



บทที่ 3

การกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวความคิดทางการเงิน

นักเศรษฐศาสตร์การเงินระหว่างประเทศได้พัฒนาแนวความคิดในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนออกมาหลายลักษณะแล้วแต่ความเชื่อและความเหมาะสมในการใช้โดยการศึกษานี้จะใช้แนวความคิดทางการเงินมาประยุกต์ใช้อธิบายลักษณะการเปลี่ยนแปลงค่าเงินบาทของไทยด้วยการเริ่มต้นจากพื้นฐานและองค์ประกอบสำคัญของแนวความคิดนี้

3.1 พื้นฐานของแนวความคิดทางการเงินต่อธุรกรรมระหว่างประเทศ

แนวความคิดนี้เป็นการประยุกต์จาก Monetary Approach to Balance of Payment มาเป็น Monetary Approach to Exchange Rate ด้วยการเชื่อมความสัมพันธ์ระหว่างแนวความคิดการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนด้วยการเปรียบเทียบกำลังซื้อระหว่างประเทศ (Purchasing Power Parity) ซึ่งก็คือการเปรียบเทียบระหว่างระดับราคาระหว่างประเทศประกอบเข้ากับแนวความคิดทฤษฎีปริมาณเงิน (Quantity Theory of Money) คือความต้องการถือเงิน (Demand for money) และอุปทานของเงิน (Supply of Money)¹

สำหรับแนวความคิดที่อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจต่อภาวะเศรษฐกิจระหว่างประเทศได้เริ่มมีการพัฒนาขึ้นในช่วงหลังปี 2473 ซึ่งเป็นช่วงที่ประเทศต่าง ๆ ประสบปัญหาเศรษฐกิจภายในและปัญหาดุลการชำระเงินขาดดุล โดยเฉพาะในช่วงหลังปี 2502 ซึ่งเป็นปีที่มีรายงานการวิจัยทางการเงินต่อระบบเศรษฐกิจของสถาบันการศึกษาทางการเงินหลายแห่งเป็นต้นมา บทบาทของการดำเนินนโยบายการเงินต่อระบบ

¹ Jacob A. Frankel, "A Monetary Approach to the Exchange Rate : Doctrinal Aspects and Empirical Evidence," Scandinavian Journal of Economics, (June 1976) : 200-224.

เศรษฐกิจ เริ่มเด่นชัดขึ้นปัจจัยที่ทำให้แนวคิดนี้ได้รับความสนใจมากขึ้นสามารถสรุปได้ดังนี้คือ²

1. ความพยายามของนักเศรษฐศาสตร์ทางการเงินที่จะแสดงให้เห็นถึงความสำคัญของปริมาณเงินในการแก้ไขปัญหาทางเศรษฐกิจ ภายหลังจากที่ทฤษฎีปริมาณเงินได้รับความนิยมน้อยลงเนื่องจาก John Maynard Keynes ได้เสนอแนวความคิดทางเศรษฐศาสตร์ใหม่ในการใช้แก้ไขปัญหา เศรษฐกิจตกต่ำในช่วงหลังสงครามอย่างได้ผล

2. เกิดอุปสรรคของคณะทำงานของกองทุนการเงินระหว่างประเทศที่ได้พบเมื่อเข้าไปช่วยประเทศต่าง ๆ แถบลาตินอเมริกาในการแก้ปัญหาดุลการชำระเงินที่ขาดดุล กล่าวคือ ประเทศด้อยพัฒนาเหล่านี้มีปัญหาขาดแคลนข้อมูลภาคเศรษฐกิจจริง (Real Sector) เช่น รายได้ - รายจ่ายประชาชาติ เป็นต้น ทำให้เป็นอุปสรรคต่อการวิเคราะห์ตามแนวความคิดของ Keynes แต่ในขณะเดียวกันประเทศเหล่านี้มีข้อมูลทางการเงินที่ค่อนข้างสมบูรณ์

แนวความคิดพื้นฐานของ Monetary Approach นี้ อาจกล่าวได้ว่าพัฒนามาจากแนวความคิดของนักเศรษฐศาสตร์ดั้งเดิมหลายท่าน เช่น แนวความคิดเกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายทองคำระหว่างประเทศ เมื่อดุลการค้าขาดดุลหรือเกินดุลของ David Hume ภายใต้แนวการวิเคราะห์แบบ price-specie-flow จากปัญหาดุลการชำระเงิน ซึ่งมีผลทำให้ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจลดลงหรือเพิ่มขึ้น ซึ่งมีผลกระทบต่อระดับราคาของประเทศซึ่งแนวความคิดของ Johnson³ ที่กล่าวไว้ ดังนี้

² Rudolf R. Rhomberg and Robert H. Heller, "Introductory Survey," in The Monetary Approach to the Balance of Payment, ed. IMF, 1980 P.5.

³ Harry G. Johnson, "The Monetary Approach to the Balance of Payment : A Non-Technical Guide," Journal of International Economics, (1977) : 259.

The purpose of the "Monetary Approach" is to develop a theory of the balance of payments based on the fact that the balance of payment is a monetary phenomenon in a monetary international economy, and requires analysis in terms of monetary concepts, and especially the concept of money as a stock and of monetary adjustments as adjustments of actual to desired stocks.

โดยสรุปอาจกล่าวได้ว่า แนวความคิดของ Monetary Approach ที่เกี่ยวกับเศรษฐกิจระหว่างประเทศนั้น แสดงถึงความสัมพันธ์ของระบบบัญชีดุลการชำระเงินนั้นเหมือนกับระบบบัญชีอื่น ๆ คือเป็นระบบบัญชีคู่ ซึ่งรายการข้างบนเป็นการบันทึกรายการต่าง ๆ ที่แสดงถึงธุรกรรมที่เกิดขึ้นระหว่างประเทศ ส่วนรายการข้างล่างของบัญชีจะแสดงถึงการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ (Monetary Movement or Financing Item) เพื่อชำระเป็นค่าสินค้าและบริการ ดังนั้นรายการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศจะเป็นรายการที่แสดงถึงผลสุทธิของธุรกรรมที่เกิดขึ้นระหว่างประเทศ อย่างไรก็ตามในระบบเงินกระดาษและในระบบการปริวรรตเงินตราต่างประเทศปัจจุบันการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของเงินตราต่างประเทศมีผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินหมุนเวียนอยู่ในระบบเศรษฐกิจ ดังนั้นอุปทานของเงินในระบบเศรษฐกิจอาจเกิดขึ้นได้จากปัจจัย 2 ประการคือ ปัจจัยจากต่างประเทศ (Foreign Component) และปัจจัยจากในประเทศ (Domestic Component) ในทางปฏิบัติอุปทานของเงินซึ่งเกิดจากปัจจัยต่างประเทศเป็นตัวเลขที่คุมไม่ได้ส่วนตัวเลขที่ควบคุมได้ ได้แก่ ปัจจัยในประเทศ เช่น เงินให้กู้ยืมของธนาคารกลางแก่สถาบันการเงิน เป็นต้น

พิจารณาในทางกลับกัน เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงในเงินให้กู้ยืมของธนาคารกลางแก่สถาบันเงินตามนโยบายการเงินของธนาคารกลางจะมีผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในปริมาณเงินมีผลต่อการปรับตัวทางด้านการใช้จ่ายต่อระดับราคา ซึ่งจะมีผลกระทบต่อการนำเข้าส่งออกของประเทศ ในระหว่างนี้ถ้ามีการปรับตัวด้านอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศที่เหมาะสมแล้ว จะเป็นตัวช่วยลดแรงกดดันต่อภาวะดุลการชำระเงินระหว่างประเทศได้

3.2 หลักการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวความคิดทางการเงิน

เพื่อให้ได้แบบจำลองในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวความคิดนี้ จะได้พิจารณาเชื่อมโยงระหว่างแนวความคิดของการเปรียบเทียบกำลังซื้อระหว่างประเทศ

(Purchasing Power Parity) ประกอบกับแนวความคิดทฤษฎีปริมาณเงิน (Quantity Theory of Money) ดังนี้

1. แนวความคิดเกี่ยวกับ Purchasing Power Parity (PPP) เป็นรากฐานของการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนภายใต้แนวความคิดที่ว่า "ค่าของเงินสกุลใดหรือความต้องการเงินในสกุลใดก็ตามจะถูกกำหนดจากปริมาณสินค้าและบริการที่สนองต่อความต้องการซื้อของประเทศ โดยเปรียบเทียบกันระหว่างประเทศหรือสามารถแสดงในรูปของส่วนกลับของระดับราคาสินค้าและบริการระหว่างประเทศ"⁴ โดยทั่วไปแล้ว Purchasing Power Parity ระหว่าง 2 ประเทศ จะหมายถึงอำนาจซื้อของเงินในเชิงเปรียบเทียบระหว่างประเทศ ซึ่งวัดโดยการเปรียบเทียบระดับราคาของ 2 ประเทศนั้น และขยายแนวคิดออกไปอีกว่าค่าของเงินของประเทศเมื่อเทียบกับเงินตราต่างประเทศหากปล่อยให้ เป็นไปโดยอัตโนมัติแล้ว มักมีแนวโน้มที่จะเคลื่อนไหวในอัตราเดียวกับการเปลี่ยนแปลงของระดับราคา แต่ในทิศทางตรงข้ามกับระดับราคาเปรียบเทียบ ตัวอย่างเช่น ประเทศที่ระดับราคาเพิ่มขึ้นมากกว่าต่างประเทศจะมีค่าเงินลดลง เมื่อเทียบกับต่างประเทศ แนวความคิดนี้ให้ความสำคัญกับระดับราคาว่าเป็นปัจจัยสำคัญที่สุดในการกำหนดระดับค่าเงินของประเทศในระยะยาว และจากค่าเงิน ณ จุดใดจุดหนึ่งที่ถูกมองว่าเป็นค่าที่สมดุลหรือเหมาะสมแล้ว ก็จะสามารถวัดได้ว่าค่าเงินที่เหมาะสมในระยะยาวควรเคลื่อนไหวอย่างไรโดยพิจารณาจากแนวโน้มระดับราคาในเชิงเปรียบเทียบระหว่างประเทศ

แนวความคิด Purchasing Power Parity เป็นแนวคิดที่ง่ายพอจะเป็นเครื่องมือที่ใช้อธิบายกลไกความเชื่อมโยงระหว่างระดับราคากับอัตราแลกเปลี่ยนบ้างพอสมควร แต่จะไม่ละเอียดนักกลไกที่ยอมรับกันอยู่อย่างหนึ่งก็คือ ระดับราคาเป็นเครื่องสะท้อนถึงความสามารถในการแข่งขันด้านการค้าระหว่างประเทศ (Price Competitiveness) กล่าวคือ ประเทศที่ระดับราคาสูงมักจะขาดดุลการค้ามากและค่าเงินมีแนวโน้มลดลง อย่างไรก็ตาม ในความเป็นจริงแล้ว มักจะมีการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลต่อดุลการค้าและดุลการ

⁴ Lawrence H. Officer, "The Purchasing Power Parity Theory of Exchange Rate : A Review Article," IMF Staff Papers, (March 1978) : 1-60.

ชำระเงินด้วย เช่น การกีดกันทางการค้า การเคลื่อนย้ายเงินทุน เป็นต้น⁵ กล่าวโดยสรุป แนวคิดนี้ถือว่าระดับราคาของประเทศเป็นตัวกำหนดระดับอัตราแลกเปลี่ยนที่สำคัญที่สุด ดังนั้นอัตราแลกเปลี่ยนที่ได้ดุลยภาพจึงเป็นอัตราที่เชื่อมโยงกับ Purchasing Power Parity ซึ่งวัดโดยระดับราคาในเชิงเปรียบเทียบระหว่างประเทศ ดังนั้นรูปแบบการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวคิดของ Purchasing Power Parity สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 กรณี ดังนี้

1.1 กรณี Absolute PPP ใช้กำหนดค่าอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพในระยะยาว โดยมีรูปแบบความสัมพันธ์คือ

$$S^{abs} = P/P^* \quad (3.1)$$

โดย S^{abs} = ค่าของอัตราแลกเปลี่ยนค่าของเงินในประเทศต่อ 1 หน่วย
สกุลเงินต่างประเทศ
 P = ระดับราคาในประเทศ
 P^* = ระดับราคาต่างประเทศ

1.2 กรณี Relative PPP ใช้กำหนดค่าอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพในระยะสั้น โดยมีรูปแบบความสัมพันธ์ดังนี้

$$S_t^{rel} = \frac{PI_t}{PI_t^*} \cdot S_0 \quad (3.2)$$

โดย S_t^{rel} = ค่าอัตราแลกเปลี่ยนของเงินในประเทศต่อ 1 หน่วย เงินตรา
ต่างประเทศ
 PI_t = ดัชนีราคาในประเทศในปีที่ t โดยเทียบกับปีฐานที่ 0
 PI_t^* = ดัชนีราคาต่างประเทศในปีที่ t โดยเทียบกับปีฐานที่ 0
 S_0 = ค่าอัตราแลกเปลี่ยนของเงินในประเทศต่อ 1 หน่วย เงินตรา
ต่างประเทศที่ได้ดุลยภาพในปีที่ 0

⁵ ชัยวัฒน์ วิบูลย์สวัสดิ์ และคณะ, "ดัชนีค่าเงินบาทและค่าเงินบาทที่เหมาะสม,"

2. แนวความคิดเกี่ยวกับทฤษฎีปริมาณเงิน (Quantity Theory of Money) การสร้างแบบจำลองการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศตามแนวคิดของ Monetary Approach นั้น จำเป็นต้องเข้าใจแนวคิดเกี่ยวกับทฤษฎีปริมาณเงินเพื่อนำไปสัมพันธ์กับตัวแปรในแนวคิดของ Purchasing Power Parity

แนวคิดเกี่ยวกับทฤษฎีปริมาณเงิน (Quantity Theory of Money) นี้ มีการพัฒนาขึ้นในลักษณะต่าง ๆ กันแล้วแต่ความเชื่อของนักเศรษฐศาสตร์แต่ละสำนักเพื่อนำมาอธิบายถึงอุปสงค์ของการถือเงิน (Demand for Money) และอุปทานของเงิน (Supply of Money) โดยแยกพิจารณาความสัมพันธ์ทางทฤษฎีดังนี้

ก. อุปสงค์ของการถือเงิน (Demand for Money) ของภาคเอกชนในระบบเศรษฐกิจมีความสำคัญอย่างมากต่อการวิเคราะห์ปัญหาทางเศรษฐศาสตร์ไม่ว่าจะเป็นการวิเคราะห์ที่ตามแนวความคิดของ Keynesian หรือนักเศรษฐศาสตร์ทางการเงินก็ตามต่างก็พยายามที่จะอธิบายถึงพฤติกรรมและปัจจัยต่าง ๆ ที่มีส่วนในการกำหนดความต้องการถือเงินในระบบเศรษฐกิจ

เริ่มตั้งแต่แนวทางการวิเคราะห์ของนักเศรษฐศาสตร์ดั้งเดิม (Classicalist) ที่อธิบายถึงความต้องการถือเงินโดยอาศัยแนวความคิดเกี่ยวกับการแลกเปลี่ยน (Transaction Approach) ทั้งนี้จะได้กล่าวถึงแนวการวิเคราะห์ของ Irving Fisher ซึ่งเป็นพื้นฐานของแนวคิดในนักเศรษฐศาสตร์กลุ่มนี้ซึ่ง Fisher ได้แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงิน (M) การแลกเปลี่ยนสินค้า (T) ราคาสินค้า (P) และอัตราการหมุนเวียนของเงิน (V) อย่างง่าย ๆ ดังนี้

$$MV = PT \quad \text{หรือ} \quad M = \frac{PT}{V} \quad (3.3)$$

ต่อมาได้มีการพัฒนาทฤษฎีปริมาณเงินขึ้นใหม่ซึ่งเรียกกันว่า สมการ Cambridge โดยแสดงความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงิน (M) ราคาสินค้าทั่วไป (P) ค่าใช้จ่ายที่วางแผนไว้ (T) และอัตราส่วนที่ความต้องการถือเงินเพื่อใช้จ่าย (K) ดังนี้

$$M = KPT \quad (3.4)$$

เมื่อเปรียบเทียบความสัมพันธ์ปริมาณเงินตามสมการที่ (3.3) และ (3.4) แล้ว กล่าวได้ว่าสมการทั้งสองไม่แตกต่างกันมากนักกล่าวคือ ค่า K ในสมการ Cambridge จะ

เท่ากับ $\frac{1}{V}$ ของสมการ Fisher นั้นเอง ความแตกต่างระหว่างแนวคิดของ Fisher และสมการ Cambridge นั้นคือ Fisher พยายามอธิบายถึงปรากฏการณ์ทางธรรมชาติของเงินที่ถูกใช้เป็นตัวกลางในการแลกเปลี่ยนขณะที่สมการ Cambridge พยายามอธิบายถึงวัตถุประสงค์ของการถือเงิน (Cash Balancing Approach) ในฐานะที่เป็นทรัพย์สินทางการเงินเป็นสำคัญ⁶ อย่างไรก็ตาม ปัจจัยสำคัญที่ทำให้คนต้องการถือเงินก็คือ ระดับรายได้ (P.T) ของคนในประเทศแสดงได้ดังนี้

$$M = f(Y) \quad \text{เมื่อ} \quad Y = \text{รายได้} \quad (3.5)$$

ต่อมาเมื่อ John Maynard Keynes ได้เสนอแนวความคิดใหม่ในการแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจในปี 2479 ทฤษฎีเกี่ยวกับอุปสงค์ของเงินได้เปลี่ยนไปมาก Keynes ได้เสนอแนวความคิดเกี่ยวกับความต้องการถือสภาพคล่องของคนในระบบเศรษฐกิจ (Liquidity Preference Theory) โดย Keynes ได้แบ่งแยกความตั้งใจในการถือเงินของบุคคลเพื่อวัตถุประสงค์หลัก 3 ประการคือ⁷

1. อุปสงค์ของการถือเงินเพื่อไว้ใช้จ่าย (Transactions Demand for Money) ซึ่งบุคคลจะถือเงินไว้ใช้จ่ายมากน้อยเพียงใดขึ้นอยู่กับรายได้ของบุคคลนั้น
2. อุปสงค์ของการถือเงินเพื่อไว้ใช้จ่ายในยามฉุกเฉิน (Precautionary Demand for Money) เช่น เพื่อไว้ใช้ในคราวเจ็บป่วยหรือประสบอุบัติเหตุ เป็นต้น ซึ่งเป็นภาวะที่ต้องใช้จ่ายเงินมากขึ้นความต้องการถือเงินประเภทนี้ก็ขึ้นอยู่กับรายได้เช่นกัน
3. อุปสงค์ของการถือเงิน เพื่อไว้เก็งกำไร (Speculative Demand for Money) ซึ่งขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยคือ ถ้าอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นคนจะมีความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไรลดลง

⁶ เรียงชัย มະระกานนท์, การเงินและการธนาคารในประเทศไทย, หน้า 398-401.

⁷ J.M. Keynes, The General Theory of Employment Interest and Money, (London : Macmillan and Co., Ltd., 1939), PP.170-175.

เพื่อให้เข้าใจง่ายเข้า Keynes ได้สรุปว่าอุปสงค์ของการถือเงินรวมของบุคคลใด เป็นผลรวมของอุปสงค์เพื่อการใช้จ่ายซึ่งรวมเอาเพื่อ เหตุฉุกเฉินและเพื่อการเก็บกำไรไว้ด้วย โดยมีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยและรายได้ประชาชาติดังนี้

$$M = M_1(Y) + M_2(r) \quad \text{หรือ} \quad M = f(Y, r) \quad (3.6)$$

โดย $\frac{\partial M}{\partial Y} > 0, \frac{\partial M}{\partial r} < 0$

เมื่อ $M =$ อุปสงค์รวมของเงิน
 $M_1 =$ อุปสงค์เงินเพื่อการใช้จ่ายและฉุกเฉิน
 $M_2 =$ อุปสงค์เงินเพื่อการเก็บกำไร
 $Y =$ รายได้ประชาชาติ
 $r =$ อัตราดอกเบี้ย

สำหรับแนวทางในการพัฒนาสร้างแบบจำลองของความสัมพันธระหว่างอุปสงค์ของเงินกับตัวแปรต่าง ๆ นั้น ได้มีนักทฤษฎีการเงินศึกษาพัฒนากันใหม่ขึ้นมามากมาย โดยในการศึกษานี้จะได้นำเอาการวิเคราะห์ของ Friedman ซึ่งถือว่าเป็นนัก เศรษฐศาสตร์การเงินในกลุ่มสมัยใหม่ได้เสนอทฤษฎีปริมาณเงินแบบใหม่ภายใต้ความเห็นว่าเป็นหนึ่งในขณะหนึ่ง ๆ นั้น บุคคลมีทางเลือกจะถือทรัพย์สินได้หลายประเภท (Asset Preference Theory) อุปสงค์ของการถือเงินนั้น จะสัมพันธ์กับตัวแปรทรัพย์สิน 5 ประเภท คือเงินก็ถือเป็นทรัพย์สินชนิดหนึ่ง (Money can be regarded as one of five broad ways of holding wealth) พันธบัตร, ทรัพย์สินในหุ้น, สินค้า (Physical Goods) และความมั่งคั่งซึ่งแต่ละตัวแปรมีความสำคัญต่อการถือเงินดังนี้⁸

- เงิน (Money) ความต้องการถือเงินของบุคคลจะมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับมูลค่าที่จริง ซึ่งจะให้ผลตอบแทนมากน้อยอย่างไร ซึ่งผลตอบแทนจากการถือเงินจะขึ้นอยู่กับ

⁸ Milton Friedman, "The Quantity Theory of Money-A Restatement," in M. Friedman, ed., Essay in Studies in the Quantity Theory of Money, (The University of Chicago Press, 1956), PP.3-21.

เคลื่อนไหวของระดับราคา ถ้าราคาตกลงมูลค่าของเงินก็จะสูงขึ้นทำให้ เป็นผลคือมูลค่าของเงินที่แท้จริง

- พันธบัตร การเลือกถือพันธบัตรขึ้นอยู่กับ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยพันธบัตร
- ทรัพย์สินในหุ้น การเลือกถือหุ้นขึ้นอยู่กับมูลค่าของอัตราผลตอบแทนตามอัตราดอกเบี้ยและระดับราคา
- สินค้า (Physical Goods) ซึ่งผลตอบแทนของมันเกิดจากการเก็งกำไรของการเปลี่ยนแปลงด้านราคา (Inflation)
- ความมั่งคั่ง (Wealth) บุคคลจะมีความต้องการถือเงินมากน้อยอย่างไร ขึ้นอยู่กับฐานะของเขา

จากส่วนประกอบของตัวแปรต่าง ๆ ข้างต้นสามารถนำมารวมกันเพื่อแสดงถึงความสัมพันธ์กับความต้องการถือเงินได้ดังนี้

$$M = f(P, r_b, r_e, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}, W, Y, U) \quad (3.7)$$

เมื่อ M = ความต้องการถือเงิน

P = ระดับราคา

r_b = อัตราดอกเบี้ยพันธบัตร

r_e = ผลตอบแทนจากการถือหุ้น

$\frac{1}{P} \frac{dP}{dt}$ = อัตราเงินเฟ้อ

W = ความมั่งคั่ง

Y = รายได้

U = ความคลาดเคลื่อนทางสถิติ

อย่างไรก็ดี โดยทั่วไปความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรกับผลตอบแทนจากการถือหุ้นมักจะมีแนวโน้มไปในทางเดียวกัน ส่วนใหญ่มักอิงกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารพาณิชย์ ส่วนระดับราคาและอัตราเงินเฟ้อนั้น สามารถใช้แทนกันได้ส่วนในด้านความมั่งคั่ง (Wealth) นั้น มีปัญหาในการวัดซึ่งความปกติมักจะใช้ระดับรายได้เป็นตัวแทนของการ

เปลี่ยนแปลงของ Wealth ได้คือพอสมควร ดังนั้นจึงสามารถแสดงความสัมพันธ์ของอุปสงค์ของเงินกับตัวแปรต่าง ๆ ได้อย่างง่าย ๆ คือ

$$M = f(r, Y, P) \quad (3.8)$$

และถ้าเปลี่ยนแปลงความต้องการถือเงินข้างต้นเป็น Function for Real Balances จะได้

$$\frac{M}{P} = f(r, \frac{Y}{P}) \quad (3.9)$$

จะเห็นได้ว่ารูปสมการความต้องการถือเงินของ Keynes และของ Friedman แตกต่างกันไม่มากนัก

แม้ในระยะต่อมา James Tobin จะเสนอแนวคิดเกี่ยวกับความต้องการถือเงิน โดยใช้ Portfolio Approach ซึ่งหลักการก็คือการถือเงินไว้เฉย ๆ นั้น มีต้นทุนค่าเสียโอกาส ดังนั้นคนจะพยายามเปลี่ยนเงินเป็นทรัพย์สินสภาพคล่องใด ๆ ก็ได้ที่ให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าโดยสรุปแนวคิดนี้กล่าวว่า ความต้องการถือเงินเกี่ยวข้องกับรายได้โดยตรงและเกี่ยวข้องกับอัตราดอกเบี้ยในทางกลับกัน⁹ ซึ่งไม่แตกต่างไปจากแนวคิดของ Friedman มากนัก

ข. อุปทานของเงิน (Supply of Money) การศึกษาเกี่ยวกับทฤษฎีทางด้านการเงินของนักเศรษฐศาสตร์ ตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบันอาจกล่าวได้ว่ามุ่งความสนใจใน 2 ประเด็นที่สำคัญคือ บทบาทของปริมาณเงิน (The Role of Money) ต่อระดับราคา รายได้ และการจ้างงาน ส่วนอีกประเด็นหนึ่งพิจารณาถึงกระบวนการของการดำเนินนโยบายการเงิน (Monetary Policy Process) ซึ่งเป็นความพยายามที่จะหาความสัมพันธ์ระหว่างเป้าหมายและเครื่องมือ (Instrument) ของการดำเนินนโยบายการเงิน

⁹James Tobin, "The Interest-Elasticity of Transactions Demand for Cash," Review of Economics and Statistics, (August 1956) : 241-247.

อาจกล่าวได้ว่าแนวความคิด Non-Linear Money Supply Hypothesis ของ Karl Brunner และ Allan Meltzer¹⁰ เป็นที่ยอมรับของนักเศรษฐศาสตร์การเงินในปัจจุบันซึ่งเป็นแนวความคิดที่พยายามจะอธิบายถึงขบวนการควบคุมปริมาณเงิน โดยมีพื้นฐานมาจากทฤษฎี Portfolio Theory of Monetary Policy โดยพยายามแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างพฤติกรรมของธนาคารกลางที่ทำหน้าที่ควบคุมนโยบายการเงินพฤติกรรมของธนาคารพาณิชย์และภาคเอกชน เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงเครื่องมือทางการเงินและปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ กล่าวโดยสรุปเป็นการอธิบายถึง Money Supply ในระบบเศรษฐกิจที่เกิดจากอิทธิพลของปัจจัย 2 ประการ คือฐานเงินและตัวคูณฐานเงิน โดยการศึกษาได้อธิบายขยายออกไปถึงพฤติกรรมของระบบธนาคารพาณิชย์ที่มีผลกระทบคือ Money Supply ด้วย โดยตัวฐานเงินจะประกอบด้วยส่วนที่เป็นสินทรัพย์ต่างประเทศของธนาคารกลาง (Foreign Components) และส่วนที่เป็นองค์ประกอบภายในประเทศ (Domestic Components) ซึ่งประกอบด้วย การให้กู้ยืมแก่สถาบันการเงินการลงทุนในหลักทรัพย์รัฐบาลและสินทรัพย์อื่น ๆ ที่ถือโดยธนาคารกลางผลจากการศึกษาพบว่าอัตราสำรองส่วนเกินของธนาคารพาณิชย์ปริมาณเงินฝากและอัตราดอกเบี้ยมีอิทธิพลต่อการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน โดยมี Function ของ Money Supply อย่างกว้าง ๆ คือ¹¹

$$M^S = mB \quad (3.10)$$

เมื่อ M^S = อุปทานของเงิน

m = ตัวคูณฐานเงิน

B = ฐานเงิน

¹⁰ Leonall C. Anderson, "Three Approaches to Money Stock Determination Reprint Series No.24, Federal Reserve Bank of St.Louis, October 1967, PP.1-2.

¹¹ Karl Brunner and Allen H. Meltzer, "Some Further Investigation of Demand and Supply Function for Money," Journal of Finance, (May 1964) : 240-284.

$$B = FABTN + CCBBT + CCGBTN + COBT + OABTN$$

เมื่อ FABTN = ลินทรัพย์ต่างประเทศสุทธิโดยธนาคารแห่งประเทศไทย (สุทธิ)

CCBBT = ลินเชื่อที่ธนาคารแห่งประเทศไทยให้แก่ธนาคารพาณิชย์

CCGBTN = ลินเชื่อที่ธนาคารแห่งประเทศไทยให้แก่รัฐบาล (สุทธิ)

COBT = ลินเชื่อที่ธนาคารแห่งประเทศไทยให้แก่สถาบันการเงินอื่น

OABTN = ลินทรัพย์อื่น ๆ ถือโดยธนาคารแห่งประเทศไทย (สุทธิ)

จากสมการที่ (3.10) ข้างต้น แสดงให้เห็นถึงวิธีการในการควบคุมปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจอาจดำเนินการได้ 2 ทางคือ ทางตรงได้แก่ การเปลี่ยนในฐานเงินซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถดำเนินการโดยการจำกัดขอบเขตของการให้กู้ยืมแก่สถาบัน 3 แห่ง คือ รัฐบาล ธนาคารพาณิชย์ และสถาบันการเงินอื่น ๆ ได้แก่ บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย และธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร เป็นต้น ในการให้ลินเชื่อแก่ภาครัฐบาลเพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณแผ่นดินและการให้กู้ยืมแก่สถาบันการเงินอื่น ๆ ขึ้นอยู่กับนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยในการอนุเคราะห์ทางการเงินแก่สถาบันนั้น ๆ ทั้งนี้โดยคำนึงถึงเป้าหมายของปริมาณเงินที่กำหนดไว้เป็นสำคัญ ส่วนลินทรัพย์อื่น ๆ สุทธิที่ธนาคารแห่งประเทศไทยได้แก่ ลินทรัพย์และหนี้สินอื่น ๆ ในบัญชีงบดุลของธนาคารกลางหักด้วยบัญชีทุนปกติมีค่าไม่เปลี่ยนแปลงมากนัก

ทางด้าน การให้กู้ยืมแก่ธนาคารพาณิชย์ ปกติธนาคารแห่งประเทศไทยจะให้กู้ยืมผ่านหน้าต่าง (Window) คือ หน้าต่างรับช่วงซื้อลด (Rediscount Window) หน้าต่างเงินให้กู้ (Loan Window) และผ่านตลาดซื้อคืน (Repurchase Window) โดยแต่ละหน้าต่างมีลักษณะโดยสังเขปดังนี้

- หน้าต่างรับช่วงซื้อลด (Rediscount Window) เป็นการให้กู้ยืมเพื่อส่งเสริมธุรกิจเฉพาะด้าน เช่น การส่งออกอุตสาหกรรมบางประเภทและด้านการเกษตร โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อการพัฒนาและสนับสนุนให้ธุรกิจเหล่านี้สามารถแข่งขันกับต่างประเทศได้

- หน้าต่างเงินให้กู้ (Loan Window) และตลาดซื้อคืน (Repurchase Window) มีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นแหล่งเงินทุนของธนาคารพาณิชย์ในการใช้ปรับฐานะการเงินระยะสั้นของคน โดยตลาดซื้อคืนจะเป็นตลาดที่ธนาคารพาณิชย์ให้กู้ยืมกันเองส่วนหนึ่งและธนาคารแห่งประเทศไทยจะเข้าไปให้กู้ยืมอีกส่วนหนึ่ง เมื่ออุปสงค์ของเงินทุนในตลาดมีมากกว่าอุปทานและในการให้กู้ยืมในหน้าต่างเงินให้กู้ยืมนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยมักจะมึนโยบาย

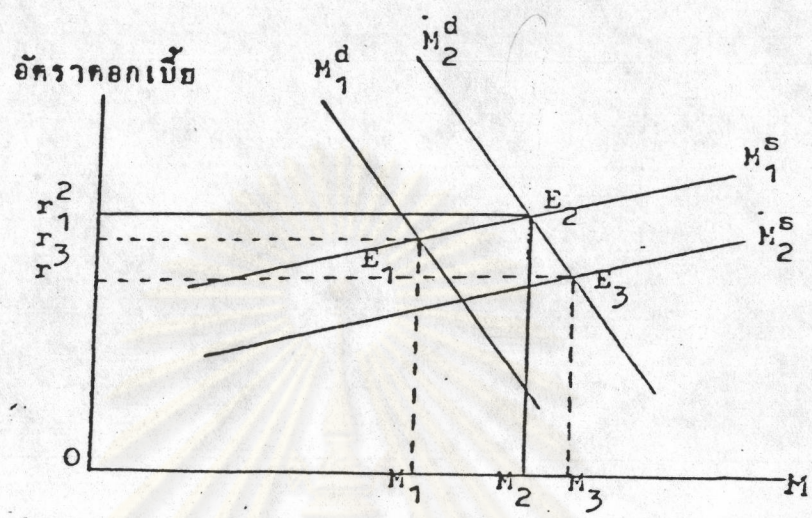
ให้ถือเป็นแหล่งเงินทุนสุดท้าย (Last Resource) ของธนาคารพาณิชย์ เมื่อไม่สามารถหาเงินทุนจากแหล่งอื่น ๆ ได้แล้ว สำหรับการควบคุมทางอ้อม คือการเปลี่ยนแปลงในตัวของทางการเงิน

โดยสรุปตามแนวความคิดนี้ เชื่อว่า Money Supply ขึ้นอยู่กับนโยบายของธนาคารกลางและพฤติกรรมกรรมการอำนวยความสะดวกให้กู้ยืมของธนาคารซึ่งอุปทานของเงินประกอบด้วย 2 ส่วน ส่วนหนึ่งคือสินเชื่อกภายในประเทศ (Domestic Credit) จากธนาคารพาณิชย์ซึ่งถูกกำหนดโดยเงินฝากและมาตรการทางการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย โดยเงินฝากส่วนหนึ่งจะถูกกำหนดจากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่แท้จริง อีกส่วนหนึ่งคือสินเชื่อจากต่างประเทศ (Foreign Credit) ซึ่งขึ้นอยู่กับ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเช่นกัน ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่า เส้นอุปทานของเงินมีความยืดหยุ่นต่ออัตราดอกเบี้ยมากเกือบขนานกับแกนนอน เพราะเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเพียงเล็กน้อยยอมทำให้ปริมาณเงินเปลี่ยนแปลงไปมาก เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยมีผลต่อฐานเงินทั้งในและนอกประเทศ

ดังนั้น ณ จุดดุลยภาพของตลาดการเงินคือ ณ จุดที่ $M^d = M^s$ คืออุปสงค์ของเงินอุปทานของเงินดังนี้ จากรูปที่ 3.1 แกนนอนแสดงปริมาณเงิน แกนตั้งแสดงอัตราดอกเบี้ย โดยที่เส้น M^s แสดงเส้น Money Supply ที่แสดงความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยและเส้น M^d แสดงเส้นอุปสงค์ของเงิน ณ จุดดุลยภาพ M_1^d ตัดกับ M_1^s ณ จุด E_1 ที่ปริมาณเงิน M_1 และอัตราดอกเบี้ย r_1 และถ้าเมื่อใดก็ตาม ถ้าเกิดมีความต้องการเงินเพิ่มมากขึ้นอันเนื่องมาจากการขยายตัวของรายได้เป็นต้น จะทำให้เส้น M_1^d shift ไปเป็น M_2^d ตัดเส้น M_1^s ใหม่ที่จุด E_2 ได้จุดดุลยภาพใหม่ ท่านเองเดียวกันนี้ถ้าทางการมีนโยบายการเพิ่มปริมาณเงินด้วยการเปลี่ยนแปลงอัตราสำรอง จะทำให้เส้น M_1^s shift ไปเป็น M_2^s ตัด M_2^d ที่ E_3 ณ จุดดุลยภาพที่มีปริมาณเงิน E_3 อัตราดอกเบี้ย r_3 ตามลำดับ

รูปที่ 3.1

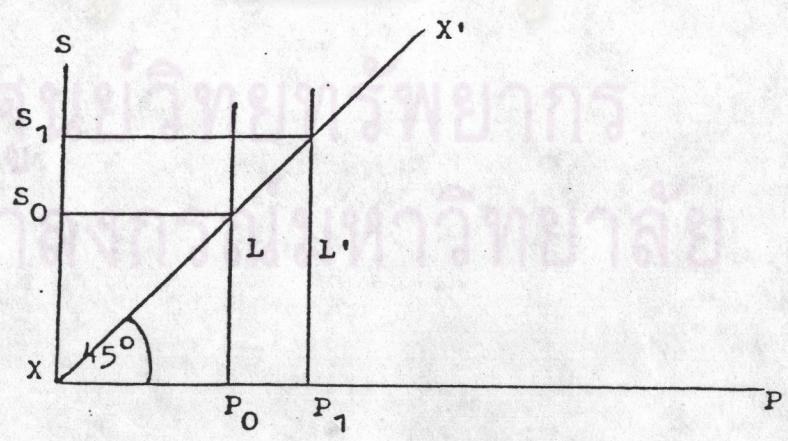
ดุลยภาพตลาดเงิน



สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินราคาและอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวความคิดทางการเงินนี้สามารถอธิบายได้ดังรูปที่ 3.2 ดังนี้

รูปที่ 3.2

แสดงความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินราคาและอัตราแลกเปลี่ยน



XS = แขนงตั้งแสดงระดับของอัตราแลกเปลี่ยนคือ ค่าของเงินในประเทศหนึ่ง
หน่วยเงินตราต่างประเทศ

XP = แขนงนอนแสดงระดับราคาภายในประเทศ

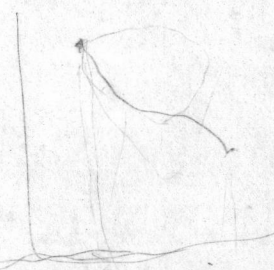
XX' = เส้นทแยงมุมออกจากจุด X ทำมุม 45 องศา กับแกนทั้งสอง แสดงความสัมพันธ์ระหว่างระดับราคาและอัตราแลกเปลี่ยน ณ จุดดุลยภาพของตลาด
สินค้าและบริการโดยระดับราคาจะมีผลโดยตรงต่ออัตราแลกเปลี่ยนคือ
เมื่อราคาภายในประเทศสูงขึ้นทำให้ความต้องการสินค้าภายในประเทศ
ลดลงถูกทดแทนจากการนำเข้าสินค้าต่างประเทศมีผลให้ค่าของเงินใน
ประเทศลดลง

L, L' = เส้นตั้งฉากกับแกนนอนแสดงภาวะดุลยภาพของตลาดการเงินหมายถึง
ปริมาณเงินเพิ่มขึ้นทำให้ระดับราคาสูงขึ้นไปด้วยในสัดส่วนเดียวกัน

จากรูปจะเห็นว่า ถ้าปริมาณเงินภายในประเทศมากขึ้นจาก L เป็น L' แล้ว จะ
ทำให้ระดับราคาสูงขึ้นและทำให้ค่าเงินภายในประเทศลดลง ดังจะเห็นได้ว่าระดับราคาจะ
เลื่อนจาก P_0 เป็น P_1 และค่าอัตราแลกเปลี่ยนเลื่อนจาก S_0 เป็น S_1 ¹³

สำหรับการเชื่อมโยงแนวความคิดในการสร้างแบบจำลองกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน
นั้นจะนำไปกล่าวในบทที่ 5 ต่อไป

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



¹³ Susan Schadler, "Sources of Exchange Rate Variability :
Theory and Empirical Evidence," IMF Staff Papers, (July 1977) :
254-255.