

บทที่ 1



บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

เสถียรภาพของระดับราคาสินค้าเป็นจุดมุ่งหมายหนึ่งของนโยบายเศรษฐกิจมหภาค* ความสำเร็จของระดับราคาหมายถึงการที่ราคาสินค้าไม่ถูกบิดเบือนโดยเงินเฟ้อ ดังนั้นจึงช่วยให้เกิดการจัดสรรทรัพยากรที่มีประสิทธิภาพและการจ้างงานเต็มที่ นอกจากนี้ความสำเร็จของระดับราคายังช่วยสนับสนุนการออมและการสะสมทุนเนื่องจากช่วยป้องกันไม่ให้ราคาสินทรัพย์ต่ำลงเนื่องจากเงินเฟ้อที่ไม่ได้คาดการณ์ ซึ่งนับเป็นการส่งเสริมต่อจุดมุ่งหมายอื่นของนโยบายเศรษฐกิจมหภาค ด้วยเหตุฉะฉานในการดำเนินนโยบายการเงินจึงจำเป็นที่จะต้องเกี่ยวเนื่องกับปัจจัยที่ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาซึ่งก็คือเงินเฟ้อนั่นเอง ซึ่งจากประสบการณ์ในอดีตโดยทั่วไปการเพิ่มขึ้นของระดับราคาอย่างต่อเนื่องและเงินเฟ้อที่รุนแรงมักจะทำให้ผลเสียต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ และเนื่องจากในการที่จะให้นโยบายการเงินเกิดผลจำเป็นต้องใช้ระยะเวลาหนึ่งดังนั้นจึงควรที่จะดำเนินนโยบายการเงินก่อนที่เงินเฟ้อเริ่มเพิ่มขึ้นในการที่จะทราบว่าจะต้องดำเนินนโยบายการเงินเมื่อใดก็จำเป็นที่จะต้องทราบเงินเฟ้อในอนาคต ดังนั้นการทำนายเงินเฟ้อจึงเป็นเรื่องสำคัญในการดำเนินนโยบายการเงิน

สำหรับประเทศไทยในปัจจุบันได้ดำเนินนโยบายการเงินโดยใช้การกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting)** แทนการกำหนดเป้าหมายทางการเงิน (Monetary Targeting) ซึ่งภายใต้กรอบการกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อนี้คณะกรรมการนโยบายการเงินจะต้อง

* จุดมุ่งหมายของนโยบายเศรษฐกิจมหภาคอาจมีมากมายหลายประการด้วยกัน แต่จุดมุ่งหมายสำคัญที่เป็นที่ยอมรับโดยทั่วไปในทุกประเทศคือ 1) การมีเสถียรภาพของระดับราคาสินค้า 2) การมีการจ้างงานเต็มที่ 3) การมีความเจริญทางเศรษฐกิจที่เพียงพอ และ 4) การมีความสมดุลในดุลการชำระเงิน (ชมพรัตน์ จันทร์เรืองเพ็ญ , 2538 : 242)

** เริ่มตั้งแต่ 23 พฤษภาคม พ.ศ.2543

รักษาระดับอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานให้อยู่ในช่วงหนึ่งตามที่ประกาศไว้ ดังนั้นการทำนายเงินเฟ้อในอนาคตจึงจำเป็นอย่างมากที่จะต้องทราบก่อนที่จะดำเนินนโยบายการเงินเพื่อรักษาให้เงินเฟ้อที่เกิดขึ้นเป็นไปตามเป้าหมายเงินเฟ้อที่ประกาศไว้

ในการทำนายเงินเฟ้อนั้นตัวแปรที่ถูกนำมาใช้ในการทำนายมีทั้งแบบที่มีพื้นฐานอยู่บนทฤษฎี* และการใช้ตัวแปรที่ไม่ได้มีการสนับสนุนในทฤษฎีแต่เป็นตัวที่แสดงทิศทางของเศรษฐกิจมหภาค** ตัวแปรแต่ละตัวที่นำมาใช้มีข้อดีและข้อเสียแตกต่างกันไปและให้ผลในการทำนายต่างกันไปในแต่ละประเทศและแต่ละช่วงเวลา อย่างไรก็ตามการแก้ปัญหาข้อดีข้อเสียของตัวแปรโดยการรวมตัวแปรหลายๆ ตัวเข้าไปในการทำนายเงินเฟ้อก็จะทำให้เกิดความเสียหายเนื่องจากนำไปสู่การทำนายที่เชื่อถือไม่ได้ (Fisher, 2000)

ตัวแปรทางการเงินตัวหนึ่งที่นักเศรษฐศาสตร์การเงินให้ความสนใจและเชื่อว่าสามารถใช้ทำนายเงินเฟ้อได้ คือ โครงสร้างอัตราดอกเบี้ย (term structure of interest rate) หรือเส้นอัตราผลตอบแทน (yield curve) เนื่องจากตามทฤษฎีการคาดการณ์ (Expectation Hypothesis) โครงสร้างผลตอบแทนตามอายุการได้ถอนหลักทรัพย์ (term structure) หรือเส้นอัตราผลตอบแทนเป็นการคาดการณ์ในอนาคต (forward-looking) ที่สะท้อนถึงการคาดการณ์ของตลาดเกี่ยวกับสภาพเศรษฐกิจในอนาคต (Kozicki, 1998 : 4) นักลงทุนในสินทรัพย์ระยะยาวที่เชื่อว่าอัตราเงินเฟ้อในอนาคตจะสูงกว่าที่เป็นอยู่ในปัจจุบันจะต้องการปกป้องผลตอบแทนที่แท้จริงของเขาด้วยการต้องการผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินของพันธบัตรระยะยาวที่สูงกว่าซึ่งส่งผลให้เส้นอัตราผลตอบแทนชันขึ้น ซึ่งจาก Mishkin (1990) โดยการอ้างอิง Fisher Equation และ Rational Expectation แล้วเราสามารถที่จะทำนายอัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงอัตราเงินเฟ้อในอนาคตได้จากส่วนต่างของเส้นอัตราผลตอบแทน ในทศวรรษที่ผ่านมาได้มีงานศึกษาในต่างประเทศหลายงานที่ทำการศึกษาเพื่อหาข้อมูลเกี่ยวกับเงินเฟ้อในอนาคตจากโครงสร้างอัตราผลตอบแทน ซึ่งผลการศึกษาก็แตกต่างกันไปในแต่ละประเทศ รวมทั้งในประเทศไทยก็ได้มีการศึกษาเช่นกันแต่พบว่าไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับเงินเฟ้ออยู่ในโครงสร้างอัตราผลตอบแทน

* เช่น Expectation Hypothesis of the Term Structure of Interest Rates หรือ Quantity Theory of Money หรือ จากความสัมพันธ์ของ Phillips Curve

** ตัวแปรที่ถูกนำมาใช้ เช่น การบริโภค การขายบ้าน สินค้าคงคลัง รายได้และผลผลิต ราคาหุ้น เป็นต้น

ปัญหาในการศึกษาส่วนมากในต่างประเทศที่ผ่านมาคือความอ่อนแอในด้านวิธีการเชิงประจักษ์ กล่าวคือคุณสมบัติอนุกรมเวลา (time series properties) ของข้อมูลไม่ได้ถูกกล่าวถึง ไม่ว่าจะเป็นการทดสอบความมีเสถียรภาพของข้อมูล (stationarity) หรือการทดสอบความมีดุลยภาพในระยะยาว (cointegration) หากพบว่าข้อมูลไม่มีเสถียรภาพ (nonstationary) ซึ่งการละเลยดังกล่าวจะทำให้เกิดผลที่ไม่จริงได้ นอกจากนี้ปัญหาการละเลยด้านการทดสอบความมีเสถียรภาพของข้อมูลแล้วการศึกษาที่ผ่านมาในประเทศไทยก็ยังมีปัญหาอื่นอีกคือการขาดข้อมูลอัตราผลตอบแทนจากเส้นอัตราผลตอบแทนที่สมบูรณ์ เนื่องจากขาดการออกพันธบัตรรัฐบาลที่ต่อเนื่อง ดังนั้นจึงมีการใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลมาใช้เป็นตัวแทนอัตราผลตอบแทนอายุต่างๆ ซึ่งไม่สามารถใช้แทนได้ดีนัก เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารในอดีตได้ถูกกำหนดโดยเพดานอัตราดอกเบี้ยและเป็นการกำหนดจากธนาคาร ดังนั้นจึงไม่ได้กำหนดจากกลไกตลาดที่มีประสิทธิภาพอย่างแท้จริง อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่นำมาใช้ไม่ได้แสดงถึงอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงในแต่ละอายุครบกำหนด ดังนั้นการศึกษความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างอัตราผลตอบแทนกับอัตราเงินเฟ้อในอนาคตโดยใช้วิธี cointegration ซึ่งพิจารณาคุณสมบัติความมีเสถียรภาพของตัวแปร และใช้เส้นอัตราผลตอบแทนที่สมบูรณ์จึงเป็นประเด็นที่น่าสนใจจะทำการศึกษา เนื่องจากเส้นอัตราผลตอบแทนเป็นข้อมูลที่ทันสมัย (up to date) และมีทุกวัน อีกทั้งในปัจจุบันประเทศไทยมีข้อมูลเส้นอัตราผลตอบแทนที่สมบูรณ์ ดังนั้นจึงทำให้ผู้กำหนดนโยบายไม่ประสบปัญหาเหมือนข้อมูลเศรษฐกิจตัวอื่นเช่นข้อมูลภาคเศรษฐกิจจริงที่ข้อมูลมักจะหาได้หลังจากเวลาผ่านไปแฉะระยะหนึ่ง ซึ่งเป็นไปได้ว่าจะได้ข้อมูลที่ต้องการก็เข้าไปเสียแล้ว (Mboweni,1999) หากศึกษาพบว่าข้อมูลจากเส้นอัตราผลตอบแทนสามารถทำนายเงินเฟ้อได้ผู้ดำเนินนโยบายทางการเงินสามารถใช้ข้อมูลดังกล่าวในการทำนายเงินเฟ้อหรือนำมาปรับปรุงรวมเข้าไปในแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคในการทำนายเงินเฟ้อก่อนที่จะเข้าดำเนินนโยบายการเงินเพื่อรักษาเงินเฟ้อให้เป็นไปตามเป้าหมายเงินเฟ้อที่ประกาศไว้ ส่วนภาคเอกชนนั้น แม้ว่าจะทราบว่าจะอัตราเงินเฟ้อจะเป็นเท่าใดตามเป้าหมายเงินเฟ้อที่ผู้ดำเนินนโยบายการเงินได้ประกาศไว้แล้ว แต่การทราบว่าจะอัตราเงินเฟ้อจะเป็นเท่าใดก่อนที่จะมีการดำเนินนโยบายการเงินก็จะทำให้ภาคเอกชนสามารถคาดการณ์ว่านโยบายการเงินจะเป็นอย่างไร และสามารถวางแผนธุรกิจเพื่อรองรับการเปลี่ยนแปลงในอนาคตได้อย่างเหมาะสม

กล่าวคือ ใช้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 1 ปี 7 เดือนถึง 2 ปี แทนอัตราผลตอบแทน 2 ปี และในอัตราอื่นก็เป็นไปในทำนองเดียวกัน

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างระดับอัตราผลตอบแทน (yield level) ในแต่ละอายุครบกำหนด (maturity) กับระดับอัตราเงินเฟ้อในอนาคต
2. เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างอัตราผลตอบแทน (yield spread) ในแต่ละคู่ของอายุครบกำหนด (maturity) กับส่วนต่างอัตราเงินเฟ้อในอนาคต
3. เพื่อพยากรณ์อัตราเงินเฟ้อโดยอาศัยข้อมูลจากเส้นอัตราผลตอบแทน

1.3 ขอบเขตของการศึกษา

อัตราผลตอบแทนที่นำมาศึกษาคืออัตราผลตอบแทนอายุ 1, 3, 6, 12 และ 24 เดือน จากเส้นอัตราผลตอบแทนของธนาคารกสิกรไทย (TFB Implied Risk Free Yield Curve) และอัตราผลตอบแทนอายุ 1, 2, 3 และ 12 เดือนจากเส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Repo & TBDC Government Bond Yield Curve) อัตราเงินเฟ้อในช่วง 1, 2, 3, 6, 12 และ 24 เดือน คำนวณจากดัชนีราคาผู้บริโภค (consumer price index) และดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน (core consumer price index) โดยใช้ข้อมูลรายเดือน ซึ่งในชุดข้อมูลอัตราผลตอบแทนของธนาคารกสิกรไทยข้อมูลจะครอบคลุมในช่วงเดือนมิถุนายน พ.ศ.2538 - เดือนธันวาคม พ.ศ.2541 รวม 43 เดือน ในส่วนของชุดข้อมูลอัตราผลตอบแทนจากธนาคารแห่งประเทศไทยและศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยข้อมูลจะครอบคลุมในช่วง เดือนกันยายน พ.ศ.2541 ถึงเดือนมีนาคม พ.ศ.2544 รวม 31 เดือน

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ทำให้ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างเส้นอัตราผลตอบแทนกับอัตราเงินเฟ้อและสามารถเลือกใช้ข้อมูลจากเส้นอัตราผลตอบแทนเพื่อพยากรณ์อัตราเงินเฟ้อในอนาคตตามช่วงระยะเวลาที่ต้องการได้ ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อเจ้าหน้าที่ทางการเงินในการคาดการณ์เงินเฟ้อที่จะเกิดขึ้นก่อนดำเนินนโยบายการเงินเพื่อให้อัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริงเป็นไปตามกรอบการกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) ส่วนภาคเอกชนสามารถใช้เป็นแนวทางในการวางแผนธุรกิจเพื่อรองรับการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินที่จะเกิดขึ้นได้

1.5 องค์ประกอบของการศึกษา

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ประกอบด้วยเนื้อหา รวม 6 บท โดยบทแรกจะเป็นบทนำซึ่งประกอบด้วยความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา วัตถุประสงค์ของการศึกษา ขอบเขตของการศึกษา และประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการศึกษา ส่วนในบทที่ 2 จะกล่าวถึงสภาพตลาดตราสารหนี้ไทย เส้นอัตราผลตอบแทนที่มีในประเทศไทย วิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงเส้นอัตราผลตอบแทนรวมทั้งวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงอัตราเงินเฟ้อ สำหรับบทที่ 3 จะกล่าวถึงทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องซึ่งประกอบด้วยสมมติฐานของฟิชเชอร์ ทฤษฎีการคาดการณ์อย่างมีเหตุผล ทฤษฎีตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ และการศึกษาเชิงประจักษ์เพื่อทำนายเงินเฟ้อในประเทศต่างๆ ในบทที่ 4 จะกล่าวถึงวิธีการศึกษา การประมาณค่าแบบจำลอง วิธีการทดสอบความสามารถในการพยากรณ์ของแบบจำลอง ส่วนบทที่ 5 เป็นการแสดงถึงผลการศึกษา และบทที่ 6 เป็นการสรุปผลการศึกษา ข้อจำกัดของการศึกษา และข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาคั้งต่อไป