

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

จากการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยได้นำมาตรการเปิดเสรีการเงินมาใช้ตามเงื่อนไขของการเป็นสมาชิกขององค์การการค้าโลก(GATT) ทำให้ระบบเศรษฐกิจการเงินไทยมีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างมาก เนื่องจากทางธนาคารแห่งประเทศไทยได้ประกาศมาตรการผ่อนคลายการควบคุมทางการเงินหลายประการที่สำคัญได้แก่ การผ่อนคลายการบริวรรตเงินตราระหว่างประเทศ การปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวเสรีตามกลไกตลาด และมาตรการอื่นๆที่ส่งเสริมให้เกิดการแข่งขันกันมากขึ้นในระบบการเงิน เช่น การขยายขอบเขตการทำธุรกิจของสถาบันการเงินต่างๆ ให้มีความคล้ายคลึงกัน ตามความเชื่อที่ว่ากลไกตลาดแข่งขันเสรีเป็นระบบการจัดสรรทรัพยากรที่มีประสิทธิภาพที่สุด แต่อย่างไรก็ตามการเปิดเสรีการเงินของประเทศไทยที่ผ่านมาก็นับได้ว่าประสบความสำเร็จตามเป้าหมายที่สำคัญอันหนึ่ง คือสามารถระดมทุนจากต่างประเทศได้เป็นจำนวนมากและสามารถช่วยลดช่องว่างระหว่างการออมและการลงทุนในประเทศลง ได้ดังจะเห็นได้จากการการเพิ่มขึ้นอย่างมากของค่าเฉลี่ยปริมาณเงินทุนนำเข้ามาจากต่างประเทศจากประมาณ 54,116.8 ล้านบาท ในช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงินเพิ่มขึ้นมาเฉลี่ยที่ 167,036.67 ล้านบาท ในช่วงหลังเปิดเสรีการเงิน แม้เงินทุนเหล่านี้จะมีประโยชน์ในการขยายตัวทางเศรษฐกิจ แต่การพึ่งพิงเงินทุนจากต่างประเทศในสัดส่วนที่สูงเช่นในปัจจุบันก็ก่อให้เกิดความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนของเงินทุนต่างประเทศ โดยเฉพาะในโครงสร้างการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่พบว่า ในช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงินมีการเปลี่ยนแปลงไปจากการมีเงินลงทุนโดยตรงซึ่งมีประโยชน์ต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจและมีเสถียรภาพมากที่สุดในสัดส่วนสูงในช่วงก่อนเปิดเสรีการเงิน เปลี่ยนมาเป็นเงินทุนนำเข้าประเภทเงินฝากในบัญชีผู้มีถิ่นฐานอยู่นอกประเทศ เงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และเงินกู้ระยะสั้น ซึ่งเงินทุนเหล่านี้มีความไม่แน่นอนสูงและไม่ก่อให้เกิดการเติบโตทางเศรษฐกิจที่แท้จริง นอกจากนี้ยังก่อให้เกิดความผันผวนในระบบเศรษฐกิจในประเทศ เนื่องจากเงินทุนดังกล่าวเข้ามาหมุนเวียนอยู่ในระบบการเงินเมื่อเงินทุนเหล่านี้มีความผันผวนก็จะทำให้สภาพคล่องในระบบผันผวนตามไปด้วย ซึ่งจะทำให้ดัชนีทางการเงินที่สำคัญ เช่น ปริมาณเงิน และอัตราดอกเบี้ยผันผวนเพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะในช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงิน ผลที่ตามมาคือ ความยากลำบากในการควบคุมเสถียรภาพในระบบการเงินหรือประสิทธิภาพของนโยบายการเงินลดน้อยลง และต้นทุนในการ

บริหารสภาพคล่องของสถาบันการเงินเพิ่มขึ้น และส่งผลต่อไปยังต้นทุนทางการเงินของภาคธุรกิจโดยทั่วไปนั่นเอง

แต่เนื่องจากแนวความคิดการส่งผลกระทบทางการเงินไปสู่ระบบเศรษฐกิจที่แท้จริงนั้นเกิดขึ้นได้ในหลายช่องทาง ทั้งที่มีอัตราดอกเบี้ยเป็นตัวกลางหรือจะผ่านไปยังระบบเศรษฐกิจที่แท้จริงโดยไม่ต้องผ่านกลไกอัตราดอกเบี้ย เช่น กลไกทางด้านราคาสินทรัพย์ทางการเงินต่างๆ กลไกด้านการขยายสินเชื่อของสถาบันการเงิน(Credit View) ซึ่งทั้งสองกลไกหลังนี้มีบทบาทสำคัญมากในช่วงหลังเปิดเสรีการเงิน ดังนั้นความผันผวนของดัชนีทางการเงินไม่ว่าจะมาจากปริมาณเงินหรืออัตราดอกเบี้ยก็ตาม สามารถส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจเช่นกัน

งานศึกษานี้จึงเห็นความสำคัญในการศึกษาระดับความผันผวนในอัตราการเติบโตของปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยในประเทศ โดยแบ่งออกเป็นสามประเด็นสำคัญ คือ การประเมินระดับความผันผวนในอัตราการเติบโตของปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ย ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนในอัตราการเติบโตของปริมาณเงินกับระดับความผันผวนในอัตราดอกเบี้ย และทดสอบผลกระทบจากความผันผวนในอัตราการเติบโตของปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ย ที่มีต่อภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง ได้แก่ อัตราการเติบโตของผลผลิตและระดับราคา

สรุปผลการศึกษา

5.1) การประเมินระดับความผันผวนในอัตราการเติบโตของปริมาณเงิน

ในส่วนนี้ได้นำตัวแปรด้านปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยในประเทศได้แก่ ปริมาณเงินในความหมายแคบและในความหมายกว้าง และในกรณีอัตราดอกเบี้ยในประเทศ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมลูกค้าชั้นดีของธนาคารพาณิชย์ พบว่า ระดับความผันผวนของดัชนีทั้งสองมีพฤติกรรมการปรับตัวที่เปลี่ยนแปลงไประหว่างก่อนและหลังเปิดเสรีการเงิน พบว่าความผันผวนในช่วงก่อนเปิดเสรีการเงินมีระดับค่อนข้างน้อยเมื่อเทียบกับในช่วงหลังเปิดเสรีการเงิน ซึ่งมีแนวโน้มเพิ่มมากขึ้นหรืออย่างน้อยมีความถี่ในการปรับตัวมากขึ้น โดยเฉพาะในช่วงปี พ.ศ. 2533-2535 เป็นต้นมา ทั้งนี้เนื่องจากเป็นช่วงที่ทางการเริ่มทยอยประกาศมาตรการผ่อนคลายการควบคุมทางการเงิน เช่น การประกาศให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากลอยตัวและการผ่อนคลายการจำกัดปริมาณเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศก่อนตั้งแต่วันที่ 2533 และต่อมาจึงขยายขอบเขตขึ้นเรื่อยๆ จนในปี 2535 จึงยกเลิกมาตรการกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยทุกประเภทและการไม่จำกัดขนาดการเคลื่อนย้ายเงินทุนเข้าออกระหว่างประเทศ รวม

ทั้งลักษณะของเงินทุนที่เข้ามาส่วนใหญ่อยู่ในรูปของเงินทุนระยะสั้นและเงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ตราข้ามกับในช่วงก่อนเปิดเสรีการเงินที่เงินทุนส่วนใหญ่อยู่ในรูปเงินลงทุนโดยตรง ซึ่งมีเสถียรภาพมากที่สุดในบรรดาเงินทุนนำเข้าทุกประเภท จึงทำให้ความผันผวนในช่วงหลังเปิดเสรีการเงินมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น โดยในกรณีความผันผวนในอัตราการเติบโตของปริมาณเงินไรความหมายแคบและกว้างจะมีค่าเพิ่มขึ้นร้อยละ 29.19 และ 34.97 ตามลำดับ ส่วนในกรณีความผันผวนในอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดี อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในตลาดซื้อคืน และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร พบว่ามีอัตราความผันผวนเพิ่มขึ้นร้อยละ 40.51 23.57 และ 23.76 เมื่อเทียบกับในช่วงก่อนเปิดเสรีการเงิน

5.1.2) การทดสอบความเสี่ยงจากความผันผวนในอัตราการเติบโตของปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยที่มีต่อระบบเศรษฐกิจที่แท้จริง

ส่วนที่หนึ่ง : การทดสอบผลกระทบต่ออัตราการเติบโตของผลผลิต

จากตารางที่ 5.1 เป็นการสรุปผลการศึกษา โดยในส่วนแรกจะแสดงผลการศึกษาในช่วงก่อนเปิดเสรีการเงิน พบว่า ความเสี่ยงจากความผันผวนในอัตราการเติบโตของปริมาณเงินและจากอัตราดอกเบี้ยไม่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราการเติบโตของผลผลิต อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นั่นหมายความว่าภายใต้กลไกการควบคุมทางการเงินอย่างเข้มงวดในช่วงก่อนเปิดเสรีการเงินทำให้ความเสี่ยงจากความผันผวนค่อนข้างน้อย จึงไม่อาจส่งผลกระทบต่ออัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ

แต่ในกรณีความเสี่ยงจากความผันผวนจากอัตราดอกเบี้ย พบว่า อาจจะมีอิทธิพลต่อการลดลงในอัตราการเติบโตของผลผลิตอยู่บ้าง(แต่นัยสำคัญทางสถิติค่อนข้างน้อย) ทั้งนี้แม้จะพบว่าความผันผวนจะมีอยู่น้อยก็ตาม เนื่องจากตลาดซื้อคืนค่อนข้างจะมีความสำคัญมากต่อระบบการเงินในช่วงก่อนเปิดเสรีการเงิน เพราะมีกฎหมายควบคุมให้ธนาคารพาณิชย์ดำรงพันธบัตรรัฐบาลตามเงื่อนไขการขยายสาขา และการเข้มงวดในการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศทำให้ตลาดซื้อคืนเป็นแหล่งเงินกู้ที่สำคัญของธนาคารพาณิชย์ในเวลานั้น

ในส่วนที่สองของตารางที่ 5.1 เป็นการทดสอบในช่วงหลังเปิดเสรีการเงิน พบว่า ความเสี่ยงจากความผันผวนทั้งสองตัวแปร มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราการเติบโตของผลผลิต แต่มีลักษณะแตกต่างกัน โดยกรณีความผันผวนในอัตราการเติบโตของปริมาณเงินมีลักษณะที่เกิดขึ้นชั่วคราวเท่านั้น

ส่วนในกรณีผลกระทบจากความผันผวนในอัตราดอกเบี้ย พบว่า มีอิทธิพลต่อการลดลงในอัตราการผลิตโดยผลผลิตในระยะยาว รวมทั้งผลการทดสอบทั้งในส่วนที่คาดการณ์ได้และส่วนที่ไม่ได้คาดการณ์ แสดงให้เห็นว่าความเสี่ยงจากความผันผวนในอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนมีอิทธิพลต่อภาคการผลิตมาก โดยเฉพาะการมีนัยสำคัญของผลกระทบจากส่วนที่คาดการณ์ได้ แต่อาจเกิดจากการที่กลไกตลาดไม่สามารถปรับตัวได้อย่างเต็มที่ เช่น ความยืดหยุ่นของการปรับราคาจำและ การปรับราคาสินค้า ทำให้กลไกด้านอัตราดอกเบี้ยซึ่งเป็นต้นทุนโดยตรงของการผลิต การลงทุน และการบริโภคสินค้าคงทน สามารถส่งผลกระทบอย่างชัดเจน ต่างจากกรณีผลกระทบจากความผันผวนในอัตราดอกเบี้ยโดยของปริมาณเงิน ที่ความผันผวนในช่วงหลังเปิดเสรีส่วนใหญ่มาจากปริมาณเงินทุนที่หมุนเวียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งจะส่งผลกระทบผ่านความมั่งคั่ง(Wealth Effect)และกระตุ้นการผลิตและบริโภคในระยะสั้น แต่ไม่มีผลต่อการพัฒนาศักยภาพในการผลิตอย่างแท้จริงในระยะยาว



5.2.2) การทดสอบผลกระทบต่อระดับราคา

จากตารางที่ 5.2 ในส่วนแรกเป็นการทดสอบในช่วงก่อนเปิดเสรีการเงิน พบว่า ความผันผวนทั้งจากปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยต่างก็ไม่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงระดับราคา อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ รวมทั้งผลการทดสอบในส่วนที่แยกออกเป็นส่วนที่คาดการณ์ได้และส่วนที่ไม่ได้คาดการณ์ คล้ายกับผลการทดสอบกับอัตราดอกเบี้ยโดยของผลผลิต

จากตารางที่ 5.2 ในส่วนที่สองเป็นผลการทดสอบผลกระทบต่อระดับราคาในช่วงหลังเปิดเสรีการเงิน พบว่า ความผันผวนจากอัตราดอกเบี้ยโดยของปริมาณเงินมีอิทธิพลต่อการเพิ่มขึ้นของระดับราคาในระยะยาว อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และยังพบว่าผลกระทบเกิดขึ้นทั้งจากส่วนที่คาดการณ์ได้และส่วนที่ไม่ได้คาดการณ์ แต่ผลกระทบจากส่วนที่คาดการณ์ได้มีลักษณะเป็นผลในระยะสั้นเพียงชั่วคราวเท่านั้น ส่วนผลจากส่วนที่ไม่ได้คาดการณ์นั้นมีผลต่อการเพิ่มของระดับราคาในระยะยาว ตามสมมติฐานที่กำหนดไว้แสดงว่า กลไกการส่งผลกระทบจากความผันผวนทางการเงินก่อให้เกิดผลต่อการลดลงของอุปทานมวลรวมมากกว่าด้านอุปสงค์มวลรวม($AS \downarrow > AD \downarrow$) ทั้งนี้ความไม่แน่นอนในสภาพคล่องจะทำให้เกิดผลในสองด้านกับอุปทานมวลรวม คือ ด้านที่หนึ่งจะทำให้ต้นทุนทางการเงินสูงขึ้นภาคการผลิตจึงลดการผลิตลง ด้านที่สองเกิดจากการลดลงของอุปสงค์ในการบริโภคเนื่องจากความเสี่ยง ทำให้ระดับความมั่งคั่ง Wealth Effect ลดลง ซึ่งทำให้มีผลต่อการคาดการณ์ในยอดขายสินค้า(Expected Sale)ลดลง ซึ่งก็จะทำให้ผู้ผลิตมีการคาดการณ์ในรายได้

และกำไรลดลง เมื่อค่าจ้างและราคาสินค้าไม่สามารถปรับตัวได้ในระยะสั้น จึงพอสรุปได้ว่าความเสี่ยงจากความผันผวนในปริมาณเงินมีผลต่อการเพิ่มขึ้นของระดับราคาในระยะยาว

กรณีผลกระทบจากความผันผวนในอัตราดอกเบี้ย พบว่า พอจะมีอิทธิพลต่อการเพิ่มขึ้นของระดับราคา แต่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติค่อนข้างน้อยเมื่อเทียบกับผลกระทบจากความผันผวนในอัตราดอกเบี้ยในปริมาณเงิน ทั้งนี้อาจเกิดจากกลไกการส่งผลกระทบทางการเงินผ่านช่องทางด้านอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน ซึ่งแม้จะมีคุณสมบัติเป็นอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินระยะยาว และถูกใช้เป็นอ้างอิงในการกำหนดแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินในระยะสั้น แต่การส่งผลกระทบอาจไม่เกิดผลกระทบอย่างเต็มที่ เนื่องจากภายใต้กลไกการเปิดเสรีในปัจจุบัน อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนอาจไม่มีอิทธิพลต่อการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินระยะสั้นมากนัก เพราะการเปิดเสรีการเคลื่อนย้ายเงินทุนทำให้นักการพาณิชย์สามารถกู้ยืมเงินทุนทั้งระยะสั้นและระยะยาวจากต่างประเทศแทนการกู้จากตลาดซื้อคืน และนอกจากนั้นกลไกการส่งผลกระทบต่อราคาผ่านช่องทางอื่นๆ อาจมีบทบาทมากกว่าและส่งผลกระทบต่อระดับราคาโดยตรง เช่น กลไกการส่งผลผ่านราคาหลักทรัพย์ และช่องทางผ่านการขยายสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์(Credit View) รวมทั้งการที่ตลาดซื้อคืนเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายทางการเงิน จึงเป็นไปได้ว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะใช้เป็นเครื่องป้องกันความผันผวน จึงทำให้ผลการทดสอบผลกระทบมีระดับนัยสำคัญค่อนข้างน้อยเมื่อเทียบกับผลกระทบที่มาจากความผันผวนในอัตราดอกเบี้ยของปริมาณเงิน ดังที่กล่าวมาแล้วข้างต้น

5.3 นัยทางนโยบายการเงิน

จากการดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวดทำให้ระบบการเงินไทยมีเสถียรภาพค่อนข้างมากในช่วงก่อนการเปิดเสรีการเงิน หลังจากการดำเนินมาตรการผ่อนคลายทางการเงินทำให้ประสิทธิภาพของนโยบายการเงินลดลง ทำให้ความเสี่ยงจากความผันผวนทางการเงิน เช่น ความผันผวนในอัตราดอกเบี้ยของปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ย ได้เริ่มสร้างปัญหาให้กับการเติบโตทางเศรษฐกิจและเสถียรภาพของระดับราคาสินค้าภายในประเทศ แต่การเปิดเสรีการเงินยังคงเป็นแนวทางที่สำคัญและจำเป็นในการพัฒนาระบบเศรษฐกิจการเงินของประเทศต่อไป. เนื่องจากเป็นแนวทางที่ได้รับการยอมรับโดยทั่วไป โดยเฉพาะในประเทศมหาอำนาจทางเศรษฐกิจ ทางทางจึงควรหามาตรการที่เหมาะสมมาใช้ในการควบคุมความผันผวนในระบบการเงิน ดังนี้

1. จากการศึกษาช่องทางส่งผลกระทบทางการเงินที่ผ่านมา พบว่า กลไกการส่งผลกระทบทางการเงินจะมีความหลากหลายและมีความซับซ้อนขึ้น เมื่อระบบการเงินมีการพัฒนาตาม

กลไกตลาดมากขึ้น และจะเห็นว่าช่องทางการส่งผลกระทบทางการเงินผ่านกลไกด้านอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มจะลดบทบาทลง ดังนั้นในขณะที่กลไกการส่งผลกระทบผ่านตัวกลางด้านปริมาณเงินมีอิทธิพลต่อการส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจได้ในหลายช่องทาง และในอนาคตเป้าหมายการดำเนินนโยบายการเงินไม่ได้สำคัญอยู่กับอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจเพียงอย่างเดียว แต่เป็นการกำหนดเป้าหมายการรักษาเสถียรภาพของระดับราคา(Inflation Target) เป็นเป้าหมายที่สำคัญอันดับแรก รวมทั้งจากผลการศึกษาเรา พบว่า การนำแนวคิดการกำหนดเป้าหมายทางการเงิน(Monetary targeting) เช่น การรักษาเสถียรภาพในอัตราการเติบโตของปริมาณเงินในความหมายกว้าง มาใช้จะเป็นประโยชน์อย่างมากในการบริหารนโยบายการเงินสำหรับประเทศไทยในปัจจุบันและในอนาคตต่อไป

2. ในอดีตการดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่(Fixed Exchange Rate)ทำให้ปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยมีความผันผวนมาก และส่งผลกระทบต่อการลดลงของผลผลิตและเสถียรภาพของระดับราคา ในปัจจุบันการนำนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวมาใช้จะเครื่องมือทางการเงินที่จะช่วยทำให้สามารถควบคุมความผันผวนของปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยให้ลดลงได้ระดับหนึ่ง

3. จากผลการศึกษา พบว่า เสถียรภาพทางการเงินเป็นประโยชน์ต่อผลการดำเนินงานทางเศรษฐกิจ ดังนั้นลักษณะการดำเนินนโยบายทางการเงินแบบอนุรักษ์นิยม(Policy Rule) จะก่อให้เกิดประสิทธิภาพในการบริหารนโยบายการเงินมากกว่าการดำเนินนโยบายการเงินในลักษณะที่นิยมการเปลี่ยนแปลงการแก้ไข(Policy Activism) เนื่องจากการประกาศนโยบายอย่างชัดเจนจะช่วยลดปัญหาจากการคาดการณ์ของตัวแทนในระบบเศรษฐกิจ นอกจากนี้การดำเนินนโยบายแบบนิยมการแก้ไขยังก่อให้เกิดปัญหาการไม่สามารถคาดการณ์ในขนาดและระยะเวลาในการส่งผลกระทบจากนโยบายที่แทรกแซงไปได้อย่างแน่นอน ซึ่งจะเป็นการเพิ่มความผันผวนให้กับระบบเศรษฐกิจมากขึ้นโดยไม่จำเป็น

4. การสร้างเครื่องมือทางการเงินชนิดใหม่ เพื่อใช้ในการควบคุมเสถียรภาพของปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยในระบบเศรษฐกิจ เช่น การพัฒนาตลาดพันธบัตร(Bond Market) เนื่องจากการเติบโตของตลาดพันธบัตรจะสามารถช่วยให้เครื่องมือของการดำเนินนโยบายการเงินผ่านตลาดซื้อคืน(Repurchase Market) มีประสิทธิภาพเพิ่มมากขึ้น

5. การสร้างผลิตภัณฑ์ทางการเงินชนิดใหม่(Financial Innovation) ให้มากและมีความหลากหลาย เมื่อมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นในระบบเศรษฐกิจจะเป็นทางเลือกให้กับตัวแทนในระบบเศรษฐกิจในการปรับตัวเพื่อกระจายความเสี่ยง และสามารถลดความผันผวนที่รุนแรงให้ลดลงได้

6. การเสริมสร้างศักยภาพในการพัฒนาแบบยั่งยืนและพึ่งตนเองให้มากที่สุด เช่น การพยายามส่งเสริมให้เกิดการออมภายในประเทศ โดยเฉพาะการออมในระยะยาวเพื่อลดขนาดการพึ่งพิงเงินทุนจากต่างประเทศและผลกระทบจากความผันผวนของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ



5.4 ข้อจำกัดในการศึกษาและแนวทางในการศึกษาต่อไป

การศึกษาในเรื่องการทดสอบความเสี่ยงจากความผันผวนในปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยที่มีต่อผลการดำเนินงานทางเศรษฐกิจ มีข้อจำกัดที่ทำให้การศึกษาในครั้งนี้ไม่สมบูรณ์เท่าที่ควร ซึ่งข้อจำกัดดังกล่าวสามารถสรุปได้ดังนี้

1. ในส่วนของวิธีการวัดระดับความผันผวนของตัวแปรในการศึกษาในครั้งนี้ได้กำหนดให้คำนวณจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูลรายเดือน ย้อนหลังไป 12 เดือน ซึ่งการใช้ข้อมูลรายเดือนในการศึกษาผลกระทบต่อการตัดสินใจในทางธุรกิจในแง่ของการปรับเปลี่ยนของภาคการผลิต อาจเป็นข้อมูลที่มีความถึงจนเกินไป และยังมีวิธีการวัดความเสี่ยงด้วยวิธีอื่นๆ อีกซึ่งอาจจะเป็นตัวแทนของความเสี่ยงทางการเงินที่ดีกว่า เช่น การใช้ค่า Variance เป็นต้น
2. ความบกพร่องในนิยามของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา เช่น การใช้อัตราการเติบโตของผลผลิตภาคอุตสาหกรรม เป็นตัวแทนของผลิตผลมวลรวมเนื่องจากไม่มีข้อมูลผลผลิตมวลรวมรายเดือน การใช้ตัวแปรปริมาณเงินในความหมายกว้างเป็นตัวแทนความเสี่ยงจากความผันผวนทั่วโลกด้านปริมาณเงินอาจไม่เหมาะสม เนื่องจากโดยนิยามที่ใช้ข้อมูลอาจไม่ครอบคลุมธุรกรรมทางการเงินประเภทต่างๆ ในปัจจุบันแต่ก็เป็นดัชนีทางการเงินที่ใช้กันอยู่ทั่วไป ส่วนอัตราดอกเบี้ยในการศึกษานี้ได้นำอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนมาเป็นตัวแทนของอัตราดอกเบี้ยในประเทศ แม้ว่าจะไม่ใช่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมในตลาดโดยตรง แต่ก็ใช่อัตราดอกเบี้ยอ้างอิง ที่ทางธนาคารแห่งประเทศไทยใช้ในการชี้แนะแนวทางการดำเนินนโยบายการเงินในระบบเศรษฐกิจ แต่ในอนาคตหากโครงสร้างสถาบันการเงินไทยมีการแข่งขันกันมากขึ้นความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยในตลาดตัวอื่นๆ อาจเป็นตัวแทนความไม่แน่นอนในระบบเศรษฐกิจที่เหมาะสมกว่าอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้
3. การประมาณค่าเพื่อแยกผลกระทบส่วนที่คาดการณ์ได้และส่วนที่ไม่ได้คาดการณ์ ได้กำหนดให้ใช้ข้อมูลของตัวมันเองในอดีตเท่านั้น ในการประมาณค่าซึ่งในความเป็นจริงตัวแทนใน

ระบบเศรษฐกิจอาจใช้ข้อมูลในด้านอื่นๆ อีกมากมายกว่านี้ ในการพิจารณาระดับความเสี่ยงในระบบเศรษฐกิจ

4. ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาอยู่ในช่วงหลังจากการเปิดเสรีการเงินได้ไม่นาน โดยเฉพาะการดำเนินนโยบายเป็นไปในลักษณะค่อยเป็นค่อยไป จึงทำให้กลไกการส่งผลกระทบอาจไม่เกิดขึ้นตามกลไกตลาดที่ควรจะเป็น ดังนั้นในโอกาสต่อไปเมื่อการเปิดเสรีการเงินมีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น อาจทำให้ช่องทางการส่งผลกระทบมีความชัดเจนมากยิ่งขึ้นตามไปด้วย เช่น หลังการปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 5.1 ผลกระทบจากของปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยต่ออัตราการเติบโตของผลผลิต

	1. ก่อนเปิดเสรีการเงิน (ม.ค. 2531-พ.ค. 2535)	2. หลังเปิดเสรีการเงิน (มิ.ย. 2535-พ.ค. 2539)
1. ความผันผวนในอัตราการเติบโตของปริมาณเงิน	2.028(0.156)	1.500(1.205) ^{S-R}
1.1 ความผันผวนส่วนที่คาดการณ์ได้	23.292(1.036)	2.377(0.719)
1.2 ความผันผวนส่วนที่ไม่ได้คาดการณ์	-270.83(-1.08)	-27.42(-0.671)
2. ความผันผวนในอัตราดอกเบี้ย	-3.829(-1.623)*	-5.617(-2.609)**
2.1 ความผันผวนส่วนที่คาดการณ์ได้	-2.628(-0.740)	-3.084(-1.602)*
2.2 ความผันผวนส่วนที่ไม่ได้คาดการณ์	-11.97(-0.483)	-32.489(-1.520)*

** หมายถึง มีนัยสำคัญในระดับความเชื่อมั่น 95 %

* หมายถึง มีนัยสำคัญในระดับความเชื่อมั่น 80 %

S-R หมายถึง เกิดผลกระทบในลักษณะเพียงชั่วคราว

ตัวเลขในวงเล็บปีกกาหมายถึงค่า t-statistic

ตารางที่ 5.2 ผลกระทบจากความผันผวนของปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยต่อระดับราคา

	ก่อนเปิดเสรีการเงิน (ม.ค.2531-พ.ค.2535)	หลังเปิดเสรีการเงิน (มิ.ย.2535-พ.ค.2539)
1. ความผันผวนในอัตราการเติบโตของปริมาณเงิน	0.335(0.339)	4.922(1.914)**
1.1 ความผันผวนส่วนที่คาดการณ์ได้	1.670(1.04)	-2.128(-0.653) ^{S-R}
1.2 ความผันผวนส่วนที่ไม่ได้คาดการณ์	-4.96(-0.41)	70.992(2.022)***
2. ความผันผวนในอัตราดอกเบี้ย	0.069(0.332)	2.945(1.510)*
2.1 ความผันผวนส่วนที่คาดการณ์ได้	0.233(0.472)	-0.127(0.105)
2.2 ความผันผวนส่วนที่ไม่ได้คาดการณ์	-0.435(-0.15)	-2.788(-0.161)

*** หมายถึง มีนัยสำคัญในระดับความเชื่อมั่น 95 %

** หมายถึง มีนัยสำคัญในระดับความเชื่อมั่น 90 %

* หมายถึง มีนัยสำคัญในระดับความเชื่อมั่น 80 %

S-R หมายถึง มีผลกระทบในลักษณะเพียงชั่วคราว

ตัวเลขในวงเล็บปีกกาหมายถึงค่า t-statistic