

รายงานฉบับสมบูรณ์



โครงการวิจัยเรื่อง

ผลกระทบของอัตราดอกเบี้ย Federal Fund กับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทย

Impacts of Federal Fund Rate to Short-run Interest rate of Thailand

โดย

อาจารย์อัศพร หาดสวน

อาจารย์ประจำ ภาควิชาเศรษฐศาสตร์

คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ

332.82

๑476ผ

ปีงบประมาณ 2549

รายงานฉบับสมบูรณ์



โครงการวิจัยเรื่อง

ผลกระทบของอัตราดอกเบี้ย Federal Fund กับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทย

Impacts of Federal Fund Rate to Short-run Interest rate of Thailand

โดย

อาจารย์อัศรพล ฮวบเจริญ

อาจารย์ประจำ ภาควิชาเศรษฐศาสตร์

คณะสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ

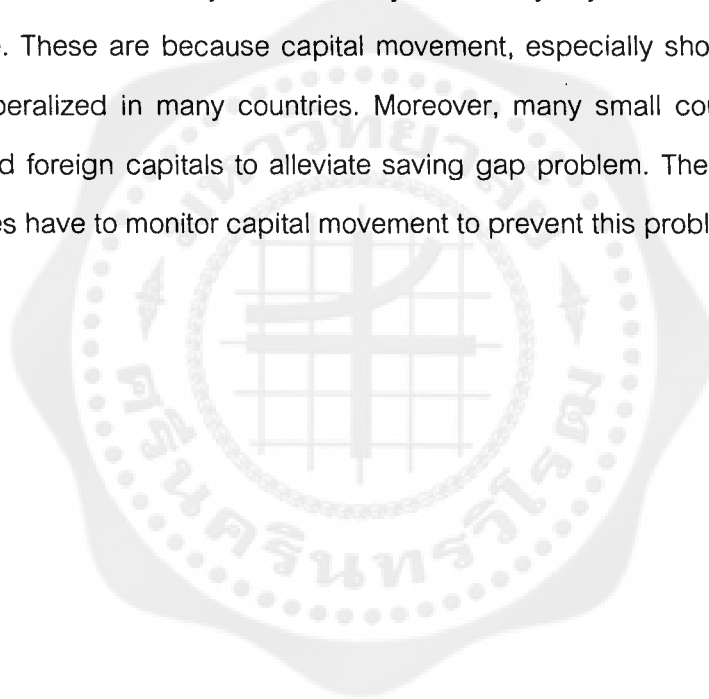
ปีงบประมาณ 2549

บทคัดย่อ

การปรับเปลี่ยนสถานะของนโยบายการเงินของสหรัฐ มีผลกระทบในวงกว้างต่อการดำเนินนโยบายทางการเงินของประเทศขนาดเล็กอื่นๆ (Mankiw, 2003) ทั้งนี้รวมถึงประเทศไทยด้วย จากข้อมูลเชิงประจักษ์ของอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐและอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไถ่ นั้น ทำให้พอจะอธิบายถึงการเชื่อมโยงทางนโยบายการเงินของสหรัฐกับของไถ่ได้อย่างดี ทั้งนี้เมื่อเศรษฐกิจถูกนำมาวิเคราะห์หลักฐานเชิงประจักษ์นี้ ผลการศึกษายังสามารถยืนยันข้อมูลเชิงประจักษ์นี้อีกว่า เมื่อสหรัฐปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอันเกิดจากการปรับสถานะของนโยบายทางการเงินจะส่งผลกระทบมายังประเทศไทยโดยตรงผ่านช่องอัตราดอกเบี้ยของการส่งผ่านนโยบายการเงินสหรัฐต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศเล็กๆ (Jiming Ha and Cynthia Leung, 2002) ทั้งนี้ขนาดของการส่งผ่านมีแนวโน้มจะกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไถ่ในช่วงเวลาปัจจุบันในระดับที่สูงและจะค่อยๆ ลดระดับของความรุนแรงลงเมื่อระยะเวลาผ่านไป ขณะที่การปรับตัวเพื่อเข้าสู่ระดับดุลยภาพก็เกิดขึ้นอย่างรวดเร็วเช่นกัน ทั้งนี้เนื่องจาก ในปัจจุบัน การเคลื่อนย้ายเงินทุนสามารถดำเนินการได้อย่างเสรี โดยเฉพาะอย่างยิ่งเงินทุนระยะสั้น มากกว่านั้นการที่ตลาดปรับตัวอย่างรวดเร็วอาจจะเกิดจากประเทศที่มีขนาดเล็กอย่างเช่น ประเทศไทย ต้องการเงินทุนจากต่างประเทศเพื่อใช้อุดช่องว่างเงินออม ธนาคารกลางจำเป็นต้องดูแลการไหลเข้าออกของเงินทุนไม่ให้กระทบต่อความต้องการเงินทุนของการลงทุนภายในประเทศ จึงเป็นอีกสาเหตุหนึ่งที่เร่งให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินของไถ่ ทั้งนี้ขนาดของการส่งผ่านมีแนวโน้มจะกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไถ่ในช่วงเวลาปัจจุบันในระดับที่สูงและจะค่อยๆ ลดระดับของความรุนแรงลงเมื่อระยะเวลาผ่านไป ขณะที่การปรับตัวเพื่อเข้าสู่ระดับดุลยภาพก็เกิดขึ้นอย่างรวดเร็วด้วยเช่นกัน

Abstract

Changing in monetary policy stance of USA impacts to monetary policy implementation of many small countries (Mankiw, 2003), including Thailand. The close relation between Federal Fund Rate of USA and Short-run market interest rate can be illustrated by empirical data in these rates. The econometrics can test this assumption also. The study by econometric technique found that the impact of the increase in policy interest rate of USA transmits to financial market of small country (Thailand) through interest rate channel (Jiming Ha and Cynthia Leung, 2002). The magnitude of this impact is relatively high in the current period and trends to gradually decrease in the later period. Simultaneously, small country's economy adjusts to be in equilibrium in the short time. These are because capital movement, especially short-term capital, is extensively liberalized in many countries. Moreover, many small countries, including Thailand, need foreign capitals to alleviate saving gap problem. The central banks of these countries have to monitor capital movement to prevent this problem worse.



สารบัญ

บทที่ 1 บทนำ.....22

บทที่ 2 นโยบายการเงินการเงินของไทย.....25

บทที่ 3 แนวโน้มอัตราดอกเบี้ย Federal Funds Rate.....31

บทที่ 4 แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทย.....21

บทที่ 5 บทสรุป.....55

บรรณานุกรม.....56

ภาคผนวก.....39



บัญชีตาราง

ตารางที่ 1 จำนวนบ้านใหม่ในสหรัฐ.....	15
ตารางที่ 2 Reuters Poll แนวโน้ม Federal funds rate (ณ กันยายน 2549).....	16
ตารางที่ 3 Reuters Poll อัตราการขยายตัวเศรษฐกิจสหรัฐ (ณ กันยายน 2549).....	17
ตารางที่ 4 Reuters Poll แนวโน้มอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจไทย (ณ กันยายน 2549).....	20
ตารางที่ 5 Unit Root Test ของตัวแปร FFRSA และ IBRSA.....	28
ตารางที่ 6 ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุเชิงผลโดย วิธี Granger Causality Test.....	30
ตารางที่ 7 การส่งผ่านผลกระทบ Fed Fund Rate ต่อ อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคาร.....	32
ตารางที่ 8 ผลการทดสอบ Co integration โดยวิธีการของ Johansen และ Jeselius.....	34

บัญชีภาพประกอบ

ภาพที่ 1 การทำธุรกรรมสวอปเงินตราต่างประเทศ.....	10
ภาพที่ 2 อัตราดอกเบี้ย Federal funds rate.....	12
ภาพที่ 3 อัตราเงินเฟ้อสหรัฐ.....	13
ภาพที่ 4 ราคาน้ำมันดิบ Dubai.....	14
ภาพที่ 5 อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจสหรัฐ.....	14
ภาพที่ 6 อัตราดอกเบี้ยนโยบายไทย (อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร 14 วัน).....	17
ภาพที่ 7 อัตราเงินเฟ้อ.....	18
ภาพที่ 8 อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจและการบริโภคภาคเอกชน.....	19
ภาพที่ 9 อัตราการขยายตัวของการลงทุน.....	19
ภาพที่ 10 กลไกการส่งผ่านผลกระทบอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศต่อผลผลิตรวมในประเทศ.....	22
ภาพที่ 11 การเปลี่ยนแปลงใน FFRSA และ IBRSA.....	27
ภาพที่ 12 การเปลี่ยนแปลงใน DFFRSA และ DIBRSA.....	29

บทที่ 1 บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

หลังจากวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 ขึ้นมาเศรษฐกิจไทยได้ชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งสาเหตุของการเกิดวิกฤตการเงินนั้นเป็นเหตุผลส่วนหนึ่งมาจากการเปิดเสรีทางการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ยกเลิกกฎเกณฑ์ข้อบังคับต่างๆ เช่น การยกเลิกเพดานดอกเบี้ยเงินฝากระยะยาว, เพดานดอกเบี้ยเงินฝากประจำ, เพดานดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ และเพดานดอกเบี้ยเงินกู้ รวมไปถึงการผ่อนคลายการควบคุมปริมาณเงินตรา และการจัดตั้งวิเทศธนกิจขึ้น (BIBF) ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในตลาดเงินมากขึ้น เช่น เกิดความมั่นคงและประสิทธิภาพในระบบการเงิน และสถาบันการเงินในประเทศ เกิดการแข่งขันระหว่างสถาบันการเงิน รวมไปถึงการระดมเงินออมในประเทศ อย่างไรก็ตาม ภายหลังจากวิกฤตเศรษฐกิจ ประเทศไทยได้เปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว ทำให้การดำเนินนโยบายทางการเงินมีความยืดหยุ่นมากขึ้น อย่างไรก็ตามนับตั้งแต่ปี 2540 เป็นต้นมา เศรษฐกิจไทยได้หดตัวอย่างรุนแรงหลังจากที่เคยขยายตัวสูงตลอดระยะเวลาหลายปีที่ผ่านมา ทำให้ผู้กำหนดนโยบายต้องดำเนินการใช้นโยบายการเงินและการคลังอย่างผ่อนคลาย (Expansionary Policy) เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยเฉพาะนโยบายด้านการเงิน (Monetary Policy) ที่กำหนดโดยธนาคารแห่งประเทศไทยในช่วงที่ผ่านมาอัตราดอกเบี้ยนโยบาย หรือดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรประเภท 14 วันจากที่อยู่ที่ร้อยละ 2 ในปี 2545 ปรับลดลงมาอยู่ที่ร้อยละ 1.25 นับตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2546 เป็นต้นมา

ในขณะเดียวกัน เศรษฐกิจสหรัฐซึ่งเป็นเศรษฐกิจที่ใหญ่ที่สุดแห่งใหญ่ของโลกก็ประสบปัญหาเศรษฐกิจถดถอย (Recession) ด้วยเช่นกัน ซึ่งรัฐบาลสหรัฐก็นำมาตรการทางการคลัง (Fiscal Policy) เพิ่มรายจ่ายพร้อมกับการลดอัตราภาษีเพื่อกระตุ้นการบริโภคให้เพิ่มขึ้น ขณะที่ธนาคารกลางสหรัฐ (US Federal Reserve Bank) ก็ดำเนินนโยบายสอดคล้องกันกับนโยบายการคลังแบบผ่อนคลาย ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐ หรือ Federal Funds rate ปรับลดลงจากร้อยละ 6.5 ในปี 2544 เหลือเพียงร้อยละ 1.0 ในเดือนกรกฎาคม 2546 ซึ่งเป็นอัตราที่ต่ำที่สุดในประวัติศาสตร์ และเป็นทิศทางเดียวกับดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย

อย่างไรในช่วงที่ผ่านมาเศรษฐกิจสหรัฐมีแนวโน้มที่กลับมาฟื้นตัวอีกครั้ง ธนาคารกลางสหรัฐจึงได้ตัดสินใจปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะสั้น หรือ Fed fund rate ขึ้นจากร้อยละ 1.0 อีก 25 basis point ในเดือนมิถุนายน 2547 เพื่อควบคุมไม่ให้ภาวะเงินเฟ้อปรับเพิ่มขึ้นในอนาคต

ที่จะเป็นอันตรายต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ ทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐเท่ากับอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยที่ร้อยละ 1.25 ต่อมาอีก 2 เดือน ธนาคารกลางสหรัฐก็ตัดสินใจปรับอัตราดอกเบี้ยเพิ่มอีกครั้งจำนวน 25 basis point มาอยู่ที่ร้อยละ 1.5 สูงกว่าดอกเบี้ยนโยบายของไทย อย่างไรก็ตาม คณะกรรมการนโยบายการเงินก็มีมติปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นอีก 25 basis point มาอยู่ที่ร้อยละ 1.5 แต่ธนาคารกลางสหรัฐก็ไม่ได้หยุดปรับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะสั้น โดยเพิ่มขึ้นอีก 25 basis point อีกจำนวน 2 ครั้งในเดือนกันยายนและเดือนพฤศจิกายน มาอยู่ที่ร้อยละ 2.0 เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินของธนาคารกลางสหรัฐ ซึ่งการเปลี่ยนแปลงเป้าหมายอัตราดอกเบี้ย Federal funds rate จะทำให้เกิดแรงกดดันต่ออัตราดอกเบี้ยทั่วโลกโดยเฉพาะประเทศเล็กอย่างประเทศไทย เป็นต้น

ดังนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยจำเป็นต้องปรับตัวตามโดยการประกาศปรับอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรประเภท 14 วัน (R/P 14 วัน) ให้สอดคล้องกับดอกเบี้ย Fed fund rate เพื่อรักษาเสถียรภาพทั้งตลาดเงินในประเทศไม่ให้เกิดการไหลออกของเงินทุนระยะสั้น และตลาดอัตราแลกเปลี่ยน พร้อมทั้งควบคุมเงินเฟ้อที่กำลังจะปรับตัวสูงขึ้น แต่การปรับขึ้นดอกเบี้ยคาดว่าจะยังคงไม่จบเพียงเท่านี้ อัตราดอกเบี้ย Fed fund rate ในปีหน้าคาดว่าจะปรับตัวสูงขึ้นมากกว่าปีนี้อีก สิ่งที่น่าสนใจในการศึกษา คือ กลไกการส่งผ่าน (Transmission mechanism) ของดอกเบี้ย Fed fund rate ซึ่งในอนาคตอันใกล้จะมีการเปลี่ยนแปลงของ Federal funds rate โดยการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยสหรัฐจะส่งผลกระทบต่อการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย และท้ายที่สุดก็จะส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในไทยอย่างไร

1.2 วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของการเพิ่มขึ้นของ Federal Fund Rate ต่ออัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร 14 วัน (RP 14 Days rate) ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทย
2. เพื่อศึกษาระยะเวลา และกลไกส่งผ่านผลกระทบจาก Federal Fund Rate ถึงอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร 14 วัน (RP 14 Days rate) และอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศ เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร และอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตร
3. เพื่อศึกษาถึงแนวโน้มนโยบายเศรษฐกิจที่เป็นไปได้ในการจัดการเพื่อบริหารเศรษฐกิจให้มีเสถียรภาพ และหลีกเลี่ยงผลกระทบด้านลบของเศรษฐกิจไทยจากความผันผวนของ Federal Fund Rate

1.3 ขอบเขตของการศึกษา

การศึกษานี้ครอบคลุม

1. การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย Federal Fund Rate อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร 14 วัน (RP 14 Days rate) และอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศ เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร และอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตร
2. กลไกส่งผ่าน (Transmission mechanism) ผลกระทบจาก Federal Fund Rate ถึงอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร 14 วัน (RP 14 Days rate) และอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศ
3. ปัจจัยที่จะส่งผลถึงกลไกส่งผ่าน (Transmission mechanism) ผลกระทบจาก Federal Fund Rate ถึงอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร 14 วัน (RP 14 Days rate) และอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศ

1.4 วิธีการศึกษา

1. เก็บรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้อง เช่น Federal Fund Rate อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร 14 วัน (RP 14 Days rate) และอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศ
2. การนำข้อมูลสถิติภูมิประเภทรายเดือน ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคารในประเทศ (Interbank) อัตราดอกเบี้ย Federal funds rate อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น มาวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติ (Econometrics)

บทที่ 2 นโยบายการเงินการเงินของไทย

2.1 นโยบายการเงินในปัจจุบันของไทย

การใช้ปริมาณเงินเป็นเป้าหมายจะมีประสิทธิผลน้อยกว่า การใช้เงินเฟ้อเป็นเป้าหมาย เนื่องจากความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงิน และการขยายตัวทางเศรษฐกิจในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ ไม่มีเสถียรภาพ นอกจากนี้ การที่ระบบการเงินในประเทศเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว ทำให้ความต้องการสินเชื่อของภาคเอกชน รวมทั้งความสามารถของระบบการเงิน ในการขยายสินเชื่อในแต่ละช่วงมีความไม่แน่นอน ดังนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงเปลี่ยนมาใช้อัตราเงินเฟ้อเป็นเป้าหมายในการดำเนินนโยบายการเงินในปัจจุบัน

การดำเนินนโยบายการเงินในกรอบ Inflation Targeting นั้น ผู้กำหนดทิศทางการนโยบายการเงินเพื่อรักษาเสถียรภาพของระดับราคาตลอดจนพัฒนากรอบ Inflation Targeting ให้เหมาะสมกับประเทศไทย จะดำเนินการภายใต้การพิจารณาของคณะกรรมการนโยบายการเงิน ซึ่งประกอบด้วย บุคคลภายในธนาคารแห่งประเทศไทย จำนวน 3 คน และผู้ทรงคุณวุฒิจากภายนอกอีก จำนวน 4 คน

2.2 การกำหนดเป้าหมายของนโยบายการเงิน

นโยบายการเงินของไทยนั้น ใช้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core Inflation) เป็นเป้าหมายในการดำเนินนโยบาย โดยคณะกรรมการฯ มีมติให้หักราคาสินค้าหมวดอาหารสดและพลังงานออกจากอัตราเงินเฟ้อ (Headline Inflation) ที่ใช้กันอยู่ปกติในการคำนวณอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน ซึ่งจะใช้เป็นเป้าหมายในการดำเนินนโยบายการเงิน เนื่องจากราคาสินค้าในกลุ่มดังกล่าว อาทิ ข้าว ผลิตภัณฑ์แป้ง เนื้อสัตว์ ผัก ผลไม้ ค่าไฟฟ้า หรือราคาน้ำมันมีความผันผวนระยะสั้นสูง ราคาอาหารสดขึ้นกับสภาพอากาศ และราคาน้ำมันขึ้นกับปัจจัยภายนอกที่ควบคุมไม่ได้ หากยังคงรวมอยู่ในเป้าหมายอาจจะทำให้ต้องปรับเปลี่ยนนโยบายในทางที่ไม่ถูกต้อง ตัวอย่างเช่น กรณีที่ราคาสินค้าหมวดอาหารสดและพลังงานสูงขึ้น จะกระทบต่อกำลังซื้อของประชาชนอยู่แล้ว ยิ่งหากดำเนินนโยบายการเงินอย่างเข้มงวดเพื่อชะลออุปสงค์รวม ก็จะเป็นการซ้ำเติมเศรษฐกิจมากยิ่งขึ้น ถึงแม้หักราคาสินค้าหมวดอาหารสดและพลังงานออกแล้ว อย่างไรก็ตาม พบว่าในระยะสั้น อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานมีความผันผวนน้อยกว่า ส่วนในระยะยาวอัตราเงินเฟ้อทั้งสองมีความสัมพันธ์ไปด้วยกันอย่างใกล้ชิด ดังนั้น การรักษาเสถียรภาพของระดับราคาพื้นฐานจะส่งผลให้ระดับราคาโดยรวมมีเสถียรภาพเช่นกัน

สำหรับเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานนั้น ได้กำหนดไว้ที่ร้อยละ 0 ถึงร้อยละ 3.5 เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อของประเทศคู่ค้าคู่แข่งสำคัญของไทยเฉลี่ยอยู่ที่ประมาณร้อยละ 3.5 ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา ดังนั้น การดำเนินนโยบายการเงินปัจจัยหนึ่งที่ต้องนำมาพิจารณาการรักษาสภาพอัตราเงินเฟ้อของไทยให้สอดคล้องกับอัตราเงินเฟ้อของประเทศคู่ค้า เพื่อที่จะทำให้ประเทศไทยสามารถแข่งขันในการส่งออกได้ พร้อมกับเป็นปัจจัยสำคัญในการสร้างเสถียรภาพให้กับค่าเงินบาท และเป้าหมายดังกล่าวไม่เป็นข้อจำกัดของการฟื้นตัวของระบบเศรษฐกิจ สำหรับช่วงเป้าหมายที่กว้างประมาณร้อยละ 3.5 (ซึ่งใกล้เคียงกับช่วงเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อของประเทศนิวซีแลนด์) จะช่วยรองรับการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจต่างๆ ที่อาจเกิดขึ้นในช่วงสั้นๆ (Temporary Economic Shocks) ลดความจำเป็นที่คณะกรรมการฯ จะต้องปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินบ่อยครั้ง และช่วยลดความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นลง ส่งผลให้ระบบการเงินมีเสถียรภาพ ทั้งนี้ ในทางปฏิบัติ การพิจารณาข้อมูลเงินเฟ้อพื้นฐานในการทำนโยบายการเงิน จะใช้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเฉลี่ยรายไตรมาสเป็นเป้าหมาย โดยเหตุที่อัตราเงินเฟ้อรายเดือนยังมีความผันผวน การใช้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเฉลี่ยรายไตรมาสเป็นเป้าหมายในการดำเนินนโยบายการเงินจึงมีความเหมาะสมกว่า

2.3 เครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน

ภายใต้กรอบการดำเนินนโยบายการเงินของไทย ซึ่งใช้การกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Inflation Targeting Monetary Policy) ธนาคารแห่งประเทศไทยได้กำหนดให้อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Policy Rate) ซึ่งคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) จะส่งสัญญาณการเปลี่ยนแปลงในนโยบายการเงินผ่านอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวในการดูแลรักษาระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้เป็นไปตามที่กำหนดไว้

ในการดำเนินการส่งผ่านนโยบายการเงินเพื่อให้เป็นไปตามที่ คณะกรรมการนโยบายการเงินกำหนดไว้ ธปท. ในฐานะผู้รับนโยบายไปปฏิบัติจะใช้เครื่องมือต่างๆ เพื่อดูแลให้ระบบการเงินดำเนินการตามเป้าหมายที่วางไว้

เครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงินของ ธปท. แบ่งออกเป็น 3 ประเภทหลัก คือ

1. การดำรงสินทรัพย์สภาพคล่อง (Reserve Requirement)
2. การดำเนินการผ่านตลาดการเงิน (Open Market Operations หรือ OMOs)
3. หน้าต่างตั้งรับ (Standing Facilities)

การดำรงสินทรัพย์สภาพคล่อง (Reserve Requirement)

เครื่องมือหนึ่งที่ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้ควบคุมสภาพคล่องของระบบการเงิน ซึ่งจะมีบทบาทสำคัญต่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน กล่าวคือ หากสภาพคล่องในระบบการเงินตึงตัว อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินจะมีแนวโน้มสูงขึ้น ขณะที่สภาพคล่องมีสูง จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นสูงขึ้น โดยวิธีการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเข้าไปดูแลสภาพคล่องในระบบการเงินทางหนึ่ง คือ การกำหนดการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่อง (Reserve Requirement) ของธนาคารพาณิชย์ กล่าวคือ ธนาคารพาณิชย์ต้องดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องตามกฎหมายโดยเฉลี่ยรายบัญชี (ซึ่งนับตามวันที่ 8-22 และ 23-7) เป็นสัดส่วนต่อค่าเฉลี่ยของฐานเงินฝากหรือหนี้สินในบัญชีก่อนหน้า และสามารถโอนเงินสำรองบางส่วนข้ามบัญชีได้

ทั้งนี้ ฐานเงินฝาก/หนี้สินที่ต้องนำมารวมเพื่อคำนวณสินทรัพย์สภาพคล่องที่ธนาคารพาณิชย์ต้องดำรง ได้แก่ ยอดรวมเงินฝากทุกประเภท ยอดรวมเงินกู้ยืมจากต่างประเทศที่ครบกำหนดใน 1 ปี และยอดรวมเงินกู้ยืมที่มีการจ่ายผลตอบแทนอ้างอิงกับตัวแปรหรือมีอนุพันธ์ทางการเงินแฝงในปัจจุบัน อัตราส่วนการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องในปัจจุบันเท่ากับร้อยละ 6 ซึ่งประกอบด้วยสินทรัพย์สภาพคล่อง ดังต่อไปนี้

1. เงินฝากที่ ธปท. ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 1 (โดยในส่วนนี้ สามารถนับรวมเงินสดที่ศูนย์เงินสดกลางธนาคารพาณิชย์ได้ไม่เกินร้อยละ 0.2)
2. เงินสดในมือธนาคารพาณิชย์ไม่เกินร้อยละ 2.5 และ
3. หลักทรัพย์ที่ปราศจากภาระผูกพันในส่วนที่เหลือ การดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องจะคำนวณจากค่าเฉลี่ยรายบัญชีของยอดสินทรัพย์ทุกสิ้นวันในบัญชีนั้น การใช้ค่าเฉลี่ยนี้ช่วยให้การบริหารสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ง่ายขึ้น ซึ่งจะช่วยลดความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงิน

สำหรับ การโอนสินทรัพย์สภาพคล่องข้ามบัญชี (Carry-Over Provision) จะกระทำได้ในส่วนที่เป็นเงินฝากที่ ธปท. (เงินสำรอง) เท่านั้น โดยสามารถโอนข้ามบัญชีได้ไม่เกินร้อยละ 5 ของเงินสำรองที่ต้องดำรง การโอนเงินสำรองข้ามบัญชีทำได้ทั้ง 2 ด้าน กล่าวคือ ธนาคารพาณิชย์สามารถดำรงเงินฝากที่ ธปท. ได้ต่ำกว่าที่กำหนดในบัญชีนี้ และชดเชยปริมาณเงินสำรองที่ขาดในบัญชีถัดไป ในขณะเดียวกัน ธนาคารพาณิชย์ก็สามารถโอนเงินสำรองส่วนที่ดำรงเกินในบัญชีนี้ไปนับเป็นส่วนหนึ่งของเงินสำรองที่ต้องดำรงในบัญชีถัดไปได้ การโอนเงินสำรองข้ามบัญชีได้จะช่วยลดความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินในช่วงวันสิ้นบัญชีได้ดี

ดังนั้น หากธนาคารแห่งประเทศไทยต้องการลดสภาพคล่องในระบบการเงิน สามารถดำเนินการโดยการปรับเพิ่มการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องให้สูงขึ้นได้ อย่างไรก็ตาม ช่องทางนี้ไม่ได้รับความนิยมนักในการใช้ดำเนินนโยบายการเงินของไทย

การดำเนินการผ่านตลาดการเงิน (Open Market Operations หรือ OMOs)

สำหรับอีกทางหนึ่งที่ธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถใช้ในการดำเนินนโยบายการเงินได้ คือ การดำเนินการผ่านตลาดการเงิน โดย ธปท. จะปรับสภาพคล่องโดยการเข้าทำธุรกรรมในตลาดการเงิน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อระดับเงินสำรองของระบบสถาบันการเงิน (Banks' Reserves หรือ เงินฝากของสถาบันการเงินที่ ธปท.) และมีผลต่อเนื่องถึงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงิน ทั้งนี้ การดำเนินการผ่านตลาดการเงินถือได้ว่าเป็นเครื่องมือหลักในการรักษาระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และในการดูแลให้สภาพคล่องในระบบมีเพียงพอต่อความต้องการของระบบธนาคารพาณิชย์ในการดำรงเงินสำรอง (สินทรัพย์สภาพคล่องในส่วนที่เป็นเงินฝากที่ ธปท.) และการชำระบัญชี (Demand for Settlement Balance)

ธปท. ดำเนินการผ่านเครื่องมือการดำเนินการผ่านตลาดการเงิน¹ (OMOs) หลัก 4 ช่องทาง คือ

1. การทำธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตร (Repurchase Operations)

ธปท. ทำธุรกรรมซื้อคืน/ขายคืนพันธบัตร (ซึ่งเปรียบเสมือนกับการกู้เงิน หรือ การให้กู้เงิน โดยมีพันธบัตรเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน) เพื่อปรับสภาพคล่องแบบชั่วคราว โดยในปัจจุบัน ธปท. ทำธุรกรรมนี้ทั้งกับกลุ่มสถาบันการเงินที่ได้รับการแต่งตั้งให้เป็นผู้ค้าของธปท. (Primary Dealers) และผ่านตลาดซื้อคืนของ ธปท.

2. การทำธุรกรรมซื้อขายขาดหลักทรัพย์รัฐบาล

ธปท. สามารถปรับสภาพคล่องในระบบเป็นการถาวรโดยการซื้อขายขาดหลักทรัพย์รัฐบาลกับ Outright Primary Dealers โดยปกติ ธปท. จะปล่อยสภาพคล่อง ผ่านช่องทางนี้เพื่อรองรับเงินสดหมุนเวียนในระบบที่เพิ่มขึ้นอย่างถาวรตามการเติบโตของเศรษฐกิจ ในปัจจุบัน ธปท. สามารถทำธุรกรรมซื้อขายขาดหลักทรัพย์รัฐบาลได้ดีขึ้น จากการที่ตลาดตราสารหนี้ไทยได้พัฒนาขึ้นมากในช่วงที่ผ่านมา

3. การออกพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย

¹ รายละเอียดการวิธีปฏิบัติกรดำเนินการทำธุรกรรมจะอยู่ในส่วน Appendix

อีกช่องทางหนึ่งที่ธนาคารแห่งประเทศไทย สามารถดูดซับสภาพคล่องจากตลาดเงินเข้ามาเก็บไว้ในธนาคารแห่งประเทศไทย คือ การออกพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย โดย ธปท. ได้เริ่มออกพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทยอีกครั้งหนึ่ง เมื่อต้นปี 2546 เพื่อใช้เป็นอีกเครื่องมือหนึ่งในการดำเนินนโยบายการเงิน ซึ่งจะเป็นการเพิ่มความคล่องตัวและประสิทธิภาพในการบริหารสภาพคล่องในตลาดเงิน ทั้งนี้ ธปท. เป็นผู้กำหนดวงเงินการออกพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทยแต่ละประเภท โดยพิจารณาให้เหมาะสมกับภาวะตลาดในแต่ละช่วง และคำนึงถึงกำหนดการออกพันธบัตรภาครัฐด้วย โดยในช่วงที่ผ่านมา เครื่องมือหลักอันหนึ่งที่ ธปท. ใช้ในการดูดซับสภาพคล่องจากระบบเศรษฐกิจ เพื่อส่งผ่านนโยบายการเงินของการขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย คือ การออกพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย

4. สวอปเงินตราต่างประเทศ (Foreign exchange swap)

ภาพที่ 1 การทำธุรกรรมสวอปเงินตราต่างประเทศ



สวอปเงินตราต่างประเทศ (Foreign exchange swaps) เป็นอีกเครื่องมือหนึ่งในการดำเนินนโยบายการเงินที่ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้ปรับสภาพคล่องในตลาดเงิน สวอปเป็นเครื่องมือ OMOs ที่เสริมกันได้ดีกับเครื่องมือ OMOs อื่น ๆ ที่ใช้ตราสารหนี้ในประเทศ โดยเฉพาะในช่วงที่ตราสารหนี้ในประเทศมีจำนวนน้อย ธุรกรรมสวอปเงินตราต่างประเทศมีลักษณะคล้ายกับธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตร แต่แตกต่างกันตรงที่เงินบาทถูกแลกเปลี่ยนกับเงินตราต่างประเทศ (ดอลลาร์ สรอ.) มิใช่ตราสารหนี้ในประเทศ กล่าวคือ หากธนาคารแห่งประเทศไทยต้องการลดสภาพคล่องในระบบ สามารถทำสวอป โดยทำการขายเงินตราต่างประเทศออกมาแลกกับเงิน

บาทเข้าไปเก็บไว้ก่อน ที่จะนำมาส่งมอบคืนใส่สภาพคล่องกลับในอนาคต อย่างไรก็ตาม ตลาดสวอปยังคงมีขนาดเล็กเมื่อเทียบกับตลาดซื้อคืนพันธบัตร ทำให้มีข้อจำกัดในใช้กับการดำเนินนโยบายการเงิน แต่สามารถเป็นมาตรการเสริมในการช่วยให้นโยบายการเงินส่งผ่านได้ดีขึ้น

หน้าต่างตั้งรับ (Standing facilities)

ธนาคารแห่งประเทศไทยมีเครื่องมือที่สามารถดำเนินนโยบายการเงิน ผ่านหน้าต่างตั้งรับ (Standing facilities) เพื่อเสริมสภาพคล่องให้สถาบันการเงินเรียกว่าหน้าต่างสภาพคล่องสิ้นวัน (End-of-Day Liquidity Window) ซึ่งเป็นช่องทางให้สถาบันการเงินสามารถเข้ามากู้ยืมเงินระยะข้ามคืนกับ ธปท. โดยมีพันธบัตรเป็นหลักประกัน ในกรณีที่สถาบันการเงินขาดสภาพคล่อง ในช่วงสิ้นวัน และไม่สามารถหาเงินกู้ยืมจากแหล่งอื่นได้ สถาบันการเงินที่สามารถขอกู้ยืมผ่านหน้าต่างนี้ ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ และสถาบันการเงินเฉพาะกิจ สำหรับวงเงินกู้แม้จะไม่มีกำกวดวงเงินรายสถาบัน แต่หลักทรัพย์ค้ำประกันของสถาบันการเงินจะเป็นตัวจำกัดวงเงินกู้โดยปริยาย

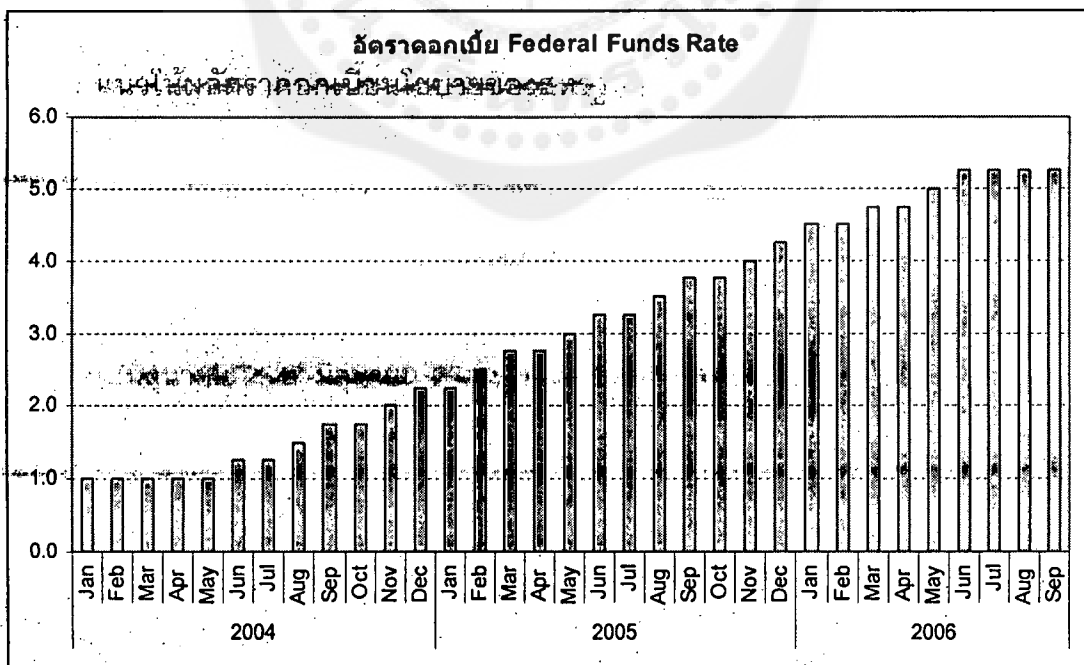
บทที่ 3 แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐและไทย

จากการทดสอบเบื้องต้นแล้วพบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐ กับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทย อย่างไรก็ตาม นอกจากอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยจะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของดอกเบี้ย Federal funds rate แต่อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยยังคงอิงกับปัจจัยภายในประเทศอีกส่วนหนึ่ง คือ สภาพคล่องภายในประเทศ และอัตราดอกเบี้ยนโยบาย – ดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร 14 วัน ดังนั้น การประเมินทิศทางของดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยในอนาคต การพิจารณาแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยนโยบายของทั้งสหรัฐอเมริกาและไทยด้วย

3.1 แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐ

ในการประชุมครั้งล่าสุดเมื่อวันที่ 20 กันยายน 2549 คณะกรรมการกำหนดนโยบายการเงิน (Federal Open Market Committee: FOMC) ของธนาคารกลางสหรัฐฯ ได้มีการประชุมรอบที่ 6 ของปีเพื่อกำหนดทิศทางนโยบายอัตราดอกเบี้ย Fed Funds หลังจากที่ในการประชุมรอบที่ผ่านมา เฟดได้ยุติวงจรการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยซึ่งดำเนินมาอย่างต่อเนื่องเป็นเวลา 2 ปีติดต่อกัน (มิถุนายน 2547-มิถุนายน 2549) คงมติให้ยืนอัตราดอกเบี้ย Fed Funds ไว้ที่ร้อยละ 5.25 ตามเดิมในการประชุมวันที่ 20 กันยายนในครั้งก่อน

ภาพที่ 2 อัตราดอกเบี้ย Federal funds rate



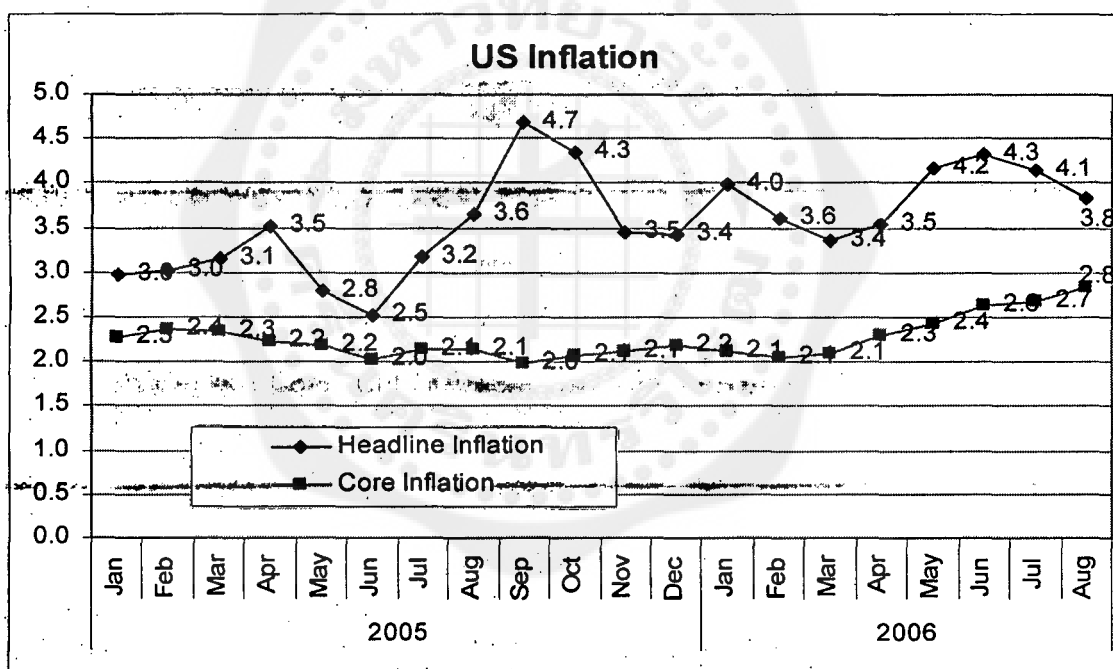
ที่มา CEIC

ปัจจัยหลักที่ทำให้คณะกรรมการกำหนดนโยบายการเงินของสหรัฐคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่เปลี่ยนแปลงที่ร้อยละ 5.25 เนื่องจาก 2 ปัจจัยหลัก อันได้แก่

1. แรงกดดันด้านเงินเฟ้ออยู่ในกรอบที่ควบคุมได้

จากข้อมูลเงินเฟ้อล่าสุดพบว่าจากอัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline inflation) เริ่มชะลอตัวลงไม่ได้ขยายตัวในอัตราเร่ง ซึ่งบ่งชี้ว่าแรงกดดันทางด้านการเงินเฟ้อของสหรัฐยังคงอยู่ในกรอบที่ไม่น่าเป็นกังวลจนเกินไปนัก โดยดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index: CPI) ในเดือนสิงหาคม 2549 อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI Inflation) ปรับตัวลงมาที่ร้อยละ 3.8 เทียบต่อปี (year-on-year) จากร้อยละ 4.2 ในเดือนกรกฎาคม และร้อยละ 4.3 ในเดือนมิถุนายน ส่วนอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI Inflation) เดือนสิงหาคมขยับขึ้นเล็กน้อยมาที่ร้อยละ 2.8 เทียบต่อปี จากร้อยละ 2.7 ในเดือนกรกฎาคมและมิถุนายน

ภาพที่ 3 อัตราเงินเฟ้อสหรัฐ



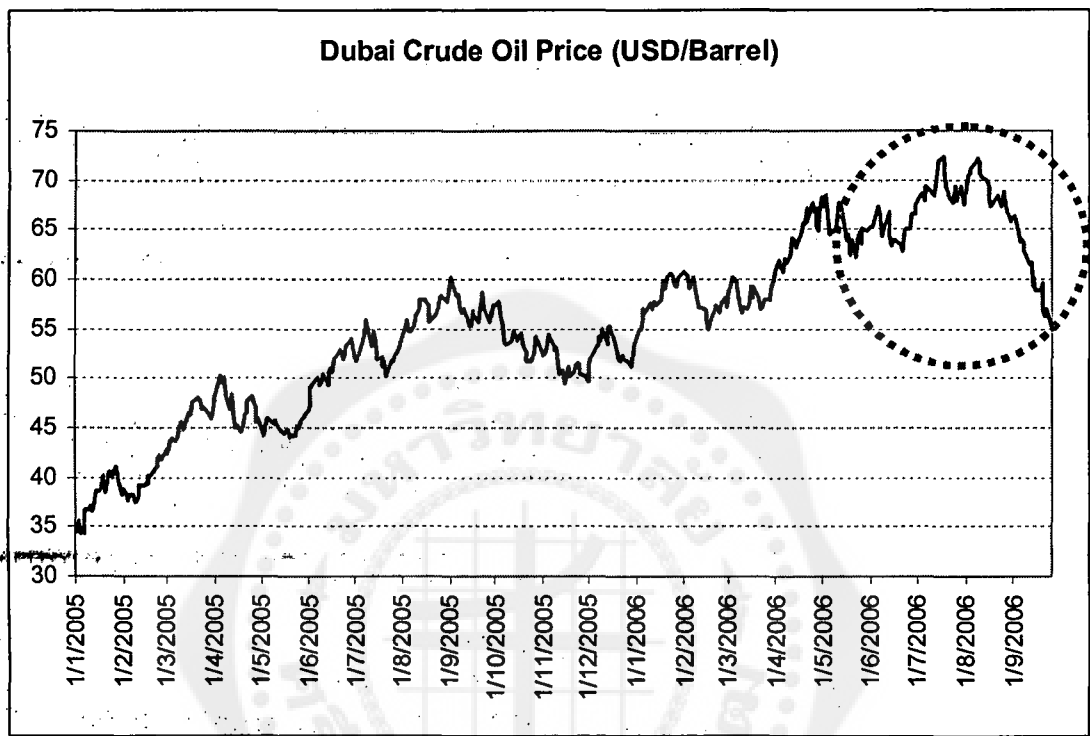
ที่มา CEIC

47

ปัจจัยหลักที่ส่งผลให้เงินเฟ้อและระดับราคาสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา เป็นเป็นเหตุผลหลักที่กดดันให้ธนาคารกลางจำเป็นต้องปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ย Federal funds rate เพื่อควบคุมให้ระดับราคาอยู่ในระดับที่มีเสถียรภาพไม่ก่อให้เกิดผลเสียแก่ระบบเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม พบว่าราคาน้ำมันดิบที่สูงขึ้นส่งผลให้ความต้องการใช้น้ำมันลดลงจากการลดปริมาณการใช้ และปรับเปลี่ยนไปใช้พลังงานทางเลือกมากขึ้น - ซึ่งท้ายที่สุดก็ส่งผลกลับไปยังตลาดน้ำมันและจุดให้ราคาน้ำมันดิบปรับตัวลดลง โดยราคาน้ำมันดิบ Dubai เมื่อวันที่ 25 กันยายน 2549 ปิดตลาดที่ 55.00

เหรียญสหรัฐต่อบาร์เรล เท่านั้น ซึ่งราคาน้ำมันที่ลดลงนี้ จะช่วยสนับสนุนการชะลอตัวของเงินเฟ้อ
ในอนาคต และจะเปิดโอกาสให้ธนาคารกลางสหรัฐลดความจำเป็นที่ปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย
เพื่อควบคุมเงินเฟ้อ และอาจจะหันกลับมาให้น้ำหนักการขยายตัวของเศรษฐกิจมากขึ้น

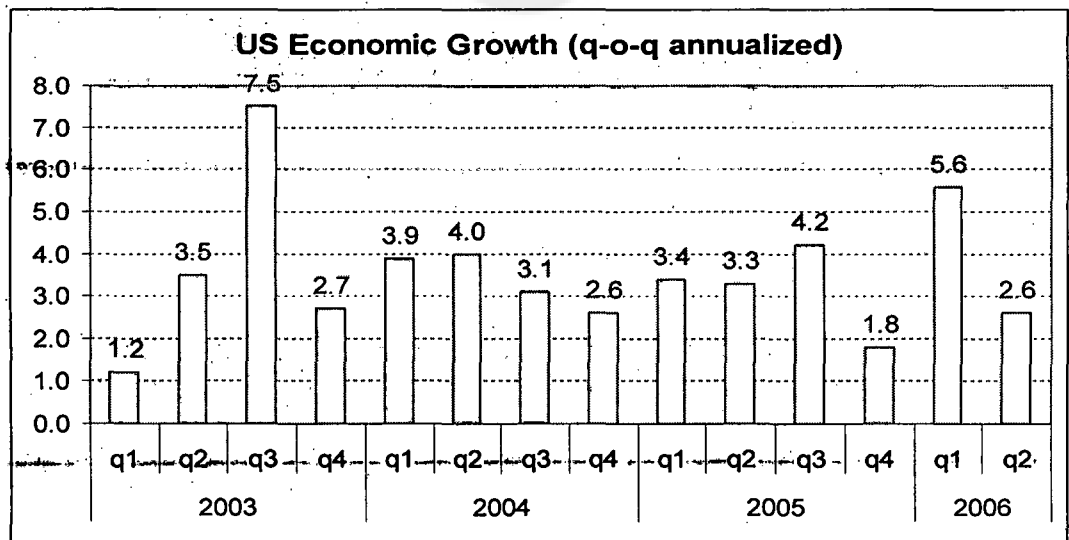
ภาพที่ 4 ราคาน้ำมันดิบ Dubai



ที่มา CEIC

2. การชะลอตัวลงของเศรษฐกิจสหรัฐ

ภาพที่ 5 อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจสหรัฐ



เศรษฐกิจสหรัฐในไตรมาส 2/2549 มีการขยายตัวในอัตราที่ชะลอตัวลงจากร้อยละ 5.6 ในไตรมาสที่ 1/2549 ลงเหลือร้อยละ 2.6 (q-o-q annualized) ซึ่งการอัตราการเติบโตดังกล่าวก็ยังอยู่ในกรอบระดับศักยภาพของเศรษฐกิจสหรัฐในช่วงร้อยละ 3.5-4.0 อัตราการขยายตัวเฉลี่ยในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา สะท้อนให้เห็นว่าสภาวะเศรษฐกิจโดยรวมของสหรัฐที่ผ่านมามีแนวโน้มที่จะชะลอตัวลงจากภาวะราคาน้ำมันที่สูง และอัตราดอกเบี้ยที่ปรับสูงขึ้น โดยเฉพาะปัจจุบันเริ่มมีสัญญาณการถดถอยลงในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ชัดเจนมากขึ้น โดยเฉพาะในเดือนสิงหาคม 2549 จำนวนบ้านใหม่ทั้งเริ่มต้นก่อสร้าง สร้างเสร็จ และขายแล้ว มีอัตราการขยายตัวติดลบพร้อมกัน โดยเฉพาะยอดขายบ้านใหม่มีอัตราการขยายตัวติดลบมาตั้งแต่เดือนมกราคม 2549 เป็นต้นมา ภายหลังธนาคารกลางสหรัฐได้ดำเนินนโยบายอัตราดอกเบี้ยเข้มงวดต่อเนื่องมาเป็นเวลากว่า 2 ปี

ตารางที่ 1 จำนวนบ้านใหม่ในสหรัฐ

		จำนวนบ้านใหม่ (พันหน่วย)			อัตราการขยายตัว (%yoy)		
		ก่อสร้าง	สร้างเสร็จ	ขาย	ก่อสร้าง	สร้างเสร็จ	ขาย
2548	ม.ค.	2,137	1,302	1,193	11.8	9.3	2.4
	ก.พ.	2,213	1,320	1,252	19.9	10.3	8.0
	มี.ค.	1,856	1,310	1,324	-7.1	7.5	3.8
	เม.ย.	2,079	1,324	1,270	3.8	8.3	7.1
	พ.ค.	2,034	1,325	1,311	2.7	7.5	5.6
	มิ.ย.	2,078	1,331	1,272	13.7	8.3	7.8
	ก.ค.	2,070	1,343	1,367	3.4	7.7	25.6
	ส.ค.	2,075	1,360	1,271	2.5	9.9	8.2
	ก.ย.	2,158	1,378	1,253	13.3	10.5	3.2
	ต.ค.	2,046	1,373	1,346	-1.3	8.6	3.1
	พ.ย.	2,131	1,393	1,236	19.6	9.9	4.8
	ธ.ค.	2,002	1,401	1,259	-2.0	9.5	1.4
2549	ม.ค.	2,265	1,418	1,173	6.0	8.9	-1.7
	ก.พ.	2,132	1,424	1,038	-3.7	7.9	-17.1
	มี.ค.	1,972	1,420	1,121	6.3	8.4	-15.3
	เม.ย.	1,832	1,397	1,121	-11.9	5.5	-11.7
	พ.ค.	1,953	1,405	1,101	-4.0	6.0	-16.0
	มิ.ย.	1,833	1,385	1,091	-11.8	4.1	-14.2
	ก.ค.	1,772	1,360	1,009	-14.4	1.3	-26.2
	ส.ค.	1,665	1,346	1,050	-19.8	-1.0	-17.4

ที่มา CEIC

ดังนั้น จึงคาดได้ว่าคาดว่าอัตราดอกเบี้ย Fed Funds ที่ร้อยละ 5.25 ก็น่าจะเป็นระดับสูงสุดของวงจรการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยรอบนี้แล้ว และมีความเป็นไปได้ว่าการเปลี่ยนแปลงนโยบายอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐ อาจโน้มเอียงไปในลักษณะที่ผ่อนคลายมากขึ้นในระยะข้างหน้า เพื่อรักษาเศรษฐกิจสหรัฐโดยรวม ซึ่งสอดคล้องกับความเห็นส่วนใหญ่ที่ Reuters สำรวจมา เพื่อรักษาให้เศรษฐกิจสหรัฐสามารถขยายตัวในอัตราที่ชะลอตัวลงของเศรษฐกิจอย่างค่อยเป็นค่อยไป (Soft landing) ตามที่ประเมินกันไว้ ทั้งนี้ หากโมเมนตัมเศรษฐกิจยังคงมีแนวโน้มดำเนินไปในทิศทางที่เศรษฐกิจสหรัฐค่อยๆ ชะลอตัวลงอย่างไม่รุนแรง และอัตราเงินเฟ้อทยอยปรับตัวลดลงตามลำดับ

ตารางที่ 2 Reuters Poll แนวโน้ม Federal funds rate (ณ กันยายน 2549)

หน่วยงาน	การคาดการณ์ระดับสูงสุดของอัตราดอกเบี้ย Fed funds rate
ABN AMRO	6.00
Bank of America	5.50
Barclays Capital	6.00
Stearns Bear	5.50
BNP Paribas	5.25
Citigroup	5.25
CIBC World Marks	5.25
Countrywide Fin	5.25
Credit Suisse	5.25
Daiwa Securities	5.75
Deutsche	5.25
Dresdner	5.25
Goldman, Sachs	5.25
HSBC	5.25
J.P. Morgan	6.00
Lehman Brothers	5.75
Merrill Lynch	5.25
Mizuho Securities	5.25
Morgan Stanley	5.50
RBS Greenwich	5.50
UBS Securities	5.25

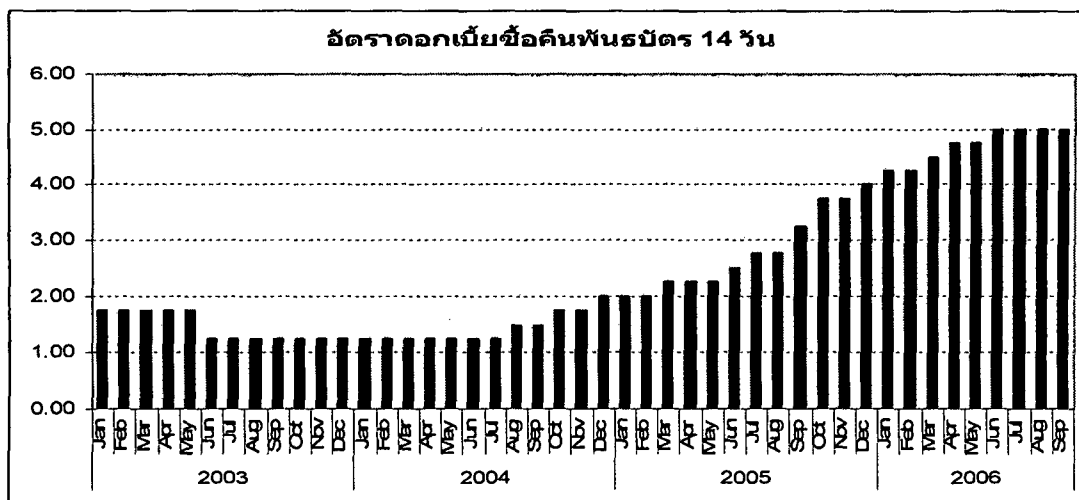
ตารางที่ 3 Reuters Poll อัตราการขยายตัวเศรษฐกิจสหรัฐ (ณ กันยายน 2549)

หน่วยงาน	ปี 2549	ปี 2550
ABN Amro	3.4	2.7
Action Economics	3.6	3.3
Allianz Dresdner	3.4	2.6
Bank of America	3.4	3.1
BTMU - UFJ	3.7	3.6
Bantleon Bank	3.5	2.3
Barclays Capital	3.7	2.8
BayernLB	3.6	2.3
BBVA	3.3	3.2
Bear Stearns	3.8	3.2
BHF - BANK Frankfurt	3.5	2.8
BMO Capital Mkts	3.3	2.9
Briefing.com	3.5	2.9
Capital Economics	3.3	2.0
CIBC	3.4	2.3
Citigroup	3.5	3.2
Commerzbank	3.4	2.2

แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทย

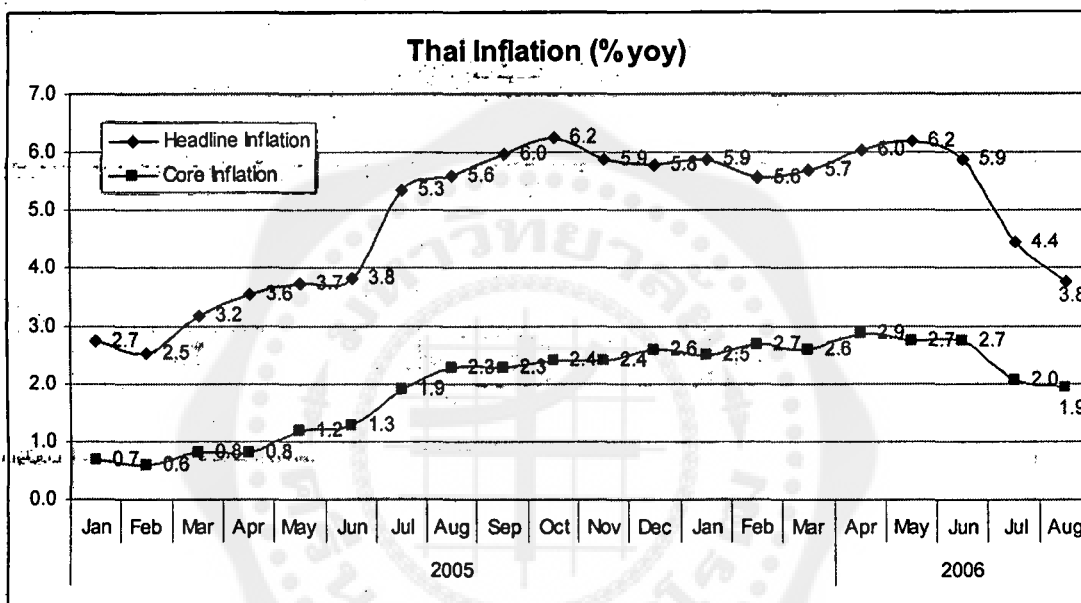
ในการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินของไทยครั้งล่าสุดเมื่อวันที่ 6 กันยายนที่ผ่านมา ได้มีมติให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย หรือดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร 14 วัน ไว้ที่ร้อยละ 5.0 ซึ่งปัจจัยหลักที่ส่งผลให้คณะกรรมการนโยบายการเงินตัดสินใจไม่เพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นไปกว่านั้น เหตุผลสำคัญมาจากปัจจัย 2 ประการ

ภาพที่ 6 อัตราดอกเบี้ยนโยบายไทย (อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร 14 วัน)



ประการที่ 1 แรงกดดันด้านเงินเฟ้อชะลอตัวลง เนื่องจากนโยบายการเงินของไทย ได้กำหนดอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเป็นเป้าหมายในการทำนโยบายการเงิน จะเห็นได้ว่าในเดือนกรกฎาคม 2549 เป็นต้นมา อัตราเงินเฟ้อทั่วไปและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานได้ชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากฐานที่สูงของปี 2548 ในช่วงครึ่งปีหลังจากการยกเลิกการชดเชยราคาน้ำมันดีเซลของรัฐบาล การลดลงของแรงกดดันด้านราคานี้ เป็นส่วนสำคัญให้คณะกรรมการนโยบายการเงินตัดสินใจขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย และหันมาให้น้ำหนักกับการขยายตัวของภาคการผลิตมากขึ้น

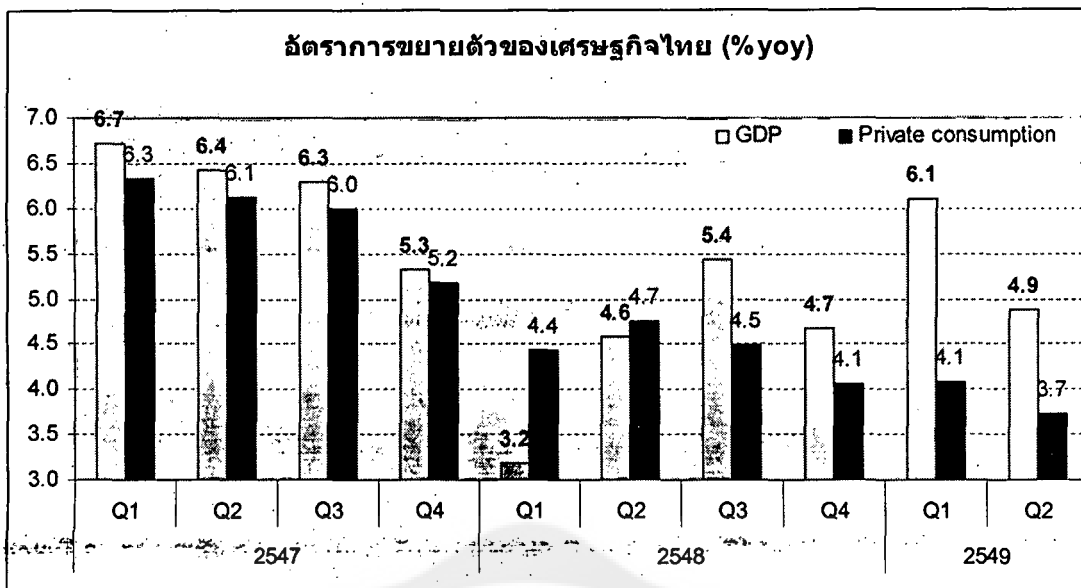
ภาพที่ 7 อัตราเงินเฟ้อ



ที่มา กระทรวงพาณิชย์

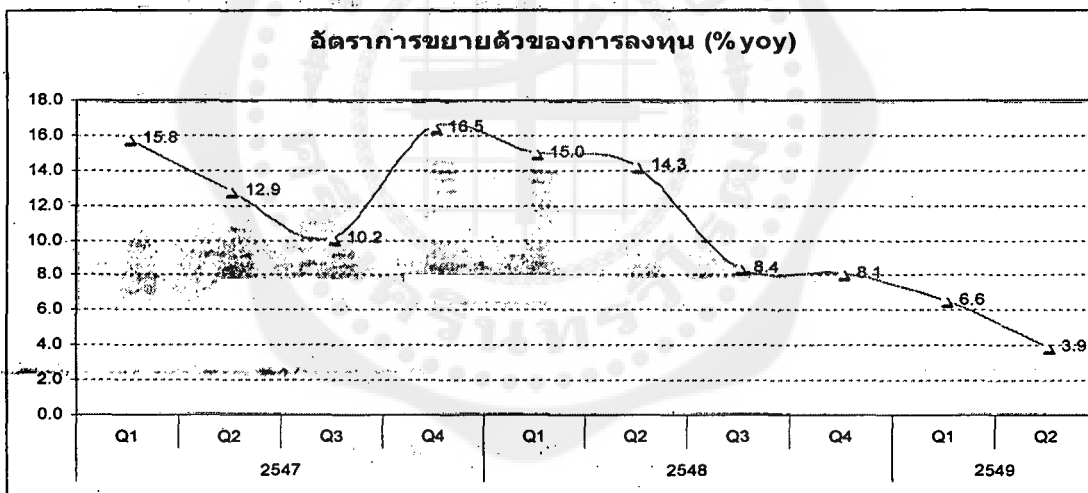
ประการที่ 2. มวลจากแนวโน้มการชะลอตัวลงของเศรษฐกิจไทย-จะเห็นได้ว่าอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจในไตรมาสที่ 2/2549 ชะลอตัวลงจากร้อยละ 6.1 ต่อปีในไตรมาสที่ 1/2549 มาอยู่ที่ร้อยละ 4.9 ต่อปี โดยเฉพาะภาคการลงทุนที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากแรงกดดันของราคาน้ำมันและดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ซึ่งไปกดดันต่ออุปสงค์ภายในประเทศและความเชื่อมั่นของทั้งประชาชน และนักลงทุน ประกอบกับเกิดเหตุการณ์ความไม่สงบทางการเมือง และความล่าช้าของการจัดทำงบประมาณแผ่นดินปี 2550 ยิ่งทำให้การขยายตัวของภาคเอกชนมากยิ่งขึ้น

ภาพที่ 8 อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจและการบริโภคเอกชน



ที่มา สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

ภาพที่ 9 อัตราการขยายตัวของการลงทุน



ที่มา สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

อย่างไรก็ตาม จากสภาวะแวดล้อมที่มีแรงกดดันจากการเพิ่มขึ้นของระดับราคาที่ลดลง ประกอบกับราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก เริ่มลดลงมาแล้ว ส่งผลให้แนวโน้มการดำเนินนโยบายการเงินของไทยในระยะต่อไป คาดว่าจะเริ่มผ่อนคลายมากขึ้น เพื่อให้ทันกับการรักษาอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจ ซึ่งจากการสำรวจของ Reuters พบว่าแนวโน้มเศรษฐกิจในช่วงครึ่งปีหลัง 2549 และปี 2550 จะชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง

ตารางที่ 4 Reuters Poll แนวโน้มอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจไทย (ณ กันยายน 2549)

หน่วยงาน	ปี 2549	ปี 2550
ABN AMRO	4.0	4.5
Capital Nomura	4.7	4.4
Kasikorn Research	4.3	4.0
Phatra Securities	4.2	4.2
Tisco Securities	4.2	3.9

ดังนั้น จากการประเมินภาพอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐ และดอกเบี้ยนโยบายของไทย จะพบว่าโอกาสที่จะปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อไปในช่วงที่เหลือของปี 2549 มีโอกาสต่ำที่จะเกิดขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินของไทยจะไม่ผันผวนมากนัก ในขณะที่ปี 2550 คาดว่ามีโอกาสที่เป็นไปได้ว่า อัตราดอกเบี้ยนโยบายของทั้งไทยและสหรัฐจะปรับตัวลดลง เพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการกระตุ้นเศรษฐกิจให้ขยายตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งจากการสำรวจความคิดเห็นของนักวิเคราะห์ส่วนใหญ่พบว่า ทั้งเศรษฐกิจไทยและสหรัฐในปี 2550 จะชะลอตัวลงจากปี 2549 ดังนั้น หากอัตราดอกเบี้ยนโยบายของทั้ง 2 ประเทศ ปรับลดลง ก็จะส่งผลกระทบโดยตรงไปยังอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยให้ปรับตัวลงตามดอกเบี้ยนโยบายต่อไป

บทที่ 4 ความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐกับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไทย

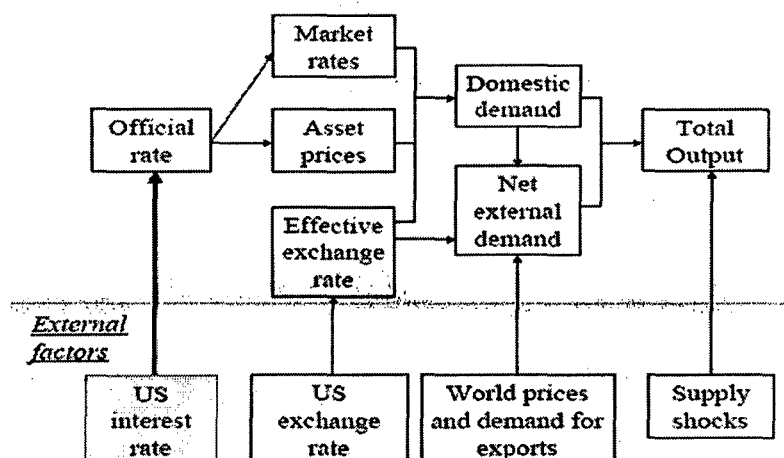
การศึกษากลไกการส่งผ่านของอัตราดอกเบี้ย Federal Fund ของสหรัฐที่มีต่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินของประเทศไทยซึ่งในการศึกษานี้ จะเลือกเอาอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคาร (Interbank Overnight Leading Rate) มาใช้ในการวิเคราะห์ ทั้งนี้เนื่องจากเป็นอัตราดอกเบี้ยในประเทศระยะสั้นที่ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศก่อนอัตราดอกเบี้ยในประเทศชนิดอื่นๆ

การปรับเพิ่มของอัตราดอกเบี้ยในสหรัฐอเมริกาจะส่งผลกระทบโดยตรงต่อ อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยโดยผ่านช่องทางตลาดเงินตราต่างประเทศ ซึ่งถ้าธนาคารกลางสหรัฐประกาศลดอัตราดอกเบี้ย Federal Fund จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศปรับตัวลดลงตาม โดยจะปรับทั้งในส่วนที่เป็นอัตราตลาด (Nominal Term) และอัตราที่แท้จริง (Real Term) และเมื่อเทียบกับดอกเบี้ยระยะสั้นๆ ในต่างประเทศแล้วก็จะลดลงตามไปด้วย ซึ่งเป็นผลมาจากแรงกดดันของการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนจากสหรัฐอเมริกา ไปสู่ตลาดในประเทศที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับกันแล้ว ทั้งนี้สมมติให้ไม่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนหากเงินทุนจากสหรัฐไหลเข้าสู่ตลาดเงินของไทยมากขึ้น สภาพคล่องที่เพิ่มขึ้นจะกดดันให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศลดลง อย่างไรก็ตาม การเคลื่อนย้ายของเงินทุนก็ขึ้นอยู่กับอัตราแลกเปลี่ยนด้วยเช่นกัน

หากพิจารณาการส่งผ่านผลกระทบอย่างละเอียดแล้วจากภาพด้านล่างนี้แล้ว จะพบว่า เมื่ออัตราดอกเบี้ยของสหรัฐอเมริกาเพิ่มขึ้น เงินทุนภายในประเทศจะไหลไปสู่ตลาดที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า หรือไหลไปสู่ตลาดสหรัฐอเมริกา ทำให้ตลาดเงินภายในประเทศเริ่มมีสภาพคล่องลดลงโดยนักลงทุนจะพิจารณาการเคลื่อนย้ายเงินทุนไปพร้อมกับความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ทั้งนี้ขนาดและระยะเวลาของผลกระทบจะยังขึ้นอยู่กับสภาพคล่องภายในประเทศในขณะนั้นด้วย

เมื่อสภาพคล่องของตลาดเงินในประเทศเริ่มลดลงจะส่งผลให้มีแรงกดดันที่ทำให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศเริ่มปรับตัวสูงขึ้น แล้วในที่สุดผลกระทบนี้จะไปกระทบต่อผลผลิตรวมของประเทศให้ลดลง โดยเป็นผลมาจากการลดลงของการใช้จ่ายภาคครัวเรือนและการลงทุนภายในประเทศของภาคเอกชน

ภาพที่ 10 กลไกการส่งผ่านผลกระทบอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศต่อผลผลิตรวมในประเทศ



ที่มา : Macroeconomic Implications of US Interest Rates for Hong Kong, (Jiming Ha and Cynthia Leung, 2002: p9)

ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นภายในประเทศจึงสามารถถูกกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศที่สำคัญๆ ซึ่งอาจจะเป็นอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐอเมริกา หรืออัตราดอกเบี้ยในตลาดยุโรปก็เป็นได้ อย่างไรก็ตาม อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศยังจะถูกกำหนดจากนโยบายทางเศรษฐกิจภายใต้สภาวะทางเศรษฐกิจของประเทศอีกด้วย เช่น ในภาวะเงินเฟ้อสูง ธนาคารแห่งประเทศไทยจะพยายามดำเนินนโยบายเพื่อควบคุมระดับราคาไม่ให้เกิดปัญหาภาวะเงินเฟ้อโดยพยายามลดสภาพคล่องภายในประเทศผ่านเครื่องมือนโยบายทางการเงินต่างๆ โดยสามารถสะท้อนการดำเนินนโยบายจากอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ทั้งนี้ธนาคารสามารถควบคุมสภาพคล่องโดยการปรับอัตราแลกเปลี่ยนได้เช่นกัน

โดยสรุปแล้วอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นภายในประเทศจึงขึ้นอยู่กับองค์ประกอบสองส่วนใหญ่ๆด้วยกัน คือ องค์ประกอบภายใน ซึ่งได้แก่ การดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจ และสภาวะทางเศรษฐกิจ และ องค์ประกอบภายนอก ซึ่งได้แก่ อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศที่สำคัญ และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ทั้งนี้การศึกษากลไกการส่งผ่านของอัตราดอกเบี้ย Federal Fund ของสหรัฐที่มีต่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินของประเทศไทยจึงได้กำหนดตัวแบบความสัมพันธ์ดังนี้

$$i = f(FFR, R, RP14)$$

โดย:

- i คือ อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นภายในประเทศ ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้จะเลือกใช้อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคาร (Interbank Overnight Leading Rate)
- FFR คือ อัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐ (Federal Fund Rate)

R คือ อัตราแลกเปลี่ยน (บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ)

$RP14$ คือ อัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทย ซึ่งในการศึกษารั้งนี้จะเลือกใช้
อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน 14 วัน

เพื่อให้ตัวแบบความสัมพันธ์มีความสมบูรณ์เพิ่มขึ้น ตัวแบบความสัมพันธ์ได้ถูกใส่
ตัวแปรทางเศรษฐกิจอื่นๆเข้าไปได้แก่ ดัชนีราคาผู้บริโภค และดัชนีราคาผู้ผลิต เพื่อสะท้อน
สถานะเงินเฟ้อของระบบเศรษฐกิจ และได้ใส่ระดับการใช้กำลังการผลิต (Capacity Utilization)
และ ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (Manufacturing Production Index: MPI) เพื่อสะท้อนสถานะ
ระดับผลผลิตรวมของประเทศโดยอยู่บนพื้นฐานข้อสมมติที่ว่าหากเศรษฐกิจเข้าใกล้ภาวะการณ
จ้างงานเต็มที่ (Full Employment) แล้ว การใช้กำลังการผลิต และ MPI จะมีค่าสูง ขณะที่อัตรา
ดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐและอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยจะกระทบอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น
อาจจะต้องใช้เวลาในการส่งผ่านระยะหนึ่ง ในการวิเคราะห์จึงได้ใช้ตัวแปรล่าช้าที่ 1 ของอัตรา
ดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐและอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยมาใส่ในตัวแบบความสัมพันธ์แทน
ดังนั้นตัวแบบความสัมพันธ์ที่ใช้ในการวิเคราะห์จึงมีรายละเอียดดังนี้

$$IBR_t = f(FFR_{t-1}, R_t, RP14_{t-1}, CPI_t, PPI_t, CAPU_t, MPI_t)$$

โดย :

IBR_t คือ อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคาร (Interbank Overnight
Leading Rate)

FFR_{t-1} คือ อัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐ (Federal Fund Rate)
ณ ตัวแปรล่าช้าที่ 1

R คือ อัตราแลกเปลี่ยน (บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ)

$RP14_{t-1}$ คือ อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน 14 วัน ณ ตัวแปรล่าช้าที่ 1

CPI_t คือ ดัชนีราคาผู้บริโภค

PPI_t คือ ดัชนีราคาผู้ผลิต

$CAPU_t$ คือ การใช้กำลังการผลิต

MPI_t คือ ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม

ในการศึกษาในครั้งนี้ ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลทุติยภูมิแบบอนุกรมเวลา (Time series)
รายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม 2544 จนถึงเดือนพฤษภาคม 2549 ข้อมูลทั้งหมดได้รวบรวม
จากฐานข้อมูลออนไลน์ของธนาคารแห่งประเทศไทย (www.bot.or.th)

เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์สมการถดถอยเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตรา
ดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐกับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยเป็นข้อมูลแบบอนุกรมเวลาราย
เดือนซึ่งอาจจะมีคามผันผวนทางฤดูกาลในข้อมูลที่น่ามาใช้วิเคราะห์ได้ ดังนั้นก่อนดำเนินการ
วิเคราะห์สมการถดถอย ข้อมูลของแต่ละตัวแปรจะถูกดำเนินการปรับผลกระทบทงฤดูกาล

(Seasonal Adjustment) โดยวิธี Moving Average ซึ่งเป็นเทคนิคในการทำให้ข้อมูลมีความสม่ำเสมอ (Smoothness) การปรับผลกระทบทางฤดูกาลจะเป็นประโยชน์ต่อการวิเคราะห์และแปลความหมายได้ง่ายขึ้น (Robert S. Pindyck and D.L. Rubinfeld, 1998: p 473) ข้อมูลที่ได้รับผลกระทบทางฤดูกาลแล้วจะใช้สัญลักษณ์ "-SA" ต่อท้ายรายละเอียดของข้อมูล

4.1 การวิเคราะห์โดยใช้เทคนิค Ordinary Least Square (OLS)

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) ของสมการความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นโดยใช้เทคนิค Ordinary Least Square (OLS) ได้ผลการวิเคราะห์ออกมาดังนี้

Dependent Variable: IBRSA				
Method: Least Squares				
Included observations: 64 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.714642	2.514789	-1.874767	0.0660
FFRSA(-1)	0.087301	0.022377	3.901445	0.0003
RSA	0.033614	0.017964	1.871167	0.0665
RP14SA(-1)	0.849442	0.040399	21.02636	0.0000
CPISA	0.017545	0.035142	0.499248	0.6196
PPISA	0.012423	0.015721	0.790240	0.4327
CAPUSA	0.004633	0.012808	0.361741	0.7189
MPISA	-0.001838	0.007002	-0.262554	0.7939
R-squared	0.982414	Mean dependent var		1.978317
Adjusted R-squared	0.980216	S.D. dependent var		0.926637
S.E. of regression	0.130338	Akaike info criterion		-1.120904
Sum squared resid	0.951326	Schwarz criterion		-0.851044
Log likelihood	43.86894	F-statistic		446.9048
Durbin-Watson stat	1.513995	Prob(F-statistic)		0.000000

จากผลการวิเคราะห์ในเบื้องต้น จะพบว่า ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคารมีเพียงสามตัวแปรเท่านั้น ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ ณ ตัวแปรล่าช้าที่ 1 และอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน 14 วัน ณ ตัวแปรล่าช้าที่ 1 ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 เปอร์เซนต์ และ อัตราแลกเปลี่ยน ณ ระดับความเชื่อมั่น 90 เปอร์เซนต์

อย่างไรก็ตาม ข้อมูลที่ได้จากค่าสถิติ Durbin-Watson ทำให้เราทราบว่าน่าจะมีปัญหาตัวแปรสุ่มมีความสัมพันธ์กับตัวแปรสุ่มล่าช้าที่ 1 (First order autocorrelation) ดังนั้นจึงดำเนินการทดสอบเพื่อหาว่าเกิดปัญห ตัวแปรสุ่มมีความสัมพันธ์กับตัวแปรสุ่มล่าช้าที่ตัวแปรล่าช้าใดบ้าง โดยใช้วิธี Breusch-Godfrey Lagrange Multiplier (LM) Test โดยผลการทดสอบ

แสดงว่าตัวแบบความสัมพันธ์ที่วิเคราะห์ได้ข้างบนนี้มีปัญหา Autocorrelation และเกิดปัญหาที่ตัวแปรสุ่มล่าช้าที่ 1 เท่านั้น

นอกจากปัญหาตัวแปรสุ่มมีความสัมพันธ์กับตัวแปรสุ่มล่าช้าที่ 1 แล้ว เนื่องจากตัวแบบความสัมพันธ์ประกอบไปด้วยตัวแปรทางเศรษฐกิจหลายตัว ตัวแบบความสัมพันธ์ที่ถูกประมาณได้นี้อาจจะมีปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน (Multicollinearity) ดังนั้นจึงดำเนินการทดสอบเพื่อสืบค้นว่าระดับของ Multicollinearity ที่เกิดขึ้นในตัวแปรที่นำมาวิเคราะห์ในความสัมพันธ์นี้มีระดับความรุนแรงมากน้อยเพียงใด โดยใช้การวิเคราะห์ Pair-wise correlation และหลักการวิเคราะห์ค่า Eigenvalue และ Condition Index (CI) ผลการวิเคราะห์ปัญหา Multicollinearity (ผลการวิเคราะห์ทางสถิติอยู่ในภาคผนวกที่ 3) พบว่า ข้อมูลของตัวแปรที่อยู่ในตัวแบบมีความสัมพันธ์กันจนทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ในระดับที่รุนแรงซึ่งเมื่อวิเคราะห์ Pair-wise correlation ที่ละตัวแล้วจะพบว่า กลุ่มตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกันได้แก่ CAPUSA CPISA PPISA และ MPISA ขณะเดียวกันกลุ่มตัวแปรเหล่านี้ยังมีความสัมพันธ์กับ RSA และ RP14SA อีกด้วย เมื่อเป็นเช่นนั้น ตัวแบบความสัมพันธ์ในเบื้องต้นจึงมีค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานผิดเพี้ยนไป

การปรับแก้ไขปัญหา Multicollinearity จะตัดตัวแปร CPISA และ MPISA เนื่องจากทั้งคู่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่นๆในระดับสูง และการตัดสองตัวแปรนี้ก็ยังคงมีตัวแปรอิสระที่สามารถสะท้อนสถานะเศรษฐกิจได้อยู่ซึ่งได้แก่ PPISA ซึ่งสะท้อนผลกระทบของอัตราเงินเฟ้อและ CAPUSA ซึ่งสะท้อนระดับผลผลิตมวลรวมของประเทศ และการปรับแก้ไขปัญหา Autocorrelation จะปรับแก้ไขเฉพาะ First-order เท่านั้น ทั้งนี้เมื่อทดสอบ Breusch-Godfrey Lagrange Multiplier Test พบว่าไม่มีปัญหา Autocorrelation และค่า CI เท่ากับ 5.92 ซึ่งแสดงว่า Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระในภาพรวมอยู่ในระดับที่ต่ำ โดยผลการวิเคราะห์สมการถดถอยมีรายละเอียดดังนี้

Dependent Variable: IBRSA				
Method: Least Squares				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.802953	1.317103	-2.128120	0.0377
FFRSA(-1)	0.115786	0.037822	3.061335	0.0034
RSA	0.022879	0.019845	1.152900	0.2538
RP14SA(-1)	0.827834	0.047716	17.34924	0.0000
PPISA	0.015879	0.002910	5.457068	0.0000
CAPUSA	0.000384	0.006884	0.055744	0.9557
AR(1)	0.253623	0.127751	1.985292	0.0520
R-squared	0.983625	Mean dependent var		1.984704
Adjusted R-squared	0.981870	S.D. dependent var		0.932659
S.E. of regression	0.125580	Akaike info criterion		-1.207308
Sum squared resid	0.883139	Schwarz criterion		-0.969182
Log likelihood	45.03020	F-statistic		560.6278
Durbin-Watson stat	1.948797	Prob(F-statistic)		0.000000

อย่างไรก็ตาม สมการความสัมพันธ์ที่ได้แก้ไขปัญหา Multicollinearity และปัญหา Autocorrelation นั้นยังคงมีปัญหาอยู่ โดยหากพิจารณาแล้วจะพบว่า ตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยน ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งมากจากการที่ RSA PPISA และ CAPUSA มีความสัมพันธ์ซึ่งกัน และกันสูง ขณะที่ ตัวแปร CAPUSA ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติอีกด้วย ดังนั้นจึงได้เลือกเอา RSA ไว้ในสมการความสัมพันธ์ และตัด PPISA และ CAPUSA ออกไป เนื่องจากพิจารณาแล้วเห็นว่า RSA น่าจะเป็นตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นเป็นอันดับต้น ๆ ก่อนตัวแปรที่ใช้สะท้อนสภาวะทางเศรษฐกิจ ดังนั้นตัวแบบความสัมพันธ์ที่ใช้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐกับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยจึงมีรายละเอียดดังนี้

Dependent Variable: IBRSA				
Method: Least Squares				
Included observations: 63 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.350866	0.520698	2.594335	0.0120
FFRSA(-1)	0.186930	0.049119	3.805618	0.0003
RP14SA(-1)	0.827059	0.066264	12.48129	0.0000
RSA	-0.036693	0.012369	-2.966537	0.0044
AR(1)	0.484365	0.145992	3.317748	0.0016
R-squared	0.980661	Mean dependent var		1.984704
Adjusted R-squared	0.979327	S.D. dependent var		0.932659
S.E. of regression	0.134099	Akaike info criterion		-1.104434
Sum squared resid	1.042992	Schwarz criterion		-0.934344
Log likelihood	39.78968	F-statistic		735.2644
Durbin-Watson stat	2.068100	Prob(F-statistic)		0.000000

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย สามารถสรุปได้ว่า FFR ณ ตัวแปรล่าช้าที่ 1 RP14 ณ ตัวแปรล่าช้าที่ 1 และ R มีความสัมพันธ์ในการกำหนดการเปลี่ยนแปลงใน IBR โดยเมื่อ FFR ณ ตัวแปรล่าช้าที่ 1 RP14 ณ ตัวแปรล่าช้าที่ 1 และ R เปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย จะทำให้ IBR เปลี่ยนแปลงไปโดยตัวแปรเหล่านี้ประมาณ $(+0.19)$ $(+0.83)$ และ (-0.04) หน่วยตามลำดับ

ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่า กลไกการส่งผ่านผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐ (FED Fund Rate) สามารถส่งผ่านมายังอัตราดอกเบี้ยตลาดระยะสั้นของไทยได้ โดยมีแนวโน้มว่า หากอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐเปลี่ยนแปลงไป 100 basis point ในระยะยาวจะทำให้อัตราดอกเบี้ยตลาดระยะสั้นของไทยใน (โดยเฉลี่ยแล้ว) เปลี่ยนแปลงไปประมาณ 19 basis point ในอีกช่วงเวลาถัดไปนั่นเอง

จากที่ได้กล่าวไปแล้วในหัวข้อก่อนหน้านี้ เมื่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศสามารถทำได้ การเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยของประเทศหนึ่งสามารถที่จะส่งผลกระทบไป

ยังผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศอื่นได้ ซึ่งช่องทางการส่งผ่านผลกระทบที่ชัดเจนที่สุด คือ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย (Ha and Leung, 2002) ซึ่งสำหรับประเทศไทยแล้ว จะเห็นได้ชัดเจนว่า ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยที่มีความสำคัญทางเศรษฐกิจอย่าง สหรัฐฯ นั้นได้ส่งผลกระทบอย่างชัดเจนมายังผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ โดยผ่านช่องทาง อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินของไทยเอง ซึ่งจากผลการศึกษานี้ก็สามารถอธิบายได้อย่างชัดเจน

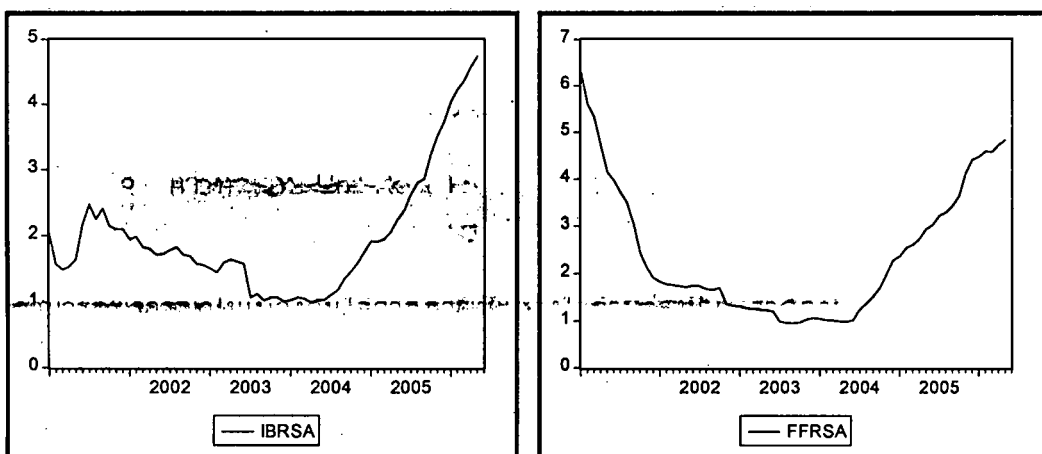
4.2 การวิเคราะห์โดยใช้เทคนิค Granger Causality Test

จากผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐกับอัตรา ดอกเบี้ยระยะสั้นของไทย (ซึ่งในการศึกษาค้างนี้ใช้อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคาร) ปัญหา Multicollinearity ได้แสดงออกมาจากข้อมูลทางเศรษฐกิจที่ถูกนำมาวิเคราะห์ ความสัมพันธ์ครั้งนี้ ดังนั้นผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยทั้งสองโดยวิธี OLS อาจเกิดความผิดพลาดขึ้นได้ ดังนั้นเพื่อให้การศึกษาค้างนี้น่าเชื่อถือยิ่งขึ้น การ วิเคราะห์ความสัมพันธ์โดยใช้ เทคนิค Granger Causality Test จึงถูกนำมาใช้ทดสอบ ความสัมพันธ์ของ IBRSA กับ FFRSA เพื่อหาทิศทางของความสัมพันธ์เชิงเหตุเชิงผลของกัน ละกันได้ อย่างไรก็ตาม เงื่อนไขของตัวแปรที่จะทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุเชิงผล ตามวิธี Granger Causality Test นั้นจะต้องเป็นตัวแปรที่มีคุณสมบัติ Stationary ดังนั้น FFRSA และ IBRSA จะต้องถูกทดสอบคุณสมบัติความหยุดนิ่ง (Stationary) ก่อน

การทดสอบ Unit Root Test

การพิจารณาคุณสมบัติความหยุดนิ่งของข้อมูลอนุกรมเวลาทั้ง FFRSA และ IBRSA นั้นสามารถพิจารณาในเบื้องต้นได้จากภาพที่แสดงไว้ด้านล่างนี้ ซึ่งจากภาพที่ 3 จะพบว่า ทั้ง FFRSA และ IBRSA น่าจะไม่มีคุณสมบัติความหยุดนิ่ง เนื่องจากข้อมูลอนุกรมเวลาทั้งสองชุด นี้มีอิทธิพลของแนวโน้ม (Time Trend) และ มีความแปรปรวนไม่คงที่ด้วย

ภาพที่ 11 การเปลี่ยนแปลงใน FFRSA และ IBRSA



แหล่งที่มา: ข้อมูลจาก FOMC และ IBRS

อย่างไรก็ตามเพื่อให้แน่ใจว่าข้อมูลอนุกรมเวลา IBRSA และ FFRSA มีคุณสมบัติความหยุดนิ่งหรือไม่ การศึกษาครั้งนี้จะดำเนินการทดสอบว่าคุณสมบัติความหยุดนิ่งของข้อมูลอนุกรมเวลาทั้งสองชุดนี้ การวิเคราะห์ความหยุดนิ่งได้เลือกใช้วิธีของ Augmented Dickey Fuller (ADF) และใช้หลักเกณฑ์ Akaike Information Criterion (ACI) ในการเลือกส่วนตัวแปรล่าช้า (Lag) ที่เหมาะสม ทั้งนี้การทดสอบจะเริ่มจากการประมาณสมการ ด้านล่างนี้

$$\Delta y_t = \mu + \rho y_{t-1} + \pi + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta y_{t-i} + u_t$$

$$H_0 : \rho = 0(Nonstationary)$$

$$H_1 : \rho < 1(Stationary)$$

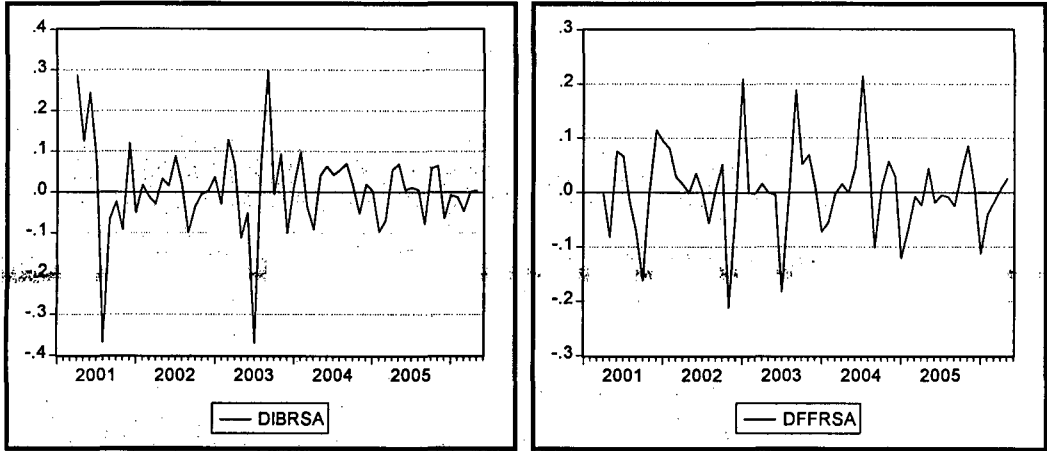
ผลการทดสอบตามตารางที่ 1 พบว่า ทั้ง FFRSA และ IBRSA ที่ระดับ (at level) ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักได้ แต่สามารถปฏิเสธ สมมติฐานหลักเมื่อทำการ difference 1 ครั้ง แสดงว่าข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีระดับของ integrate ที่ 1 หรือ FFRSA ~ I(1) และ IBRSA ~ I(1) ADF test at levels ซึ่งหมายความว่า RER ต้องผ่านการ difference 1 ครั้ง จึงจะมีคุณสมบัติความหยุดนิ่ง ทั้งนี้เมื่อทำการปรับข้อมูลให้มีความหยุดนิ่งแล้วกราฟแสดงการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลอนุกรมเวลาทั้งสองตัวแปรจะลักษณะกระจายอยู่รอบ ๆ ค่าเฉลี่ยและความแปรปรวนคงที่ ซึ่งสามารถแสดงได้ในรูปภาพที่ 4 ด้านล่างนี้

ตารางที่ 5 Unit Root Test ของตัวแปร FFRSA และ IBRSA

ตัวแปร	ADF test at Level			
	Lag(p)	Intercept	Trend and Intercept	None
FFRSA	1	0.7992	0.2731	0.6345
IBRSA	2	0.9960	0.9999	0.9839
ADF test at first difference				
	Lag(p)	Intercept	Trend and Intercept	None
FFRSA	5	0.0000*	0.0003*	0.0000*
IBRSA	5	0.0001*	0.0006*	0.0000*

หมายเหตุ : * ปฏิเสธสมมติฐานหลัก ณ ระดับความเชื่อมั่น 99 เปอร์เซนต์

ภาพที่ 12 การเปลี่ยนแปลงใน DFFRSA และ DIBRSA



• การทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุเชิงผล

การทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุเชิงผล โดยวิธี Granger Causality Test จะต้องประมาณค่าสมการ

$$\Delta FFRSA_t = a_{i0} + \sum_{j=1}^n a_j \Delta FFRSA_{t-j} + \sum_{j=1}^n b_j \Delta IBRSA_{t-j}$$

$$\Delta IBRSA_t = a_{j0} + \sum_{j=1}^n b_j \Delta IBRSA_{t-j} + \sum_{j=1}^n a_j \Delta FFRSA_{t-j}$$

โดยเริ่มต้นจากการเลือกช่วงความล่าช้าที่เหมาะสมของแต่ละตัวแปร ซึ่ง Granger ได้เสนอให้ใช้ค่า Akaike's FPE Criterion โดยเลือกช่วงความล่าช้าที่ทำให้ค่า Final Prediction Error (FPE) ต่ำสุด จะพบว่า ในการพิจารณาสมการ $\Delta FFRSA_t$ ช่วงความล่าช้าที่เหมาะสมที่ทำให้ค่า FPE ต่ำที่สุด (FPE = -1.349948) คือ lag ที่ 3 และ ในการพิจารณาสมการ $\Delta IBRSA_t$ ช่วงความล่าช้าที่เหมาะสมที่ทำให้ค่า FPE ต่ำที่สุด (FPE = -0.924242) คือ lag ที่ 1 ดังนั้นจะได้สมการที่เหมาะสมดังนี้

$$\Delta FFRSA_t = a_{i0} + \sum_{j=1}^3 a_j \Delta FFRSA_{t-j} + \sum_{j=1}^3 b_j \Delta IBRSA_{t-j}$$

$$\Delta IBRSA_t = a_{j0} + \sum_{j=1}^1 b_j \Delta IBRSA_{t-j} + \sum_{j=1}^1 a_j \Delta FFRSA_{t-j}$$

ตาราง 6 ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุเชิงผลโดยวิธี Granger Causality Test

Null Hypothesis	F-Statistic	Probability
FFRSA does not Granger cause IBRSA	5.53180*	0.00216
IBRSA does not Granger cause FFRSA	1.88590	0.14268

ที่มา : จากการคำนวณ

หมายเหตุ : * มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99 เปอร์เซนต์

จากการวิเคราะห์ปรากฏว่า อัตราดอกเบี้ย Federal Fund เป็นสาเหตุให้อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคารของไทยเปลี่ยนแปลง แต่อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคารของไทยไม่เป็นสาเหตุให้อัตราดอกเบี้ย Federal Fund เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งเป็นไปตามซึ่งก็สอดคล้องกับผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์โดยเทคนิค OLS และสอดคล้องกับความสัมพันธ์ของตลาดการเงินขนาดใหญ่ (อย่างเช่น สหรัฐฯ) กับตลาดการเงินขนาดเล็กๆ (อย่างเช่น ไทย)

ดังนั้นจากผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐกับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น อัตราดอกเบี้ยทั้งสองมีความสัมพันธ์กันในลักษณะแปรผันตาม และอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐจะเป็นตัวกำหนดให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยเปลี่ยนแปลงไปได้ ซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับงานศึกษาของ Jiming Ha และ Cynthia Leung (2002) ที่ศึกษาการส่งผ่านผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศฮ่องกง ซึ่งทั้งสองได้แสดงให้เห็นว่าช่องทางที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐจะกระทบต่อตลาดการเงินของประเทศอื่นโดยเฉพาะประเทศที่มีตลาดการเงินขนาดเล็กนั้นคือ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย (โดยเฉพาะอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น) ซึ่งสะท้อนการเคลื่อนย้ายเงินทุนระยะสั้นจากตลาดที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำไปสู่ตลาดที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า ทั้งนี้ช่องทางนี้ เป็นช่องทางที่มีการปรับตัวอย่างรวดเร็วเมื่อเทียบกับช่องทางอื่นๆ

ระดับของการส่งผ่านของอัตราดอกเบี้ย Federal Fund

มิติที่สำคัญของการส่งผ่านผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐ ต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยนั้นคือ ขนาดและอัตราเร็วที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐกระตุ้นให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยเปลี่ยนแปลงไป ในหัวข้อที่แล้วได้พิสูจน์ให้เห็นแล้วว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐมีอิทธิพลต่อ อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดการเงินของไทยอย่างมีนัยสำคัญ และยังได้พิสูจน์ให้เห็นว่าความสัมพันธ์นั้นเป็นลักษณะทางเดียว (One-way Causality) โดยอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐมีบทบาทต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ย

ระยะสั้น แต่ในทางกลับกัน อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยไม่มีอิทธิพลในการกระตุ้นให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐเปลี่ยนแปลง

ในหัวข้อนี้จะดำเนินการวิเคราะห์อย่างละเอียดถึงขนาด และอัตราเร็วที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐกระตุ้นให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยเปลี่ยนแปลงไป การศึกษาในประเด็นข้างต้นนี้มักจะเลือกใช้การวิเคราะห์สองวิธีด้วยกัน คือ Dynamic Multiplier Method และ Error Correction Model (ECM) ซึ่งแต่ละวิธีก็มีข้อดีแตกต่างกันออกไป สำหรับวิธี Dynamic Multiplier ให้รายละเอียดที่ชัดเจนเกี่ยวกับระดับหรือขนาดของอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐที่กระตุ้นให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยเปลี่ยนแปลงไปในแต่ละช่วงเวลา ขณะที่ Error Correction Model จะให้ข้อมูลเกี่ยวกับอัตราเร็วในการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยเพื่อเข้าสู่ดุลยภาพระยะยาว ... เมื่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐเปลี่ยนแปลงไปจากเดิม ดังนั้นเพื่อให้เข้าใจทั้งขนาดและอัตราเร็วที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐกระตุ้นให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยเปลี่ยนแปลงไป การศึกษาครั้งนี้จึงทำการวิเคราะห์ผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยทั้งสองวิธี

ทบทวนและเรียบเรียงโดย ศาสตราจารย์ ดร. วรวิทย์ ชัยวัฒน์

- การวิเคราะห์ Dynamic Multiplier

หลักการของการหาตัวทวีเชิงพลวัต (Dynamic Multiplier) นั้นดำเนินการไปเพื่อหาการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามจากการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอิสระโดยดูผลกระทบแบบต่อเนื่อง หรือ วิเคราะห์ผลกระทบในช่วงเวลาของอนุกรมเวลาที่เราสสนใจ ทั้งนี้การวิเคราะห์จะต้องประมาณค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ของสมการดังนี้ (ปิติ ดิษยทัต และพินรัฐ วงศ์สินศิริกุล, 2545)

$$i_t = \sum_{j=1}^n \alpha_j i_{t-j} + \sum_{j=0}^m \beta_j m_{t-j} + u_t$$

โดยที่ i_t และ m_t คือ ตัวแปรตามและตัวแปรอิสระที่ทำการศึกษา ตามลำดับ โดยผลกระทบของ i_{t+j} ที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงใน m_t สามารถแสดงได้ดังนี้

$$\delta_j = \sum_{i=1}^{(j,n)} \alpha_i \delta_{j-i} + \beta_j \quad \text{โดยที่ } 1 \leq j \leq m$$

$$\text{และ} \quad \delta_j = \sum_{i=1}^{(j,n)} \alpha_i \delta_{j-i} \quad \text{โดยที่ } j > m$$

ค่า Impact Multiplier $\delta_0 = \beta_0$

ค่า Interim Multiplier คือ $\sum_{j=0}^{\infty} \delta_j$ โดยที่ $j = 0, 1, 2, \dots$

ค่า Long run Multiplier คือ $\sum_{j=0}^{\infty} \delta_j$

ดังนั้นการวิเคราะห์โดยวิธี Dynamic Multiplier ในการศึกษาครั้งนี้จะประมาณสมการเชิงพลวัตโดยสมการนี้จะหาความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยต่อตัวแปรล่าช้าของตัวเองและของอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐ ซึ่งสามารถแสดงได้เป็นสมการดังนี้

$$IBRSA_t = \sum_{j=1}^n \alpha_j IBRSA_{t-j} + \sum_{j=0}^m \beta_j FFRSA_{t-j} + u_t$$

โดยระดับของการส่งผ่านผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐที่มีต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยนั้นสามารถพิจารณาจากผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงใน FFRSA ที่มีต่อ IBRSA ในแต่ละช่วงของเวลานั้นเองซึ่งในการศึกษาครั้งนี้จะแบ่งผลกระทบออกเป็นสี่ช่วงด้วยกัน คือ ช่วงปัจจุบัน ช่วงหนึ่งเดือน ช่วงสองเดือน และ ระยะยาว

ตารางที่ 7 การส่งผ่านผลกระทบ Fed Fund Rate ต่อ อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคาร

วิธีการวิเคราะห์	ปัจจุบัน	1 เดือน	2 เดือน	ระยะยาว	อัตราปรับตัว
Dynamic Multiplier	0.5489	0.6060	0.7380	1.0286	
Error Correction				0.4521	0.3290

ที่มา : จากการคำนวณ

หมายเหตุ : Dynamic Multiplier Method ใช้ 4 ตัวแปรล่าช้า และ ECM ใช้ 1 ตัวแปรล่าช้า

จากผลการศึกษาทั้งสองวิธีด้านบนนี้ แสดงให้เห็นว่า ระดับหรือขนาดของอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐที่กระตุ้นให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยเปลี่ยนแปลงไปนั้นเกิดขึ้นในช่วงปัจจุบันในระดับที่สูง นั้นสะท้อนว่า นโยบายทางการเงินของสหรัฐนั้นส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยค่อนข้างรุนแรงในช่วงปัจจุบัน โดยเมื่ออัตราดอกเบี้ย Fed Fund เปลี่ยนแปลงไป 100 basis point จะทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยมีแนวโน้มจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันถึงประมาณ 55 basis point ในช่วงเวลาปัจจุบันแล้วจะลดระดับลงเรื่อยๆเมื่อระยะเวลาผ่านไป และในระยะยาวจะมีแนวโน้มปรับตัวตามอัตราดอกเบี้ย Fed-Fund ถึงประมาณ 103 basis point

• การทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพ (Co integration)

เมื่อเราทดสอบคุณสมบัติ stationary ของอนุกรม FFRSA และ IBRSA แล้ว พบว่าอนุกรมเวลาทั้งสองมีระดับ integrated อันดับเดียวกัน หรือตัวแปร FFRSA และ IBRSA ~ I(1) จึงสามารถที่จะหาความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพได้ ซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไขในการทดสอบ Cointegration ซึ่งต้องการ การ integrate ที่อันดับเดียวกัน ทั้งนี้ในการทดสอบ Cointegration ครั้งนี้จะใช้วิธีของ Johansen (Johansen, S. 1988) โดยเริ่มต้นด้วยการคำนวณหาช่วงความ

ค่าที่เหมาะสมในการทดสอบ cointegration โดยใช้วิธีของ SIMS (1980) โดยพิจารณาค่า Akaike Information Criterion(AIC) และ Schwartz Bayesian Criterion(SBC) ซึ่งผลจากการศึกษาพบว่า ช่วงความล่าช้าที่เหมาะสมคือ lag ที่ 5 ซึ่งมีค่า AIC และ SBC ต่ำสุด เท่ากับ 2.4693 และ 2.2161 ตามลำดับ หลังจากนั้นทำการประมาณค่าแบบจำลอง VAR และหาจำนวน cointegrating Vector โดยใช้วิธี maximum likelihood โดยที่ $Z_t = [FFRSA_t, IBRSA_t]$ โดยมีช่วงความล่าช้าที่เหมาะสมเท่ากับ 5 ดังนั้นแบบจำลองที่ใช้ในการประมาณค่าคือ

$$\Delta Z_t = \mu + \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{11} \Delta Z_{t-11} + \Pi Z_{t-12} + \varepsilon_t$$

$$\text{โดยที่ } \Gamma_{12} = -I + \Pi_1 + \dots + \Pi_{12} \\ \Pi = I - \Pi_1 - \dots - \Pi_{11}$$

ε_t เป็นเวกเตอร์ของตัวแปรสุ่มซึ่งมีการแจกแจงที่เหมือนกันและอิสระจากกัน ด้วยค่าเฉลี่ยเท่ากับศูนย์และความแปรปรวนเป็นเมตริกซ์ ตัวทดสอบทางสถิติ 2 ชนิดที่ Johansen and Juselius นำมาเพื่อทดสอบหาจำนวนของ Cointegrating vector, r ใน VAR model คือ Trace test และ Maximal Eigenvalue Test

1. Trace Test

$$\Lambda(r, n) = -2 \ln(Q) = -T \sum_{i=r+1}^n \ln(1 - \hat{\lambda}_i)$$

2. Maximal Eigenvalue Test

$$\Lambda(r, r+1) = -2 \ln(Q) = -T \ln(1 - \hat{\lambda}_{r+1})$$

โดยที่ T คือ จำนวนข้อมูล

N คือ จำนวน Endogeneous variable ใน ฟังก์ชัน

$\hat{\lambda}$ คือ ค่า Eigenvalues ซึ่งคำนวณจากการประมาณการ Π เมตริกซ์

ในกรณีของ Trace test สมมติฐานหลักคือจำนวนตัวแปรใน VAR model มีจำนวน cointegrating vector อย่างมากเท่ากับ r ในขณะที่สมมติฐานรอง คือจำนวน cointegrating vector เท่ากับหรือมากกว่า r ในกรณีของ Maximum eigenvalue test นั้นสมมติฐานหลัก คือตัวแปรใน VAR model มีจำนวน cointegrating vector อย่างมากเท่ากับ r ในขณะที่สมมติฐานรอง คือจำนวน cointegrating vector เท่ากับ $r+1$ อย่างไรก็ตามเมื่อเปรียบเทียบ Likelihood ratio test ทั้งสองวิธี Serletis(1994) วิจารณ์ว่า Trace test มีพลังในการทดสอบมากกว่า Maximum eigenvalue test เนื่องจากทราบว่า Eigenvalue ที่เล็กที่สุดจำนวนทั้งหมด $p-r$

จากผลการทดสอบ Co integration โดยวิธี Johansen and Juselius ในตาราง 4 พบว่า สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักอันแรกที่ว่า FFRSA มีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวกับ IBRSA ที่ระดับนัยสำคัญ 5 % และ 1% หรือมีจำนวน Co integrating vector อยู่ในสมการ เนื่องจากค่า Likelihood ratio (Trace Statistic) ที่คำนวณได้ซึ่งเท่ากับ 3.933 มากกว่าค่าวิกฤตที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 นั้นหมายความว่า มีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวต่อกัน อัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐ (FFRSA) และอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทย (IBRSA) เมื่อพิจารณาต่อไปจะพบว่ามีจำนวน Co integrating vector อยู่ในสมการเพียงหนึ่ง Vector เท่านั้น

ตาราง 8 ผลการทดสอบ Cointegration โดยวิธีการของ Johansen และ Jeselius

Series: IBRSA FFRSA				
Lags interval (in first differences): 1 to 5				
Unrestricted Cointegration Rank Test				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value
None **	0.333581	24.14522	15.41	20.04
At most 1	0.003398	0.200817	3.76	6.65
*(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level				
Trace test indicates 1 cointegrating equation(s) at both 5% and 1% levels				

- การวิเคราะห์สมการ Error Correction

จากการวิเคราะห์-Error Correction-Model การปรับตัวเพื่อเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาวของอัตราดอกเบี้ยทั้งสองนั้นก็แสดงว่ามีการปรับตัวค่อนข้างรวดเร็ว ซึ่งก็สอดคล้องกับผลการวิเคราะห์ที่ได้จาก Dynamic Multiplier Method

Dependent Variable: D(FFRSA)				
Method: Least Squares				
Date: 09/29/06 Time: 12:50				
Sample(adjusted): 2001:03 2006:05				
Included observations: 63 after adjusting endpoints				
Convergence achieved after 9 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.105287	0.105306	-0.999814	0.3215
D(IBRSA)	0.452084	0.111282	4.062488	0.0001
ERROR1(-1)	-0.329042	0.151237	-2.175670	0.0336
AR(1)	0.789334	0.095948	8.226714	0.0000
R-squared	0.684568	Mean dependent var	-0.012297	
Adjusted R-squared	0.668529	S.D. dependent var	0.208114	
S.E. of regression	0.119818	Akaike info criterion	-1.344294	
Sum squared resid	0.847029	Schwarz criterion	-1.208222	
Log likelihood	46.34525	F-statistic	42.68176	
Durbin-Watson stat	2.202820	Prob(F-statistic)	0.000000	

ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า เมื่อนโยบายทางการเงินของสหรัฐเปลี่ยนแปลงไปจะส่งผลกระทบต่อมายังประเทศไทยโดยผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย โดยจะกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้น ทั้งนี้ขนาดของการส่งผ่านของนโยบายทางการเงินสหรัฐ มีแนวโน้มจะกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในช่วงเวลาปัจจุบันในระดับที่สูงและจะค่อยๆ ลดระดับของความรุนแรงลงเมื่อระยะเวลาผ่านไป ทั้งนี้การกลับเข้าสู่ดุลยภาพระยะยาวของอัตราดอกเบี้ย Fed Fund และอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยจะปรับตัวอย่างรวดเร็วเช่นกัน



บทที่ 5 บทสรุป

การปรับเปลี่ยนสถานะของนโยบายการเงินของสหรัฐ มีผลกระทบในวงกว้างต่อการดำเนินนโยบายทางการเงินของประเทศขนาดเล็กอื่นๆ (Mankiw, 2003) ทั้งนี้รวมถึงประเทศไทยด้วย จากข้อมูลเชิงประจักษ์ของอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐและอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยที่ได้ถูกนำเสนอไปแล้วนั้น ทำให้พอจะอธิบายถึงการเชื่อมโยงทางนโยบายการเงินของสหรัฐกับของไทยได้อย่างดี ทั้งนี้เมื่อเศรษฐกิจถูกนำมาวิเคราะห์หลักฐานเชิงประจักษ์นี้ ผลการศึกษายังสามารถยืนยันข้อมูลเชิงประจักษ์นี้อีกว่า เมื่อสหรัฐปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอันเกิดจากการปรับสถานะของนโยบายทางการเงินจะส่งผลกระทบมายังประเทศไทยโดยตรงผ่านช่องอัตราดอกเบี้ยของกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินสหรัฐต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศเล็กๆ (Jiming Ha and Cynthia Leung, 2002) ทั้งนี้ขนาดของการส่งผ่านมีแนวโน้มจะกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยในช่วงเวลาปัจจุบันในระดับที่สูงและจะค่อยๆ ลดระดับของความรุนแรงลงเมื่อระยะเวลาผ่านไป ขณะที่การปรับตัวเพื่อเข้าสู่ระดับดุลยภาพก็เกิดขึ้นอย่างรวดเร็วเช่นกัน ทั้งนี้เนื่องจาก ในปัจจุบันการเคลื่อนย้ายเงินทุนสามารถดำเนินการได้อย่างเสรี โดยเฉพาะอย่างยิ่งเงินทุนระยะสั้น มากกว่านั้นการที่ตลาดปรับตัวอย่างรวดเร็วอาจเกิดจากประเทศที่มีขนาดเล็กอย่างเช่น ประเทศไทยต้องการเงินทุนจากต่างประเทศเพื่อใช้อุดช่องว่างเงินออม ธนาคารกลางจำเป็นต้องดูแลการไหลเข้าออกของเงินทุนไม่ให้กระทบต่อความต้องการเงินทุนของการลงทุนภายในประเทศ จึงเป็นอีกสาเหตุหนึ่งที่เร่งให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินของไทย ทั้งนี้ขนาดของการส่งผ่านมีแนวโน้มจะกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยในช่วงเวลาปัจจุบันในระดับที่สูงและจะค่อยๆ ลดระดับของความรุนแรงลงเมื่อระยะเวลาผ่านไป ขณะที่การปรับตัวเพื่อเข้าสู่ระดับดุลยภาพก็เกิดขึ้นอย่างรวดเร็วด้วยเช่นกัน

บรรณานุกรม

- Ando, Albert and Franco Modigliani, "The life cycle hypothesis of saving: aggregate implication and tests", American Economic Review, 1963
- Bernanke, Ben S. and Mark Gertler, "Agency cost, net worth, and business fluctuations", American Economic Review, 1989
- Bluedorn, John C. and Christopher Bowdler, "Monetary Policy in the Open Economy: An Empirical Resolution of the Exchange Rate Puzzle", Job Market Paper, Department of Economics, University of Oxford, November 2005
- Cottarelli, C. and A. Kourelis, "Financial Structure, Bank Lending Rates, and the Transmission Mechanism of Monetary Policy," International Monetary Fund, Working Paper Number 94/39., 1994
- Gujarati, D. N., "Basic Econometrics" 4th ed., Singapore: McGraw-Hill, 2003.
- Ha, Jiming and Cynthia Leung, "Macroeconomic Implications of US Interest Rates for Hong Kong", Working Paper, Hong Kong Monetary Authority, May 2002
- Mankiw N. Gregory, Macroeconomics 5th ed., New York, Worth Publisher, 2003.
- Meltzer, Allan H., "Monetary, Credit and transmission processes: a monetarist perspective", The Journal of Economic Perspectives, 1995
- Pindyck, Robert S., and Daniel L. Rubinfeld, "Econometric Models and Forecasts." 3rd ed. New York: McGraw-Hill Book., 1998.
- วเรศ อุปปาดิก. เศรษฐศาสตร์การเงิน และการธนาคาร. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2539
- สุรภี บุนนาค และวณิ ช้อยเกียรติกุล. การเงินและการธนาคาร. ไทยวัฒนาพานิช, 2541
- ชมเพลิน จันทน์เรืองเพ็ญ. ทฤษฎีและนโยบายการเงิน. คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2538
- กอบศักดิ์ ภูตระกูล. "บทบาทของธนาคารพาณิชย์ต่อนโยบายการเงิน". สัมมนาวิชาการประจำปี ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2544
- กอบศักดิ์ ภูตระกูล และเมทินี ศุภสวัสดิ์กุล. "กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน". สัมมนาวิชาการประจำปี ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2543
- จาตุรงค์ จันทน์รัช และพิริพัญย์ สดศรีชัย. "นโยบายการเงินไทยในปัจจุบัน". สัมมนาวิชาการประจำปี ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2543
- ปิติ ดิษยทัต และพินรุฐ วงศ์สินศิริกุล. "กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินในประเทศไทย". สัมมนาวิชาการประจำปี ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2545

ข้อมูลจาก Website

www.bot.or.th

www.federalreserve.gov



ภาคผนวก

1. การทำธุรกรรมในตลาดซื้อคืนของ ธปท.

ตลาดซื้อคืนของ ธปท. เป็นช่องทางหลักในการทำ OMOs โดย ธปท. จะดูดหรือปล่อยสภาพคล่องผ่านตลาดนี้อย่างสม่ำเสมอ เพื่อรักษาระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และในขณะเดียวกัน ธปท. ก็ยังทำหน้าที่เป็นตัวกลางจับคู่ระหว่างผู้กู้และผู้ให้กู้ จึงเท่ากับเป็นคู่สัญญาโดยตรงกับทั้งผู้กู้และผู้ให้กู้ (matched-principal broker)

ธปท. ดำเนินการผ่านตลาดซื้อคืนมาเป็นเวลากว่า 25 ปี นับตั้งแต่การก่อตั้งตลาดซื้อคืนในเดือนมีนาคม ปี 2522 การที่ ธปท. ทำหน้าที่เป็น matched-principal broker เท่ากับจำกัดความเสี่ยงทางด้านคู่ค้า (Counterparty Risk) ของสมาชิกตลาดซื้อคืนไปทั้งหมด โดยวัตถุประสงค์ของการก่อตั้งตลาดซื้อคืนในขณะนั้น ก็เพื่อสร้างตลาดที่สถาบันการเงินสามารถใช้ปรับสภาพคล่องได้โดยสะดวก

ตลาดซื้อคืนดำเนินการโดยใช้ระบบการจับคู่คำสั่งเสนอซื้อขายอย่างต่อเนื่อง (continuous matching) ตามลำดับการเสนอก่อนหลัง (first-come first-serve) สมาชิกตลาดซื้อคืนจะโทรศัพท์มาที่ ธปท. เพื่อเสนอซื้อหรือเสนอขาย ระหว่างช่วงโมงซื้อขายประจำวัน (15.30 - 16.30 น.) โดยแจ้งจำนวนเงิน อัตราดอกเบี้ย และระยะเวลาของธุรกรรมที่ต้องการกู้/ให้กู้ ระบบจะจับคู่การเสนอซื้อและเสนอขายอย่างต่อเนื่อง โดยผู้ร่วมตลาดสามารถติดตามการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยระหว่างช่วงโมงซื้อขายได้ แบบ real-time จากบริการข่าวตามสาย เช่น Reuters หน้า BOT15 และ web site ของ ธปท.

สมาชิกตลาดซื้อคืนในปัจจุบันมีจำนวน 58 ราย สถาบันการเงินที่มีสิทธิ์จะสมัครเข้าเป็นสมาชิกตลาดซื้อคืนได้ คือ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ และสถาบันการเงินเฉพาะกิจ กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงิน (FIDF) ก็เป็นหนึ่งในสมาชิกของตลาดซื้อคืน โดยในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 กองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ ต้องหาเงินเพื่อใช้ในการดำเนินการช่วยเหลือสถาบันการเงิน จึงกลายเป็นผู้กู้รายใหญ่ในตลาดซื้อคืน

สำหรับพันธบัตรที่สามารถนำมาเป็นหลักประกันได้ในตลาดซื้อคืนประกอบด้วยพันธบัตรภาครัฐเป็นส่วนใหญ่ ซึ่งได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล ตั๋วเงินคลัง พันธบัตรกองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ พันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่รัฐบาลค้ำประกัน และพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย

ธปท. คิดค่าธรรมเนียมค่านายหน้า (Principal Broker Fee) ร้อยละ 0.03 ต่อปีของมูลค่าธุรกรรม ธปท. ใช้ราคาตลาดในการคำนวณมูลค่าของพันธบัตรที่นำมาเป็นหลักประกัน โดยมีการคิดส่วนลด (Haircuts หรือ initial margins) ตามระยะเวลาของ (maturity) ธุรกรรม และประเภทของพันธบัตร ธปท. เป็นผู้บริหารพันธบัตรที่ใช้เป็นหลักประกันให้แก่สมาชิก โดยพันธบัตรนั้นจะต้องอยู่ใน RP Pool และจะถูกกันไว้ว่าติดภาระเมื่อพันธบัตรนั้นถูกนำมาใช้เป็นหลักประกัน การกู้เงินในตลาดซื้อคืน (กล่าวคือ จะไม่มีการโอนเปลี่ยนชื่อเจ้าของพันธบัตรไปเป็นผู้ให้กู้) สมาชิกที่ต้องการกู้เงินจะต้องเป็นผู้รับผิดชอบในการโอนพันธบัตรที่จะใช้เป็นหลักประกันเข้า RP Pool

ระยะเวลาของธุรกรรมในตลาดซื้อคืน ได้แก่ 1 วัน 7 วัน 14 วัน 1 เดือน 2 เดือน 3 เดือน และ 6 เดือน โดยระยะที่มีธุรกรรมหนาแน่นคือ 1 วัน และ 14 วัน การชำระราคาจะเกิดขึ้นในวันเดียวกับที่ทำธุรกรรม หลังจากชั่วโมงซื้อขายสิ้นสุดแล้ว

การทำธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาค (Bilateral Repurchase Operations)

ในเดือนธันวาคม 2543 ธปท. เริ่มทำธุรกรรมซื้อคืน/ขายคืนพันธบัตรแบบทวิภาคี ควบคู่ไปกับการทำธุรกรรมผ่านตลาดซื้อคืนของธปท. โดยมีจุดมุ่งหมายเพื่อช่วยกระตุ้นและพัฒนาตลาดซื้อคืนภาคเอกชน ซึ่งจะช่วยรองรับการดำเนินนโยบายการเงินของ ธปท. ในอนาคต ที่จะลดการทำ OMOs ผ่านตลาดซื้อคืนของ ธปท. นอกจากนี้ การทำธุรกรรมซื้อคืนแบบทวิภาคียังเป็นการเพิ่มประสิทธิภาพและความโปร่งใสของการทำ OMOs ผ่านธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตร ธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคีจะกระทำผ่าน Bilateral Primary Dealers (PDs) ที่ ธปท. แต่งตั้งขึ้น โดย ธปท. จะแจ้งให้ Bilateral PDs ทราบถึงรายละเอียดของธุรกรรมที่ ธปท. ประสงค์จะทำในวันนั้น (ปล่อยหรือดูดสภาพคล่อง ที่ระยะเวลาเท่าใด) ก่อนเวลา 9.15 น. ผ่าน Web Portal (ช่องทางสื่อสารผ่านอินเทอร์เน็ตที่ปลอดภัย) PDs มีเวลา 15 นาทีในการเสนอซื้อหรือขายพันธบัตร และ ธปท. จะแจ้งผลการประมูลภายใน 9.45 น. การชำระราคาและโอนพันธบัตรจะต้องเสร็จสิ้นภายใน 14.00 น. ของวันเดียวกัน

ธปท. ทำธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคีได้ทั้ง 2 ลักษณะ คือ fixed-rate tender และ variable-rate tender โดยหาก ธปท. ประสงค์จะทำธุรกรรมระยะ 14 วัน ธปท. จะกู้หรือให้กู้ที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายเท่านั้น (fixed-rate tender) เพื่อเป็นการเสริมการส่งสัญญาณอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น ในกรณีนี้ PDs จะเสนอซื้อขายโดยระบุเพียงปริมาณเท่านั้น แต่หาก ธปท. ต้องการดูดหรือปล่อยสภาพคล่องในระยะอื่นๆ PDs จะเสนอซื้อขายเข้ามาโดยระบุทั้งปริมาณและอัตราดอกเบี้ย

ธปท. ได้ออกแบบธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคีนี้ ให้เป็นไปตามหลักปฏิบัติสากล เช่น การคิดส่วนลด (haircuts) และการเรียก margin เพิ่ม (margin calls) และการปรับมูลค่าพันธบัตรตามราคาตลาด (marking to market) เป็นต้น

ธปท. มุ่งที่จะทยอยเพิ่มความสำคัญของธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคีในการทำ OMOs ในครั้งนี้ ธปท. ได้ทำธุรกรรมดังกล่าวบ่อยครั้งขึ้นและในจำนวนที่มากขึ้น นับตั้งแต่เดือนมิถุนายน 2547 ธปท. ได้เริ่มทำธุรกรรมดังกล่าวประมาณสัปดาห์ละ 2 ครั้ง

2. การทำธุรกรรมซื้อขายขาดหลักทรัพย์รัฐบาล

ในการทำธุรกรรมซื้อขายขาดนี้ ธปท. จะแจ้งให้ Outright PDs ทราบผ่านระบบ Reuters Dealing ก่อนเวลา 10.00 น. ว่า ธปท. มีความประสงค์จะซื้อหรือขายหลักทรัพย์รุ่นใดในวันนั้น โดย PDs มีเวลา 30 นาทีในการยื่นข้อเสนอซื้อขายโดยต้องระบุปริมาณและอัตราผลตอบแทน (yields) ธปท. ใช้ระบบ multiple-priced auction ในการจัดสรร และจะแจ้งผลภายในเวลา 12.00 น. การโอนกรรมสิทธิ์และการชำระราคาจะเกิดขึ้นใน 2- วันถัดมา แม้ว่าหลักทรัพย์ที่ ธปท. สามารถซื้อขายขาดได้จะรวมถึงตราสารหนี้ภาครัฐและตราสารหนี้ที่รัฐบาลค้ำประกันทุกประเภท ธปท. ได้ดำเนินการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลเป็นส่วนใหญ่ เนื่องจากเป็นตลาดพันธบัตรที่มีสภาพคล่องสูงสุด

3. การออกพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย

พันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทยจะจำหน่าย โดยวิธีการประมูลแบบแข่งขันราคา (Competitive Multiple-Priced Auctions) ในวันอังคาร และผู้ชนะประมูลพันธบัตรจะต้องชำระราคาในวันทำการที่สองถัดจากวันประมูล (วันพฤหัสบดี) สำหรับผู้มีสิทธิเข้าประมูลพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย นั้น จะเป็นกลุ่มเดียวกับผู้มีสิทธิประมูลตั๋วเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งได้แก่

ธนาคารพาณิชย์ สถาบันการเงินเฉพาะกิจ บริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนรวม สำนักงานประกันสังคม บริษัทประกันภัย บริษัทประกันชีวิต และสถาบันอื่นๆ ที่มีบัญชีเงินฝากที่ธนาคารแห่งประเทศไทย

สำหรับพันธบัตร ธปท. ประเภทอายุเกินกว่าหนึ่งปี จะจำหน่ายโดยวิธีประมูลแบบแข่งขันราคาและแบบไม่แข่งขันราคา ผู้มีสิทธิประมูลแบบไม่แข่งขันราคา ได้แก่ มูลนิธิ สหกรณ์ นิติบุคคล เพื่อการสาธารณกุศล การศาสนา ศิลปะ วัฒนธรรม วิทยาศาสตร์ วรรณคดี การศึกษา สาธารณประโยชน์อื่น ๆ โดยมีได้ประกอบการเพื่อหวังผลกำไร ทั้งนี้ ตั้งแต่ปี 2546 พันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทยที่ออกจำหน่ายส่วนใหญ่จะเป็นประเภทอายุไม่เกิน 1 ปี โดยยอดคงค้างพันธบัตร ณ สิ้นเดือนธันวาคม 2548 มีจำนวนทั้งสิ้น 601,332 ล้านบาท

4. สวอปเงินตราต่างประเทศ (Foreign exchange swap)

ในการทำสวอปเงินตราต่างประเทศ (foreign exchange swaps) ธนาคารพาณิชย์ในประเทศที่ต้องการสภาพคล่องเงินบาทสามารถยื่นข้อเสนอสวอป ธปท. ผ่าน Web Portal ก่อนเวลา 13.30 น. โดยระบุจำนวนเงินที่ต้องการทำสวอป อายุสัญญา และ swap points ธปท. จะแจ้งผลให้ธนาคารพาณิชย์นั้นทราบภายหลังที่ได้ประเมินภาวะสภาพคล่องโดยรวมในตลาดเงิน ส่วนใหญ่การชำระเงินจะเกิดขึ้นภายใน 1-2 วันทำการถัดมา ยกเว้นในกรณีพิเศษ ธปท. อาจอนุญาตให้มีการชำระเงินภายในวันเดียวกัน (ในกรณีที่ ธปท. ทำธุรกรรม buy-sell swap คือซื้อดอลลาร์สวอป และขายบาทเพื่อปล่อยสภาพคล่องให้แก่ ธพ.)

นอกจากนี้ ธปท. ยังทำธุรกรรม Sell-Buy สวอป เพื่อดูดซับสภาพคล่องออกจากระบบกับธนาคารพาณิชย์ทั้งในประเทศ (onshore) และต่างประเทศ (offshore) โดยทั่วไปแล้ว ธปท. จะทำธุรกรรม Sell-Buy สวอป เพื่อช่วยแบ่งเบาภาระการดูดซับสภาพคล่องผ่านธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตร โดย ธปท. อาจติดต่อกับธนาคารพาณิชย์โดยตรงหรือติดต่อผ่านนายหน้า (brokers) และสามารถทำธุรกรรมได้ตลอดวัน สำหรับการชำระเงินใน 1-2 วันทำการถัดมา อายุสัญญาสวอปเงินตราต่างประเทศมีตั้งแต่ 1 วันถึง 1 ปี แต่โดยทั่วไปการทำ OMOs ผ่านธุรกรรมสวอปมักจะเป็นระยะสั้นไม่เกิน 3 เดือน

5. หน้าต่างตั้งรับ (Standing facilities)

การเสริมสภาพคล่องโดยหน้าต่างสามารถดำเนินการตั้งรับ ณ สิ้นวัน ซึ่งนับเป็นส่วนหนึ่งของระบบบาทเน็ตซึ่งเป็นระบบการชำระเงินแบบ RTGS (Real Time Gross Settlement) ที่มีการให้กู้ยืมแบบไม่เสียดอกเบี้ยผ่าน Intraday Liquidity Facility (ILF) เพื่อหล่อลื่นระบบการชำระเงินระหว่างวัน ในกรณีที่สถาบันการเงินชำระคืน ILF ไม่ได้ภายใน สิ้นวัน จะจำเป็นต้องกู้เงิน ILF ข้ามคืน (Spill-over) โดยจะต้องจ่ายดอกเบี้ยในอัตราเดียวกันกับอัตราดอกเบี้ยของหน้าต่างสภาพคล่องสิ้นวัน เปรียบเสมือนกับสถาบันการเงินนั้นได้ขอกู้ยืมผ่านหน้าต่างสภาพคล่องสิ้นวัน อัตราดอกเบี้ยของหน้าต่างสภาพคล่องสิ้นวัน เท่ากับอัตราดอกเบี้ยนโยบายบวกส่วนต่าง (Margin) ซึ่งในปัจจุบัน ธปท. กำหนดส่วนต่าง ให้เท่ากับร้อยละ 1.5 (โดย ธปท. สามารถปรับเปลี่ยนส่วนต่างได้ตามความเหมาะสม) ณ อัตราดอกเบี้ยนโยบายปัจจุบันที่ร้อยละ 4.0 ต่อปี อัตราดอกเบี้ยของหน้าต่างสภาพคล่องสิ้นวันจะอยู่ที่ร้อยละ 5.5 ต่อปี

พันธบัตรที่สถาบันการเงินสามารถนำมาใช้เป็นหลักประกันการกู้ยืมผ่านหน้าต่างสภาพคล่องสิ้นวันเป็นประเภทเดียวกับพันธบัตรที่ใช้ในธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตร ซึ่งได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล ตั๋วเงินคลัง พันธบัตรกองทุนเพื่อการฟื้นฟู พันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่รัฐบาลค้ำประกัน และพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย โดย ธปท. จะใช้ haircuts ในอัตราร้อยละ 10 กับพันธบัตรทุกประเภท

หน้าต่างสภาพคล่องสิ้นเปิดทำการเวลา 17.00-17.30 น. ซึ่งเป็นช่วง 30 นาทีก่อนระบบบาทเน็ตจะปิดทำการ ยกเว้นในกรณีที่มีเหตุขัดข้อง อาจต้องขยายเวลาปิดของหน้าต่างสภาพคล่องสิ้นวันออกไปตามระบบการชำระเงิน

แม้ว่าการกู้ยืมจริงผ่านหน้าต่างสภาพคล่องสิ้นวันจะมีปริมาณค่อนข้างน้อย แต่การมีหน้าต่างนี้เป็นกลไกสำคัญ ที่ช่วยรักษาเสถียรภาพในตลาดเงิน โดยทำหน้าที่เป็น safety valve ของระบบ และอัตราดอกเบี้ยของหน้าต่างนี้จะเป็นเพดาน (Cap) ของอัตราดอกเบี้ยระยะข้ามคืนในตลาด