

## บทที่ 1

### บทนำ



#### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การกำหนดเป้าหมายทางการเงิน (Monetary targeting) เป็นรูปแบบหนึ่งของการดำเนินนโยบายการเงินที่แพร่หลายมาตั้งแต่ทศวรรษ 1970 โดยบรรดาธนาคารกลางของกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมชั้นนำของโลก 7 ประเทศ (G-7) จะอาศัยการกำหนดเป้าหมายทางการเงินเพื่อบรรลุเป้าหมายขั้นสุดท้ายทางเศรษฐกิจ ซึ่งก็คือการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจและความมีเสถียรภาพทางด้านราคา โดยจะพยายามกำหนดให้ตัวแปรมวลรวมทางการเงิน (Monetary aggregates) ขยายตัวได้ไม่เกินระดับที่ทางการตั้งไว้ ซึ่งตัวแปรมวลรวมทางการเงินที่นำมาใช้อาจจะเป็นตัวแปรมวลรวมทางการเงินตามความหมายแคบ (M1) หรือตามความหมายกว้าง (M2) โดยหลังจากช่วงกลางทศวรรษที่ 70 เป็นต้นมา ธนาคารกลางของประเทศในกลุ่ม G-7 ได้มีการทยอยประกาศใช้การกำหนดเป้าหมายทางการเงิน อาทิเช่น ธนาคารกลางของประเทศแคนาดา เยอรมนี และสหราชอาณาจักร (รังสรรค์ หทัยเสรี, 2540 : 13) (ตารางที่ 1.1)

อย่างไรก็ตาม การดำเนินนโยบายการเงิน เพื่อให้บรรลุเป้าหมายดังกล่าวไม่สามารถที่จะกระทำได้อย่างง่าย เนื่องจากธนาคารกลางไม่สามารถที่จะควบคุมเป้าหมายทางเศรษฐกิจได้โดยตรง รวมทั้งผลของการเปลี่ยนแปลงของนโยบายการเงินจะไม่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงกิจกรรมทางเศรษฐกิจและระดับราคาสินค้าในทันทีทันใด แต่จำเป็นต้องใช้ระยะเวลาในการส่งผ่าน

จากสาเหตุดังกล่าวทำให้ทางการต้องกำหนดเป้าหมายชั้นกลางทางการเงิน (Intermediate target) ซึ่งประกอบด้วยปริมาณเงิน ปริมาณสินเชื่อ และอัตราดอกเบี้ยระยะยาว เพื่อเป็นเป้าหมายหลักในการกำหนดทิศทางของนโยบายการเงินแทนเป้าหมายขั้นสุดท้ายทางเศรษฐกิจ (Ultimate target) เป้าหมายชั้นกลางที่กำหนดขึ้นนั้นจำเป็นต้องมีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับเป้าหมายขั้นสุดท้าย และสามารถส่งผลผ่านไปยังเป้าหมายขั้นสุดท้ายอย่างมีเสถียรภาพ รวมทั้งเป็นตัวแปรที่ธนาคารกลางสามารถควบคุมได้ โดยทางการต้องควบคุมผ่านเครื่องมือทางการเงินที่สามารถควบคุมได้โดยตรง ซึ่งก็คือการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาด (Open-market operation) การกำหนดอัตราซื้อลด (Discount rate) และการกำหนดอัตราเงินสดสำรองตามกฎหมาย (Reserve requirement) เป็นต้น โดยเครื่องมือเหล่านี้จะมีผลกระทบต่อเป้าหมายใน

การดำเนินการ (Operational target) ที่ประกอบด้วยฐานเงิน สินทรัพย์และหนี้สินของธนาคาร และอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น ซึ่งตัวแปรเหล่านี้จะชี้ทิศทางของนโยบายการเงิน และจะมีผลกระทบต่อเป้าหมายชั้นกลางทางการเงินซึ่งจะทำให้บรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจที่ต้องการได้ (ภาพที่ 1.1)

กรณีประเทศไทย แม้ธนาคารแห่งประเทศไทยจะไม่เคยประกาศการกำหนดเป้าหมายทางการเงินอย่างเป็นทางการ แต่ก็มีติดตามการเคลื่อนไหวของตัวเลขปริมาณเงินตามความหมายแคบ (M1) และตามความหมายกว้าง (M2) ตลอดจนตัวเลขของสินเชื่อเอกชนอย่างใกล้ชิด เพื่อใช้ประกอบการกำหนดนโยบายการเงิน

ในช่วงที่ผ่านมาทางการของไทยได้นำนโยบายการเงินเสรีมาใช้ รวมทั้งการมีนวัตกรรมทางการเงินใหม่ๆเกิดขึ้นมากมาย ตลอดจนระบบการเงินไทยในปัจจุบันมีการเชื่อมโยงกับระบบการเงินของโลกมากขึ้น ด้วยสาเหตุดังกล่าว ทำให้ความต้องการถือเงิน และความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินกับเป้าหมายชั้นสุดท้ายไม่มีเสถียรภาพ ซึ่งมีผลกระทบต่อประสิทธิภาพในการดำเนินนโยบายการเงิน ดังนั้นจึงส่งผลให้นโยบายการเงินรูปแบบนี้ได้รับการยอมรับน้อยลง และมาให้ความสำคัญมากกับนโยบายรูปแบบอื่น ซึ่งก็คือการกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation targeting) ในฐานะที่เป็นกลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินแนวใหม่ที่ใช้อัตราเงินเฟ้อเป็นเป้าหมายที่สำคัญที่สุดในการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศ อย่างไรก็ตาม ความผิดพลาดที่เกิดขึ้นกับการกำหนดเป้าหมายทางการเงินนั้น เกิดจากเป้าหมายชั้นกลางทางการเงินที่ใช้อยู่ในปัจจุบันไม่เหมาะสม เนื่องจากวิธีในการรวมสินทรัพย์ทางการเงินเพื่อสร้างเป็นตัวแปรมวลรวมนั้น ไม่สอดคล้องกับลักษณะของสินทรัพย์ที่เป็นส่วนประกอบในปริมาณเงิน

ตัวแปรมวลรวมทางการเงินที่ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้อยู่ เช่น M1 และ M2 นั้นถูกสร้างโดยวิธี Simple-sum ซึ่งก็คือ ส่วนประกอบทั้งหมดมีน้ำหนักที่คงที่และเท่ากัน ซึ่งหมายความว่า ทุกส่วนประกอบสามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ เช่น ธนบัตรและเหรียญกษาปณ์มีลักษณะที่เหมือนกับเงินฝากประจำ ในความเป็นจริง ธนบัตรและเหรียญกษาปณ์ถูกใช้เป็นสื่อกลางในการแลกเปลี่ยน ในขณะที่เงินฝากประจำคือการออมทรัพย์ของประชาชน ดังนั้นตัวแปรมวลรวมทางการเงินที่คำนวณด้วยวิธี Simple-sum จึงไม่เหมาะสม (Lecarpentier, 1996 : 187-188)

W. Erwin Diewert (1978 : 883-900) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการสร้างดัชนีทางการเงินที่มีการถ่วงน้ำหนัก ที่เรียกว่า Superlative index numbers หรือ Weighted monetary aggregate โดยเป็นการเชื่อมโยงระหว่าง Aggregation theory และ Index number theory ซึ่งจะทำให้การประมาณค่าตัวแปรทางเศรษฐกิจดีขึ้น ในการสร้างดัชนีจะมีการถ่วงน้ำหนักส่วนประกอบของตัวแปรมวลรวมตามสัดส่วนค่าใช้จ่ายในสินทรัพย์ทางการเงินที่เป็นส่วนประกอบ ตัวอย่างดัชนีถ่วงน้ำหนักประกอบด้วย Fisher ideal index และ Tornquist-Theil (หรือ Divisia) index เป็นต้น โดย Fisher ideal index เป็นดัชนีที่เกิดจากการหาค่าเฉลี่ยเรขาคณิตของ Laspeyres quantity index และ Paasche quantity index โดย Laspeyres quantity index และ Paasche quantity index เป็นดัชนีที่ถ่วงน้ำหนักด้วย User cost ของปีฐานและปัจจุบันตามลำดับ ในขณะที่ Divisia index เป็นแนวคิดหนึ่งที่น่าสนใจของ William A. Barnett โดยน้ำหนักขึ้นกับสัดส่วนของค่าใช้จ่ายในสินทรัพย์ที่เป็นส่วนประกอบ

การใช้ปริมาณเงินที่มีการถ่วงน้ำหนักที่เหมาะสมเป็นเป้าหมายชั้นกลางทางการเงิน จะทำให้สามารถรองรับกับการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นได้ และทำให้ความสัมพันธ์กับเป้าหมายทางเศรษฐกิจมีเสถียรภาพมากขึ้น ซึ่งจะทำให้การกำหนดเป้าหมายทางการเงินโดยใช้เป้าหมายชั้นกลางที่เหมาะสมจะสามารถเป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่ทำให้การดำเนินนโยบายการเงินมีประสิทธิภาพได้ โดยในการศึกษานี้จะพิจารณาว่าสำหรับประเทศไทย ปริมาณเงินที่มีการถ่วงน้ำหนักแบบใดมีความเหมาะสมในการเป็นเป้าหมายชั้นกลางทางการเงิน ซึ่งจะสามารถใช้เพื่อเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของเจ้าหน้าที่ทางการเงินของไทยและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องได้ต่อไป

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาพฤติกรรมของปริมาณเงินในประเทศไทยทั้งตามความหมายแคบ (M1) ที่คำนวณด้วยวิธี Simple-sum และปริมาณเงินตามความหมายกว้าง (M2) ที่คำนวณด้วยวิธี Simple-sum , Fisher ideal และ Divisia
2. เพื่อเปรียบเทียบระหว่างปริมาณเงินตามความหมายแคบ (M1) ที่คำนวณด้วยวิธี Simple-sum และปริมาณเงินตามความหมายกว้าง (M2) ที่คำนวณด้วยวิธี Simple-sum , Fisher ideal และ Divisia ว่าตัวแปรใดเป็นเป้าหมายชั้นกลางทางการเงินที่เหมาะสมสำหรับประเทศไทย

### 1.3 ขอบเขตของการวิจัย

เปรียบเทียบปริมาณเงินที่ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้เป็นเป้าหมายชั้นกลางทางการเงินในปัจจุบัน ซึ่งก็คือ M1 และ M2 ที่คำนวณด้วยวิธี Simple-sum กับปริมาณเงิน M2 ที่มีการคำนวณแบบ Fisher ideal และ Divisia ว่าตัวแปรใดเป็นเป้าหมายชั้นกลางทางการเงินที่มีความเหมาะสมมากที่สุด โดยพิจารณาตามคุณสมบัติของเป้าหมายชั้นกลางทางการเงินที่ดีซึ่งประกอบด้วย ความสัมพันธ์ที่มีเสถียรภาพระหว่างตัวแปรชั้นกลางทางการเงินกับเป้าหมายทางเศรษฐกิจ และเจ้าหน้าที่ทางการเงินต้องสามารถควบคุมตัวแปรชั้นกลางทางการเงินได้ โดยศึกษาจากข้อมูลรายไตรมาสในอดีตในช่วงปี 2531-2542

### 1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ทราบถึงพฤติกรรมของปริมาณเงินในประเทศไทยทั้งตามความหมายแคบ (M1) ที่คำนวณด้วยวิธี Simple-sum และปริมาณเงินตามความหมายกว้าง (M2) ที่คำนวณด้วยวิธี Simple-sum , Fisher ideal และ Divisia
2. ทราบถึงปริมาณเงินแบบถ่วงน้ำหนักที่เหมาะสมในการเป็นเป้าหมายชั้นกลางทางการเงิน ซึ่งจะทำให้การดำเนินนโยบายทางการเงินมีประสิทธิภาพมากขึ้น

### 1.5 วิธีดำเนินการวิจัย

ในการวิจัยเพื่อพิจารณาว่าตัวแปรใดที่เหมาะสมจะเป็นเป้าหมายชั้นกลางทางการเงินในประเทศไทยนั้น ดำเนินการโดยเริ่มจากคำนวณปริมาณเงิน M1 ที่คำนวณแบบ Simple-sum และปริมาณเงิน M2 ที่คำนวณแบบ Simple-sum , Fisher ideal และ Divisia ขึ้นต่อไปจะทำการศึกษาพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของดัชนีโดยพิจารณาจากกราฟของดัชนีปริมาณเงิน หลังจากนั้นจะทำการทดสอบคุณสมบัติการเป็นเป้าหมายชั้นกลางทางการเงินที่เหมาะสม โดยเปรียบเทียบดัชนีต่างๆตามคุณสมบัติ 2 ข้อคือ การมีความสัมพันธ์ที่มีเสถียรภาพและสามารถพยากรณ์ตัวแปรทางเศรษฐกิจได้ และดัชนีดังกล่าวทางการต้องสามารถควบคุมได้ โดยใช้เครื่องมือทางการเงินที่มีอยู่ และในการวิเคราะห์จะทำการทดสอบทางเศรษฐมิติซึ่งประกอบด้วย การทดสอบ

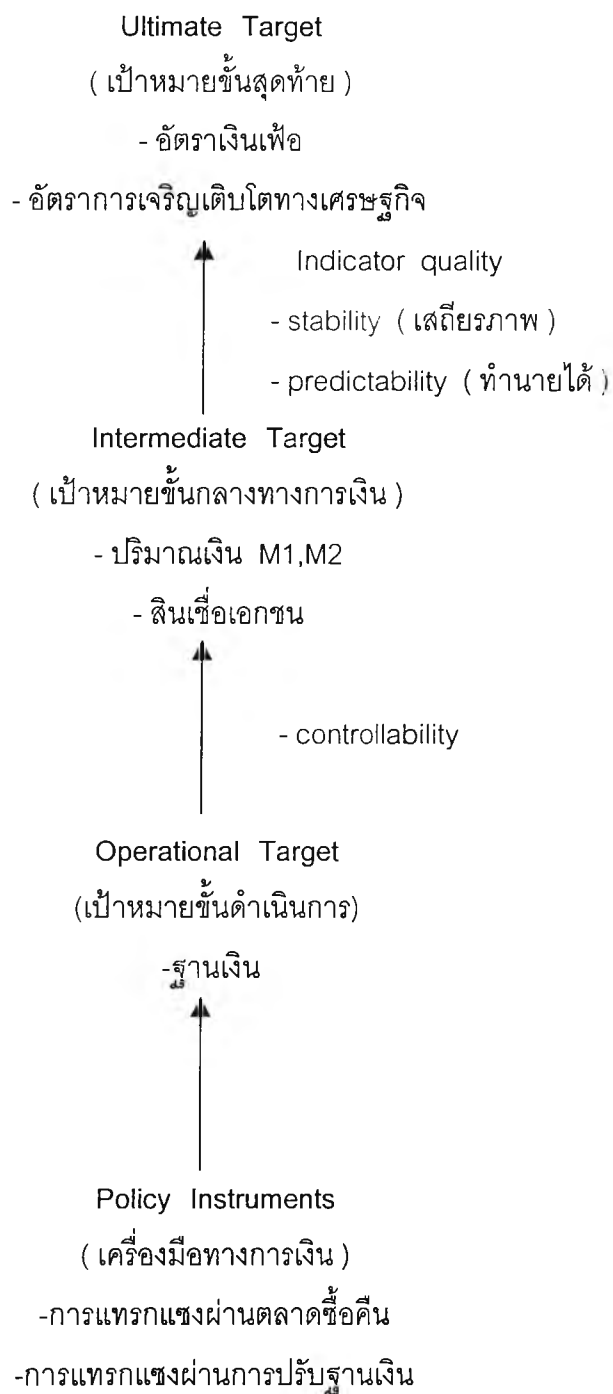
Unit root , การทดสอบ Cointegration , การประมาณการ Error-correction model และการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุผลโดยใช้ Granger causality test

#### 1.6 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

ในการวิจัยครั้งนี้มีขั้นตอนในการเสนอผลคือ บทแรกกล่าวถึงความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา วัตถุประสงค์ ขอบเขต และวิธีดำเนินการวิจัย ในบทที่สองเป็นการทบทวนแนวคิดทางทฤษฎีและงานวิจัยต่างๆที่เกี่ยวข้อง บทที่สามกล่าวถึงภาพรวมของการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศไทย ในส่วนของบทที่สี่นั้น กล่าวถึงวิธีการศึกษาที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ นอกจากนี้ยังรวมถึงนิยามและแหล่งที่มาของข้อมูลด้วย บทที่ห้าแสดงถึงผลการวิเคราะห์ที่เกิดขึ้น ประโยชน์ในทางประยุกต์ผลการวิจัยที่ได้ และในบทสุดท้ายกล่าวถึงบทสรุป ข้อจำกัดในการวิจัยครั้งนี้ ตลอดจนข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการวิจัยในครั้งต่อไป

ภาพที่ 1.1

ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางการเงินและตัวแปรทางเศรษฐกิจ



ที่มา : ประยุกต์จาก รังสรรค์ หทัยเสรี และ ชีระพล รัตนาสังการ , (2541 : 33)

## ตารางที่ 1.1

ประวัติการประกาศใช้เป้าหมายทางการเงิน หรือตัวเลขคาดการณ์ทางการเงิน  
ในกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมชั้นนำของโลก (กลุ่ม G-7)

ประเทศ	ช่วงระยะเวลาครั้งแรกที่ใช้เป้าหมายทางการเงินหรือตัวเลขคาดการณ์ทางการเงิน	ช่วงระยะเวลาที่เป้าหมายเข้าเป้าหมายหรือต่ำกว่าเป้าหมาย	ช่วงระยะเวลาที่เป้าหมายเกินเป้าหมาย
แคนาดา <sup>1</sup>	M1, 1975 : Q2 to 1976 : Q2	1976-82	1977-79
ฝรั่งเศส <sup>2</sup>	M2, December 1976 to December 1977 M3, 1985 : Q4 to 1986 : Q4	1980 1982 1987-90 1986 1991-93	1977-79 1981 1983-85 1987
เยอรมนี	Central bank money, December 1974 to December 1975 M3, 1987 : Q4 to 1988 : Q4	1979-85 1989-91 1994	1975-78 1986-87 1988 1992-93
อิตาลี <sup>3</sup>	M2, December 1983 to December 1984	1986 1992 1994	1984-85 1987-91 1993
ญี่ปุ่น <sup>4</sup>	M2 + CDs, 1977 : Q3 to 1978 : Q3	...	...
สหราชอาณาจักร <sup>5</sup>	M3, 1976/77 (fiscal year ending March 31, 1977) PLS2, February 1982 to April 1983 M1, February 1982 to April 1983 M0, February 1984 to April 1985 M4, October 1992	1976/77 1978/79-1979/80 1982/83-1983/84 1982/83 1984/85-87 1990-91	1977/78 1980/81-1981/82 1984/85-1985/86 1982/83-1983/84 1983/84 1988-89 1992

ประเทศ	ช่วงระยะเวลาครั้งแรกที่ใช้เป้าหมายทางการเงินหรือตัวเลขคาดการณ์ทางการเงิน	ช่วงระยะเวลาที่เป้าหมายเข้าเป้าหมายหรือต่ำกว่าเป้า	ช่วงระยะเวลาที่เป้าหมายเกินเป้า
สหรัฐอเมริกา <sup>6</sup>	M1, March 1975 to March 1976	1976:Q1-77:Q2 1979:Q1-Q3 1981	1977:Q3-78:Q4 1979-80 1982
	M2, March 1975 to March 1976	1983-84 1976:Q1-Q3	1985-86 1976:Q4-77:Q3
	M3, March 1975 to March 1976	1977:Q4-79:Q3 1983-84 1976:Q1-Q3 1978 : Q1-79 : Q3 1985-94	1979-82  1976:Q4-77:Q4 1979-84

ที่มา : ริงส์เวิร์ค หนีเยลลี่ , (2540 : 13)

หมายเหตุ :

1. ธนาคารกลางของประเทศแคนาดาได้ยกเลิกการตั้งเป้าหมายทางการเงิน เมื่อเดือนพฤศจิกายน 1982

2. ในช่วงปี 1976 ถึง 1981 ธนาคารกลางของฝรั่งเศสได้ประกาศตัวเลขเป้าหมายการขยายตัวของปริมาณเงินในอัตราเดียว โดยเป็นอัตราเพิ่มจากวันที่ 1 ธันวาคม ถึงวันที่ 1 ธันวาคมในปีก่อน แต่หลังจากช่วงปี 1982 ธนาคารกลางฝรั่งเศสได้ประกาศตัวเลขเป้าหมายทางการเงินเป็นช่วงแทน M3 ได้ถูกนำมาเป็นเป้าหมายทางการเงินในปี 1986 แต่ได้เปลี่ยนเป็น M2 ในปี 1987 และการตั้งเป้าหมายสำหรับ M3 ได้ถูกยกเลิกไปในปี 1988 ในปี 1991 M3 ได้ถูกนำกลับมาใช้ใหม่แทนที่ M2 ในเดือนมกราคมปี 1994 คณะกรรมการกลางนโยบายการเงินของฝรั่งเศส ได้ลดความสำคัญของเป้าหมายอัตราการขยายตัวของปริมาณเงิน โดยการประกาศใช้เป้าหมายการขยายตัวของปริมาณเงิน M3 ให้เท่ากับร้อยละ 5 ในช่วงระยะเวลา 4 ปี

3. ก่อนหน้าปี 1991 ช่วงเวลาของการใช้เป้าหมายทางการเงินจะเป็นปีปฏิทิน แต่ได้เปลี่ยนเป็นไตรมาสต่อไตรมาสหลังจากปี 1991

4. ธนาคารกลางของญี่ปุ่นประกาศใช้ตัวเลขคาดการณ์ล่วงหน้า 1 ไตรมาส ทางด้านอัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน M2 บวกกับ CDs ใน 4 ไตรมาส อย่างไรก็ตาม ไม่เคยประกาศใช้เป้าหมายทางการเงินอย่างเป็นทางการ



5. ธนาคารกลางของอังกฤษได้ประกาศใช้เป้าหมายทางการเงินเป็นครั้งแรกในปี 1986 ในช่วงระยะเวลาระหว่างพฤษภาคม 1985 ถึงมีนาคม 1992 เป้าหมายทางการเงินที่ใช้จะเป็นตัวเลขอัตราการขยายตัวในรอบ 12 เดือน โดยคำนวณจากตัวเลขแต่ละเดือนของปีงบประมาณ (เมษายนถึงมีนาคม) M4 ได้ถูกนำมาใช้เป็นเป้าหมายทางการเงินครั้งแรกในเดือนตุลาคม 1992 ปัจจุบันธนาคารกลางได้ควบคุมดูแลอัตราการขยายตัวของปริมาณเงิน M0 ถึง M4 เพื่อให้อยู่ในช่วงที่ได้กำหนดไว้

6. ในเดือนพฤษภาคม 1976 ธนาคารกลางของสหรัฐ ได้เริ่มพิมพ์เผยแพร่เป้าหมายอัตราการขยายตัวของปริมาณเงินที่สำคัญในช่วง 12 เดือน สิ้นสุด ณ เดือนมีนาคม 1976 แต่หลังจากนั้น ได้ประกาศใช้เป้าหมายทางการเงินเป็นรายไตรมาส สำหรับอัตราการขยายตัวของปริมาณเงินในช่วง 4 รายไตรมาสข้างหน้า นับตั้งแต่ 1979 การคิดอัตราการขยายตัวของปริมาณเงินจะเป็นแบบไตรมาส 1 ไตรมาส