



### บทที่ 3

## นโยบายการเงิน และพฤติกรรมของภาคครัวเรือน

### 3.1 การดำเนินนโยบายการเงินในประเทศไทย<sup>5</sup>

ธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้กำหนดนโยบายและดำเนินนโยบายการเงิน ตั้งแต่ช่วงสงครามโลกครั้งที่ 2 ที่ได้มีการตราพระราชบัญญัติธนาคารแห่งประเทศไทย พ.ศ. 2485 ภายใต้พระราชบัญญัติดังกล่าว ธนาคารแห่งประเทศไทยมีหน้าที่ดำเนินธุรกิจของธนาคารกลาง และหน้าที่อื่นๆ ซึ่งจะกำหนดโดยการตราพระราชกฤษฎีกา ในกฎหมายนี้ถึงแม้มิได้ระบุเรื่องนโยบายการเงินอย่างชัดเจน แต่ก็กำหนดให้คณะกรรมการธนาคารมีอำนาจในการกำหนดอัตรา ดอกเบี้ย มาตรฐาน ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยที่ธปท. เรียกเก็บจากการเป็นแหล่งเงินกู้แหล่งสุดท้าย (Lender of the last resort) ของสถาบันการเงิน นอกจากนี้ ยังให้อำนาจ ธปท. ในการซื้อขายตราสารหนี้และเงินตราต่างประเทศ ตลอดจนให้สินเชื่อแบบมีหลักทรัพย์ค้ำประกันแก่สถาบันการเงิน โดยมีได้กระทำเพื่อค้ากำไร ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่า กฎหมายมีบทบาทบัญญัติโดยอ้อมให้ธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้ดำเนินนโยบายการเงินอย่างชัดเจน และในทางปฏิบัติธนาคารแห่งประเทศไทยจะดำเนินธุรกิจที่คำนึงถึงเสถียรภาพทางการเงินและระบบการเงิน ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญของการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระยะยาว

#### 3.1.1 นโยบายการเงินตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน

การดำเนินนโยบายการเงินของไทยที่ผ่านมาสามารถแบ่งออกได้เป็น 3 ช่วงคือ

1. การผูกค่าเงินบาทกับค่าเงินสกุลอื่นหรือกับตะกร้าเงิน (Pegged Exchange Rate) ระหว่างช่วงหลังสงครามโลกครั้งที่ 2 ถึงมิถุนายน 2540

นโยบายนี้เริ่มใช้ตั้งแต่หลังสงครามโลกครั้งที่ 2 เป็นต้นมา โดยช่วงแรกใช้วิธีผูกค่าเงินไว้กับสกุลอื่นหรือทองคำ และเปลี่ยนไปใช้ระบบผูกค่าเงินบาท กับตะกร้าเงินในช่วงพฤศจิกายน 2527 - มิถุนายน 2540 ภายใต้ระบบตะกร้าเงินนี้ ทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Equalization Fund : EEF) จะเป็นผู้ประกาศและปกป้องค่าเงินบาทเทียบกับดอลลาร์ สรอ. ในแต่ละวัน สำหรับการดำเนินนโยบายการเงินในช่วงนี้ มุ่งเน้นให้ปัจจัยภายในประเทศสอดคล้องกับการกำหนดค่าเงิน ภายใต้ระบบดังกล่าวเป็นสำคัญ

<sup>5</sup> รวบรวมจากบทความและข้อมูลในเว็บไซต์ของธนาคารแห่งประเทศไทย และงานของ คมกฤษ หาญเจริญศักดิ์ (2544: 6-10)

2. การกำหนดเป้าหมายทางการเงิน (Monetary Targeting) ระหว่างช่วงกรกฎาคม 2540 ถึง พฤษภาคม 2543)

หลังจากที่ประเทศไทยเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน มาเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว เมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 นั้น ประเทศไทยขอรับความช่วยเหลือด้านการเงินจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund : IMF) และได้มีการกำหนด Policy Anchor แบบใหม่ คือ Monetary Targeting ซึ่งกำหนดเป้าหมายทางการเงิน อิงกับกรอบการจัดทำโปรแกรมกับกองทุนการเงินระหว่างประเทศ เพื่อให้เกิดความสอดคล้องระหว่างนโยบายการเงิน นโยบายการคลัง และเม็ดเงินจากภาคต่างประเทศ หรือ ดุลการชำระเงิน และให้ได้ภาพการขยายตัวทางเศรษฐกิจและระดับราคาตามที่กำหนดไว้ (Ultimate Objectives) จากการประเมินภาพเศรษฐกิจดังกล่าว ธปท.สามารถกำหนดเป้าหมายฐานเงินรายไตรมาสและรายวัน เพื่อใช้เป็นหลักในการบริหารสภาพคล่องรายวัน ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อปรับสภาพคล่องและอัตราดอกเบี้ยในระบบการเงิน มิให้เคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงอย่างผันผวนจนเกินไป

3. การกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) ระหว่างช่วง 23 พฤษภาคม 2543 จนถึงปัจจุบัน

ธนาคารแห่งประเทศไทยได้พิจารณาปัจจัยต่างๆในระบบการเงิน ทั้งปัจจุบันและในอนาคตแล้วเห็นว่า การใช้ปริมาณเงินเป็นเป้าหมายจะมีประสิทธิผลน้อยกว่าการใช้เงินเฟ้อเป็นเป้าหมาย เนื่องจาก ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินและการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจไม่มีเสถียรภาพ นอกจากนี้ การที่ระบบการเงินในประเทศเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว ทำให้ความต้องการสินเชื่อของภาคเอกชน รวมทั้งความสามารถของระบบการเงิน ในการขยายสินเชื่อในแต่ละช่วงมีความไม่แน่นอน ดังนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงเปลี่ยนมาใช้อัตราเงินเฟ้อเป็นเป้าหมายในการดำเนินนโยบายการเงินในปัจจุบัน

กรอบนโยบายการเงินแบบการกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ เป็นกรอบที่ใช้เงินเฟ้อคาดการณ์ (Forecast of Inflation) เป็นเป้าหมายชั้นกลาง โดยธนาคารแห่งประเทศไทยจะใช้เครื่องมือทางการเงินที่มีอยู่เข้าทำธุรกรรมต่างๆ ในตลาดการเงิน เพื่อให้อัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริงเป็นไปตามเป้าหมายที่กำหนด สำหรับประเทศไทยได้ใช้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core Inflation) เป็นเป้าหมายในการดำเนินนโยบายการเงิน โดยอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานนี้ได้หักสินค้าหมวดอาหารสดและพลังงานออกจากอัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline Inflation) เนื่องจากราคาสินค้าในกลุ่มดังกล่าวมีความผันผวนระยะสั้นสูง หากนำมารวมอยู่ในเป้าหมายอาจทำให้ต้องปรับเปลี่ยนนโยบายไปในทิศทางที่ไม่ถูกต้อง และได้กำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในช่วงร้อยละ 0 ถึง 3.5 การกำหนด

เป้าหมายเป็นช่วงกว้างนี้ จะช่วยรองรับการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจที่อาจเกิดขึ้นได้ในช่วงสั้นๆ ทำให้ลดความจำเป็นในการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินบ่อยครั้ง และช่วยลดความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นลง ส่งผลให้ระบบการเงินมีเสถียรภาพ

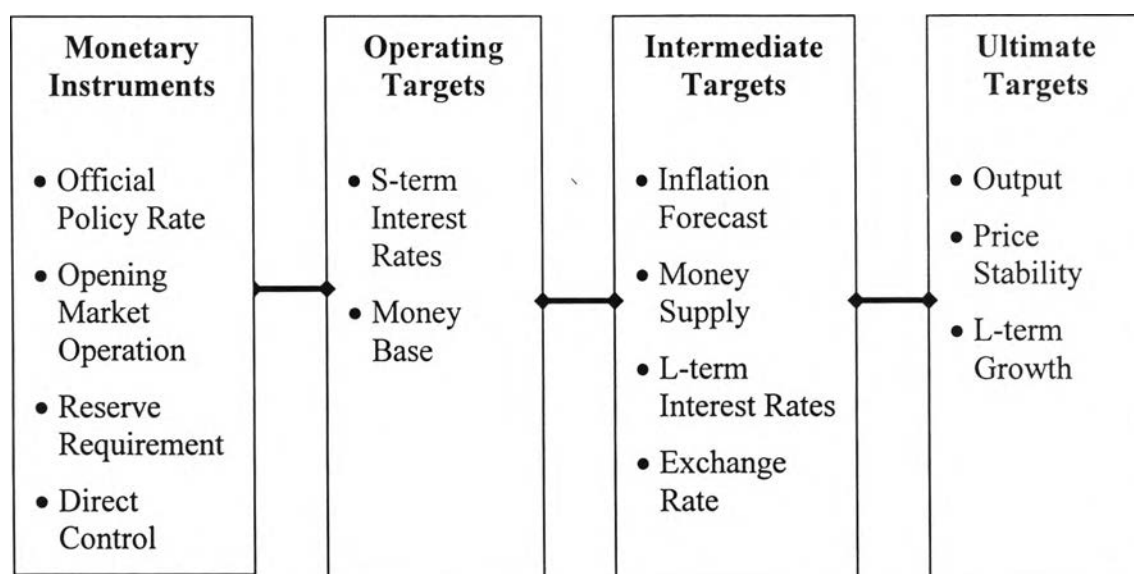
### 3.1.2 กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน

เมื่อทราบถึงการดำเนินนโยบายการเงินแบบต่างๆ แล้ว นอกจากนี้เรายังต้องทำความเข้าใจกับกลไกการทำงานของนโยบายการเงินด้วย เพื่อให้การดำเนินการทางการเงินมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน เริ่มต้นจากการกำหนดนโยบายการเงินของธนาคารกลาง เพื่อที่จะควบคุมอัตราการเจริญเติบโตของประเทศ ปริมาณการผลิต และอัตราเงินเฟ้อ (ซึ่งเป็นเป้าหมายสูงสุดของการดำเนินนโยบายการเงิน) ให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมและสอดคล้องกับโครงสร้างของระบบเศรษฐกิจ โดยที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะปรับสภาพคล่องของระบบการเงินและอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของตลาดเงิน ผ่านเครื่องมือทางการเงินต่างๆ เช่น

- การซื้อขายพันธบัตรในตลาดซื้อคืน และการซื้อขายพันธบัตรโดยตรง
- การปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ย Discount rate
- การปรับสัดส่วนการสำรองสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ (Reserve requirement)
- การซื้อขาย Swap และการเข้าแทรกแซงในตลาดอัตราแลกเปลี่ยน

ภาพที่ 3-1 แสดงให้เห็นถึงกลไกการทำงานของนโยบายการเงิน เริ่มต้นจากการที่ธนาคารกลางไม่สามารถควบคุมอัตราการเจริญเติบโตของประเทศ ปริมาณการผลิต และภาวะเงินเฟ้อได้โดยตรง ดังนั้นการดำเนินนโยบายการเงินในแต่ละวัน (Day-to-day operation) ของธนาคารกลาง จึงได้ใช้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นหรือฐานเงินเป็นเป้าหมายขั้นต้น (Operating targets) สำหรับการดำเนินนโยบาย โดยเป้าหมายขั้นต้นดังกล่าวจะเป็นเครื่องมือสำคัญของธนาคารกลางที่จะใช้ในการปรับเปลี่ยนปริมาณเงิน อัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ อัตราดอกเบี้ยระยะยาว หรือการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ (Intermediate targets) ให้เป็นไปในทิศทางที่ธนาคารกลางต้องการ ซึ่งในที่สุดแล้วจะช่วยในการควบคุมอัตราการเจริญเติบโตของประเทศ ปริมาณการผลิต และภาวะเงินเฟ้อโดยทางอ้อม

ภาพที่ 3-1: เป้าหมายและเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน



กลไกการทำงานของนโยบายการเงินต้องผ่านขั้นตอนต่างๆ 4 ขั้นตอน ดังนี้

ระยะแรก หลังจากที่ธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่ใช้เป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณทางการเงินแล้ว อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดการเงิน อาทิ อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน จะปรับตัวตาม

ระยะที่สอง อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นจะส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาวใน Yield Curve อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ การขยายสินเชื่อ และอัตราแลกเปลี่ยน โดยมีระบบสถาบันการเงิน ประกอบด้วย ธนาคารพาณิชย์ ตลาดตราสารหนี้ ตลาดหลักทรัพย์ และตลาดอัตราแลกเปลี่ยน เป็นช่องทางที่สำคัญ

ระยะที่สาม ผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยจะส่งผลในวงกว้างนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงของการใช้จ่ายในระบบเศรษฐกิจ ทั้งทางด้าน การบริโภคและการลงทุน

ระยะสุดท้าย จะส่งผลต่อปริมาณการผลิต และอัตราเงินเฟ้อในที่สุด ซึ่งกระบวนการที่กล่าวมานี้ เป็นกระบวนการที่ใช้เวลาประมาณ 1-2 ปี เป็นอย่างน้อย

### 3.1.3 เครื่องมือนโยบายการเงินภายใต้กรอบการกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ

ธนาคารแห่งประเทศไทยได้กำหนดให้อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Key Policy Rate) โดยส่งสัญญาณทางการเงินผ่านอัตราดอกเบี้ยดังกล่าว และเพื่อให้การดำเนินนโยบายสามารถเป็นไปตามเป้าหมายที่ต้องการ ธนาคารแห่ง

ประเทศไทยจะปรับสภาพคล่องของระบบการเงิน และอัตราดอกเบี้ยของตลาดการเงินผ่านเครื่องมือทางการเงินต่างๆ

ทั้งนี้ในปัจจุบันเครื่องมือนโยบายการเงินที่สำคัญมากของธนาคารแห่งประเทศไทย ก็คือการซื้อหรือขายพันธบัตรในตลาดซื้อคืนพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย เป็นการปรับสภาพคล่องชั่วคราว ซึ่งเริ่มก่อตั้งเมื่อวันที่ 27 มีนาคม 2522 ปัจจุบันเปิดทำการวันละ 2 รอบคือ รอบเช้าและรอบบ่าย และได้มีการกำหนดระยะเวลาการทำธุรกรรมที่แน่นอน นอกจากนี้ ในปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทยได้พัฒนาตลาดซื้อคืนภาคเอกชน เพื่อทำการดูดซับและปล่อยสภาพคล่องผ่านตลาดซื้อคืนภาคเอกชนแทนตลาดซื้อคืนพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย โดยกระทำผ่าน Primary Dealers ซึ่งมีหน้าที่ส่งต่อภาระดังกล่าวไปยังระบบการเงิน เพื่อให้อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคารสะท้อนภาวะที่แท้จริงในตลาดการเงินมากขึ้น (เนื่องจากธนาคารกลางเป็นผู้สัญญาทั้งกับผู้กู้และผู้ให้กู้ จึงลดความเสี่ยงในการทำธุรกรรมลง ทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทยจึงต่ำกว่าที่ควรจะเป็น)

นอกจากการปรับสภาพคล่องชั่วคราวผ่านการซื้อหรือขายพันธบัตรโดยมีสัญญาว่าจะขายคืนหรือซื้อคืนแล้ว ธนาคารแห่งประเทศไทยยังสามารถปรับสภาพคล่องชั่วคราวผ่านการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (Foreign Exchange Swap) ตัวอย่างเช่น เมื่อสภาพคล่องในตลาดการเงินตึงตัว ธนาคารแห่งประเทศไทยจะทำการปล่อยเงินสู่ระบบผ่านการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับสถาบันการเงิน อีกทั้งธนาคารแห่งประเทศไทยยังเป็นผู้ปรับสภาพคล่องระยะสั้นให้แก่สถาบันการเงิน โดยการจัดให้มีหน้าต่างสภาพคล่องสั้นวันจากการที่ธนาคารกลางเป็นแหล่งให้กู้ยืมเงินแหล่งสุดท้าย (Lender of Last Resort) ซึ่งในหน้าต่างนี้ธนาคารแห่งประเทศไทยจะรับซื้อคืนพันธบัตรกับสถาบันการเงินในราคาร้อยละ 90 ของราคาตรา และคิดค่าตอบแทนในอัตราดอกเบี้ยนโยบายบวกร้อยละ 1.5 และให้ซื้อคืนภายในเวลา 12.00 น. ของวันทำการถัดจากวันที่ขาย

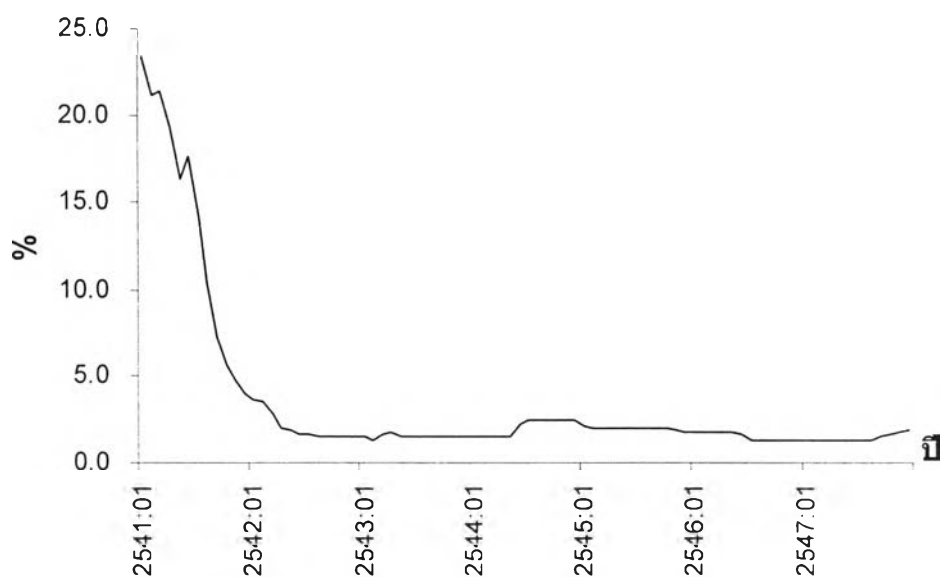
จากเครื่องมือทางการเงินทั้งหมดที่กล่าวมา การปรับเปลี่ยนระเบียบและข้อกำหนดต่างๆ เช่น การกำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ต้องดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องอย่างน้อยร้อยละ 6 ของเงินฝาก ก็จัดเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายอย่างหนึ่ง เนื่องจากข้อกำหนดเหล่านี้ส่งผลต่อสภาพคล่องของสถาบันการเงินและเงินฝากในระบบ แต่วัตถุประสงค์ในการปรับเปลี่ยนข้อกำหนดต่างๆ ก็เพื่อให้เกิดความมั่นคงแก่ระบบการเงิน การปรับเปลี่ยนระเบียบและข้อกำหนดต่างๆ จึงไม่ใช่เครื่องมือที่ใช้ในการดำเนินนโยบายโดยตรง

### 3.2 พฤติกรรมของภาคครัวเรือน

#### 3.2.1 ด้านการบริโภคและหนี้สินของครัวเรือน

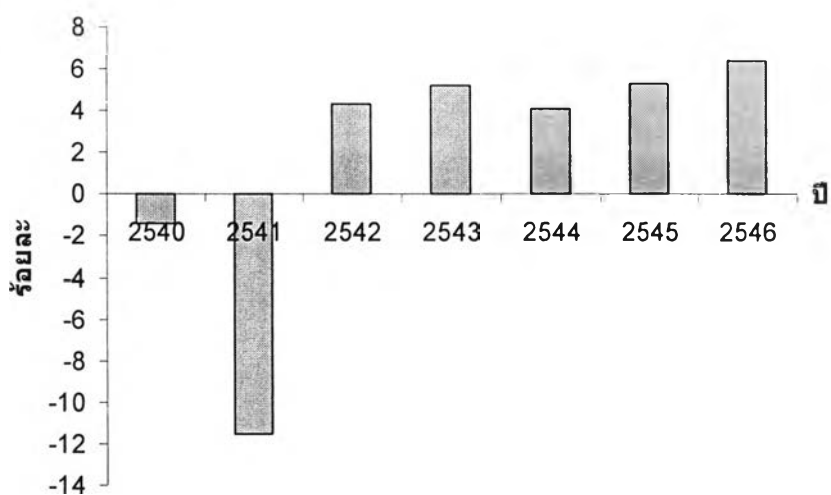
หลังจากวิกฤตเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในประเทศไทยพ.ศ.2540 รัฐได้ดำเนินนโยบายแบบเข้มงวด ทั้งนโยบายการเงินและการคลัง ภายหลังจากพ.ศ.2541 ไตรมาสสาม จึงได้เปลี่ยนมาดำเนินนโยบายการเงินและการคลังแบบผ่อนคลาย และในปัจจุบัน ธนาคารแห่งประเทศไทยยังคงดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจให้ฟื้นตัว โดยการรักษาระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ในระดับต่ำ ดังจะเห็นได้จากภาพที่ 3-2 ซึ่งการคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ในระดับต่ำอยู่ในช่วงระหว่างร้อยละ 1.25-2.5 ตั้งแต่ดำเนินนโยบายการเงินโดยกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อในปี 2543 นั้น ส่งผลกระทบต่อภาคครัวเรือนในการบริโภคอย่างมาก ทำให้เกิดอัตราการบริโภคที่แท้จริงของภาคครัวเรือนเพิ่มขึ้นไม่ต่ำกว่าร้อยละ 4 ต่อปี ดังภาพที่ 3-3

ภาพที่ 3-2: อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรรัฐบาลระยะ 14 วัน



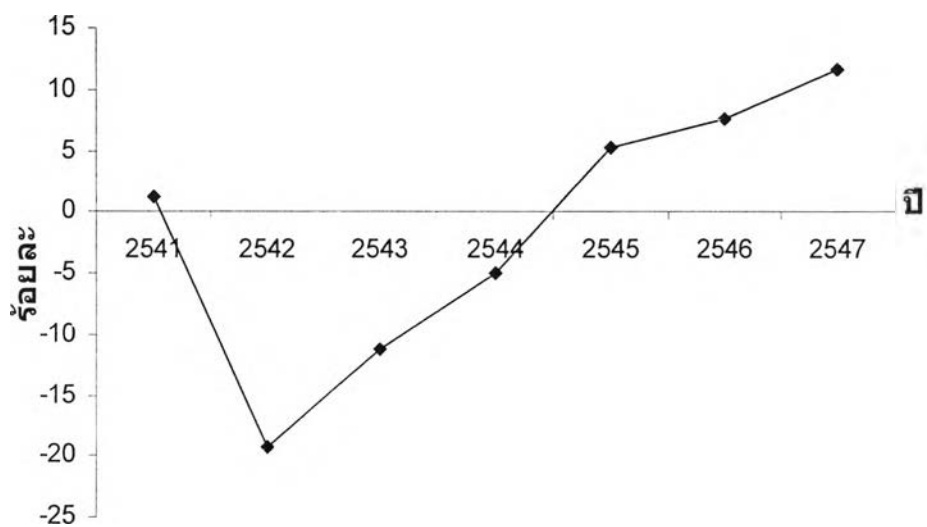
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

ภาพที่ 3-3: อัตราการเติบโตของการบริโภคที่แท้จริงภาคเอกชน



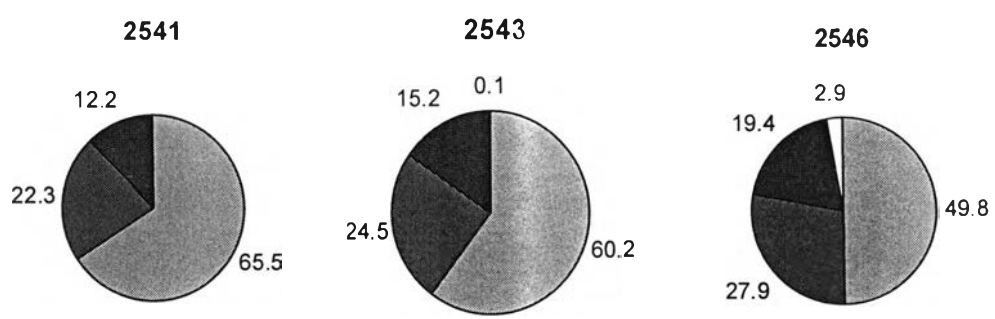
ที่มา: CEIC Database

ภาพที่ 3-4: การขยายตัวของสินเชื่อของภาคธุรกิจและภาคครัวเรือน



ที่มา: คำนวณจากข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทย

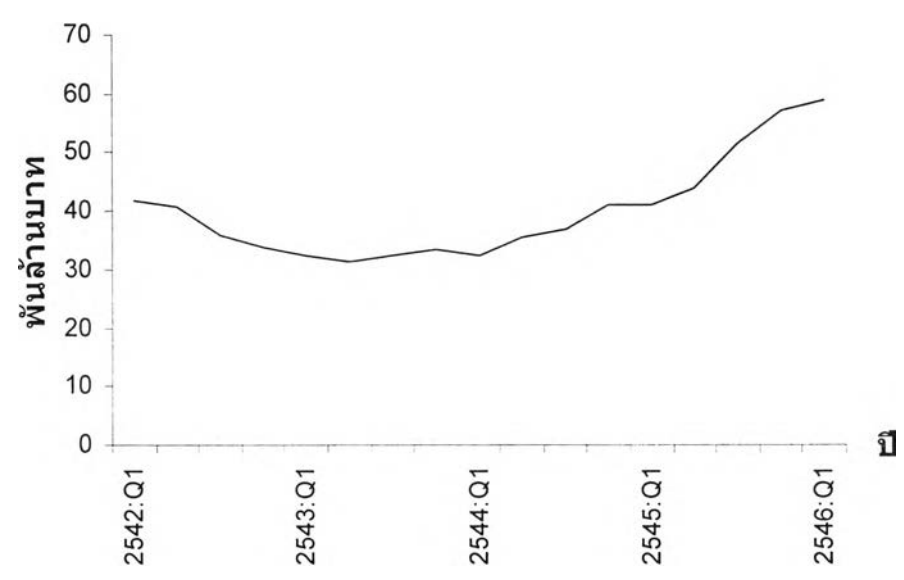
ภาพที่ 3-5: แหล่งสินเชื่อของครัวเรือนแยกประเภทตามสถาบันการเงิน



- ธนาคารพาณิชย์, บริษัทเงินทุน, บริษัทเครดิตฟองซิเอร์ และสินเชื่อที่ถ่ายโอนไปยังบริษัทบริหารสินทรัพย์
- ธนาคารออนไลน์, ธนาคารอาคารสงเคราะห์ และ ธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร
- สหกรณ์, บริษัทประกันชีวิต, สินเชื่อของสถาบันการเงินที่ไม่ใช่ธนาคาร และธุรกิจสินเชื่อส่วนบุคคล
- กองทุนหมู่บ้าน และกองทุนเงินกู้เพื่อการศึกษา

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย และการคำนวณจากงานศึกษาภาวะหนี้ครัวเรือนไทย

ภาพที่ 3-6: ปริมาณสินเชื่อคงค้างในธุรกิจบัตรเครดิต



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

การที่ภาคครัวเรือนมีการขยายตัวในการบริโภคนั้น ส่วนหนึ่งมาจากการที่สถาบันการเงินเร่งขยายสินเชื่อของภาคธุรกิจและครัวเรือน และอีกส่วนหนึ่งมาจากการที่ภาครัฐกระตุ้นเศรษฐกิจจากการใช้นโยบายการคลัง ซึ่งในส่วนของนโยบายการคลังจะกล่าวถึงในภายหลัง



จากภาพที่ 3-4 แสดงให้เห็นถึงแนวโน้มในการปล่อยสินเชื่อแก่ภาคธุรกิจและครัวเรือน<sup>6</sup> มีการขยายตัวเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2544 และมีการขยายตัวในอัตราที่เพิ่มขึ้น ซึ่งในปี 2547 มีอัตราการขยายตัวถึงร้อยละ 11.7 สืบเนื่องมาจากการแข่งขันกันเองระหว่างสถาบันการเงิน แต่มุ่งเน้นให้สินเชื่อแก่กลุ่มลูกค้ารายย่อย เช่น ธุรกิจชุมชน ประชาชนทั่วไป ธุรกิจขนาดกลางและย่อม มากกว่าในรูปของภาคธุรกิจ เพื่อตอบสนองต่อนโยบายของภาครัฐในการกระตุ้นเศรษฐกิจระดับรากหญ้า และเป็นการกระจายความเสี่ยงของสถาบันการเงินเองด้วย

และเมื่อพิจารณาเฉพาะแหล่งสินเชื่อของภาคครัวเรือน<sup>7</sup> ในภาพที่ 3-5 ตั้งแต่หลังวิกฤตเศรษฐกิจ สถาบันการเงินที่ไม่ใช่ธนาคารได้ส่วนแบ่งตลาดในการปล่อยสินเชื่อให้แก่ครัวเรือนเพิ่มมากขึ้น อันเกิดจากการให้สินเชื่อส่วนบุคคล สินเชื่อการเช่าซื้อยานพาหนะ และการบริการทางด้านบัตรเครดิต (ดูได้จากตลาดบัตรเครดิตที่เติบโตขึ้นอย่างมากในภาพที่ 3-6 ซึ่งมีปริมาณสินเชื่อคงค้างเพิ่มขึ้นเป็นหมื่นล้านบาทภายในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา<sup>8</sup>) นอกจากนี้ การที่มีแหล่งเงินกู้เพิ่มเติมจากเงินกองทุนหมู่บ้านก็ส่งผลโดยตรงต่อการบริโภคของครัวเรือนระดับรากหญ้า เมื่อพิจารณาให้ลึกลงไปว่าหนี้ที่ภาคครัวเรือนก่อขึ้นนั้นถูกนำไปใช้จ่ายเพื่อวัตถุประสงค์ใด ก็จะได้ชัดเจนว่าประมาณร้อยละ 60 ของสินเชื่อ ถูกนำไปใช้จ่ายเพื่อการบริโภคมากกว่าการนำไปลงทุนในธุรกิจของครัวเรือน และจากข้อมูลในปี 2546-2547 ในภาพที่ 3-7 และ 3-8 เป็นตัวบ่งบอกว่าสินเชื่อเกินครึ่งหนึ่งในการบริโภคของครัวเรือน เป็นการบริโภคสินค้าคงทนในส่วนของการเช่าซื้อยานยนต์และอสังหาริมทรัพย์ (คิดเป็นร้อยละ 42.7 ในปี 2546 และร้อยละ 36 ในปี 2547)

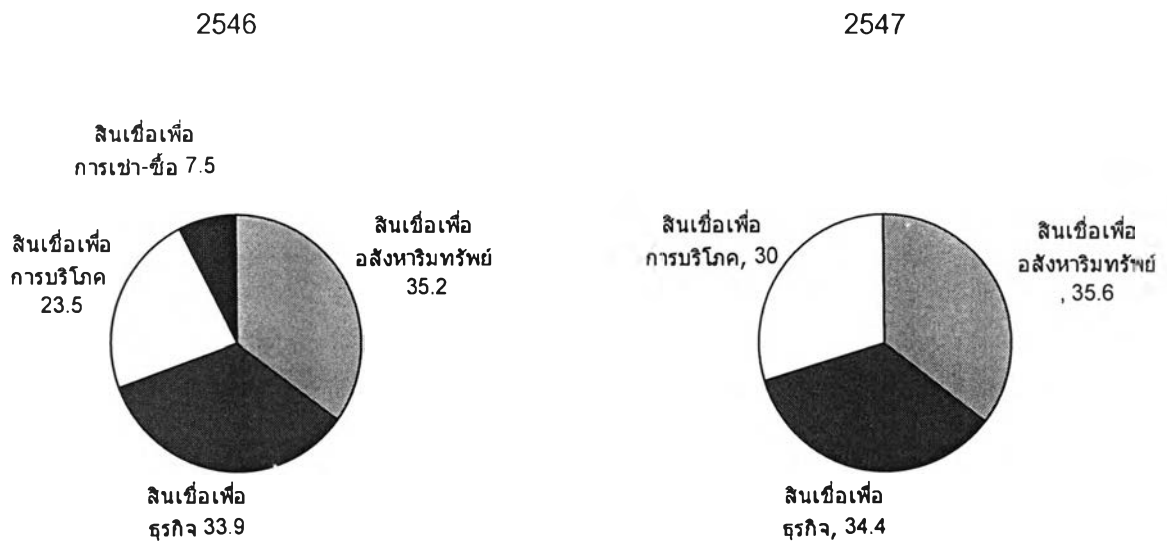
นอกเหนือจากการเช่าซื้อยานยนต์และอสังหาริมทรัพย์แล้ว ครัวเรือนยังบริโภคสินค้าคงทนชนิดอื่นๆ เพิ่มขึ้นด้วย ดังจะเห็นได้จากภาพที่ 3-9

<sup>6</sup> เป็นการรวมการข้อมูลของการให้เงินกู้แก่ภาคธุรกิจและครัวเรือนของสถาบันการเงิน อันได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน ธนาคารออมสิน ธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร ธนาคารอาคารสงเคราะห์ และธนาคารพัฒนาวิสาหกิจขนาดกลางและย่อมแห่งประเทศไทย

<sup>7</sup> ข้อมูลสินเชื่อของภาคครัวเรือนในส่วนนี้จะนำมาจากงานศึกษาของ ยรรยง ไทยเจริญ, เกียรติพงศ์ อริยปรัชญา และ จูติมา ชูเชิด (2547: 17-24)

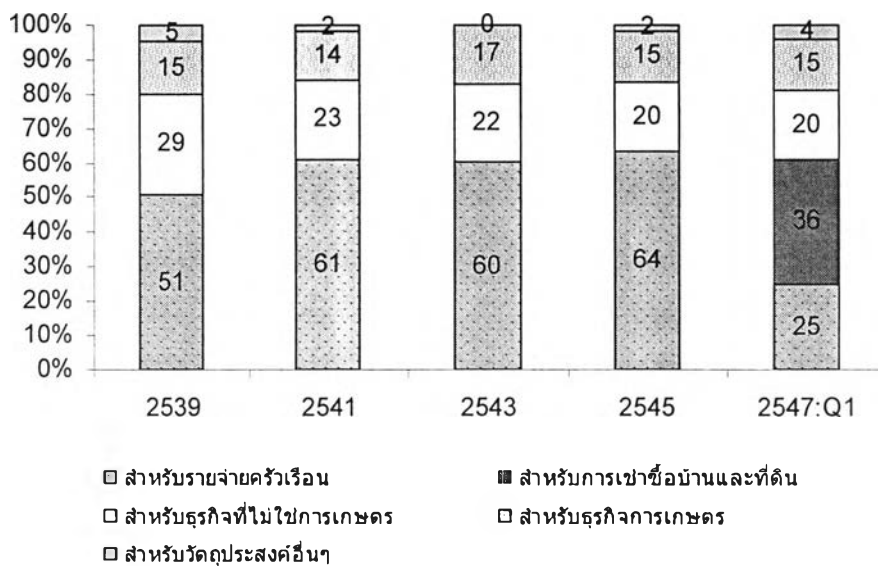
<sup>8</sup> รายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับธุรกิจบัตรเครดิตในประเทศไทย ดู ชินาวุธ ชินะประยูร (2546: 30-53)

ภาพที่ 3-7: การใช้จ่ายสินเชื่อของครัวเรือน



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย พ.ศ.2546 และสำนักงานสถิติแห่งชาติ สำนักงานกฤษฎมนตรี พ.ศ. 2547<sup>9</sup>

ภาพที่ 3-8: การใช้จ่ายสินเชื่อของครัวเรือนแบ่งประเภทตามวัตถุประสงค์ในการใช้จ่าย

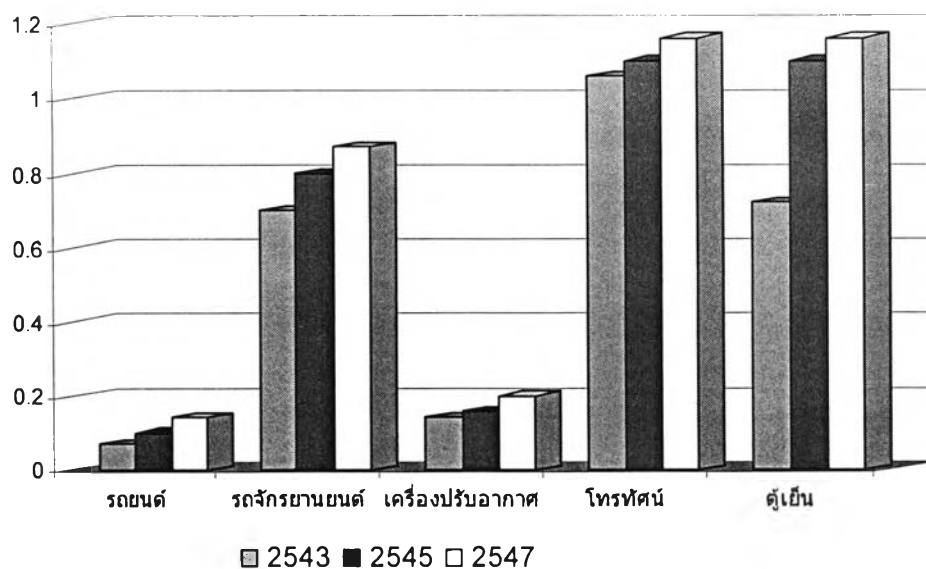


ที่มา: สำนักงานสถิติแห่งชาติ สำนักงานกฤษฎมนตรี

<sup>9</sup> ข้อมูลปี 2547 ของสำนักงานสถิติแห่งชาติ เป็นข้อมูลที่จัดเก็บเฉพาะในช่วงไตรมาสหนึ่ง แต่มีการรับรองจากหน่วยงานแล้วว่าข้อมูลที่จัดเก็บสามารถเป็นตัวแทนของข้อมูลปี 2547 ได้ เนื่องจากมีการจัดเก็บข้อมูลตัวอย่างในจำนวนที่เท่าๆ กันทั้ง 12 เดือน ซึ่งสามารถสะท้อนภาพรวมของครัวเรือนทั้งประเทศได้

ภาพที่ 3-9: การสะสมสินทรัพย์ของครัวเรือน

หน่วย/ครัวเรือน



ที่มา: การสำรวจของสำนักงานสถิติแห่งชาติ สำนักงานนายกรัฐมนตรี

อีกปัจจัยหนึ่งที่เข้ามาส่งเสริมการบริโภคของครัวเรือนดังที่ได้กล่าวไปแล้ว คือ มาตรการจากภาครัฐในการกระตุ้นเศรษฐกิจระดับรากหญ้าตั้งแต่ปี 2544 อันได้แก่ กองทุนหมู่บ้านและชุมชนเมือง แผนงาน 30 บาทรักษาทุกโรค การพักหนี้เกษตรกร ธนาคารประชาชน และโครงการหนึ่งตำบลหนึ่งผลิตภัณฑ์ ซึ่งมีผลการวิเคราะห์ที่สนับสนุนว่า มาตรการเหล่านี้ส่งผลกระทบต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ และการบริโภคของครัวเรือน ผลการวิเคราะห์ดังกล่าวมาจากงานวิจัยเรื่อง “ผลการดำเนินนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจระดับรากหญ้า”<sup>10</sup> (Result of the Grass Root Economic Policy)” ซึ่งเป็นการวิจัยร่วมกันระหว่างสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (สศช.) กับคณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย เพื่อสำรวจและวิเคราะห์ผลกระทบจากการดำเนินโครงการตามนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจระดับรากหญ้าต่อเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ ภายใต้โครงการพัฒนาระบบฐานข้อมูลเพื่อการตัดสินใจของรัฐบาล ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า จากการใช้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจรากหญ้า ทำให้ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ณ ราคาคงที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.72 ในขณะที่การบริโภคและรายได้ของครัวเรือนเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.85 และ 0.33 ตามลำดับ ดังที่แสดงในตารางที่ 3-1

<sup>10</sup> และสามารถดูรายละเอียดของผลกระทบในแต่ละมาตรการได้จาก “ผลการดำเนินนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจระดับรากหญ้า (Result of the Grass Economic Policy)” ใน [www.nesdb.go.th](http://www.nesdb.go.th)

ตารางที่ 3-1: ผลกระทบของโครงการกระตุ้นเศรษฐกิจระดับรากหญ้าต่อเศรษฐกิจโดยรวม

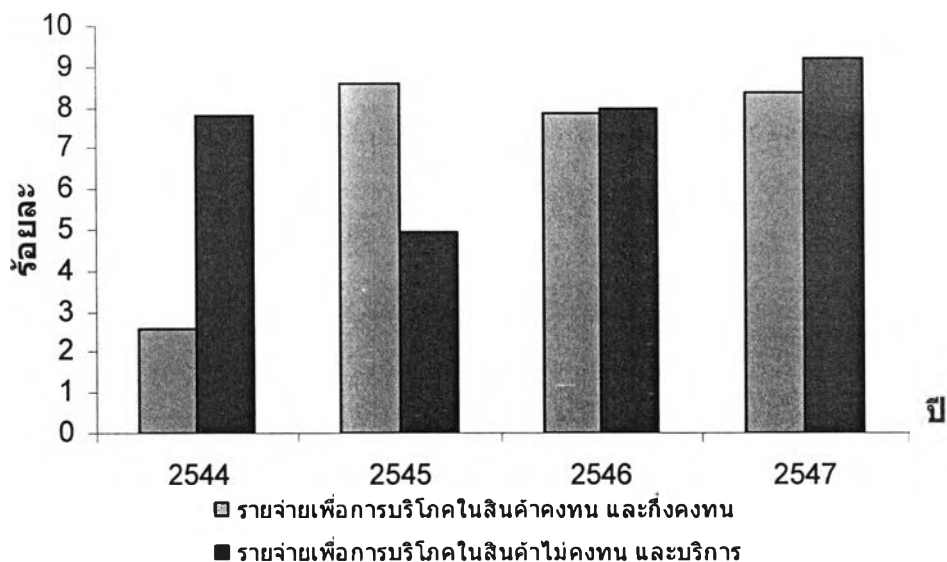
ผลกระทบต่อ	การเปลี่ยนแปลง (ร้อยละ)
1. ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ณ ราคาคงที่	0.72
สาขาเกษตรกรรม	0.06
สาขานอกภาคเกษตร	0.66
- อุตสาหกรรม	0.41
- บริการและอื่นๆ	0.25
2. การบริโภคภาคเอกชน	0.85
3. รายได้ของครัวเรือน	0.33
4. การใช้ปัจจัยการผลิต	0.26

ที่มา: งานวิจัย “ผลการดำเนินนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจระดับรากหญ้า (Result of the Grass Root Economic Policy)” สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (สศช.) และคณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย (2545)

ยิ่งไปกว่านั้น ผลการศึกษาในการประเมินผลโครงการกระตุ้นเศรษฐกิจระดับรากหญ้าของรัฐ พบว่า การที่ครัวเรือนมีรายได้เพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้การบริโภคของเอกชนเพิ่มขึ้น ถึงแม้ว่าจะเป็น การบริโภคสินค้าไม่จำเป็นก็ตาม แต่การบริโภคงกล่าวสามารถส่งผลต่อการขยายตัวของ เศรษฐกิจในสาขาอุตสาหกรรมที่ต่อเนื่องในอัตราที่สูง เช่น การที่รัฐกระตุ้นเศรษฐกิจเพื่อให้ ประชาชนมีระดับรายได้เพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้ประชาชนมีความพึงพอใจที่จะใช้จ่ายในสินค้าคงทน และสินค้าที่ไม่จำเป็นมากขึ้น เช่น ตู้รถจักรยานยนต์ เครื่องใช้ไฟฟ้า และโทรศัพท์เคลื่อนที่ เป็นต้น

ผลของการขยายสินเชื่อให้แก่ภาคครัวเรือน และการกระตุ้นเศรษฐกิจระดับรากหญ้า เป็น ปัจจัยสำคัญที่ส่งเสริมให้การบริโภคของครัวเรือนขยายตัวอย่างต่อเนื่อง และจากมาตรการของรัฐ ที่ได้ผลสรุปว่า ส่งเสริมให้เกิดการบริโภคในสินค้าคงทนมากขึ้นนั้น ให้ผลสอดคล้องกับการอัตราการเติบโตของการบริโภคในสินค้าคงทนและกึ่งคงทน ดังจะเห็นได้จากภาพที่ 3-10 ที่การบริโภค ในสินค้าคงทนและกึ่งคงทนมีการขยายตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากหลังจากมีการใช้มาตรการกระตุ้น เศรษฐกิจระดับรากหญ้า เมื่อเปรียบเทียบกับอัตราการเติบโตของสินค้าไม่คงทนและบริการในปี 2545

ภาพที่ 3-10: อัตราการเติบโตของการบริโภคสินค้าคงทนและกึ่งคงทน  
และการบริโภคสินค้าไม่คงทนและบริการ



ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

### 3.2.2 ด้านการถือสินทรัพย์ของครัวเรือน

ข้อมูล que แสดงถึงการถือครองสินทรัพย์ของครัวเรือนโดยตรงนั้นไม่มีการจัดเก็บไว้ จึงเลือกที่จะพิจารณาพฤติกรรมการออมและสัดส่วนการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์รายปี เป็นตัวประมาณการการถือครองสินทรัพย์ของครัวเรือนโดยอ้อมแทน

เมื่อพิจารณาข้อมูลจากการสำรวจพฤติกรรมการออมภาคครัวเรือนทั่วประเทศ (Socioeconomic Survey) ของสำนักงานสถิติแห่งชาติและธนาคารแห่งประเทศไทยในปี 2541 จากตัวอย่างจำนวน 3,933 ครัวเรือน พบว่ารูปแบบการออมของครัวเรือนเป็นดังตารางที่ 3-2

จากตารางที่ 3-2 จะเห็นได้ว่าเป็นการเปรียบเทียบพฤติกรรมการออมในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางการเงิน ซึ่งจะเห็นว่าถึงแม้จะเกิดวิกฤตทางการเงินครัวเรือนก็ยังคงออมในรูปเงินฝากธนาคารเป็นสัดส่วนที่สูงที่สุด เนื่องจากการที่รัฐบาลรับประกันเงินฝากจึงไม่เกิดความเสี่ยงใดๆ แต่มีการออมเงินกับสหกรณ์มากขึ้น เพราะเป็นสถาบันการเงินที่ได้รับผลกระทบน้อยมาก หลังจากเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ในขณะที่กองทุนสำรองเลี้ยงชีพมีบทบาทมากขึ้น แต่การออมในรูปกรรมธรรม์ประกันชีวิตกลับลดลงอย่างมาก ซึ่งสอดคล้องกับรายได้เฉลี่ยแท้จริงที่ลดลง (จากการสำรวจรายได้เฉลี่ยระหว่างปี 2536-2541 เพิ่มขึ้นร้อยละ 15.1 แต่ต่ำกว่าดัชนีราคาผู้บริโภคที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 34.2) เนื่องจากผู้ที่ออมในรูปของประกัน ส่วนใหญ่เป็นผู้ที่มีรายได้ค่อนข้างสูง สำหรับการออมจากการซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ลดลง น่าจะเป็นผลมาจากสภาพของตลาด

หลักทรัพย์ยังไม่ฟื้นตัว ในความเป็นจริงยังคงมีการออมในรูปแบบอื่นๆ อีก ทั้งในรูปของ สังกหริมทรัพย์ อสังหริมทรัพย์ และตราสารการเงิน แต่ข้อมูลในส่วนนี้ไม่สมบูรณ์ ไม่มีการจัดเก็บ ให้เป็นระบบ ทำให้มีข้อมูลพฤติกรรมการออมของครัวเรือนในระบบการเงินเท่านั้น

ตารางที่ 3-2: สัดส่วนร้อยละของรูปแบบเงินออมภาคครัวเรือน

	2536	2541
1.เงินฝากธนาคาร	71.36	88.25
2.เงินฝากสหกรณ์	3.52	6.24
3.กรรมธรรม์ประกันชีวิต	18.88	1.42
4.กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ	0.26	2.10
5.ซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์	1.27	0.25
6.อื่นๆ	4.71	1.74
รวม	100.00	100.00

ที่มา: การสำรวจการออมของครัวเรือนของธนาคารแห่งประเทศไทยในปี 2536 และการสำรวจ ด้านเศรษฐกิจสังคมของสำนักงานสถิติแห่งชาติ ปี 2541

ข้อมูลอีกตัวหนึ่งที่พอจะนำมาพิจารณาในเรื่องการถือครองสินทรัพย์ของครัวเรือนได้ คือ สัดส่วนร้อยละของการเปลี่ยนแปลงในการถือครองสินทรัพย์ ซึ่งเป็นการสำรวจภาวะเศรษฐกิจและสังคมของครัวเรือน สำนักงานสถิติแห่งชาติ สำนักนายกรัฐมนตรี (ทำการสำรวจทุกๆ 2 ปี และสุ่มตัวอย่างในทุกๆ ภาค เฉลี่ยข้อมูลที่ทำการศึกษาในแต่ละครั้งประมาณ 20,000 กว่าครัวเรือน) มีการแบ่งการถือสินทรัพย์ออกเป็น อสังหาริมทรัพย์, ทองและเครื่องประดับ, เงินฝากธนาคาร พาณิชย, เงินฝากธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์, เงินฝากธนาคารอาคารสงเคราะห์, เงินฝาก บริษัทเงินทุน, เงินฝากเครดิตฟองซิเอร์, เงินฝากสหกรณ์ออมทรัพย์, เงินฝากประกันชีวิตประเภท สะสมทรัพย์, เงินสะสมของรัฐบาล เงินทุนสวัสดิการหรือกองทุนอื่นๆ, การลงทุนในหุ้น, การลงทุน ในธุรกิจของครัวเรือน, พันธบัตรหรือหลักทรัพย์รัฐบาลอื่นๆ, เงินให้กู้แก่บุคคลภายนอกครัวเรือน, เงินสดในมือ และอื่นๆ ซึ่งจากที่กล่าวมาข้างต้นจะเลือกพิจารณาสินทรัพย์บางตัวที่มีสัดส่วนสูง เท่านั้น ดังปรากฏในตารางที่ 3-3

ตารางที่ 3-3: สัดส่วนร้อยละการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ของครัวเรือน

ปีพ.ศ.	อสังหาริมทรัพย์	เงินฝากธนาคารพาณิชย์	การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์	การลงทุนในธุรกิจของครัวเรือน	การถือครองเงินสด
2537	11.96	40.80	1.06	4.77	41.40
2539	8.02	29.28	0.42	6.01	56.26
2541	12.31	30.38	2.30	10.68	44.34
2542	6.72	34.88	0.13	8.61	49.66
2543	5.81	41.91	1.24	6.79	44.26
2544	3.97	47.70	0.46	9.85	38.02
2545	4.43	48.72	0.48	5.01	41.35

ที่มา: คำนวณจากการสำรวจภาวะเศรษฐกิจและสังคมของครัวเรือน สำนักงานสถิติแห่งชาติ สำนักนายกรัฐมนตรี

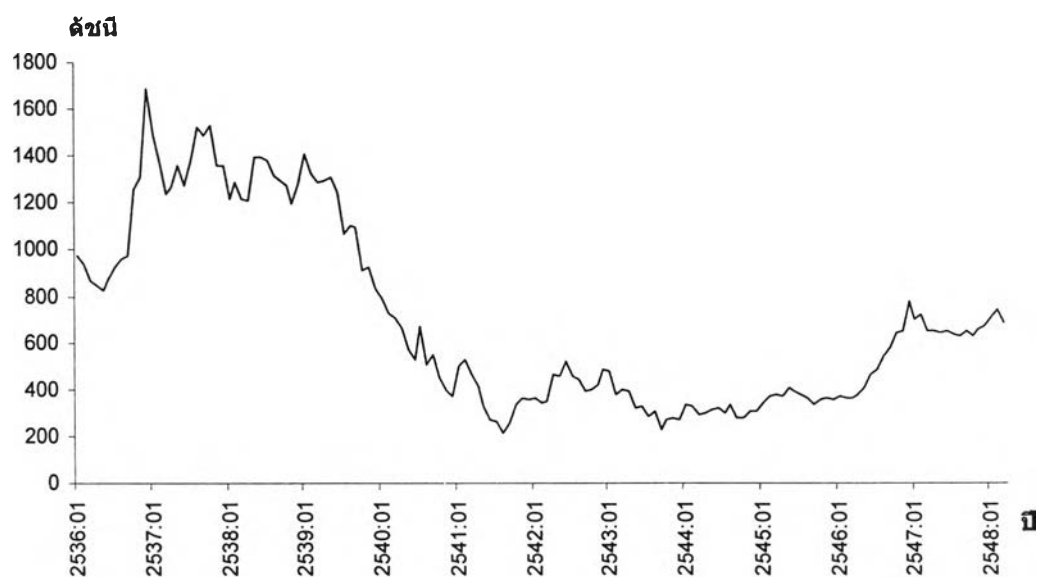
ผลที่ได้จากสัดส่วนการเพิ่มขึ้นของการถือครองสินทรัพย์ของครัวเรือนรายปี อาจไม่สะท้อนภาพที่ชัดเจนมากนัก แต่ก็พอเป็นแนวทางให้เห็นว่าการถือครองสินทรัพย์ส่วนใหญ่ก็ยังคงเป็นการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์ รองลงมาคือการถือครองเงินสดไว้ในมือ ส่วนการลงทุนในธุรกิจและอสังหาริมทรัพย์มีสัดส่วนที่ค่อนข้างใกล้เคียงกัน และการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มีสัดส่วนการเปลี่ยนแปลงที่น้อยที่สุด สินทรัพย์อื่นๆ ที่มีสัดส่วนการเปลี่ยนแปลงไม่ถึงร้อยละ 1 และเงินฝากในสถาบันการเงินต่างๆ ที่นอกเหนือจากธนาคารพาณิชย์จะไม่นำมาพิจารณา เพราะไม่มีความสำคัญเท่าที่ควร ทั้งจากรูปแบบการออมและสัดส่วนการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ของครัวเรือนเราพอที่จะสรุปได้ว่า สินทรัพย์หลักๆ ที่ครัวเรือนถือครองได้แก่ อสังหาริมทรัพย์ เงินฝากในธนาคารพาณิชย์ และการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

จากการที่อสังหาริมทรัพย์ เงินฝากในธนาคารพาณิชย์ และการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นสินทรัพย์หลักของครัวเรือน แต่ยังไม่มีการจัดเก็บข้อมูลเพื่อสนับสนุนการถือครองสินทรัพย์ของครัวเรือนโดยตรง ดังนั้น เราจะทำการศึกษาเพิ่มเติมในส่วนนี้ โดยดูจากภาพรวมและการเจริญเติบโตของสินทรัพย์เหล่านี้แทน โดยใช้ข้อมูลต่างๆ ประกอบเพื่อแสดงให้เห็นบทบาทและความสำคัญที่เพิ่มขึ้นของสินทรัพย์เหล่านี้ในระบบเศรษฐกิจ ยกเว้นในส่วนของเงินฝากในธนาคารพาณิชย์ที่จะไม่นำมาพิจารณา เพราะต้องการทำการศึกษาเพียงแต่กลไกการส่งผ่านที่มีผลต่อความมั่นคงในการถือครองหลักทรัพย์ ซึ่งเงินฝากในธนาคารพาณิชย์จะอยู่ในส่วนของช่องทางสินเชื่อ จึงไม่จัดอยู่ในขอบข่ายที่ทำการศึกษา

### 3.2.2.1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

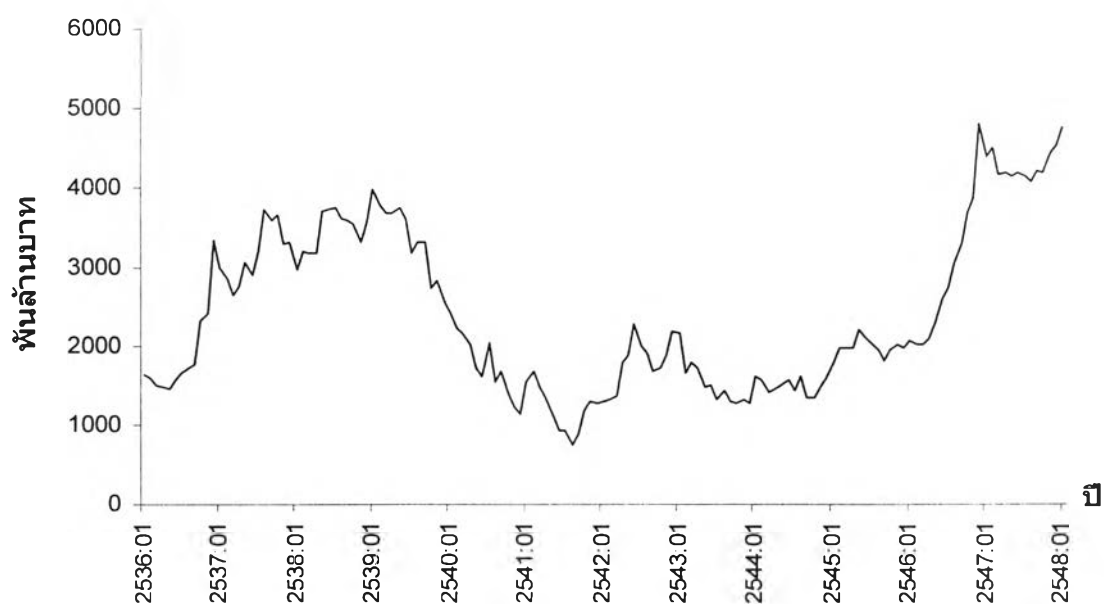
ในส่วนนี้จะอธิบายถึงภาพรวมของการซื้อขายและการเจริญเติบโตของหลักทรัพย์ผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในส่วนของภาพรวมการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เริ่มพิจารณาเฉพาะช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ตั้งแต่ในช่วงพ.ศ.2536 ถึงปัจจุบัน

ภาพที่ 3-11: ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ (SET Index)



ที่มา: CEIC Database

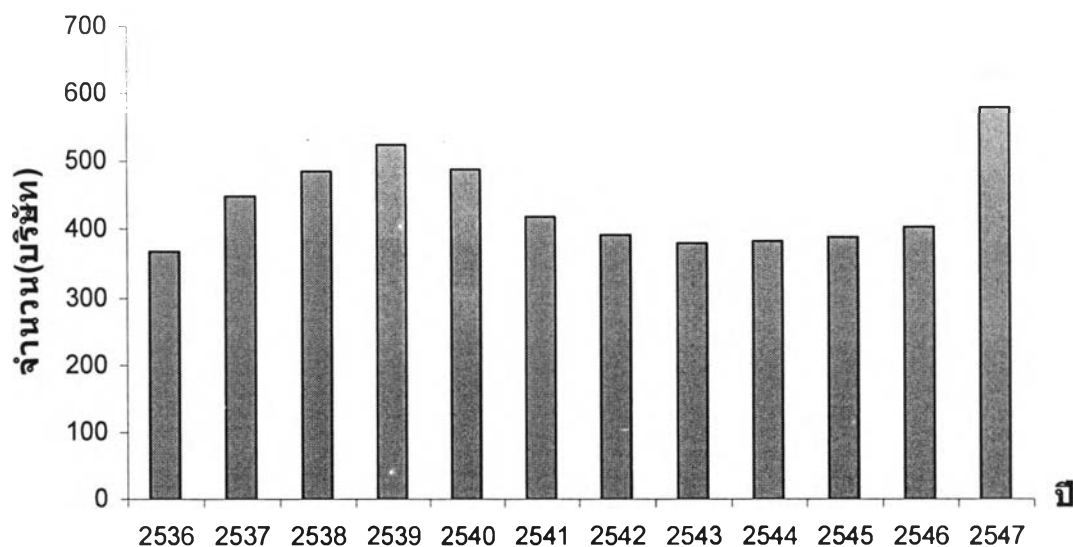
ภาพที่ 3-12: มูลค่าตลาดรวมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ภาพที่ 3-13: จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ที่มา: CEIC Database

ตารางที่ 3-4: มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
แบ่งตามประเภทของนักลงทุน

หน่วย: พันล้านบาท

ปีพ.ศ.	นักลงทุนสถาบัน ในประเทศ		นักลงทุนต่างประเทศ		นักลงทุนรายย่อย ในประเทศ		มูลค่ารวม การซื้อขายหลักทรัพย์
	ซื้อ	ขาย	ซื้อ	ขาย	ซื้อ	ขาย	
2538	202.69	205.02	426.25	377.64	905.96	952.24	1,534.90
2539	154.51	172.23	456.58	444.29	692.06	686.62	1,303.15
2540	81.16	103.62	429.80	374.37	418.63	451.62	929.60
2541	46.59	49.83	311.13	280.91	497.45	524.44	855.17
2542	77.42	80.29	471.88	475.01	1,060.50	1,054.49	1,609.79
2543	52.09	53.03	280.79	313.85	590.83	556.81	923.70
2544	62.00	62.54	290.60	297.02	1,225.16	1,218.20	1,577.76
2545	116.19	102.48	469.36	455.02	1,461.90	1,489.94	2,047.44
2546	297.50	277.92	820.70	845.31	3,522.08	3,547.05	4,670.28
2547	424.57	421.48	1,063.42	1,057.81	3,536.41	3,545.11	5,024.40
2548	106.59	137.04	370.70	296.58	762.54	806.20	1,239.83

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

หมายเหตุ: ในพ.ศ.2548 เป็นข้อมูลที่รวบรวมตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม ถึงวันที่ 24 มีนาคม 2548

ตารางที่ 3-5: สัดส่วนมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
แบ่งตามประเภทของนักลงทุน

หน่วย: เปอร์เซ็นต์

ปีพ.ศ.	นักลงทุนสถาบันในประเทศ		นักลงทุนต่างประเทศ		นักลงทุนรายย่อยในประเทศ	
	ชื่อ	ขาย	ชื่อ	ขาย	ชื่อ	ขาย
2538	13.21	13.36	27.77	24.60	59.02	62.04
2539	11.86	13.22	35.04	34.09	53.11	52.69
2540	8.73	11.15	46.24	40.27	45.03	48.58
2541	5.45	5.83	36.38	32.85	58.17	61.33
2542	4.81	4.99	29.31	29.51	65.88	65.50
2543	5.64	5.74	30.40	33.98	63.96	60.28
2544	3.93	3.96	18.42	18.83	77.65	77.21
2545	5.67	5.01	22.92	22.22	71.40	72.77
2546	6.41	5.95	17.69	18.10	75.90	75.95
2547	8.45	8.39	21.17	21.05	70.38	70.56
2548	8.60	11.05	29.90	23.92	61.50	65.03

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

หมายเหตุ: ในพ.ศ.2548 เป็นข้อมูลที่รวบรวมตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม ถึงวันที่ 24 มีนาคม 2548

เมื่อพิจารณาข้อมูลจากภาพที่ 3-11 ถึง 3-13 เราจะเห็นได้ชัดเจนว่าสามารถแบ่งภาพรวมของการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านตลาดหลักทรัพย์ในช่วงพ.ศ.2536-2548 ได้เป็น 4 ระยะ คือ

1. ช่วงพ.ศ.2536-2538

เป็นช่วงที่มีการขยายตัวของมูลค่าตลาดหุ้นและดัชนีราคาหุ้นอย่างรวดเร็ว เนื่องจากมีปัจจัยส่งเสริมมาจากการเปิดเสรีทางการเงินตั้งแต่พ.ศ.2533 ทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนไหลเข้าประเทศเป็นจำนวนมาก และการปรับลดอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของสหรัฐอเมริกาในพ.ศ.2538 ส่งผลให้เม็ดเงินจำนวนมากไหลเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย สร้างผลกำไรอย่างมากให้แก่ธุรกิจและนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ขณะนั้น จึงทำให้มีบริษัทจดทะเบียนเกิดขึ้นอย่างมากมายในตลาดหลักทรัพย์ในช่วงเวลาดังกล่าว (จากภาพที่ 3-13 เดิมมีบริษัทจดทะเบียน 368 บริษัทในปีพ.ศ.2536 เพิ่มเป็น 525 บริษัทในปีพ.ศ.2539)

2. ช่วงพ.ศ.2539-2541

เป็นช่วงระยะตกต่ำของตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากการที่ราคาสินทรัพย์ที่สูงขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงก่อนหน้านั้น เป็นการขยายตัวเกินกว่าการขยายตัวของปัจจัยพื้นฐาน เมื่อการขยายตัวของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เติบโตเกินกว่าการขยายตัวของเศรษฐกิจในประเทศ ทำให้เกิดปัญหา Over Supply และปัญหาสภาพคล่องในธุรกิจ ในที่สุดส่งผลให้การเติบโตอย่างรวดเร็วของระบบเศรษฐกิจต้องชะลอตัวลง ซึ่งส่งผลต่อการดำเนินงานของธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาด

หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อันเนื่องมาจากผลกำไรที่ตกต่ำ ทำให้ราคาหุ้นต่างๆ ปรับตัวลดลงอย่างมากเพื่อสะท้อนปัจจัยพื้นฐานที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ผลคือ ดัชนีตลาดหุ้นเมื่อสิ้นปี 2539 คิดเป็น 831.57 จุด ได้ปรับตัวลดลง 449.24 จุดหรือคิดเป็นร้อยละ 35.07 จากปีก่อนหน้า และลดลงอย่างต่อเนื่องจนถึงจุดต่ำสุดในเดือนสิงหาคม พ.ศ.2541 ซึ่งมีค่าดัชนีราคาหุ้นเท่ากับ 214.53 จุด (เมื่อเทียบกับสิ้นปี 2538 ดัชนีราคาหุ้นได้ปรับตัวลดลงร้อยละ 83.25) ดังที่แสดงในภาพที่ 3-11 นอกจากนี้ทั้งจำนวนบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และมูลค่ารวมของหลักทรัพย์ก็ปรับตัวลดลงเช่นกัน

### 3. ช่วงพ.ศ.2542-2545

สภาวะตลาดหุ้นในระยะนี้เริ่มมีการปรับตัวสูงขึ้น อันเนื่องมาจากดัชนีเศรษฐกิจต่างๆ เริ่มบ่งชี้ทิศทางที่ฟื้นตัวของเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง รวมทั้งปัญหานี้เสียที่เกิดขึ้นในช่วงก่อนได้มีการแก้ไขไปบ้างแล้ว ทำให้ Fitch IBCA ปรับอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศสู่ระดับ Investment Grade ในขณะที่ Standard & Poor's ให้อันดับความน่าเชื่อถือไว้ในระดับแนวโน้มน่าจะมีเสถียรภาพ แต่การขยายตัวของตลาดหุ้นยังอยู่ในช่วงแคบๆ เนื่องจากมีผลของปัจจัยภายนอกเข้ามากระทบอย่างต่อเนื่อง เช่น ปัญหา Y2K การเพิ่มขึ้นของระดับราคาน้ำมันโลก การปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของสหรัฐอเมริกา และการปรับลงของตลาดหุ้นสหรัฐในเดือนมิ.ย. 2545 จากกรณีอื้อฉาวเรื่องบิดเบือนทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียน ทำให้นักลงทุนต่างชาติไม่เข้ามาลงทุนในตลาดหุ้นไทยมากนัก จะเห็นได้จากมูลค่าการซื้อขายของหลักทรัพย์ 2542-2545 ในตารางที่ 3-4 ที่มีมูลค่าซื้อขายของนักลงทุนต่างชาติอยู่ในช่วงไม่เกิน 5 แสนล้านบาทต่อปี ในขณะที่กลุ่มนักลงทุนรายย่อยมีบทบาทมากขึ้นในการซื้อหุ้นในระยะนี้ในช่วงที่ราคาหุ้นได้ลดลงไปต่ำมาก

อย่างไรก็ตามกระทรวงการคลังได้เสนอแผนแม่บทการพัฒนาตลาดทุนตั้งแต่ปี 2544 ในการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ และในเดือนมกราคม 2545 ได้เสนอให้มีการสร้างอุปสงค์ สร้างอุปทาน สถาบันตัวกลาง และการกำกับดูแลกิจการ ตลอดจนการเพิ่มประสิทธิภาพการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์ ในส่วนของการสร้างอุปสงค์จะขยายฐานของผู้ลงทุนให้กว้างขึ้น โดยเฉพาะนักลงทุนรายย่อยที่มีอยู่ในขณะนั้น 2 แสนราย ให้เป็น 4 แสนรายภายในปีนั้น ส่วนทางด้านอุปทานจะเร่งการแปรรูปรัฐวิสาหกิจอย่างต่อเนื่อง

จากการเพิ่มอุปสงค์และอุปทานในตลาดนั้น นอกจากจะทำให้ตลาดมีการซื้อขายและสภาพคล่องมากขึ้นแล้ว ยังนำไปสู่ความเชื่อมั่นที่มากขึ้นด้วย ทำให้ดัชนีหุ้นปรับตัวดีขึ้น นอกจากนี้จากการที่ดัชนีหุ้นเป็นตัวแปรชี้้นำทางเศรษฐกิจ (Leading Indicator) การปรับตัวเพิ่มขึ้นของดัชนีก็จะเป็นปัจจัยบวกต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโดยรวม

#### 4. ช่วง 2546-ปัจจุบัน

ในปี 2546 เริ่มมีการขยายตัวของตลาดในอัตราที่สูงกว่าช่วงก่อนหน้านี้มาก อาจเป็นผลมาจากการสร้างอุปสงค์และอุปทาน ดังจะเห็นได้จากดัชนีราคาและมูลค่าตลาดรวมของตลาดหลักทรัพย์ที่ปรับตัวสูงขึ้นในภาพที่ 3-11 และ 3-12 และการเพิ่มขึ้นของจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในภาพที่ 3-13 ทำให้การเข้ามาซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนประเภทต่างๆ เพิ่มมากขึ้นอย่างมาก ดังจะเห็นได้ในตารางที่ 3-4 จากการเปรียบเทียบการซื้อขายในปี 2545 กับปี 2546 ที่การซื้อขายหลักทรัพย์มีมูลค่าเพิ่มขึ้นเป็นเท่าตัว แต่ในปี 2547 มูลค่ารวมตลาดหลักทรัพย์และดัชนีราคาน้ำมันกลับลดลงและเริ่มปรับเพิ่มสูงขึ้นในต้นปี 2548 อันเนื่องมาจากมีปัจจัยลบในหลายๆ ด้าน อันได้แก่ การแพร่ระบาดของไข้หวัดนกในไก่ เหตุการณ์ความไม่สงบในภาคใต้ แนวโน้มการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ยสหรัฐอเมริกา ราคาน้ำมันที่ปรับสูงขึ้น เป็นต้น ส่วนในปี 2548 มีการปรับตัวจากการมีปัจจัยรองรับที่ดีทั้งในด้านมหภาคและจุลภาค อันได้แก่ อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจที่คาดว่าจะยังอยู่ในระดับแนวโน้มที่น่าพอใจ และการเข้าจดทะเบียนของบริษัทใหม่ซึ่งมีทั้งบริษัทขนาดใหญ่และรัฐวิสาหกิจ ทำให้ตลาดมีทางเลือกในการลงทุนและสภาพคล่องมากขึ้น อันเป็นปัจจัยสำคัญในการพัฒนาให้ตลาดมีเสถียรภาพและมีคุณภาพระยะยาว

จากภาพรวมการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมดที่ได้กล่าวมาแล้วนั้น เราจะเห็นได้ว่า ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตทางการเงินในประเทศ (ก่อนปี 2540) ดัชนีตลาดหุ้น มูลค่าตลาดรวม จำนวนบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ มีการขยายตัวอย่างมาก แต่เป็นการเติบโตที่เกิดจากการเก็งกำไร ราคาน้ำมันที่ปรับสูงขึ้นเป็นราคาที่สูงเกินกว่าความเป็นจริง เมื่อเกิดวิกฤตทางการเงินทำให้ราคาน้ำมันลดลงอย่างมาก รวมทั้งส่งผลให้ตลาดหุ้นอยู่ในภาวะชบเซาตามสภาพเศรษฐกิจที่ชบเซาของประเทศ ในช่วงปี 2542 เป็นต้นมา ตลาดหุ้นได้มีการขยายตัวในทิศทางบวกตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ และมูลค่าตลาดรวมมีมูลค่าเพิ่มขึ้นเท่ากับช่วงก่อนเกิดวิกฤต ในขณะที่ดัชนีราคาน้ำมันไม่ได้ปรับตัวสูงขึ้นเท่ากับในช่วงก่อนเกิดวิกฤต

จากการที่สภาพเศรษฐกิจของประเทศฟื้นตัว เราจะเห็นได้ว่าตลาดหลักทรัพย์ก็มีความสำคัญเพิ่มมากขึ้นเช่นกัน หรืออาจจะมีความสำคัญในการเพิ่มสภาพคล่องให้กับระบบเศรษฐกิจมากกว่าในอดีต เนื่องจากมูลค่าตลาดรวม มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์และจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีจำนวนสูงขึ้นมากกว่าช่วงก่อนเกิดวิกฤตทางการเงิน โดยเฉพาะในช่วงปี 2546 จนถึงปัจจุบัน และนักลงทุนรายย่อยได้เข้ามามีบทบาทอย่างสำคัญ ซึ่งจะเห็นได้จากสัดส่วนการซื้อขายหลักทรัพย์แยกตามประเภทนักลงทุน ที่มีสัดส่วนเฉลี่ยสูงกว่าร้อยละ 70 ตั้งแต่ปี 2544 เป็นต้นมา ดังจะเห็นได้จากตารางที่ 3-5 ซึ่งเป็นตัวแสดงให้เห็นแนวโน้มว่า

สัดส่วนการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นอาจมาจากจำนวนนักลงทุนรายย่อยที่เข้าสู่ตลาดมีมากขึ้นจากการสร้างอุปสงค์และอุปทานของภาครัฐ

### 3.2.2.2 ตลาดอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย

ในส่วนนี้ เป็นการอธิบายถึงพัฒนาการและภาพรวมของตลาดอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย ดังนี้

#### 1. พัฒนาการของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ไทย

พัฒนาการของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน สามารถแบ่งออกเป็น 8 ระยะ คือ

##### 1) ช่วงพ.ศ.2500-2518

เป็นยุคบุกเบิก เริ่มจากธุรกิจเช่าซื้อตึกแถวในเขตเมือง ธุรกิจให้เช่าแฟลต อพาร์ทเมนต์ ธุรกิจจัดสรรที่ดินเปล่า ทางการออกกฎหมาย ปว.286 เพื่อควบคุมธุรกิจจัดสรร ซึ่งเริ่มขยายตัวสูงมากในขณะนั้น ธนาคารพาณิชย์เริ่มเข้ามามีบทบาทในการสนับสนุนทางการเงินมากขึ้น กระทั่งเกิดวิกฤตการณ์น้ำมันครั้งแรก (2516-2517) ธุรกิจจึงชะลอตัวลง

##### 2) ช่วงพ.ศ.2519-2524

เป็นยุคเริ่มต้นของโครงการบ้านจัดสรรอย่างเต็มรูปแบบ ธนาคารอาคารสงเคราะห์เริ่มเข้ามามีบทบาทมากขึ้น กระทั่งเกิดวิกฤตการณ์น้ำมันในปี 2522-2523 ธุรกิจบ้านจัดสรรจึงเปลี่ยนรูปแบบเป็นทาวน์เฮาส์มากขึ้น เริ่มมีการนำแนวคิด "อาคารชุด" เข้ามาในตลาดและมีการออกพรบ.อาคารชุดขึ้นมารองรับ แต่การขยายตัวของธุรกิจก็ยังคงชะลอลงเป็นลำดับจนสุดต่ำสุดในปี 2524

##### 3) ช่วงพ.ศ. 2525-2526

เป็นจุดเริ่มต้นของการพัฒนาธุรกิจอาคารชุดราคาถูกลงอย่างจริงจัง แต่ก็ยังไม่ได้มาตรฐานและไม่เป็นที่นิยมของตลาด ที่สุดต้องแปรสภาพเป็นอพาร์ทเมนต์ให้เช่า

##### 4) ช่วงพ.ศ.2527-2529

เป็นช่วงตกต่ำต่อเนื่องโดยตลอด 3 ปี ส่วนหนึ่งเป็นผลกระทบจากปัญหาทางเศรษฐกิจ มาตรการจำกัดสินเชื่อไม่เกินร้อยละ 18 และการลดค่าเงินบาท

##### 5) ช่วงพ.ศ. 2530-2533

ถือเป็นยุคทองของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ทุกประเภท โดยเฉพาะอาคารชุดราคาแพง รีสอร์ท ตลอดจนอาคารชุดราคาถูกลง การที่เศรษฐกิจขยายตัวอย่างต่อเนื่อง ประกอบกับนโยบาย

ส่งเสริมของทางการ อาทิ การนำดอกเบียเงินกู้มาหักลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาได้ไม่เกิน 7,000 บาทต่อปี และการอนุญาตให้ชาวต่างชาติสามารถซื้ออาคารชุดได้ไม่เกินร้อยละ 40 ของพื้นที่อาคาร ได้ช่วยกระตุ้นให้เศรษฐกิจฟื้นตัวเร็วเกินคาด แต่อุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นส่วนใหญ่เป็นเพียงอุปสงค์เทียม สภาพการเก็งกำไรเกิดขึ้นอย่างกว้างขวาง ราคาที่ดินสูงขึ้นหลายเท่าตัว (ทางการมีการปรับราคาประเมินเพิ่มขึ้นเฉลี่ยร้อยละ 70) ผู้ประกอบการรายใหม่เกิดขึ้นจำนวนมากจากหลากหลายสาขาอาชีพ เพื่อหวังผลการเก็งกำไรจากนักลงทุนต่างประเทศที่กำลังหลั่งไหลเข้ามาลงทุน ธนาคารแห่งประเทศไทยเริ่มดำเนินมาตรการทางการเงินที่เข้มงวดตั้งแต่ปี 2531 โดยเฉพาะการขอให้ธนาคารพาณิชย์ระมัดระวังการปล่อยสินเชื่อแก่กิจการที่ไม่เป็นประโยชน์ต่อเศรษฐกิจ และการกำหนดให้ธนาคารต้องจัดทำแผนการปล่อยสินเชื่อเสนอทุกครึ่งปี

#### 6) ช่วงพ.ศ.2534-2538

เป็นภาวะซบเซาจากผลของสงครามอ่าวเปอร์เซีย (ส.ค. 2533) และวิกฤตการณ์การเมืองในประเทศ (รชช. ปี 2534 และพฤษภาทมิฬ 2535) แม้ทางการจะเพิ่มมาตรการกระตุ้นตลาด อาทิ "โครงการบ้าน BOI" (เม.ย. 2536) และการเพิ่มค่าลดหย่อนภาษีเงินได้ของดอกเบียเงินกู้ซื้อบ้านเป็น 10,000 บาท แต่ก็ไม่เป็นผล จึงเกิดภาวะ "สินค้าล้นตลาด" ขึ้น โดยเฉพาะธุรกิจที่เกิดจากการเก็งกำไรในอดีต สภาพตลาดโดยทั่วไปเริ่มเป็น "ตลาดของผู้ซื้อ" ในช่วงนี้ธุรกิจอาคารชุดใจกลางเมืองยังถือว่าดีกว่าประเภทอื่น

#### 7) ช่วงพ.ศ.2539-2543

เป็นช่วงภาวะชะงักงันต่อเนื่องมาโดยตลอด เริ่มจากปัญหาโครงสร้างภายในของธุรกิจ กอปรกับปัญหาวิกฤตสถาบันการเงิน และท้ายสุดคือ ปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจของประเทศโดยรวม จนต้องมีการปรับปรุงระบบการแลกเปลี่ยนเงินตรา (2 ก.ค. 2540) และการเข้ารับพันธะภายใต้แผนฟื้นฟูเศรษฐกิจของ IMF (14 ส.ค. 2540)

#### 8) ช่วงพ.ศ.2544-ปัจจุบัน

เป็นช่วงที่ธุรกิจเริ่มฟื้นตัว อันเนื่องมาจากการที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำอย่างต่อเนื่อง และผู้ประกอบการในตลาดที่ลดหายไปกว่า 70% จากการซบเซาในธุรกิจที่เกิดขึ้นต่อเนื่องกันมานานกว่า 8 ปี ทำให้ลด Over Supply ที่เกิดขึ้น และมาตรการของรัฐที่ดำเนินการแบบครบวงจรในการกระตุ้นธุรกิจอสังหาริมทรัพย์อย่างต่อเนื่อง คือ กระตุ้นอุปสงค์ในการซื้อบ้านโดยการให้สิทธิในการนำดอกเบียเงินกู้ซื้อหรือสร้างบ้านมาลดหย่อนภาษีได้รวมกันไม่เกิน 50,000 บาท หรือสามารถนำเงินดาวน์บ้านมาหักภาษีได้ไม่เกิน 200,000 บาทต่อปี รวมทั้งด้านอุปทานในการจัดสร้างที่อยู่อาศัยราคาถูก และสนับสนุนแหล่งเงินทุนและกลไกสินเชื่อซึ่งได้แก่ กองทุนบำเหน็จบำนาญ

ข้าราชการ กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ธนาคารอาคารสงเคราะห์ เป็นต้น เพื่อรองรับอุปสงค์และอุปทานที่เกิดขึ้น

## 2. ภาพรวมของตลาดที่อยู่อาศัย

ปัจจุบันประเทศไทยมีครัวเรือนอยู่ทั้งหมดประมาณ 15.57 ล้านครัวเรือน และเป็นเจ้าของที่อยู่อาศัยเฉลี่ยถึง 82% ซึ่งประเภทของที่อยู่อาศัยส่วนใหญ่ของครัวเรือนตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบันยังคงเป็นบ้านเดี่ยว รองลงมาคือ ห้องแถว ตึกแถว, ห้องชุด และห้องภายในบ้าน ตามลำดับ แต่แนวโน้มในปัจจุบันประเภทที่อยู่อาศัยแบบบ้านเดี่ยวค่อยๆ ปรับตัวลดลงมา และเปลี่ยนเป็นแบบห้องแถว ตึกแถวมากขึ้น ส่วนแบบอื่นๆ ก็มีการปรับสัดส่วนเพิ่มขึ้นเช่นกัน อย่างไรก็ตามบ้านเดี่ยวก็ยังคงสัดส่วนที่สูงที่สุดเกินกว่าร้อยละ 70 ของที่อยู่อาศัยทั้งหมด ดังที่แสดงในตารางที่ 3-6

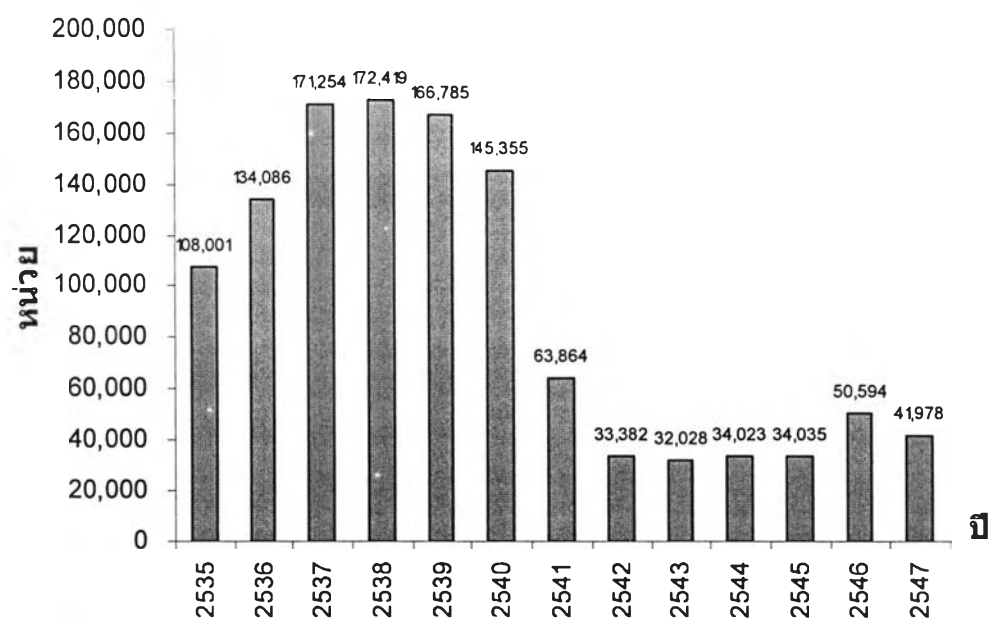
ตารางที่ 3-6: สัดส่วนร้อยละของครัวเรือนส่วนบุคคล จำแนกตามประเภทของที่อยู่อาศัย

ประเภทของที่อยู่อาศัย	2519	2529	2539	2543	2545
บ้านเดี่ยว	89.9	85.7	80.7	77.7	75.4
ทาวน์เฮาส์	-	0.8	4.4	3.7	4.2
ห้องชุด <sup>1/</sup>	0.2	1.0	1.9	3.0	1.8
ห้องแถว ตึกแถว	8.9	10.4	11.0	12.4	17.0
ห้องภายในบ้าน	1.0	1.7	1.9	0.5	1.2
อื่นๆ	-	0.4	0.1	2.7	0.4

1/ ห้องชุด หมายถึง อพาร์ทเมนท์ แฟลต คอนโดมิเนียม

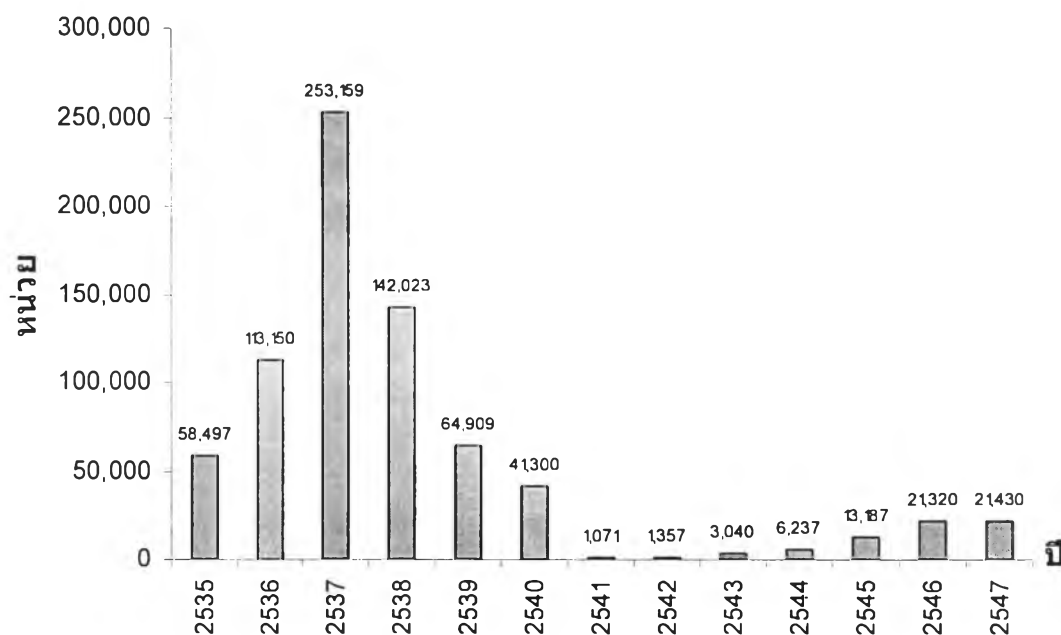
ที่มา: รายงานการสำรวจเคหะ พ.ศ.2519 2529 2539 และสำมะโนประชากรและเคหะ พ.ศ.2543 และการสำรวจภาวะเศรษฐกิจและสังคมของครัวเรือน พ.ศ.2545 สำนักงานสถิติแห่งชาติ สำนักนายกรัฐมนตรี

ภาพที่ 3-14: จำนวนหน่วยที่อยู่อาศัยจดทะเบียนเพิ่มขึ้นในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล



ที่มา: CEIC Database

ภาพที่ 3-15: จำนวนหน่วยที่อยู่อาศัยในโครงการเปิดตัวใหม่เขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล



ที่มา: กองข้อมูลวิชาการ ฝ่ายวิชาการฯ การเคหะแห่งชาติ

ภาพที่ 3-14 เป็นการแสดงความต้องการที่อยู่อาศัยผ่านตัวเลขบ้านจดทะเบียนใหม่ในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล ซึ่งประกอบไปด้วยจังหวัด นนทบุรี ปทุมธานี สมุทรปราการ สมุทรสาคร



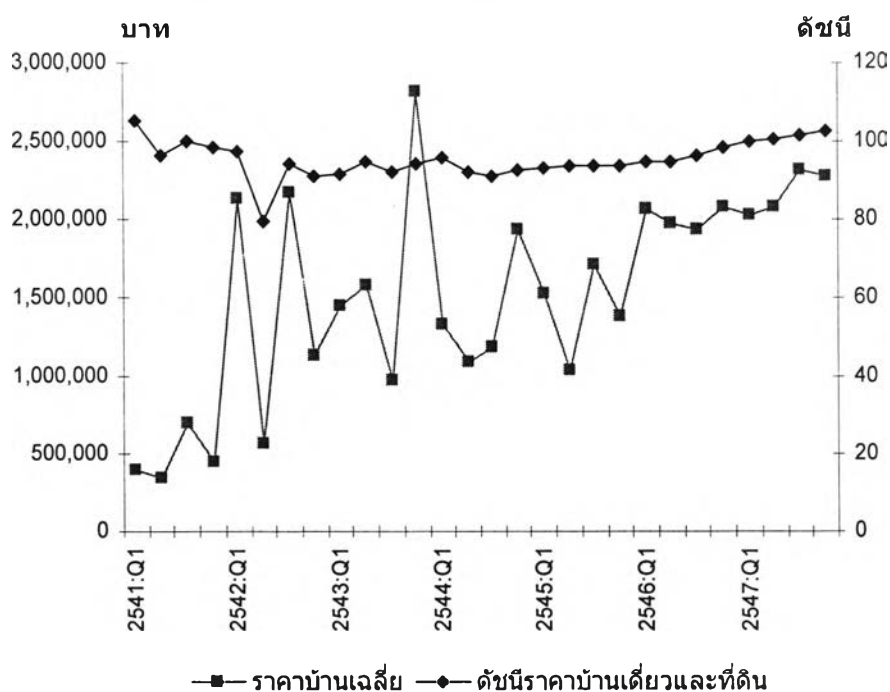
และนครนายก (ปกติจะเกิดขึ้นหลังมีรายการซื้อขายประมาณ 8-10 เดือน แต่มีแนวโน้มว่าระยะเวลาจะสั้นลงหลังจากมีการสร้างบ้านก่อนขายมากขึ้น) มีแนวโน้มลดลงตั้งแต่ปี 2537 และลดลงอย่างมากในปี 2541 แต่ตัวเลขความต้องการที่อยู่อาศัยใหม่ไม่เคยปรับลดลงน้อยกว่า 32,000 หน่วย ซึ่งแสดงให้เห็นความต้องการที่พักอาศัยพื้นฐานเฉลี่ยต่อปีประมาณ 32,000 หน่วย และมีแนวโน้มในการฟื้นตัวอย่างชัดเจนโดยมีตัวเลขบ้านจดทะเบียนใหม่เพิ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2544 เป็นต้นมา

ส่วนภาพที่ 3-15 เป็นการแสดงถึงอุปทานของที่พักอาศัยใหม่ที่เกิดขึ้นในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล อันได้แก่ จังหวัดนนทบุรี ปทุมธานี สมุทรปราการ สมุทรสาคร ฉะเชิงเทรา นครปฐม นครนายก พระนครศรีอยุธยา และสุพรรณบุรี ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจส่งผลกระทบต่ออย่างมากแก่ผู้ประกอบการธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ โดยมีการปรับตัวลดลงอย่างมากตั้งแต่ปี 2537 เป็นต้นมา และมีผลอย่างต่อเนื่องในระยะยาว จนถึงปี 2544 ถึงจะมีแนวโน้มปรับสูงขึ้น ดังที่กล่าวไปแล้ว เราจึงสามารถสรุปได้ว่าตลาดที่อยู่อาศัยในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑลเริ่มซบเซาลงตั้งแต่ปี 2537 เป็นต้นมา ทั้งทางด้านอุปสงค์และอุปทาน และมีแนวโน้มในการฟื้นตัวตั้งแต่ปี 2544 จากทั้งทางด้านอุปสงค์และอุปทานเช่นเดียวกัน เมื่อพิจารณาถึงราคาของอสังหาริมทรัพย์<sup>11</sup> ในภาพที่ 3-16 จะเห็นได้ว่า ในส่วนของราคาบ้านเฉลี่ย มีการปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง และเริ่มผันผวนน้อยลงในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา ส่วนดัชนีราคาบ้านเดี่ยวและที่ดิน<sup>12</sup> ก็มีการปรับตัวขึ้นเช่นกัน แต่เป็นการปรับเพิ่มขึ้นอย่างช้าๆ ซึ่งตัวแทนของราคาอสังหาริมทรัพย์ทั้งสอง มีการปรับตัวไปในทิศทางเดียวกันตลอดช่วงระยะเวลา (เนื่องจากมีความแตกต่างกันในเรื่องหน่วยวัด ข้อมูลราคาบ้านเฉลี่ยจึงมีความผันผวนมากกว่า) และสอดคล้องกับภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากเมื่อธุรกิจซบเซา ราคาบ้านก็มีค่าลดลง หลังจากที่ธุรกิจเริ่มฟื้นตัว ราคาบ้านก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามไปด้วย และการที่ราคาอสังหาริมทรัพย์ทั้งสองมีค่าลดลงอย่างมากในปี 2542 ไตรมาสสอง เกิดจากผลของการปรับโครงสร้างหนี้ และการขายสินทรัพย์ของ ปรส. ซึ่งกลายเป็นราคาอ้างอิงของตลาดในช่วงนั้น และเมื่อได้ระบายสินทรัพย์ไปจำนวนหนึ่งแล้ว ทำให้สต็อกในตลาดลดลง ราคาจึงปรับขึ้นตามภาวะตลาดใหม่

<sup>11</sup> รายละเอียดในส่วนของราคาอสังหาริมทรัพย์ จะกล่าวถึงอีกครั้งหนึ่งในบทที่ 4 ในส่วนของตัวแปรข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบแบบจำลอง

<sup>12</sup> นำเสนอดัชนีราคาบ้านเดี่ยวและที่ดิน เป็นตัวแทนดัชนีราคาอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากที่พักอาศัยส่วนใหญ่ร้อยละ 75 เป็นบ้านเดี่ยว จึงเหมาะสมที่จะเป็นตัวแทนสะท้อนภาพราคาการเคลื่อนไหวของอสังหาริมทรัพย์

ภาพที่ 3-16: ราคาบ้านเฉลี่ยและดัชนีราคาบ้านในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย และกองข้อมูลวิชาการ ฝ่ายวิชาการฯ การเคหะแห่งชาติ

การเติบโตและการฟื้นตัวของตลาดอสังหาริมทรัพย์ มีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจเป็นอย่างมาก เนื่องจากที่พักอาศัยถือว่าเป็นหนึ่งในปัจจัยสี่ในการดำรงชีวิต และธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เป็นธุรกิจที่ใช้วัสดุภายในประเทศเกือบ 100% ผู้ก่อสร้างและผู้ซื้อส่วนใหญ่ก็เป็นคนในประเทศ ดังนั้นผลกระทบที่เกิดขึ้นจึงส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจในประเทศ นอกจากนี้ ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ยังมีความเชื่อมโยงไปยังธุรกิจอื่นๆ อีก ทั้งในด้านหน้า คือ ธุรกิจวัสดุก่อสร้าง ปูน เหล็ก หิน ทราโย ไม้ สี และอื่นๆ และในด้านหลังเมื่อสร้างเสร็จแล้ว ได้แก่ เฟอร์นิเจอร์ เครื่องไฟฟ้า การบำรุงรักษา และอื่นๆ อีกมาก ดังนั้นการฟื้นตัวของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ จะส่งผลต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในประเทศเป็นอย่างมาก

จากรูปแบบการออมและสัดส่วนการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ของครัวเรือนที่ได้กล่าวไปแล้วข้างต้น เราพอที่จะสรุปได้ว่า สินทรัพย์หลักๆ ที่ครัวเรือนถือครองได้แก่ อสังหาริมทรัพย์ เงินฝากในธนาคารพาณิชย์ และการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ (ถึงแม้ว่าจะเป็นสัดส่วนที่น้อย แต่เราก็เห็นการเจริญเติบโตอย่างมากของตลาดหุ้นในช่วงปี 2546 เป็นต้นมา ซึ่งข้อมูลจากตารางที่ 3-3 ยังคงครอบคลุมไม่ถึง และเป็นแค่ตัวประมาณการทางอ้อมเท่านั้น ไม่สามารถระบุได้อย่างชัดเจนว่าการลงทุนในตลาดหุ้นไม่มีความสำคัญ) และจากการดูภาพรวมทั้งของตลาดหลักทรัพย์และตลาด

อสังหาริมทรัพย์พบว่ามีค่าสำคัญเพิ่มขึ้นเป็นลำดับ ดังนั้นในงานศึกษานี้จึงเลือกที่จะทำการศึกษากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านการถือครองสินทรัพย์ในรูปของอสังหาริมทรัพย์และหุ้น ซึ่งเป็นสินทรัพย์หลักของครัวเรือน

การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย ในปัจจุบันเป็นแบบการกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ ซึ่งเริ่มใช้ตั้งแต่ 23 พฤษภาคม 2543 และเป้าหมายในการดำเนินนโยบายการเงิน คือ การควบคุมให้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานอยู่ในช่วงร้อยละ 0 ถึง 3.5 ซึ่งการกำหนดเป้าหมายเป็นช่วงกว้างนี้ จะช่วยรองรับการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจที่อาจเกิดขึ้นได้ในช่วงสั้นๆ ทำให้ลดความจำเป็นในการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินบ่อยครั้ง และช่วยลดความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นลง ส่งผลให้ระบบการเงินมีเสถียรภาพ และการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อส่งผลต่อตัวเป้าหมายนั้น จะต้องใช้ระยะเวลาประมาณ 1-2 ปี เป็นอย่างน้อยจึงจะเห็นผล

จากการที่รัฐใช้นโยบายการเงินและการคลังผ่อนคลายเป็นต้นมาตั้งแต่ปี 2541 ไตรมาสสาม จนถึงปัจจุบันเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจให้ฟื้นตัว ส่งผลต่อพฤติกรรมของภาคครัวเรือนในด้านการบริโภคและหนี้สินของครัวเรือน ดังนี้คือ ทำให้การบริโภคที่แท้จริงของภาคครัวเรือนมีการขยายตัวไม่ต่ำกว่าร้อยละ 4 ต่อปี ซึ่งส่วนหนึ่งมาจากการเร่งขยายสินเชื่อของสถาบันการเงินให้แก่ภาคครัวเรือนและนำไปใช้จ่ายเพื่อการบริโภคสินค้าคงทนในส่วนของอสังหาริมทรัพย์ถึงร้อยละ 36 นอกจากนี้การบริโภคสินค้าคงทนที่นอกเหนือจากอสังหาริมทรัพย์ก็มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นทุกปีเช่นกัน ในส่วนการคลัง มาตรการที่ใช้ในการกระตุ้นเศรษฐกิจจะดับรากหญ้า ก็ส่งผลทำให้การบริโภคของครัวเรือนเพิ่มขึ้นเช่นกัน โดยเฉพาะในส่วนของสินค้าคงทนและสินค้าไม่จำเป็น

ส่วนพฤติกรรมของครัวเรือนในด้านการถือสินทรัพย์ จากตารางที่ 3-3 พบว่า สินทรัพย์หลักที่ครัวเรือนถือครอง ได้แก่ อสังหาริมทรัพย์ หลักทรัพย์ และเงินฝากในธนาคารพาณิชย์ (ซึ่งเงินฝากในธนาคารพาณิชย์ไม่ได้เป็นส่วนหนึ่งของกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาสินทรัพย์ จึงไม่นำมาพิจารณา) เมื่อเปรียบเทียบแล้ว การถือครองอสังหาริมทรัพย์และหลักทรัพย์ยังเป็นสัดส่วนที่น้อยกว่าการฝากเงินในธนาคาร จึงพิจารณาการเจริญเติบโตของสินทรัพย์เหล่านี้เพิ่มเติม เพื่อดูบทบาทและความสำคัญของสินทรัพย์เหล่านี้ในระบบเศรษฐกิจ พบว่า ทั้งอสังหาริมทรัพย์และหลักทรัพย์ มีบทบาทความสำคัญเพิ่มขึ้น โดยในส่วนของหลักทรัพย์ มูลค่ารวมของตลาดหลักทรัพย์ฟื้นตัวหลังช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ และกลับมีมูลค่าเพิ่มขึ้นมากกว่าช่วงก่อนที่จะเกิดวิกฤต (ภาพที่ 3-12) นอกจากนี้นักลงทุนรายย่อยยังเข้ามามีบทบาทเพิ่มขึ้น ดูได้จากสัดส่วนมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตารางที่ 3-5 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าภาคครัวเรือนเข้ามามีบทบาทในการถือครองสินทรัพย์ในส่วนนี้เพิ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2544

และในส่วนของอสังหาริมทรัพย์ จากภาพที่ 3-14 ถึง 3-16 แสดงให้เห็นว่า ทั้งทางด้านอุปสงค์ อุปทาน และราคาอสังหาริมทรัพย์ มีการปรับตัวในทิศทางที่ดีขึ้นมาก ตั้งแต่ปี 2544 ซึ่งการฟื้นตัวของภาคอสังหาริมทรัพย์จะส่งผลดีต่อเศรษฐกิจอย่างมาก เนื่องจากผู้ประกอบการธุรกิจส่วนใหญ่เป็นคนในประเทศ และมีส่วนเชื่อมโยงต่อไปยังอีกหลายๆ ธุรกิจ ซึ่งจะทำให้ธุรกิจต่างๆ ปรับตัวดีขึ้นตามไปด้วย

หลังวิกฤตเศรษฐกิจในพ.ศ.2540 ประเทศไทยได้ดำเนินนโยบายการเงินการคลังแบบเข้มงวด จนพ.ศ.2541 ไตรมาสสาม จึงเริ่มใช้นโยบายการเงินการคลังแบบผ่อนคลายมาจนถึงปัจจุบัน ซึ่งในระหว่างนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยได้เปลี่ยนนโยบายการเงินจากเดิม มาเป็นการดำเนินนโยบายการเงินโดยการกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ จากการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย ทำให้มีการขยายตัวในสินเชื่อของครัวเรือนและการบริโภค และการดำเนินนโยบายการคลังแบบผ่อนคลายก็ส่งผลกระทบต่อการบริโภคของครัวเรือนเช่นกัน ซึ่งจากการดำเนินนโยบายทั้ง 2 แบบ ส่งผลกระทบต่อลักษณะการบริโภคของครัวเรือน โดยเฉพาะอย่างยิ่งต่อการบริโภคสินค้าคงทน ทำให้มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างเห็นได้ชัด ส่วนในเรื่องการถือครองสินทรัพย์ของครัวเรือน ถึงแม้ว่าสัดส่วนที่เพิ่มขึ้นในการถือครองสินทรัพย์ชนิดต่างๆ ในแต่ละปี แสดงให้เห็นว่า การถือครองอสังหาริมทรัพย์และหลักทรัพย์ยังมีสัดส่วนที่สะสมเพิ่มขึ้นเป็นสัดส่วนที่น้อย แต่การเจริญเติบโตของตลาดหลักทรัพย์และตลาดอสังหาริมทรัพย์ ก็แสดงให้เห็นถึงบทบาทและความสำคัญที่เพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ทั้งสองชนิด