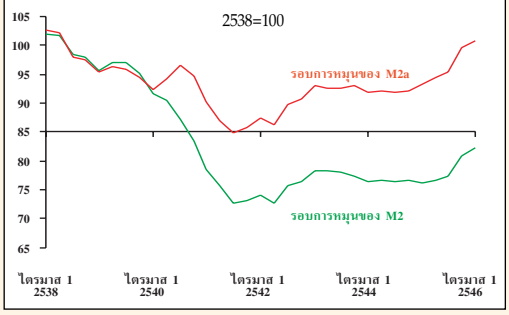
ฐานเงิน ปริมาณเงิน และการดำเนินนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย

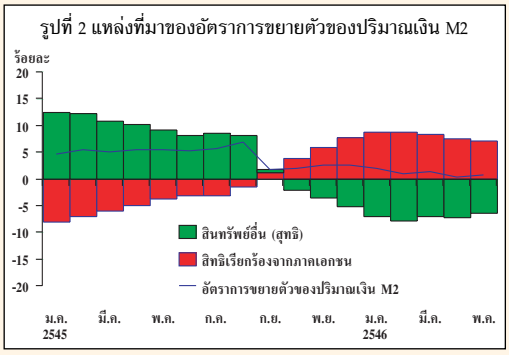
โดยปกติการขยายตัวของฐานเงินและปริมาณเงินควรจะเป็นไปอย่างสอดคล้องกับการขยายตัวของเศรษฐกิจ แต่ในช่วงที่ผ่านมาพบว่า แม้ฐานเงินขยายตัวในเกณฑ์สูงที่ร้อยละ 13.7 และ 12.4 ในปี 2545 และ ณ สิ้นไตรมาสแรกของปี 2546 ตามลำดับ สอดคล้องกับการขยายตัวของเศรษฐกิจ แต่ปริมาณเงิน (M2a) ขยายตัวในอัตราช้ากว่าที่ร้อยละ 2.4 และ 1.5 ตามลำดับ ทั้งนี้มีประเด็นที่น่าพิจารณา ดังนี้

1. **รอบการหมุนของเงิน** (Velocity of Money) **เพิ่มสูงขึ้น**

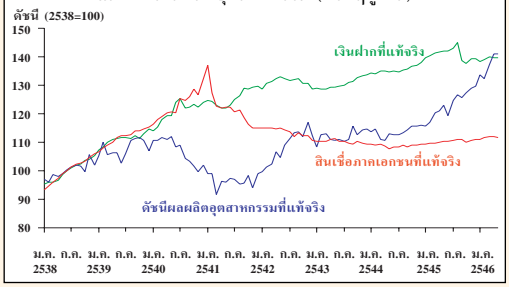
รูปที่ 1 รอบการหมุนของปริมาณเงิน (ปรับฤดูกาล)



รูปที่ 2 แหล่งที่มาของอัตราการขยายตัวของปริมาณเงิน M2



รูปที่ 3 เงินฝาก-สินเชื่อภาคเอกชนของธนาคารพาณิชย์ และดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (ปรับฤดูกาล)



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

การที่เศรษฐกิจขยายตัวในระดับสูง แต่ปริมาณเงินเพิ่มขึ้นในอัตราที่ช้ากว่านั้น ทำให้รอบการหมุนของเงินรวดเร็วขึ้น สะท้อนกิจกรรมเศรษฐกิจที่สามารถขยายตัวได้โดยพึ่งพาการขยายตัวของปริมาณเงินน้อยลง ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาแหล่งที่มาของปริมาณเงินพบว่า สิทธิเรียกร้อง (Claims) ของธนาคารพาณิชย์จากภาคเอกชน ซึ่งมีสินเชื่อภาคเอกชนเป็นองค์ประกอบใหญ่ในช่วงที่ผ่านมา แม้มีการขยายตัวเพิ่มขึ้น แต่ยังอยู่ในระดับต่ำ และไม่เร่งตัวรวดเร็วเมื่อเทียบกับดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (MPI) ที่แท้จริง

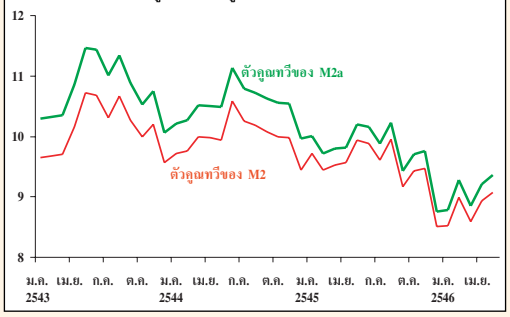
การขยายตัวของเศรษฐกิจโดยเฉพาะภาคอุตสาหกรรมที่ไม่ได้พึ่งพาสินเชื่อมากเช่นในอดีตนี้ นอกจากจะสะท้อนการปรับตัวทางการเงินของภาคธุรกิจเองที่มีทางเลือกในการระดมเงินจากการออกตราสารการเงินได้มากขึ้นแล้ว ยังชี้ว่ากลไกการทำงานของระบบธนาคารพาณิชย์ในฐานะตัวกลางการสร้างเงินยังทำงานได้ไม่เต็มที่ กล่าวคือในขณะที่ธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถเร่งการปล่อยสินเชื่อได้เพิ่มขึ้นตามเงินฝากแต่เงินฝากของระบบยังคงขยายตัวสูงขึ้นต่อเนื่องตามภาวะเศรษฐกิจ และการขาดช่องทางลงทุนทางอื่นทำให้ต้องพึ่งพาระบบธนาคารพาณิชย์ในการหาผลตอบแทนการออม

การที่เงินฝากขยายตัวในระดับที่สูงกว่าสิทธิเรียกร้องจากภาคเอกชน ทำให้สภาพคล่องในระบบธนาคารพาณิชย์อยู่ในระดับสูง ส่งผลให้ธนาคารพาณิชย์ปรับตัวด้านการดำเนินงานมากขึ้น โดยในช่วงที่ผ่านมาธนาคารพาณิชย์ยังคงเน้นการปรับลดรายจ่ายดอกเบี้ยเป็นหลัก เพราะแม้รายรับจากดอกเบี้ยจะปรับตัวดีขึ้น แต่ก็ยังไม่เป็นแหล่งที่มาหลักของกำไร โดยล่าสุดการทยอยปรับลดอัตราดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา ทำให้ต้นทุนเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ไทยปรับลดลงมาอยู่ในระดับใกล้เคียงกับอัตราผลตอบแทนดอกเบี้ยสุทธิจากสินทรัพย์ทั้งหมด

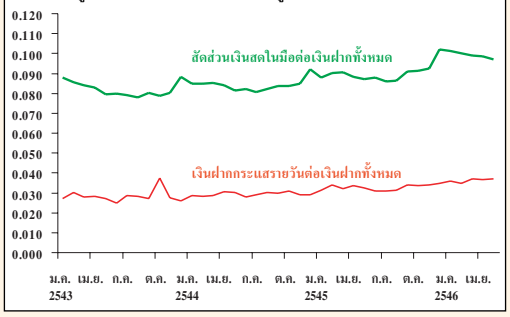
(Net Interest Margin หรือ NIM) รวมทั้งทำให้ Spread ดอกเบี้ย (ระหว่างดอกเบี้ยรับสินเชื่อกับดอกเบี้ยจ่ายเงินรับฝาก) ทรงตัว ซึ่งส่วนหนึ่งทำให้ผลการดำเนินงานของธนาคารพาณิชย์ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง

2. ตัวคูณทางการเงิน (Money Multiplier) ปรับลดลง

รูปที่ 4 ตัวคูณทวีทางการเงิน



รูปที่ 5 องค์ประกอบของตัวคูณทวีทางการเงิน M2



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

การขยายตัวของฐานเงินที่สูงมากในช่วงที่ผ่านมาในขณะที่ปริมาณเงินขยายตัวช้ากว่านั้น ทำให้ตัวคูณทางการเงินปรับลดลง ทั้งนี้ นอกจากมีสาเหตุหลักเนื่องจากกลไกการทำงานของระบบธนาคารพาณิชย์ในฐานะตัวกลางการสร้างเงินที่ยังทำงานได้ไม่เต็มที่แล้ว ยังมีสาเหตุอื่น ๆ ที่สำคัญ คือ

1) การที่ประชาชนเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการถือสินทรัพย์ของตนเองโดยการถอนเงินฝากจากธนาคารพาณิชย์ของประชาชนเพื่อไปซื้อพันธบัตรมากขึ้น โดยเฉพาะการซื้อพันธบัตรออมทรัพย์ช่วยชาติในช่วงปลายปี 2545 ซึ่งทำให้ปริมาณเงินปรับลดลงทันที แต่ไม่มีผลใด ๆ ต่อฐานเงิน

2) สัดส่วนของเงินสดต่อเงินฝาก (Cash to Deposit Ratio) ที่เพิ่มสูงขึ้น เพราะมีการใช้เงินสดในระบบเศรษฐกิจมากขึ้น โดยส่วนหนึ่งคาดว่าเป็นผลจากการเร่งตัวของเศรษฐกิจในระดับรากหญ้าที่มีการใช้เงินสดเป็นหลัก

3. ประเด็นด้านการดำเนินนโยบายการเงินของ ธปท.

ในช่วงที่ผ่านมา ประชาชนมีความต้องการใช้จ่ายมากขึ้นตามภาวะเศรษฐกิจที่ขยายตัวอย่างต่อเนื่อง พิจารณาจาก Nominal GDP และ Private Consumption Index (PCI) ที่เร่งตัวขึ้น ดังนั้น ฐานเงินจึงขยายตัวขึ้นตามเงินสดในมือประชาชนที่เพิ่มสูงขึ้น ธปท. จึงได้ปล่อยเงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจ ตามความต้องการใช้จ่ายของประชาชนและตามอุปสงค์ที่แท้จริงของประชาชน

การที่ฐานเงินในช่วงที่ผ่านมาขยายตัวในระดับที่สูงกว่าปริมาณเงิน มิได้ความหมายว่า ธปท. อัดฉีดเงินเข้าสู่ระบบเพื่อพยายามผลักดันให้เศรษฐกิจขยายตัว แต่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินและกิจกรรมทางเศรษฐกิจ ทำให้การวิเคราะห์เกี่ยวกับปริมาณเงินในระยะต่อไปจำเป็นต้องพิจารณาปริมาณเงินในความหมายที่กว้างขึ้น

กลไกการเปลี่ยนแปลงของฐานเงินเกิดขึ้นจากปัจจัยด้านอุปสงค์เป็นสำคัญ ทั้งนี้การดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบ Inflation Targeting นั้น ธปท. มีเป้าหมายในการดูแลอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืน หรือ RP ระยะ 14 วัน) ให้เป็นไปตามที่คณะกรรมการนโยบายการเงินกำหนดไว้ ซึ่งการดูแลดังกล่าว ธปท. ต้องประมาณการฐานเงินด้านการใช้ไป (ด้านอุปสงค์) ซึ่งจะเปลี่ยนแปลงตามความต้องการของประชาชนผ่านการเบิกถอนเงินของประชาชนจากธนาคารพาณิชย์เป็นสำคัญ ขณะที่การดูดหรือปล่อยเงิน ธปท. ซึ่งเป็นผู้กำหนดระดับอัตราดอกเบี้ย จึงเป็นผู้ทำธุรกรรมสุทธิในตลาดการเงินเพื่อดูแลให้อุปสงค์และอุปทานของสภาพคล่องในตลาดมีความเหมาะสมตามระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่กำหนดและสอดคล้องกับเป้าหมายเงินเฟ้อ