

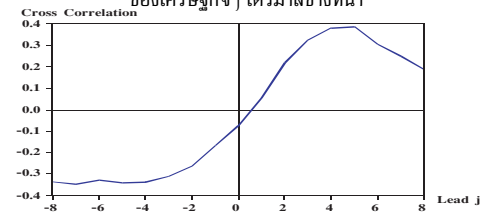
## นโยบายการเงินและโครงสร้างอัตราดอกเบี้ย

ในการดำเนินนโยบายการเงินที่ธนาคารกลางสามารถควบคุมได้อย่างใกล้ชิดคือ อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงิน เช่น อัตราดอกเบี้ยระยะข้ามคืน เป็นต้น แต่ผลกระทบต่อความคิดเห็นของภาคเอกชนในการบริโภคหรือลงทุนขึ้นอยู่กับผลตอบแทนอื่น ๆ ในตลาดการเงิน เช่น อัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ หรืออัตราผลตอบแทนระยะยาวในตลาดตราสารหนี้ ดังนั้น ประสิทธิภาพของนโยบายการเงิน จึงขึ้นอยู่กับผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นต่ออัตราผลตอบแทนอื่น ๆ ในตลาดการเงิน สะท้อนในรูปโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและระยะยาว<sup>1</sup>

จากมุมมองนี้ นโยบายการเงินกระทบอัตราดอกเบี้ยระยะยาวผ่านการเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์ของตลาดเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่ธนาคารกลางจะกำหนดในอนาคต การเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยระยะยาวจึงสะท้อนสัญญาณที่ธนาคารกลางส่งให้กับภาคเอกชนเกี่ยวกับทิศทางของนโยบายการเงินในระยะต่อไป ดังนั้น การสื่อสารและความโปร่งใสเกี่ยวกับกระบวนการตัดสินใจของธนาคารกลางจึงเป็นสิ่งสำคัญยิ่งต่อประสิทธิภาพของนโยบายการเงิน

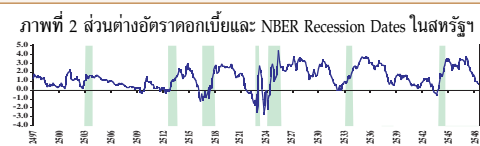
### โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยและการประมาณการเศรษฐกิจในอนาคต

ภาพที่ 1 ความสัมพันธ์ระหว่าง Yield Spread และอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจ (ไตรมาสข้างหน้า)



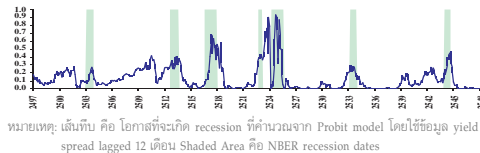
หมายเหตุ: เส้นที่แสดงถึงค่า correlation ระหว่าง yield spread กับอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจ (4-quarter real GDP growth) ไตรมาสข้างหน้า/ข้างหลัง โดยใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่ปี 2497 ถึง 2548

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย



หมายเหตุ: เส้นที่ขึ้น คือ ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยประเภทอายุ 10 ปี และประเภทอายุ 3 เดือน Shaded Area คือ NBER recession dates

ภาพที่ 3 โอกาสที่จะเกิดเศรษฐกิจถดถอยจากการใช้ข้อมูล Yield Spread ย้อนหลัง 12 เดือน



หมายเหตุ: เส้นที่ขึ้น คือ โอกาสที่จะเกิด recession ที่คำนวณจาก Probit model โดยใช้ข้อมูล yield spread lagged 12 เดือน Shaded Area คือ NBER recession dates

ที่มา: ธนาคารกลางสหรัฐฯ

จากการที่โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยสะท้อนข้อมูลเกี่ยวกับการคาดการณ์ของตลาดเกี่ยวกับจุดยืนของธนาคารกลางในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในอนาคต ซึ่งขึ้นอยู่กับภาวะเศรษฐกิจในอนาคตนั้น จึงเป็นไปได้ที่โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยอาจช่วยในการประมาณการแนวโน้มเศรษฐกิจในอนาคตได้ ทั้งนี้ ในกรณีของสหรัฐฯ ซึ่งมีการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยกับภาวะเศรษฐกิจนั้น เป็นที่ยอมรับกันว่าส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลประเภทอายุ 10 ปี กับประเภทอายุ 3 เดือน (Yield Spread) มีความสัมพันธ์กับอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจในอนาคตในเชิงบวก (ภาพที่ 1) และสามารถที่จะทำนายการหดตัว (Recession) ของเศรษฐกิจได้ค่อนข้างดี (ภาพที่ 2 และ 3) ทั้งนี้ เป็นที่น่าสังเกตว่าตั้งแต่ปี 2503 เป็นต้นมา ทุกครั้งที่ Yield Spread ในสหรัฐฯ ตีลบ เศรษฐกิจสหรัฐฯ ได้เข้าสู่ภาวะถดถอยในช่วงเวลาภายหลังไม่เกิน 1 ปี

ในกรณีของประเทศไทย เนื่องจากตลาดพันธบัตรไทยยังมีจำนวนพันธบัตรค่อนข้างน้อยและสภาพคล่องไม่มากนัก การเคลื่อนไหวของโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยจึงมิได้สะท้อนการคาดการณ์ของตลาดเกี่ยวกับทิศทางของดอกเบี้ยเพียงอย่างเดียว

<sup>1</sup> โดยทั่วไป ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นซึ่งอยู่ภายใต้การควบคุมของธนาคารกลางและอัตราดอกเบี้ยระยะยาวอธิบายได้จากหลักการของ 'expectations theory of the term structure' ที่มุ่งว่าการแสวงหากำไร (Arbitrage) ในตลาดการเงินจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวสะท้อนการคาดการณ์ของตลาดเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในอนาคต (ในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยระยะยาวคือ 1 ปีและระยะสั้นคือ 1 เดือน)

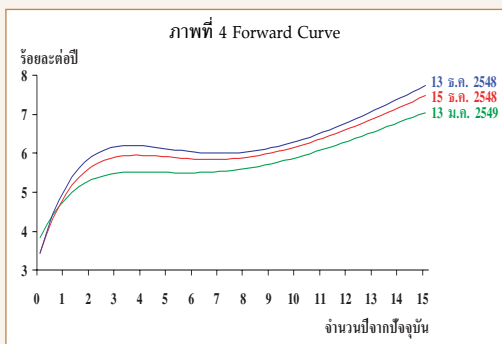
$$i_t^{1Y} = i_t^{1M} + E_t i_{t+1}^{1M} + E_t E_{t+1} i_{t+2}^{1M} + \dots + E_t i_{t+11}^{1M} + \theta \quad (1)$$

กล่าวคือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในพันธบัตรอายุ 1 ปี ( $i_t^{1Y}$ ) ควรเท่ากับผลตอบแทนที่ตลาดคาดว่าจะได้จากการลงทุนในพันธบัตรอายุ 1 เดือน ( $E_t i_{t+1}^{1M}$  for  $j = 1, 2, 3, \dots, 11$ ) และ roll-over 12 ครั้ง ทั้งนี้ ตัวแปร  $\theta$  สะท้อนความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการถือครองพันธบัตรระยะยาว (Term Premium) ซึ่งผู้ลงทุนต้องได้รับผลตอบแทนชดเชย

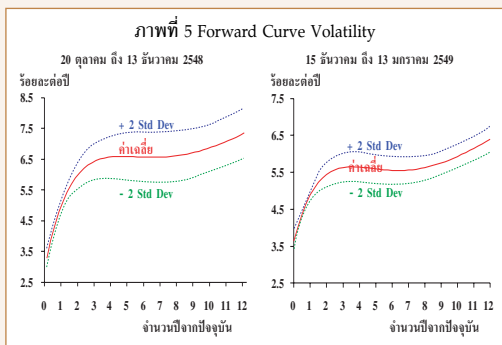
แต่ถูกกระทบจากปัจจัยด้านอุปสงค์และอุปทานด้วย นอกจากนี้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยและกิจกรรมทางเศรษฐกิจยังไม่สามารถทำได้สมบูรณ์ดังเช่นตลาดพันธบัตรสหรัฐฯ เนื่องจากข้อจำกัดของข้อมูลพันธบัตรที่ยังไม่ครบรอบวัฏจักรเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตามตลาดพันธบัตรไทยได้พัฒนามาในระดับหนึ่งที่สามารถนำข้อมูลจากโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยที่สะท้อนการคาดการณ์ของตลาดเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในอนาคตมาเป็นองค์ประกอบของการดำเนินนโยบายการเงินได้

#### การวิเคราะห์การคาดการณ์ของตลาดจากโครงสร้างอัตราดอกเบี้ย

ในการวิเคราะห์การคาดการณ์ของตลาดเกี่ยวกับทิศทางของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น จุดเริ่มต้นคือ Yield Curve ของพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งสะท้อนความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนและอายุคงเหลือของพันธบัตรรัฐบาล ทั้งนี้ เนื่องจากพันธบัตรรัฐบาลส่วนมาก (ประเภทที่มีอายุเกิน 1 ปี) มีการจ่ายดอกเบี้ยระหว่างทาง อัตราผลตอบแทนใน Yield Curve จึงไม่สะท้อนค่าเวลาของเงิน (Time Value of Money) ที่แท้จริง<sup>1</sup> ดังนั้น การวิเคราะห์การคาดการณ์ของตลาดเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยหรือค่าเวลาของเงินในอนาคต



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

แสดงให้เห็นด้วยว่าความไม่แน่นอนของตลาดเกี่ยวกับความเร็วของการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่วัดโดยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ของ Forward Curve ซึ่งในช่วงเวลาตั้งแต่ 15 ธันวาคม 2548 จนถึงล่าสุดวันที่ 13 มกราคม 2549 ได้ปรับแคบลงมาจากช่วงเวลาระหว่าง 20 ตุลาคมถึง 13 ธันวาคม 2548 ซึ่งเป็นช่วงเวลาหลังการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายร้อยละ 0.50 ต่อปี เป็นครั้งที่สอง

โดยสรุป ข้อมูลที่สื่อถึงการคาดการณ์ของภาคเอกชนเกี่ยวกับแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยในอนาคตเป็นองค์ประกอบสำคัญในการวิเคราะห์หลักการลงทุนของนโยบายการเงิน และในการพิจารณาจุดยืนทางนโยบายที่เหมาะสม ด้วยเหตุนี้ คณะกรรมการฯ จึงติดตามการเคลื่อนไหวของโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยอย่างใกล้ชิด

จึงจำเป็นที่จะต้องกลั่นกรองข้อมูลจากผลตอบแทนในตลาดพันธบัตรรัฐบาลที่จ่ายดอกเบี้ย โดยวิธีทางเศรษฐมิติเพื่อที่จะได้โครงสร้างอัตราดอกเบี้ย Zero-coupon Yield Curve ที่สะท้อนค่าเวลาของเงินที่แท้จริง

ข้อมูลที่ได้นี้จะนำมาสรุปในรูปแบบของ Forward Curve ซึ่งแสดงถึงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่ตลาดคาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต ทั้งนี้ เนื่องจากปัจจัยสำคัญที่สุดสำหรับ Path ของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นคือจุดยืนของนโยบายการเงิน การเคลื่อนไหวของ Forward Curve จึงสามารถสะท้อนได้ถึงคาดการณ์ของตลาดเกี่ยวกับทิศทางของนโยบายการเงินในอนาคต

ในกรณีของประเทศไทย ภาพที่ 4 แสดงถึงการเคลื่อนไหวของ Forward Curve ในช่วงที่ผ่านมา โดยเฉพาะผลกระทบของการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินในวันที่ 14 ธันวาคม 2548 ที่ส่งผลให้ Forward Curve แบนราบลงทันทีในวันต่อมา และปรับตัวในลักษณะเดียวกันอย่างต่อเนื่องจนถึงล่าสุดวันที่ 13 มกราคม 2549 ซึ่งสะท้อนการเปลี่ยนแปลงของการคาดการณ์ของตลาดเกี่ยวกับทิศทางของนโยบายการเงินในระยะต่อไปที่การขึ้นดอกเบี้ยช้าลงกว่าเดิม นอกจากนี้ ภาพที่ 5

<sup>1</sup> ตัวอย่าง พันธบัตรที่มีอายุคงเหลือเหมือนกันแต่จ่าย Coupon ในอัตราที่ต่างกันโดยทั่วไปจะมีอัตราผลตอบแทนที่ต่างกัน