

บทที่ 6

บทสรุป



ในการศึกษาเรื่องการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อจากเส้นอัตราผลตอบแทนนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับอัตราผลเงินเฟ้อและใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนในการพยากรณ์เงินเฟ้อในช่วงปี พ.ศ.2538 - พ.ศ.2544 ภายใต้กรอบทฤษฎี Fisher ซึ่งในบทนี้จะเป็นการสรุปผลการศึกษารวมทั้งกล่าวถึงข้อจำกัดของการศึกษารวมทั้งข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาค้างต่อไป

6.1 สรุปผลการศึกษา

การศึกษาซึ่งแบ่งอัตราผลตอบแทนออกเป็น 2 กลุ่มคือ อัตราผลตอบแทนจาก TFB Implied Risk Free Yield Curve และ Repo & TBDC Government Bond Yield Curve และแบ่งอัตราเงินเฟ้อออกเป็น 2 กลุ่มคือ อัตราเงินเฟ้อทั่วไปและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน ในการศึกษาใช้วิธีการทดสอบความมีเสถียรภาพของข้อมูลด้วยวิธี ADF แล้วประมาณค่าด้วยวิธี OLS และทดสอบ Cointegration แบบ Engle Granger ซึ่งให้ผลดังนี้

6.1.1 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราเงินเฟ้อกับระดับอัตราผลตอบแทน

การศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนจาก TFB Implied Risk Free Yield Curve ระยะยาวมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินเฟ้อทั่วไปและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน ในขณะที่อัตราผลตอบแทนจาก TFB Implied Risk Free Yield Curve ระยะสั้น มีความสัมพันธ์กับเงินเฟ้อพื้นฐานเท่านั้น ส่วนอัตราผลตอบแทนจาก Repo & TBDC Government Bond Yield Curve ระยะสั้นมีความสัมพันธ์กับเงินเฟ้อทั่วไปและพื้นฐาน ซึ่งรูปแบบความสัมพันธ์แตกต่างกันหลายลักษณะ หากยึดสมการที่ใช้ระดับของตัวแปรในการประมาณความสัมพันธ์ซึ่งมีนัยสำคัญเป็นเกณฑ์แล้วจะพบว่าอัตราผลตอบแทนจาก Repo & TBDC Government Bond Yield Curve มีความสัมพันธ์กับอัตราเงินเฟ้อมากกว่าอัตราผลตอบแทนจาก TFB Implied Risk Free Yield Curve ทั้งนี้อาจเป็นเพราะ TFB Implied Risk Free Yield Curve ไม่ใช่เส้นอัตราผลตอบแทนที่เกิดจากตลาดตรา

สารหนี้ที่แท้จริง เป็นเพียงการสร้างเส้นอัตราผลตอบแทนจากอัตราผลตอบแทนของสหรัฐอเมริกา บวก swap rate เท่านั้น

6.1.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างอัตราเงินเฟ้อกับส่วนต่างอัตราผลตอบแทน

ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างอัตราเงินเฟ้อกับส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพบว่าส่วนต่างอัตราผลตอบแทนจาก TFB Implied Risk Free Yield Curve ส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์กับส่วนต่างอัตราเงินเฟ้อทั่วไปและพื้นฐานอย่างมีนัยสำคัญ โดยส่วนต่างอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความสัมพันธ์กับส่วนต่างอัตราเงินเฟ้อคือส่วนต่างอัตราผลตอบแทนที่อายุครบกำหนด (maturity)ระยะยาวเป็น 2 เท่าของระยะสั้น (ได้แก่ 12 เดือน กับ 6 เดือน และ 24 เดือน กับ 12 เดือน) สำหรับส่วนต่างอัตราผลตอบแทนจาก Repo & TBDC Government Bond Yield Curve ที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงอัตราเงินเฟ้อทั้งทั่วไปและพื้นฐาน คือส่วนต่างอัตราผลตอบแทนระยะยาวกับระยะสั้น ได้แก่ 12 เดือนกับ 1 เดือน 12 เดือนกับ 2 เดือน และ 12 เดือนกับ 3 เดือน ซึ่งหากใช้เกณฑ์สมการที่ cointegrate ในการพิจารณาจะสรุปได้ว่า ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนจาก Repo & TBDC Government Bond Yield Curve มีความสัมพันธ์กับส่วนต่างอัตราเงินเฟ้อมากกว่าอัตราผลตอบแทนจาก TFB Implied Risk Free Yield Curve และมีความสัมพันธ์กับส่วนต่างอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานมากกว่าส่วนต่างอัตราเงินเฟ้อทั่วไป

6.1.3 ความสามารถในการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ

การนำสมการความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและอัตราเงินเฟ้อที่มีนัยสำคัญมาพยากรณ์อัตราเงินเฟ้อแล้วหาความถูกต้องในการคาดการณ์จากค่าสถิติคือ Theil Inequality Coefficient แล้วนำมาเปรียบเทียบกับกรณีการพยากรณ์เงินเฟ้อด้วย Naive model พบว่าการพยากรณ์อัตราเงินเฟ้อจากเส้นอัตราผลตอบแทนดีกว่า Naive model อัตราผลตอบแทนระยะสั้นคือ 3 เดือน จาก Repo & TBDC Government Bond Yield Curve เป็นอัตราผลตอบแทนที่สามารถคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อในอนาคตได้ดีที่สุด โดยคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานได้ดีกว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไป

* เป็นการสรุปในภาพรวมเท่านั้น เนื่องจากสมการที่ทดสอบมีมากถึง 50 สมการ ดังนั้นผลจึงหลากหลาย หากต้องการภาพที่ชัดเจนต้องดูแต่ละสมการในบทผลการศึกษา

ในกรณีของส่วนต่างอัตราผลตอบแทน ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทน 12 เดือนกับ 2 เดือน จาก Repo & TBDC Government Bond Yield Curve สามารถคาดการณ์ส่วนต่างอัตราเงินเพื่อ 12 เดือน กับ 2 เดือน ได้ดี โดยคาดการณ์อัตราเงินเพื่อพื้นฐานได้ดีกว่าอัตราเงินเพื่อทั่วไป

สำหรับความสามารถในการใช้อัตราผลตอบแทนพยากรณ์อัตราเงินเพื่อในช่วง in sample จะทำการพยากรณ์ได้ดีกว่าในช่วง out of sample ในทุกกรณี โดยอัตราผลตอบแทนที่สามารถพยากรณ์อัตราเงินเพื่อได้ดีทั้ง in sample และ out of sample คือ อัตราผลตอบแทน 3 เดือน จาก Repo & TBDC Government Bond Yield Curve สามารถพยากรณ์อัตราเงินเพื่อพื้นฐาน 3 เดือนได้ดี สำหรับกรณีส่วนต่างนั้น ส่วนต่างอัตราผลตอบแทน 12 เดือนกับ 2 เดือน สามารถพยากรณ์ส่วนต่างอัตราเงินเพื่อพื้นฐานและส่วนต่างอัตราเงินเพื่อทั่วไป 12 เดือนกับ 2 เดือนได้ดี

เมื่อเปรียบเทียบระหว่างการพยากรณ์อัตราเงินเพื่อด้วยระดับอัตราผลตอบแทน (yield level) กับการพยากรณ์อัตราเงินเพื่อด้วยส่วนต่างอัตราผลตอบแทน (yield spread) แล้ว พบว่าการพยากรณ์อัตราเงินเพื่อด้วยระดับอัตราผลตอบแทนมีความถูกต้องกว่าการพยากรณ์อัตราเงินเพื่อด้วยส่วนต่างอัตราผลตอบแทน

6.2 ข้อจำกัดของการศึกษา

1. การขาดข้อมูลอัตราผลตอบแทนในอดีตทำให้ต้องใช้อัตราผลตอบแทนจาก TFB Implied Risk Free Yield Curve ในช่วง มิถุนายน พ.ศ.2538 - ธันวาคม พ.ศ.2541 แทน ซึ่งเส้นอัตราผลตอบแทนนี้เป็นการสร้างเส้นอัตราผลตอบแทนโดยใช้ทฤษฎี Interest Rate Parity เป็นหลัก โดยใช้อัตราผลตอบแทนของ พันธบัตรรัฐบาลประเทศสหรัฐอเมริกา ไม่ได้มีการรวมเงินเพื่อไทยเข้าไปในการกำหนดอัตราผลตอบแทน อีกทั้งทฤษฎี Covered Interest Rate Parity ยังมีข้อจำกัดอยู่ที่ภายใต้ทฤษฎีนี้ การเคลื่อนย้ายเงินระหว่างประเทศต้องเป็นไปอย่างเสรีและปราศจากแรงเสียดทานอื่นใด แต่ในความเป็นจริงการเคลื่อนย้ายเงินระหว่างประเทศยังมีข้อจำกัด ทำให้เส้นอัตราผลตอบแทนไม่ได้สะท้อนถึงอัตราผลตอบแทนของตลาดที่มีประสิทธิภาพที่ได้รวมข้อมูลของอัตราเงินเพื่อในอนาคต

2. ตลาดพันธบัตรไทยมีขนาดเล็กและขาดสภาพคล่อง ทำให้อัตราผลตอบแทนที่กำหนดขึ้นใน Repo & TBDC Government Bond Yield Curve อาจไม่ได้สะท้อนอัตราที่เป็นดุลยภาพของตลาดที่ควรจะเป็น ดังจะเห็นได้จาก ในปี พ.ศ.2541 ตลาดพันธบัตรในประเทศคิดเป็น

20.34 เปอร์เซ็นต์ ของ GDP เพิ่มขึ้นเป็น 33.36 เปอร์เซ็นต์ของ GDP ในปี พ.ศ.2543 นอกจากนี้ พันธบัตรรัฐบาลออกใหม่ไม่มีอุปทานหลายปีติดต่อกัน โดยเริ่มมีการออกพันธบัตรใหม่ในปี พ.ศ.2541 จำนวน 400 พันล้านบาท ในขณะที่พันธบัตรที่ยังไม่ครบกำหนดไถ่ถอนทั้งระบบก็มีไม่มากนักกระทั่งปี พ.ศ.2541 ที่มีจำนวน 426.9 พันล้านบาท จากที่ในปี พ.ศ.2540 มีเพียง 19.8 พันล้านบาท นั่นคือตลาดพันธบัตรไทยไม่ใช่ตลาดที่มีประสิทธิภาพจึงอาจทำให้อัตราผลตอบแทนไม่มีข้อมูลที่สมบูรณ์เกี่ยวกับอัตราเงินเฟ้อในอนาคต

3. นักลงทุนในตลาดพันธบัตรมีน้อยราย ส่วนใหญ่จะเป็นนักลงทุนสถาบัน ได้แก่ ธนาคารแห่งประเทศไทย ธนาคารพาณิชย์ ธนาคารออมสิน สถาบันการเงิน บริษัทประกันภัย ซึ่งนักลงทุนสถาบันการเงินบางรายมีขนาดใหญ่จึงสามารถที่จะควบคุมตลาดได้ ดังนั้นอัตราผลตอบแทนที่กำหนดขึ้นอาจเกิดจากปัจจัยอื่น เช่น เพื่อการจัดฐานะเงินตรา (portfolio) หรือเป็นการเก็งกำไรระยะสั้น ไม่ได้ให้ความสำคัญไปที่ปัจจัยพื้นฐานในการกำหนดระดับอัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็นซึ่งคืออัตราเงินเฟ้อ การคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยในอนาคต หรือภาวะเศรษฐกิจ

4. ไม่สามารถใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนที่มีทุกช่วงอัตราไถ่ถอนโดยเฉพาะอัตราผลตอบแทนระยะยาวมากกว่า 1 ปีในกรณีอัตราผลตอบแทนจาก Repo & TBDC Government Bond Yield Curve และมากกว่า 2 ปีในกรณีอัตราผลตอบแทนจาก TFB Implied Risk Free Yield Curve มาทำการทดสอบ เนื่องจากอัตราผลตอบแทนเริ่มมีเพียงไม่กี่ปี ดังนั้นจึงยังไม่มีข้อมูลอัตราเงินเฟ้อที่เป็นตัวแปรล่าช้ามาศึกษาความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนระยะยาวได้

6.3 ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาค้างต่อไป

เนื่องจากการศึกษาในต่างประเทศพบว่าอัตราผลตอบแทนระยะยาวเป็นอัตราที่สามารถคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อได้ดีกว่าอัตราผลตอบแทนระยะสั้น และการศึกษาในครั้งนี้ขาดข้อมูลอัตราผลตอบแทนระยะยาว ดังนั้นในการศึกษาในอนาคตเมื่อมีข้อมูลเชิงอำนาจควรจะศึกษาว่าอัตราผลตอบแทนระยะยาวซึ่งมากกว่า 1 ปีและส่วนต่างอัตราผลตอบแทนระยะยาวซึ่งมากกว่า 1 ปีสามารถคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อได้หรือไม่