรมทางการเงิน อาจทำให้เกิดความไม่มีเสถียรภาพของฟังก์ชันความต้องการถือเงิน(Demand for Money Function) โดยที่การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวมีแนวโน้มทำให้เกิด

- 1.3.1) ความสามารถในการทดแทนกันของหนีประเภทต่างๆเพิ่มขึ้นไม่ว่าจะเป็นระบบธนาคารพาณิชย์และไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์
- 1.3.2) บริษัทและองค์กรต่างๆมีโอกาสที่เพิ่มขึ้นในการบริหารต้นทุนให้ต่ำลง
- 1.3.3) ความใกล้ชิดที่เพิ่มขึ้นของตลาดการเงินของประเทศไทยกับตลาดเงินระหว่างประเทศ

จากปัจจัยต่างๆจึงส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงต่อความยืดหยุ่นของความต้องการถือเงินต่อรายได้และอัตราดอกเบี้ยได้ แต่จากการศึกษาของรังสรรค์⁶ พบว่าความต้องการถือเงินของไทย ค่อนข้างจะมีเสถียรภาพในช่วง พ.ศ. 2523-2533 แต่ไม่สามารถยืนยันได้ว่า ความต้องการถือเงินของประเทศไทยภายหลังจากการเปิดเสรีทางการเงินจะยังมีเสถียรภาพอยู่หรือไม่ เนื่องจากผลของการเปิดเสรีทางการเงินอาจไม่ปรากฏผลอันใกล้ ซึ่งหมายความว่า การดำเนินนโยบายการเงินจะต้องให้ความสำคัญกับตัวแปรทางการเงินตัวอื่นๆ ที่อาจมีเสถียรภาพมากกว่าการใช้ปริมาณเงินเพียงอย่างเดียว มิเช่นนั้นการดำเนินนโยบายการเงินจะมีประสิทธิภาพด้อยลง พร้อมกับใช้ดัชนีทางเศรษฐกิจตัวอื่นๆ ควบคู่กันในการประเมินทิศทาง และผลการทบทวนนโยบายการเงินที่มีต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจที่แท้จริง

2.4.2 เป้าหมายด้านอัตราดอกเบี้ย

ปัญหาที่สำคัญในเป้าหมายด้านอัตราดอกเบี้ยความผันผวนในการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศเพิ่มขึ้น อันเป็นผลจากการเปิดเสรีทางการเงินส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศมีความเปลี่ยนแปลงที่บ่อยครั้งขึ้น นอกจากนี้ความสามารถในการพยากรณ์ขนาดและทิศทางของการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยทำได้ยากด้วยความถี่ของการปรับตัวเพิ่มขึ้นทำให้การดำเนินนโยบายการเงินที่จะรักษาอัตราการเติบโตของเศรษฐกิจพร้อมๆ กับการรักษาเสถียรภาพของอัตราดอกเบี้ยทำได้ยากขึ้น การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยภายใน

⁶ Rungsun Hataiseree, Demand for Money in Thailand : A Cointegration and Error Correction Approach. Singapore Economic Review. 82(1993)

ประเทศสามารถสังเกตเห็นการเปลี่ยนแปลงได้ชัดเจนยิ่งขึ้นภายหลังจากมีการประกาศยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยทุกประเภทในเดือนมิถุนายน 2535 เป็นต้นมา สาเหตุอีกประการหนึ่งที่ทำให้อัตราดอกเบี้ยมีการเปลี่ยนแปลงมากขึ้นคือ การที่ระบบการเงินไทย มีการแข่งขันที่เพิ่มขึ้นทั้งการแข่งขันในระบบธนาคารพาณิชย์และกับสถาบันการเงินอื่นๆ รวมทั้งกับสถาบันการเงินต่างประเทศที่เปิดให้บริการทางการเงินกว้างขึ้น

สภาพการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทย จากการศึกษา ประสพการณ์ผ่อนคลายทางการเงินในต่างประเทศ⁷ พบว่าในระยะเริ่มแรกของการยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ย จะก่อให้เกิดการขยายตัวของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินให้กู้ยืมเพื่อชดเชยความต้องการเงินทุนที่มีอยู่มากในช่วงก่อนการผ่อนคลายดังนั้นอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมมีแนวโน้มที่จะขยายตัวในอัตราที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ซึ่งเป็นภาวะปกติของการผ่อนคลายอัตราดอกเบี้ย ในระยะต่อไปเมื่อกลไกตลาดเริ่มทำงานอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมและเงินฝากจะมีแนวโน้มลดลงตามลำดับ ในกรณีประเทศไทยหลังจากการยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำอายุเกิน 1 ปี ณ มิถุนายน 2532 ยังไม่มีการเปลี่ยนแปลง เนื่องจากเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยังไม่ยกเลิกจนกระทั่งเมื่อวันที่ 1 มิถุนายน 2535 จึงยกเลิก แต่ก็ยังไม่มีการเปลี่ยนแปลงมากนัก ทั้งนี้เนื่องจากในช่วงที่ทางการเลือกที่จะปล่อยเสรีอัตราดอกเบี้ยเงินกู้เป็นช่วงเวลาที่สภาพคล่องสูงทำให้อัตราดอกเบี้ยไม่เปลี่ยนแปลงมากเกินไป

สภาพการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยตามภาวะเศรษฐกิจ พบว่าก่อนเปิดเสรีทางการเงิน อัตราดอกเบี้ยประจำจะปรับตัวล้าช้า ตามกลไกแบบผูกขาดในสถาบันการเงิน และอัตราดอกเบี้ยต่างๆจะมีการปรับตัวย่อยครั้ง (ตารางที่ 2.4) เมื่อมีการประกาศยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำอายุเกินหนึ่งปี การเปลี่ยนแปลงยังไม่ชัดเจน แต่เมื่อแต่เมื่อมีการประกาศยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำอายุไม่เกินหนึ่งปีในวันที่ 16 มีนาคม 2533 จะปรากฏชัดเจนว่าอัตราดอกเบี้ยมีความเคลื่อนไหวในทิศทางที่เพิ่มขึ้น และมีขนาดของการปรับตัวมาก กล่าวคือ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากเงินฝากประจำระยะเวลา 3 เดือน 6 เดือน และ 12 เดือน เพิ่มขึ้นทันทีจากร้อยละ 9.5 ต่อปีเป็นร้อยละ 11.5 ต่อปี และเพิ่มขึ้นตลอดทั้งปีจนถึงระดับร้อยละ 14.0 ต่อปี เพดานอัตราดอกเบี้ยเงินกู้เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 15.0 ต่อปี เป็นร้อยละ 16.5 และ ร้อยละ 19.0 ต่อปี ในเดือนมีนาคมและพฤศจิกายนตามลำดับ ส่วนอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนก็เพิ่มขึ้นถึงสองครั้ง

⁷ จันทวรรณ สุจริตกุล, วชิร อารมณดี. การประเมินผลการปฏิรูปทางการเงินของไทย. บทความวิชาการวิเคราะห์นโยบายเศรษฐกิจ. 2537, น.85.

โดยในครั้งแรกเดือนเมษายนเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 และครั้งที่สองเดือนธันวาคมเพิ่มขึ้นอีกถึงร้อยละ 2.5 แต่พบว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากมีการเพิ่มขึ้นมากกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้

ตารางที่ 2.4 ความเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในประเทศ

ปี	TD rate(12-24 m.)		saving rate		RP rate		MLR	
	จำนวน ครั้ง	เปลี่ยนแปลง สุทธิ	จำนวน ครั้ง	เปลี่ยนแปลง สุทธิ	จำนวน ครั้ง	เปลี่ยนแปลง สุทธิ	จำนวน ครั้ง	เปลี่ยนแปลง สุทธิ
2527	2(+1,-1)	0.00	1(+1,-0)	0.50	-	-	4(+2,-2)	0.00
2528	1(+0,-1)	-1.50	1(+0,-1)	-0.50	1(+0,-1)	-1.25	1(+0,-1)	-1.00
2529	4(+0,-4)	-3.75	3(+0,-3)	-3.00	3(+0,-3)	-3.50	3(+0,-3)	-3.50
2530	0(+0,-0)	0.00	0(+0,-0)	0.00	0(+0,-0)	0.00	1(+0,-1)	-0.50
2531	6(+5,-1)	1.38	2(+2,-0)	1.25	0(+0,-0)	0.00	2(+2,-0)	0.50
2532	3(+3,-1)	0.58	1(+1,-0)	0.13	0(+0,-0)	0.00	2(+2,-0)	0.50
2533	6(+5,-1)	4.50	2(+2,-0)	2.75	2(+2,-0)	3.50	6(+6,-0)	3.25
2534	9(+1,-8)	-3.25	6(+1,-5)	-2.50	1(+0,-1)	-1.00	6(+2,-4)	-2.50
2535	6(+1,-5)	-2.50	5(+1,-4)	-2.00	0(+0,-0)	-0.00	5(+0,-5)	-2.50
2536	2(+0,-2)	-1.50	3(+0,-3)	-1.50	2(+0,-2)	-2.00	3(+0,-3)	-1.00
2537	8(+7,-1)	2.25	6(+5,-1)	0.00	1(+1,-0)	0.50	8(+7,-1)	1.25
2538	2(+2,-0)	1.00	2(+1,-1)	0.00	1(+1,-0)	1.00	4(+4,-1)	2.00

ที่มา : จำนวนจากข้อมูลธนาคารแห่งประเทศไทย

ในปี 2534 อัตราดอกเบี้ยมีการเปลี่ยนแปลงลดลงทั้งเงินกู้และเงินฝาก แต่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากมีการลดลงบ่อยครั้งกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ ทำให้โดยสุทธิอัตราดอกเบี้ยเงินฝากมีการลดลงร้อยละ 3.25 อัตราดอกเบี้ยลดลง 2.5 และอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนลดลงร้อยละ 1 เนื่องจากสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้นจากการผ่อนคลายการบริหารการเงินตราต่างประเทศในรอบที่ 2 ในเดือนเมษายน ทำให้มีเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศและการชะลอตัวของการลงทุนในประเทศ อันมี

สาเหตุมาจากการชะลอตัวของค่าใช้จ่ายเพื่อรอการปรับตัวของราคาสินค้า หลังจากมีการปรับโครงสร้างภาษีรถยนต์และการนำระบบภาษีมูลค่าเพิ่มมาใช้ในปี 2535

ในปี 2535 อัตราดอกเบี้ยในประเทศมีการเปลี่ยนแปลงหลายครั้ง ธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ยังเป็นผู้ดำเนินการปรับอัตราดอกเบี้ยทั้งทางด้านเงินฝากและเงินกู้เป็นระยะๆ โดยในต้นปี 2535 ระบบการเงินยังมีสภาพคล่องส่วนเกิน ซึ่งมีสาเหตุมาจากการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศอย่างต่อเนื่อง

ทั้งนี้เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ต่างประเทศมีระดับต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในประเทศเป็นแรงจูงใจให้หันไปใช้แหล่งเงินทุนในต่างประเทศ แต่ในเดือนมิถุนายนอัตราดอกเบี้ยในประเทศกลับเคลื่อนไหวไปในทิศทางที่เพิ่มขึ้น โดยธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่รวมกลุ่มกันปรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำและเงินฝากออมทรัพย์เพื่อระดมเงินฝากเนื่องจากมีการคาดการณ์กันอย่างกว้างขวางว่าในช่วงครึ่งปีหลังสภาพคล่องจะลดลงและตึงตัวมากขึ้น และเงินทุนนำเข้ามาในเดือนพฤษภาคม 2535 มีประมาณ 11,000 ล้านบาท ลดลงจาก 18,815 ล้านบาท ในช่วงเดียวกันของปี 2534 คิดเป็นอัตราลดลงร้อยละ 41.54 และในเดือนมิถุนายน 2535 มีเงินทุนนำเข้ามาสุทธิ 15,000 ล้านบาท ลดลงจาก 20,946 ล้านบาท ในช่วงเดียวกันของปี 2534 คิดเป็นอัตราลดลงร้อยละ 20.39 อย่างไรก็ตามในช่วงไตรมาสที่ 4 อัตราดอกเบี้ยกลับปรับตัวลดลง 2 ครั้ง เนื่องจากสภาพคล่องทางการเงินเริ่มกลับเข้าสู่ระบบอีกครั้ง ในปีนี้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12-24 เดือน ปรับตัวลดลงสุทธิร้อยละ 2.5 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR ปรับตัวลดลงสุทธิร้อยละ 2.5 ต่อปี แต่อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนไม่มีการเปลี่ยนแปลง

ในรอบปี 2536 อัตราดอกเบี้ยในประเทศเคลื่อนไหวต่อเนื่องจากช่วงปลายปี 2535 เนื่องจากสภาพคล่องทางการเงินของธนาคารพาณิชย์มีอยู่ค่อนข้างสูง อันเนื่องมาจากการไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศเพื่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และเงินฝากของผู้มีถิ่นฐานอยู่นอกประเทศที่โอนเงินเข้ามาเพื่อหวังประโยชน์จากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย รวมทั้งเงินทุนที่เข้ามาโดยผ่านกิจการวิเทศธนกิจ(BIBF)นอกจากนี้ก็เป็นผลมาจากการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศยกเลิกการดำรงพันธบัตรรัฐบาลตามเงื่อนไขของการเปิดสาขาของธนาคารพาณิชย์ ตั้งแต่วันที่ 17 พฤษภาคม 2536 การประกาศอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานลดลง(Bank Rate) 2 ครั้ง จากร้อยละ 11.0 ต่อปี เป็นร้อยละ 10.0 ต่อปี เมื่อวันที่ 1 มิถุนายน 2536 และลดลงเป็นร้อยละ 9.0 ในวันที่ 17 กันยายน 2536 ส่วนแต่เป็นการช่วยเสริมสภาพคล่องให้กับระบบการเงินทั้งสิ้น การปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยในปี นี้ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR ลดลงสุทธิ 1.0 อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12-24 เดือนลดลงสุทธิร้อยละ 1.5 ต่อปี

ในปี 2537 มีความผันผวนของภาวะการเงิน โดยในไตรมาสที่ 1 เงินฝากไหลออกจากระบบธนาคารพาณิชย์ไปยังบริษัทเงินทุนและกองทุนรวม และมีการไหลออกของเงินทุนจากต่างประเทศจากการถอนการลงทุนในหลักทรัพย์ และเงินฝากผู้มีถิ่นฐานอยู่นอกประเทศ ทำให้ธนาคารพาณิชย์ปรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากเพิ่มขึ้น เพื่อดึงเงินฝากเข้าสู่ระบบธนาคารอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ต้นไตรมาสที่ 2 ทางด้านอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืม ธนาคารลดอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ MLR ลงเล็กน้อยในช่วงต้นปี จนกระทั่งเมื่อวันที่ 9 กันยายน 2537 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ประกาศเพิ่มอัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน(Bank Rate) จากร้อยละ 9 ต่อปีเป็นร้อยละ 9.5 ต่อปี เป็นการขึ้นอัตราดอกเบี้ยในตลาด ธนาคารจึงได้ปรับอัตราดอกเบี้ยลูกค้าทั่วไป ขึ้นเป็น 14.0-14.75 และอัตราดอกเบี้ยลูกค้ารายย่อยชั้นดี(MRR) เป็นร้อยละ 12.0-12.75 ต่อปี สำหรับอัตราดอกเบี้ยลูกค้าชั้นดี(MLR) มีแนวโน้มจะเพิ่มขึ้นตลอดทั้งปี โดยอยู่ในระดับ 11.75 ต่อปี เพิ่มจากเดิมร้อยละ 10.5 อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนลดลงเช่นกัน โดยลดลงร้อยละ 2 ในปี 2536 ในปี 2537 ทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากโดยเฉลี่ยมีอัตราค่าการเพิ่มสูงกว่าการเพิ่มของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้

ในปี 2538 ในไตรมาสแรกของปีเกิดภาวะเงินตึงตัวอย่างฉับพลันตั้งแต่สัปดาห์ที่ 2 ของเดือนมกราคม จากวิกฤติการทางการเงินในประเทศเม็กซิโก ส่งผลให้เกิดข่าวลือลดค่าเงินบาท และในเดือนนี้ธนาคารพาณิชย์ยังต้องดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องให้ครบตามกำหนดขอทางการ รวมถึงการที่บริษัทแบงก์ซึ่งเป็นบริษัทพาณิชย์ธนกิจที่เก่าแก่กว่า 300 ปี ของประเทศอังกฤษ ประสบกับภาวะขาดทุนอย่างมหาศาล จากการค้าตราสารในตลาดอนุพันธ์(Derivative Market) ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ เสริมสภาพคล่องโดยปล่อยเงินเข้าสู่ระบบหน้าต่างเงินกู้(Loan Window) และตลาดซื้อคืนพันธบัตร (Open Market Operation) ในวันที่ 3 มีนาคม 2538 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานเป็นร้อยละ 10.5 ต่อปี เพื่อขึ้นระบบเศรษฐกิจ ทำให้อัตราดอกเบี้ยทุกประเภทปรับตัวสูงขึ้นในระยะ 4 เดือน แรก โดยที่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้เพิ่มขึ้นร้อยละ 1.75 ถึง 2.5 ต่อปี ทำให้ปริมาณเงินฝากมีอัตราการเติบโตเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 13.1 ต่อปีในเดือนธันวาคม 2537 เป็นร้อยละ 15.3 ต่อปี ในเดือนมีนาคม 2538 อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนปรับเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 เมื่อสภาพคล่องเริ่มดีขึ้นในเดือนมิถุนายน อัตราดอกเบี้ยเงินฝากลดลงแต่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ไม่ได้ลดลงตามไปด้วย และการขยายตัวของเงินฝากก็มีอยู่อย่างต่อเนื่อง ในเดือนกันยายนมีอัตราการขยายตัวเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 19.0 ต่อปี เมื่อเปรียบเทียบกับเดือนธันวาคม 2537 ในเดือนพฤศจิกายน แต่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR และอัตราดอกเบี้ยลูกค้ารายย่อยชั้นดี(MRR) เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.25 ต่อปี แต่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากไม่มีการเปลี่ยนแปลง

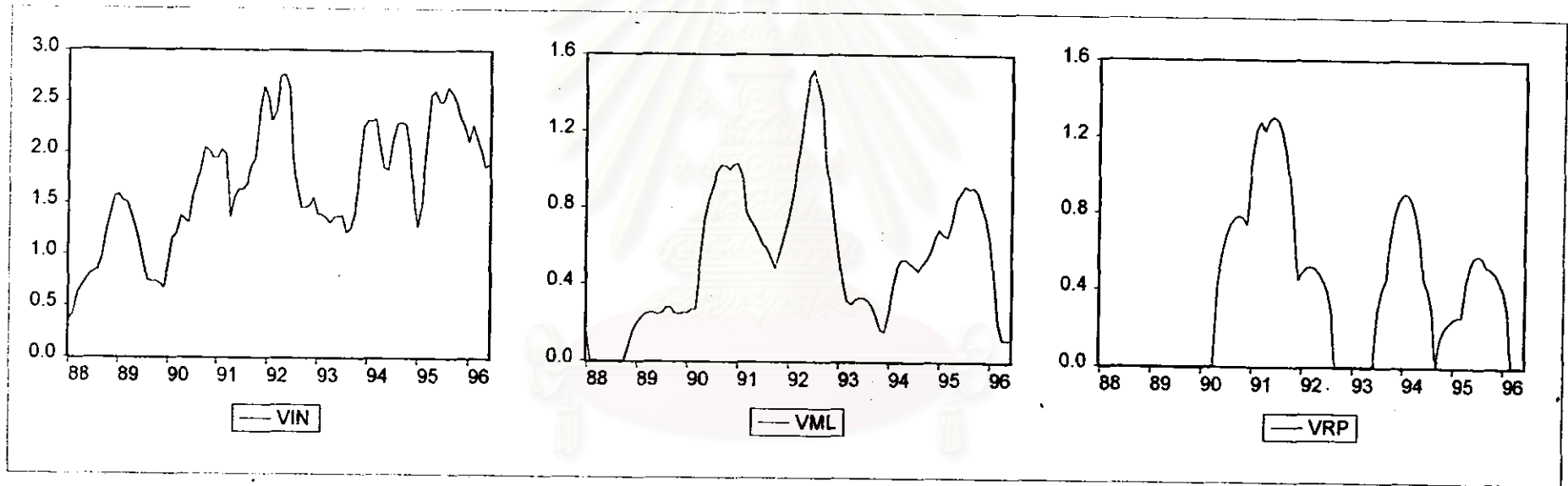
จากการศึกษาความเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยที่ได้กล่าวมานั้น จะเห็นว่าในช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงินอัตราดอกเบี้ยมีการปรับตัวที่ขึ้นและมีทิศทางที่ไม่แน่นอนและเพื่อให้เห็นภาพความผันผวนในอัตราดอกเบี้ยที่ชัดเจนยิ่งขึ้น ฉะนั้นจึงขอมูลความเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในประเทศรายเดือนมาวัดระดับความผันผวน⁸ และแสดงไว้(ดังรูปภาพที่ 2.3) โดยแบ่งออกเป็น ก) ความผันผวนในอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร (VIN) ข) อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน (VRP) และค) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมลูกค้าชั้นดี (VMLR)

พบว่าระดับความผันผวนในอัตราดอกเบี้ยประเภทต่างๆ มีระดับความผันผวนเพิ่มขึ้นอย่างเห็นได้ชัด ระหว่างช่วงเวลาก่อนที่จะมีการเปิดเสรีทางการเงิน(ช่วงก่อนปี ค.ศ. 1991) ความผันผวนในอัตราดอกเบี้ยจะมีอยู่ในระดับที่น้อยกว่าในช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงิน(ช่วงหลัง ปี ค.ศ. 1992) ซึ่งจะเห็นว่าอัตราดอกเบี้ยทุกตัวจะมีแนวโน้มสูงขึ้นหลังเปิดเสรีการเงิน ลักษณะดังกล่าวแสดงให้เห็นอย่างชัดเจนถึงระดับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากความผันผวนในอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวเป็นต้นทุนทางการเงินของภาคธุรกิจทั้งของสถาบันการเงินและของประชาชนทั่วไป

ดังนั้นจากความผันผวนที่เกิดขึ้น เช่น ความซับซ้อนในการเลือกตัวแปรทางการเงินที่จะใช้ควบคุมระบบเศรษฐกิจ และอิทธิพลของสถานการณ์ทางการเงินต่างประเทศต่อสภาวะการเงินในประเทศมีมากขึ้นและส่งผลเร็วขึ้น ซึ่งจะมีผลต่อการดำเนินนโยบายการเงินหลังจากการเปิดเสรีทางการเงิน ระบบการเงินของประเทศไทยมีความใกล้ชิดกับระบบการเงินของโลกมากขึ้น ดังนั้นผลกระทบจากภายนอกประเทศจึงมีผลทั้งทางตรงและทางอ้อมต่อตลาดการเงินภายในประเทศ ดังเช่นวิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้นกับประเทศเม็กซิโก เมื่อต้นปี 2538 ได้เกิดผลกระทบต่อตลาดทุนและตลาดอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศเป็นอย่างมาก กล่าวคือ มีความเชื่อว่าระบบเศรษฐกิจของประเทศไทยมีความคล้ายคลึงกับประเทศเม็กซิโกมาก ทำให้มีการคาดคะเนว่าประเทศไทยอาจจะประสบกับปัญหาทางการเงินเช่นเดียวกับประเทศเม็กซิโกก็ได้ จึงส่งผลให้ค่าเงินบาทของไทยลดลงอย่างรวดเร็ว ขณะเดียวกันก็ได้ก่อให้เกิดปัญหาขาดสภาพคล่องในตลาดเงินทำให้อัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมระหว่างธนาคาร(Interbank Rate) ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 6 เป็นร้อยละ 15 ในวันที่ 12 มกราคม 2538 และผลได้เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องตลอดสองไตรมาสแรกของปี 2538

⁸ ความผันผวนในที่นี้คำนวณจากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานย้อนหลัง 12 เดือน

รูปที่ 2.3 ระดับความผันผวนของอัตราเบี้ยในประเทศ



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ผลจากการดำเนินนโยบายเสรีทางการเงิน ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงต่อสภาวะแวดล้อมทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งผลจากปัจจัยภายนอกเข้ามามีอิทธิพลต่อปัจจัยภายในประเทศเพิ่มขึ้น ทำให้เกิดความยุ่งยากในการเลือกเป้าหมายของนโยบาย (Policy Target) และเครื่องมือทางการเงิน (Policy Instrument) และประกอบกับความเคลื่อนไหวของเป้าหมายมีความซับซ้อนยากแก่การควบคุมและนำไปใช้ในการรักษาเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ ดังตัวอย่างที่กล่าวไว้ข้างต้น ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจมีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นทั้งขนาดและทิศทางการเปิดเสรีทางการเงิน ดังนั้นการควบคุมปริมาณเงินเพื่อรักษาระดับกิจกรรมทางเศรษฐกิจและระดับราคาให้มีเสถียรภาพจึงทำได้ยากขึ้นประกอบกับไม่สามารถรับประกันถึงประสิทธิภาพปริมาณเงินว่าจะทำได้มากน้อยเพียงไร และความไม่แน่นอนในสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินกับกิจกรรมทางเศรษฐกิจและราคาว่ายังมีเสถียรภาพอยู่หรือไม่ อีกทั้งความใกล้ชิดกันของการปรับตัวอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับอัตราดอกเบี้ยภายนอกประเทศมีมากขึ้นเรื่อยๆตามขนาดของการเปิดเสรีทางการเงิน จึงเกิดความยากลำบากในการกำหนดเป้าหมายทางการเงินเมื่อจำเป็นต้องเลือกเป้าหมายทางการเงินอย่างใดอย่างหนึ่งระหว่างเป้าหมายการควบคุมอัตราดอกเบี้ยของปริมาณเงินกับการรักษาเสถียรภาพของอัตราดอกเบี้ย ซึ่งการทดสอบในบทต่อไปจะทำให้ทราบว่าความผันผวนในเป้าหมายทางการเงินระหว่างปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยจะก่อให้เกิดผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจได้มากกว่ากันและควรที่จะเลือกตัวใดเป็นเป้าหมายชั้นกลางในการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อให้มีประสิทธิภาพสูงสุดและก่อให้เกิดการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจซึ่งเป็นเป้าหมายสูงสุดต่อไป

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย