



รายงานเศรษฐกิจรายเดือน

พฤศจิกายน ๒๕๔๑

ปีที่ ๓๘

เล่มที่ ๑๑

รายงานเศรษฐกิจรายเดือนนี้ ฝ่ายวิชาการ ธนาคารแห่งประเทศไทย เป็นผู้จัดทำ และรับผิดชอบในคำอธิบายและความเห็นต่าง ๆ ที่แสดงไว้ ยกเว้น ภาคบทความซึ่งอาจอยู่ในความรับผิดชอบโดยเฉพาะของผู้เขียนบทความนั้น

การนำข้อความหรือตัวเลขไม่ว่าเรื่องใดตอนใดในรายงานนี้ไปลงพิมพ์ ในหนังสืออื่น โปรดอ้างชื่อรายงานกำกับไว้ด้วย

อัตราค่าสมาชิก

ภายในประเทศ ปีละ 792 บาท หรือเล่มละ 66 บาท
ต่างประเทศ ปีละ 2,880 บาท หรือเล่มละ 240 บาท
(ถ้าส่งไปรษณีย์อากาศคิดค่าส่งต่างหาก)

การขอรับโปรดชำระเงินล่วงหน้า

ฝ่ายวิชาการ ธนาคารแห่งประเทศไทย

บางขุนพรหม กรุงเทพฯ 10200

โทรศัพท์ 282-7599 หรือ 283-5619

โทรสาร 282-5082 หรือ 283-6196

สารบัญ

ภาวะเศรษฐกิจและการเงิน (ตุลาคม 2541)

การเงินและการธนาคาร.....	1
ฐานะการคลัง.....	2
ดุลการชำระเงิน.....	3
ดัชนีราคา.....	5
ภาวะสินค้าเกษตรกรรม.....	5
ภาวะธุรกิจและอุตสาหกรรม.....	6
เงินตราต่างประเทศและราคาทองคำ	
ภาวะตลาดต่างประเทศ.....	7
ความเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนเงินสกุลต่างๆ กับบาทในตลาดกรุงเทพฯ.....	7
ราคาทองคำ.....	10

บทความ

กลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินของไทยในทศวรรษหน้า : Inflation Targeting หรือ Monetary Targeting.....	11
---	----

บันทึกเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงิน.....	43
---	----

ตารางสถิติ

ภาวะเศรษฐกิจและการเงิน

ภาวะเศรษฐกิจและการเงิน

ตุลาคม 2541

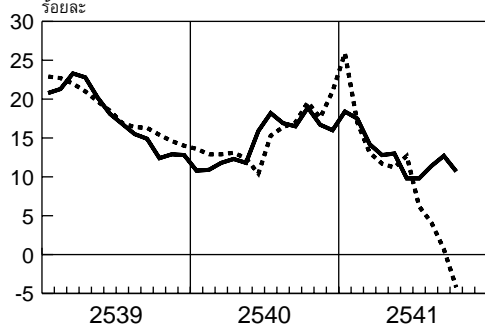
การเงินและการธนาคาร

สภาพคล่องในระบบการเงินโดยรวมในเดือน ตุลาคมยังคงคล่องตัวต่อเนื่องจากเดือนก่อน เนื่องจาก มีเงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศ ประกอบกับการระดม เงินฝากที่ระบบธนาคารพาณิชย์ยังคงขยายตัว แม้ว่าจะ มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากหลายครั้งในเดือนนี้ เพื่อเป็นการลดต้นทุนของธนาคารก็ตาม นอกจากนี้ การใช้จ่ายของภาครัฐบาลเพิ่มขึ้นเพื่อ กระตุ้นเศรษฐกิจ ซึ่งส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น ในตลาดเงินลดลง ในขณะที่สินเชื่อของระบบธนาคารพาณิชย์ลดลงมาก โดยเฉพาะสินเชื่อธุรกิจ BIBF ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการตีราคาตามค่าเงินบาทที่ แข็งขึ้น ประกอบกับธนาคารพาณิชย์ยังคงระมัดระวัง การปล่อยสินเชื่อใหม่ และมีปัญหาจากหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้อย่างต่อเนื่อง

ฐานเงิน ในเดือนนี้มียอดคงค้างเพิ่มขึ้นจาก เดือนก่อน ทั้งนี้ ตามการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินสด ในมือประชาชน ส่วนด้านอุปทานฐานเงินมีข้อสังเกต

อัตราเพิ่มเงินรับฝาก-เงินให้กู้ยืม ของธนาคารพาณิชย์

..... เงินให้กู้ยืม
— เงินรับฝาก



การดำเนินงานของธนาคารพาณิชย์ (หน่วย : พันล้านบาท)

	2541		
	ส.ค.	ก.ย.	ต.ค.
เงินรับฝากของ ธ.พ. (ร้อยละต่อปี)	4,496.8 (11.4)	4,580.3 (12.7)	4,585.6 (10.7)
เงินให้กู้ยืม			
-รวม BIBF (ร้อยละต่อปี)	5,642.5 (4.1)	5,576.9 (0.7)	5,469.1 (-4.2)
(เงินให้กู้ยืมต่อ เงินฝาก-ร้อยละ)	125.5	121.8	119.3
-ไม่รวม BIBF (ร้อยละต่อปี)	4,643.5 (7.3)	4,658.2 (6.1)	4,622.3 (4.4)
(เงินให้กู้ยืมต่อ เงินฝาก-ร้อยละ)	103.3	101.7	100.8
ปริมาณเงิน			
M1 (ร้อยละต่อปี)	389.9 (-9.0)	389.3 (-2.8)	399.2 (-2.0)
M2 (ร้อยละต่อปี)	4,602.9 (11.2)	4,689.3 (12.6)	4,718.2 (11.3)
ฐานเงิน (ร้อยละต่อปี)	442.1 (1.5)	440.0 (1.4)	450.2 (1.5)

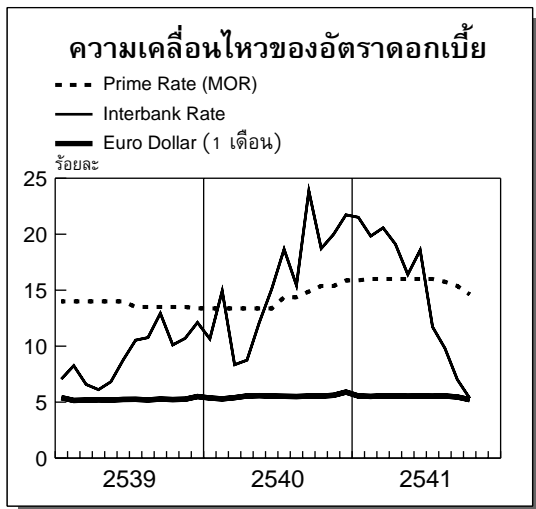
ดังนี้ 1) สินเชื่อสุทธิที่ให้แก่ภาครัฐบาลเพิ่มขึ้นเนื่องจากการขาดดุลเงินสดของรัฐบาล และรัฐบาลออกพันธบัตร ขดเขยแก่กองทุนฟื้นฟู 2) สินเชื่อสุทธิที่ให้แก่สถาบันการเงินเพิ่มขึ้น เนื่องจากกองทุนฟื้นฟู ได้เงินจำนวนหนึ่งจากการประมูลขายพันธบัตรรัฐบาลที่ถืออยู่ ออกไป และนำไปชำระคืนเงินกู้จากตลาดซื้อคืน ขณะเดียวกันได้ให้กู้ยืมแก่สถาบันการเงินเพิ่มขึ้น

ปริมาณเงินตามความหมายแคบ (M1) มี ยอดคงค้างเพิ่มขึ้นจากเดือนก่อนเล็กน้อยตามการ

ความเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ย (ร้อยละต่อปี)

	2541		
	ส.ค.	ก.ย.	ต.ค.
1. เงินฝากประจำ 1 ปี	9.50-11.50	7.00-8.50	6.76-7.75
2. เงินให้สินเชื่อของ ธ.พ.			
- ลูกค้ำขั้นดี (MLR)	14.75-15.00	14.50-14.75	13.75-14.00
- ลูกค้ำรายย่อยขั้นดี (MRR)	15.25-16.25	15.00-15.75	14.25-15.25
3. ตลาดเงินระยะสั้น			
- เงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร	9.81	7.02	5.35
- ตลาดซื้อคืน 1 วัน	10.34	6.95	5.24
- ตลาดซื้อคืน 7 วัน	10.35	7.09	5.37
4. ตลาดต่างประเทศ			
- Fed Fund Rate	5.56	5.53	5.13
- Euro 1 Month	5.57	5.46	5.20

เพิ่มขึ้นของเงินสดในมือประชาชน แต่เพียงระยะเดียวกันปีก่อนมียอดคงค้างลดลงร้อยละ 2.0 ส่วนปริมาณเงินตามความหมายกว้าง (M2) มีอัตราการขยายตัวชะลอลงในเดือนนี้ ทั้งนี้ ตามการชะลอของสินเชื่อภาคเอกชน ทั้งสินเชื่อของธุรกิจปกติและ



สินเชื่อเพื่อกิจการวิเทศธนกิจ ขณะที่สินเชื่อรัฐบาลสุทธิขยายตัวสูงขึ้นเพราะรัฐบาลออกพันธบัตรจำนวน 100 พันล้านบาท เพื่อชดเชยแก่กองทุนฟื้นฟู

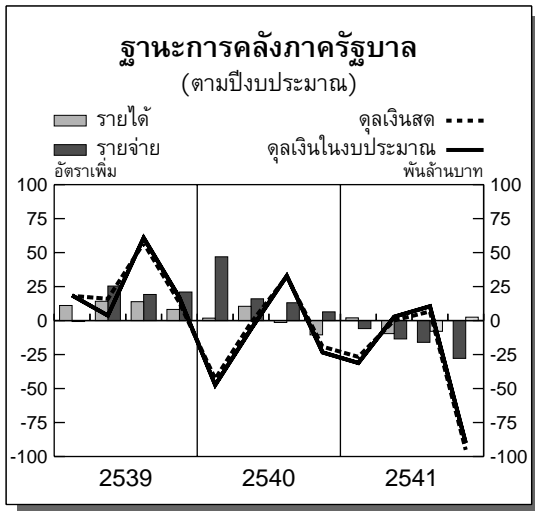
ฐานะการคลัง

เดือนตุลาคมรัฐบาลขาดดุลเงินสดทั้งสิ้น 18.8 พันล้านบาท โดยเป็นการขาดดุลเงินในงบประมาณ 23.3 พันล้านบาท ในขณะที่เกินดุลเงินนอกงบประมาณ 4.5 พันล้านบาท

ฐานะการคลังรัฐบาล

หน่วย : ล้านบาท

	กันยายน	ตุลาคม
	2541	2542
(ปีงบประมาณ)		
การรับ-จ่ายของรัฐบาล		
รายได้	60,023	47,360
Δ %	(-41.8)	(-5.7)
รายจ่าย	104,324	70,683
Δ %	(20.0)	(9.0)
ดุลเงินในงบประมาณ	-44,301	-23,323
ดุลเงินนอกงบประมาณ	-7,281	4,549
ดุลเงินสด	-51,582	-18,774
การชดเชยดุลเงินสด		
กู้ในประเทศสุทธิ	-1,747	-1,397
ธนาคารแห่งประเทศไทย	-1,695	-529
ธนาคารพาณิชย์	38	-584
ธนาคารออมสิน	-	-
อื่น ๆ	-90	-284
กู้ต่างประเทศสุทธิ	-1,032	-271
จ่ายทุนประเดิม กบข.	-120	-
พันธบัตรรัฐบาลเพื่อ		
กองทุนฟื้นฟู	-	100,000
จ่ายให้กองทุนฟื้นฟู	-	-100,000
ใช้เงินคงคลัง (+)	54,481	20,442
รวมการชดเชย	51,582	18,774



รายได้

รายได้ในเดือนตุลาคมมีจำนวน 47.4 พันล้านบาท ลดลงจากระยะเดียวกันปีก่อนร้อยละ 5.7 โดยเป็นการลดลงของภาษีมูลค่าเพิ่มร้อยละ 26.9 อากรขาเข้าร้อยละ 23.8 และภาษีเงินได้นิติบุคคลร้อยละ 23.3 สำหรับภาษีที่เพิ่มขึ้น ได้แก่ ภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาเพิ่มขึ้นถึงร้อยละ 32.0 ซึ่งส่วนใหญ่เป็นภาษีจากรายได้ดอกเบี้ยเงินฝาก ภาษีสรรพสามิตเพิ่มขึ้นร้อยละ 18.7 เนื่องจากมูลค่าภาษีเบียร์และภาษีน้ำมันเพิ่มขึ้น

รายจ่าย

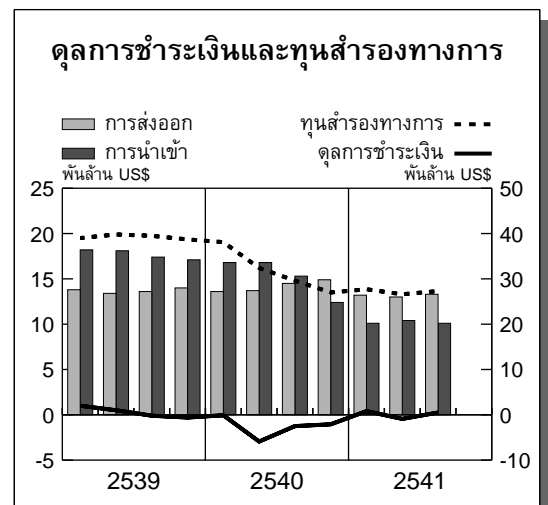
รายจ่ายในเดือนตุลาคมเพิ่มขึ้นร้อยละ 9.0 เป็น 70.7 พันล้านบาท โดยเป็นการเบิกจ่ายจากงบประมาณปีปัจจุบัน 49.2 พันล้านบาท และงบประมาณปีก่อน 21.5 พันล้านบาท ซึ่งเป็นรายจ่ายเหลือจ่าย 13.6 พันล้านบาท และรายจ่ายจากเงินกันปีก่อน 7.9 พันล้านบาท

สำหรับอัตราการเบิกจ่ายในเดือนตุลาคม คิดเป็นร้อยละ 6.0 ของวงเงินงบประมาณ เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 3.6 ในช่วงเดียวกันปีก่อน

ดุลการชำระเงิน

ดุลการค้า ในเดือนตุลาคมเกินดุลลดลงจากเดือนก่อน โดยที่การส่งออกมีมูลค่าใกล้เคียงกับเดือนก่อนหน้า ขณะที่การนำเข้าเพิ่มขึ้นจากเดือนก่อนร้อยละ 5.4 เมื่อรวมกับดุลบริการปริจจาคที่เปลี่ยนจากขาดดุลในเดือนก่อนที่เป็นช่วงตงงวดชำระค่าดอกเบี้ยให้ต่างประเทศเป็นเกินดุลในเดือนนี้ ทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลเพิ่มขึ้นจากเดือนก่อน ทางด้านเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิขาดดุลเพิ่มขึ้นจากเดือนก่อนหน้ารวมแล้วดุลการชำระเงินเกินดุลใกล้เคียงกับเดือนก่อนหน้า

การส่งออก (การส่งออกเมื่อเดือนตุลาคม 2540 เพิ่มขึ้นมากเนื่องจากเป็นช่วงที่ได้รับผลดีจากการลดค่าเงินบาทอย่างเต็มที่เพราะประเทศเพื่อนบ้านยังไม่มี การลดค่าเงินบาทเพื่อเพิ่มฐานะแข่งขันของตน) การส่งออกในเดือนตุลาคม 2541 ลดลงจากระยะเดียวกันปีก่อนร้อยละ 12.6 โดยเป็นการลดลงทางด้านราคาร้อยละ 12.5 เนื่องจากการแข่งขันค่อนข้างรุนแรงในกลุ่มประเทศที่ประสบวิกฤตการณ์ทางการเงินสินค้าเกษตร ข้าว ยาง และผลิตภัณฑ์มันสำปะหลังมูลค่าลดลงมาก เพราะกำลังซื้อจากต่างประเทศลดลง



สินค้าประมงลดลงตามการส่งออกของกุ้งสดแช่แข็งที่ราคาตกลงมาก สินค้าอุตสาหกรรมยังคงลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่สิบ โดยเฉพาะสินค้าที่ใช้แรงงานสูง เช่น รองเท้า และอัญมณี ขณะที่สินค้าที่ใช้เทคโนโลยีสูง บางรายการยังส่งออกได้ดี เช่น ยานยนต์และชิ้นส่วน

การนำเข้าในเดือนตุลาคมลดลงร้อยละ 24.7 จากเดือนเดียวกันปีก่อน แต่ลดลงในอัตราที่ชะลอลง โดยน้ำมันลดลงตามราคาในตลาดโลก สำหรับสินค้าเข้าที่ไม่ใช่น้ำมันลดลงตามอุปสงค์ในประเทศ โดยเฉพาะสินค้าทุนประเภทเครื่องจักรที่ใช้ในอุตสาหกรรมที่น่าสังเกต คือ มีการนำเข้ารถไฟไฟฟ้าเที่ยวทดลองของโครงการรถไฟฟ้ามหานครมูลค่า 5.4 ล้านดอลลาร์ สรอ. ส่วนหมวดวัตถุดิบนำเข้ลดลงในอัตราที่ชะลอตัวลงมากเมื่อเทียบกับช่วงไตรมาสแรกของปีนี้

ดุลการค้าและดุลการชำระเงิน (หน่วย : ล้านดอลลาร์ สรอ.)

	2541		
	ส.ค.	ก.ย. ^{1/}	ต.ค. ^{1/}
ดุลการค้า	935	1,242	1,091
สินค้าออก	4,299	4,470	4,493
	(-11.7)	(-10.3)	(-12.6)
สินค้าเข้า	3,294	3,228	3,402
	(-38.3)	(-32.3)	(-24.7)
ดุลบัญชีเดินสะพัด	1,123	1,103	1,275
เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิ	-1,081	-178	-802
เอกชน	-1,292	-818	-2,404
ทางการ	70	61	442
รพท.	141	579	1,160
ดุลการชำระเงินรวม^{2/}	-176	376	342

หมายเหตุ : ในวงเล็บคืออัตราการเปลี่ยนแปลงจากระยะเดียวกันของปีก่อน

1/ ข้อมูลเบื้องต้น 2/ ข้อมูลจริง

เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิขาดดุลเพิ่มขึ้นจากเดือนก่อน โดยเงินทุนภาคเอกชนขาดดุลเพิ่มขึ้นมากเป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ต่างประเทศของธนาคารพาณิชย์ และกิจการวิเทศธนกิจชำระคืนเงินกู้ต่างประเทศสูงขึ้น ขณะเดียวกันเงินทุนภาครัฐกิจที่มีใช้ธนาคารเปลี่ยนจากเกินดุลเป็นขาดดุลเพราะมีการเร่งชำระหนี้คืน ส่วนหนึ่งเนื่องจากได้รับเงินลงทุนโดยตรงจากบริษัทแม่ สำหรับเงินทุนทางการและ รพท. เกินดุลต่อเนื่อง เพราะมีการนำเข้าเงินกู้ของ รพท. ภายใต้โครงการฟื้นฟูเศรษฐกิจ และ รพท. เข้าไปซื้อเงินตราต่างประเทศเพื่อเตรียมชำระค่า Swap

ทุนสำรองทางการ ณ สิ้นเดือนตุลาคม มีจำนวน 28.5 พันล้านดอลลาร์ สรอ. หรือเทียบเท่าการนำเข้า 8.1 เดือน

สินค้าออกและสินค้าเข้า (ในรูปดอลลาร์ สรอ.)

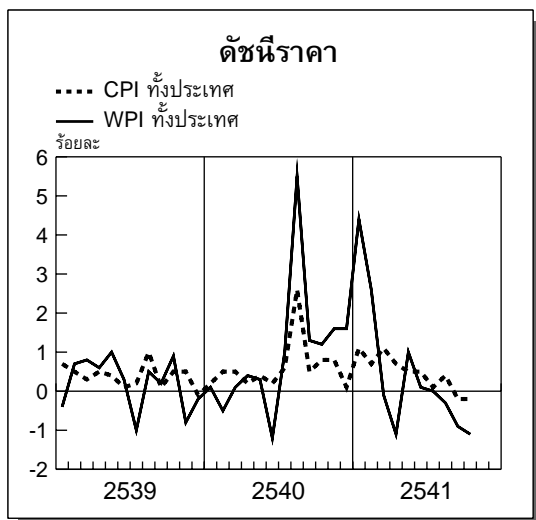
การเปลี่ยนแปลงจากระยะเดียวกันปีก่อน (%)	2541		
	ส.ค.	ก.ย.	ต.ค. ^{1/}
รวมสินค้าออก	-11.7	-10.3	-12.6
1. สินค้าเกษตร	-26.0	-25.8	-20.9
2. สินค้าประมง	-23.9	-15.6	-5.3
3. สินค้าอุตสาหกรรม	-10.2	-8.9	-12.6
รวมสินค้าเข้า	-38.3	-32.3	-24.7
1. น้ำมัน	-39.7	-41.1	-28.5
2. ไม่น้ำมัน	-38.2	-30.5	-24.2
2.1 อุปโภคบริโภค	-33.0	-27.5	-20.1
2.2 วัตถุดิบ	-28.5	-29.2	-21.5
2.3 สินค้าทุน	-32.6	-29.9	-26.8
2.4 อื่นๆ	-82.7	-47.3	-22.6

1/ ข้อมูลเบื้องต้น

ดัชนีราคา

ดัชนีราคาผู้บริโภค

ดัชนีราคาผู้บริโภคทั้งประเทศในเดือนตุลาคม ลดลงจากเดือนก่อนร้อยละ 0.2 ต่อเนื่องเป็นเดือนที่สอง โดยราคาสินค้าหมวดอาหารและเครื่องดื่มลดลงร้อยละ 0.7 แต่ราคาสินค้าหมวดอื่น ๆ ที่มีโชอาหารเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.2 ในหมวดอาหาร ราคาสินค้าหมวดผักและผลไม้ลดลงมากที่สุด (ร้อยละ -5.8) เนื่องจากผลผลิตของผักและผลไม้เข้าสู่ตลาดมากขึ้นจากสภาพอากาศที่เอื้ออำนวย รongลงมาได้แก่ หมวดข้าว แป้ง และผลิตภัณฑ์จากแป้ง (ร้อยละ -1.2) เพราะปริมาณความต้องการข้าวเพื่อส่งออกชะลอลง ประกอบกับค่าเงินบาทปรับตัวแข็งขึ้น ในขณะที่ราคาหมวดอาหารที่ซื้อจากตลาดเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.5 สำหรับสินค้าหมวดอื่น ๆ ที่มีโชอาหารปรับเพิ่มขึ้นในทุกหมวดสินค้า โดยหมวดการตรวจรักษาและบริการส่วนบุคคลปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุด (ร้อยละ 0.7) รongลงมาได้แก่ หมวดยานพาหนะ การขนส่ง และการสื่อสาร (ร้อยละ 0.5) ตามการปรับราคาน้ำมัน ค่าน้ำประปา และค่าเรือโดยสารข้ามฟาก



ดัชนีราคาขายส่ง

ดัชนีราคาขายส่งเดือนตุลาคมลดลงต่อเนื่องจากเดือนก่อนร้อยละ 1.1 ตามการลดลงของราคาสินค้าในหมวดเกษตรกรรมและผลิตภัณฑ์อาหาร ร้อยละ 3.2 เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของอุปทานภายในประเทศ และการชะลอตัวของปริมาณความต้องการข้าวจากต่างประเทศ ส่วนหมวดสินค้าอุตสาหกรรมระดับราคาเพิ่มสูงขึ้นร้อยละ 0.4 ตามการเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าในหมวดผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม (ร้อยละ 3.4) และหมวดยางและผลิตภัณฑ์ยาง (ร้อยละ 2.7)

ภาวะสินค้าเกษตรกรรม

ผลผลิตสินค้าเกษตร โดยเฉพาะข้าวโพดและมันสำปะหลังซึ่งได้ผลดีเข้าตลาดเพิ่มขึ้น ปริมาณสุกรและไก่เข้าตลาดน้อยเพราะเกษตรกรลดการเลี้ยงในช่วงก่อนหน้า การผลิตสัตว์น้ำ แม้ว่าปริมาณสัตว์น้ำที่ชาวประมงจับได้เข้าตลาดลดลงเพราะเป็นช่วงมรสุม แต่การเร่งจับกึ่งจากการเพาะเลี้ยง และความต้องการลดลงทำให้ราคาขายส่งสัตว์น้ำเค็มในตลาดกรุงเทพฯ ลดลงจากเดือนก่อนร้อยละ 8.0

ราคาสินค้าเกษตรโดยรวมลดลงจากเดือน

ดัชนีราคาที่เกษตรกรขายได้

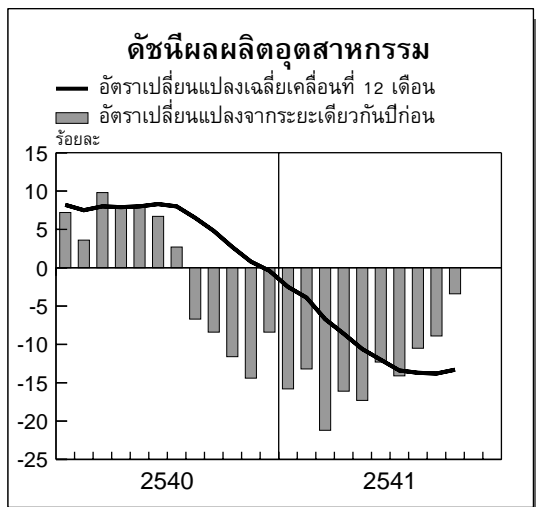
(2527=100)

การเปลี่ยนแปลงจากระยะเดียวกันปีก่อน (%)	2541		
	ส.ค.	ก.ย.	ต.ค.
ดัชนีราคาสินค้า			
เกษตรรวม	26.12	22.27	18.36
พืชผล	30.90	27.16	22.87
ปศุสัตว์	7.16	6.74	11.80
ประมง	35.46	23.31	7.79

ก่อนร้อยละ 4.6 เนื่องจากเป็นช่วงผลผลิตออกสู่ตลาด และการสั่งซื้อข้าวจากต่างประเทศลดลง ส่วนราคาหัวมันสำปะหลังลดลงเพราะมีฝนตกชุกทำให้คุณภาพหัวมันต่ำลง

ภาวะธุรกิจและอุตสาหกรรม

การผลิตภาคอุตสาหกรรมในเดือนตุลาคม ลดลงจากระยะเดียวกันปีก่อนร้อยละ 5.4 เทียบกับที่ลดลงร้อยละ 8.9 ในเดือนก่อน โดยการผลิตในหมวดสำคัญลดลงในอัตราที่ชะลอลง อาทิ หมวดยานยนต์ หมวดผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม และหมวดวัสดุก่อสร้าง เนื่องจากการปรับสต็อกของผู้ประกอบการ ส่วนหมวดยานยนต์และอุปกรณ์ขนส่งเป็นผลจากการผลิตรถยนต์เพื่อการพาณิชย์ที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 20.3 เนื่องจากการส่งออกทดแทนตลาดในประเทศ นอกจากนี้ การผลิตในหมวดอาหารขยายตัวสูงขึ้นตามการผลิตอาหารทะเลกระป๋องและอาหารทะเลแช่แข็ง จากปริมาณและราคาวัตถุดิบที่เอื้อประโยชน์ต่อการผลิต ส่วนหมวดเครื่องดื่มยังเพิ่มขึ้นแต่ในอัตราที่ชะลอลง โดยเป็นการเพิ่มขึ้นของการผลิตเบียร์ จากการแข่งขันเพื่อแย่งชิงส่วนแบ่งการตลาดของผู้ประกอบการรายใหญ่ และหมวดสิ่งทอ การผลิตเพิ่มขึ้นในอัตราชะลอ



ลงเช่นกันตามการส่งออก เพราะสหรัฐอเมริกาซึ่งเป็นตลาดสำคัญมีสต็อกสูง อย่างไรก็ตาม การผลิตในหมวดอื่นๆ ยังคงลดลงต่อเนื่องจากปัญหาการแข่งขันในตลาดส่งออก โดยเฉพาะการผลิตกระจกแผ่น โทไรทัศน์ มอเตอร์ไฟฟ้า และคอมเพรสเซอร์

ผลผลิตอุตสาหกรรม เหมืองแร่และภาคบริการสำคัญ

การเปลี่ยนแปลงจากระยะเดียวกันปีก่อน (%)

	2541		
	ส.ค.	ก.ย. ^{1/}	ต.ค. ^{1/}

ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ^{2/} (2538=100)	ส.ค.	ก.ย. ^{1/}	ต.ค. ^{1/}
1. หมวดอาหาร	1.4	5.6	7.3
2. หมวดเครื่องดื่ม	-8.8	16.4	5.5
3. หมวดยานยนต์	-21.5	-27.9	-9.1
4. หมวดวัสดุก่อสร้าง	-36.1	-33.4	-31.8
5. หมวดยานยนต์	-39.3	-40.7	-14.1
6. หมวดสิ่งทอ	2.7	2.2	2.0
7. หมวดผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม	0.4	-15.4	-8.2
8. หมวดอื่นๆ	-19.2	-13.0	-14.6

ผลผลิตภาคเหมืองแร่

1. แร่ดีบุก (เมตริกตัน)	209.5	195.0	190.0
($\Delta\%$)	336.5	251.4	190.1
2. ก๊าซธรรมชาติ (ล้าน ลบ.ฟุต/วัน)	1,763	1,723	1,740
($\Delta\%$)	8.4	8.1	6.7

ภาคบริการ

1. จำนวนนักท่องเที่ยวทั่ว ราชอาณาจักร (พันคน)	664	567	610
($\Delta\%$)	7.2	14.0	13.9
2. อัตราการเข้าพักโรงแรม ^{3/} (ร้อยละ)	63	60	64

1/ ประมาณการ

2/ สินค้าอุตสาหกรรม 38 รายการ

3/ เป็นอัตราเข้าพักโรงแรมชั้นหนึ่ง 140 แห่งทั่วประเทศ (เขต กทม. 45 แห่ง และต่างจังหวัด 95 แห่ง)

ภาคเหมืองแร่ การผลิตสินแร่ดีบุกลดลงจากเดือนก่อน เนื่องจากราคาดีบุกในประเทศลดลงไม่จูงใจให้เพิ่มการผลิต สำหรับผลผลิตก๊าซธรรมชาติเพิ่มขึ้นจากเดือนก่อน เป็นผลจากอุปทานที่เพิ่มขึ้นจากแหล่งผลิตน้ำพองซึ่งให้ผลผลิตมากขึ้นหลังจากที่ลดการผลิตลงในเดือนสิงหาคม

ภาคบริการท่องเที่ยว ในเดือนตุลาคม จำนวนนักท่องเที่ยวจากต่างประเทศเพิ่มขึ้นร้อยละ 7.6 เมื่อเทียบกับเดือนก่อน ส่งผลให้อัตราการเข้าพักโรงแรมเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 64 ของห้องพักรวมในเดือนนี้ เนื่องจากเป็นช่วงต้นของฤดูกาลท่องเที่ยว ประกอบกับมีการจัดงานอะเมซิ่งในภาคกลางและภาคเหนือเพื่อส่งเสริมการท่องเที่ยว นอกจากนี้ การบินไทยยังได้ขยายเที่ยวบินตรงถึงภูเก็ต ซึ่งอำนวยความสะดวกแก่นักท่องเที่ยวมากขึ้น

เงินตราต่างประเทศและราคาทองคำ

ภาวะตลาดต่างประเทศ

ดอลลาร์ สรอ.

ในเดือนตุลาคมดัชนีค่าเงินดอลลาร์ สรอ. (เทียบกับค่าเฉลี่ยปี 2533=100) มีค่าอ่อนลงมากต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 จากระดับ 111.01 ในเดือนก่อน เป็น 106.78 ในเดือนนี้ เนื่องจากปัจจัยหลัก 3 ประการ คือ 1) FOMC ปรับลดอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น (Fed Funds Rate) จากร้อยละ 5.25 เหลือร้อยละ 5.0 และอัตราดอกเบี้ยทางการ (Discount Rate) จากร้อยละ 5.0 เหลือร้อยละ 4.75 ในวันที่ 15 ตุลาคม 2) นักลงทุนยังคงวิตกกังวลในวิกฤตการณ์การเงินในละตินอเมริกา โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศบราซิล 3) ตัวเลขความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ต่ำเกินคาด ทำให้ตลาดเชื่อว่าธนาคารกลางสหรัฐฯ จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยอีกในการประชุม FOMC ในกลาง

เดือนพฤศจิกายน โดยเงินดอลลาร์ สรอ. มีค่าเฉลี่ยอ่อนลงร้อยละ 10.24 3.58 และ 0.68 เมื่อเทียบกับเงินญี่ปุ่น มาร์กเยอรมัน และปอนด์สเตอร์ลิง

เงินญี่ปุ่น

เงินเยนญี่ปุ่นมีค่าเฉลี่ยแข็งขึ้นจาก 134.28 เยนต่อดอลลาร์ สรอ. ในเดือนก่อน เป็น 121.81 เยนต่อดอลลาร์ ในเดือนนี้ เนื่องจากแผนกระตุ้นเศรษฐกิจของญี่ปุ่นที่คาดว่าจะใช้เงินถึง 30 ล้านล้านเยน (ประมาณ 225 พันล้านดอลลาร์ สรอ.) เป็นปัจจัยที่ส่งผลให้เงินเยนมีค่าแข็งขึ้น นอกจากนี้ การขายเงินดอลลาร์ของ Hedge Fund และ Investment Houses โดยซื้อเงินเยนเพื่อนำเงินไปชำระเงินกู้ในสกุลเยนยังคงเป็นปัจจัยที่สนับสนุนให้เงินเยนมีค่าแข็งขึ้นเมื่อเทียบกับเงินสกุลอื่น

ปอนด์สเตอร์ลิง

เงินปอนด์สเตอร์ลิงมีค่าเฉลี่ยแข็งขึ้นจาก 1.6821 ดอลลาร์ สรอ. ต่อปอนด์ ในเดือนก่อน เป็น 1.6936 ดอลลาร์ สรอ. ต่อปอนด์ ในเดือนตุลาคม เนื่องจากธนาคารกลางอังกฤษประกาศลดอัตราดอกเบี้ย Base Rate จากร้อยละ 7.50 เหลือร้อยละ 7.25 ในวันที่ 8 ตุลาคม ตรงตามความคาดหมายของตลาด

มาร์กเยอรมัน

เงินมาร์กเยอรมันมีค่าเฉลี่ยแข็งขึ้นจาก 1.6985 มาร์กต่อดอลลาร์ สรอ. ในเดือนก่อน เป็น 1.6398 มาร์กต่อดอลลาร์ สรอ. ในเดือนตุลาคม เนื่องจากมีข่าวว่าธนาคารกลางเยอรมันยังไม่ปรับลดอัตราดอกเบี้ยในระยะนี้ ซึ่งเป็นปัจจัยสนับสนุนค่าเงินมาร์ก

ความเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนเงินสกุลต่าง ๆ กับบาทในตลาดกรุงเทพฯ

ในเดือนตุลาคม ค่าเงินบาทเทียบเงินสกุลสำคัญ และเงินสกุลต่าง ๆ ในภูมิภาคมีค่าเฉลี่ยแข็งขึ้น

ยกเว้นเมื่อเทียบกับรูเปียนอินโดนีเซียและเยนญี่ปุ่น โดยมีค่าแข็งขึ้นเมื่อเทียบกับดอลลาร์ สรอ. (ร้อยละ 5.65) ดอลลาร์ฮ่องกง (5.65) ริงกิตมาเลเซีย (5.47) ปอนด์สเตอร์ลิง (4.89) เปโซฟิลิปปินส์ (3.60) มาร์กเยอรมัน (2.09) ดอลลาร์สิงคโปร์ (0.70) ดอลลาร์บรูไน (0.68) ค่าเงินบาทมีค่าอ่อนลงเมื่อเทียบกับรูเปียนอินโดนีเซีย (22.06) เยนญี่ปุ่น (4.74)

ปัจจัยบวกที่มีผลต่อค่าเงินบาท

1) การที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ ได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ย Fed Funds Rate ลง 2 ครั้ง ในปลายเดือนกันยายนและกลางเดือนตุลาคม เหลือร้อยละ 5.0 และลด Discount Rate ในกลางเดือนตุลาคม เหลือร้อยละ 4.75 ได้ส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์ สรอ. ปรับตัวลดลงจึงทำให้ค่าเงินต่างๆ ในภูมิภาคปรับตัวดีขึ้น

2) การที่ Hedge Fund รายใหญ่แห่งหนึ่งของสหรัฐฯ ได้ขายสินทรัพย์ชำระหนี้เพื่อตัดขาดทุน (liquidate) ในประเทศตลาดเกิดใหม่ (emerging markets) เพื่อปิดฐานะกับคู่สัญญาก่อนครบกำหนด โดยเฉพาะธุรกรรมในตลาดล่วงหน้าแบบ cross currencies ซึ่งมีสกุลเงินบาทอยู่ใน portfolio ด้วย ส่งผลให้มีความต้องการเงินบาทและเงินสกุลอื่นๆ ในเอเชียเพื่อทำการส่งมอบ จึงส่งผลให้ค่าเงินต่างๆ ในภูมิภาคปรับตัวดีขึ้น

3) การที่ตลาดคาดว่าค่าเงินบาทจะมีค่าแข็งขึ้น เนื่องจากมีปัจจัยบวกต่างๆ เช่น เงินลงทุนจากต่างประเทศเฉลี่ยเดือนละ 400 ล้านดอลลาร์ สรอ. และการเกินดุลบัญชีเดินสะพัด ส่งผลให้มีบริษัทเอกชนต่างๆ มีความต้องการถือดอลลาร์ สรอ. ลดลง

อัตราแลกเปลี่ยนในตลาดนิวยอร์ก (เฉลี่ยรายเดือน)

(หน่วย : เงินตราต่างประเทศต่อ 1 ดอลลาร์ สรอ.)

สกุลเงิน	ตุลาคม 2541			กันยายน 2541	การเปลี่ยนแปลง (ร้อยละ) เงินตราต่างประเทศเทียบกับ US\$ กันยายน/ตุลาคม 2541
	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเฉลี่ย	
มาร์กเยอรมัน	1.6645	1.6165	1.6398	1.6985	3.58
เยนญี่ปุ่น ^{2/}	136.320	114.725	121.806	134.279	10.24
ปอนด์สเตอร์ลิง ^{1/}	1.7110	1.6635	1.6936	1.6821	0.68
ฟรังก์ฝรั่งเศส	5.5826	5.3922	5.4964	5.6933	3.58
ฟรังก์สวิส	1.3713	1.3107	1.3383	1.3986	4.51
กิลเดอร์เนเธอร์แลนด์	1.8779	1.6405	1.8393	1.9158	4.16
ดอลลาร์แคนาดา	1.5563	1.5235	1.5433	1.5207	-1.46
ดอลลาร์ฮ่องกง ^{2/}	7.7495	7.7467	7.7481	7.7495	0.02
ดอลลาร์สิงคโปร์ ^{2/}	1.6889	1.6101	1.6408	1.7228	5.00
ริงกิตมาเลเซีย ^{2/}	3.8001	3.7898	3.7995	3.8081	0.23

ที่มา : REUTERS

1/ ดอลลาร์ สรอ. ต่อปอนด์สเตอร์ลิง

2/ ตลาดท้องถิ่น

อัตราแลกเปลี่ยนที่กำหนดในตลาดกรุงเทพฯ

สกุลเงิน	อัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อเงินตราต่างประเทศ (อัตรากลาง) ^{1/}				การเปลี่ยนแปลง (ร้อยละ) ของเงินตราต่างประเทศ เทียบกับบาท ตุลาคม/กันยายน 2541
	ตุลาคม 2541		กันยายน 2541		
	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเฉลี่ย	
ดอลลาร์ สรอ.	39.5409	36.6554	38.0936	40.3732	-5.65
ปอนด์สเตอร์ลิง	67.2558	61.3657	64.5195	67.8338	-4.89
มาร์กเยอรมัน	24.0756	22.1414	23.2241	23.7195	-2.09
เยน (ต่อ 100 เยน)	33.0886	28.9665	31.4397	30.0164	4.74
ริงกิตมาเลเซีย	10.3835	9.6302	10.0029	10.5816	-5.47
ดอลลาร์สิงคโปร์	23.5218	22.5737	23.2289	23.3938	-0.70
ดอลลาร์บรูไน	23.5183	22.5534	23.1784	23.3363	-0.68
ดอลลาร์ฮ่องกง	5.0982	4.7303	4.9151	5.2096	-5.65
เปโซฟิลิปปินส์	0.9150	0.8767	0.8907	0.9240	-3.60
รูเปียอินโดฯ (1000 รูเปีย)	5.3095	3.6663	4.4445	3.6411	22.06

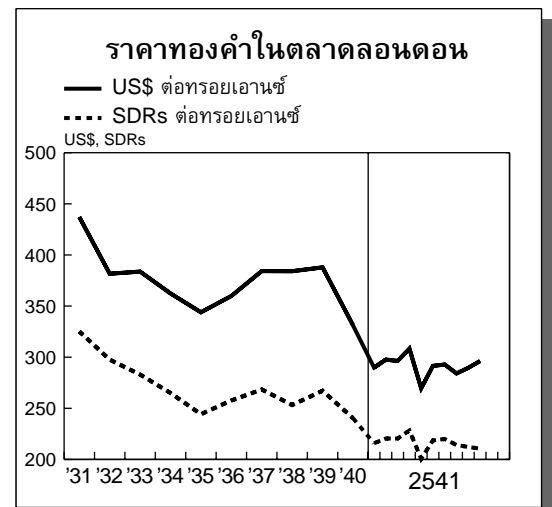
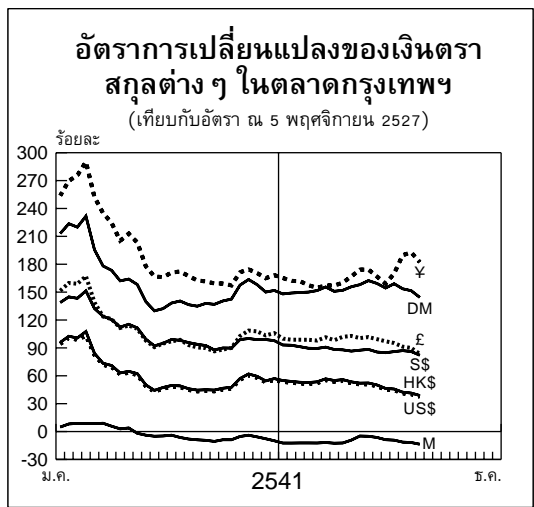
1/ เป็นอัตรากลางที่ธนาคารพาณิชย์ซื้อขายกับลูกค้า

สำหรับความเคลื่อนไหวในตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า มีดังนี้

(1) อัตรา swap premium ของระยะ 1 และ 3 เดือน ทรงตัวและเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกัน เนื่องจากตลาดมีสภาพคล่องเงินบาทอยู่

เป็นจำนวนมาก ส่วน swap premium ระยะ T/N อยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากความมีเสถียรภาพของค่าเงินบาทในระหว่างเดือน

(2) ส่วนต่างดอกเบี้ยบาท (อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคาร) และอัตราดอกเบี้ยดอลลาร์ สรอ.



(Fed Funds Rate) มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 0.17 ต่อปี ลดลงจากร้อยละ 1.51 ต่อปี ในเดือนกันยายน โดยส่วนต่างดอกเบี้ยที่ลดลงนั้นมีผลมาจากการลดลงของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศที่ลดลงมากกว่าอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศที่ปรับลดลงในระหว่างเดือน

ราคาทองคำ

ราคาทองคำในตลาดต่างประเทศมีค่าเฉลี่ย

สูงขึ้นจากค่าเฉลี่ย 289.85 ดอลลาร์ สรอ. ในเดือนก่อน เป็น 296.21 ดอลลาร์ สรอ. ต่อเหรียญเอานซ์ในเดือนตุลาคม หรือสูงขึ้น 6.36 ดอลลาร์ สรอ. ต่อเหรียญเอานซ์ นอกจากนี้ การที่ค่าเงินดอลลาร์ สรอ. มีความผันผวนเนื่องจากการคาดว่าจะมีการลดอัตราดอกเบี้ยอีกในอนาคต ทำให้ค่าเงินดอลลาร์ สรอ. อ่อนลง ส่งผลให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ และราคาทองคำปรับตัวขึ้น

บทความ

กลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินของไทยในทศวรรษหน้า : Inflation Targeting หรือ Monetary Targeting*

รังสรรค์ ทัฬหเสวี
ธีระพล รัตนาลังการ
ฝ่ายวิชาการ

บทคัดย่อ

บทความนี้ได้นำเสนอผลการวิเคราะห์ถึงลักษณะเด่นของกลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินที่อิงกับ Inflation Targeting และ Monetary Targeting ที่ใช้เป็นกรอบในการควบคุมดูแลอัตราเงินเฟ้อ พร้อมทั้งการเปรียบเทียบจุดอ่อนและจุดแข็งระหว่างสองกลยุทธ์ดังกล่าว

แม้ว่าผลการทดสอบเบื้องต้นที่นำเสนอในบทความนี้ยังไม่สามารถให้ข้อสรุปได้อย่างชัดเจนว่ากลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินแบบ Inflation Targeting หรือ Monetary Targeting มีความเหมาะสมมากกว่าอีกระบบหนึ่งในการนำมาประยุกต์ใช้ในกรณีของไทย แต่อย่างน้อยการศึกษานี้ได้นำเสนอผลการวิเคราะห์เกี่ยวกับเงื่อนไขที่จะเป็นประเด็นพิจารณาที่สำคัญ หากทางการไทยจำเป็นต้องเลือกใช้ระบบการบริหารนโยบายการเงินแบบใด/แบบหนึ่งในอนาคต

อย่างไรก็ดี การเลือกใช้กลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินที่เหมาะสมและสอดคล้องกับสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจและการเงินของไทยที่แปรเปลี่ยนไปในอนาคตนั้น จำเป็นที่จะต้องพิจารณาถึง

เงื่อนไขทางด้านโครงสร้างและกลไกการทำงานของเศรษฐกิจไทยที่มีความสลับซับซ้อนมากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะในประเด็นที่เกี่ยวกับกลไกส่งผ่านผลของนโยบายการเงินและนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนสู่ภาคเศรษฐกิจจริง กลไกความเชื่อมโยงของเศรษฐกิจไทยกับเศรษฐกิจโลก กลไกความเชื่อมโยงระหว่างภาคการเงินกับภาคอื่น ๆ ในระบบเศรษฐกิจมหภาค และกลไกที่กำหนดอัตราเงินเฟ้อในกรณีของไทย

Keywords : Monetary Targeting, Inflation Targeting, กลยุทธ์นโยบายการเงิน, เป้าหมายเงินเฟ้อ

1. ความเป็นมาและประเด็นปัญหา

ปัญหาสำคัญประการหนึ่งที่ธนาคารกลางของหลายประเทศต่างประสบอยู่ในขณะนี้ คือ กรอบและกลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินควรเป็นเช่นไรในช่วงทศวรรษหน้า ซึ่งเป็นช่วงที่ระบบเศรษฐกิจและการเงินของประเทศต่าง ๆ มีความเชื่อมโยงอย่างใกล้ชิดมากยิ่งขึ้น รวมทั้งมีความอ่อนไหวมากยิ่งขึ้นต่อแรงกระแทกอย่างฉับพลัน (Shocks) ที่เกิดขึ้นในประเทศ และ/หรือในภูมิภาคอื่นมากกว่าช่วงที่ผ่านมาทางเลือก หนึ่งในที่น่าเป็นไปได้คือ การใช้ Monetary Targeting

* สาระส่วนหนึ่งของบทความนี้ได้ปรับปรุงจากเอกสารประกอบการบรรยายเรื่อง “การดำเนินนโยบายการเงินของไทย” ณ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ และคณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย (พฤศจิกายน 2541 และมกราคม 2542) และเรื่อง “การบริหารนโยบายการเงินในทศวรรษหน้า” ณ วิทยาลัยบัณฑิตศึกษาการจัดการ มหาวิทยาลัยขอนแก่น (มกราคม 2542) และเรื่อง “การบริหารการเงินและนโยบายการเงิน” หลักสูตรนายทหารกองบัญชาการทหารสูงสุดอาวุโส รุ่นที่ 6 ณ กรมยุทธศึกษาทหาร กองบัญชาการทหารสูงสุด (กุมภาพันธ์ 2542) ผู้เขียนขอขอบคุณผู้บริหารระดับสูงของฝ่ายวิชาการ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง คุณอัญญา ไวกวามดี และคุณสุษาดา กิระกุล ที่ได้ให้ความอนุเคราะห์อ่านต้นร่างของบทความฉบับนี้ และได้ให้ข้อคิดเห็นและข้อชี้แนะหลายประการที่ช่วยให้บทความนี้มีเนื้อหาสาระที่ชัดเจนและสอดคล้องกันมากยิ่งขึ้น สำหรับข้อบกพร่องใดๆ ที่ปรากฏในบทความนี้ เป็นความรับผิดชอบของผู้เขียนโดยเฉพาะ

ซึ่งเป็นกลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินที่ธนาคารกลางของประเทศอุตสาหกรรมใช้กันอย่างแพร่หลายในช่วงทศวรรษที่ 80 โดยเฉพาะประเทศเยอรมนีและสวิตเซอร์แลนด์

การใช้ Inflation Targeting เป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่ธนาคารกลางของประเทศอุตสาหกรรมกว่า 10 ประเทศ ได้หันมาให้ความสำคัญมากยิ่งขึ้นในช่วงทศวรรษที่ 90 ในฐานะที่เป็นกรอบและกลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินแนวใหม่ โดยมีหลักการที่จะประกาศเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อในระยะปานกลาง ซึ่งเป็นเป้าหมายที่ทางการต้องรักษาไว้ให้สาธารณชนรับทราบอย่างชัดเจน

อย่างไรก็ดี การจะเลือกใช้กรอบและกลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินตามแนวทางใดนั้นย่อมขึ้น กับลักษณะโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจและสถาบันการเงินของแต่ละประเทศเป็นสำคัญ กลยุทธ์ที่เป็นที่นิยมและดำเนินการจนได้รับผลสำเร็จอย่างดีแล้วในประเทศหนึ่ง (เช่น การใช้ Inflation Targeting ของนิวซีแลนด์และแคนาดา หรือการใช้ Monetary Targeting ของเยอรมนีและสวิตเซอร์แลนด์) อาจไม่สามารถนำมาประยุกต์ใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพในประเทศอื่น ๆ ซึ่งมีลักษณะโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจและสถาบันการเงินที่แตกต่างกันออกไปจาก ประเทศที่เป็นต้นแบบ โดยเฉพาะในกรณีที่มีการนำไปประยุกต์ใช้กับประเทศที่กำลังพัฒนา ซึ่งมีโครงสร้างทางเศรษฐกิจและการเงินที่แตกต่างค่อนข้างมากกับกรณีของประเทศที่พัฒนาแล้ว (Debelle 1997)

กลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินที่ได้กล่าวถึงดังกล่าว กอปรกับการที่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนของไทยได้มีการปรับเปลี่ยนจากระบบตะกร้าเงิน (Basket-pegging regime) เป็นระบบลอยตัวภายใต้การจัดการ (Managed floating regime) เมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 รวมทั้งการที่เงินทุนเคลื่อนย้าย

ระหว่างประเทศมีความผันผวนมากยิ่งขึ้น ทำให้จำเป็นต้องศึกษาวิเคราะห์ถึงทางเลือกที่เหมาะสมต่อการกำหนดกรอบและกลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินของไทยภายใต้สภาวะแวดล้อมใหม่ดังกล่าว

ภายใต้สภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงินที่มีความสลับซับซ้อน และมีความผันผวนมากยิ่งขึ้นในอนาคต โดยเฉพาะจากปัจจัยต่างประเทศจึงจำเป็นต้องพิจารณาต่อไปว่า กรอบการบริหารจัดการนโยบายการเงินควรมีความโน้มเอียงไปในแนวทางใดระหว่างแนวทางที่เน้นการบริหารนโยบายการเงินในลักษณะที่มีการปรับเปลี่ยนเครื่องมือสำหรับนโยบายการเงิน (Monetary policy instruments) ไปตามสภาพการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงินที่เปลี่ยนแปลงไปในแต่ละช่วง (Discretion) กับแนวทางที่เน้นการบริหารนโยบายการเงินในลักษณะที่มีการกำหนดแบบแผนในการปรับเปลี่ยนเครื่องมือทางการเงินไว้ก่อนล่วงหน้าอย่างชัดเจน (Rules-based framework) โดยที่การบริหารนโยบายการเงินตามแนวทางหลังนี้ มักจะมีการกำหนดอย่างชัดเจนว่า เป้าหมายใดเป็นเป้าหมายขั้นสุดท้ายทางเศรษฐกิจ ทั้งนี้ เพื่อให้สามารถประเมินประสิทธิผลของการดำเนินนโยบายการเงินและความรับผิดชอบในการบริหารนโยบายการเงินได้ง่ายขึ้น (Kahn *et al*, 1998)

ในช่วงที่ผ่านมา มีงานวิจัยหลายชิ้นที่ศึกษาและวิเคราะห์ถึงความเหมาะสมในการประยุกต์ใช้กรอบการบริหารนโยบายการเงินของไทยที่อิงกับ Monetary Targeting และ Inflation Targeting อาทิ Hataiseree (1998a, 1998b, 1998c) รังสรรค์ และธีระพล (2541) อย่างไรก็ตาม งานวิจัยดังกล่าวยังไม่มีการศึกษาเปรียบเทียบถึงจุดอ่อนจุดแข็งของกลยุทธ์ทั้งสองระบบ

ถึงแม้ว่าธนาคารกลางของไทยยังไม่เคยประกาศ Monetary Targeting อย่างเป็นทางการ แต่ก็มี การติดตามพฤติกรรมการณ์เคลื่อนไหวของตัวเลข

ทางการเงิน โดยเฉพาะตัวเลขปริมาณเงิน (monetary aggregates) ตามความหมายแคบ (M1) หรือตามความหมายกว้าง (M2) ตัวเลขฐานเงิน ตลอดจนตัวเลขสินเชื่อเอกชน (credit aggregates) อย่างใกล้ชิด ทั้งนี้ เพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการบริหารนโยบายการเงิน (ดูรายละเอียดเพิ่มเติมใน Wibulsawasdi (1986) และ Hataiseree (1996a, 1998a, 1998b) และ Hataiseree and Phipps (1996b))

การนำแนวความคิดทางด้าน Monetary Targeting หรือ Inflation Targeting มาประยุกต์ใช้ในการกำหนดนโยบายและเป้าหมายทางการเงินของไทยเป็นสิ่งที่อาจเป็นไปได้ในอนาคต งานวิจัยหลายชิ้นในอดีต อาทิ Hataiseree (1993 และ 1994b), Tseng and Corker (1992) พบว่าอุปสงค์ทางการเงินของไทยมีความสัมพันธ์ที่มีเสถียรภาพกับตัวแปรทางด้านเศรษฐกิจมหภาค (เช่น การเติบโตทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อ) กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ พฤติกรรมการเคลื่อนไหวของปริมาณเงินกับตัวแปรทางด้านเศรษฐกิจมหภาคมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน และความสัมพันธ์นี้ก็เป็นความสัมพันธ์ที่มีเสถียรภาพ

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยส่วนใหญ่ที่กล่าวถึงเป็นการศึกษาวิเคราะห์อุปสงค์ทางการเงินของไทยในช่วงก่อนการใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวและการประยุกต์ใช้นวัตกรรมทางการเงินใหม่ ๆ (Financial Innovations) อย่างแพร่หลาย ตลอดจนเป็นช่วง ก่อนหน้าทีระบบการเงินไทยจะมีความเชื่อมโยงกับระบบการเงินของโลกมากขึ้น จึงอาจเป็นไปได้ว่า ข้อสรุปและองค์ความรู้ที่ได้จากงานวิจัยก่อนหน้าดังกล่าว อาจไม่สามารถนำมาอธิบายและประยุกต์ใช้กับการบริหารนโยบายการเงินปัจจุบันและในอนาคต

บทความนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาวิเคราะห์ความแตกต่างของการบริหารนโยบายการเงินที่อิงกับระบบ Inflation Targeting กับ Monetary Tar-

geting โดยจะวิเคราะห์ถึงลักษณะที่เป็นจุดอ่อนและจุดแข็งของแต่ละระบบ นอกจากนี้ ยังพิจารณาความเป็นไปได้ในการนำกลยุทธ์ทั้งสองดังกล่าวมาประยุกต์ใช้สำหรับการกำหนดนโยบายการเงินของไทยในอนาคต เมื่อระบบเศรษฐกิจไทยผ่านพ้นการปรับตัวขนานใหญ่ภายใต้กรอบของ IMF โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อกลไกของระบบการเงินสามารถทำหน้าที่ปล่อยสินเชื่อ ได้ตามปกติ โดยศึกษาเปรียบเทียบประเด็นสำคัญที่เป็นเงื่อนไขของการประยุกต์ใช้ระบบ Inflation Targeting และ Monetary Targeting ได้อย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิภาพมากที่สุด ที่สำคัญคือ บทความนี้มุ่งเน้นศึกษาในประเด็นเรื่อง “กรอบและกลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินที่เหมาะสมในกรณี ของไทย” มากกว่าประเด็นเรื่อง “พัฒนาการและลำดับขั้นของการดำเนินนโยบายการเงิน”

ส่วนที่เหลือของบทความนี้ ประกอบด้วย 4 ส่วน ส่วนที่ 2 สรุปแนวความคิดทฤษฎีที่ใช้ในการกำหนดกรอบและกลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินตามระบบ Inflation Targeting และ Monetary Targeting ส่วนที่ 3 นำเสนอผลการศึกษาเปรียบเทียบประสบการณ์ของธนาคารกลางต่างประเทศที่บริหารนโยบายการเงินโดยอิงกับสองระบบดังกล่าว ส่วนที่ 4 ศึกษาเปรียบเทียบเงื่อนไขต่างๆ ที่มีผลต่อการเลือกใช้ Inflation Targeting หรือ Monetary Targeting ในกรณีของไทย ทั้งนี้ เพื่อเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของเจ้าหน้าที่ทางการเงินของไทยและหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง หากจำเป็นต้องพิจารณาเลือกใช้ระบบใด/ระบบหนึ่งในอนาคต ส่วนสุดท้าย เป็นบทสรุป พร้อมข้อเสนอแนะบางประการสำหรับการประยุกต์ใช้ระบบ Monetary Targeting หรือ Inflation Targeting ในอนาคต

2. แนวคิดและหลักการสำคัญของ Inflation Targeting และ Monetary Targeting

หรือลดความผันผวนของระดับราคาซึ่งถือเป็นเป้าหมายหลักที่สำคัญมากที่สุดเป้าหมายหนึ่งของการดำเนินนโยบายการเงิน ประกอบด้วย 4 แนวทางหลัก ได้แก่

(i) ระบบผูกโยงค่าเงินในประเทศไว้กับเงินตราต่างประเทศสำคัญสกุลใด/สกุลหนึ่ง หรือหลายสกุล (Exchange-rate pegging)

(ii) ระบบที่มีได้มีการพึ่งพิงตัวแปรใด/ตัวแปรหนึ่งเป็นหลักอย่างแข็งขัน เพื่อเป็นเครื่องชี้ทางการเงิน แต่มีกอศัยการปรับเปลี่ยนแนวนโยบายการเงินไปตามสภาวะการณ์ (Discretion approach) เป็นส่วนใหญ่ หรือที่มักเรียกวธีการบริหารนโยบายการเงินในลักษณะนี้ว่า “Just-do-it approach”

(iii) ระบบ Monetary Targeting

(iv) ระบบ Inflation Targeting

อย่างไรก็ดี ในการศึกษานี้จะเน้นเฉพาะ Monetary Targeting กับ Inflation Targeting เท่านั้น เนื่องจากเป็นระบบการบริหารนโยบายการเงินที่นิยมใช้อย่างแพร่หลายในหลายประเทศ โดยเฉพาะประเทศอุตสาหกรรม ส่วนระบบการผูกโยงค่าเงินไว้กับสกุลใด/สกุลหนึ่งจะไม่กล่าวถึงในการศึกษานี้ เนื่องจากไม่สอดคล้องกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนของไทยในปัจจุบัน ซึ่งเป็นระบบลอยตัวภายใต้การจัดการสำหรับผู้สนใจศึกษาการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามระบบตะกร้าเงินของไทย สามารถดูรายละเอียดเพิ่มเติมได้จาก Hataiseree (1995b, 1997) ส่วนรายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามระบบลอยตัวภายใต้การจัดการนั้น สามารถดูได้จาก รังสรรค์ หทัยเสวี (2540b) เป็นต้น

2.1 กลยุทธ์นโยบายการเงินตามกรอบ Monetary Targeting

กลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินที่อิงกับ Monetary Targeting นั้น ตั้งอยู่บนพื้นฐานหลักที่ว่า “..หากเจ้าหน้าที่ทางการเงินสามารถควบคุมดูแล

ให้ปริมาณเงิน (เป็น Intermediate Target ตามกรอบวิเคราะห์นี้) อยู่ในระดับเป้าหมายที่กำหนดไว้ได้ ก็จะช่วยทำให้สามารถควบคุมดูแลอัตราเงินเฟ้อ (ตามกรอบวิเคราะห์นี้ถือเป็น Ultimate Target) ให้อยู่ในเกณฑ์ที่กำหนดได้” สมมุติฐานสำคัญประการหนึ่งของ Monetary Targeting คืออุปสงค์ของเงินต้องมีความสัมพันธ์ที่มีเสถียรภาพกับตัวแปรทางด้านเศรษฐกิจมหภาค เช่น รายได้ประชาชาติ หรืออัตราเงินเฟ้อ กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ การเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินกับการเปลี่ยนแปลงของรายได้ประชาชาติ หรืออัตราเงินเฟ้อมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันและความสัมพันธ์นี้ก็เป็นความสัมพันธ์ที่มีเสถียรภาพ

ตามหลักทฤษฎีเศรษฐศาสตร์การเงินนั้น การเป็นตัวแปรชั้นกลางทางการเงิน (Intermediate target) ที่อย่างน้อยควรมีคุณสมบัติ 3 ประการ ดังนี้ (รูปที่ 1)

ประการแรก ตัวแปรชั้นกลางทางการเงิน ต้องมีความสัมพันธ์ที่มีเสถียรภาพ (Stability) กับตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค กล่าวคือ เป้าหมายทางการเงินนั้น ๆ จะต้องมีคุณสมบัติอย่างใกล้ชิดกับเป้าหมายทางเศรษฐกิจ (Predictability) ตัวอย่างเช่น ปริมาณเงิน M2 จะต้องมีคุณสมบัติอย่างใกล้ชิดกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจ กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน M2 กับการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจของประเทศ (แทนโดยผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ) จะต้องเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน และความสัมพัทธ์นี้จะต้องเป็นความสัมพันธ์ที่มีเสถียรภาพ (Stability) ซึ่งหมายความว่า ความสัมพันธ์ที่ีระหว่างเป้าหมายทางการเงินและเป้าหมายทางเศรษฐกิจจะต้องไม่เปลี่ยนแปลงง่าย ไม่ว่าจะมี่ปัจจัยภายนอกใดๆ มากระทบ

ประการที่สอง เจ้าหน้าที่ทางการเงินต้องสามารถควบคุมดูแลตัวแปรชั้นกลางทางการเงินนั้นได้ (Controllability) ในระบบเศรษฐกิจเปิดแบบประเทศ

ไทย ซึ่งในช่วงก่อนเดือนกรกฎาคม 2540 มีระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบ basket pegged บางครั้งทางการอาจไม่สามารถควบคุมปริมาณเงินทั้งระบบได้ ซึ่งประกอบด้วย สินทรัพย์ภายในประเทศและส่วนเงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศ ดังนั้น ปริมาณสินเชื่อภายในประเทศอาจเป็นเป้าหมายทางการเงินที่มีข้อได้เปรียบในการควบคุมได้มากกว่าปริมาณเงิน M1 และ M2 ในบางกรณี

ประการที่สาม เป้าหมายทางการเงินจะต้องวัดได้ (Measurability) อย่างรวดเร็วและแม่นยำ ถ้าคำนึงถึงหลักเกณฑ์ข้อสุดท้ายนี้ เป้าหมายอัตราดอกเบี้ยจะได้เปรียบเป้าหมายปริมาณเงิน เนื่องจากสามารถติดตามความเคลื่อนไหวได้เป็นรายวัน ในขณะที่การติดตามตัวเลขทางด้านปริมาณเงินนั้นในปัจจุบันสามารถทำได้เป็นรายเดือน

ในกรณีของไทย จากผลการศึกษาที่ปรากฏใน Hataiseree (1993, 1994a) และ Hataiseree and Phipps (1996b) พบว่าปริมาณเงิน M1 และ M2 มีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับเป้าหมายทางเศรษฐกิจ กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน M1 และ M2 มีผลทำให้ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ (GDP) มีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ ผลการศึกษาดังกล่าวยังพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงิน M1 กับ GDP มีเสถียรภาพ (Stability) มากกว่าเมื่อเทียบกับความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงิน M2 กับ GDP สำหรับรายละเอียดเพิ่มเติมในประเด็นนี้สามารถดูได้จากหัวข้อที่ 4

ในทางปฏิบัติ การทดสอบว่า “ตัวแปรชั้นกลางทางการเงิน” (Intermediate targets) ประเภทใดมีความสัมพันธ์ที่มีเสถียรภาพกับตัวแปรที่เป็น “เป้าหมายขั้นสุดท้ายทางเศรษฐกิจ” (Ultimate targets) มากที่สุดนั้น สามารถทำได้หลายวิธี แต่วิธีที่นิยมใช้กันมากที่สุดวิธีหนึ่งคือ การเปรียบเทียบผลการ

ทดสอบการประมาณการฟังก์ชันอุปสงค์ทางการเงินของตัวแปรชั้นกลางทางการเงินแต่ละประเภท สำหรับขั้นตอนการทดสอบที่ใช้ในการศึกษานี้ ซึ่งจะเสนอผลการทดสอบทางสถิติ ในหัวข้อที่ 4 ประกอบด้วย

(i) ประมาณการแบบจำลองอุปสงค์ทางการเงินที่สร้างขึ้น ทั้งปริมาณเงินตามความหมายแคบ (M1) และปริมาณเงินตามความหมายกว้าง (M2)

(ii) ทดสอบเสถียรภาพ (stability) ของแบบจำลองอุปสงค์ทางการเงินโดยใช้ *Chow Test* (1960)

(iii) ทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุเชิงผล (Causal relationship) “ระหว่างปริมาณเงิน” และ “รายได้” โดยใช้ *Granger-causality test* (Granger, 1969; Granger, 1988) ซึ่งเป็นการทดสอบทางสถิติประเภทหนึ่งเพื่อดูว่า “พฤติกรรมเคลื่อนไหวของตัวแปรตัวใด/ตัวหนึ่ง (เช่น ตัวแปร x) เป็นสาเหตุที่ทำให้พฤติกรรมเคลื่อนไหวของตัวแปรอีกตัวแปรหนึ่ง (เช่น ตัวแปร y) เปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่” และ

(iv) ทดสอบตัวแปรชั้นกลางทางการเงินที่ใช้ นั้น ทางการสามารถควบคุมได้หรือไม่ (Controllability) โดยใช้ *Granger causality test*

2.2 กลยุทธ์นโยบายการเงินตามกรอบ Inflation Targeting

กรอบและกลยุทธ์ในการบริหารนโยบายการเงินที่อิงกับ Inflation Targeting จะเน้นการกำหนด “เป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ” อย่างชัดเจนเป็นเป้าหมายขั้นสุดท้ายของการดำเนินนโยบายการเงิน (Ultimate targets of monetary policy) ในกรณีที่เกิดความขัดแย้งระหว่างเป้าหมายเงินเฟ้อกับเป้าหมายอื่นๆ (อาทิ เป้าหมายการว่างงาน เป้าหมายด้านอัตราแลกเปลี่ยน) เจ้าหน้าที่ทางการเงินจะให้ความสำคัญกับเป้าหมายเงินเฟ้อเป็นอันดับแรก โดยจะเน้นใช้

มาตรการทางการเงินที่มุ่งรักษาเสถียรภาพทางราคา เป็นสำคัญ

ภายใต้กรอบการดำเนินนโยบายการเงินที่อิงกับ Inflation Targeting นั้น ทางกรจะประกาศเป้าหมายหรือช่วงพิสัยของอัตราเงินเฟ้อในอนาคต หากประเมินว่าอัตราเงินเฟ้อในระยะ 1-2 ปี ข้างหน้าจะอยู่นอกขอบเขตของเป้าหมาย ทางกรจะส่งสัญญาณให้มีการเปลี่ยน Stance ของนโยบาย โดยการปรับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและ/หรือแทรกแซงในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนเพื่อให้เงินเฟ้อกลับเข้าสู่พิสัยของเป้าหมายที่กำหนดไว้

การดำเนินนโยบายการเงินตามแนวคิดของ Inflation Targeting จะมีการกำหนดเครื่องชี้ทางการเงิน โดยอาศัยดัชนีภาวะการเงิน (Monetary Conditions Index หรือดัชนี MCI) ซึ่งเป็นเครื่องชี้ภาวะการเงินรูปแบบหนึ่งที่ทำให้เห็นว่านโยบายการเงินของ ธนาคารกลางในช่วงใด/ช่วงหนึ่ง โดยเปรียบเทียบแล้วมีลักษณะที่ค่อนข้างดีหรืออ่อนคลายมากน้อยเพียงไร เครื่องชี้นี้จึงทำหน้าที่เสมือนหนึ่ง Operating Target ของการดำเนินนโยบายการเงิน (Freedman, 1995)

โดยทั่วไป ดัชนี MCI จะสะท้อนให้เห็นถึงระดับแรงกดดันของนโยบายการเงินต่อภาวะเศรษฐกิจโดยรวม โดยเฉพาะต่อภาวะเงินเฟ้อ ในกรณีของ นิวซีแลนด์จะใช้ MCI เป็นเครื่องชี้ทิศทางและแนวโน้มของอัตราเงินเฟ้อในอนาคต เพื่อให้เข้าสู่เกณฑ์เป้าหมายอัตราเงินเฟ้อที่ธนาคารกลางกำหนดไว้ก่อนล่วงหน้า การดำเนินนโยบายการเงินโดยอิงกับดัชนี MCI (นอกเหนือจากดัชนีเศรษฐกิจและการเงินอื่นๆ แล้ว) จึงถือเป็นกลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินที่มีลักษณะที่เรียกว่า “Forward-looking policy” กล่าวคือ หากการทบทวนภาวะเศรษฐกิจมหภาคและภาวะการเงินรายไตรมาสได้ผลสรุปว่าตัวเลขการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ (forecast infla-

tion) มีแนวโน้มสูงขึ้นในอนาคตแล้ว ธนาคารกลางนิวซีแลนด์ก็จะพยายามปรับสถานะของนโยบายการเงินให้มีความเข้มงวดมากยิ่งขึ้น ทั้งนี้ เพื่อป้องกันมิให้เกิดแรงกดดันทางด้านราคาจนทำให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้นเข้าใกล้ ระดับอัตราเงินเฟ้อที่เป็นเป้าหมาย (“desired” level of inflation)

ในการนี้ ธนาคารกลางนิวซีแลนด์จะสื่อสารกับตลาดให้ทราบถึงระดับความเข้มงวดของนโยบายการเงินที่ทางกรเห็นว่าเหมาะสม โดยผ่านตัวเลขดัชนี MCI โดยจะมีการส่งสัญญาณให้ตลาดเงินทราบถึงระดับของดัชนี MCI ที่เหมาะสม (“desired” level of MCI) กับการรักษาเสถียรภาพของราคา เพื่อให้ได้ระดับอัตราเงินเฟ้อที่เป็นเป้าหมายตามกรอบของ Inflation Targeting ในทางปฏิบัติ พฤติกรรมการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยในแต่ละวันจะถูกคำนวณเป็นตัวเลขตามนัยของ MCI โดยที่ตัวเลขนี้จะถูกนำมาเปรียบเทียบกับตัวเลขเป้าหมาย MCI ที่ธนาคารกลางนิวซีแลนด์เห็นว่าเหมาะสมกับการบรรลุเป้าหมายทางด้านอัตราเงินเฟ้อ

การใช้ดัชนี MCI เป็นเครื่องชี้ประกอบการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางนั้น มีรากฐานมาจากแนวคิดที่ว่า “อัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนต่างเป็นปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อภาวะเศรษฐกิจโดยรวม โดยเฉพาะต่อภาวะเงินเฟ้อ” ในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น หรืออัตราแลกเปลี่ยนของเงินในประเทศแข็งตัวขึ้น ย่อมจะมีผลทำให้เศรษฐกิจจะชะลอตัวลงในอนาคต และส่งผลทำให้แรงกดดันทางด้านราคาอ่อนตัวลงในที่สุด ในทางกลับกัน การลดลงของอัตราดอกเบี้ย หรือการอ่อนตัวลงของค่าเงินในประเทศ จะส่งผลทำให้การใช้จ่ายทั้งการลงทุนและการบริโภคมีแนวโน้มสูงขึ้นในอนาคต ซึ่งอาจทำให้อัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มสูงขึ้นในที่สุด (รูปที่ 2)

การที่อัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนต่างเป็นปัจจัยสำคัญในฐานะที่เป็นช่องทางกรส่งผ่านผล

นโยบายการเงินต่อภาคเศรษฐกิจจริงนั้น ทำให้ธนาคารกลางของหลายประเทศประสบกับความยากลำบากมากยิ่งขึ้นในการส่งสัญญาณที่ถูกต้องเกี่ยวกับทิศทางและแนวโน้มของนโยบายการเงินให้ตลาดได้รับทราบ ทั้งนี้ เพราะในบางกรณีอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนอาจส่งผลกระทบต่อภาวะเศรษฐกิจและภาวะเงินเฟ้อในทิศทางเดียวกัน อย่างไรก็ตาม ในหลายกรณี ปัจจัยด้านอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนอาจส่งผลกระทบต่อภาวะเศรษฐกิจและภาวะเงินเฟ้อในทิศทางที่ตรงกันข้ามกันก็ได้

ตัวอย่างเช่นในกรณีที่ III ของตารางที่ 1 ซึ่งเป็นกรณีที่เงินบาทมีแนวโน้มแข็งขึ้น ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มลดลง กรณีนี้ชี้ให้เห็นว่าในระบบเศรษฐกิจแบบเปิดสำหรับประเทศเล็ก ดังเช่นกรณีของประเทศไทยนั้น การประเมินสถานะของนโยบายการเงิน และหรือแรงกดดันต่ออุปสงค์มวลรวมและอัตราเงินเฟ้อนั้น จำเป็นต้องคำนึงถึงผลกระทบของตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยน หรือ e (โดยผ่านการส่งออก และการนำเข้า) และตัวแปรอัตราดอกเบี้ย หรือ r (โดยผ่านการลงทุนและการบริโภคในประเทศ) ควบคู่กันไป โดยจำเป็นต้องประเมินถึงผลกระทบโดยรวมสุทธิที่มีต่อปริมาณความต้องการมวลรวมและอัตราเงินเฟ้อ แนวทางหนึ่งที่สามารถทำได้ในการประเมินถึงผลกระทบโดยรวมสุทธิก็โดยการใช้อัตราชี้ MCI ดังที่ได้กล่าวแล้ว

จากสภาพการณ์ดังกล่าว กอรปกับการที่อัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนมีการปรับเปลี่ยนอยู่ตลอดเวลา จึงเป็นปัญหาของธนาคารกลางของหลายประเทศในการประเมินว่า ภาวะการเงินในขณะใด/หนึ่งมีลักษณะที่เข้มงวดหรือผ่อนคลายนอาจทำให้อัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น โดยเฉพาะในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยปรับตัวสูงขึ้น (ลดลง) แต่อัตราแลกเปลี่ยนของเงินในประเทศกลับอ่อนตัวลง (แข็งค่าขึ้น) ด้วยเหตุนี้ การประเมินสถานะสภาพคล่องของระบบการเงิน

และแนวทางในการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางจึงจำเป็นที่จะต้องพิจารณาถึงระดับความสำคัญโดยเปรียบเทียบระหว่างอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนที่มีต่ออัตราเงินเฟ้อ (Hansson and Lindberg 1994)

2.3 ข้อเปรียบเทียบบางประการระหว่างกลยุทธ์นโยบายการเงินทั้งสองระบบ

ในทางทฤษฎี ลักษณะสำคัญของการบริหารนโยบายการเงินที่อิงกับระบบ Monetary Targeting สามารถสรุปเป็น 3 หัวข้อหลักได้ ดังนี้

- *วิธีปฏิบัติที่เป็นกฎเกณฑ์ (Rule)* ระบบนี้จะมีการกำหนดให้ “ปริมาณเงิน” เป็นเป้าหมายชั้นกลาง และ “อัตราเงินเฟ้อ” หรือ “รายได้ประชาชาติ” เป็นเป้าหมายชั้นสุดท้าย นัยที่สำคัญประการหนึ่งต่อการดำเนินงานภายใต้ระบบนี้ก็คือ เจ้าหน้าที่ทางการเงินจำเป็นต้องควบคุมดูแลให้ “ตัวแปรชั้นกลางทางการเงินที่เลือกไว้” มีการเปลี่ยนแปลงอยู่ในระดับที่กำหนดไว้แบบวันต่อวัน

- *กลไกส่งผ่านผลกระทบของนโยบายการเงิน (Transmission of monetary policy)* ตามแนวคิดนี้ สมมุติให้ปริมาณเงินส่งผลกระทบโดยตรงต่อระดับราคา แต่ส่งผลกระทบต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจน้อยมาก (the “classical dichotomy”) แนวคิดนี้เชื่อว่า ผลกระทบของนโยบายการเงินมักคาดเดาได้ยาก รวมทั้งใช้เวลานานกว่าจะมีผล (Long and variable lags) นอกจากนี้ ยังเชื่อว่าระบบเศรษฐกิจจะปรับตัวเข้าสู่ระดับดุลยภาพได้ โดยที่ไม่จำเป็นต้องดำเนินนโยบายปรับเปลี่ยนสภาพคล่องทางการเงิน (Fine tuning) เงินเฟ้อที่เกิดขึ้นเกิดจากแรงผลักดันทางด้าน “การคาดการณ์ทางด้านราคา” (Price expectation) มากกว่าพลังผลักดันจากปัจจัยด้านอื่น ๆ

- *จุดหลักของกรอบการบริหาร (Context)*

รักษาเสถียรภาพด้านราคา ขณะที่นโยบายเศรษฐกิจมหภาคอื่นๆ จะมีบทบาทน้อยมาก แนวคิดนี้ต่างกับกรอบความคิดของสำนักเคนส์ที่เชื่อว่า ปริมาณความต้องการส่วนเกิน (ซึ่งเกิดจากการตั้งงบประมาณขาดดุล ปริมาณเงินส่วนเกิน หรือปัจจัยที่เกิดขึ้นอย่างเฉียบพลันอื่นๆ) จะก่อให้เกิดแรงกดดันต่อขีดความสามารถในการผลิตของระบบเศรษฐกิจ (Capacity) และต่ออัตราเงินเฟ้อในที่สุด

สำหรับในกรณีการบริหารนโยบายการเงินที่อิงกับระบบ Inflation Targeting มีลักษณะสำคัญสรุปเป็น 2 ด้าน ดังนี้ (Svensson, 1997)

- *วิธีปฏิบัติที่เป็นกฎเกณฑ์ (Rule)* กรอบการบริหารนโยบายการเงินภายใต้ระบบนี้ จะมีการกำหนดให้ “อัตราเงินเฟ้อ” เป็นเป้าหมายขั้นสุดท้าย แต่จะไม่มีการกำหนดอย่างชัดเจนว่า จะใช้ตัวแปรใดเป็นเป้าหมายชั้นกลาง อย่างไรก็ดี ตามกรอบวิเคราะห์นี้มักใช้ Monetary Conditions Index (MCI) เป็นเป้าหมายสำหรับการดำเนินงาน (Operating target)

- *กลไกการส่งผ่านกระทบของนโยบายการเงิน* มักเน้นความสัมพันธ์ที่เกิดจากผลผลิตไปสู่เงินเฟ้อ โดยที่อัตราแลกเปลี่ยนมีบทบาทมากยิ่งขึ้น

3. Inflation Targeting และ Monetary Targeting : ประสบการณ์จากต่างประเทศ

ในช่วงสองทศวรรษที่ผ่านมา กรอบและกลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินของธนาคารกลางได้มีวิวัฒนาการไปอย่างรวดเร็ว ดังสังเกตได้จากการที่ธนาคารกลางของประเทศอุตสาหกรรมกว่า 10 ประเทศ ได้หันมาให้ความสำคัญมากยิ่งขึ้นกับกรอบและกลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินที่อิงกับ Inflation Targeting ในช่วงทศวรรษที่ 90

วิวัฒนาการดังกล่าวนับเป็นจุดเปลี่ยนที่สำคัญ

เนื่องจากก่อนหน้านี้ (โดยเฉพาะในช่วงทศวรรษที่ 80) กรอบและกลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินของธนาคารของประเทศอุตสาหกรรมส่วนใหญ่มักเน้นใช้การกำหนดเป้าหมายทางการเงิน (Monetary Targeting) เป็นกรอบในการบริหารนโยบายการเงินเพื่อประโยชน์ในการบรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจ แนวคิดนี้ได้รับความนิยมนอย่างมากจากธนาคารกลางของกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมชั้นนำของโลก 7 ประเทศ (G-7) โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงปลายทศวรรษที่ 60 ต่อเนื่องถึงช่วงต้นทศวรรษที่ 70 ซึ่งเป็นช่วงที่ระบบเศรษฐกิจของโลกประสบกับปัญหาเงินเฟ้ออย่างรุนแรง (ริงส์เวิร์ค หทัยเสรี 2540a)

ธนาคารกลางของกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมเหล่านั้น จึงได้อำศัยการกำหนดเป้าหมายทางการเงินเพื่อประโยชน์ในการบรรลุเป้าหมายขั้นสุดท้าย (ultimate targets) ทางเศรษฐกิจ ทั้งทางด้านการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และเสถียรภาพทางด้านราคา โดยพยายามกำหนดให้ตัวแปรมวลรวมทางการเงิน (monetary aggregates) ขยายตัวได้ไม่เกินระดับที่ทางการได้ตั้งไว้ โดยที่ตัวแปรมวลรวมทางการเงินดังกล่าวอาจจะเป็นตัวแปรมวลรวมทางการเงินตามความหมายแคบ (M1) หรือตามความหมายกว้าง (M2 หรือ M3)

ตัวอย่างเช่น ธนาคารกลางของสหรัฐอเมริกาได้นำวิธีการกำหนดเป้าหมายทางการเงินมาใช้อย่างเป็นทางการเป็นครั้งแรกในปี 1970 โดยคณะกรรมการนโยบายการเงินของสหรัฐฯ (Federal Open Market Committee : FOMC) ได้ตั้งเป้าหมายการขยายตัวของ M1 และ M2 ไม่ให้เกินระดับที่ได้กำหนดไว้ล่วงหน้าจากการประชุมของ FOMC ซึ่งจะมีการประชุมประมาณทุก 6 สัปดาห์ หลังจากช่วงกลางทศวรรษที่ 70 เป็นต้นมา ธนาคารกลางของกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมชั้นนำของโลกในกลุ่ม G-7 ก็ได้ทยอยประกาศใช้ Monetary Targeting อาทิ

ธนาคารกลางของประเทศแคนาดา เยอรมนี สหราชอาณาจักร (ตารางที่ 2)

อย่างไรก็ดี หลังจากช่วงครึ่งหลังของทศวรรษที่ 80 เป็นต้นมา กลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินที่อิงกับ Monetary Targeting นั้นมีความสำคัญลดลงไปมาก สาเหตุสำคัญเนื่องจากข้อค้นพบเชิงประจักษ์ที่ว่า “...ฟังก์ชันที่กำหนดอุปสงค์ของเงินไม่มีเสถียรภาพส่วนหนึ่งต่อเนื่องจากผลของนวัตกรรมทางการเงิน...” (Stock and Watson, 1989; Friedman and Kuttner, 1992) จากข้อค้นพบดังกล่าว ทำให้ธนาคารกลางของประเทศเหล่านั้นประกาศยกเลิกการใช้กลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินที่อิงกับ Monetary Targeting อาทิ ธนาคารกลางแคนาดา ธนาคารกลางญี่ปุ่น

การที่กลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินที่อิงกับ Monetary Targeting มีประสิทธิภาพที่ลดลง ทำให้ธนาคารกลางของประเทศอุตสาหกรรมหลายประเทศ (อาทิ ธนาคารกลางของนิวซีแลนด์ แคนาดา ฟินแลนด์ สวีเดน นอร์เวย์) เห็นความจำเป็นที่จะต้องสร้างกรอบในการดำเนินนโยบายการเงินขึ้นใหม่ เพื่อให้เป็นแนวทางในการติดตาม และประเมินผลกระทบของนโยบายต่อระบบเศรษฐกิจ โดยเฉพาะเสถียรภาพของราคาหรืออัตราเงินเฟ้อ ซึ่งเป็นความรับผิดชอบโดยตรงของธนาคาร จากข้อมูลในตารางที่ 3 จะเห็นว่าธนาคารกลางของนิวซีแลนด์เป็นธนาคารกลางแรกที่น่าวิธีการบริหารนโยบายการเงินตามกรอบของ Inflation Targeting มาใช้ในเดือนมีนาคม ปี 1990 ตามมาด้วยธนาคารกลางของแคนาดา ซึ่งนำมาใช้ในเดือนกุมภาพันธ์ 1991

3.1 การใช้กลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินระบบ Monetary Targeting

แม้ว่ากลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินที่อิงกับ Monetary Targeting จะได้รับความสำคัญลด

น้อยลงในปัจจุบัน แต่กลยุทธ์ดังกล่าวยังคงมีการประยุกต์ใช้อย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีของธนาคารกลางเยอรมนี (Deutsche Bundesbank) ซึ่งนับเป็นธนาคารกลางเพียงแห่งเดียวที่ใช้กลยุทธ์ Monetary Targeting ติดต่อกันมานานกว่า 2 ทศวรรษ ประสิทธิภาพดังกล่าวของเยอรมนีจึงเป็นสิ่งที่น่าศึกษา

ลักษณะเด่นของกลยุทธ์ Monetary Targeting ของเยอรมนี คือ การแสดงเจตนาที่แน่นอนที่จะเน้นความโปร่งใส (Transparency) และการติดต่อสื่อสาร (Communication) ที่ชัดเจนในการเปิดเผยกลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินของธนาคาร ให้สาธารณชนได้รับทราบ ตัวอย่างที่เห็นได้ชัด เช่น การเปิดเผยขั้นตอนอย่างชัดเจนในการกำหนดและคำนวณ “เป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ” และ “เป้าหมายปริมาณเงิน” (ปัจจุบันใช้ M3) นอกจากนี้ ธนาคารกลางเยอรมนียังได้ให้ข้อมูลและความกระจ่างต่อสาธารณชนทราบถึงเป้าหมายที่ธนาคารกลางพยายามจะดำเนินการเพื่อให้เข้าสู่เป้าหมายที่กำหนดไว้ โดยอาศัยการสื่อสารผ่านสิ่งพิมพ์ที่เป็นวารสารรายเดือนและรายปีของธนาคาร รวมทั้งยังผ่านทางสุนทรพจน์ของผู้บริหารระดับสูงที่เป็นกรรมการของธนาคารกลาง (Mishkin and Posen 1997)

ข้อที่น่าสังเกตประการหนึ่งเกี่ยวกับการดำเนินนโยบายการเงิน โดยใช้ Monetary Targeting ของธนาคารกลางเยอรมนีคือ “อัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริง” มักไม่ได้เป็นไปตาม “เป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ” ที่ตั้งไว้ โดยในบางครั้งก็จะมีระดับที่สูงกว่า (Overshoot) หรือในบางครั้งก็มีระดับที่ต่ำกว่า (Undershoot) จากข้อเท็จจริงดังกล่าวสะท้อนผู้ที่เกี่ยวข้องให้เห็นว่า กรอบการบริหารนโยบายการเงินที่อิงกับ Monetary Targeting ของเยอรมนีนั้น เป็นเพียงกลไกหนึ่งในการบริหารนโยบายการเงินที่เน้นให้

ดำเนินการอย่างไรเพื่อให้สามารถบรรลุถึง “เป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ” ที่ตั้งไว้ นอกจากนี้ ยังถือเป็นเครื่องมือหนึ่งที่ทำให้ความรับผิดชอบของธนาคารกลางมีระดับสูงขึ้น

ข้อที่น่าสังเกตอีกประการหนึ่งคือ การบริหารนโยบายการเงินที่อิงกับ Monetary Targeting ของเยอรมนี มีการตั้งเป้าหมายเงินเฟ้อเป็นตัวเลขอย่างเด่นชัด ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่ากลยุทธ์ Monetary Targeting ที่เยอรมนีใช้อยู่มีความแตกต่างกันไม่มากนักกับกลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินแบบ Inflation Targeting ที่หลายประเทศใช้อยู่ กล่าวโดยสรุปคือ เยอรมนีใช้ Monetary Targeting โดยกำหนดเป้าหมาย M3 แต่พยายามรักษาเสถียรภาพด้านราคาโดยบางครั้งยอมให้ M3 ไม่ได้เป้า ดังนั้น กรอบการดำเนินนโยบายการเงินของเยอรมนีจึงไม่แตกต่างจาก Inflation Targeting มากนัก

3.2 การใช้กลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินระบบ Inflation Targeting

ข้อค้นพบเชิงประจักษ์ในหลายประเทศที่ว่า “...อุปสงค์ของเงิน (ตัวแปรปริมาณเงิน) มีความสัมพันธ์ที่ไม่มีเสถียรภาพทางสถิติกับตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคที่เป็นเป้าหมายของการดำเนินนโยบายการเงิน อาทิ อัตราเงินเฟ้อ ...” ทำให้ประเทศเหล่านั้นประกาศยกเลิกการใช้กลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินแบบ Monetary Targeting ทางเลือกหนึ่งที่เป็นที่นิยมใช้อย่างแพร่หลายมากยิ่งขึ้นในกลุ่มประเทศอุตสาหกรรม คือ การบริหารนโยบายการเงินที่อิงกับ Inflation Targeting ซึ่งเป็นกลยุทธ์ที่มีการประกาศ “เป้าหมาย อัตราเงินเฟ้อ” ที่ทางการกำหนดไว้ให้สาธารณชนได้รับทราบอย่างชัดเจน รวมทั้งมีข้อกำหนดที่ผูกพันเจ้าหน้าที่ทางการเงินให้ดำเนินการเพื่อให้สามารถบรรลุ “เป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ” ที่วางไว้

ตารางที่ 3 แสดงให้เห็นถึงลักษณะที่สำคัญโดยสรุปของการดำเนินนโยบายการเงินที่อิงกับแนวคิดของ Inflation Targeting จากตารางดังกล่าวจะเห็นว่า ดัชนี MCI เป็นเครื่องมือที่สำคัญในการบริหารนโยบายการเงินของธนาคารกลางในหลายประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งธนาคารกลางนิวซีแลนด์ ธนาคารกลางแคนาดา ซึ่งได้อาศัยดัชนี MCI เพื่อเป็น Operating target variable สำหรับการบริหารนโยบายการเงิน

ประเทศอุตสาหกรรมกลุ่มแรกที่น่ากรอบการบริหารนโยบายการเงินที่อิงกับ Inflation Targeting มาใช้ได้แก่ ประเทศนิวซีแลนด์ แคนาดา และอังกฤษ จากการศึกษาประสบการณ์ของประเทศดังกล่าวอาจกล่าวได้ว่า ระบบนี้ช่วยทำให้เจ้าหน้าที่ทางการเงินของสามประเทศสามารถควบคุมดูแลอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับเป้าหมายที่วางไว้ก่อนหน้าได้อย่างมีประสิทธิภาพ ดังสังเกตได้ว่าอัตราเงินเฟ้อของนิวซีแลนด์ได้ปรับตัวลดลงตามลำดับ หลังจากที่ได้นำระบบ Inflation Targeting มาใช้ในปี 1990 โดยอัตราเงินเฟ้อได้ทรงตัวอยู่ในระดับร้อยละ 0 ถึงร้อยละ 2 นับตั้งแต่ปี 1992 เป็นต้นมา ซึ่งเป็นไปตามเป้าหมายที่วางไว้

ในกรณีของแคนาดามีการนำระบบ Inflation Targeting มาใช้ในเดือนกุมภาพันธ์ปี 1991 และหลังจากนั้นไม่นาน ธนาคารกลางแคนาดาต้องเผชิญกับแรงกดดันอย่างหนักเพื่อป้องกันมิให้การเพิ่มอัตราภาษีมูลค่าเพิ่มผลกระทบทางลบอย่างรุนแรงต่อระดับอัตราเงินเฟ้อเหมือนที่เคยเป็นมาในอดีต อย่างไรก็ตาม ภายใต้ระบบการบริหารนโยบายการเงินแนวใหม่ดังกล่าว การเพิ่มอัตราภาษีมูลค่าเพิ่มมีผลทำให้ “ระดับราคาสินค้า” เพิ่มขึ้นเพียงช่วงหนึ่งเท่านั้น โดยที่มิได้ส่งผลต่อเนื่องทำให้ “ระดับอัตราเงินเฟ้อ” ปรับตัวสูงขึ้น

ที่สำคัญก็คือ หลังจากที่มีการปรับเพิ่มภาษี

ได้ส่งผลกระทบรอบแรกแล้ว อัตราเงินเฟ้อได้น้มนลดลง ซึ่งส่งผลทำให้อัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริงมีระดับที่ต่ำกว่า “เป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ” ที่ตั้งไว้ (Under-shooting) นับตั้งแต่ปี 1992 อัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริงได้ทรงตัวในระดับที่ต่ำกว่าร้อยละ 2 และยังคงทรงตัวอยู่ ณ ระดับดังกล่าวจนถึงขณะนี้ ตัวเลขอัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริงดังกล่าวนับเป็นภาพที่สะท้อนให้เห็นถึงผลสำเร็จของธนาคารกลางแคนาดาที่สามารถดำเนินนโยบายการเงินจนบรรลุเป้าหมายเสถียรภาพทางด้านราคาตามที่กำหนดไว้

หลังจากที่เกิดวิกฤตการณ์อย่างรุนแรงขึ้นในตลาดเงินตราต่างประเทศในเดือนกันยายน ปี 1992 จนทำให้อังกฤษต้องถอนตัวออกจาก “ระบบการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของยุโรป” (ERM) ได้ส่งผลให้ประเทศที่ถอนตัวออกจาก ERM ไม่สามารถพึ่งพิงบทบาทของอัตราแลกเปลี่ยนในฐานะที่เป็น Nominal anchor เพื่อประโยชน์ในการบริหารนโยบายการเงินได้เหมือนอดีตที่ผ่านมา ทั้งนี้ เนื่องจากอัตราแลกเปลี่ยนได้สูญเสียบทบาทการเป็น Nominal anchor เพื่อที่จะสามารถรักษาอัตราเงินเฟ้อให้ทรงตัวอยู่ในระดับที่ทางการมุ่งหวังไว้

รัฐบาลอังกฤษจึงได้อาศัยระบบ Inflation Targeting เพื่อเป็นกรอบในการบริหารนโยบายการเงินเพื่อมุ่งรักษาอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับเป้าหมายที่ตั้งไว้ กลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินตามระบบใหม่ได้ช่วยทำให้อัตราเงินเฟ้อน้มนลดลงอย่างต่อเนื่อง และนับตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน 1993 เป็นต้นมา อัตราเงินเฟ้อได้ปรับตัวลดลงจนมาอยู่ ณ ระดับกึ่งกลางของระดับช่วงร้อยละ 2.5 ซึ่งเป็น “เป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ” ที่ตั้งไว้

จากผลสำเร็จของการใช้ระบบ Inflation Targeting เพื่อรักษาอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับเป้าหมายที่ตั้งไว้ มีผลทำให้ประเทศอุตสาหกรรมอื่นๆ อาทิ ออสเตรเลีย ฟินแลนด์ สวีเดน สเปน และอิสราเอล

หันมาประยุกต์ใช้กลยุทธ์ดังกล่าว อย่างไรก็ตามก็ดี นักเศรษฐศาสตร์หลายฝ่ายเห็นว่า จำเป็นต้องระมัดระวังในการตีความผลสำเร็จของประเทศที่ใช้ระบบ Inflation Targeting ทั้งนี้ เพราะช่วงที่ประเทศเหล่านั้นนำระบบนี้มาใช้เป็นช่วงที่อัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มลดลง จึงทำให้ตัวเลขอัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริงมีระดับอยู่ในเป้าหมายที่ตั้งไว้ (DeBelle 1997)

ข้อเด่นประการหนึ่งของระบบ Inflation Targeting คือ การตัดสินใจของธนาคารกลางที่จะดำเนินมาตรการใด/มาตรการหนึ่งมักอาศัยเครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจหลายประเภทมากกว่าเมื่อเทียบกับการบริหารนโยบายการเงินตามกรอบ Monetary Targeting ที่มักอาศัยเครื่องชี้ที่เป็นตัวแปรทางการเงินเป็นสำคัญ นอกจากนี้ ระบบ Inflation Targeting ทำให้ธนาคารกลางมีความคล่องตัวในการปรับเปลี่ยน นโยบายการเงินให้สอดคล้องกับสภาพการณ์ทางเศรษฐกิจที่แปรเปลี่ยนไปมากกว่า

ที่สำคัญก็คือ ธนาคารกลางที่ใช้ระบบ Inflation Targeting มักจะเปิดช่องทางไว้หลายประการ ทั้งนี้ เพื่อให้สามารถบรรลุถึงเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อได้ง่ายขึ้น ประการแรก ดัชนีราคาที่ใช้ (ซึ่งจะเป็นฐานในการคำนวณระดับอัตราเงินเฟ้อที่เป็นเป้าหมาย) มักจะไม่นับรวมปัจจัยที่ค่อนข้างอ่อนไหวง่ายและมีความผันผวนมาก ดังสังเกตได้ว่า ธนาคารกลางของประเทศอุตสาหกรรมหลายประเทศได้กำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อโดยอิงกับตัวชี้ดัชนีราคาที่เรียกว่า Core CPI ซึ่งเป็นเครื่องชี้ภาวะเงินเฟ้อที่มีไว้รวมปัจจัยที่มีลักษณะอ่อนไหวบางปัจจัย อาทิ ราคาพลังงาน ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ ผลกระทบอันเกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน (หรือผลกระทบรอบแรกอันเกิดจาก Terms of Trade ที่เปลี่ยนแปลงไป การเพิ่มขึ้นของภาษีทางอ้อม เป็นต้น) ประการที่สอง เป้าหมายเงินเฟ้อมักจะกำหนดเป็นช่วงแทนที่จะเป็นเพียงตัวเลขเดียว ประการที่สาม เป้าหมายเงินเฟ้อ

มีข้อสังเกตว่า การปรับเปลี่ยนกลยุทธการบริหารนโยบายการเงินที่อิงกับระบบ Monetary Targeting มาสู่ระบบ Inflation Targeting ของธนาคารกลางของประเทศอุตสาหกรรมนั้น ส่วนใหญ่เป็นกระบวนการที่ใช้เวลาและสะท้อนให้เห็นถึง (i) การตอบสนองต่อสภาพการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไป (ii) พัฒนาการทางความคิดเกี่ยวกับกระบวนการทำงานของระบบเศรษฐกิจ และ (iii) ข้อจำกัดของการใช้นโยบาย

4. การประยุกต์ใช้ Monetary Targeting กับ Inflation Targeting กรณีของไทย

จากที่กล่าวมาแล้วในส่วนที่ 2 และ 3 จะเห็นว่า ปัจจุบันมีแนวโน้มที่เด่นชัดมากยิ่งขึ้นว่าประเทศต่างๆ โดยเฉพาะกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมพยายามที่จะเลือกใช้กลยุทธและกรอบการบริหารนโยบายการเงินที่มีรูปแบบชัดเจน (Rule-like approach) และโปร่งใส (Transparency และ Accountability) เพื่อเปิดโอกาสให้สาธารณชนสามารถตรวจสอบและประเมินผลการดำเนินงานของธนาคารกลางได้อย่างสะดวกและง่ายยิ่งขึ้น ระบบ Monetary Targeting และ Inflation Targeting ถือเป็นระบบการบริหารนโยบายการเงินที่มีคุณสมบัติดังกล่าวและเป็นที่นิยมใช้อย่างแพร่หลายในขณะนี้ โดยเฉพาะในประเทศอุตสาหกรรม

การประยุกต์ใช้ระบบทั้ง 2 ดังกล่าว ในกรณีของประเทศที่กำลังพัฒนา (เช่นประเทศไทย) นั้นจะมีความเป็นไปได้มากน้อยเพียงไรทั้งในแง่ทฤษฎีและในทางปฏิบัติ เป็นประเด็นสำคัญที่ต้องมีการศึกษาวิเคราะห์ในรายละเอียดเพื่อให้เกิดความกระจ่างต่อไป อย่างไรก็ดี เนื่องจากในช่วงที่ผ่านมาจนถึงปัจจุบันนี้ ระบบการบริหารนโยบายการเงินทั้งสองยังมิได้มีการนำมาประยุกต์ใช้ในกรณีของไทย การประเมินประสิทธิผลโดยตรงของการบริหาร

นโยบายการเงินตามระบบทั้งสองจึงยังไม่สามารถดำเนินการได้ในขณะนี้ ซึ่งแตกต่างจากกรณีของประเทศอุตสาหกรรม เช่น แคนาดา ออสเตรเลีย ที่มีประสบการณ์โดยตรงในการบริหารนโยบายการเงินโดยอิงกับกรอบ Monetary Targeting และ Inflation Targeting

แนวทางที่เป็นไปได้ในการศึกษานี้ก็คือจะพยายามหิวยกประเด็นสำคัญบางประการเกี่ยวกับเงื่อนไขที่ก่อให้เกิดประสิทธิผลในการประยุกต์ใช้กรอบการบริหารนโยบายการเงินตามระบบทั้งสอง ทั้งนี้ เพื่อเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของเจ้าหน้าที่ทางการเงินของไทยและหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง หากจำเป็นต้องพิจารณาเลือกใช้ระบบใด/ระบบหนึ่งในอนาคต

4.1 การประเมินสถานะความรู้เกี่ยวกับ Monetary Targeting ในกรณีของไทย

จากที่กล่าวข้างต้นในหัวข้อที่ 2 และ 3 นั้น เงื่อนไขสำคัญที่สุดของการใช้กลยุทธการบริหารนโยบายการเงินที่อิงกับ Monetary Targeting คือต้องมีหลักฐานการทดสอบและการวิเคราะห์ทางสถิติที่แสดงว่า ตัวแปรในภาคการเงิน (อาทิ ปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ย) และตัวแปรที่เป็นเป้าหมายทางภาคเศรษฐกิจจริง (อาทิ ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศระดับราคา) มีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดและที่สำคัญคืออย่างมีเสถียรภาพ

ประเด็นที่น่าสนใจก็คือ จากองค์ความรู้ที่มีอยู่ในกรณีของไทยนั้น สามารถอนุมานได้หรือไม่ว่า “ตัวแปรปริมาณเงินตัวแปรใดบ้างที่มีคุณสมบัติของการเป็นตัวชี้ทางการเงินที่ดี (Leading economic indicator) ที่ทางการสามารถนำมาใช้เป็นฐานในการดำเนินนโยบายการเงิน เพื่อให้บรรลุเป้าหมายเศรษฐกิจที่วางไว้...”

จากผลการวิเคราะห์ทางสถิติของงานวิจัย

หลายชิ้นที่ผ่านมา (อาทิ Hataiseree 1993, 1998, รังสรรค์ หทัยเสวี 2540a) พบว่า การประยุกต์ใช้ Monetary Targeting สำหรับเป็นกรอบการบริหารนโยบายการเงินในกรณีของไทยนั้น มีหลักฐานทางสถิติที่สนับสนุนอย่างหนาแน่น กล่าวคือ พบว่าอุปสงค์ของปริมาณเงิน M1 มีเสถียรภาพอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่สำคัญคือ พบว่าการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน M1 สามารถโน้มนำให้อัตราเงินเฟ้อเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ยังพบว่าปริมาณเงิน M1 มีความสัมพันธ์ทั้งในระยะสั้นและระยะยาวกับฐานเงิน (Monetary Base) ซึ่งเป็นตัวแปรที่ทางการสามารถควบคุมได้อย่างใกล้ชิด กล่าวโดยสรุปก็คือ การศึกษาที่ผ่านมาพบว่าปริมาณเงิน M1 เป็นตัวแปรที่ทางการสามารถใช้เป็นเครื่องชี้ที่สำคัญ (Leading indicators) เกี่ยวกับทิศทางและพฤติกรรมการณ์เคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อ

จากหลักฐานการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ (Empirical analysis) ดังกล่าว ประกอบกับหลักฐานทางสถิติที่ว่า ปริมาณเงิน M1 มีระดับของ Controllability ค่อนข้างสูง รวมทั้งข้อเท็จจริงที่ว่า M1 สามารถควบคุมได้ง่ายกว่า M2 จึงทำให้ M1 มีคุณสมบัติของการเป็นตัวชี้ทางการเงินที่ดีครบถ้วนทั้ง 3 ประการ ทั้งในแง่ของ stability, predictability และ controllability ด้วยเหตุนี้ M1 จึงน่าจะเป็นตัวชี้ทางการเงินที่ทางการสามารถใช้เป็นเป้าหมายชั้นกลาง (Intermediate target) ในการดำเนินนโยบายการเงิน เพื่อช่วยให้สามารถบรรลุเป้าหมายหลักทางภาคเศรษฐกิจจริง ทั้งทางด้านอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อที่เหมาะสมได้

อย่างไรก็ดี จำเป็นต้องระมัดระวังในการอนุมานและการประยุกต์ใช้ผลทางสถิติที่ได้จากการศึกษาเหล่านั้น เนื่องจากเป็นการศึกษาโดยใช้ข้อมูลในช่วงก่อนหน้าที่จะมีการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบตะกร้าเงินมาเป็นระบบลอยตัว

เมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 ข้อเสนอที่ได้อาจเปลี่ยนแปลงไปจากเดิมในกรณีที่ดำเนินการทดสอบโดยใช้ข้อมูลหลังช่วงที่มีการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นระบบใหม่ดังกล่าว ด้วยเหตุนี้ แม้ว่าปริมาณเงิน M1 มีคุณสมบัติของการเป็นตัวชี้ทางการเงินที่ดี แต่การบริหารนโยบายการเงินภายใต้สภาวะแวดล้อมใหม่ในปัจจุบันจำเป็นที่ทางการจะต้องอาศัยเครื่องชี้ทางการเงินอื่นๆ ควบคู่ไปด้วย ทั้งปัจจัยทางด้านภาวะอัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยน ปริมาณการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ เป็นต้น

บทความนี้จึงได้ทำการทดสอบเพิ่มเติมเพื่อดูว่าข้อเสนอที่ได้จากการศึกษาก่อนหน้าจะเปลี่ยนแปลงไปมากน้อยเพียงไร ในกรณีที่ใช้ข้อมูลและวิธีการศึกษา ที่แตกต่างไปจากเดิม โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้ครอบคลุมตั้งแต่ช่วงเดือนมกราคม 1990 ถึงมิถุนายน 1998 เทียบกับช่วงไตรมาสแรกปี 1981 ถึงไตรมาสสุดท้ายปี 1994 ดังกรณีการศึกษาก่อนหน้า

จากผลทางสถิติที่ได้จากการประมาณการแบบจำลองอุปสงค์ของเงินตามความหมายแคบและความหมายกว้าง ตามที่ปรากฏในตารางที่ 4 และ 5 สามารถสรุปได้ว่า อุปสงค์ของ M1 ในระยะยาว มีความสัมพันธ์ที่มีเสถียรภาพกับตัวแปรเป้าหมายชั้นสุดท้ายทางเศรษฐกิจทางด้านรายได้ประชาชาติมากที่สุด เมื่อเทียบกับอุปสงค์ของ M2

ที่สำคัญคือพบว่าในระยะสั้นการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน M1 ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลง (Granger cause) ต่อรายได้ประชาชาติในทิศทางที่คาดไว้ได้ดีกว่า เมื่อเทียบกับปริมาณเงิน M2 ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า ปริมาณเงิน M1 มีคุณสมบัติในแง่ที่เป็นตัวแปรที่มีความสามารถในการคาดการณ์ (predictability) ทิศทางการเคลื่อนไหวในอนาคตของรายได้

การเคลื่อนไหวในอนาคตของตัวแปรทางด้านระดับราคาและรายได้ประชาชาติได้ดีกว่าปริมาณเงิน M2

การศึกษานี้ ยังพบว่า M1 มีระดับของ Controllability สูง โดยที่การเปลี่ยนแปลงของปริมาณฐานเงินก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงต่อปริมาณเงิน M1 ในทิศทางที่คาดไว้ได้ดีกว่าเมื่อเทียบกับปริมาณเงิน M2 (ตารางที่ 7)

ผลการศึกษาเพิ่มเติมดังกล่าว ทำให้สามารถอนุมานได้ว่า M1 น่าจะเป็นเครื่องชี้ทางการเงินที่สำคัญตัวหนึ่ง (Leading economic indicator) โดยสามารถใช้เป็นเป้าหมายชั้นกลางสำหรับการดำเนินนโยบายการเงินที่สำคัญประการหนึ่ง ข้อค้นพบดังกล่าวนับเป็นองค์ความรู้เบื้องต้นที่จะมีผลต่อการประยุกต์ใช้ระบบ Monetary Targeting ได้อย่างมีประสิทธิภาพในอนาคตต่อไป

มีข้อสังเกตว่า ปัญหาเรื่อง “ความสัมพันธ์ที่ไร้เสถียรภาพระหว่างตัวแปรทางการเงินกับตัวแปรที่เป็นเป้าหมายทางเศรษฐกิจ” และเรื่อง “การควบคุมตัวแปรทางการเงิน” ทำให้แม้แต่ประเทศที่เป็นต้นแบบของระบบ Monetary Targeting เช่น เยอรมนี จำเป็นต้องประยุกต์ใช้ระบบดังกล่าวอย่างยืดหยุ่น โดยผ่อนปรนให้เป้าหมายชั้นกลางทางการเงินที่เกิดขึ้นจริงสามารถเบี่ยงเบนไปจากระดับเป้าหมายที่ตั้งไว้ได้ในช่วงระยะเวลาหนึ่ง ทั้งในกรณีที่ต่ำกว่าระดับเป้าหมาย (Undershoot) หรือในกรณีที่สูงกว่าระดับเป้าหมาย (Overshoot) โดยที่ทางการไม่จำเป็นต้องดำเนินมาตรการการเงินใดๆ เพื่อโน้มน้าวให้เข้าสู่เป้าหมายที่วางไว้ นอกจากนี้ รูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางการเงินกับตัวแปรที่เป็นเป้าหมายทางเศรษฐกิจที่ไม่มีความน่าเชื่อถือทางสถิติอย่างเพียงพอ มีส่วนสำคัญที่ทำให้จุดแข็งของระบบ Monetary Targeting (อาทิ ความโปร่งใส และความรับผิดชอบของผู้บริหาร) มีระดับลดน้อยลงไป

4.2 การประเมินสถานะความรู้เกี่ยวกับ Inflation Targeting ในกรณีของไทย

4.2.1 บทบาทของอัตราดอกเบี้ยกับอัตราแลกเปลี่ยนต่ออัตราเงินเฟ้อ

จากที่กล่าวแล้วก่อนหน้านี้ ระบบการบริหารนโยบายการเงินที่อิงกับ Inflation Targeting นั้น จะให้น้ำหนักกับ “ตัวแปรทางเศรษฐกิจหลายชนิด” (ทั้งตัวแปรทางการเงินและตัวแปรอื่นๆ ที่มีใช้ตัวแปรทางการเงิน) ในการประเมินสถานะและทิศทางของอัตราเงินเฟ้อในอนาคต ในขณะที่ระบบการบริหารนโยบายการเงินที่อิงกับ Monetary Targeting นั้นมักจะให้น้ำหนักกับ “ตัวแปรทางด้านปริมาณเงิน” เป็นสำคัญในการกำหนดกลยุทธ์ เพื่อให้สามารถบรรลุถึงเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อที่วางไว้

การศึกษาเกี่ยวกับกรอบและกลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินที่อิงกับ Inflation Targeting ในกรณีของไทยนั้นนับว่ามีอยู่น้อยมาก การศึกษาหนึ่งที่เกี่ยวเนื่องกับเรื่อง Inflation Targeting ได้แก่ การศึกษาของ รังสรรค์ และธีระพล (2541) ซึ่งได้สร้างแบบจำลองเพื่ออธิบายพฤติกรรมอัตราเงินเฟ้อในกรณีของไทยในช่วงเดือนมกราคม 1990 ถึงกรกฎาคม 1998 โดยที่แบบจำลองดังกล่าวประกอบด้วยตัวแปรที่เป็นปัจจัยด้านการเงิน (อาทิ อัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน) กับตัวแปรอื่นที่มีใช้ปัจจัยด้านการเงิน (อาทิ ราคาน้ำมัน ราคาสินค้าโภคภัณฑ์)

จากผลการวิเคราะห์เชิงประจักษ์พบว่า อัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนต่างเป็นปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณความต้องการมวลรวม และต่ออัตราเงินเฟ้ออย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยพบว่าระดับความสำคัญโดยเปรียบเทียบระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับอัตราแลกเปลี่ยน (MCI ratio) ต่ออัตราเงินเฟ้อมีค่าประมาณ 3.3:1 ข้อค้นพบดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่า อัตราดอกเบี้ยมีน้ำหนักในการอธิบาย

พฤติกรรมของอัตราเงินเฟ้อมากกว่าเมื่อเทียบกับอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งเป็นพัฒนาการทางการเงินที่ค่อนข้างสอดคล้องเป็นอย่างดีกับสถานการณ์ของไทยในช่วงก่อนกลางปี 2540 เนื่องจากช่วงดังกล่าวการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนเป็นระบบผูกติดกับตะกร้าเงิน

อย่างไรก็ดี อัตราแลกเปลี่ยนมีแนวโน้มว่าจะมีบทบาทมากยิ่งขึ้นในฐานะที่เป็นกลไกในการส่งผ่านผลของนโยบายการเงินไปสู่ภาคเศรษฐกิจจริง และภาวะเงินเฟ้อ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ในช่วงหลังจาก 2 กรกฎาคม 2540 ซึ่งเป็นช่วงที่ใช้ระบบการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของไทยเป็นแบบลอยตัวภายใต้การจัดการ ทำให้มีความยืดหยุ่นมากยิ่งขึ้นเมื่อเทียบกับระบบการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงก่อนหน้า

4.2.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างดัชนี MCI กับอัตราเงินเฟ้อ

จากผลการวิเคราะห์เบื้องต้นที่ปรากฏในการศึกษาของ รังสรรค์ และธีระพล (2541) พบว่า โดยภาพรวมแล้ว ทิศทางการเคลื่อนไหวของดัชนี MCI (ซึ่งแทนระดับความเข้มงวด หรือความผ่อนคลายของนโยบายการเงิน) มีความสัมพันธ์กับทิศทางการเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อ

นัยที่สำคัญประการหนึ่งของข้อค้นพบดังกล่าวต่อกรอบและกลยุทธ์นโยบายการเงินก็คือ ดัชนี MCI นับเป็นเครื่องชี้ภาวะการเงินระยะสั้นชนิดหนึ่งที่เจ้าหน้าที่ทางการเงินของไทยสามารถใช้ประกอบการดำเนินนโยบายการเงิน เพื่อโน้มน้าวให้อัตราเงินเฟ้อปรับเปลี่ยนไปในทิศทางที่ทางการมุ่งหวังไว้ โดยที่อัตราแลกเปลี่ยนจะมีบทบาทมากยิ่งขึ้นในฐานะที่เป็นกลไกในการส่งผ่านผลของนโยบายการเงินไปสู่ภาคเศรษฐกิจจริง และภาวะเงินเฟ้อ ซึ่งเป็นพัฒนาการทางการเงินที่ค่อนข้างสอดคล้องมากขึ้นกับสถานการณ์ในปัจจุบันของไทย

อย่างไรก็ดี มีข้อสังเกตเพิ่มเติมอย่างน้อย 3 ประการ เกี่ยวกับการใช้ดัชนี MCI เพื่ออธิบายกลไกการกำหนดราคา และกลไกการส่งผ่านผลของนโยบายการเงินต่ออัตราเงินเฟ้อ

ประการแรก การสอดส่องดูแลปัญหาเงินเฟ้อนั้น ผู้ที่เกี่ยวข้องคงไม่สามารถใช้ดัชนี MCI เป็นเครื่องชี้สถานะและแนวโน้มของอัตราเงินเฟ้อเพียงอย่างเดียว ทั้งนี้ เพราะตัวแปรที่เป็นองค์ประกอบหลักของการจัดสร้างดัชนี MCI นั้นมีเพียงตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยเท่านั้น ในขณะที่ตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อประกอบด้วยปัจจัยอื่น ๆ ด้วย นอกเหนือจากตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยนและตัวแปรอัตราดอกเบี้ย อาทิ ตัวแปรที่สะท้อนสถานะนโยบายการคลัง ราคาผลิตภัณฑ์ สินค้าเกษตรในประเทศ

อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบันนักเศรษฐศาสตร์มีการถกเถียงกันมากขึ้นว่า “...สมควรที่จะต้องเพิ่มเติมตัวแปรทางเศรษฐกิจอื่น ๆ นอกเหนือจากตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยน และตัวแปรอัตราดอกเบี้ย ในฐานะที่องค์ประกอบหนึ่งของ MCI หรือไม่ อาทิ ราคาของอสังหาริมทรัพย์...” ข้อที่น่าสังเกตก็คือ ข้อถกเถียงในประเด็นดังกล่าวยังคงจำกัดขอบเขตอยู่เพียงเฉพาะการถกเถียงในกรอบของแนวคิดทางทฤษฎี แต่ยังไม่มีการนำมาประยุกต์ใช้ในทางปฏิบัติ หรือในการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ในปัจจุบัน

ประการที่สอง แม้ว่าการอ่อนตัวของค่าเงินบาทอาจส่งผลต่อแนวโน้มของอัตราเงินเฟ้อในอนาคต ก็อาจไม่จำเป็นเสมอไปที่อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นต้องปรับตัวสูงขึ้น เพื่อป้องกัน inflation หากผู้ที่เกี่ยวข้องพิจารณาแล้วว่ามีปัจจัยอื่น ๆ ที่ไม่ได้ระบุไว้ในสมการ ที่อธิบายถึงพฤติกรรมเงินเฟ้อ แต่อาจส่งผลกระทบต่อคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อในทิศทางที่ตรงกันข้ามกับพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยน ตัวอย่างของปัจจัยที่อาจส่งผลกระทบต่อคาดการณ์

มั่นใจในการปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงิน ปัญหา Credit crunch ปัญหาการปรับตัวลดลงอย่างรุนแรงของการบริโภคและการลงทุนในประเทศ ซึ่งทำให้เกิดการลดลงของอุปทานสินเชื่อและอุปสงค์มวลรวมของประเทศ

ประการที่สาม การประยุกต์ใช้ดัชนี MCI จำเป็นต้องดำเนินการอย่างระมัดระวัง กล่าวคือ จะต้องพิจารณาปัจจัยอื่นประกอบ (ตามที่กล่าวแล้วก่อนหน้า) ดัชนี MCI ในสถานะปัจจุบันจึงเป็นเพียงเครื่องชี้ด้านการเงินตัวหนึ่งเท่านั้น การดำเนินนโยบายเพื่อให้บรรลุผลด้านเงินเฟ้อจะต้องพิจารณาประเด็นอื่นประกอบอีก ที่สำคัญก็คือ จำเป็นต้องเข้าใจกลไกการทำงานของระบบเศรษฐกิจไทยอย่างถ่องแท้ (ซึ่งเป็นสิ่งที่มีความยากลำบากมากยิ่งขึ้นในปัจจุบันที่เศรษฐกิจ ไทยยังอยู่ในช่วงการปรับตัวขนานใหญ่ ภายใต้โปรแกรม IMF) โดยต้องสามารถจำแนกและแยกแยะได้ว่าแรงกระแทกที่เกิดขึ้นอย่างฉับพลัน (Shocks) นั้น เป็นแรงกระแทกที่ก่อให้เกิดผลชั่วคราว หรือถาวรต่อ Inflation รวมทั้งเป็นแรงกระแทกที่มาจากปัจจัยทางด้านอุปสงค์หรืออุปทาน

แม้ว่าผลลัพธ์ที่ได้จากการศึกษาที่ผ่านมาจะให้ภาพในเชิงบวกเกี่ยวกับการใช้ดัชนี MCI เพื่อเป็นเครื่องชี้ทิศทางและแนวโน้มการเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อ แต่การประยุกต์ใช้ดัชนี MCI เพื่อเป็นกลยุทธ์หนึ่งสำหรับการดำเนินนโยบายการเงินของไทยในทางปฏิบัตินั้น ยังมีประเด็นที่ต้องพิจารณาเพิ่มเติมหลายประการ ตัวอย่างเช่น

- หากทางการไทยจะนำดัชนี MCI มาใช้ประกอบการบริหารจัดการนโยบายการเงินของไทยในอนาคต ทางการจะเลือกประยุกต์ใช้ดัชนี MCI ในลักษณะใด กรณีแรก ธนาคารกลางได้ใช้ดัชนี MCI เพื่อเป็น Operating target (อาทิ ธนาคารกลางของนิวซีแลนด์และแคนาดา) โดยการกำหนดเป้าหมายของดัชนี MCI ที่ทางการเห็นว่าเหมาะสมไว้ก่อน

ล่วงหน้า และใช้การดำเนินมาตรการดอกเบี้ยเพื่อให้สามารถบรรลุเป้าหมายดังกล่าว (Freedman, 1995) หรือกรณีที่สอง ธนาคารกลาง (อาทิ ธนาคารกลางของประเทศในกลุ่มสแกนดิเนเวีย) ได้ใช้ดัชนี MCI เพื่อเป็นเครื่องชี้ Policy stance ของการดำเนินนโยบายการเงินเท่านั้น

- ระดับการเปลี่ยนแปลงของดัชนี MCI ที่ยอมรับได้ (Degree of tolerance) ควรเป็นเท่าไร โดยที่ทางการยังไม่จำเป็นต้องดำเนินมาตรการทางการเงินเพื่อผลักดันให้ดัชนี MCI เคลื่อนไหวไปในทิศทางที่ทางการต้องการ ประเด็นนี้มีความสำคัญที่สะท้อนให้เห็นว่า การใช้ดัชนี MCI เพื่อให้สามารถบรรลุเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อนั้น ทางการจำเป็นต้องมีความคล่องตัวในการปรับเปลี่ยนเครื่องมือทางการเงินในระดับหนึ่ง ทั้งนี้ เพื่อป้องกันมิให้มีการใช้เครื่องชี้ดัชนี MCI ในลักษณะที่เป็นสูตรสำเร็จ (Fixed formular) มากจนเกินไป

- การประเมินสถานะและทิศทางของนโยบายการเงิน โดยอิงกับดัชนี MCI ที่สร้างขึ้นในรูปแบบ Real term จะให้ข้อสรุปที่คล้อยคลึงหรือแตกต่างมากน้อยเพียงไร เมื่อเทียบกับการประเมินสถานะและทิศทางของนโยบายการเงินที่อิงกับดัชนี MCI ที่เป็น Nominal term ดังเช่นผลการศึกษาที่ปรากฏใน รั้งสรรพค์ และธีระพล (2541)

4.2.3 ข้อพิจารณาการประยุกต์ใช้กลยุทธ์ Inflation Targeting

แม้ว่าโดยหลักการแล้ว กลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินตามกรอบ Inflation Targeting เป็นระบบที่เน้นความโปร่งใส (Transparency) และความรับผิดชอบ (Accountability) แต่การดำเนินการเพื่อให้เกิดประสิทธิผลในทางปฏิบัตินั้น ขึ้นอยู่กับหัวใจหลักที่ว่า ความน่าเชื่อถือ (Credibility) ของธนาคารกลางที่ประยุกต์ใช้ระบบ Inflation Tar-

getting มีมากน้อยเพียงไร ทั้งนี้ เพราะประสิทธิผลของการบริหารนโยบายการเงินตามระบบนี้จะขึ้นกับเงื่อนไขที่ว่า ตลาดเงินมีความเชื่อมั่นใน “กระบวนการ” และ “กลไก” ของธนาคารกลางที่ใช้ว่าสามารถดำเนินการเพื่อให้สามารถบรรลุเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อที่ตั้งไว้ หากตลาดการเงินขาดความเชื่อมั่นในกระบวนการและกลไกของธนาคารกลางที่ใช้ควบคุมดูแลอัตราเงินเฟ้อแล้ว ก็เป็นเรื่องยากที่การส่งสัญญาณทางการเงินของธนาคารกลางจะบรรลุผลตามเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อที่ตั้งไว้ เนื่องจาก “การคาดการณ์ทางด้านราคา” (Price expectation) ในอนาคตของภาคธุรกิจและ ภาคครัวเรือนจะแตกต่างกันไปจากระดับของอัตราเงินเฟ้อ ในอนาคตที่ทางการแถลงไว้ก่อนหน้านี้

ที่สำคัญก็คือ การนำระบบดังกล่าวมาใช้ยังจำเป็นต้องพิจารณาถึงเงื่อนไขเวลาที่เหมาะสม โดยเฉพาะอย่างยิ่งการประยุกต์ใช้ในกรณีของประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งส่วนใหญ่มักประสบกับปัญหาเงินเฟ้อที่ทรงตัวอยู่ในระดับสูงอย่างต่อเนื่อง รวมทั้งมีการขาดดุลงบประมาณในระดับสูง ดังเช่นในกรณีของหลายประเทศในภูมิภาคลาตินอเมริกา ทำให้เป็นอุปสรรคอย่างมากต่อการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อควบคุมดูแลอัตราเงินเฟ้อ

นอกจากเงื่อนไขดังกล่าวแล้ว การนำระบบ Inflation Targeting ไปประยุกต์ใช้ในทางปฏิบัติกรณีของไทยในอนาคต ยังมีประเด็นที่ต้องดำเนินการให้เกิดความกระจ่างหลายประการ อาทิ

- ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับแนวความเห็นของเจ้าหน้าที่ทางการเงินเกี่ยวกับ “โครงสร้างและกลไกการทำงานของเศรษฐกิจไทย” โดยเฉพาะในส่วนที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับกลไกส่งผ่านผลของนโยบายการเงินและนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนสู่ภาคเศรษฐกิจจริง (Real sector) กลไกความเชื่อมโยงของเศรษฐกิจไทยกับเศรษฐกิจโลก กลไกความเชื่อมโยงระหว่างภาคการ

เงินกับภาคอื่นๆ ในระบบเศรษฐกิจมหภาค กลไกและปัจจัยสำคัญที่กำหนดเงินเฟ้อของไทย (น้ำหนักระหว่างปัจจัยทางการเงินกับปัจจัยอื่นๆ เป็นเช่นไร)

- ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับบทบาทของ “อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ไว้” (Forecast inflation) ปัจจุบันนักเศรษฐศาสตร์จำนวนไม่น้อย (อาทิ Svensson, 1997) เห็นว่า “อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ไว้” สามารถนำมาใช้เป็น “ตัวชี้ชี้กลางทางการเงิน” (Intermediate target) โดยมี MCI ทำหน้าที่เป็น Operating target การพึงพิงข้อมูลเกี่ยวกับอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ไว้ในกระบวนการตัดสินใจทางนโยบายการเงินนั้น สะท้อนให้เห็นถึงนัยที่ว่าโครงสร้างทางเศรษฐกิจของประเทศที่นำระบบ Inflation Targeting มาใช้จำเป็นต้องมีเสถียรภาพในระดับหนึ่ง รวมทั้งมีโครงสร้างทางเศรษฐกิจที่สามารถสร้างแบบจำลองเพื่ออธิบายพฤติกรรมทางเศรษฐกิจ รวมทั้งพฤติกรรมเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อได้อย่างไม่ยากนัก

- ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับองค์กรที่ทำหน้าที่กำหนดเป้าหมายว่ามีความเป็นอิสระเพียงไรที่จะดำเนินนโยบายที่เป็นเกี่ยวกับเงินเฟ้อ บทบาทของธนาคารแห่งประเทศไทยในการดำเนินนโยบายการเงินมีลักษณะเช่นไรภายใต้กรอบการบริหารนโยบายเศรษฐกิจมหภาคโดยรวม ประสิทธิผลของนโยบายการเงินมีข้อจำกัดเนื่องจากต้องคำนึงถึงนโยบายเศรษฐกิจมหภาคด้านอื่นๆ (อาทิ นโยบายการคลัง) มากน้อยเพียงไร

- ประเด็นในเรื่องความเกี่ยวข้องระหว่างเป้าหมายเงินเฟ้อกับกับเป้าหมายเศรษฐกิจมหภาคอื่น ๆ ที่สำคัญคือ การรักษาเสถียรภาพด้านราคา ควรเป็นเป้าหมายหลักที่ธนาคารกลางจำเป็นต้องให้ความสำคัญสูงสุดในการบริหารจัดการนโยบายการเงินตามกรอบความคิดที่อิงกับ Inflation Targeting นั้น มีความเหมาะสมมากน้อยเพียงไรในสถานการณ์ปัจจุบันและในอนาคต ในการประยุกต์ใช้กับกรณีของ

เทียบกับกลยุทธ์การบริหารจัดการนโยบายการเงินที่อิงกับกรอบและแนวคิด Monetary Targeting

มีข้อสังเกตว่า ประเทศสหรัฐอเมริกาซึ่งเป็นประเทศที่มีระดับการพัฒนาในระดับสูงก็ยังคงให้ความสำคัญกับเป้าหมายเศรษฐกิจมหภาคอื่นๆ ทั้งทางด้านแรงงานเต็มที การรักษ้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวให้อยู่ในระดับต่ำ นอกเหนือจากเป้าหมายเงินเฟ้อในฐานะที่เป็นเป้าหมายหลักในการบริหารจัดการนโยบายการเงิน (Kahn *et al.* 1998)

นอกจากประเด็นต่างๆ ดังกล่าว การเลือกใช้กลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินของไทยในอนาคตย่อมขึ้นอยู่กับประเด็นที่เกี่ยวข้องและองค์ความรู้ที่สำคัญหลายประการ ทั้งในประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการเลือกใช้ดัชนีราคาที่จะเป็นฐานในการคำนวณเป้าหมายเงินเฟ้อ และประเด็นที่เกี่ยวข้องกับขอบเขต และความรับผิดชอบของเจ้าหน้าที่ทางการเงิน องค์ความรู้ที่ได้จากการศึกษาเพิ่มเติมในประเด็นต่างๆ จะเป็นเครื่องตัดสินใจของทางการหากจำเป็นต้องเลือกใช้ระบบการบริหารนโยบายการเงินระบบใด/ระบบหนึ่งในอนาคต

5. สรุปและหน้ต่อการเลือกกลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินในอนาคต

การประยุกต์ใช้กลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินแนวใหม่ที่อิงกับ Inflation Targeting และ/หรือ Monetary Targeting นั้น สะท้อนให้เห็นวิวัฒนาการทางด้านการบริหารนโยบายการเงินของธนาคารกลางในประเทศอุตสาหกรรมที่พยายามอาศัยกฎเกณฑ์ที่ค่อนข้างชัดเจนเป็นฐานในการกำหนดแนวทางในการบริหารนโยบายการเงิน ทั้งนี้เพื่อหลีกเลี่ยงการใช้วิธีการปรับเปลี่ยนแนวนโยบายการเงินไปตามสมภาวการณ์ให้มากที่สุด

กรอบการบริหารนโยบายการเงินตามระบบใหม่ดังกล่าวจึงนับเป็นแนวทางในการกำหนด Stance

ของนโยบายที่ชัดเจนและสามารถสื่อสารกับตลาดการเงินได้ ขณะเดียวกันก็เป็นเครื่องมือในการติดตามและประเมินผลกระทบของนโยบายการเงินต่อระบบเศรษฐกิจโดยเฉพาะเสถียรภาพของราคาหรืออัตราเงินเฟ้อซึ่งเป็นความรับผิดชอบโดยตรงของธนาคารกลาง

บทความนี้ได้นำเสนอผลการวิเคราะห์ถึงลักษณะเด่นที่สำคัญของกลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินแนวใหม่ที่อิงกับ Inflation Targeting และ Monetary Targeting ที่ใช้เป็นกรอบในการควบคุมดูแลอัตราเงินเฟ้อ โดยได้มีการเปรียบเทียบจุดอ่อนและจุดแข็งของกลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินทั้งสอง โดยได้ชี้ให้เห็นว่าระบบทั้งสองต่างก็มีจุดอ่อนและจุดแข็งในตัวเองเป็นการเฉพาะ

ลักษณะที่คล้ายคลึงกันประการหนึ่งของ Inflation Targeting และ Monetary Targeting นั้นต่างมี “เป้าหมายเงินเฟ้อ” เป็นเป้าหมายหลักของการดำเนินนโยบายการเงินเช่นเดียวกัน นอกจากนี้ กลยุทธ์ทั้งสองระบบดังกล่าวจะเน้นการบริหารนโยบายการเงินในลักษณะที่มีการประเมินผลกระทบที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต และมาตรการตอบสนองต่อผลกระทบดังกล่าวไว้ก่อนล่วงหน้า

อย่างไรก็ตาม ข้อแตกต่างที่สำคัญระหว่างกลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินทั้งสองคือ Inflation Targeting จะให้น้ำหนักกับ “ตัวแปรทางเศรษฐกิจหลายประเภท” (ทั้งตัวแปรทางการเงินและตัวแปรอื่นๆ ที่มีใช้ตัวแปรทางการเงิน) ในการประเมินสถานะและทิศทางของอัตราเงินเฟ้อในอนาคต ในขณะที่ Monetary Targeting จะให้น้ำหนักกับ “ตัวแปรทางด้านปริมาณเงิน” เป็นสำคัญในการประเมินสถานะและทิศทางของอัตราเงินเฟ้อในอนาคต โดยมีได้ให้ความสำคัญต่อพฤติกรรมของตัวแปรอื่นๆ ที่มีใช้ตัวแปรทางด้านการเงิน ในแง่นี้ อาจกล่าวได้ว่าระบบ Monetary Targeting เป็นส่วนหนึ่งของระบบ Inflation Targeting

แม้ว่าผลการทดสอบเบื้องต้นทางสถิติที่นำเสนอในบทความนี้ยังไม่สามารถให้ข้อสรุปที่ชัดเจนว่า กลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินแบบ Inflation Targeting หรือ Monetary Targeting มีความเหมาะสมมากกว่าอีกระบบหนึ่งในการนำมาประยุกต์ใช้ในกรณีของไทยในอนาคต เนื่องจากในช่วงที่ผ่านมาจนถึงปัจจุบันนี้ ระบบการบริหารนโยบายการเงินทั้งสองยังมิได้มีการนำมาประยุกต์ใช้อย่างเป็นทางการในกรณีของไทย แต่อย่างน้อยการศึกษานี้ได้นำเสนอผลการวิเคราะห์เกี่ยวกับเงื่อนไขสำคัญบางประการที่จะเป็นประเด็นพิจารณา หากทางการไทยจำเป็นต้องเลือกใช้ระบบการบริหารนโยบายการเงินแบบใด/แบบหนึ่งในอนาคต ดังเช่นข้อค้นพบเบื้องต้นที่ว่า ตัวแปรทางการเงินมีความสัมพันธ์ที่มีเสถียรภาพกับตัวแปรที่เป็นเป้าหมายทางเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นเงื่อนไขสำคัญประการหนึ่งของการประยุกต์ใช้กลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินแบบ Monetary Targeting ได้อย่างมีประสิทธิภาพในอนาคตต่อไป

อย่างไรก็ดี แม้ว่าหลักฐานการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ที่สามารถนำมาใช้เพื่อสนับสนุนกลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินแบบกรอบ Inflation Targeting ในกรณีของไทยนั้นยังไม่มีผลการดำเนินการอย่างเป็นรูปธรรมในขณะนี้ แต่อย่างน้อยบทความนี้ได้ชี้

ให้เห็นถึงเงื่อนไขเบื้องต้นบางประการที่ธนาคารกลางของไทยจำเป็นต้องพิจารณาดำเนินการ หากจะนำกลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินตามระบบ Inflation Targeting มาใช้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำเป้าหมายเชิงปริมาณของอัตราเงินเฟ้อตามระยะเวลาในอนาคต การสร้างความเข้าใจต่อสาธารณชนว่า การบรรลุเป้าหมายด้านเงินเฟ้อเป็นสิ่งสำคัญสูงสุดเหนือเป้าหมายอื่นๆ ในการดำเนินนโยบายการเงิน และการจัดทำแบบจำลองที่ใช้พยากรณ์อัตราเงินเฟ้อ

ประเด็นต่างๆ ดังกล่าวเป็นประเด็นที่มีความสำคัญมากต่อประสิทธิผลในการประยุกต์ใช้กลยุทธ์การตั้งเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อสำหรับการดำเนินนโยบายการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพ อย่างไรก็ตาม การดำเนินการเพื่อให้บังเกิดผลในทางปฏิบัติสำหรับประเด็นต่างๆ ที่กล่าว เป็นกระบวนการที่ต้องใช้เวลาและเกี่ยวข้องกับการพัฒนาการทางความคิดเกี่ยวกับกระบวนการและกลไกการทำงานของระบบเศรษฐกิจไทย ซึ่งจะเป็นสิ่งบ่งชี้ถึงความเป็นไปได้ รวมทั้งสะท้อนให้เห็นถึงสถานะภาพของไทยที่จะบริหารนโยบายการเงินตามกรอบ Inflation Targeting โดยการประกาศเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ และเครื่องมือติดตามที่ชัดเจนได้อย่างมีประสิทธิภาพต่อไปในอนาคต

เอกสารอ้างอิง

ภาษาไทย:

- จตุมงคล โสถกุล, ม.ร.ว. (2541), “ทิศทางตลาดเงินและความสัมพันธ์กับตลาดทุนในประเทศไทย”, รายงานเศรษฐกิจรายเดือนธนาคารแห่งประเทศไทย, ปีที่ 38 ,เล่มที่ 10, (ตุลาคม), หน้า 83-89
- ปราณี ทินกร (2541a) “การวิเคราะห์ดัชนีชี้ภาวะเศรษฐกิจสำหรับประเทศไทย” รายงานวิจัยเสนอต่อสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ภายใต้โครงการศึกษาจัดทำแบบจำลองพยากรณ์ภาวะเศรษฐกิจระยะสั้น มูลนิธิสถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย, กันยายน 2541
- _____, (2541b), “การเตือนภัยเศรษฐกิจ : กรณีวิกฤตค่าเงิน” เอกสารประกอบการประชุมระดมความคิดเห็น เรื่อง นโยบายและการบริหารจัดการเศรษฐกิจมหภาค ในการสัมมนาประจำปีของสถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย, วันที่ 11-13 ธันวาคม 2541
- รังสรรค์ หทัยเสรี (2538), “ความเชื่อมโยงของระบบการเงินไทยกับต่างประเทศ : ผลการวิเคราะห์เพิ่มเติม”, รายงานเศรษฐกิจรายเดือนธนาคารแห่งประเทศไทย, ปีที่ 35, เล่มที่ 8, (สิงหาคม), หน้า 11-25
- _____, (2540a), “การตั้งเป้าหมายทางการเงินและนโยบายการเงิน : กรอบการวิเคราะห์เชิงทฤษฎีและการประยุกต์ใช้ในกรณีของไทย”, รายงานเศรษฐกิจรายเดือนธนาคารแห่งประเทศไทย, ปีที่ 37, เล่มที่ 2, (กุมภาพันธ์), หน้า 13-43
- _____, (2540b), “ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว: มิติใหม่ของระบบการเงินและภัยต่อธุรกิจไทย”, **Chulalongkorn Review**, ปีที่ 9, ฉบับที่ 36, (กรกฎาคม-กันยายน), หน้า 47-57
- _____, (2540c), “นโยบายการเงินและการคลัง : กรอบในการบริหารและบทบาทต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจของไทย”, วารสารบริหารธุรกิจ, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, ปีที่ 20, ฉบับที่ 74, หน้า 1-24
- _____, (2540d), “เงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศและนโยบายการเงิน : ประสบการณ์ของไทยในยุคกระแสโลกาภิวัตน์ทางการเงิน”, วารสารบริหารธุรกิจ, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ปีที่ 20, ฉบับที่ 76, หน้า 35-56
- _____, (2541), “Currency Board : กลไกสำคัญและนัยต่อค่าเงินในภูมิภาค” **Chulalongkorn Review**, ปีที่ 11, ฉบับที่ 38, (มกราคม-มีนาคม), หน้า 57-70
- _____, (2541), “นโยบายและการบริหารการเงินการคลังและอัตราแลกเปลี่ยนในการจัดการเศรษฐกิจไทย : บทเรียนและนัยต่อทศวรรษหน้า”, สำนักพิมพ์: สำนักงานกองทุนสนับสนุนการวิจัย
- รังสรรค์ หทัยเสรี และธีระพล รัตนาลังการ (2541), “ดัชนีภาวะการเงิน (Monetary Conditions Index) และนัยต่อนโยบายการเงิน : แนวคิดและการประยุกต์ใช้ในกรณีของไทย”, รายงานเศรษฐกิจรายเดือนธนาคารแห่งประเทศไทย, ปีที่ 38 ,เล่มที่ 7, (กรกฎาคม), หน้า 75-93
- รังสรรค์ ชนะพรพันธุ์, (2541), การบริหารนโยบายเสถียรภาพเศรษฐกิจในอนาคต สำนักพิมพ์: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- สุพจน์ จุณอนันตรธรรม, (2541), “วิกฤตเศรษฐกิจไทย : สาเหตุ นโยบาย และการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพ” บทความเสนอในงานสัมมนาวิชาการประจำปี 2541, คณะเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- อัมมาร สยามวาลา, (2541), “ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมของไทยในอนาคต” เอกสารประกอบการสัมมนา, สำนักงานกองทุนสนับสนุนการวิจัย

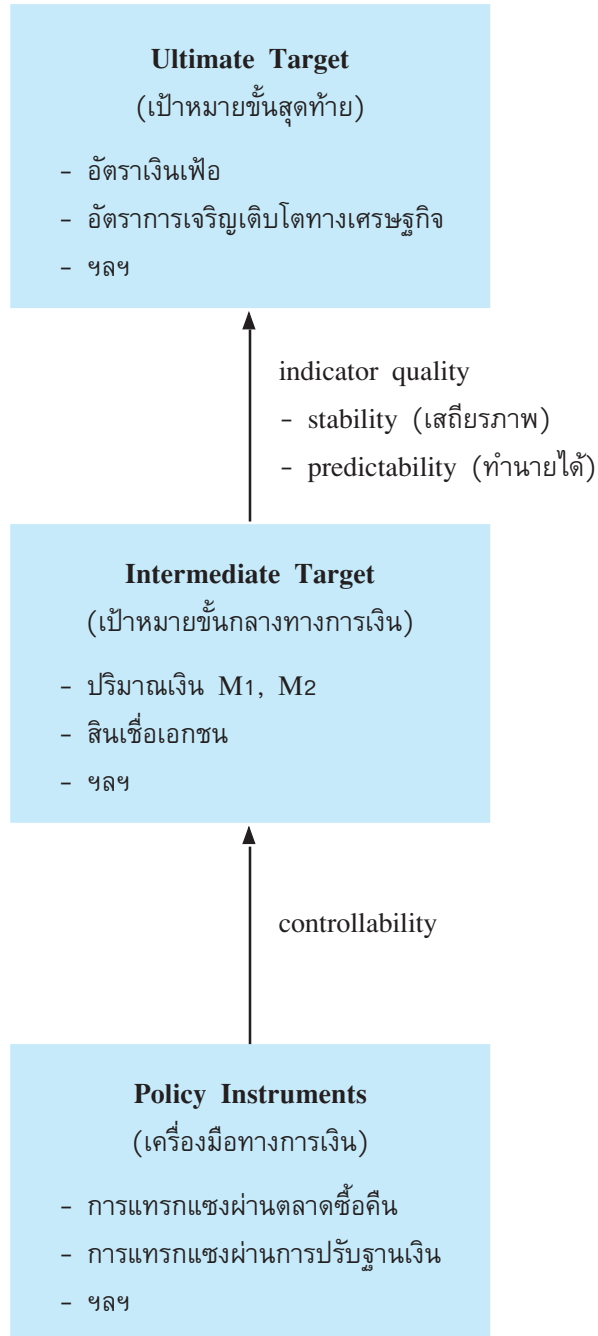
ภาษาอังกฤษ:

- Argy, V., A. Brennan and G. Stevens (1990), "Monetary Targetting: The International Experience", **Economic Record**, 66, 37-62
- Blinder, Alan (1999), "**Central Bank Credibility : Why Do We Care? How Do We Built It?'**", Paper prepared for ASSA meetings, New York, January.
- Brash, Don (1997), "Exchange Rates, Export Prices, and the Reserve Banks Monetary Conditions Index", **RBNZ speech**, 22 August.
- _____, (1998), "Monetary Policy in New Zealand : Business as Usual", **Reserve Bank of New Zealand Bulletin**, Vol. 61, No. 2, pp. 154-159
- Chatu Mongkol Sonakul, M.R. "**Optimal Monetary and Exchange Policy under Global Financial Crisis**" Opening address delivered at The 22nd International Conference on a Macromomic Core of an Open Economy for Progressive Industrialization and Development in Asia in the New Millennium, organized by Faculty of Economics, Chulalongkorn University, the American Committee on Asian Economic Studies (ACAES), Chulalongkorn Economic Association, December 16-18, 1998, Bangkok, Thailand.
- Debelle, G. (1997), "Inflation Targeting in Practice", **IMF Working Papers**, No. 35 (March)
- Duguay, P. (1994), "Empirical Evidence on the Strength of the Monetary Transmission mechanism in Canada", **Journal of Monetary Economics**, 33, 39-61
- Freedman, C. (1995), "The Role of Monetary Conditions and the Monetary Conditions Index in the Conduct of Policy", **Bank of Canada Review**, Autumn, pp. 53-59
- Friedman, B.M. and Kuttner, K.K. (1992) "Money Income, Prices and Interest Rates", **American Economic Review**, Vol. 82, No.3, June, pp. 472-92
- Green, J.H. (1996), "Inflation Targeting: Theory and Policy Implications", **IMF Staff Papers**, Vol. 43(4), pp. 779-795
- Hansson, B. and H. Lindberg (1994), "Monetary Conditions Index : A Monetary Indicator", **Quarterly Review**, (Sveriges Risksbank), 3, 12-17
- Hataiseree, Rungsun (1993), "The Demand for Money in Thailand : A Cointegration and Error-Correction Approach" **Singapore Economic Review**, Vol. 38, No. 2, pp. 195-230
- _____, (1994), "The Relationship between Monetary Aggregates and Economic Activities : Some Thai Evidence Using a Cointegration Approach", **Bank of Thailand Papers on Policy Analysis and Assessment**, Vol. 2, pp. 47-62
- _____, (1995a), "Monetary Policy in Thailand : Past, Present and Future" **Chulalongkorn Review**, Vol. 8, No. 29, pp. 92-114
- _____, (1995b), "Cointegration Tests of Purchasing Power Parity: The Case of Thai Baht", **Asian Economic Journal**, Vol. 6, No.1, pp. 67-75

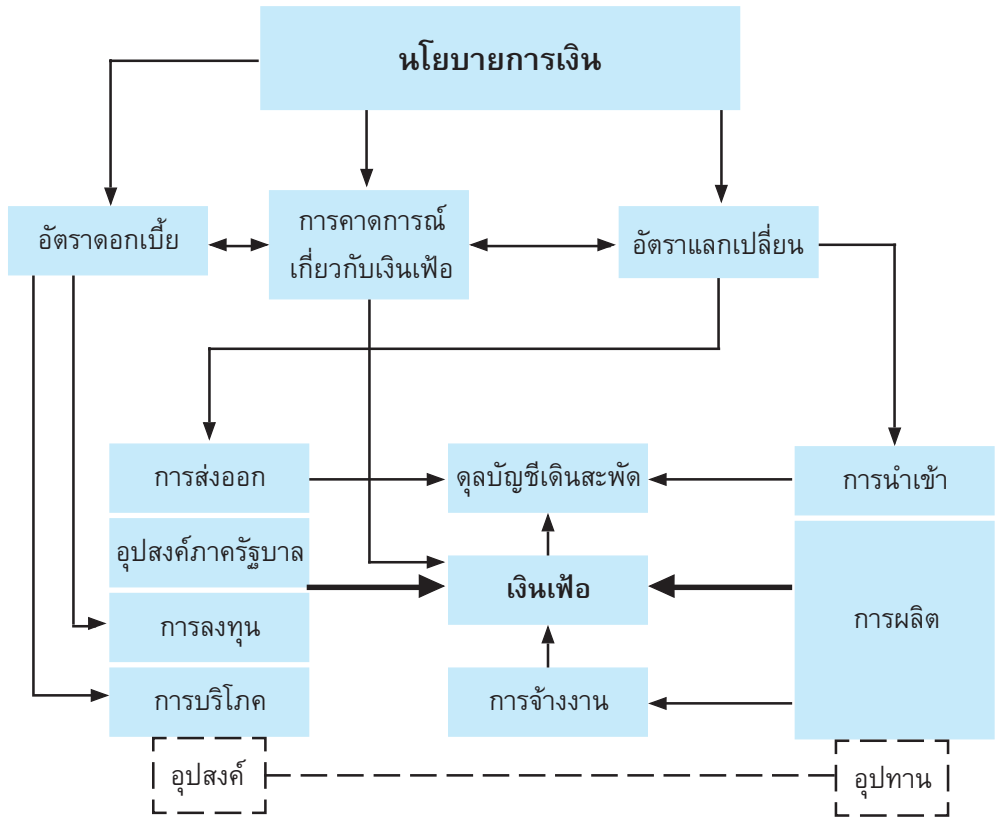
- Hataiseree, Rungsun , (1995c), "Capital Mobility, Sterilization and Monetary Policy : Some Evidence from Thailand since 1980", **Bank of Thailand Papers on Policy Analysis and Assessment**, Vol. 3, pp. 27-51
- _____,(1995d), "Financial Liberalization, Financial Innovation and Its Impacts on Monetary Policy : Thailand's Recent Evidence", **Chulalongkorn Review**, Vol. 7, No. 27, (April-June), pp. 89-102
- _____, (1996a), "Macroeconomic Performance, Monetary and Exchange Rate Policies and Some Salient Features of the Thai Economy Since 1980", **Journal of Business Administration**, Vol. 19, No. 70, pp. 20-41
- _____, (1996c), "An Empirical Evaluation of Monetary Control in Thailand : The Post-1980 Experience", **Asian Economies**, Vol. 24, No. 4, pp. 67-113
- _____, (1997), "Modelling Exchange Rate Policy Reaction Function : Evidence from Thailand Under the Basket Pegging Regime", **Sasin Journal of Management**, Vol. 3, No.1, pp. 28-40
- _____, (1998a), "Strategy of Monetary Targeting : Is It Applicable to Thailand's Case?", **Bank of Thailand Quarterly Bulletin**, Vol. 38, No. 1, pp. 27-56
- _____, (1998b), "Monetary Tactics with a Monetary Targeting : A Thai Perspective", **Sasin Journal of Management**, Vol. 4, No.1, pp. 14-37
- _____, (1998c), "**Monetary Conditions and Monetary Policy : Empirical Results for Thailand under the Floating Rate Regime**", Paper presented at the 22nd International Conference on a Macromomic Core of an Open Economy for Progressive Industrialization and Development in Asia in the New Millennium, organized by Faculty of Economics, Chulalongkorn University, the American Committee on Asian Economic Studies (ACAES), Chulalongkorn Economic Association, December 16-18, 1998, Bangkok, Thailand.
- _____, and A. Phipps (1996a), "The Degree of Capital Mobility in Thailand: Some Estimates Using a Cointegration Approach", **Applied Economics Letters**, 3, 9-12
- _____, and_____, (1996b), "The Relationship between Money and Income in Thailand : Some Evidence for the 1980s Using a Cointegration Approach", **Savings and Development**, Vol. 20, pp. 389-405
- Kahn, George and Klara Parrish (1998), "Conducting Monetary Policy With Inflation Targets", **FRB of Kansas City**, Third Quarter.
- Mishkin, F.S. and A. Posen (1997), "Inflation Targeting : Lessons from Four Countries", **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**, Vol. 3, pp. 9-110
- Svensson, L. (1997), "Inflation Forecast Targeting : Implementation and Monitoring Inflation Targets", **European Economic Review**, June, Vol. 41(6), pp. 1111-46
- Tseng, W. and R. Corker (1992), "**Financial Liberalization, Money Demand, and Monetary Policy in Asian Countries**", Occasional Paper, International Monetary Fund : Washington.
- Wibulswasdi, C. (1986), "The Formulation and Implementation of the Monetary Policy : The Thai Monetary Experience duing 1983-1984", **Bank of Thailand Quarterly Bulletin**, Vol.26, No.3, pp. 27-46

รูปที่ 1

ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางการเงินและตัวแปรทางเศรษฐกิจ



รูปที่ 2
กลไกส่งผ่านผลกระทบของนโยบายการเงิน



ตารางที่ 1
อัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน : บทบาทในฐานะเครื่องชี้สถานะของนโยบายการเงิน

	Δr	Δe	สถานะของนโยบาย (สภาวะด้านการเงิน)
I	$r \downarrow$ (i.e. 15% \rightarrow 10%)	$e \uparrow$ (i.e. 35 \rightarrow 40)	นโยบายการเงินผ่อนคลาย
II	$r \uparrow$ (i.e. 10% \rightarrow 15%)	$e \downarrow$ (i.e. 40 \rightarrow 35)	นโยบายการเงินตึงตัว
III	$r \downarrow$ (i.e. 15% \rightarrow 10%)	$e \downarrow$ (i.e. 40 \rightarrow 35)	ยังสรุปไม่ได้ (ขึ้นอยู่กับขนาดของการเปลี่ยนแปลง r หรือ e)
IV	$r \uparrow$ (i.e. 10% \rightarrow 15%)	$e \uparrow$ (i.e. 35 \rightarrow 40)	ยังสรุปไม่ได้ (ขึ้นอยู่กับขนาดของการเปลี่ยนแปลง r หรือ e)

หมายเหตุ : r = อัตราดอกเบี้ย

e = อัตราแลกเปลี่ยน (เช่น บาท/ดอลลาร์ สรอ.)

ตารางที่ 2
ประวัติการประกาศใช้เป้าหมายทางการเงิน หรือตัวเลขคาดการณ์ทางการเงิน
ในประเทศกลุ่มอุตสาหกรรมชั้นนำของโลก (กลุ่ม G-7)

ประเทศ	ช่วงระยะเวลาครั้งแรกที่ใช้เป้าหมาย หรือตัวเลขคาดการณ์ทางการเงิน	ช่วงระยะเวลาที่เป้าหมาย เข้าเป้าหรือต่ำกว่าเป้า	ช่วงระยะเวลาที่ เป้าหมายเกินเป้า
แคนาดา ^{1/}	M1, 1975:Q2 to 1976=Q2	1976-82	1977-79
ฝรั่งเศส ^{2/}	M2, December 1976 to December 1977	1980	1977-79
		1982	1981
	M3, 1985:Q4 to 1986:Q4	1987-90	1983-85
		1986	1987
		1991-93	
เยอรมนี	Central bank money, December 1974 to December 1975	1979-85	1975-78 1986-87
	M3, 1987:Q4 to 1988:Q4	1989-91	1988
		1994	1992-93
อิตาลี ^{3/}	M2, December 1983 to December 1984	1986	1984-85
		1992	1987-91
		1994	1993
ญี่ปุ่น ^{4/}	M2+CDs, 1977:Q3 to 1978:Q3
สหราชอาณาจักร ^{5/}	£M3, 1976/77 (fiscal year ending March 31, 1977)	1976/77	1977/78
		1978/79-1979/80	1980/81-1981/82
		1982/83-1983/84	1984/85-1985/86
	PSL2, February 1982 to April 1983		
	M1, February 1982 to April 1983		1982/83-1983/84
	M0, February 1984 to April 1985		
	M4, October 1992	1982/83	1983/84
		1984/85-87	1988-89
		1990-91	1992
	
สหรัฐอเมริกา ^{6/}	M1, March 1975 to March 1976	1976:Q1-77:Q2	1977:Q3-78:Q4
		1979:Q1-Q3	1979-80
		1981	1982
	M2, March 1975 to March 1976	1983-84	1985-86
		1976:Q1-Q3	1976:Q4-77:Q3
	M3, March 1975 to March 1976	1977:Q4-79:Q3	1979-82
		1983-94	
		1976:Q1-Q3	1976:Q4-77:Q4
		1978:Q1-79:Q3	1979-84
		1985-94	

- หมายเหตุ :
- 1/ ธนาคารกลางของประเทศแคนาดาได้ยกเลิกการตั้งเป้าหมายทางการเงินเมื่อเดือนพฤศจิกายน 1982
 - 2/ ในช่วงปี 1976 ถึง 1981 ธนาคารกลางของฝรั่งเศสได้ประกาศใช้ตัวเลขเป้าหมายการขยายตัวของปริมาณเงินในอัตราเดียว โดยเป็นอัตราเพิ่มจากวันที่ 1 ธันวาคม ถึงวันที่ 1 ธันวาคมในปีก่อน แต่หลังช่วงปี 1982 ธนาคารกลางฝรั่งเศสได้ประกาศใช้ตัวเลขเป้าหมายทางการเงินเป็นช่วงแทน M3 ได้ถูกนำมาเป็นเป้าหมายทางการเงินในปี 1986 แต่ได้เปลี่ยนเป็น M2 ในปี 1987 และการตั้งเป้าหมายสำหรับ M3 ได้ถูกยกเลิกไปในปี 1988 ในปี 1991 M3 ได้ถูกนำกลับมาใช้ใหม่แทนที่ M2 ในเดือนมกราคมปี 1994 คณะกรรมการนโยบายการเงินของธนาคารกลางฝรั่งเศสได้ลดความสำคัญของเป้าหมายอัตราการขยายตัวของปริมาณเงิน โดยการประกาศใช้เป้าหมายการขยายตัวของปริมาณเงิน M3 ให้เท่ากับร้อยละ 5 ในช่วงระยะเวลา 4 ปี
 - 3/ ก่อนหน้าปี 1991 ช่วงเวลาของการใช้เป้าหมายทางการเงินจะเป็นปีปฏิทิน แต่ได้เปลี่ยนเป็นไตรมาสต่อไตรมาส หลังจากปี 1991
 - 4/ ธนาคารกลางของญี่ปุ่นประกาศใช้ตัวเลขคาดการณ์ล่วงหน้า 1 ไตรมาส ทางด้านอัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน M2 บวกกับ CD9 ใน 4 ไตรมาส อย่างไรก็ตาม ไม่เคยประกาศใช้เป้าหมายทางการเงินอย่างเป็นทางการ
 - 5/ ธนาคารกลางของอังกฤษได้ประกาศใช้เป้าหมายทางการเงินเป็นครั้งแรกในปี 1986 ในช่วงระยะเวลา ระหว่างพฤษภาคม 1985 ถึงมีนาคม 1992 เป้าหมายทางการเงินที่ใช้จะเป็นตัวเลขอัตราการขยายตัวในรอบ 12 เดือน โดยคำนวณจากตัวเลขแต่ละเดือนของปีงบประมาณ (เมษายนถึงมีนาคม) M4 ได้ถูกนำมาใช้เป็นเป้าหมายทางการเงินครั้งแรกในเดือนตุลาคม 1992 ปัจจุบันธนาคารกลางได้ควบคุมดูแลอัตราการขยายตัวของปริมาณเงิน M0 ถึง M4 เพื่อให้อยู่ในช่วงที่ได้กำหนดไว้
 - 6/ ในเดือนพฤษภาคม 1976 ธนาคารกลางของสหรัฐฯ ได้เริ่มพิมพ์เผยแพร่เป้าหมายอัตราการขยายตัวของปริมาณเงินที่สำคัญในช่วง 12 เดือน สิ้นสุด ณ เดือนมีนาคม 1976 แต่หลังจากนั้น ได้ประกาศใช้เป้าหมายทางการเงินเป็นรายไตรมาส สำหรับอัตราการขยายตัวของปริมาณในช่วง 4 รายไตรมาสข้างหน้า นับตั้งแต่ 1979 การคิดอัตราการขยายตัวของปริมาณเงินจะเป็นแบบไตรมาส 1 ไตรมาส

ตารางที่ 3 กรอบการดำเนินนโยบาย Inflation Targeting ของต่างประเทศ

ประเทศ	นิวซีแลนด์	แคนาดา	อังกฤษ	สวีเดน	ฟินแลนด์	ออสเตรเลีย	สเปน
เริ่มประกาศใช้	มีนาคม '90	กุมภาพันธ์ '91	ตุลาคม '92	มกราคม '93	กุมภาพันธ์ '93	เมษายน '93	Summer '94
เป้าหมาย	0-3%	1-3%	1-4%	2%	2%	2-3%	น้อยกว่า 3%
ระยะเวลา	5 ปี	จนถึงสิ้นปี '98	จนถึง spring '97 และ 2.5% หลังจากนั้น	ตั้งแต่ 1996	ตั้งแต่ 1996	โดยเฉลี่ยทุกปี	ก่อน 1997 และน้อยกว่า 2% หลังจาก 1997
การประกาศ เป้าหมาย	มี Policy Target Agreement เป็นข้อตกลงระหว่างรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังและผู้ว่าการธนาคารกลาง	ข้อตกลงระหว่างรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังและผู้ว่าการธนาคารกลาง	รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง	ธนาคารกลาง	ธนาคารกลาง	ธนาคารกลาง	ธนาคารกลาง
ตัวแปร เงินเพื่อ	Underlying CPI	CPI	Retail Price Index excl. Mortgage interest payments (RPIX)	CPI	Underlying CPI	Underlying CPI	CPI
ปัจจัยที่หัก ออกจาก เงินเพื่อ CPI	Interest cost component, Indirect taxes, Government charges and significant changes in term of trade	ไม่มี	Mortgage interest payments	ไม่มี	Mortgage interest payments, indirect taxes, Government subsidies, house prices.	Mortgage interest payments, indirect taxes. Government subsidies, house prices.	ไม่มี
Inflation Report	รายไตรมาส ตั้งแต่มีนาคม 1990	รายครึ่งปี ตั้งแต่พฤษภาคม 1995	รายไตรมาส ตั้งแต่กุมภาพันธ์ 1993	รายไตรมาส ตั้งแต่ตุลาคม 1993	ไม่มี	ไม่มี	รายครึ่งปี
การประกาศ เป้าหมาย เงินเพื่อ	มี	ไม่มี	มี	ไม่มี	ไม่มี	ไม่มี	ไม่มี

หมายเหตุ : ดัดแปลงจากตารางที่ 1 ใน DeBelle, Guy "Inflation Targeting in Practice" IMF, working paper, March 1997

ตารางที่ 4
ความสัมพันธ์ของอุปสงค์การถือเงินในความหมายแคบ (M1)

ตัวแปรอิสระ	Ln (M1R)	Ln (M1R)	Ln (M1R)
ln (YR)	0.052 (2.7)**	0.028 (2.3)*	0.033 (2.5)**
RSDR	-0.004 (-1.8)	-	-
RTD3R	-	-0.001 (-0.9)	-
RSDTDR	-	-	-0.002 (-1.3)
FI	0.046 (-6.3)**	-0.048 (-6.5)**	-0.047 (-6.4)**
lagged dep. Var.	0.964 (69.2)**	0.981 (108.3)**	0.979 (104.2)**
R2	0.994	0.994	0.992
D.W.	2.2	2.2	2.0
F-test	5718.6	5579.5	3197.7
break pt.-test ^{1/}	1.4 [0.24]	1.3 [0.26]	1.7 [0.16]
meaning	indifferent : stable	indifferent : stable	indifferent : stable

หมายเหตุ : ค่าใน () คือค่าสถิติ t และค่าใน [] คือค่านัยสำคัญ (Probability)

M1R : ปริมาณเงินที่แท้จริง (ปรับด้วย CPI) ในความหมายแคบเป็นค่าปรับฤดูกาล

YR : ตัวแปรเสมือนรายได้หรือผลผลิต (ในที่นี้ใช้ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมปรับฤดูกาล)

RSDR : อัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ที่แท้จริง (คำนวณโดยหักผลของเงินเฟ้อ) ของธนาคารพาณิชย์

RTD3R : อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ที่แท้จริงของธนาคารพาณิชย์

RSDTDR : อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำและออมทรัพย์ที่แท้จริงเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์

FI : ตัวแทนนวัตกรรมทางการเงิน (แทนโดยสัดส่วน M2/M1)

1/ เป็นการทดสอบเสถียรภาพของแบบจำลองโดยทดสอบดูว่าความคลาดเคลื่อนที่ประมาณได้จากแบบจำลองซึ่งแบ่งข้อมูลเป็น 2 ช่วง (โดยจุดแบ่งอยู่ที่เดือนกรกฎาคม 2540) มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ วิธีการดังกล่าวเรียกว่า Chow Breakpoint test ถ้าความคลาดเคลื่อนแตกต่างกันอย่างไม่มีนัยสำคัญ (indifferent) การทดสอบสรุปผลได้ว่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแบบจำลองมีเสถียรภาพ (Stable)

* นัยสำคัญทางสถิติสูงกว่า 95%

** นัยสำคัญทางสถิติสูงกว่า 99%

ตารางที่ 5
ความสัมพันธ์ของอุปสงค์การถือเงินในความหมายกว้าง (M2)

	Ln (M2R)	(Ln M2R)	(Ln M2R)
ค่าคงที่	-0.052 (-0.9)	-	-
ln (yr)	0.030* (2.4)	0.020 (4.4)**	0.032 (3.7)**
RSDTDR	0.001 (1.6)	-	0.0009 (1.8)
RD		-0.001 (-1.1)	-
SETYIELD	-	-	-0.0004 (-1.9)
CS	-0.0005 (-2.0)*	-0.0006 (-2.3)*	-0.0005 (-2.0)*
lagged dep. Var.	0.990 (374.6)**	0.990 (369.7)**	0.982 (188.2)**
R2	0.999	0.999	0.999
D.W.	1.73	1.72	1.85
F-test	49150.6	61472.2	41589.3
Break pt.-test	0.8 [0.54]	1.2 [0.31]	3.0 [0.01]
meaning	indifferent : stable	indifferent : stable	different : unstable

หมายเหตุ M2R : ปริมาณเงินที่แท้จริงในความหมายกว้าง

RD : ผลต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยตัวเงิน PN ของ บง. กับเงินฝาก 1 ปี ของ ธพ.
(รวมผลย้อนหลัง 2 เดือน)

SETYIELD : ผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ (คำนวณโดยใช้อัตราเพิ่ม
ต่อเดือนของดัชนีราคาหลักทรัพย์)

CS : ตัวแปรที่แทนผลของ currency substitution คำนวณโดยใช้อัตราการเปลี่ยนแปลง
ค่าเงินบาทเทียบกับดอลลาร์ สรอ.

* นัยสำคัญทางสถิติสูงกว่า 95%

** นัยสำคัญทางสถิติสูงกว่า 99%

ตารางที่ 6
ความสัมพันธ์ระหว่างเป้าหมายปริมาณเงินกับเป้าหมายเศรษฐกิจ

ก. ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินกับราคา (CPI)

กรณี M1	Δ CPI	กรณี M2	Δ CPI
ตัวคงที่	0.349 (5.3)**	ตัวคงที่	0.275 (3.2)**
Δ CPI ₋₁	0.231 (2.3)*	Δ CPI ₋₁	0.194 (2.0)*
Δ M1	0.006 (1.3)	Δ M2	0.003 (1.7)*
ค่าสถิติสรุป R ²	0.04	ค่าสถิติสรุป R ²	0.05
D.W.	2.0	D.W.	2.1
F-statistics	2.8	F-statistics	3.4*

ข. ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินกับตัวแปรรายได้ (YR)

กรณี M1	Δ YR	กรณี M2	Δ YR
ตัวคงที่	0.476 (3.2)**	ตัวคงที่	0.320 (2.2)*
Δ (YR) ₋₁	0.697 (9.2)**	Δ (YR) ₋₁	0.771 (11.3)**
Δ M _{1R}	0.156 (3.5)**	Δ M _{2R}	0.091 (2.7)**
ค่าสถิติสรุป R ²	0.90	ค่าสถิติสรุป R ²	0.90
D.W.	2.0	D.W.	2.0
F-statistics	463.2**	F-statistics	442.4**

หมายเหตุ : 1) ค่าตัวแปรเป็นค่าปรับฤดูกาล (ยกเว้นตัวแปรรายได้หรือ GDPGR ซึ่งใช้ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม : YR)

2) การทดสอบใช้รูปแบบ $Y = f(x, x_{-1}, x_{-2}, \dots)$ และแปลงเป็นรูป $Y = f(Y_{-1}, x)$ (วิธีการแปลงโดยใช้ Koyck's lag ดู Econometric methods : Johnston)

โดยที่ Y คือ ตัวแปรตาม ซึ่งในข้อ ก. ได้แก่ ดัชนีราคาผู้บริโภค และในข้อ ข.

ได้แก่ ตัวแปรรายได้ และ Δ เป็นเครื่องหมายที่แทนค่าเปลี่ยนแปลง

* นัยสำคัญทางสถิติสูงกว่า 95%

** นัยสำคัญทางสถิติสูงกว่า 99%

ตารางที่ 7

การทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุและผล (causality test) ระหว่างปริมาณเงินกับฐานเงิน

สมมติฐาน (H_0) (x is not granger caused by y)	ค่าทดสอบ (ผลต่อ H_0)	สรุปผลทดสอบ $x \rightarrow y$
ก. ปริมาณเงินตามความหมายแคบ (M1)		
ระยะเวลาที่ใช้ทดสอบย้อนหลังจาก 0-12 เดือน		
H_0 : ΔMB is not granger caused by $\Delta M1$	F = 1.9 (Accept H_0)	$\Delta M1 \nleftrightarrow \Delta MB$
H_0 : $\Delta M1$ is not granger caused by ΔMB	F = 2.7 (Reject H_0)	$\Delta MB \rightarrow \Delta M1$
ข. ปริมาณเงินตามความหมายกว้าง (M2)		
ระยะเวลาที่ใช้ทดสอบย้อนหลังจาก 0-12 เดือน		
H_0 : ΔMB is not granger caused by $\Delta M2$	F = 2.2 (Reject H_0)	$\Delta M2 \rightarrow MB$
H_0 : $\Delta M2$ is not granger caused by ΔMB	F = 1.8 (Accept H_0)	$\Delta MB \nleftrightarrow \Delta M2$

บันทึกเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงิน

5 ตุลาคม 2541

- การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย ออกประกาศจำหน่ายพันธบัตรการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย ดังนี้

1) ครั้งที่ 12 จำนวนเงิน 1,000 ล้านบาท อัตราดอกเบี้ยร้อยละ 11.25 ต่อปี กำหนดไถ่ถอนเมื่อครบ 8 ปี

2) ครั้งที่ 13 จำนวนเงิน 1,426.6 ล้านบาท อัตราดอกเบี้ยร้อยละ 10 ต่อปี กำหนดไถ่ถอนเมื่อครบ 6 ปี

12 ตุลาคม 2541

- รัฐบาลโดยความเห็นชอบของรัฐสภา ประกาศใช้พระราชบัญญัติงบประมาณรายจ่ายประจำปีงบประมาณ พ.ศ. 2542 โดยให้ใช้บังคับตั้งแต่วันที่ 1 ตุลาคม 2541 เป็นต้นไป รวมยอดรายจ่ายทั้งสิ้น 825,000 ล้านบาท

14 ตุลาคม 2541

- กระทรวงการคลังออกประกาศจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาลกรณีพิเศษในปีงบประมาณ พ.ศ. 2542 ดังนี้

1) ครั้งที่ 4/1 จำนวนเงิน 50,000 ล้านบาท อัตราดอกเบี้ยร้อยละ 8.25 ต่อปี กำหนดไถ่ถอนเมื่อครบ 5 ปี

2) ครั้งที่ 4/2 จำนวนเงิน 50,000 ล้านบาท อัตราดอกเบี้ยร้อยละ 8.50 ต่อปี กำหนดไถ่ถอนเมื่อครบ 7 ปี

16 ตุลาคม 2541

- ธนาคารแห่งประเทศไทยออกหนังสือเวียนถึงแก่สถาบันการเงินทุกแห่ง เพื่อขอความร่วมมือให้สถาบันการเงินจัดส่งหลักการปรับปรุงโครงสร้างหนี้ (Framework for Corporate Debt Restructuring in Thailand) ให้แก่ลูกหนี้ทุกรายการที่เข้าข่ายจะต้องทำการปรับปรุงโครงสร้างหนี้ รวมทั้งเจ้าหน้าที่ของสถาบันการเงินที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการปรับโครงสร้างหนี้ ทั้งสาขาในกรุงเทพมหานครและต่างจังหวัดด้วย

20 ตุลาคม 2541

- ธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศปรับปรุงหลักเกณฑ์การดำรงฐานะเงินตราต่างประเทศสุทธิ โดยให้ธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินอื่นที่ได้รับอนุญาตให้ประกอบธุรกิจเงินตราต่างประเทศดำรงฐานะเงินตราต่างประเทศสุทธิเฉลี่ยรายสัปดาห์ เป็นยอดเกินดุลหรือขาดดุลเกินร้อยละ 15 ของเงินกองทุนชั้นที่ 1 หรือ 5 ล้านดอลลาร์ สรอ. แล้วแต่จำนวนใดจะสูงกว่ากัน ทั้งนี้ ให้ถือปฏิบัติตั้งแต่สัปดาห์สิ้นสุดวันที่ 5 พฤศจิกายน 2541

27 ตุลาคม 2541

- ธนาคารแห่งประเทศไทยออกประกาศให้ทราบว่าหากธนาคารพาณิชย์ใดมีความประสงค์จะซื้อที่ทำการสาขาหรือสาขาย่อยของธนาคารกรุงเทพพาณิชย์การ จำกัด (มหาชน) เพื่อขออนุญาตเปิดสาขาเป็นกรณีพิเศษให้ยื่นข้อเสนอในการซื้อที่ทำการและแผนการรับพนักงานไปยังธนาคารกรุงเทพพาณิชย์การ ภายในวันที่ 6 พฤศจิกายน 2541

พร้อมทั้งส่งสำเนาให้แก่ธนาคารแห่งประเทศไทยด้วย หลังจากตกลงซื้อขายเป็นที่เรียบร้อยแล้ว ให้ธนาคารพาณิชย์ยื่นคำขออนุญาตเปิดสาขาเป็นกรณีพิเศษต่อธนาคารแห่งประเทศไทยได้ทันที

30 ตุลาคม 2541

- ธนาคารแห่งประเทศไทยผ่อนคลายนโยบายเรื่องวงเงินและจำนวนเงินขั้นต่ำที่ผู้ถือบัตรเครดิตต้องชำระในแต่ละงวด ดังนี้

1) ขยายเวลาการใช้ข้อกำหนดวงเงิน (Credit Line) ไม่เกิน 2 เท่าของรายได้เฉลี่ยต่อเดือนของผู้ถือบัตรนี้ออกไปอีก 2 ปี สำหรับผู้ถือบัตรรายเก่าก่อนวันที่ 1 มกราคม 2541 ไปเป็นวันที่ 1

มกราคม 2544 สำหรับผู้ถือบัตรทั้งรายเก่าและรายใหม่ที่มีประวัติการชำระหนี้ในรอบ 1 ปี ไม่เคยผิดนัดชำระหนี้เกินกว่า 30 วัน หรือมีเงินฝากประจำเป็นหลักทรัพย์ค้ำกับวงเงินที่เกินจาก 2 เท่าของรายได้ ธนาคารพาณิชย์อาจให้วงเงินเกินกว่า 2 เท่าก็ได้

2) ขยายเวลาการบังคับให้ผู้ถือบัตรเครดิตปัจจุบันต้องชำระหนี้ขั้นต่ำ (Minimum payment) แต่ละงวดอย่างน้อยร้อยละ 10 ของยอดสินเชื่อบัตรเครดิต แต่ต้องไม่ต่ำกว่างวดละ 2,000 บาท ออกไปอีก 2 ปี ถึง 31 ธันวาคม 2543 โดยให้ผู้ถือบัตรรายเก่าชำระเงินแต่ละงวดอย่างน้อยร้อยละ 5 ของยอดสินเชื่อบัตรเครดิตคงค้างทั้งสิ้นแต่ต้องไม่ต่ำกว่า 1,000 บาท