

## บทที่ 2

### แนวคิดเชิงทฤษฎีและวรรณกรรมปริทัศน์

#### 2.1 แนวคิดเชิงทฤษฎีเบื้องต้น

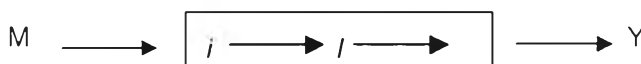
แนวคิดและทฤษฎีในส่วนนี้จะประกอบไปด้วยทฤษฎีหลักๆ 2 ส่วนคือ ส่วนแรกเป็นทฤษฎีเกี่ยวกับกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน เพื่ออธิบายว่านโยบายการเงินมีกลไกการส่งผ่านไปยังระบบเศรษฐกิจอย่างไร และส่วนที่สองเป็นทฤษฎีเกี่ยวกับการบริโภคในวงจรชีวิต เป็นการอธิบายรูปแบบการบริโภคของบุคคลภายใต้ข้อจำกัดของรายได้ หรือทรัพยากรที่คาดว่าจะได้รับตลอดชั่วอายุขัย ซึ่งรายได้ที่คาดว่าจะได้รับตลอดชั่วอายุขัยนั้น ประกอบไปด้วยรายได้ที่เกิดจากการทำงาน และรายได้ที่เกิดจากการถือครองสินทรัพย์ ทฤษฎีกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินเป็นแนวคิดพื้นฐานในการพิจารณาว่ากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาสินทรัพย์ ประกอบไปด้วยอะไรบ้าง มีการส่งผ่านอย่างไร และทฤษฎีการบริโภคในวงจรชีวิตก็เป็นตัวสนับสนุนทฤษฎีกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในแง่ที่ว่า การถือครองสินทรัพย์ก็จัดเป็นรายได้ชนิดหนึ่ง ซึ่งมีผลต่อการตัดสินใจในการบริโภคของบุคคลที่ถือครอง

##### 2.1.1 ทฤษฎีกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน

แนวคิดเชิงทฤษฎีเบื้องต้นของกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในส่วนนี้ เป็นการรวบรวมจากงานของ Frederic S. Mishkin เพื่ออธิบายกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน (Monetary Transmission) โดยมีแนวคิดสำคัญ 2 สำนัก คือ สำนักเคนส์ และสำนักการเงินนิยม

##### 1. แนวคิดของสำนักเคนส์ (Keynesian View)

สำนักเคนส์พยายามอธิบายกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน โดยดูผลของปริมาณเงินที่ส่งผลกระทบต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจในรูปแบบของแบบจำลองโครงสร้าง (Structural Model) เพื่ออธิบายว่าเศรษฐกิจมีการดำเนินไปอย่างไรจากการใช้รูปแบบต่างๆ ของสมการในการอธิบายพฤติกรรมของหน่วยผลิตและผู้บริโภคในสาขาต่างๆ ของระบบเศรษฐกิจ สมการต่างๆ เหล่านี้แสดงถึงช่องทางต่างๆ ที่นโยบายการเงินส่งผลกระทบต่อระดับผลผลิตและการใช้จ่ายมวลรวม แบบจำลองโครงสร้างสำนักเคนส์เป็นรูปแบบสมการที่เกี่ยวข้องกับพฤติกรรม ซึ่งเป็นการอธิบายการทำงานของนโยบายการเงิน ดังแผนภาพต่อไปนี้



จากแบบจำลองสามารถอธิบายได้ดังนี้ คือ ปริมาณเงิน ( $M$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ย ( $i$ ) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อไปย้งการใช้จ่ายในการลงทุน ( $I$ ) และส่งผลต่อไปยังระดับผลผลิตหรือระดับการใช้จ่ายมวลรวม ( $Y$ )

จากแบบจำลองดังกล่าวจะเห็นได้ว่า แนวคิดตามแบบสำนักเคนส์เป็นการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินและระดับผลผลิตจากหลักฐานเชิงประจักษ์ (Empirical evidence) เฉพาะช่องทางที่นโยบายการเงินมีอิทธิพล ดังเช่นความเชื่อมโยงระหว่างอัตราดอกเบี้ยและการใช้จ่ายในการลงทุน ซึ่งแนวคิดสำนักเคนส์ได้แบ่งช่องทาง (Channel) ที่นโยบายการเงินส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจไว้ 3 ช่องทางใหญ่ๆ ได้แก่ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Channel) ช่องทางราคาสินทรัพย์ (Other Asset Price Channel) และช่องทางสินเชื่อ (Credit Channel)

#### 1) ช่องทางอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Channel)

กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย เป็นกลไกการส่งผ่านหลักของแนวคิดพื้นฐานจากสำนักเคนส์ (Basic Keynesian Textbook Model) โดยเป็นแนวคิดพื้นฐานของแบบจำลอง IS-LM ของเคนส์ และเป็นแนวคิดที่นำมาใช้ในทางเศรษฐศาสตร์มากกว่า 50 ปี การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยสามารถอธิบายได้ดังนี้

$$M \uparrow \longrightarrow i, \downarrow \longrightarrow I \uparrow \longrightarrow Y \uparrow$$

โดยที่  $M \uparrow$  แสดงถึงการผ่อนคลายนโยบายการเงิน ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงลดลง ( $i, \downarrow$ ) ทำให้การใช้จ่ายในการลงทุนเพิ่มสูงขึ้น ( $I \uparrow$ ) เนื่องจากต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) ลดลง เมื่ออัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงปรับลดลง เป็นผลให้อุปสงค์มวลรวม (Aggregate Demand) และระดับผลผลิต (Output) เพิ่มขึ้นในท้ายที่สุด

ถึงแม้ว่าแนวคิดดั้งเดิมของเคนส์ในช่องทางนี้เน้นการตัดสินใจในการลงทุนของหน่วยธุรกิจ แต่งานวิจัยในระยะหลังยอมรับว่าการตัดสินใจของผู้บริโภคเกี่ยวกับการใช้จ่ายในเรื่องบ้านและสินค้าคงทน (Housing and Consumer Durable Expenditure) จัดว่าเป็นการตัดสินใจลงทุนชนิดหนึ่ง ดังนั้นกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย จึงส่งผลต่อการตัดสินใจในการใช้จ่ายเพื่อการลงทุนของหน่วยธุรกิจ และผู้บริโภค

ลักษณะสำคัญสำหรับกลไกการส่งผ่านนโยบายผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย คือ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Interest Rate) มีผลต่อการตัดสินใจของหน่วยธุรกิจ และผู้บริโภคมากกว่าอัตราดอกเบี้ย (Nominal Interest Rate) นอกจากนี้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงระยะยาว มีผลต่อการตัดสินใจในการใช้จ่ายเป็นอย่างมาก

## 2) ช่องทางราคาสินทรัพย์ (Other Asset Price Channel)

นอกเหนือจากช่องทางอัตราดอกเบี้ยที่มีผลต่อการลงทุนแล้ว นักเศรษฐศาสตร์สำนักเคนส์ได้ทำการศึกษาอิทธิพลของนโยบายการเงินที่มีต่อระบบเศรษฐกิจผ่านช่องทางอื่นๆ จนเป็นที่ยอมรับ คือ ช่องทางราคาทรัพย์สิน และกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาสินทรัพย์ที่ส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจ มี 3 ช่องทางหลัก คือ ราคานหุ้น (Stock Market Prices) ราคาอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Prices) และ อัตราการแลกเปลี่ยน (Exchange Rates)

### ราคานหุ้น (Stock Market Prices)

ความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์อันเกิดจากการดำเนินนโยบายการเงิน มีผลกระทบต่อที่สำคัญต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวม กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินสามารถส่งผลต่อตลาดหลักทรัพย์ได้ดังรูปแบบต่อไปนี้

#### - ผลของตลาดหลักทรัพย์ที่มีต่อการลงทุน (Stock Market Effect on Investment)

ทฤษฎี Tobin's q (Tobin, 1969) เป็นกลไกสำคัญในการอธิบายว่าการเปลี่ยนแปลงในราคานหุ้นมีผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจอย่างไร Tobin ได้นิยามให้ q คือมูลค่าทางตลาดของหน่วยธุรกิจหารด้วยต้นทุนของการเปลี่ยนแปลงทุน ถ้า q มีค่าสูงแสดงว่ามูลค่าทางตลาดของหน่วยธุรกิจมีค่าสูงเมื่อเปรียบเทียบกับต้นทุนของการเปลี่ยนแปลงทุน และการลงทุนใหม่ของหน่วยธุรกิจมีราคาถูกเมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดของหน่วยธุรกิจ หน่วยธุรกิจสามารถออกหุ้น (Stock) และขายในราคาที่สูงได้เมื่อเทียบกับต้นทุนการซื้ออุปกรณ์ในการลงทุนใหม่ การใช้จ่ายในการลงทุนจะเพิ่มขึ้น เพราะหน่วยธุรกิจสามารถลงทุนใหม่ได้ด้วยการออกหุ้นเพียงเล็กน้อย

แบบจำลอง Tobin q เป็นการเชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างราคานหุ้นและการใช้จ่ายในการลงทุน ซึ่งสามารถอธิบายได้จากการใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย ทำให้อัตราดอกเบี้ยลดต่ำลง เป็นการลดความต้องการในการถือครองพันธบัตรเมื่อเทียบกับหุ้น อันส่งผลให้ความต้องการในการถือครองหุ้นเพิ่มสูงขึ้น ทำให้หุ้นมีราคาสูงขึ้น ราคานหุ้นที่เพิ่มสูงขึ้นจะนำไปสู่การใช้จ่ายในการลงทุนที่เพิ่มสูงขึ้น สามารถเขียนได้ดังสมการต่อไปนี้

$$M \uparrow \rightarrow P_s \uparrow \rightarrow q \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

โดยที่  $M \uparrow$  แสดงถึงการผ่อนคลายนโยบายการเงิน ทำให้ราคานหุ้นเพิ่มขึ้น ( $P_s \uparrow$ ) ทำให้ q เพิ่มขึ้น เป็นผลให้การลงทุนเพิ่มสูงขึ้น ( $I \uparrow$ ) อันนำไปสู่การเพิ่มขึ้นในอุปสงค์มวลรวมและการเพิ่มขึ้นในผลผลิต ( $Y \uparrow$ )

- ผลกระทบต่องบดุลของหน่วยธุรกิจ (Firm Balance-Sheet Effects)

ช่องทางงบดุลเป็นการพัฒนาขึ้นเพื่ออธิบายปัญหาความไม่สมดุลของข้อมูลในตลาดสินเชื่อ ดังเช่นช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคาร กล่าวคือ เมื่อมูลค่าของหน่วยธุรกิจ (Net Worth of Business Firms) ลดต่ำลง จะก่อให้เกิดปัญหา Adverse Selection และ Moral Hazard มากขึ้นต่อการปล่อยสินเชื่อให้แก่หน่วยธุรกิจ โดยเมื่อมูลค่าของหน่วยธุรกิจลดลงย่อมส่งผลให้มูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ค้ำประกันในการปล่อยสินเชื่อมีค่าลดลง และส่งผลให้เกิดปัญหา Adverse Selection เพิ่มมากขึ้น ซึ่งนำไปสู่การลดปริมาณการปล่อยสินเชื่อในการลงทุน นอกจากนี้มูลค่าที่ลดลงของหน่วยธุรกิจยังนำไปสู่ปัญหา Moral Hazard ที่เพิ่มขึ้นด้วย เนื่องจากในกรณีที่มูลค่าของหน่วยธุรกิจลดลง เจ้าของหน่วยธุรกิจจะมี equity ที่ลดลง เป็นการจูงใจให้ลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง ซึ่งการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงนั้น ทำให้โอกาสในการได้รับเงินชำระคืนน้อยลงไปด้วย ดังนั้นการลดลงของมูลค่าหน่วยธุรกิจจึงนำไปสู่การลดลงของการปล่อยสินเชื่อ และการลงทุน

นโยบายการเงินสามารถส่งผลต่องบดุลของหน่วยธุรกิจและการใช้จ่ายมวลรวมผ่านกลไกดังต่อไปนี้คือ เมื่อมีการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นผลให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้นตามที่ได้กล่าวไปแล้วข้างต้น และทำให้มูลค่าของหน่วยธุรกิจเพิ่มขึ้น อันจะส่งผลให้ปัญหา Adverse Selection และ Moral Hazard ลดลง ดังนั้นจึงเป็นผลให้มีการปล่อยกู้มากขึ้น นำไปสู่การใช้จ่ายในการลงทุนและรายจ่ายมวลรวมที่เพิ่มสูงขึ้น ซึ่งสามารถเขียนอธิบายได้ดังสมการต่อไปนี้

$$M \uparrow \longrightarrow P_s \uparrow \longrightarrow NW \uparrow \longrightarrow L \uparrow \longrightarrow I \uparrow \longrightarrow Y \uparrow$$

- ผลกระทบต่อสภาพคล่องของครัวเรือน (Household Liquidity Effects)

เมื่อพิจารณาในมุมมองของผลจากสภาพคล่องพบว่า นโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อ การตัดสินใจในการใช้จ่ายของผู้บริโภคในด้านที่พหุภาคีและสินค้าคงทนมากกว่าที่จะส่งผลกระทบต่อ ความต้องการปล่อยสินเชื่อของผู้ให้กู้ เนื่องจากความไม่สมดุลของข้อมูลทำให้สินค้าคงทนและที่ พหุภาคีเป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ ดังนั้นถ้ารายได้ของครัวเรือนมีการเปลี่ยนแปลงอย่าง ฉับพลัน (Shock) แล้ว ครัวเรือนต้องขายสินค้าคงทนหรือที่พหุภาคีเพื่อเปลี่ยนเป็นเงินสด ซึ่งจะ ทำให้ได้ราคาต่ำกว่าความเป็นจริง ในทางตรงข้ามถ้าครัวเรือนเลือกถือสินทรัพย์ทางการเงิน เช่น เงินฝากในธนาคาร หุ้น หรือพันธบัตร ครัวเรือนสามารถเปลี่ยนสินทรัพย์เหล่านั้นให้เป็นเงินสดได้ อย่างรวดเร็ว และมูลค่าที่ได้ก็ไม่ลดลง ดังนั้นถ้าครัวเรือนคาดหวังว่าในอนาคตตนเองจะประสบ

ปัญหาทางการเงิน ครั้วเรือนย่อมเลือกถือสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงกว่า มากกว่าที่จะถือครองสินทรัพย์คงทนหรือที่พักอาศัย

งบทดุลของผู้บริโภคมีความสำคัญต่อการประเมินปัญหาทางการเงินที่อาจจะเกิดขึ้นได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อผู้บริโภคมีทรัพย์สินทางการเงินเป็นจำนวนมากเมื่อเทียบกับหนี้สิน ทำให้ปัญหาทางการเงินที่จะเกิดขึ้นมีความเป็นไปได้ต่ำ ส่งผลให้ผู้บริโภคมีความเต็มใจในการใช้จ่ายด้านที่พักอาศัยหรือสินค้าคงทนมากขึ้น เมื่อราคาของหุ้นเพิ่มสูงขึ้น จะทำให้มูลค่าของสินทรัพย์ทางการเงินเพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย การใช้จ่ายในด้านสินค้าคงทนก็จะเพิ่มขึ้น เพราะผู้บริโภคคาดว่าตนจะไม่ประสบปัญหาทางการเงิน กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องสภาพคล่องของครั้วเรือน สามารถเขียนอธิบายได้ดังนี้

$$M \uparrow \longrightarrow P_s \uparrow \longrightarrow \text{financial assets} \uparrow \longrightarrow$$

$$\text{likelihood of financial distress} \downarrow \longrightarrow C_d \uparrow, H \uparrow \longrightarrow Y \uparrow$$

- ผลกระทบต่อความมั่งคั่งของครั้วเรือน (Household Wealth Effects)

หลักเบื้องต้นในทฤษฎีของ Modigliani กล่าวว่าผู้บริโภคจะพยายามรักษาระดับการบริโภคตลอดช่วงอายุของตน ดังนั้นสิ่งที่มีผลต่อการตัดสินใจบริโภคของผู้บริโภคก็คือทรัพยากรตลอดช่วงอายุของผู้บริโภค (Life Time Resource) ส่วนประกอบที่สำคัญสำหรับทรัพยากรตลอดช่วงอายุของผู้บริโภคคือ ความมั่งคั่งทางการเงิน (Financial Wealth) ซึ่งส่วนใหญ่แล้วได้แก่ หุ้น (Common Stock) ดังนั้นเมื่อมีการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย ทำให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น เป็นการเพิ่มมูลค่าความมั่งคั่งให้แก่ครั้วเรือน ทำให้ทรัพยากรตลอดช่วงอายุของผู้บริโภคเพิ่มสูงขึ้น ก่อให้เกิดการบริโภคที่เพิ่มขึ้น สามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$M \uparrow \longrightarrow P_s \uparrow \longrightarrow W \uparrow \longrightarrow C \uparrow \longrightarrow Y \uparrow$$

โดยที่  $W \uparrow$  และ  $C \uparrow$  แสดงถึงความมั่งคั่งของครั้วเรือนและการบริโภคที่เพิ่มสูงขึ้น

ราคาอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Prices)

ราคาสินทรัพย์อื่นที่มีบทบาทสำคัญในกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน คือ ราคาอสังหาริมทรัพย์ โดยที่ราคาอสังหาริมทรัพย์จะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์มวลรวม ได้ดังรูปแบบต่อไปนี้

- ผลกระทบโดยตรงต่อการใช้จ่ายด้านที่พักอาศัย (Direct Effects on Housing Expenditure)

การดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย ( $M \uparrow$ ) ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยลดต่ำลง ทำให้ต้นทุนทางการเงินด้านที่พักอาศัยลดต่ำลง และราคาที่พักอาศัยเพิ่มสูงขึ้น ( $P_h \uparrow$ ) เมื่อเปรียบเทียบราคาที่พักอาศัยที่สูงขึ้นกับต้นทุนในการก่อสร้าง ผู้รับเหมาก่อสร้างจะได้รับกำไรเพิ่มขึ้นจากการสร้างที่พักอาศัย ดังนั้นการใช้จ่ายในส่วนนี้จึงเพิ่มขึ้น และเป็นการเพิ่มอุปสงค์มวลรวม กลไกการส่งผ่านของช่องทางนี้สามารถเขียนอธิบายได้ดังนี้

$$M \uparrow \longrightarrow P_h \uparrow \longrightarrow H \uparrow \longrightarrow Y \uparrow$$

- ผลกระทบต่อความมั่งคั่งของครัวเรือน (Household Wealth Effects)

ราคาที่พักอาศัยเป็นส่วนประกอบที่สำคัญของความมั่งคั่งของครัวเรือน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการใช้จ่ายในการบริโภคอย่างที่ได้กล่าวไว้แล้วในข้างต้น ดังนั้น การดำเนินนโยบายแบบผ่อนคลาย ( $M \uparrow$ ) จะส่งผลให้ราคาที่พักอาศัยเพิ่มสูงขึ้น ( $P_h \uparrow$ ) และทำให้ความมั่งคั่งของครัวเรือนมีมูลค่าเพิ่มขึ้นเช่นกัน ( $W \uparrow$ ) อันส่งผลให้การใช้จ่ายในการบริโภค และอุปสงค์มวลรวมเพิ่มสูงขึ้น สามารถเขียนอธิบายได้ดังสมการต่อไปนี้

$$M \uparrow \longrightarrow P_h \uparrow \longrightarrow W \uparrow \longrightarrow C \uparrow \longrightarrow Y \uparrow$$

- งบดุลของธนาคาร (Bank Balance Sheets)

กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในมุมมองของด้านสินเชื่อเห็นว่า ธนาคารมีบทบาทสำคัญอย่างมากในระบบการเงิน เพราะธนาคารมีความสามารถในการแก้ไขปัญหาความไม่สมดุลงานของข้อมูล (Asymmetric Information) ในตลาดการเงินได้ และเนื่องจากผู้กู้ (Borrow) บางรายไม่สามารถเข้าถึงตลาดสินเชื่อได้โดยปราศจากการกู้ยืมจากธนาคาร ซึ่งธนาคารมีการปล่อยกู้เกี่ยวกับอสังหาริมทรัพย์เป็นจำนวนมาก ถ้าราคาอสังหาริมทรัพย์มีราคาสูงขึ้น อันเนื่องมาจากการดำเนินนโยบายแบบผ่อนคลาย จะส่งผลให้หนี้สูญของธนาคารลดลง ทำให้เงินกองทุนของธนาคาร (Bank Capital) เพิ่มสูงขึ้น เงินกองทุนที่เพิ่มสูงขึ้นย่อมทำให้ธนาคารสามารถปล่อยสินเชื่อได้มากขึ้น นำไปสู่การลงทุนและอุปสงค์มวลรวมที่เพิ่มขึ้น ช่องทางงบดุลของธนาคารสามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$M \uparrow \longrightarrow P_r \uparrow \longrightarrow NW_b \uparrow \longrightarrow L \uparrow \longrightarrow I \uparrow \longrightarrow Y \uparrow$$

เมื่อมีการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย จะส่งผลให้ราคาอสังหาริมทรัพย์มีมูลค่าสูงขึ้น ( $P, \uparrow$ ) ทำให้เงินกองทุนของธนาคารเพิ่มขึ้น ( $NW_b \uparrow$ ) และทำให้ธนาคารสามารถปล่อยสินเชื่อได้มากขึ้น ( $L \uparrow$ ) ก่อให้เกิดการลงทุนและผลผลิตที่เพิ่มขึ้น

#### อัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rates)

ภายใต้ระบบเศรษฐกิจที่ทำการค้าขายกันระหว่างประเทศ และระบบการเงินแบบเสรี รวมทั้งการใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวในประเทศกำลังพัฒนา ผลของอัตราแลกเปลี่ยนที่มีต่อการส่งออกสุทธิ กลายมาเป็นส่วนสำคัญในการส่งผ่านนโยบายการเงิน ซึ่งช่องทางนี้มีความเกี่ยวข้องกับผลของอัตราดอกเบี้ยด้วย เพราะเมื่ออัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในประเทศมีค่าลดลง เงินฝากภายในประเทศจะได้รับความสนใจน้อยกว่า เมื่อเทียบกับเงินฝากในต่างประเทศ ส่งผลให้ค่าเงินในประเทศมีค่าลดลงเมื่อเทียบกับเงินตราต่างประเทศ ( $E \downarrow$ ) จากค่าเงินที่ลดลงทำให้สินค้าภายในประเทศมีมูลค่าถูกกว่าสินค้าของต่างประเทศ ดังนั้นการส่งออกสุทธิจึงมีมูลค่าเพิ่มสูงขึ้น ( $NX \uparrow$ ) และเป็นผลให้ผลผลิตมวลรวมเพิ่มสูงขึ้น กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนสามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$M \uparrow \longrightarrow i \downarrow \longrightarrow E \downarrow \longrightarrow NX \uparrow \longrightarrow Y \uparrow$$

#### 3. ช่องทางสินเชื่อ (Credit Channel)

ช่องทางนี้เป็นการอธิบายถึงปัญหาความไม่สมดุของข้อมูล (Asymmetric Information) ในตลาดการเงิน โดยใช้การอธิบายในมุมมองของสินเชื่อ ดังนี้

##### ช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคาร (Bank Lending Channel)

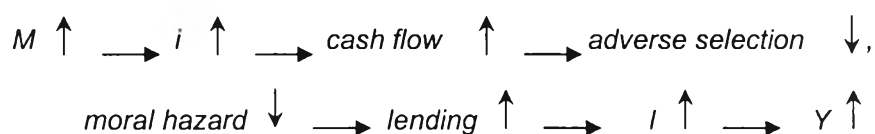
ช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคารมีแนวคิดพื้นฐานที่ว่าธนาคารมีบทบาทสำคัญในระบบการเงิน เพราะธนาคารสามารถที่จะแก้ปัญหาความไม่สมดุของข้อมูลในตลาดการเงินได้จากบทบาทของธนาคารที่ได้กล่าวมา ผู้กู้ยืม (Borrowers) จึงไม่สามารถเข้าถึงตลาดสินเชื่อได้โดยปราศจากการกู้ยืมจากธนาคาร ดังนั้นตราบเท่าที่ยังไม่มีการทดแทนกันอย่างสมบูรณ์ระหว่างธนาคารกับแหล่งเงินทุนอื่นๆ การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคารสามารถอธิบายได้ดังนี้

$$M \uparrow \longrightarrow \text{bank deposits} \uparrow \longrightarrow \text{bank loans} \uparrow \longrightarrow I \uparrow \longrightarrow Y \uparrow$$

การดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นผลให้ปริมาณเงินสำรองและปริมาณเงินฝากของธนาคารเพิ่มขึ้น ทำให้ปริมาณเงินที่ธนาคารสามารถปล่อยสินเชื่อเพิ่มขึ้น และจากการที่ธนาคารมีบทบาทสำคัญในการปล่อยสินเชื่อให้แก่ผู้กู้ เพื่อนำไปลงทุนในกิจกรรมทางเศรษฐกิจ ดังนั้นเมื่อปริมาณการปล่อยสินเชื่อเพิ่มขึ้นจะก่อให้เกิดการลงทุนที่เพิ่มขึ้น และนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อการใช้จ่ายของหน่วยธุรกิจขนาดเล็กมากกว่าหน่วยธุรกิจขนาดใหญ่

#### ช่องทางกระแสเงินสด (Cash Flow Channel)

เป็นผลกระทบอันเกิดจากความแตกต่างระหว่างรายรับและรายจ่ายที่เป็นเงินสด เมื่อมีการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นผลให้อัตราดอกเบี้ย (Nominal Interest Rate) ลดต่ำลง และทำให้งบดุลของหน่วยธุรกิจดีขึ้น เนื่องมาจากกระแสเงินสดที่เพิ่มขึ้น เป็นการเพิ่มสภาพคล่องให้แก่หน่วยธุรกิจ (หรือครัวเรือน) ซึ่งเป็นการส่งสัญญาณให้ผู้ปล่อยกู้รู้ว่าหน่วยธุรกิจ (หรือครัวเรือน) สามารถชำระหนี้คืนได้ กล่าวคือ ปัญหา Adverse Selection และ Moral Hazard ลดลง นำไปสู่การปล่อยสินเชื่อและกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เพิ่มสูงขึ้น ซึ่งสามารถเขียนกลไกการส่งผ่านได้ดังนี้

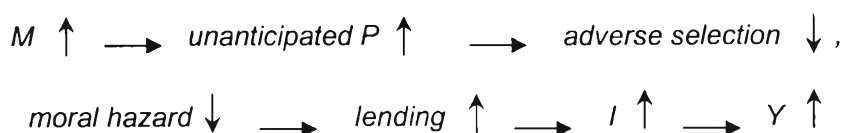


สิ่งสำคัญสำหรับกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางนี้คือ อัตราดอกเบี้ย (Nominal Interest Rate) ที่ส่งผลกระทบต่อกระแสเงินสดของหน่วยธุรกิจ นอกจากนี้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นมีบทบาทที่สำคัญต่อกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงิน เพราะส่งผลกระทบต่อกระแสเงินสดของครัวเรือนและหน่วยธุรกิจมากกว่าอัตราดอกเบี้ยระยะยาว (ในเรื่องการชำระหนี้)

#### ช่องทางระดับราคาที่ไม่ได้คาดหมายมาก่อน (Unanticipated Price Level Channel)

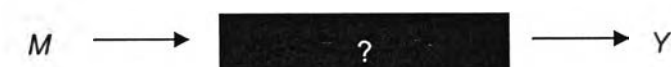
กลไกการดำเนินนโยบายการเงินส่งผลต่อช่องทางระดับราคา เพราะโดยปกติแล้วสัญญาการชำระหนี้คืนจะอยู่ในรูปของค่าคงที่ (Fixed in Nominal Term) เมื่อระดับราคาที่ไม่ได้คาดหมายเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้มูลค่าหนี้สินของหน่วยธุรกิจที่แท้จริงลดต่ำลง ในขณะที่มูลค่าสินทรัพย์ของหน่วยธุรกิจที่แท้จริงไม่ได้ลดลง เมื่อมีการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นผลทำให้ระดับราคาที่ไม่ได้คาดหมายเพิ่มสูงขึ้น ( $P \uparrow$ ) เป็นการทำให้มูลค่าที่แท้จริงเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้ปัญหา Adverse Selection และ Moral Hazard ลดลง นำไปสู่การใช้จ่ายในการลงทุนและผลผลิตมวลรวมที่เพิ่มขึ้น ซึ่งสามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้





## 2. แนวคิดของสำนักการเงินนิยม (Monetarist View)

สำหรับแนวคิดของสำนักการเงินนิยมไม่ได้อธิบายรูปแบบเฉพาะเจาะจงว่า ปริมาณเงินส่งผลกระทบต่อระดับการใช้จ่ายมวลรวมอย่างไร แต่เป็นการพิจารณาผลของปริมาณเงินต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจ จากการศึกษาความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงในระดับการใช้จ่ายมวลรวมและการเปลี่ยนแปลงในปริมาณเงิน โดยใช้แบบจำลองลดรูป (Reduced-form) กล่าวคือ สำนักการเงินนิยมวิเคราะห์ผลของปริมาณเงินที่มีต่อระดับการใช้จ่ายมวลรวม โดยให้ระบบเศรษฐกิจเปรียบเสมือนกล่องดำที่ไม่สามารถมองเห็นกลไกการทำงานได้ ดังแผนภาพต่อไปนี้



สำนักการเงินนิยมได้โต้แย้งแนวคิดแบบจำลองโครงสร้างของสำนักเคนส์ว่า กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินต่อเศรษฐกิจอาจจะยังไม่ครอบคลุมทั้งหมด ซึ่งเป็นจุดที่สำคัญมาก แต่การใช้แบบจำลองลดรูปของสำนักการเงินนิยมก็มีจุดอ่อนคือ ความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นไม่จำเป็นที่จะต้องเป็นเหตุผลกัน ถึงอย่างไรก็ตามสำนักการเงินนิยมก็เชื่อว่า การวิเคราะห์โดยใช้แบบจำลองลดรูปจะเป็นการครอบคลุมผลของการดำเนินนโยบายการเงินทั้งหมดที่มีต่อระบบเศรษฐกิจ

การวิจัยในทางเศรษฐศาสตร์หลังจากที่มีการโต้แย้งจากสำนักการเงินนิยม จึงมีลักษณะเป็นไปใน 2 ทิศทาง คือ ทิศทางแรกเป็นไปตามแนวคิดของสำนักการเงินนิยม โดยใช้แบบจำลองลดรูปที่มีความซับซ้อนในการทดสอบผลของนโยบายการเงินต่อระบบเศรษฐกิจ ส่วนอีกทิศทางหนึ่งเป็นไปตามแนวคิดของสำนักเคนส์ โดยใช้แบบจำลองโครงสร้างที่มีการพัฒนาให้เข้าใจถึงช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงินได้มากขึ้น นอกเหนือจากผลของอัตราดอกเบี้ยที่มีต่อการลงทุนและช่องทางอื่นๆ ที่ได้มีการพัฒนาขึ้นนั้น ได้แก่ ช่องทางราคาสินทรัพย์ และช่องทางสินเชื่อ ดังที่ได้กล่าวไปแล้วในแนวคิดของสำนักเคนส์

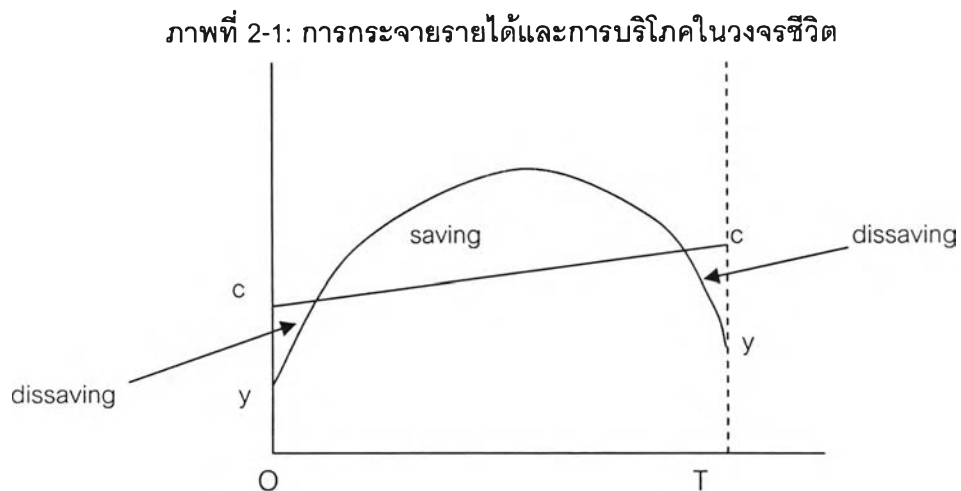
จากทฤษฎีกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาสินทรัพย์ ในส่วนของผลกระทบต่อความมั่งคั่งและสภาพคล่องของครัวเรือนนั้น มีแนวคิดพื้นฐานสนับสนุนมากจากทฤษฎีการบริโภคในวงจรชีวิต เนื่องจากทฤษฎีนี้กล่าวไว้ว่า การถือครองทรัพย์สินจัดเป็นรายได้ชนิดหนึ่ง และรูปแบบการบริโภคของบุคคลขึ้นอยู่กับรายได้ที่คาดว่าจะได้รับตลอดช่วงชีวิต เมื่อ

มูลค่าของสินทรัพย์ที่ถือครองเปลี่ยนแปลงไป ย่อมส่งผลถึงรูปแบบการบริโภคของบุคคลที่เปลี่ยนแปลงตามไปด้วย

### 2.1.2 ทฤษฎีการบริโภคในวงจรชีวิต<sup>3</sup>

ทฤษฎีการบริโภคในวงจรชีวิต (Life Cycle Theory of Consumption) เป็นทฤษฎีที่พัฒนาขึ้นโดยนักเศรษฐศาสตร์หลายท่าน อาทิ ฟรังโก มอดดีเกลียนี (Franco Modigliani) อัลเบิร์ต แอนโด (Albert Ando) และริชาร์ด บรูมเบิร์ก (Richard Brumberg) ได้เสนอแนวคิดร่วมกัน โดยมอดดีเกลียนีเริ่มเสนอผลงานตั้งแต่ปีค.ศ. 1954 ซึ่งมีแนวคิดว่าการตัดสินใจของครัวเรือนระหว่างการบริโภคกับการออมในขณะใดขณะหนึ่ง สะท้อนถึงความพยายามที่จะให้บรรลุเป้าหมายของการกระจายการบริโภคตลอดวงจรชีวิตภายใต้ข้อจำกัดของรายได้หรือทรัพยากรที่คาดว่าจะได้รับตลอดชั่วอายุขัย ซึ่งก็หมายความว่า ระดับการบริโภคของครัวเรือนมิได้ขึ้นอยู่กับระดับรายได้ในงวดเวลาปัจจุบันเท่านั้น แต่ยังขึ้นอยู่กับรายได้ที่เขาคาดว่าจะได้รับในอนาคตอีกด้วย

ตามสมมติฐานของทฤษฎีการบริโภคในวงจรชีวิต การกระจายของรายได้และการบริโภคของบุคคลในวงจรชีวิตเป็นไปในลักษณะที่แสดงไว้ในภาพที่ 2-1



ในภาพที่ 2-1 สมมติให้อายุขัยของบุคคลคือ OT ในช่วงอายุน้อยๆ บุคคลยังมีรายได้ต่ำ แต่เมื่อบุคคลมีอายุมากขึ้น (อยู่ในวัยกลางคน) เขามีรายได้สูงขึ้น และจะมีรายได้ลดลงเมื่ออยู่ในวัยสูงอายุ การกระจายรายได้ตลอดชั่วอายุขัยของบุคคลจึงมีลักษณะเหมือนเส้นโค้ง yy ส่วน

<sup>3</sup> รัตนา สายคณิต. มหเศรษฐศาสตร์วิเคราะห์: จากทฤษฎีสู่นโยบาย. คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2539.

การกระจายการบริโภคตลอดชั่วอายุขัยจะมีลักษณะเหมือนดังเส้น cc ซึ่งเอียงลาดจากซ้ายมือขึ้นไปทางขวามือ แสดงว่า ในช่วงอายุน้อย ระดับการบริโภคของบุคคลจะยังต่ำอยู่ แต่ระดับการบริโภคจะสูงขึ้นไปเรื่อยๆ เมื่อบุคคลมีอายุมากขึ้น

เมื่อเปรียบเทียบเส้นรายได้  $yy$  กับเส้นการบริโภค  $cc$  แล้วจะเห็นได้ว่า ในช่วงอายุน้อย บุคคลจะมีระดับการบริโภคสูงกว่าระดับรายได้ แสดงว่าในช่วงนั้น เขาจะมีการออมเป็นลบ (Dissaving) หรือมีหนี้สินเกิดขึ้น แต่เมื่ออยู่ในวัยกลางคน บุคคลจะมีระดับรายได้สูงกว่าระดับการบริโภค ทำให้เขาสามารถออมทรัพย์ได้ ส่วนในวัยสูงอายุ รายได้ของบุคคลจะลดลง ในขณะที่การบริโภคนั้นยังคงสูงอยู่ บุคคลจะกลับมาทำการออมเป็นลบอีกครั้งหนึ่ง

ในแง่ของฟังก์ชันการบริโภค มอดดีเกลียนี้และแอนโด มีสมมติฐานว่า การบริโภคในงวดเวลา  $t$  จะเป็นฟังก์ชันกับมูลค่าปัจจุบัน (Present Value) ในงวดเวลา  $t$  ของรายได้ที่จะได้รับตลอดอายุขัย<sup>4</sup> นั่นคือ

$$c_t = k(PV_t) \quad ; \quad 0 < k < 1 \quad (2.1)$$

โดย  $PV_t$  = มูลค่าปัจจุบันในงวดเวลา  $t$  ของรายได้ที่จะได้รับตลอดชั่วอายุขัย  
รายได้ที่จะได้รับตลอดชั่วอายุขัย ประกอบด้วยรายได้ที่เกิดจากการทำงาน (Labour income,  $y^L$ ) และรายได้ที่เกิดจากสินทรัพย์ (Property income,  $y^P$ ) ดังนั้น

$$PV_0 = \sum_0^T \frac{y_t^L}{(1+r)^t} + \sum_0^T \frac{y_t^P}{(1+r)^t} \quad (2.2)$$

โดยที่  $T$  = อายุขัยของบุคคล

$$\sum_0^T \frac{y_t^L}{(1+r)^t} = \text{มูลค่าปัจจุบันของรายได้ที่เกิดจากการทำงานตลอดอายุขัย}$$

$$\sum_0^T \frac{y_t^P}{(1+r)^t} = \text{มูลค่าปัจจุบันของรายได้ที่เกิดจากสินทรัพย์}$$

ในงวดเวลาที่ 0 มูลค่าปัจจุบันของรายได้ที่เกิดจากการทำงานตลอดอายุขัยจะประกอบด้วยรายได้ที่เกิดขึ้นในงวดเวลานั้น และรายได้ที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในงวดเวลาที่เหลือ (งวดเวลาที่ 1 ถึง งวดเวลาที่  $t$ ) ดังนั้น

$$\sum_0^T \frac{y_t^L}{(1+r)^t} = y_0^L + \sum_1^T \frac{y_t^L}{(1+r)^t} \quad (2.3)$$

<sup>4</sup> William H. Branson, *Macroeconomic Theory and Policy*, 3<sup>rd</sup> ed. (Singapore: Harper & Row, Publishers, 1989)

และถ้าสมมติให้ตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ ดังนั้น มูลค่าปัจจุบันของกระแสรายได้ที่เกิดจากสินทรัพย์จะมีมูลค่าเท่ากับสินทรัพย์ในงวดเวลาที่ 0 นั่นคือ

$$\sum_0^T \frac{y_t^p}{(1+r)^t} = a_0 \quad (2.4)$$

แทนค่าสมการ (2.3) และสมการ (2.4) ในสมการ (2.2) จะได้

$$PV_0 = y_0^L + \sum_1^T \frac{y_t^L}{(1+r)^t} + a_0 \quad (2.5)$$

และถ้ากำหนดให้ค่าเฉลี่ยของรายได้ที่เกิดจากการทำงานที่คาดว่าจะได้รับในงวดเวลาที่ศูนย์เท่ากับค่าเฉลี่ยของมูลค่าปัจจุบันของกระแสรายได้ที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในงวดเวลาที่เหลือจะได้

$$\bar{y}_0^e = \frac{1}{T-1} \sum_1^T \frac{y_t^L}{(1+r)^t} \quad (2.6)$$

หรือ 
$$\sum_1^T \frac{y_t^L}{(1+r)^t} = (T-1)\bar{y}_0^e \quad (2.7)$$

โดย  $\bar{y}_0^e$  = รายได้ที่เกิดจากการทำงานที่คาดว่าจะได้รับโดยเฉลี่ยในงวดเวลาที่ศูนย์  
 $(T-1)$  = งวดเวลาที่เหลือ

แทนสมการ (2.7) ลงในสมการ (2.5) จะได้

$$PV_0 = y_0^L + (T-1)\bar{y}_0^e + a_0 \quad (2.8)$$

ตามสมมติฐานของมอดดิกเกสส์นีและแอนโด  $\bar{y}_0^e$  มีค่าเป็นทวีคูณของ  $y_0^L$  นั่นคือ

$$\bar{y}_0^e = \beta y_0^L \quad ; \quad \beta > 0 \quad (2.9)$$

แทนค่าสมการ (2.9) ในสมการ (2.8) ก็จะได้

$$PV_0 = y_0^L + \beta(T-1)y_0^L + a_0 \quad (2.10)$$

เมื่อแทนค่าสมการ (2.10) ในสมการการบริโภค (2.1) ก็จะได้

$$c_0 = k[y_0^L + \beta(T-1)y_0^L + a_0]$$

หรือ 
$$c_0 = k[1 + \beta(T-1)]y_0^L + ka_0 \quad (2.11)$$

จากสมการ (2.11) เมื่อหารตลอดด้วย  $y_0$  จะได้สมการของ APC คือ

$$\frac{c_0}{y_0} = k[1 + \beta(T-1)]\frac{y_0^L}{y_0} + \frac{ka}{y_0} \quad (2.12)$$

ซึ่งสมการข้างต้นมีความหมายว่า การบริโภคในงวดเวลา 0 ขึ้นอยู่กับรายได้ที่เกิดจากการทำงานในงวดเวลา 0 และมูลค่าของสินทรัพย์ (Wealth) โดยค่า MPC จากรายได้ที่เกิดจากการทำงานมีค่าเท่ากับ  $\frac{k}{y_0} [1 + \beta(T-1)]$  และค่า MPC จากมูลค่าของสินทรัพย์มีค่าเท่ากับ  $\frac{k}{y_0}$

## 2.2 วรรณกรรมปริทัศน์

ในส่วนนี้เป็นการทบทวนงานที่เคยมีการศึกษาในเรื่องกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินที่มีผลต่อระบบเศรษฐกิจ และงานศึกษาอื่นๆ ที่มีความสัมพันธ์เกี่ยวข้องกับเรื่องราคาสินทรัพย์ ซึ่งจะแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนที่เป็นงานศึกษาในประเทศไทย และส่วนที่เป็นงานศึกษาในต่างประเทศ

### 2.2.1 งานศึกษาในประเทศไทย

งานที่ทำการศึกษากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในประเทศไทย ส่วนใหญ่จะเกี่ยวข้องกับช่องทางสินเชื่อ สาเหตุเพราะหลังจากที่การเปิดเสรีทางการเงิน ทำให้ธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินเข้ามามีบทบาทในระบบการเงินมากขึ้น ซึ่งเป็นการเพิ่มความสำคัญในการศึกษากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางนี้ ดังนั้นงานศึกษาในประเทศไทยสามารถแบ่งงานที่เกี่ยวข้องได้เป็น 2 ส่วนคือ งานที่ทำการศึกษากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสินเชื่อ และผ่านช่องทางอื่นๆ

#### 1. กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสินเชื่อ

คมกฤษ ชาญเจริญศักดิ์ (2544) ได้ทำการศึกษาถึงการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทาง การปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย โดยพิจารณาว่าการส่งผ่านของนโยบายการเงินในช่องทางนี้ส่งผลกระทบต่อตัวแปรเป้าหมายทางเศรษฐกิจเมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินอย่างฉับพลัน และเปรียบเทียบผลของการส่งผ่านนโยบายว่าส่งผลกระทบต่อธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่และขนาดเล็กแตกต่างกันอย่างไร ซึ่งคมกฤษเลือกใช้วิธีการทางเศรษฐมิติ โดยใช้แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) ในการทดสอบ จากนั้นจึงทำการวิเคราะห์ผลกระทบที่มีต่อตัวแปรเป้าหมายด้วยการคำนวณ Impulse Response Function และทำการวิเคราะห์ผลกระทบที่มีต่อความแตกต่างของขนาดธนาคารด้วยการคำนวณ Variance Decomposition ทั้งนี้ตัวแปรที่เลือกใช้แบบจำลองประกอบด้วย อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร ตัวแปรงบดุลธนาคาร (อันประกอบด้วย ปริมาณเงินฝาก ปริมาณสินเชื่อ และปริมาณหลักทรัพย์) ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม และดัชนีราคาผู้บริโภค โดยมีพื้นฐานแนวคิดจาก Bernanke และ

Blinder (1988) เช่นเดียวกับ Ubonrat ใช้ข้อมูลรายเดือนในช่วง มีนาคม 2537 ถึง พฤศจิกายน 2544 ในการวิเคราะห์ และแบ่งแบบจำลองออกเป็น 2 ช่วงเวลา คือ ช่วงก่อนลอยค่าเงินบาท (มีนาคม 2537 ถึง มิถุนายน 2540) และ หลังลอยค่าเงินบาท (กรกฎาคม 2540 ถึง พฤศจิกายน 2544) เนื่องจากโครงสร้างแบบจำลองระหว่างช่วงก่อนและหลังเปลี่ยนนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนมีความแตกต่างกัน

ผลจากการคำนวณพบว่า ทั้งช่วงก่อนและหลังเปลี่ยนนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน ไม่มีการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านทางสินเชื่อ เพราะการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยไม่ได้ส่งผลกระทบต่อตัวแปรสมดุลของธนาคารทั้ง 2 ขนาด แต่ถ้ามีการส่งผ่านของนโยบาย ธนาคารขนาดเล็ก จะได้รับผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงินมากกว่าธนาคารขนาดใหญ่ อันเนื่องมาจากความสามารถในการระดมทุนที่ต่ำกว่า จึงมีการเปลี่ยนแปลงปริมาณการถือครองสินเชื่อที่สูงกว่าธนาคารขนาดใหญ่

Ubonrat Klinhowhan (1999) ได้ทำการศึกษาการส่งผ่านนโยบายการเงินระหว่างช่องทางอัตรา ดอกเบี้ยและช่องทางสินเชื่อ เพื่อเปรียบเทียบผลของการส่งผ่านระหว่าง 2 ช่องทาง ทั้งก่อนช่วงการเปิดเสรีและหลังการเปิดเสรีทางการเงิน ใช้แบบจำลอง VAR ในการศึกษา โดยอาศัยแบบจำลอง IS-LM และแบบจำลองของ Bernanke และ Blinder (1988) ในการเลือกตัวแปร ซึ่งตัวแปรภายในประกอบด้วย อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี ปริมาณสินเชื่อ ดัชนีการลงทุนของภาคเอกชน และดัชนีราคาผู้บริโภค และตัวแปรภายนอกอันประกอบด้วย LIBOR Rate อัตราแลกเปลี่ยน การใช้จ่ายของรัฐบาล และตัวแปรหุ่นที่แสดงถึง การเกิด Oil Shock และการเปิดเสรีทางการเงิน โดยใช้ข้อมูลรายเดือนในช่วงเวลา 1980:01 ถึง 1997:06 ในการศึกษา

ในส่วนของการเปรียบเทียบผลของการส่งผ่านนโยบายการเงินของทั้ง 2 ช่องทางนั้น จะใช้ Variance Decomposition และ Impulse Response Function จากแบบจำลอง VAR ในการวิเคราะห์ ผลที่ได้พบว่า การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านทางอัตราดอกเบี้ยนั้น ไม่สอดคล้องกันกับแนวคิดของการส่งผ่านที่มีต่อตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค ในขณะที่ช่องทางสินเชื่อมีความสอดคล้องมากกว่า และทั้งช่วงก่อนและหลังการเปิดเสรีทางการเงิน ช่องทางสินเชื่อส่งผลต่อความแปรปรวนของดัชนีการลงทุนของภาคเอกชนและดัชนีราคาผู้บริโภคมากกว่าช่องทางอัตราดอกเบี้ย ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านทางสินเชื่อมีความสำคัญมากกว่าการส่งผ่านของช่องทางอัตราดอกเบี้ย

## 2. กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอื่นๆ

ปีติ ดิษยทัต และพินรัฐ วงศ์สินศิริกุล (2545) ได้ทำการศึกษากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในประเทศไทย โดยทำการศึกษาในทุกๆ ช่องทาง เพื่อดูความสำคัญของแต่ละช่องทางที่เกิดขึ้น และระยะเวลาในการส่งผ่านของนโยบายต่อระดับราคาและการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจ นอกจากนี้ยังได้ทำการศึกษาถึงความรวดเร็วในการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยธนาคารพาณิชย์ต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายด้วย เพื่อดูประสิทธิภาพของนโยบายการเงินในชั้นเบื้องต้น โดยดูอิทธิพลของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 14 วัน (อัตราดอกเบี้ยนโยบาย) ที่มีต่อการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน และอัตราดอกเบี้ยให้กู้ยืมลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) ซึ่งใช้ Dynamic Multiplier Method และ Error-Correction Model (EMC) ในการทดสอบ ผลการศึกษาพบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินฝากมีการปรับตัวได้เร็วกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ แต่การปรับตัวดังกล่าวจะไม่สมบูรณ์แบบหนึ่งต่อหนึ่ง อีกทั้งความเร็วและขนาดในการปรับตัวลดลงหลังจากวิกฤตค่าเงิน อันเกิดจากความอ่อนแอของระบบธนาคารพาณิชย์ไทยที่ไม่ทำงานตามปกติ

ในส่วนของกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน ใช้แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) ในการทดสอบ จากนั้นจึงทำการวิเคราะห์ความล่าช้าและผลกระทบ (อันเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 14 วัน) ที่มีต่อระดับราคาและการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจด้วยการคำนวณ Impulse Response Function และ Variance Decomposition ทำการศึกษาในช่วงปี 1993 ไตรมาสหนึ่ง ถึง ปี 2001 ไตรมาสสี่ นอกจากนี้ยังมีการใส่ตัวแปรภายนอกเข้าไปในแบบจำลองเพื่อควบคุมวิกฤตที่เกิดขึ้นในปี 1997 ตัวแปรที่ใช้คือ อัตราการแลกเปลี่ยน จากการศึกษาพบว่า ระดับราคาตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินเพียงเล็กน้อย ส่วนการตอบสนองของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศมีลักษณะเป็นรูปตัว U โดยถึงจุดต่ำสุดหลังการใช้นโยบายประมาณ 4-5 ไตรมาส และเมื่อพิจารณาอุปสงค์รวมแล้วพบว่าการลงทุนมีการตอบสนองต่อการดำเนินนโยบายมากที่สุด ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวในส่วนนี้จะคล้ายคลึงกับผลการศึกษาในต่างประเทศที่ใช้วิธีการคล้ายคลึงกัน ส่วนการดูความสำคัญของแต่ละช่องทางนั้นพิจารณาจากความแตกต่างของผลกระทบที่เกิดขึ้น โดยทำการเปรียบเทียบแบบจำลองพื้นฐานกับแบบจำลองที่ได้มีการปิดช่องทางที่ทำการพิจารณา ถ้ามีความแตกต่างกันมากย่อมแสดงถึงความสำคัญของช่องทางนั้น จากผลการศึกษาพบว่าการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยและสินเชื่อ มีบทบาทที่สำคัญกว่าช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน และราคาสินทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบ ซึ่งในส่วนช่องทางราคาสินทรัพย์นั้น พิจารณาเฉพาะตลาดหุ้น เนื่องจากมีปัญหาในด้านข้อมูลของอสังหาริมทรัพย์ และช่องทางนี้ส่งผลกระทบต่อการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจ

Lorenzo Giorgianni, Vikram Haksar, Christopher Jarvis, Reza Baqir and Teresa Daban (2002) ในงานส่วนนี้เป็นการศึกษาถึงเรื่องนโยบายการเงินและการคลังในประเทศไทย ในส่วนของนโยบายการเงินมีการศึกษาถึงการส่งผ่านของนโยบายที่มีต่อระบบเศรษฐกิจรวม และศึกษาผลกระทบในแต่ละช่องทางทั้ง 4 ช่องทาง เหมือนอย่างงานของดร.ปิติ และพินรัฐ โดยตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ในแบบจำลอง VAR ในการดูผลกระทบที่มีต่อระบบเศรษฐกิจรวมเหมือนกัน คือ อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 14 วัน ดัชนีราคาผู้บริโภค และผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ทำการศึกษาในช่วงปี 1993 ไตรมาสหนึ่ง ถึง ปี 2002 ไตรมาสหนึ่ง ได้ผลใกล้เคียงกับงานของดร.ปิติ และพินรัฐ ที่มีการศึกษาในช่วงเวลาเดียวกัน คือ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยอย่างฉับพลัน ทำให้ GDP ลดลงต่ำสุดประมาณ 1% หลังจากเกิดการเปลี่ยนแปลงไป 6 ไตรมาส ในขณะที่ผลการศึกษาในแต่ละช่องทางโดยการปิดผลของช่องทางนั้นๆ เพื่อเปรียบเทียบกับแบบจำลองพื้นฐาน กลับพบว่าช่องทางสินเชื่อลดบทบาทความสำคัญลง เนื่องจากการดำเนินนโยบายไม่ส่งผลกระทบต่อถึงการปรับเปลี่ยนการปล่อยสินเชื่อของธนาคาร แต่ช่องทางราคาทรัพย์สินกลับมีความสำคัญอย่างมาก ซึ่งเกิดจากการปรับเปลี่ยนนโยบายส่งผลกระทบต่อโดยตรงต่อการตัดสินใจลงทุนของหน่วยธุรกิจ ในงานศึกษานี้ก็พิจารณาเฉพาะหุ้น (Stock) เท่านั้น

Weerapon Haemrattanakorn (2000) เป็นการศึกษาถึงผลของ Asset Price Bubbles ที่มีต่อเศรษฐกิจ และผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อ Asset Price Bubbles เนื่องจากราคาสินทรัพย์อื่นๆ มีปัญหาทางด้านข้อมูล Weerapon จึงทำการศึกษาเฉพาะ bubbles ที่มีอยู่ในตลาดหุ้น ในการประมาณขนาดของ bubbles นั้นใช้ Present Value Model ในการคำนวณแบบจำลอง VAR ถูกนำมาใช้ในการหาความสัมพันธ์ระหว่างผลกระทบของนโยบายการเงิน Asset Price Bubbles และตัวแปรทางเศรษฐกิจ ซึ่งตัวแปรในแบบจำลองนี้ได้แก่ ขนาดของ bubbles ในราคาน้ำมัน อัตราดอกเบี้ยลูกค้าเงินกู้ขั้นดี ฐานเงิน ปริมาณสินเชื่อรวม ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน และดัชนีราคาผู้บริโภค โดยใช้ข้อมูลรายเดือนในช่วง 1986:01 ถึง 1996:12 ผลการศึกษาพบว่าเมื่อเกิด bubbles ขึ้นในตลาดหุ้นจะส่งผลต่อไปยังการลงทุนรวม ระดับราคา และปริมาณสินเชื่อที่เพิ่มขึ้น และจากการวิเคราะห์ด้วย Variance Decomposition และ Impulse Response Function ได้ผลสรุปว่า ปริมาณสินเชื่อรวมมีอิทธิพลต่อขนาดของ bubbles ในตลาดหุ้นมากที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับอัตราดอกเบี้ยและฐานเงิน



## 2.2.2 งานศึกษาในต่างประเทศ

งานศึกษาในต่างประเทศนั้น จะทำการทบทวนงานที่เคยมีการศึกษาเฉพาะในส่วนของ กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านทางราคาสินทรัพย์ และงานศึกษาอื่นๆ ที่มีความสัมพันธ์ เกี่ยวข้องกับราคาสินทรัพย์เท่านั้น

Alexander Ludwig and Torsten Slok (2001) เป็นการศึกษาถึงผลกระทบที่แตกต่างกัน ของราคาหุ้นและราคาบ้านต่อการบริโภคของครัวเรือน โดยใช้ข้อมูล 16 ประเทศในกลุ่ม OECD พบว่าผลกระทบระยะยาวของราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้น จะมีผลต่อประเทศที่ใช้ระบบการเงินแบบตลาดทุนเป็นหลักมากกว่าประเทศที่ใช้ระบบการเงินแบบธนาคารเป็นหลักอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนผลกระทบระยะยาวจากความมั่งคั่งของอสังหาริมทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นยังไม่สามารถระบุได้อย่างชัดเจน ว่าส่งผลกระทบต่อกลุ่มประเทศใดมากกว่ากัน ในการศึกษาใช้ Pedroni panel cointegration tests (1999) ทำการทดสอบ และมีการทดสอบในภาพรวม แบ่งเป็นกลุ่มประเทศที่ใช้ระบบการเงินแบบตลาดทุน และกลุ่มประเทศที่ใช้ระบบการเงินแบบธนาคาร นอกจากนี้ ยังทำการแบ่งการทดสอบออกเป็น 2 ช่วง คือ ช่วงทศวรรษ 1980 และทศวรรษ 1990 ซึ่งพบว่า การเปลี่ยนแปลงในราคาบ้านและราคาหุ้นมีผลกระทบเพิ่มขึ้นเมื่อเวลาผ่านไป

ANZ Research (2004) ได้ทำการศึกษาผลกระทบระยะสั้นของ wealth effect ที่มีผลต่อการบริโภคของครัวเรือนในประเทศออสเตรเลีย ซึ่งทำการศึกษาโดยการจำลองสถานการณ์ให้เกิด shock ในความมั่งคั่งจากอสังหาริมทรัพย์ ความมั่งคั่งจากสินทรัพย์ทางการเงิน อัตราดอกเบี้ย และรายได้ของครัวเรือน ในไตรมาสหนึ่ง ปี 2004 เพื่อดูผลการเปลี่ยนแปลงการบริโภคหลังจากเกิด shock หนึ่งปี นั่นคือ ดูผลกระทบในปี 2005 ไตรมาสหนึ่ง พบว่า รายได้ของครัวเรือนที่ลดลง 5% จะส่งผลกระทบมากที่สุดต่อการบริโภค ทำให้การบริโภคลดลงถึง 2.7% ส่วนการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยทำให้การบริโภคลดลง 1.3% ส่วนผลของความมั่งคั่งจากอสังหาริมทรัพย์ที่ลดลง 5% จะทำให้การบริโภคลดลง 0.5% ในขณะที่ ความมั่งคั่งจากสินทรัพย์ทางการเงินที่ลดลง 5% ทำให้การบริโภคลดลง 0.3% ซึ่งส่งผลกระทบที่น้อยกว่าเกือบครึ่งหนึ่งของผลของความมั่งคั่งจากอสังหาริมทรัพย์ นอกจากนี้ การเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยจะมีผลต่อการบริโภคในสินค้าคงทนมากกว่าสินค้าไม่คงทนและบริการ

Charles Goodhart and Boris Hofmann (2001) ทำการศึกษาถึงบทบาทของราคาสินทรัพย์ที่มีต่ออุปสงค์รวมและการส่งผ่านนโยบายการเงินในกลุ่มประเทศ G7 ในช่วง 1983:1 ถึง 1998:4 โดยสร้างดัชนีเงื่อนไขทางการเงิน (Financial Conditions Indices) ซึ่งประกอบไปด้วย

อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงระยะสั้น อัตราการแลกเปลี่ยนที่แท้จริง ราคาอสังหาริมทรัพย์ที่แท้จริง และราคาหุ้นที่แท้จริง (นำตัวแปรทั้ง 4 มาทำการถ่วงน้ำหนักเฉลี่ย) ในการวิเคราะห์ว่าราคาสินทรัพย์มีผลกระทบอย่างไรต่ออุปสงค์รวมและอัตราเงินเฟ้อ ในงานศึกษานี้ใช้ Reduced form regressions และ VAR ในการวิเคราะห์ ซึ่งในส่วนของ Reduced form แสดงให้เห็นว่าราคาสินทรัพย์ทั้งสองชนิดมีผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ และผลการวิเคราะห์จาก VAR แสดงให้เห็นว่าในภาพรวมการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยและราคาบ้านส่งผลกระทบต่ออุปสงค์รวมและอัตราเงินเฟ้ออย่างมีนัยสำคัญ ส่วนผลการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเป็นไปในทิศทางที่คาดไว้ แต่เป็นการเปลี่ยนแปลงที่มีนัยสำคัญเพียงครั้งหนึ่งของกรณีที่ทำการศึกษาทั้งหมด ในขณะที่ การเปลี่ยนแปลงราคารู้นยังให้ภาพที่ไม่อาจสรุปได้ เนื่องจากส่งผลกระทบต่ออุปสงค์รวมอย่างมีนัยสำคัญ แต่ส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้ออย่างไม่มีนัยสำคัญและเป็นในทิศทางที่ตรงข้ามกับที่ควรจะเป็น

Raymond Y C Tse KF Man (2004) ในงานส่วนนี้เป็นการศึกษาถึงผลกระทบของมูลค่าหุ้นของอสังหาริมทรัพย์ที่ลดลง ที่มีต่อการบริโภคของครัวเรือนในประเทศฮ่องกงในช่วงหลังเกิดวิกฤตการเงินเอเชียปี 1997 ทำการศึกษาโดยใช้ข้อมูลรายปี และทำการทดสอบด้วย OLS ตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ ได้แก่ การบริโภคของครัวเรือน (เป็นตัวแปรตาม) มูลค่าหุ้นของอสังหาริมทรัพย์ด้านที่พักอาศัย มูลค่าของหลักทรัพย์ และปริมาณเงิน (ใส่ความล่าช้าเท่ากับ 1 เนื่องจากไม่ได้ส่งผลกระทบต่อทันทีทันใดต่อการบริโภค) นอกจากนี้ ยังทำการทดสอบตัวแปรในรูปของความสัมพันธ์ที่แท้จริง โดยใช้ดัชนีราคาผู้บริโภคจัดค่าของเงินเฟ้อที่เกิดขึ้น ผลการทดสอบพบว่าปริมาณเงินอาจมีอิทธิพลต่อการบริโภคในบางครั้ง ส่วนความมั่งคั่งจากอสังหาริมทรัพย์หรือความมั่งคั่งจากมูลค่าหุ้นของตลาดอสังหาริมทรัพย์มีผลกระทบต่อการบริโภคของครัวเรือนอย่างมีนัยสำคัญ โดยที่มีช่วงความยืดหยุ่นระหว่าง 0.110874 ถึง 0.121788 ส่วนผลกระทบของความมั่งคั่งจากตลาดหลักทรัพย์ มีค่าความยืดหยุ่นระหว่าง 0.012013 ถึง 0.046699 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าของอสังหาริมทรัพย์ส่งผลกระทบต่อการบริโภคของครัวเรือน มากกว่าการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

Allan H. Meltzer (1995) ได้อ้างถึงประสบการณ์ที่เกิดขึ้นในประเทศญี่ปุ่น ในช่วงทศวรรษ 1980 และ 1990 ซึ่งเป็นช่วงที่นโยบายการเงินส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจโดยผ่านผลกระทบต่อเกิดจากมูลค่าของที่ดินและทรัพย์สิน ซึ่งเป็นการสนับสนุนทฤษฎีของ Tobin's  $q$  ในด้านการลงทุน และผลของความมั่งคั่งที่มีต่อการบริโภค เมื่อมีการใช้นโยบายแบบเข้มงวดจะทำให้เกิดการลดลงในมูลค่าของที่ดินและทรัพย์สินที่ต่ำกว่ามูลค่าของตลาด เมื่อเปรียบเทียบกับ

Replacement Cost (ค่า  $q$  ต่ำ) นำไปสู่การลดลงในการใช้จ่ายด้านการก่อสร้างและที่พักอาศัย และจากการที่มูลค่าของที่ดินและทรัพย์สินที่ลดลง ทำให้ความมั่งคั่งของครัวเรือนลดลงด้วยเช่นกัน ดังนั้นจึงเกิดการลดลงในการบริโภคและผลผลิตมวลรวมในที่สุด

Sydney Ludvigson, Charles Steindel and Martin Lettau (2002) ได้ทำการศึกษาถึง กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินผ่านช่องทางความมั่งคั่งที่มีผลต่อการบริโภคในประเทศ สหรัฐอเมริกา เพื่อดูว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Federal Funds Rate) มีอิทธิพลต่อความมั่งคั่งของ ครัวเรือนอย่างไร และการเปลี่ยนแปลงในความมั่งคั่งมีอิทธิพลต่อการใช้จ่ายด้านการบริโภคสินค้า ไม่คงทนและบริการ (Nondurable Goods and Services) อย่างไร โดยการใช้แบบจำลอง Large-Scale Model และแบบจำลอง Structural VAR ในการวิเคราะห์ ในการใช้แบบจำลอง Large-Scale Model นั้นไม่สามารถดูผลกระทบของความมั่งคั่งที่มีต่อการบริโภคได้โดยตรง เนื่องจาก ผลกระทบที่เกิดขึ้นจะส่งผลต่อตัวแปรต่างๆ ตัวในระบบเศรษฐกิจ จึงมีการนำเอา SVAR เข้ามา วิเคราะห์ในส่วนนี้แทน ตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลอง SVAR ได้แก่ การบริโภค ค่าจ้างแรงงาน (Labour Income) ความมั่งคั่งในการถือครองสินทรัพย์ (Asset Wealth), Federal Funds Rate และอัตราเงินเฟ้อ นอกจากนี้ในส่วนของ Asset Wealth ได้รวมรายได้ที่เกิดจากการถือครอง ทรัพย์สินอื่นได้แก่ ค่าเช่า เงินปันผล และอัตราดอกเบี้ย

ทั้งสองแบบจำลองที่ได้กล่าวมาข้างต้น จะมีวิธีการวิเคราะห์ Wealth Effect ที่เหมือนกันคือ พิจารณาความแตกต่างระหว่างแบบจำลองพื้นฐานกับแบบจำลองที่ได้มีการปิดช่องทางของ Wealth Effect ซึ่งผลของความแตกต่างนั้นก็คือ Wealth Effect ที่เกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจ ผลที่ได้ จากการศึกษาพบว่าในแบบจำลอง Large-Scale Model การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทาง ความมั่งคั่งที่มีผลต่อการบริโภคนั้นมีผลกระทบเกิดขึ้น แต่ในแบบจำลอง SVAR มีผลเพียงเล็กน้อย หรือแทบจะไม่มีผลเลย

จากการทบทวนงานศึกษาข้างต้น จะเห็นได้ว่างานศึกษาส่วนใหญ่แสดงให้เห็นว่าความ มั่งคั่งจากอสังหาริมทรัพย์และหลักทรัพย์ส่งผลกระทบต่อการบริโภคของภาคครัวเรือนอย่างมี นัยสำคัญ ถึงแม้จะใช้วิธีการศึกษาที่หลากหลาย และวิธีที่ใช้ศึกษาการส่งผ่านนโยบาย การเงินส่วนใหญ่แล้ว จะใช้แบบจำลอง VAR และวิเคราะห์ผลกระทบ ขนาด และทิศทางของตัว แปรภายในแบบจำลองได้จากการใช้ Variance Decomposition และ Impulse Response Function นอกจากนี้ยังไม่มียานที่ทำการศึกษาดังกล่าวยังไม่มีการศึกษาถึงกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทาง ราคาสินทรัพย์ ที่มีผลกระทบต่อการใช้จ่ายในการอุปโภคบริโภคของครัวเรือนในประเทศไทย ดังนั้นงานชิ้นนี้จะทำการศึกษาผลกระทบดังกล่าว โดยใช้แบบจำลอง VAR ในการวิเคราะห์ผล

จากการทบทวนงานวิจัยที่เคยมีการศึกษาในเรื่องกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน และทฤษฎีดังกล่าวข้างต้น ทำให้เกิดแนวคิดในการทดสอบถึงผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงในนโยบายการเงินว่าจะส่งผลอย่างไรต่อระบบเศรษฐกิจ โดยพิจารณาผ่านช่องทางราคาสินทรัพย์ ซึ่งประกอบไปด้วย การเปลี่ยนแปลงในราคาหุ้น และที่พักอาศัย อันจะส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงในการบริโภคของบุคคล โดยมีแนวคิดพื้นฐานมาจากทฤษฎีกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินตามแนวคิดของเคนส์ และทฤษฎีการบริโภคในวงจรชีวิต ที่เป็นทฤษฎีสันับสนุนกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาสินทรัพย์ว่า การเปลี่ยนแปลงของมูลค่าของสินทรัพย์ที่ถือครอง ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงการบริโภคของบุคคล เนื่องจากทรัพย์สินที่ถือครองจัดเป็นรายได้ชนิดหนึ่ง และเมื่อรายได้ที่คาดว่าจะได้รับตลอดช่วงชีวิตเปลี่ยนแปลงไป อันเกิดจากมูลค่าของสินทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไป ย่อมทำให้รูปแบบการบริโภคของบุคคลเปลี่ยนแปลงตามไปด้วย

งานศึกษาในครั้งนี้ จะทำการศึกษาในเรื่องของกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาสินทรัพย์ โดยพิจารณาผลกระทบที่มีต่อการบริโภคของบุคคล กล่าวคือ พิจารณา กลไกการส่งผ่านที่มีผลกระทบต่อความมั่งคั่งของครัวเรือนในการถือครองสินทรัพย์ อันได้แก่ หุ้น และที่พักอาศัย ซึ่งมีผลต่อการตัดสินใจในการใช้จ่ายเพื่อการบริโภคของบุคคล โดยจะแยกพิจารณาเป็นการใช้จ่ายเพื่อการอุปโภคบริโภคในภาพรวม การใช้จ่ายเพื่อการอุปโภคบริโภคในสินค้าไม่คงทนและบริการ และการอุปโภคบริโภคในสินค้าคงทน (ซึ่งผลกระทบต่อสภาพคล่องของครัวเรือนได้รวมอยู่ในผลกระทบต่อความมั่งคั่งของครัวเรือนแล้ว)