

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ในการบริหารงานเพื่อพัฒนาด้านเศรษฐกิจของประเทศ ให้มีความเจริญเติบโต และมีเสถียรภาพนั้น โดยทั่วไปการวางกรอบทิศทาง และแผนเศรษฐกิจต่างๆ จะมาจากสององค์กรหลัก คือ ภาครัฐบาลและธนาคารกลางแห่งประเทศไทย ภาครัฐบาลจะใช้เครื่องมือทางการคลังผ่านนโยบายการคลังในการบริหารเศรษฐกิจ โดยเครื่องมือของนโยบายการคลังคือ การจัดเก็บภาษีและรายจ่ายงบประมาณแผ่นดิน ในขณะที่ธนาคารกลางแห่งประเทศไทย (Bank of Thailand) จะดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ โดยเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงินแบ่งออกเป็น 2 ประเภทหลักคือ 1) การบริหารอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ 2) การบริหารอัตราดอกเบี้ยนโยบาย การเลือกใช้เครื่องมือทางการเงินประเภทใดขึ้นอยู่กับประสิทธิภาพของเครื่องมือ ความเหมาะสม และสถานะเศรษฐกิจในขณะนั้นๆ การที่จะบรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจอันได้แก่ การสร้างเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และการลดความเหลื่อมล้ำของการกระจายรายได้ได้นั้น ต้องอาศัยทั้งนโยบายการเงินและนโยบายการคลังควบคู่กันจึงจะสามารถขับเคลื่อนภาคเศรษฐกิจได้อย่างสมบูรณ์

นโยบายการเงิน (Monetary Policy) คือ นโยบายที่ธนาคารกลางใช้สำหรับควบคุมปริมาณเงิน และต้นทุนของเงิน (ดอกเบี้ย) ที่หมุนเวียนอยู่ในระบบเศรษฐกิจ ทั้งนี้เพื่อให้เศรษฐกิจมีเสถียรภาพ และมีการเจริญเติบโตในทิศทางที่ต้องการ ส่วนใหญ่จะใช้นโยบายนี้ร่วมกับนโยบายการคลังของรัฐบาล ในระบบเศรษฐกิจของประเทศ ถ้ามีการปล่อยให้ทุกคนมีเสรีภาพทั้งในด้านการผลิต การบริโภค และการค้า โดยไม่มีการควบคุมดูแลทางการเงิน ประชาชนในประเทศก็จะกระทำทุกวิถีทางเพื่อให้ตนเองได้รับประโยชน์สูงสุดโดยไม่คำนึงว่าผลกระทบจะเป็นเช่นไร เศรษฐกิจของประเทศก็เช่นเดียวกับภาคธุรกิจเอกชน ที่จำเป็นจะต้องมีผู้รับผิดชอบควบคุมดูแล รวมทั้งแก้ปัญหาที่เกิดขึ้นด้วยมาตรการต่างๆ เพื่อให้เศรษฐกิจโดยรวมดำเนินไปในทิศทางเดียวกันด้วยความมั่นคงซึ่งในเรื่องนี้ ธนาคารกลางเป็นผู้ที่ใช้นโยบายการเงินเป็นเครื่องมือเพื่อบรรลุจุดหมายทางเศรษฐกิจที่ต้องการ

ธนาคารแห่งประเทศไทย (Bank of Thailand: BOT) คือผู้รับผิดชอบนโยบายการเงินโดยตรง ซึ่งจะดำเนินการผ่านเครื่องมือหลักๆ 2 ประเภท คือ (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2555)

- 1) การบริหารอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ โดยธนาคารแห่งประเทศไทยจะทำหน้าที่เป็นผู้ออกซื้อขายเงินตราต่างประเทศ มีเงินสกุลหลักคือเงินสกุลดอลลาร์ (USD) เพื่อให้อัตราแลกเปลี่ยนมีเสถียรภาพ กล่าวคืออัตราแลกเปลี่ยนสามารถขึ้นลงได้ตามแนวโน้ม แต่ไม่ผันผวนรุนแรง และมีความเหมาะสมต่อภาวะเศรษฐกิจในขณะนั้น
- 2) การบริหารอัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยคณะกรรมการของธนาคารแห่งประเทศไทย จะจัดตั้งคณะกรรมการย่อยขึ้นมาหนึ่งชุด เรียกว่า คณะกรรมการนโยบายการเงิน หรือที่เรียกว่า คณะกรรมการกนง. เพื่อทำหน้าที่พิจารณาภาวะเศรษฐกิจและกำหนดระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้มีความเหมาะสม

คณะกรรมการนโยบายการเงิน หรือสำนักงาน กนง. เป็นหนึ่งในคณะกรรมการหลักของธนาคารแห่งประเทศไทย มีหน้าที่รับผิดชอบด้านการกำหนดทิศทางของนโยบายการเงิน โดยทำงานร่วมกับเจ้าหน้าที่ของธนาคารแห่งประเทศไทยอย่างใกล้ชิด ในการติดตามภาวะเศรษฐกิจในประเทศ และต่างประเทศ ทั้งนี้ การกำหนดทิศทางนโยบายการเงินของคณะกรรมการนโยบายการเงิน หรือ กนง. จะพิจารณาจากข้อมูลต่างๆ ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยนำเสนอให้ทราบ จากนั้นจะนำข้อมูลดังกล่าวไปกลั่นกรองพิจารณาในที่ประชุม เพื่อกำหนดทิศทางของนโยบายการเงินต่อไป

คณะกรรมการนโยบายการเงิน ที่คณะกรรมการธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้แต่งตั้งให้ประกอบด้วยผู้บริหารระดับสูงของคณะกรรมการธนาคารแห่งประเทศไทย 3 คน และผู้ทรงคุณวุฒิจากภายนอกอีก 4 คน รวมเป็น 7 คน โดยมีผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นประธาน เนื่องจากเป็นผู้รับผิดชอบในการดำเนินการเพื่อให้สอดคล้องกับมติที่ กนง. กำหนด (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2555)

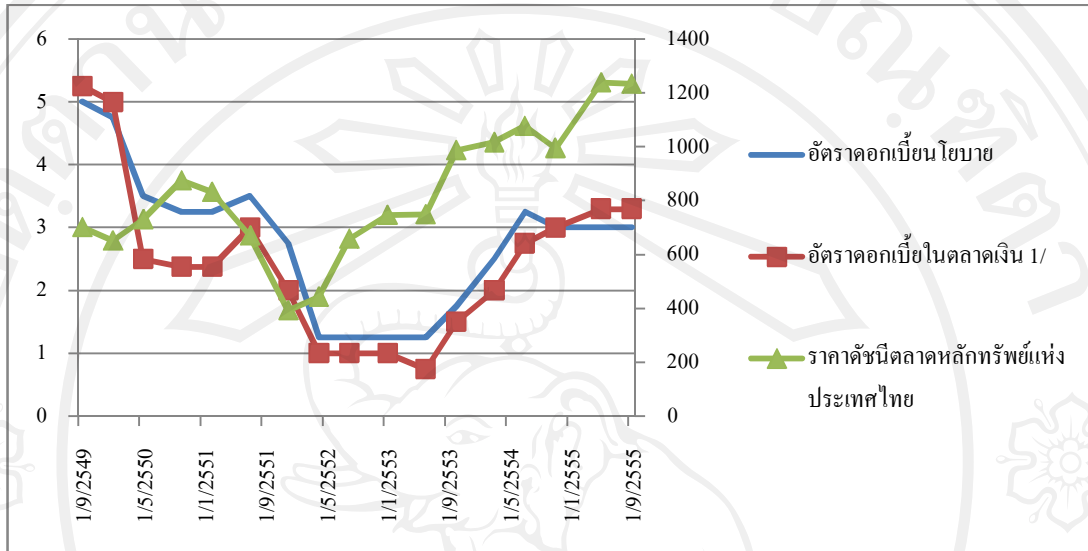
คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) มักใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นหลัก (ลดดอกเบี้ยให้ต่ำ) ในภาวะที่เศรษฐกิจตกต่ำและต้องการให้อัตราเงินเฟ้อลดต่ำลง เพื่อลดต้นทุนการกู้ยืมของภาคเอกชน จนกระตุ้นให้เศรษฐกิจกลับมาเติบโตได้ในทางกลับกัน ในภาวะที่เศรษฐกิจเติบโตจนมีความร้อนแรง ทำให้ระดับราคาสินค้าสูงขึ้นจนเกิดอัตราเงินเฟ้อเร่งตัว คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) จะใช้นโยบายการเงินแบบตึงตัว (เพิ่มดอกเบี้ยให้สูง) เพื่อให้เศรษฐกิจชะลอตัวลงจนดึงเงินเฟ้อให้ลดลงได้ หากอัตราเงินเฟ้อสูงเกินไปจะทำให้กำลังซื้อของประชาชนลดลง เนื่องจากราคาสินค้าแพงขึ้นแต่มีจำนวนเงินเท่าเดิม หรือที่เรียกว่ามูลค่าของเงินลดลง

ซึ่งในทางปฏิบัติแล้ว การกำหนดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของคณะกรรมการนโยบายการเงิน หรือ กนง. จะเป็นการกำหนดอัตราดอกเบี้ยของการทำธุรกรรมขึ้นพื้นฐานระยะสั้นกับสถาบันการเงินต่างๆ ที่เรียกว่า **อัตราดอกเบี้ยธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 1 วัน (1-Day Repurchase Rate หรือ 1-Day Repo Rate)** กล่าวคือ ในกรณีที่สถาบันการเงินมีสภาพคล่องสูงก็จะนำเงินไปให้ธนาคารกลางกู้ยืมเป็นระยะเวลา 1 วัน ซึ่งธนาคารกลางจะโอนพันธบัตรภาครัฐให้กับสถาบันการเงินเพื่อเป็นหลักประกัน โดยธนาคารกลางสัญญาว่าจะ “รับซื้อคืนพันธบัตร” ที่ใช้เป็นหลักประกัน กลับมาจากสถาบันการเงินพร้อมทั้งจ่ายดอกเบี้ยสำหรับระยะเวลา 1 วันให้ โดยดอกเบี้ยนั้นคืออัตราดอกเบี้ยนโยบายของประเทศไทยนั่นเอง อย่างไรก็ตามอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่กำหนดไว้เป็นแกนอาจไม่เท่ากับอัตราดอกเบี้ยธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 1 วันเสมอไป เนื่องจากธนาคารกลางจะใช้วิธีให้สถาบันการเงินเสนออัตราผลตอบแทนที่ต้องการ (ประมูล) โดยผู้ที่ต้องการดอกเบี้ยต่ำสุดจะได้ทำธุรกรรมนี้กับธนาคารกลางก่อนจนครบจำนวนที่ธนาคารกลางกำหนดไว้ในแต่ละวัน และเนื่องจากในปัจจุบันสถาบันการเงินต่างๆ มีสภาพคล่องค่อนข้างสูง (Over Demand) ทำให้ 1-Day Repo Rate ในปัจจุบันอาจมีค่าน้อยกว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่กำหนดไว้จริง

ในการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) จะมีการประชุมทุก 6 สัปดาห์ หรือปีละ 8 ครั้ง ในการประชุมแต่ละครั้ง จะมีการพิจารณาอัตราดอกเบี้ยนโยบายและทิศทางเศรษฐกิจควบคู่ไปกับอัตราเงินเฟ้อ และบางครั้งอาจพิจารณาปัจจัยด้านการเมืองควบคู่ไปด้วย เพื่อกำหนดอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้สามารถรักษาเป้าหมายนโยบายการเงินของประเทศไว้ได้ โดยผลการประชุมครั้งล่าสุดเมื่อวันที่ 5 กันยายน พ.ศ. 2555 ให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ร้อยละ 3.0 (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2555)

เมื่อคณะกรรมการนโยบายการเงินประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จะเสมือนเป็นเครื่องมือหลักในการส่งสัญญาณนโยบายการเงินไปยังธนาคารพาณิชย์และตลาดเงิน โดยที่ธนาคารพาณิชย์และตลาดเงินจะปรับอัตราดอกเบี้ยของตนให้สอดคล้องกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จากทฤษฎีความต้องการถือเงินอันเนื่องมาจากการเก็งกำไร (Speculative Motive) ของ J.M. Keynes ที่กล่าวว่า แรงจูงใจที่เกี่ยวกับการถือเงินเพื่อหวังเก็งกำไรมาจากอัตราดอกเบี้ย โดยมีความสัมพันธ์ที่ราคาของพันธบัตรจะเป็นฟังก์ชันส่วนกลับกับผลตอบแทนของพันธบัตร ซึ่งผลตอบแทนของพันธบัตรจะขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ย ดังนั้นหากอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นจะทำให้ราคาพันธบัตรลดลง ในทางกลับกัน หากอัตราดอกเบี้ยลดลงจะทำให้ราคาพันธบัตรสูงขึ้น (มณีสรี พันธธูถาก, 2540) ดังนั้น การที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินมีการเปลี่ยนแปลงอันเนื่องมาจากอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จะทำให้

ราคาสินทรัพย์ในตลาดเงิน ได้แก่ ราคาพันธบัตรรัฐบาล ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ มีการเปลี่ยนแปลงตามไปด้วย ดังแสดงในรูปที่ 1.1



หมายเหตุ: 1/ เป็นอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน : สูงสุด

ที่มา: 1. ธนาคารแห่งประเทศไทย

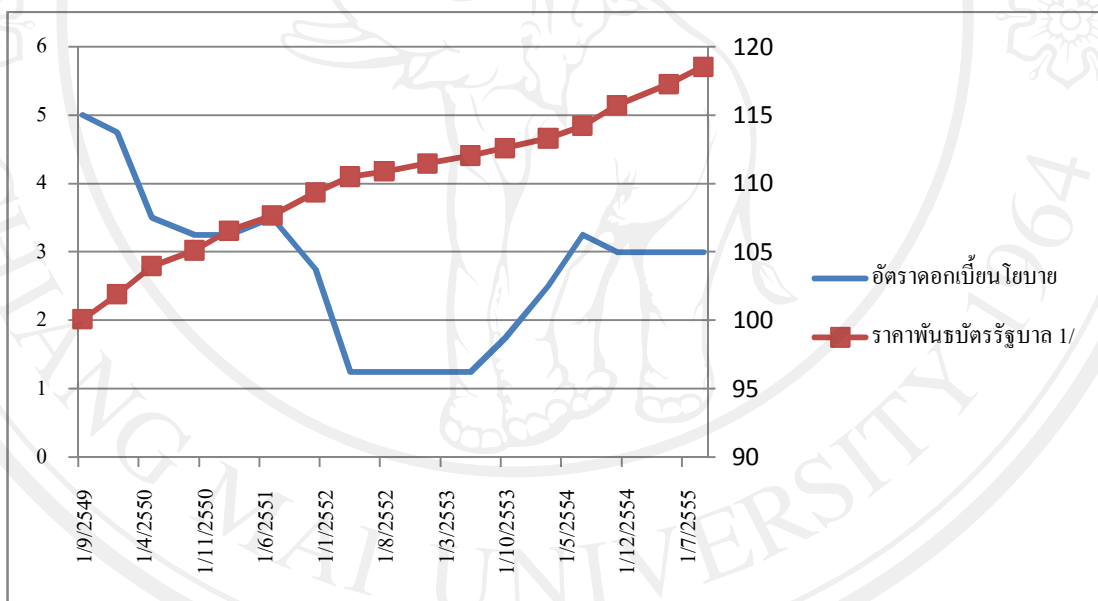
2. www.efinancethai.com

รูปที่ 1.1 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน และราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

รูปที่ 1.1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน และราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand : SET INDEX) ระหว่างวันที่ 1 กันยายน พ.ศ.2549 ถึงวันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2555 ที่มีการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน พบว่าเมื่อคณะกรรมการนโยบายการเงินหรือ กนง.เห็นว่าเศรษฐกิจเริ่มมีการขยายตัว อัตราเงินเฟ้อเกิดการเร่งตัว (อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน) และราคาสินทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น ทำให้กำลังซื้อของประชาชนเริ่มลดลง คณะกรรมการ กนง.ก็จะเริ่มปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้สูงขึ้น เพื่อส่งสัญญาณให้ธนาคารพาณิชย์และตลาดเงินทุนปรับอัตราดอกเบี้ยทั้งเงินฝากและเงินกู้เพิ่ม ซึ่งในทางปฏิบัติธนาคารอาจปรับดอกเบี้ยเงินฝากซึ่งถือเป็นต้นทุนของธนาคารพาณิชย์ขึ้นเล็กน้อย แต่จะปรับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ซึ่งเป็นรายได้ของธนาคารพาณิชย์ขึ้นมากกว่า ทำให้ประชาชนหันมาออมเงินมากขึ้น ภาคเอกชนมีการกู้ยืมน้อยลงเพราะดอกเบี้ยเงินกู้สูงขึ้น เป็น

เหตุให้การใช้จ่ายครัวเรือนลดลงเนื่องจากเอาเงินไปออมมากขึ้น และการลงทุนลดลงเพราะต้นทุนการกู้ยืมเพื่อขยายธุรกิจสูงขึ้น ราคาสินทรัพย์ปรับตัวลดลง (ราคาค่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์) จนทำให้การขยายตัวทางเศรษฐกิจและเงินเพื่อชะลอตัวลง

ในทางกลับกัน เมื่อเศรษฐกิจเริ่มหดตัวและเงินเพื่อต่ำลง คณะกรรมการ กนง. จะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้ลดลง เพื่อส่งสัญญาณให้ธนาคารพาณิชย์และตลาดเงินทุนปรับอัตราดอกเบี้ยทั้งสองประเภทลง ส่งผลให้ประชาชนมีการใช้จ่ายมากขึ้น เนื่องจากนำเงินฝากธนาคารแล้วได้ผลตอบแทนที่เป็นดอกเบี้ยน้อยลง พร้อมกันนั้นภาคธุรกิจสามารถกู้เงินได้มากขึ้นเนื่องจากต้นทุนเงินต่ำลง ทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจ อันประกอบไปด้วยภาคการใช้จ่ายครัวเรือนและการลงทุนจะได้รับการกระตุ้น ราคาสินทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้น จนเป็นผลให้เศรษฐกิจกลับมาขยายตัวได้อีกครั้ง



หมายเหตุ: 1/ คัดจากราคาพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น (Short-term Government Bond Index)

ที่มา: 1. ธนาคารแห่งประเทศไทย

2. <http://www.thaibma.or.th/>

รูปที่ 1.2 อัตราดอกเบี้ยนโยบายกับราคาพันธบัตรรัฐบาล

รูปที่ 1.2 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายกับราคาพันธบัตรรัฐบาล ระหว่างวันที่ 1 กันยายน พ.ศ.2549 ถึงวันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2555 ในช่วงระยะเวลาที่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายจากคณะกรรมการนโยบายการเงิน พบว่า อัตราดอกเบี้ยนโยบายและราคา

พันธบัตรรัฐบาลจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ เมื่อคณะกรรมการ กนง.ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้สูงขึ้น จะส่งผลให้ราคาพันธบัตรรัฐบาลมีราคาลดลง ในขณะที่เดียวกัน เมื่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายต่ำลงจะส่งผลให้ราคาพันธบัตรรัฐบาลสูงขึ้น เป็นไปตามทฤษฎีความต้องการถือเงินเพื่อการเก็งกำไรของเคนส์ ดังนั้นอาจกล่าวได้ว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายคือเครื่องมือพื้นฐานที่ใช้กำหนดทิศทางอัตราดอกเบี้ยทั้งหมดในประเทศ รวมทั้งราคาสินทรัพย์ต่างๆ อันได้แก่ ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ราคาพันธบัตรรัฐบาล

จากการที่อัตราดอกเบี้ยนโยบาย อันถือเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงินที่มาจากคณะกรรมการนโยบายการเงิน หรือ กนง. ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของธนาคารแห่งประเทศไทยมีผลกระทบต่อราคาสินทรัพย์ อันได้แก่ ราคาพันธบัตรรัฐบาล และราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงเป็นประเด็นที่น่าสนใจและควรทำการศึกษาว่า ความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการเงิน และราคาสินทรัพย์จะมีความสัมพันธ์กันหรือไม่ อย่างไร และเป็นไปในทิศทางใด ด้วยเหตุดังกล่าวจึงทำให้ผู้วิจัยทำการศึกษาถึงนโยบายการเงินที่มีผลกระทบต่อราคาสินทรัพย์ โดยนโยบายการเงินจะพิจารณาที่เครื่องมือของนโยบายการเงินอันได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ส่วนราคาสินทรัพย์ที่นำมาศึกษาจะประกอบด้วย ราคาพันธบัตรรัฐบาลและราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อดูลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างสองตัวแปรข้างต้น

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อราคาสินทรัพย์ในประเทศไทย อันได้แก่ ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พันธบัตรรัฐบาล และตราสารหนี้อายุคงที่

1.3 ประโยชน์ที่ได้รับจากการศึกษา

ผู้ที่สนใจ ประชาชนทั่วไป สามารถนำผลการศึกษาเพื่อเป็นข้อมูลเบื้องต้นในวางแผนการลงทุนในสินทรัพย์ประเภทต่างๆ ได้อย่างเหมาะสม สถาบันที่เกี่ยวข้องกับนโยบายการเงินและสินทรัพย์ต่างๆ ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ ธนาคารออมสิน ตลาดหลักทรัพย์ สามารถนำผลการศึกษาใช้เป็นข้อมูลเบื้องต้น เพื่อดูแนวโน้มทิศทางเศรษฐกิจเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของนโยบายการเงิน

1.4 ขอบเขตของการศึกษา

การศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ ที่มีลักษณะเป็นอนุกรมเวลารายวัน ในช่วงตั้งแต่วันที่ 19 กรกฎาคม พ.ศ. 2549 ถึงวันที่ 9 มกราคม พ.ศ. 2556 โดยมีตัวแปรต้นได้แก่อัตราดอกเบี้ยนโยบาย และตัวแปรตามได้แก่ ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล และอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ โดยเลือกวันที่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายการเงิน (Policy Date) และ 1 วันก่อนการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Non-Policy Date) รวมทั้งสิ้น 106 ครั้ง

1.5 นิยามศัพท์เฉพาะ

- 1) ดอกเบี้ยนโยบาย คือ อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้ในการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ โดยจะใช้อัตราดอกเบี้ยดังกล่าวในการเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณนโยบายการเงิน โดยปัจจุบันใช้อัตราดอกเบี้ย RP 1 วัน คือ อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรอายุ 1 วัน
- 2) นโยบายการเงิน (Monetary Policy) คือ ความพยายามโดยตั้งใจของธนาคารกลางในอันที่จะควบคุมสถานการณ์ทางด้านปริมาณเงินและเครดิตของประเทศไทยให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม ธนาคารกลางจะดำเนินนโยบายการเงินโดยใช้เครื่องมือต่างๆ เพื่อให้บรรลุจุดมุ่งหมายทางเศรษฐกิจที่กว้างบางประการ
- 3) พันธบัตรรัฐบาล (Government Bond) คือ ตราสารหนี้ที่ทั้งระยะสั้นและระยะยาวซึ่งออกโดยกระทรวงการคลังและบริหารโดยธนาคารแห่งประเทศไทย