

# WE-MPG

Wide-angled Economics Monetary Policy Group

## ครัวเรือนและภาคธุรกิจกับพัฒนาการระบบเศรษฐกิจการเงิน

ดร.พิชิต ภัทรวิมลพร, ประสงค์ วีระกาญจนพงษ์และ ณัฐกานต์ วรสง่าศิลป์

แนวโน้มเศรษฐกิจ - สายนโยบายการเงิน  
ฉบับที่ 5 กรกฎาคม 2551



# ครัวเรือนและภาคธุรกิจกับพัฒนาการระบบเศรษฐกิจการเงิน

ดร. พิชิต ภัทรวิมลพร  
ประสงค์ วีระกาญจนพงษ์  
ณัฐกานต์ วรสง่าศิลป์

## 1. บทนำ

วิกฤติเศรษฐกิจปี 2540 ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในทุกภาคส่วนของเศรษฐกิจอย่างขนานใหญ่ ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการปรับตัวต่อผลกระทบและความเสี่ยงที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาดังกล่าว เริ่มจากครัวเรือนที่คุ้นเคยกับการฝากเงินไว้กับธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก ได้กระจายการถือครองสินทรัพย์ทางการเงินออกไปมากขึ้น เพื่อเพิ่มผลตอบแทนและลดความเสี่ยง ในขณะเดียวกัน ภาคธุรกิจมีการปรับตัวเพื่อความอยู่รอดด้วยการลดการลงทุน และลดการพึ่งพิงการกู้ยืมเงินจากธนาคารพาณิชย์ โดยเฉพาะธุรกิจขนาดใหญ่ เมื่อวิกฤติเศรษฐกิจคลี่คลายลง การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวก็ยังคงดำรงอยู่ เพียงแต่ไม่รุนแรงเท่ากับในช่วงวิกฤติ รวมทั้งส่งผลเชื่อมโยงไปสู่ระบบเศรษฐกิจการเงินอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ การวิเคราะห์และประเมินแนวโน้มเศรษฐกิจจึงมีอาจมองข้ามความสำคัญของพัฒนาการระบบเศรษฐกิจการเงินนี้ไปได้

บทความนี้ประกอบด้วย 5 ส่วน ในส่วนที่ 2 กล่าวถึงการปรับพฤติกรรมของครัวเรือนในฐานะเป็นแหล่งเงินออมที่สำคัญ ส่วนที่ 3 แสดงการปรับตัวของภาคธุรกิจเพื่อความอยู่รอดหลังวิกฤติเศรษฐกิจ ส่วนที่ 4 วิเคราะห์ความเชื่อมโยงไปสู่ระบบการเงิน โดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์และตลาดทุน ส่วนที่ 5 เป็นการตั้งข้อสังเกตต่อระบบเศรษฐกิจการเงิน

## 2. ครัวเรือน: แหล่งเงินออมที่สำคัญ

เนื่องจากภาคครัวเรือนเป็นภาคที่มีเงินออมเหลือมากที่สุด การเปลี่ยนแปลงการถือครองสินทรัพย์การเงินของครัวเรือน จึงมีบทบาทสำคัญต่อการขับเคลื่อนเศรษฐกิจและการเงินของไทยโดยรวม จึงขอกกล่าวถึงบทบาทนี้เป็นลำดับแรก

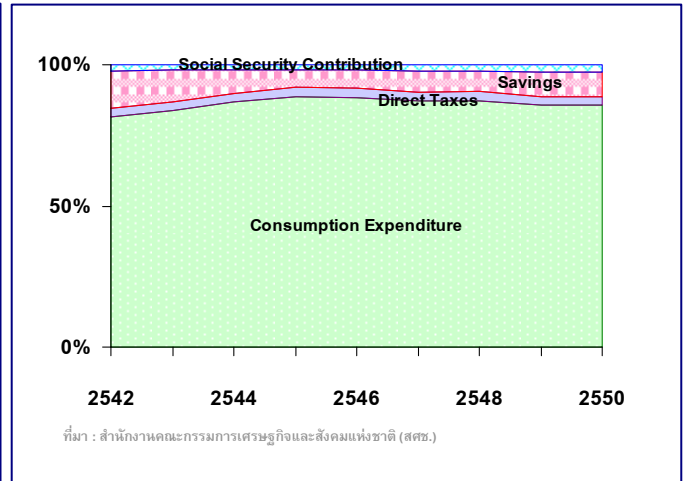
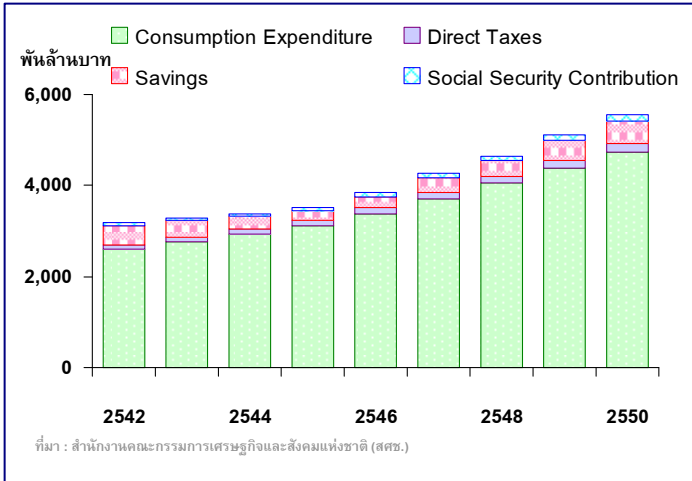
หากจะเริ่มด้วยผลิตภัณฑ์มวลรวมของไทยในปี 2550 ที่มีมูลค่าประมาณ 8.5 ล้านล้านบาท ซึ่งเมื่อหักค่าใช้จ่ายบางประเภท เช่น เงินออมของภาคธุรกิจ ภาษีเงินได้นิติบุคคล รายได้จากทรัพย์สินและการประกอบการของภาครัฐบาล ภาษีทางอ้อมหักเงินอุดหนุน และค่าเสื่อมราคา เป็นต้น สามารถแปรเป็นรายได้ของภาคครัวเรือน อันเป็นหัวใจของเศรษฐกิจไทยได้ประมาณ 5.5 ล้านล้านบาท (หรือร้อยละ 65 ของ GDP) ในระหว่างปี 2543-2550 ครัวเรือนใช้จ่ายเพื่อการอุปโภคบริโภค โดยเฉลี่ยร้อยละ 87 ของรายได้ครัวเรือน เมื่อหักภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา เงินสมทบประกันสังคมและรายจ่ายอื่นแล้ว เหลือเป็นเงินออมสุทธิของครัวเรือนเฉลี่ยปีละ 3-4 แสนล้านบาท (รูปที่ 1) แต่เนื่องจากภาคครัวเรือนมีการสร้างหนี้สินอื่นๆ เพิ่มเติมด้วย นอกเหนือจาก

เงินออมของตนเอง เช่น การเช่าซื้อ และผ่อนส่งบ้าน ฯลฯ ทำให้มีเงินที่ภาคครัวเรือนสามารถนำไปถือสินทรัพย์ทางการเงินเฉลี่ยปีละ 6-7 แสนล้านบาท ในช่วงเวลาเดียวกัน

### รูปที่ 1 องค์ประกอบรายได้ครัวเรือน

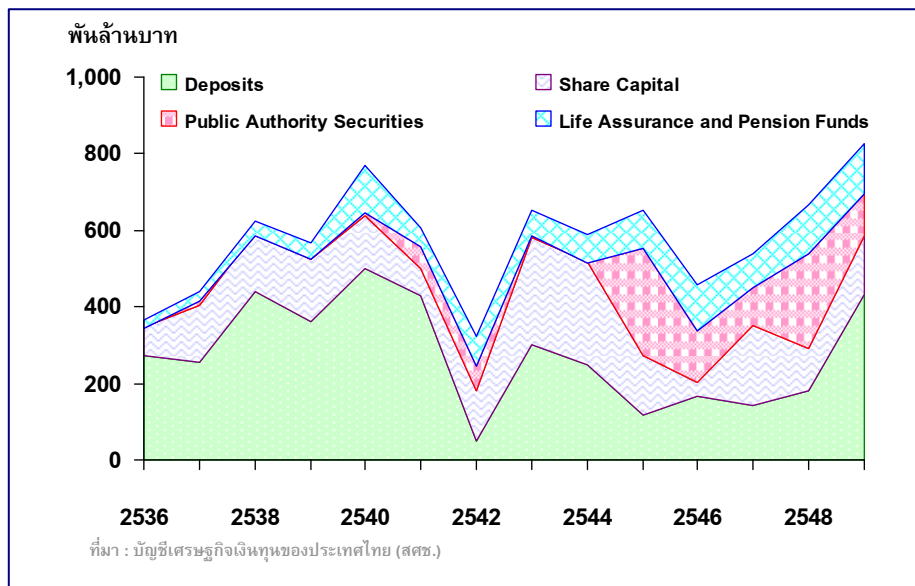
(ก) จำนวนเงิน

(ข) สัดส่วน



ภายหลังวิกฤติเศรษฐกิจปี 2540 ระบบการเงินไทย พัฒนาไปตามกระแสเศรษฐกิจการเงินของโลก ทำให้มีตราสารทางการเงินใหม่ๆ ที่มีผลตอบแทนและสถานะความเสี่ยงที่แตกต่างกันไป สอดคล้องกับความต้องการของคนไทย ที่มีความซับซ้อนและหลากหลาย (Sophisticated) มากขึ้น ซึ่งสามารถมองเห็นพัฒนาการนี้ได้ชัดเจน จากรูปที่ 2 จะเห็นได้ว่า เงินออมส่วนใหญ่ (มากกว่าร้อยละ 60) ของภาคครัวเรือนที่ช่วงก่อนวิกฤติถูกนำไปฝากธนาคาร หลังจากนั้น ได้มีการกระจายตัวของประเภทของสินทรัพย์มากขึ้นตามลำดับ ที่สำคัญได้แก่ หลักทรัพย์เอกชน พันธบัตรรัฐบาล การประกันชีวิต และกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ (ซึ่งส่วนใหญ่ การลงทุนของสองช่องทางสุดท้ายนี้ ก็นำเงินกลับไปลงทุนในหลักทรัพย์เอกชน และพันธบัตรรัฐบาลอยู่ดี) ในสัดส่วนที่ใกล้เคียงกันมากขึ้น อย่างไรก็ตาม สำหรับปี 2549 เงินฝากธนาคารกลับมาเพิ่มขึ้น เนื่องจากธนาคารได้ปรับขึ้นดอกเบี้ยเพื่อรักษาฐานลูกค้าไว้

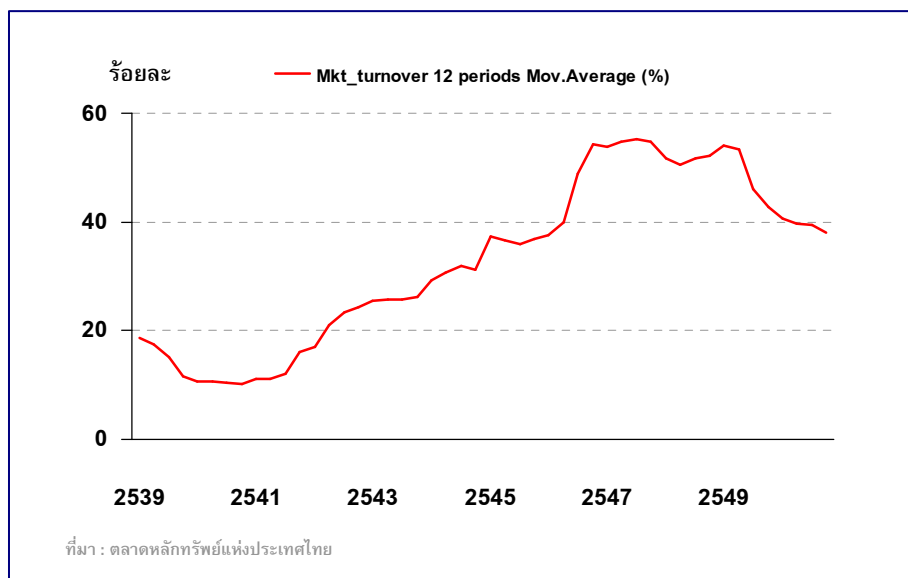
รูปที่ 2 การเปลี่ยนแปลงการถือครองสินทรัพย์ทางการเงินสุทธิที่สำคัญโดยภาคครัวเรือน



### 3. ภาคธุรกิจ: การปรับตัวหลังวิกฤติเศรษฐกิจ

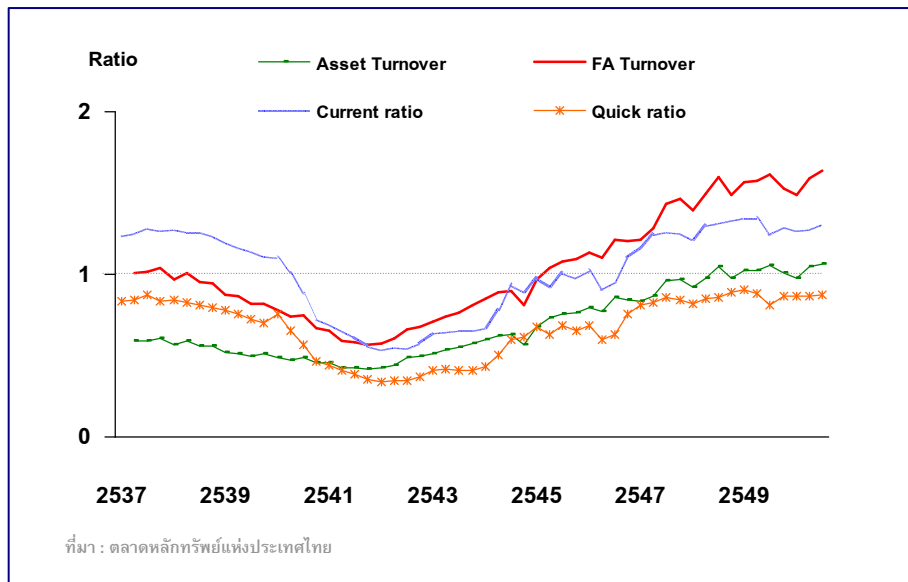
หากพิจารณา Financial Ratio ต่าง ๆ ของบริษัททั้งหมด 350 กว่าแห่ง ที่มีใช้สถาบันการเงินในตลาดหลักทรัพย์ (ส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดใหญ่) จะพบว่า ความใกล้ชิดระหว่างสถาบันการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งธนาคารพาณิชย์กับภาคธุรกิจได้ลดลงไปค่อนข้างมาก กล่าวคือ เงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ และตลาดหลักทรัพย์ที่มีขนาดและความลึกมากขึ้นตามลำดับนั้น มีส่วนทำให้ตลาดมีสภาพต่องสูงมาก ดังเห็นได้จาก Market Turnover ต่อปี (รูปที่ 3) ที่เป็นสัดส่วนระหว่างมูลค่าซื้อขายหุ้นระหว่างวันตลอดทั้งปี เทียบกับยอดคงค้างมูลค่าหุ้นทั้งหมดที่สูงขึ้นอย่างรวดเร็ว มาอยู่ที่กว่าร้อยละ 50 (หมายความว่าผู้ใดก็ตามที่ถือหุ้นอยู่ในมือ 100 บาทจะสามารถเปลี่ยนแปลงเป็นเงินสดได้ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 50 ซึ่งนับว่าสูงมาก แม้จะต่ำกว่าบัญชีเงินฝากออมทรัพย์ที่สามารถเบิกถอนเป็นเงินสดผ่านเครื่อง ATM ได้ครบมูลค่าตลอดเวลา)

รูปที่ 3 Market Turnover



นอกจากนี้ ในด้านของผู้ประกอบธุรกิจนั้น (รูปที่ 4) มีข้อสังเกตว่า ระดับการลงทุนใน Fixed Assets ไม่สูงมากในช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจ ขณะเดียวกัน ยอดขายยังคงเพิ่มขึ้นช้า ๆ ทำให้ ปัจจุบันสัดส่วนยอดขายสูงถึง 1.6 เท่าของสินทรัพย์ถาวร (Fix Asset Turnover ratio ประมาณ 1.6) และสูงกว่าสินทรัพย์รวมของบริษัททั้งหมด (Asset Turnover มากกว่า 1) หมายถึงยอดขายบริษัทในแต่ละปี เพิ่มขึ้นมากโดยการลงทุนไม่ได้ขยายมาก และในการบริหารสินทรัพย์สภาพคล่องนั้น สัดส่วนของสินทรัพย์ต่อหนี้สินระยะสั้น ทั้ง Current Ratio และ Quick Ratio ล้วนมีขนาดใกล้เคียงหรือสูงกว่าหนึ่งทั้งสิ้น ซึ่งหมายถึง บริษัทสามารถสร้างกระแสเงินสดได้เพียงพอต่อความต้องการใช้จ่ายเงินสด โดยลดการพึ่งพิงการกู้ยืมเงินจากระบบธนาคารพาณิชย์ไปได้มาก ข้อเท็จจริงเหล่านี้ มีนัยสำคัญอย่างยิ่งต่อการประกอบธุรกิจของธนาคารพาณิชย์ไทย และการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยในระยะต่อไป

รูปที่ 4 อัตราส่วนทางการเงิน



#### 4. ความเชื่อมโยงที่มีต่อธนาคารพาณิชย์และตลาดทุน

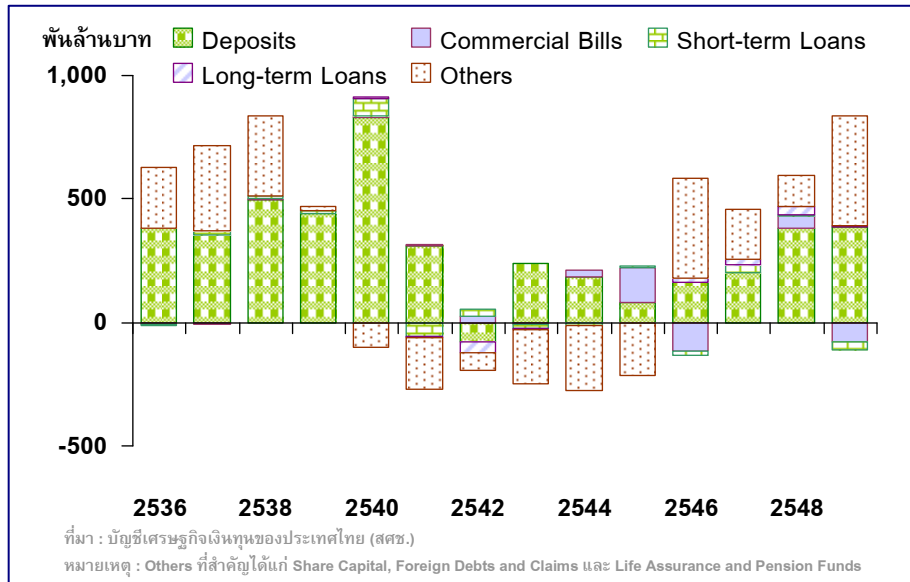
การปรับเปลี่ยนพฤติกรรมของครัวเรือนและภาคธุรกิจดังกล่าวข้างต้น ส่งผลต่อระบบการเงิน โดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์และตลาดทุน ประกอบกับมีการพัฒนาไปตามกระแสเศรษฐกิจการเงินของโลก ระบบการเงินของไทยจึงมีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างมาก

##### 4.1 ธนาคารพาณิชย์

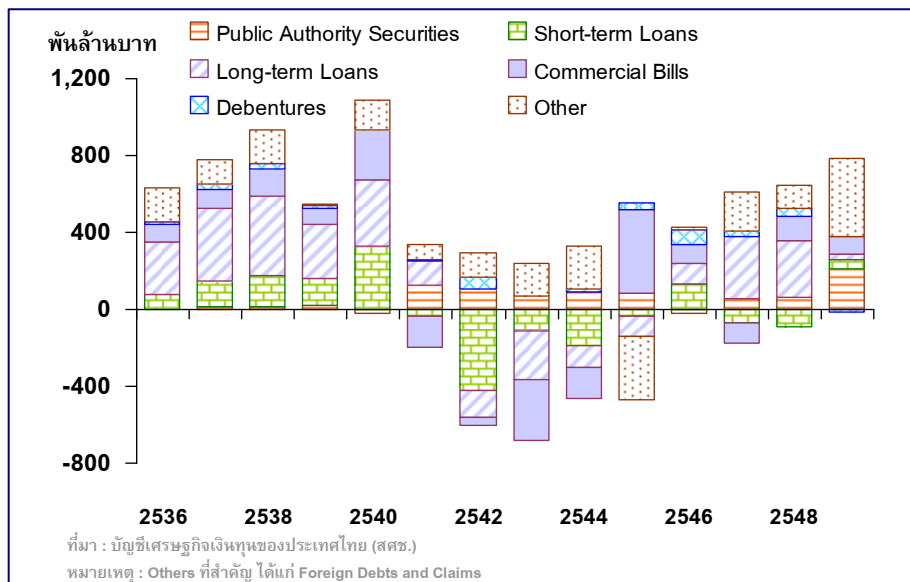
ธนาคารพาณิชย์ที่ประสบความยากลำบากในช่วงวิกฤติ เมื่อเหตุการณ์คลี่คลายลง การปล่อยสินเชื่อลดน้อยลงเนื่องจากความระมัดระวังของทั้งผู้กู้และผู้ให้กู้ ทำให้ธนาคารพาณิชย์มีสภาพคล่องส่วนเกิน จึงต้องลดดอกเบี้ยเพื่อลดภาระต้นทุน และแสวงหาช่องทางในการปล่อยกู้ใหม่ไปพร้อมๆกัน กล่าวคือ การเปลี่ยนจากการระดมเงินออมในลักษณะของเงินฝาก มาเป็นตัว B/E

(Commercial Bills) โดยเฉพาะช่วงหลังวิกฤติ และในภาวะอัตราดอกเบี้ยเงินฝากอยู่ในระดับต่ำ (ก่อนปี 2549) (รูปที่ 5) และหันมาลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล และสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย ทดแทนการปล่อยเงินกู้ระยะยาวและระยะสั้นมากขึ้น (รูปที่ 6)

รูปที่ 5 การเปลี่ยนแปลงการถือครองหนี้สินทางการเงินที่สำคัญของธนาคารพาณิชย์ไทย



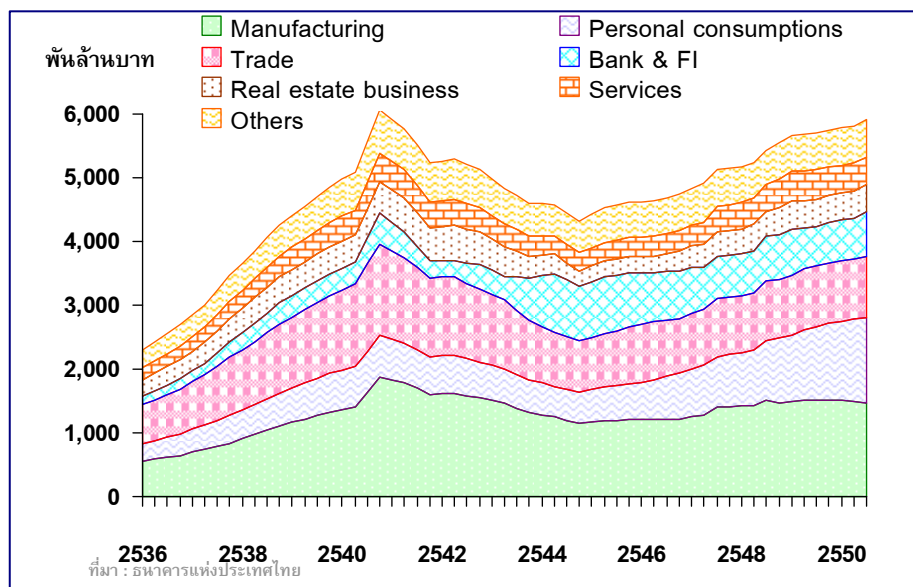
รูปที่ 6 การเปลี่ยนแปลงการถือครองสินทรัพย์ทางการเงินที่สำคัญของธนาคารพาณิชย์ไทย



โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ทางด้านการปล่อยสินเชื่อ จากยอดคงค้างสินเชื่อภาคเอกชนที่เคยสูงสุดถึง 6 ล้านล้านบาท (รูปที่ 7) ในปี 2541 เป็นการให้กู้กับภาคอุตสาหกรรมมากที่สุด คิดเป็นหนึ่งในสาม (บางส่วนอาจรวมสินเชื่อเพื่อการก่อสร้างที่อยู่อาศัยของธุรกิจในเครือด้วย) รองลงมาคือ ภาคการค้า และภาคสหกรณ์ทรัพย์ รวมกันมากกว่าร้อยละ 60 ของยอดคงค้างสินเชื่อทั้งหมด ภายหลังวิกฤติ ยอดคงค้างสินเชื่อ 3 กลุ่มนี้ได้ซบเซาลงค่อนข้างมาก ก่อนที่จะฟื้นตัวขึ้นอย่างช้าๆ

กลับมาสู่ระดับใกล้เคียงกับก่อนวิกฤติในปัจจุบัน โดยรายการที่มีการเติบโตเร็วหลังจากเศรษฐกิจฟื้นตัวคือ สินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภค ที่ปัจจุบันมีสัดส่วนสูงใกล้เคียงกับสินเชื่อเพื่อการผลิตในภาคอุตสาหกรรม และการให้กู้ระหว่างธนาคารพาณิชย์ในตลาดเงินระยะสั้น (Interbank และ RP) ทั้งนี้ สาเหตุสำคัญประการหนึ่งของปรากฏการณ์ดังกล่าว เกิดจากการที่ภาคธุรกิจได้มีการลงทุนสูง เท่ากับในอดีต ทำให้ธนาคารพาณิชย์ต้องหันมาพึ่งพาลูกค้าในภาคครัวเรือน เพื่อสร้างรายได้ และลดสภาพคล่องส่วนเกินในระบบบง ที่ยังหลงเหลือให้เห็นพอสมควรในตลาดเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร และตลาดเงินในระยะสั้น

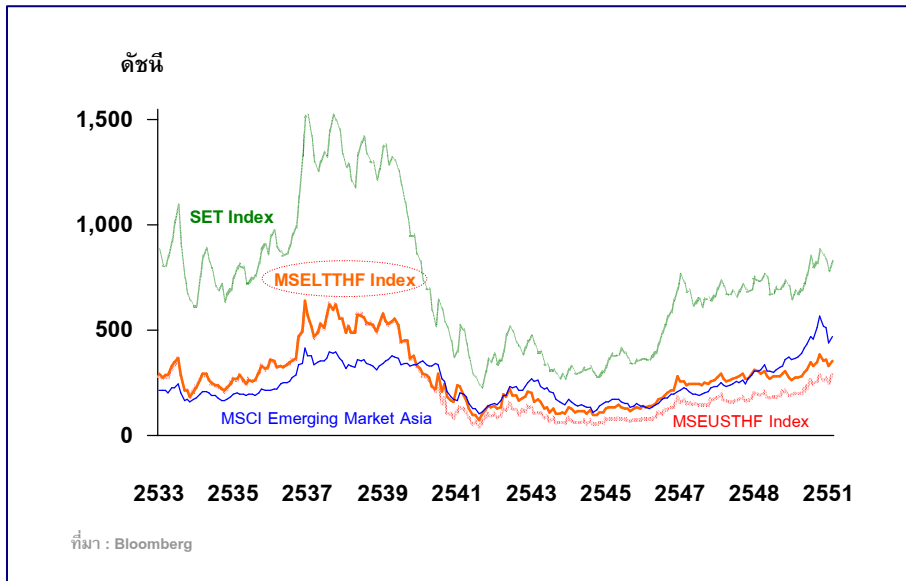
รูปที่ 7 การปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ไทย แยกตามประเภทธุรกิจ



#### 4.2 ตลาดทุน

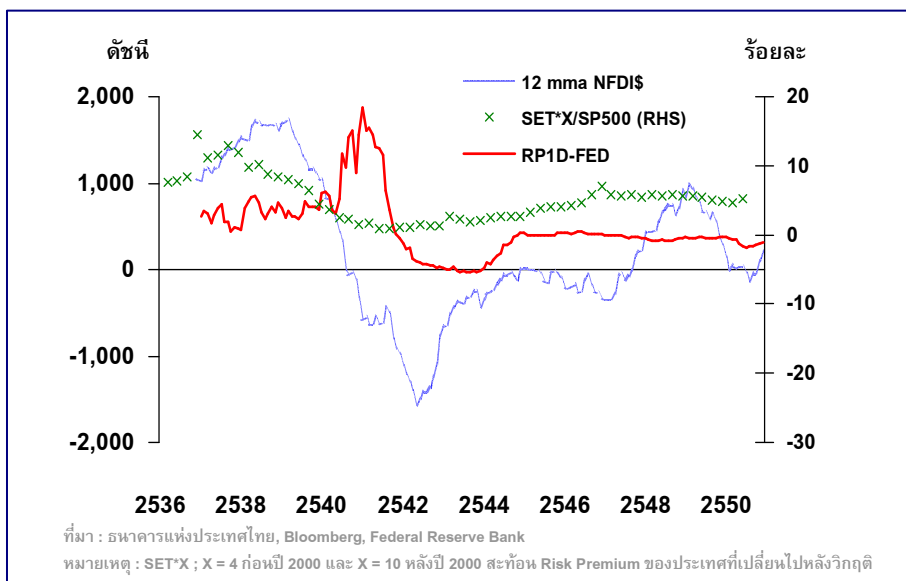
เมื่อก้าวเข้าสู่วิกฤติ ระดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ของไทยก็ถูกปรับลดลงในช่วงระยะเวลาหนึ่ง ในสายตาของตลาดเงินและตลาดทุนโลก จนกระทั่งการแก้ปัญหาวิกฤติค่อยๆ ลุ่่วงไป ทำให้ฐานะของไทย (ในรูปที่ 8 นี้ แสดงด้วย Morgan Stanley Capital International หรือ MSCI Index ทั้งในรูปที่ของดอลลาร์ สหรัฐ.(MSEUSTHF Index) และ บาท (MSELTTHF Index) กลับปรับตัวสูงขึ้น ยังผลให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของไทย ฟื้นตัวขึ้นเป็นระยะๆ โดยในบางช่วงอาจเร็วหรือช้ากว่าประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคบ้าง ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลในระยะนั้นมาจากในหรือนอกประเทศเป็นสำคัญ อย่างไรก็ตาม เมื่อเทียบกับดัชนี MSCI ของ emerging market ในเอเชีย จะเห็นได้ว่า ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยที่ได้เร่งตัวขึ้นเร็วในช่วงก่อนหน้า ได้กลับชะลอตัวลงในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา และต่ำกว่าภูมิภาคเล็กน้อย จากปัจจัยในประเทศเป็นสำคัญ แม้เงินทุนจะยังคงไหลเข้าอย่างต่อเนื่อง แต่เป็นผลจากสถานการณ์ในต่างประเทศเป็นหลัก (เช่น ปัญหา Subprime ของสหรัฐฯ เป็นต้น)

รูปที่ 8 ดัชนี MSCI และตลาดหลักทรัพย์ไทย



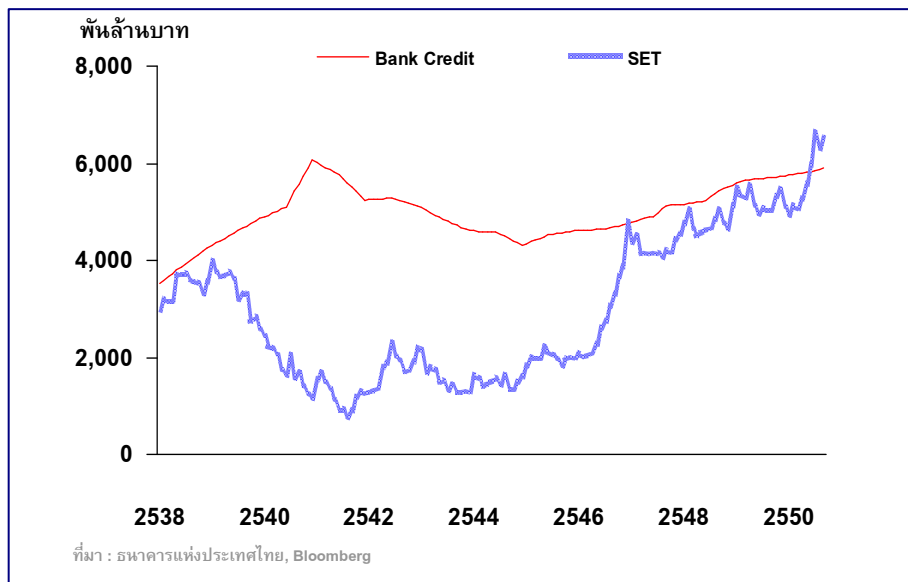
ช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีความตึงเครียดกว่าตลาดโลกหรือภูมิภาค (โดยเฉพาะเมื่อเทียบกับ SP500 ของสหรัฐฯ) มักจะสอดคล้องกับการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศด้วย ทั้งเงินทุนระยะสั้น และระยะยาว ส่งเสริมให้ตลาดปรับตัวสูงขึ้นไปอีกในลักษณะของวงจรที่เกื้อหนุนกัน (Mutually reinforcing loops) แต่ในทางกลับกัน หากตลาดทุน โลกถูกกระทบด้วยปัจจัยภายนอก เช่น ปัญหา Subprime ที่ทวีความรุนแรงและแผ่ขยายออกไปมากขึ้น ตลาดหลักทรัพย์ของไทยและภูมิภาคก็ย่อมจะถูกกระทบตามไปด้วย ทั้งนี้ จากรูปที่ 9 จะเห็นได้ว่าทิศทางการไหลเข้าออกของเงินทุนสะท้อนความเคลื่อนไหวของตลาดหลักทรัพย์มากกว่าส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย (RP1D-FED) ระหว่างไทยกับต่างประเทศในระยะเวลาที่ผ่านมา

รูปที่ 9 Non-FDI Capital Inflows Determinants & Set Index



การที่คนไทยหันมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น ประกอบกับการฟื้นตัวของเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ ก็ทำให้ตลาดหลักทรัพย์โดยรวมขยายตัวขึ้นด้วย จนมีขนาดใกล้เคียง หรืออาจใหญ่กว่าตลาดสินเชื่อภาคเอกชน หากจะวัดจากมูลค่าของหลักทรัพย์ที่สูงกว่า 6 ล้านล้านบาท ในราคาตลาด ณ สิ้นปี 2550 (Market Capitalization) (รูปที่ 10)

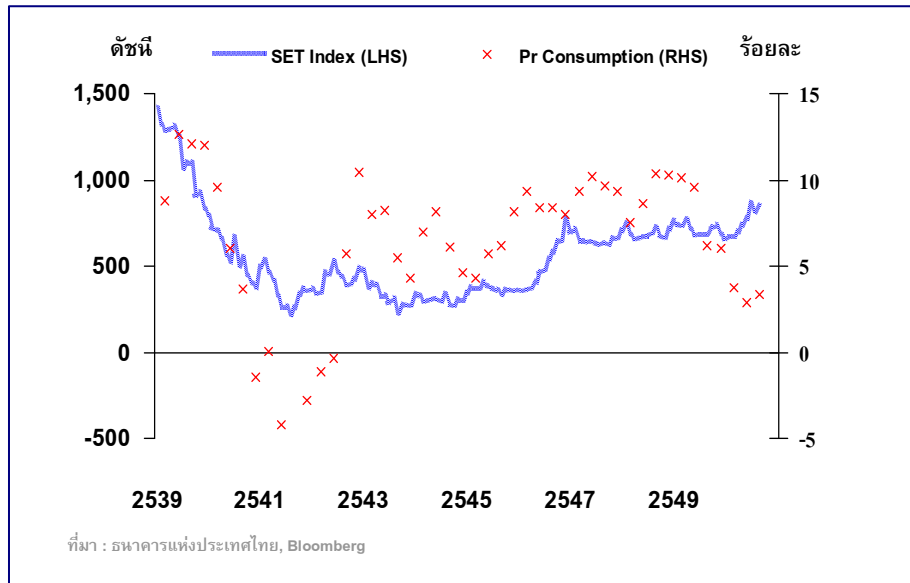
รูปที่ 10 ขนาดของ SET เทียบกับยอดคงค้างสินเชื่อภาคเอกชนของธนาคารพาณิชย์



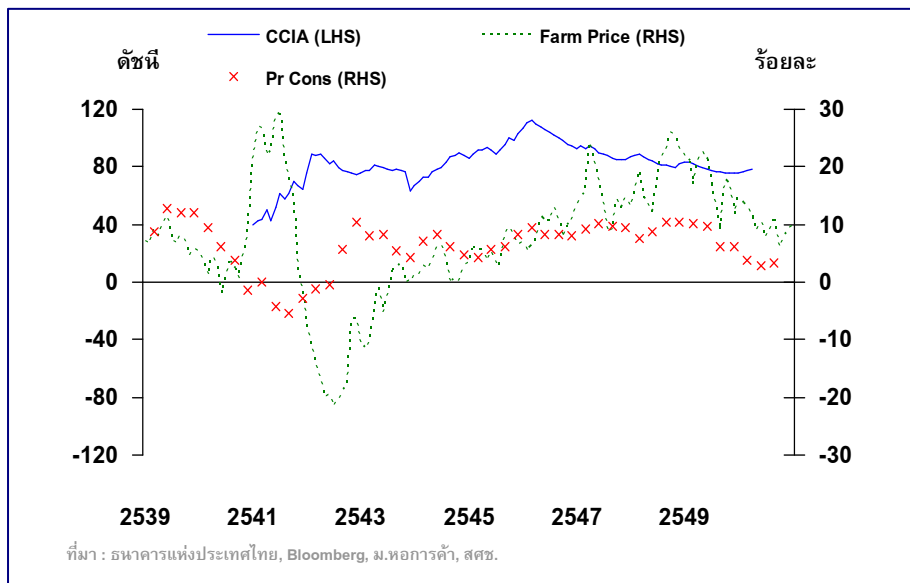
## 5. ข้อสังเกตต่อระบบเศรษฐกิจการเงิน

5.1 ตลาดหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาดสูงกว่า 6 ล้านล้านบาทดังกล่าว เป็นปัจจัยหนึ่งที่มีอิทธิพลต่อการอุปโภคบริโภคและการลงทุนของภาคเอกชนมากขึ้นในระยะหลัง ขนาดของตลาดหลักทรัพย์มีมูลค่าสูงขึ้นมากในปัจจุบันมีผลด้านการอุปโภคบริโภค โดยหากดัชนีตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น หรือลดลงเพียงร้อยละ 10 (หรือประมาณ 80 จุดในปัจจุบัน) อำนาจการซื้อ (Purchasing Power) ของผู้ที่ถือหุ้นอยู่จะเพิ่มขึ้นหรือลดลงกว่า 6 แสนล้านบาท ดังนั้น ในช่วงที่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์เร่งตัวขึ้น อาจสังเกตเห็นการบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มที่จะเร่งตัวขึ้นด้วย (รูปที่ 11) อย่างไรก็ตาม ยังมีปัจจัยอื่นๆ ที่สำคัญในการกำหนดการอุปโภคบริโภคของภาคเอกชนคือ ราคาสินค้าเกษตร (ผ่านรายได้เกษตรกร) และดัชนีความเชื่อมั่นของภาคเอกชน (รูปที่ 12) ที่แสดงถึงความเสี่ยงของระบบเศรษฐกิจในสายตาของผู้บริโภค ที่สามารถถูกกระทบได้ง่ายและบางครั้งอาจรุนแรงจากปัจจัยอื่นที่นอกเหนือจากทางด้านเศรษฐกิจ ส่งผลให้การบริโภคชะลอตัวลงได้ แม้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ยังอาจได้รับแรงหนุนจากเงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศอยู่ เช่นในตอนปลายปีที่ผ่านมา

รูปที่ 11 Set Index และการบริโภคเอกชน

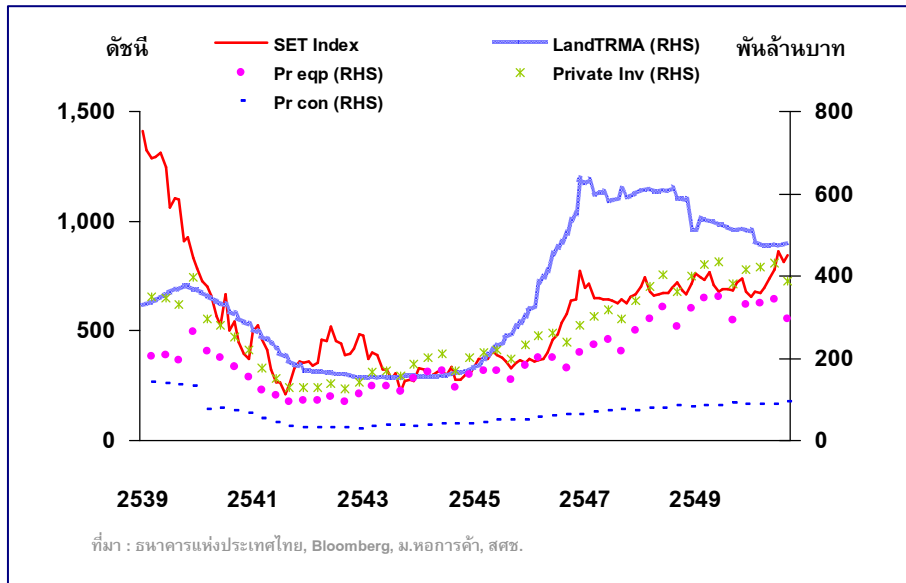


รูปที่ 12 Pr Cons, Farm Price และดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI)



ทางการลงทุนภาคเอกชน (ประกอบด้วย การลงทุนในเครื่องจักร (Peqp) และการก่อสร้าง (Pr.con)) ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ก็เป็นส่วนประกอบที่สำคัญในการกำหนดความเชื่อมั่นภาคธุรกิจร่วมกับปัจจัยอื่น (รูปที่ 13) เช่น ดัชนีราคาที่ดิน (ในที่นี้ Approximate ด้วยมูลค่าซื้อขายที่ดินที่โอนผ่านกรมที่ดิน (Land Transaction)) ราคาที่ดินที่สูงขึ้นไม่ว่าจะด้วยการฟื้นตัวของระบบเศรษฐกิจเอง หรือจากมาตรการกระตุ้นของรัฐก็ตาม จะเป็นสัญญาณสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ธนาคารพาณิชย์และภาคธุรกิจ ในการปล่อยเงินกู้หรือขยายการลงทุนให้สูงขึ้นไปในลักษณะของ Mutually Reinforcing Loops ได้อีกทางหนึ่งเช่นเดียวกับทางด้านตลาดหลักทรัพย์

รูปที่ 13 Set Index , Land Transaction และการลงทุนภาคเอกชน

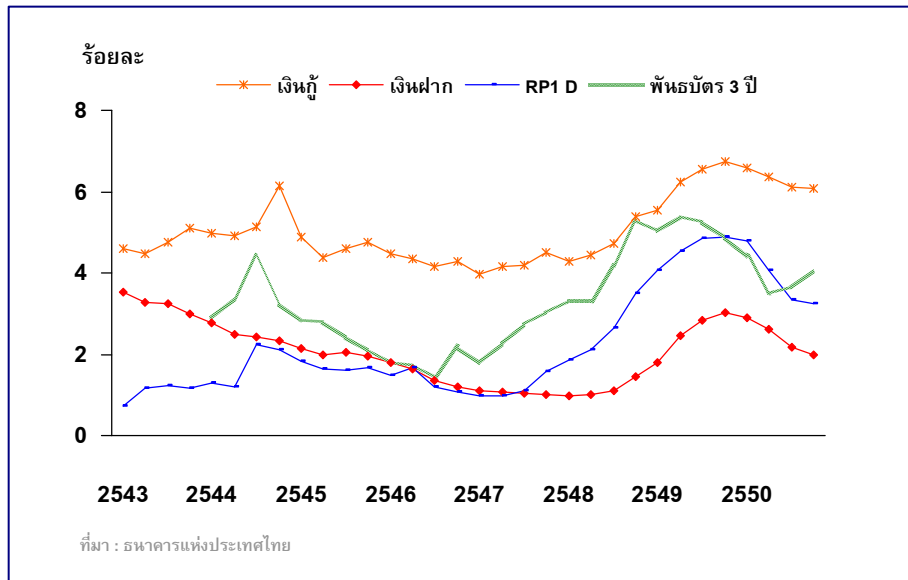


5.2 ในแง่ของธนาคารพาณิชย์ไทย หากต้องการจะกลับไปครอบครองระดับความสำคัญในฐานะของกลไกหลักในการระดมเงินออมและจัดสรรไปสู่การลงทุนดังเช่นในอดีต ก็คงต้องทำงานหนักอีกมาก กว่าที่จะสามารถเรียกลูกค้าของตนในอดีตให้กลับมาได้บ้างบางส่วน รวมทั้งบริการในด้านเงินออม เงินกู้ ตลอดจนการบริหารสภาพคล่องส่วนขาดและส่วนเกินของทั้งภาคครัวเรือน และภาคธุรกิจ ก็คงจะต้องเพิ่มความน่าสนใจในสินค้าและบริการของตัวเองอีกมาก กว่าที่จะเทียบได้กับตลาดหลักทรัพย์ในปัจจุบัน มิฉะนั้น เราคงจะเห็นกระบวนการ Disintermediation (หรือการระดมเงินออมแบบไม่ต้องพึ่งพิงธนาคารพาณิชย์เป็นตัวกลาง) ที่ขยายตัวมากขึ้น ขณะที่บทบาทของธนาคารพาณิชย์ก็จะแคบลงเป็นลำดับจนเหลืออยู่เพียงในวงจำกัด และทำให้ธนาคารพาณิชย์ต้องหันไปอาศัยรายได้ที่มีโชคกเบียด (Fee-Based Income) ที่มีการแข่งขันสูงและมี Margin ต่ำลงเรื่อยๆ

5.3 จากมุมมองของ ธปท. มีประเด็นที่เกี่ยวข้องกับนโยบายที่สำคัญอย่างน้อยสองด้าน ประการแรกคือ กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงิน โดยเฉพาะนโยบายดอกเบี้ย ก็คงจะมีผลผ่านอัตราดอกเบี้ยให้กู้ยืม และเงินฝาก ของธนาคารพาณิชย์ได้ไม่เร็วนัก (เนื่องจากสัดส่วนตลาดของธนาคารพาณิชย์ที่เล็กลงและธนาคารพาณิชย์เองมีเงินฝากประจำ และเงินกู้ Term Loans ที่ปรับอัตราดอกเบี้ยช้ากว่า) ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรทั้งภาครัฐและเอกชน จะสามารถตอบสนองได้รวดเร็วกว่าตามภาวะตลาดรอง และเมื่อตลาดหลักทรัพย์ (รวมถึงตลาดรองตราสารหนี้) เหล่านี้พัฒนามากยิ่งขึ้นต่อไปจนกระทั่งมีความลึกเพียงพอ ผลกระทบที่จะส่งต่อไปถึงต้นทุนของระบบเศรษฐกิจ และสภาพคล่องของภาคธุรกิจโดยรวมผ่านช่องทางนี้ก็จะมามากยิ่งขึ้นไปด้วยเป็นลำดับ หากพิจารณาจากรูปที่ 14 นี้ จะเห็นได้ว่า อัตราดอกเบี้ย Bond Yield มีการเคลื่อนไหว

ตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงนโยบายอัตราดอกเบี้ยของธนาคารแห่งประเทศไทยได้มากกว่า และเร็วกว่าธนาคารพาณิชย์ แม้ในขณะนี้ Bond Yield จะยังมีลักษณะความผันผวนสูงอยู่บ้างก็ตาม

รูปที่ 14 อัตราดอกเบี้ยธนาคารพาณิชย์ พันธบัตร และ RP 1 วัน



สำหรับประเด็นทางนโยบายที่สำคัญประการต่อมาคือ เมื่อกระบวนการระดมเงินออมและจัดสรรเงินทุน เปลี่ยนจากธนาคารพาณิชย์ไปสู่ตลาดหลักทรัพย์และตราสารหนี้ที่เปลี่ยนมือได้ (Negotiable Debt Instruments) มากขึ้น กระบวนการกำกับตรวจสอบเพื่อคุ้มครองผู้ฝากเงิน และการบริหารงานของธนาคารพาณิชย์แบบในอดีตจะลดประสิทธิภาพลง แม้จะได้มีการปรับเปลี่ยนไปสู่มาตรฐานสากล (International Best Practice) แล้วก็ตาม ประชาชนเจ้าของเงินคงจะต้องติดตามข่าวสารอย่างใกล้ชิด และดูแลผลประโยชน์ของตนเองมากขึ้น โดยภาครัฐจะยังคงพยายามสอดคล้องดูแลอย่างดีที่สุดต่อไป แต่การกระจายตัวของตลาด และจำนวนผู้เล่นที่เพิ่มขึ้นแบบเท่าทวีคูณ ก็คงจะทำให้การกำกับดูแลของ ธปท. ต้องมีการปรับเปลี่ยนให้แตกต่างไปจากระบบเดิมที่จำนวน “ผู้เล่น” มีเพียงธนาคารพาณิชย์ที่มีจำนวนน้อยเท่านั้น

5.4 ในขณะเดียวกัน ผู้ออมในภาครัฐเรือนที่มีอำนาจตลาดสูงขึ้น ก็จำเป็นต้องมีความรับผิดชอบต่อตนเอง และต่อระบบการเงินสูงเพิ่มขึ้นมากเช่นเดียวกัน แต่การที่มีผู้เล่นหลากหลาย และการที่ไม่มีผู้เล่นคนใด หรือกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งมีอำนาจเหนือตลาด ก็น่าจะทำให้ตลาดมีความยืดหยุ่น (Resilience) และความมั่นคงมากขึ้นไปด้วย ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับความโปร่งใสของข้อมูลซึ่งจากแนวโน้มปัจจุบัน ก็จะมีทิศทางเพิ่มมากขึ้นเรื่อย ๆ

5.5 ในแง่ของภาครัฐ การที่ตลาดทุนในประเทศมีความลึก มีสภาพคล่อง และระดับการแข่งขันที่สูงขึ้น ก็จะสามารถทำให้ภาครัฐระดมเงินทุน เพื่อใช้จ่ายในโครงการขนาดใหญ่ได้มากขึ้น ในอัตราดอกเบี้ยต้นทุนที่ไม่สูงจนเกินไป เป็นการแบ่งปันผลประโยชน์จากโครงการให้แก่ผู้ออม

ในประเทศอีกทอดหนึ่ง พร้อมๆกับการลดความเสี่ยงจากการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน (ในกรณีที่ต้องกู้เงินจากต่างประเทศ) ที่อาจส่งผลกระทบต่อต้นทุนในโครงการของรัฐฯ ในระยะยาวได้อีกด้วย

5.6 สุดท้ายในสายตาของนักลงทุนชาวไทย และต่างประเทศ ตลาดทุนของไทยก็คงจะได้รับความสนใจ ทั้งในระดับของภูมิภาคและของโลก ซึ่งจะมีปัจจัยบวกที่สำคัญคือ มีสภาพคล่องสูง มีความลึก ความโปร่งใส และความมั่นคงในระดับที่น่าพึงพอใจมากขึ้น เพื่อเปิดช่องทางให้แก่ภาคธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมสามารถระดมเงินทุนได้โดยสะดวกมากยิ่งขึ้น ซึ่งเป็นโอกาสที่จะแบ่งปันผลประโยชน์จากการพัฒนาของระบบเศรษฐกิจการเงินไปสู่ชุมชนที่อยู่นอกชุมชนเมือง (Non-urban Community) แม้ชุมชนเมืองจะเป็นคนกลุ่มแรกที่ได้รับประโยชน์จากสิ่งเหล่านี้ แต่ในระยะยาว ผลประโยชน์เหล่านี้ จะกระจายในวงกว้างมากขึ้น

กระบวนการเหล่านี้ คงจะสามารถดำเนินต่อไปได้ด้วยตัวเอง หากเศรษฐกิจในภาพรวมได้รับการดูแลให้สามารถเจริญเติบโตได้อย่างมีเสถียรภาพ และมั่นคง มิใช่มุ่งหวังเพียงการสร้าง ความมั่งคั่งหรืออำนาจการซื้อในระยะสั้นเท่านั้น รวมทั้งมีกลไกในการดูแลความผันผวนระยะสั้น ทั้งจากภายในและภายนอกประเทศอย่างมีระบบ เป็นธรรม และพัฒนาอย่างยั่งยืนต่อไปในอนาคต