



## พรมแดนของนโยบายการเงินในสภาพแวดล้อมทางการเงินยุคใหม่ Territory of Monetary Policy in the New Financial Environment

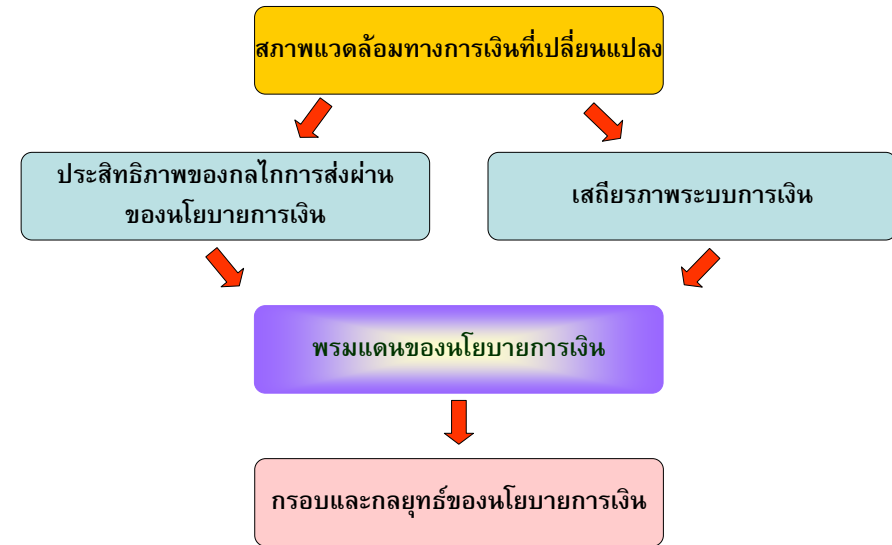
ชัยวัฒน์ พูนพัฒนพิบูลย์  
กฤตินันท์ เวียงวังชัย  
สายนโยบายการเงิน

วสุวิภัทร งามเดชะ  
ภาวิณี จิตต์มงคลเสมอ  
สายตลาดการเงิน

สัมมนาวิชาการธนาคารแห่งประเทศไทย ประจำปี 2551  
3 - 4 กันยายน 2551

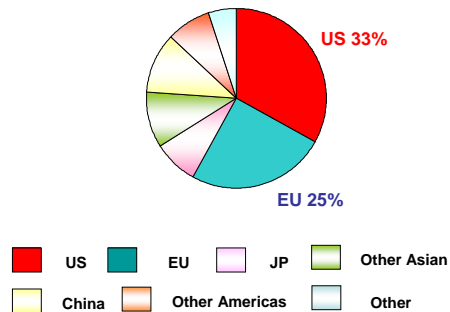


### พรมแดนของนโยบายการเงิน

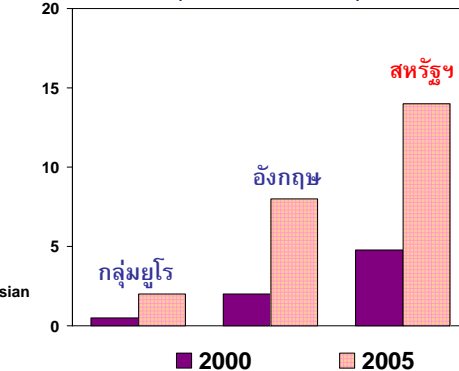


### ตัวอย่างในการศึกษา: สหรัฐฯ

ขนาดของตลาดหุ้น ( as of Feb, 2008)



การแปลงหนี้เป็นทุน (Securitized Loans) % ต่อ GDP



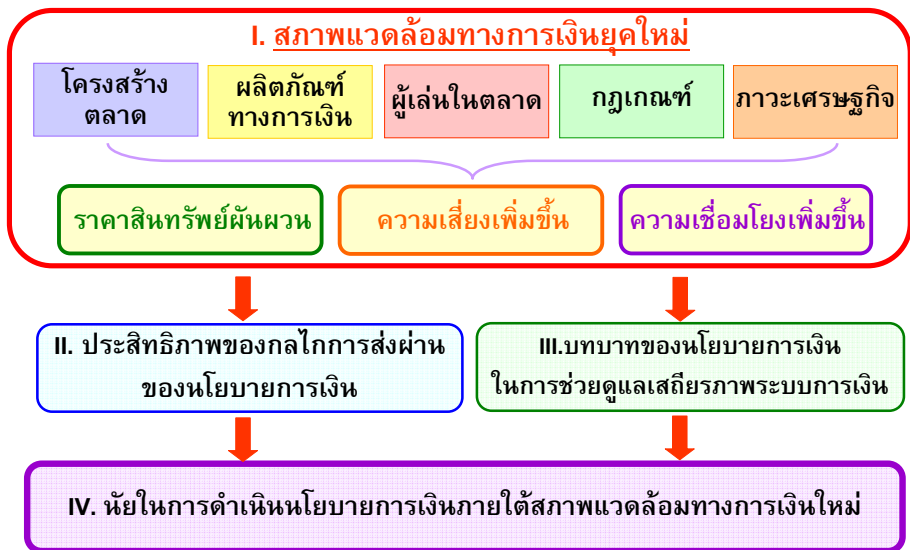
Source: Deutsche Bank Research

- ตลาดการเงินของสหรัฐฯ มีขนาดใหญ่ และมีพัฒนาการในระดับสูง
- การเปลี่ยนแปลงในตลาดการเงินสหรัฐฯ มีผลต่อตลาดการเงินและเศรษฐกิจโลก

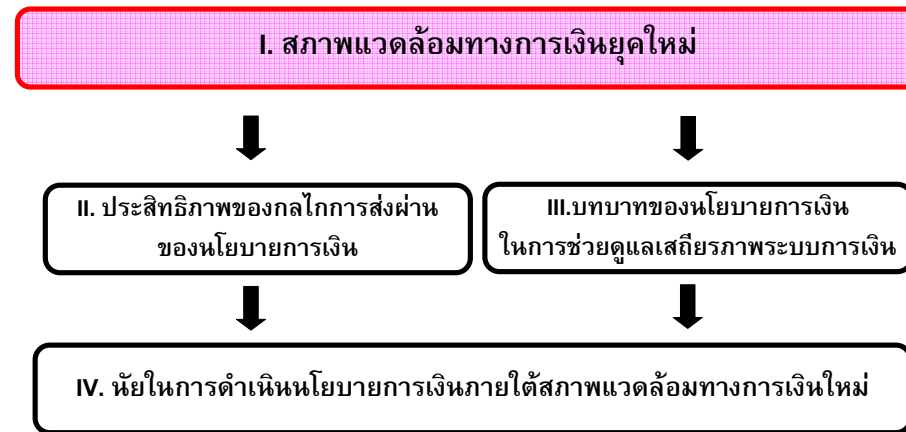
### คำถามของบทวิจัย

- 1) ลักษณะสำคัญของสภาพแวดล้อมทางการเงินยุคใหม่คืออะไร การเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นเป็นเพราะปัจจัยใด
- 2) ความท้าทายต่อการดำเนินนโยบายการเงิน คืออะไร
  - ผลต่อกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินเป็นอย่างไร
  - นโยบายการเงินควรมีบทบาทดูแลเสถียรภาพระบบการเงิน (Financial Stability) เพิ่มมากขึ้นหรือไม่ อย่างไร

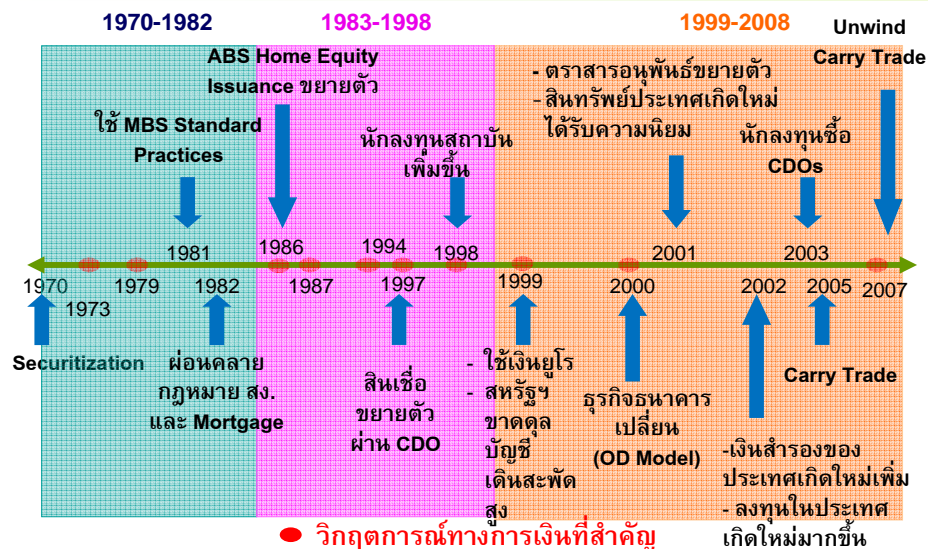
### โครงสร้างการศึกษา



### โครงสร้างการศึกษา

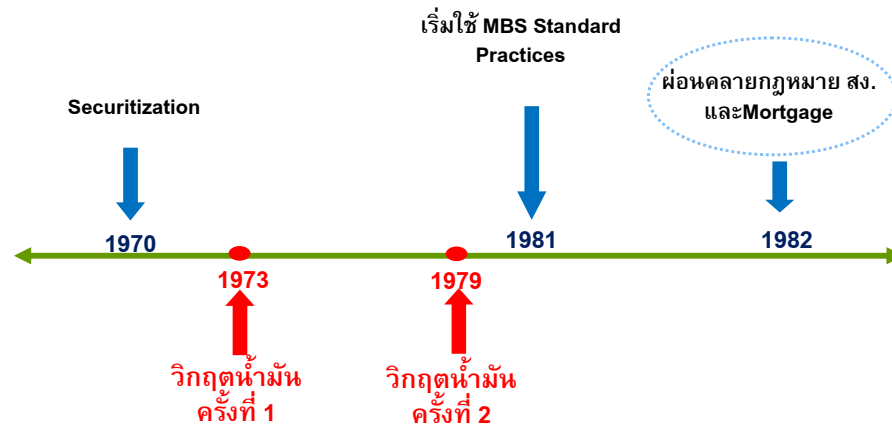


### Timeline ของเหตุการณ์และวิกฤตทางการเงินต่าง ๆ



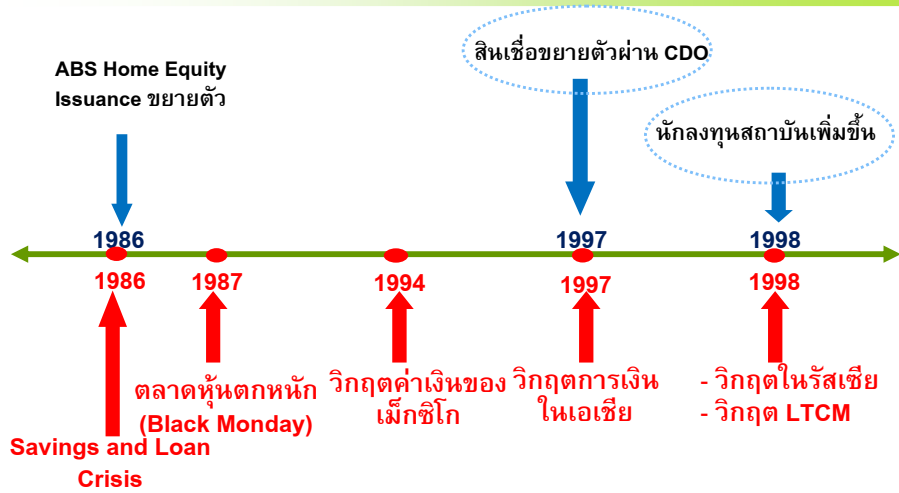
### Timeline ของเหตุการณ์และวิกฤตทางการเงินต่าง ๆ

ยุคแรก: 1970-1982



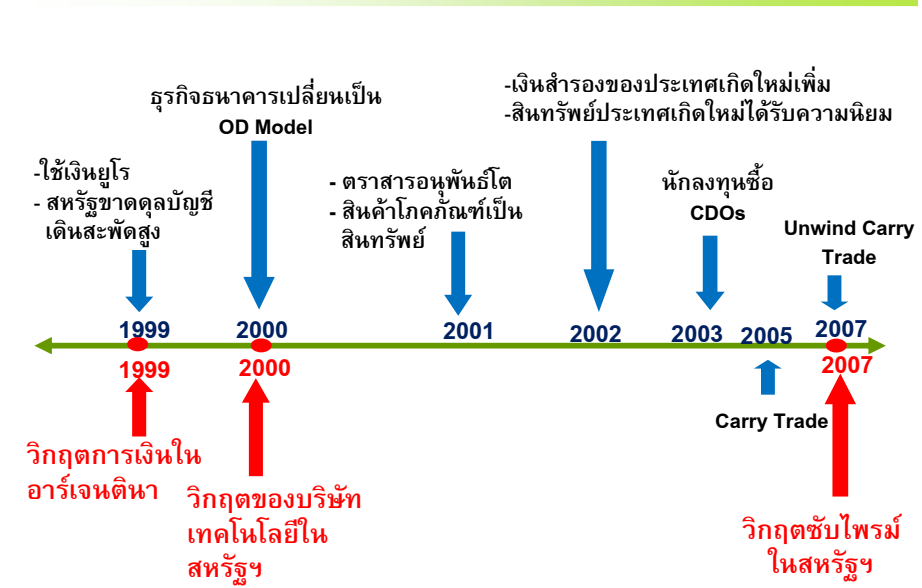
Timeline ของเหตุการณ์และวิกฤตทางการเงินต่าง ๆ

ยุคกลาง Financial Deregulation: 1983-1998

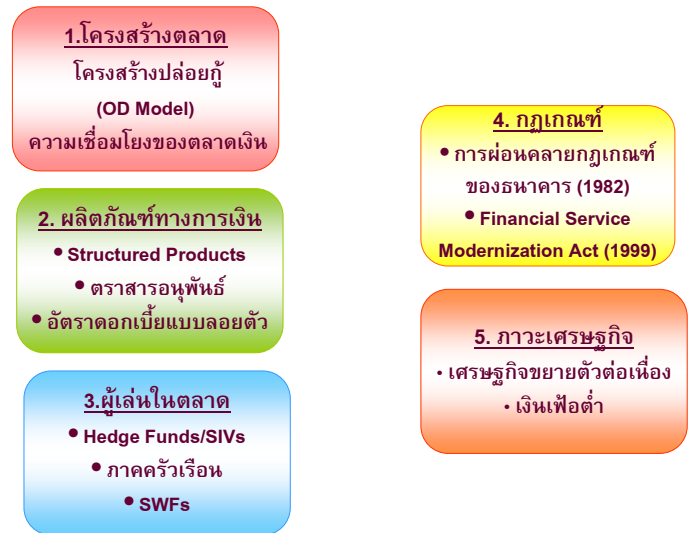


Timeline ของเหตุการณ์และวิกฤตทางการเงินต่าง ๆ

ยุคปัจจุบัน Financial Innovation: 1999-2008

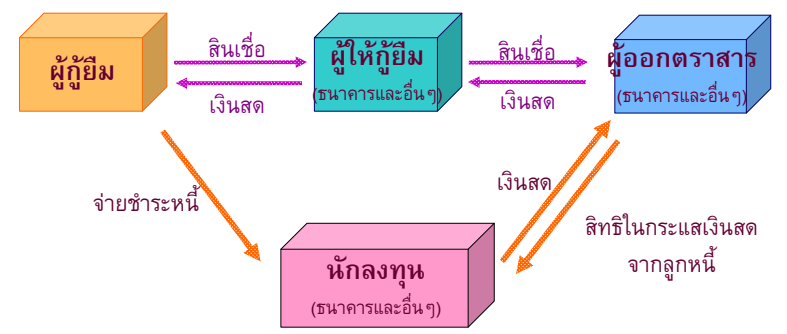


ปัจจัยส่งเสริมให้เกิดสภาพแวดล้อมทางการเงินยุคใหม่



1. โครงสร้างตลาดเอื้อให้การระดมทุนทำได้ง่ายขึ้น

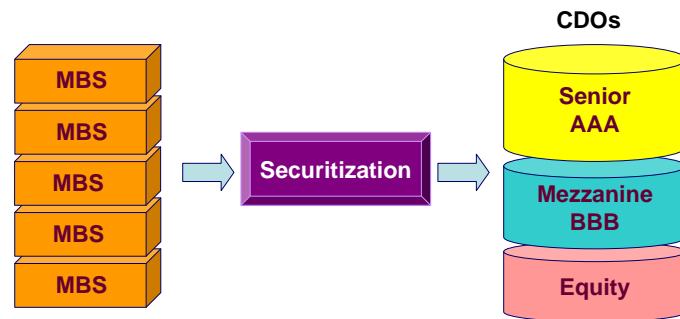
โครงสร้างตลาดที่เปลี่ยนไป: Originate-to-Distribute Model (OD Model)



- Implications:
1. ธนาคารไม่ถูกจำกัดในการขยายสินเชื่อ
  2. ธนาคารกระจายความเสี่ยงไปยังนักลงทุน
  3. มาตรฐานการให้กู้ยืมของธนาคารต่ำลง

## 2. ผลกระทบทางการเงินเอื้อให้ปล่อยกู้ได้มากขึ้น

ผลิตภัณฑ์ทางการเงิน: Collateralised Debt Obligations (CDOs)



- Implications:**
1. มีผู้ลงทุนมากขึ้น ⇨ ความเสี่ยงกระจายมากขึ้น
  2. เพิ่มความต้องการใน MBS ⇨ มีการปล่อยกู้มากขึ้น
  3. ความเสี่ยงจากการตีราคา

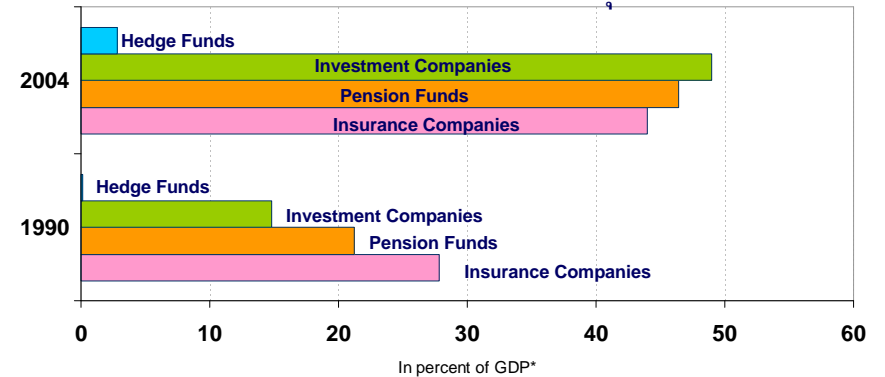
## 4. การผ่อนคลายกฎหมายและหลักเกณฑ์ต่าง ๆ ทำให้การแข่งขันในตลาดสูงขึ้น

- 1980: Banking and Mortgage Deregulation
- 1994, 1999: Financial Services Modernization
- 2000: Accounting (Fair Market Valuation)

- Implications:**
1. สถาบันการเงินมีการแข่งขันสูงขึ้น
  2. การตีราคาตามตลาด เพิ่ม pro-cyclicality ⇨ ความเสี่ยงเพิ่มขึ้น

## 3. บทบาทของนักลงทุนสถาบันเพิ่มขึ้น และภาคครัวเรือนถือสินทรัพย์ผ่านกองทุนเพิ่มขึ้น

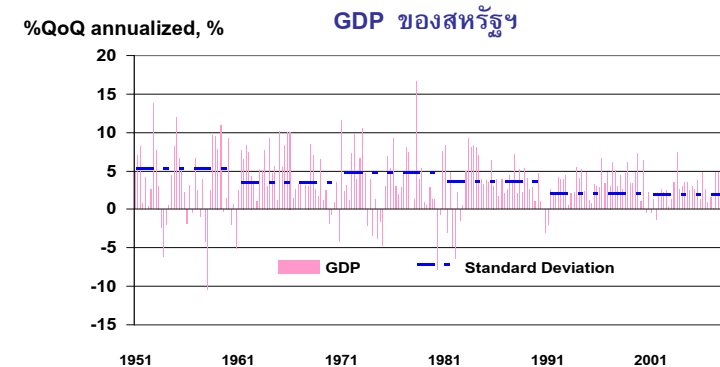
สินทรัพย์ภายใต้การบริหารของนักลงทุนสถาบัน



- Implications:**
1. นักลงทุนสถาบันมีบทบาทมากขึ้น
  2. ภาคครัวเรือนมีการถือสินทรัพย์การเงินมากขึ้น
  3. จำนวนผู้ร่วมตลาดมีมากขึ้น

หมายเหตุ: \* GDP ของประเทศกลุ่ม OECD  
ที่มา: Global Financial Stability Report (2005), IMF

## 5. เสถียรภาพทางเศรษฐกิจและราคาจูงใจให้นักลงทุนกล้ายอมรับความเสี่ยงเพิ่มขึ้น



- Implications:**
1. การกู้ยืมผ่านการระดมทุน (Leverage) เพิ่มขึ้น
  2. สภาพคล่องในระบบการเงินเพิ่มขึ้น
  3. สินเชื่อและผลิตภัณฑ์ทางการเงินขยายตัวอย่างรวดเร็ว

ที่มา: Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce, คำนวณโดย สปท.

ประโยชน์ / ความเสี่ยงจากสภาพแวดล้อมทางการเงินยุคใหม่

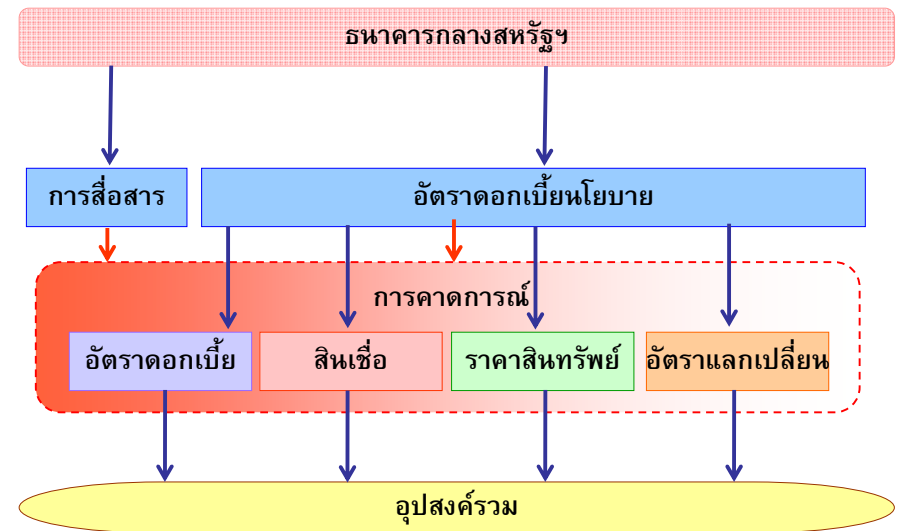
**ประโยชน์**

- ตลาดการเงินมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น
- สามารถกระจายความเสี่ยงได้ดีขึ้น
- ลดความผันผวนของการบริโภค

**ความเสี่ยง**

- ระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้เพิ่มขึ้น
- ความผันผวนในตลาดเพิ่มขึ้น
- โอกาสเกิดภาวะฟองสบู่มากขึ้น จาก ราคาสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น
- วิกฤตการเงินกระจายตัวได้รวดเร็วขึ้น

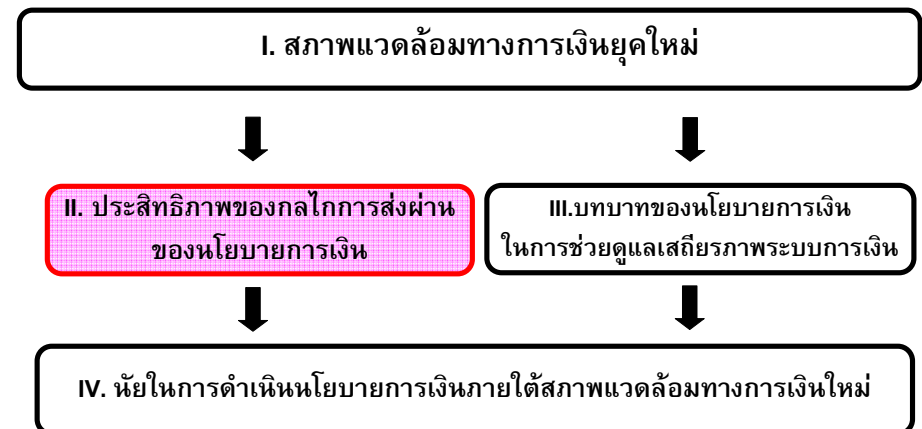
ช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงิน



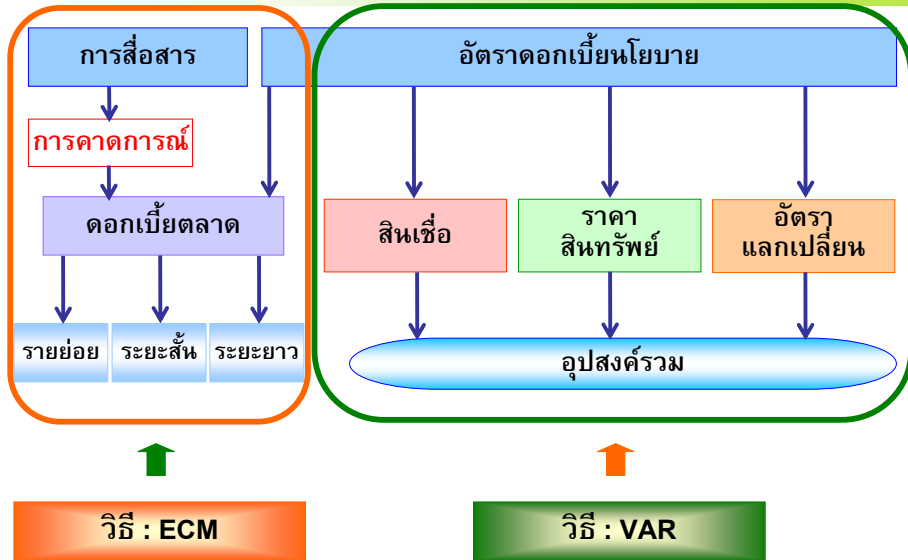
ตัวอย่างของผลกระทบของสภาวะแวดล้อมทางการเงินที่เปลี่ยนไปต่อประสิทธิภาพการส่งผ่านนโยบายการเงิน

- **OD Model:** การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย **เพิ่มขึ้น** ในขณะที่ช่องทางสินเชื่อ **ไม่สามารถสรุปได้**
- **การใช้ตราสารอนุพันธ์:** การส่งผ่านฯ ทั้งผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย ราคาสินทรัพย์และอัตราแลกเปลี่ยน **ไม่สามารถสรุปได้**
- **สภาพคล่องที่เพิ่มขึ้น:** การส่งผ่านฯ ผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย **ลดลง** ในขณะที่ช่องทางสินเชื่อ **ไม่สามารถสรุปได้**
- **การยกเลิกเพดานดอกเบี้ย:** การส่งผ่านฯ **เพิ่มขึ้น** ในช่องทางอัตราดอกเบี้ย ขณะที่ **ลดลง** ในช่องทางสินเชื่อ

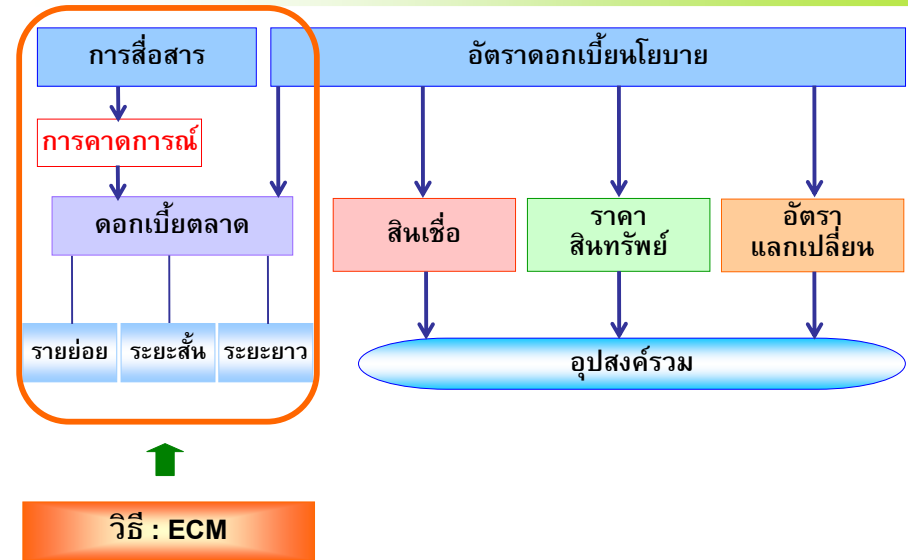
โครงสร้างการศึกษา



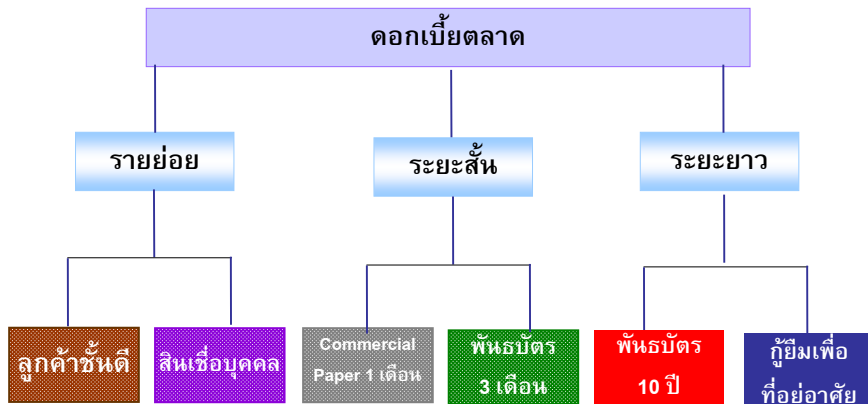
### แนวทางการศึกษา : กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน



### 1. การส่งผ่านนโยบายการเงิน : ช่องทางดอกเบี้ย

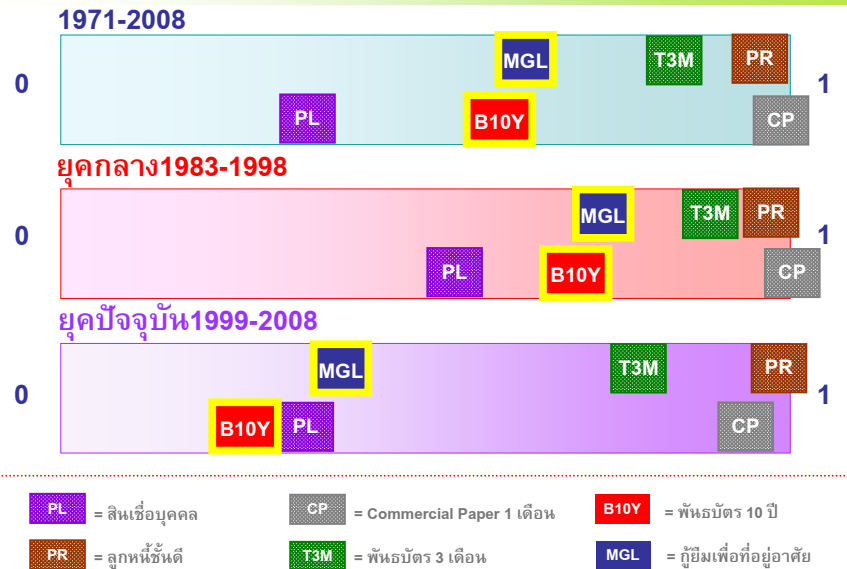


### การส่งผ่านนโยบายการเงิน : ช่องทางดอกเบี้ย



### การส่งผ่านของดอกเบี้ยนโยบาย (1971-2008)

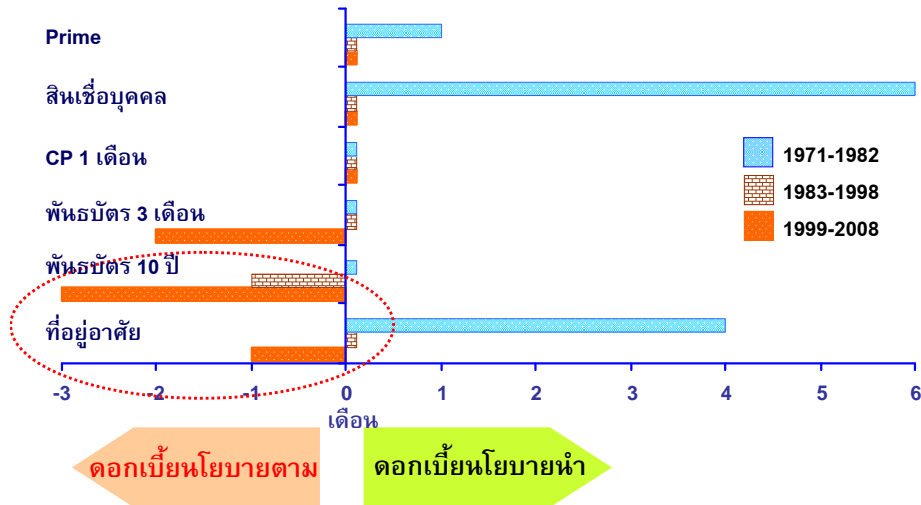
ต่อดอกเบี้ยต่างๆ มีความแตกต่างกัน



ดอกเบี้ยพันธบัตรระยะยาวและดอกเบี้ยที่อยู่อาศัย  
เปลี่ยนแปลงล่วงหน้าก่อนดอกเบี้ยนโยบายในช่วง 1999-2008

25

Lead-Lag ระหว่างดอกเบี้ยนโยบายและดอกเบี้ยตลาดอื่น ๆ



ดอกเบี้ยคาดการณ์ส่งผ่านไปยังดอกเบี้ยตลาดระยะยาวและ  
ดอกเบี้ยที่อยู่อาศัยในขนาดที่มากกว่าการส่งผ่านของดอกเบี้ยนโยบาย(1989-2008)

26

ดอกเบี้ยนโยบาย



ดอกเบี้ยคาดการณ์



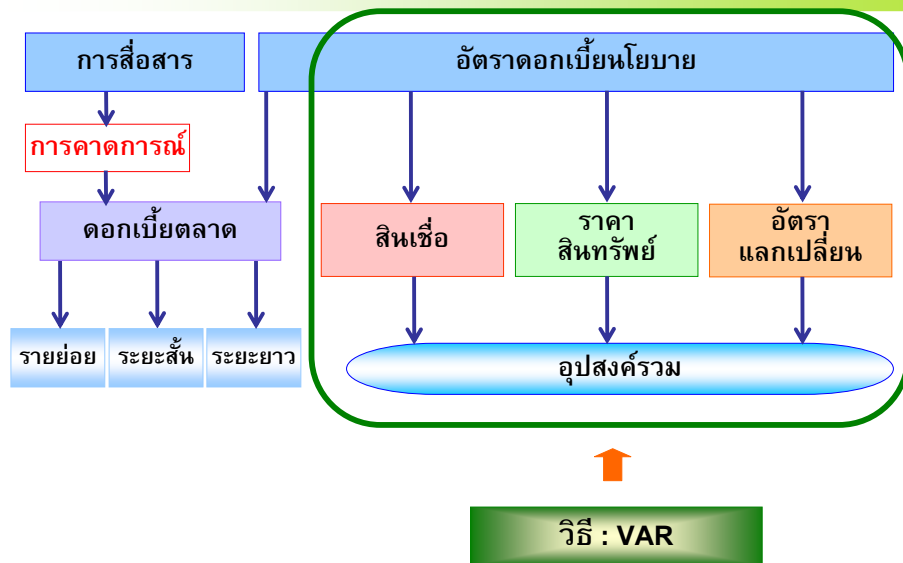
แสดงถึงความสำคัญของการคาดการณ์ของตลาด  
เกี่ยวกับนโยบายการเงินในอนาคต

B10Y = พันธบัตร 10 ปี

MGL = คุ้มเพื่อที่อยู่อาศัย

2. การส่งผ่านนโยบายการเงิน : ช่องทางอื่น ๆ

27



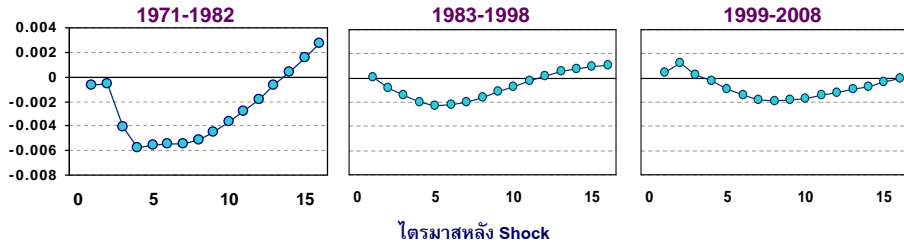
ตัวแปรในแบบจำลอง VAR

28

- เพื่อวิเคราะห์ว่าเมื่อปรับดอกเบี้ยนโยบายแล้ว GDP จะเปลี่ยนแปลงอย่างไร
  - ตัวแปรภายใน: GDP, ระดับราคา (GDP Deflator), ราคาสินค้าโภคภัณฑ์, ดอกเบี้ยนโยบาย, อัตราแลกเปลี่ยน, สินเชื่อธนาคาร, ราคาสังหาริมทรัพย์
  - ตัวแปรภายนอก: สินทรัพย์สุทธิของภาคครัวเรือน

## การส่งผ่านจากดอกเบี้ยนโยบายสู่ GDP

### การตอบสนองของ GDP ต่อดอกเบี้ยนโยบาย

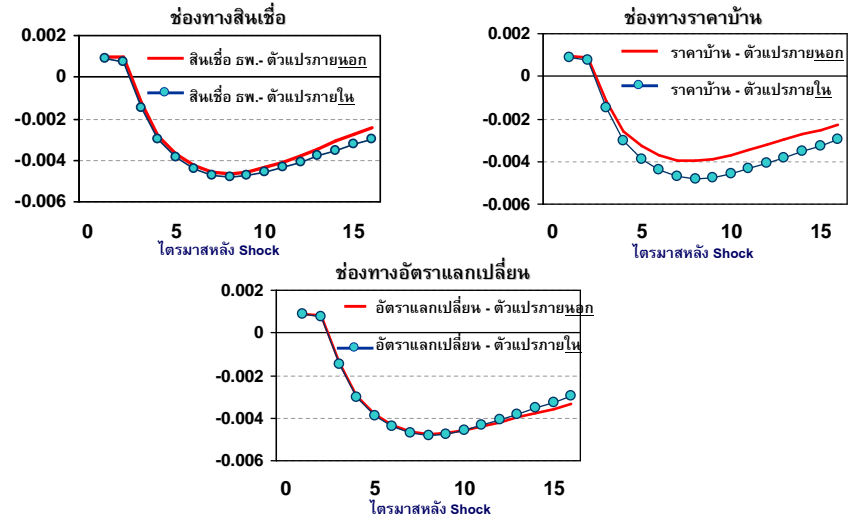


### การตอบสนองของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ต่อการดำเนินนโยบายการเงิน ลดลง ต่อเนื่อง

ที่มา: Bloomberg กำหนดโดย ธปท.

## ช่องทาง สินเชื่อ และ ราคาบ้าน มีความสำคัญต่อการตอบสนองของ GDP ต่อดอกเบี้ยนโยบายมากกว่าช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน

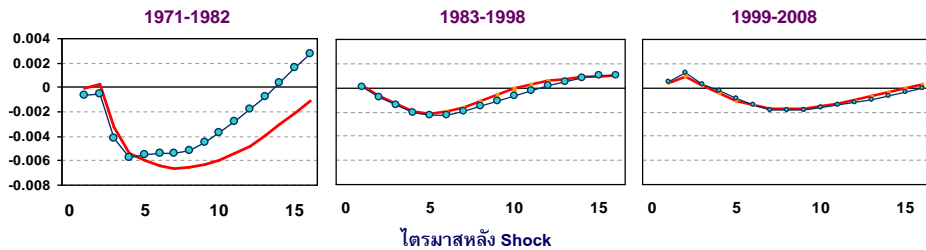
### การตอบสนองของ GDP ต่อดอกเบี้ยนโยบาย



ที่มา: Flow of Funds Accounts of the United States, Board of the Governors of the Federal Reserve System , Bloomberg กำหนดโดย ธปท.

## ช่องทาง สินเชื่อ ธพ. มีความสำคัญ ลดลง เมื่อตลาดการเงินมีพัฒนาการมากขึ้น

### การตอบสนองของ GDP ต่อดอกเบี้ยนโยบาย

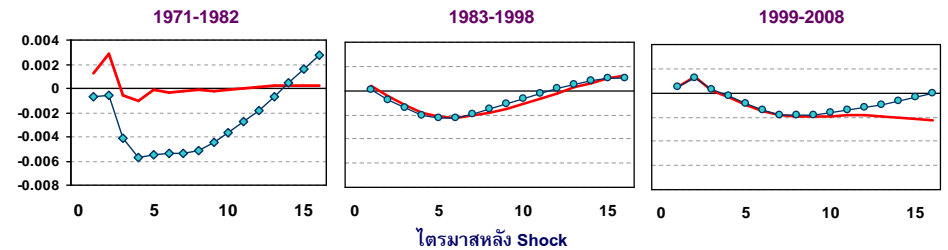


— สินเชื่อ ธพ.- ตัวแปรภายนอก  
—●— สินเชื่อ ธพ.- ตัวแปรภายใน

ที่มา: Flow of Funds Accounts of the United States, Board of the Governors of the Federal Reserve System , Bloomberg กำหนดโดย ธปท.

## ช่องทาง ราคาบ้าน มีความสำคัญ ลดลง เช่นกัน

### การตอบสนองของ GDP ต่อดอกเบี้ยนโยบาย

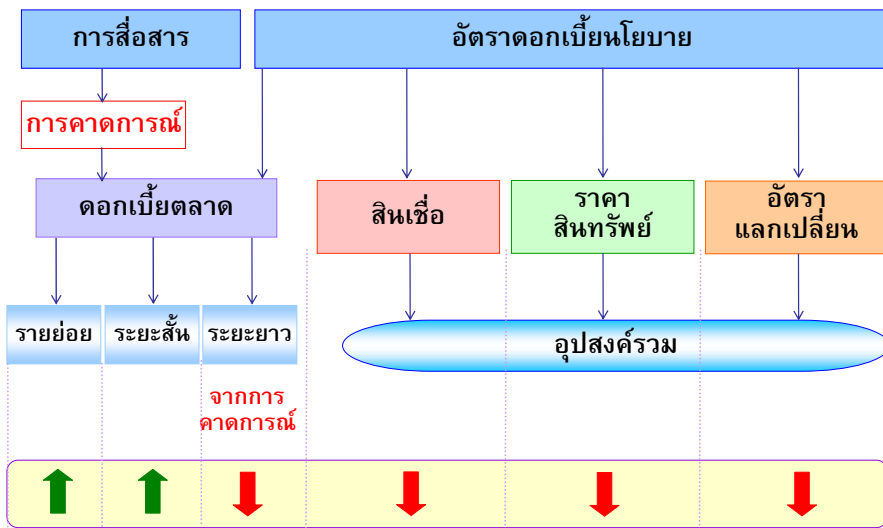


— ราคาบ้าน- ตัวแปรภายนอก  
—●— ราคาบ้าน- ตัวแปรภายใน

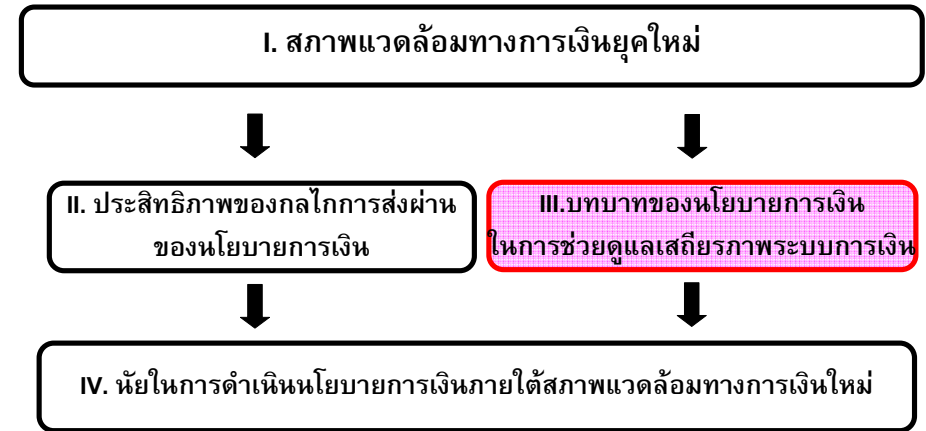
ที่มา: Bloomberg กำหนดโดย ธปท.



### สรุปผลการส่งผ่านของนโยบายการเงิน



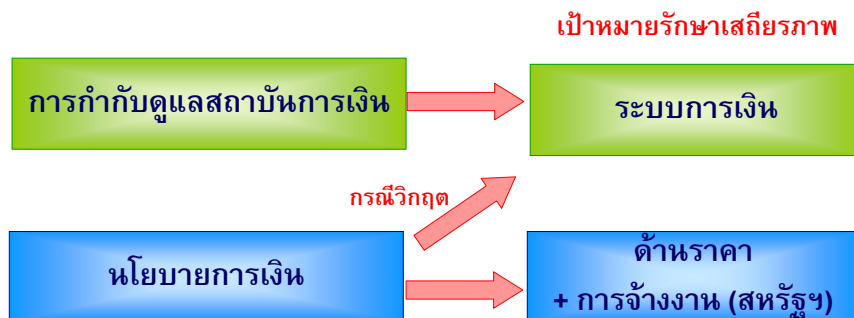
### โครงสร้างการศึกษา



### บทบาทธนาคารกลางด้านเสถียรภาพระบบการเงิน

แนวคิดของธนาคารกลางในทศวรรษที่ 21

- ไม่ควรใช้นโยบายดอกเบี้ยเพื่อจัดการกับภาวะฟองสบู่ของราคาสินทรัพย์
- ใช้นโยบายการเงินและการกำกับดูแลสถาบันการเงิน เพื่อช่วยเหลือเมื่อเกิดวิกฤตการเงิน

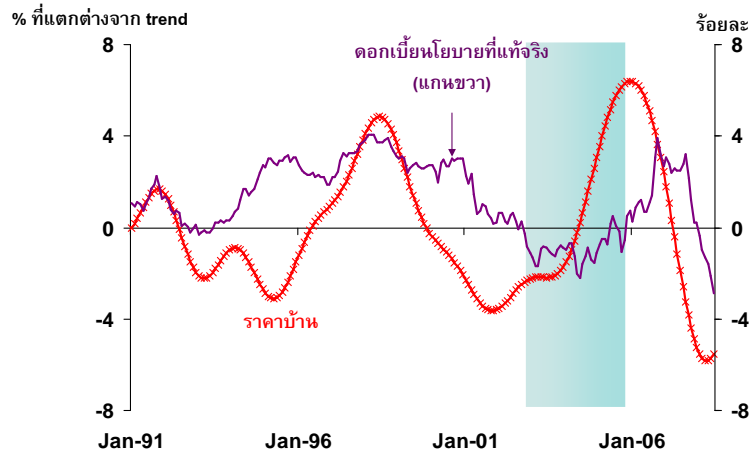


คำถาม: นโยบายการเงินควรมีบทบาทเพิ่มเติมในการเข้าช่วยเหลือฟองสบู่ของราคาสินทรัพย์ด้วยหรือไม่ ในสภาพแวดล้อมทางการเงินใหม่

การเพิ่มขึ้นของราคาบ้านอย่างรวดเร็ว : ส่วนหนึ่ง  
เป็นผลจากการปล่อยให้ดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำนานเกินไป

37

วัฏจักรราคาบ้านและดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริง

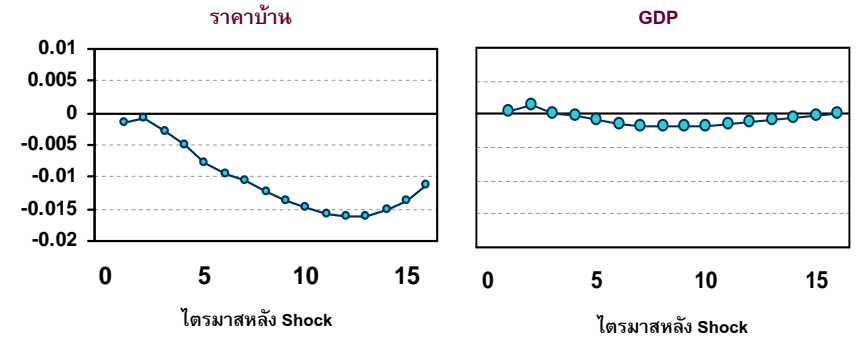


ที่มา: Bloomberg คำนวณโดย ธปท.

จากแบบจำลอง VAR การขึ้นดอกเบี้ยนโยบายทำให้ราคาบ้านปรับลดลง  
อย่างชัดเจน ในขณะที่ GDP ไม่ลดลงมาก

38

การตอบสนองต่อดอกเบี้ยนโยบาย (1999-ปัจจุบัน)

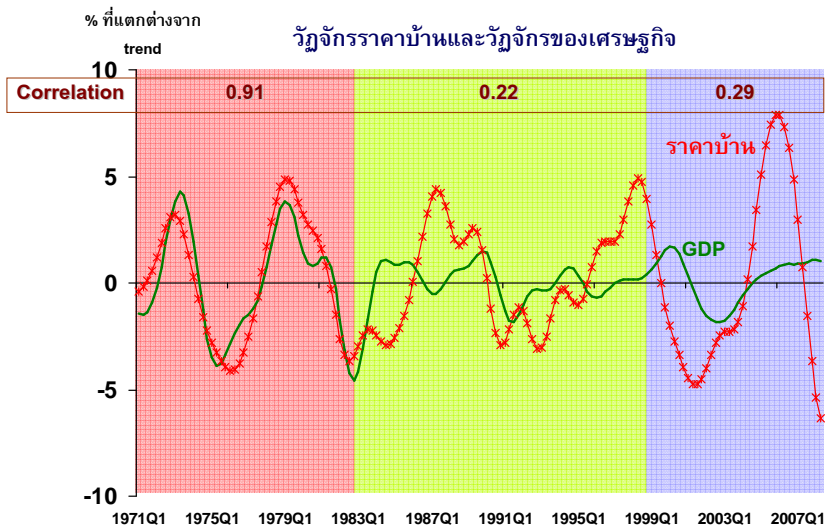


ควรพิจารณาปรับขึ้นดอกเบี้ยบ้างเพื่อไม่ให้ราคาสินทรัพย์เร่งขึ้นจนเกินควรหรือไม่  
(Leaning Against the Wind) ??

ที่มา: Bloomberg คำนวณโดย ธปท.

วัฏจักรราคาบ้านที่ไม่สอดคล้องกับวัฏจักรของเศรษฐกิจ  
เป็นข้อจำกัดของนโยบายการเงินตั้งแต่ปี 1983 เป็นต้นมา

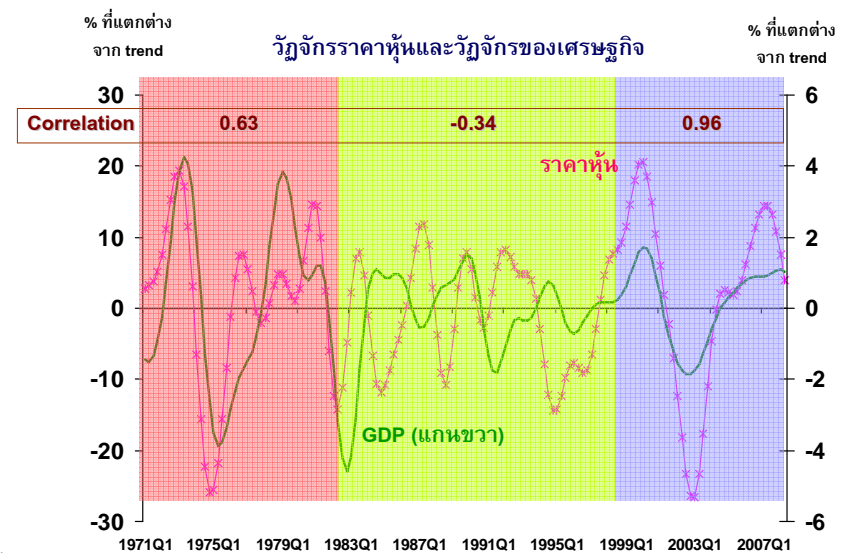
39



ที่มา: Bloomberg คำนวณโดย ธปท.

วัฏจักรราคาหุ้นสอดคล้อง  
กับวัฏจักรของเศรษฐกิจในช่วง 1999-ปัจจุบัน

40

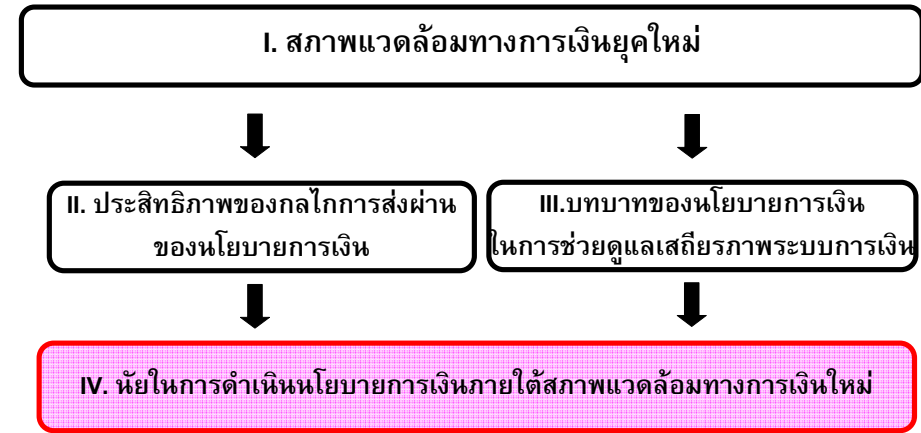


ที่มา: Bloomberg คำนวณโดย ธปท.

สรุปบทบาทของธนาคารกลางในการดูแลเสถียรภาพระบบการเงิน

- ภาวะฟองสบู่ในราคาบ้าน สามารถป้องกันหรือลดทอนความรุนแรงลงได้ หากธนาคารกลางสหรัฐไม่คงดอกเบี้ยในระดับต่ำนานเกินไป
- การใช้นโยบายการเงินโดยการปรับขึ้นดอกเบี้ยบ้าง เพื่อดูแลราคาสินทรัพย์ไม่ให้อยู่ในระดับที่สูงเกิน ควรได้รับการศึกษาเพิ่มเติม
- ควรทำความเข้าใจความสัมพันธ์ของวัฏจักรราคาสินทรัพย์ กับวัฏจักรของเศรษฐกิจ และราคา เพื่อสามารถดำเนินนโยบายการเงินได้อย่างเหมาะสม

โครงสร้างการศึกษา



สรุป

1) ลักษณะของสภาพแวดล้อมทางการเงินยุคใหม่

- |   |   |   |
|---|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• โครงสร้างตลาดการเงิน</li> <li>• ผลิตภัณฑ์ทางการเงิน</li> <li>• ผู้เล่นในตลาด</li> <li>• กฎระเบียบ</li> <li>• ภาวะเศรษฐกิจ</li> </ul> | → | <ul style="list-style-type: none"> <li>• การกั้มเงินและระดมเงินทุนด้วยวิธีอื่นทำได้ง่ายขึ้น</li> <li>• ความเชื่อมโยงทางการเงินเพิ่มสูงขึ้น</li> <li>• ราคาสินทรัพย์ทางการเงินปรับเปลี่ยนเร็วและผันผวนมากขึ้น</li> </ul> |
|---|---|---|

สรุป

2) กลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงิน

- เศรษฐกิจตอบสนองน้อยลงต่อการปรับเปลี่ยนดอกเบี้ยนโยบาย
  - นโยบายการเงินมีผลผ่านช่องทางสินเชื่อ ราคาบ้าน และอัตราแลกเปลี่ยน **ลดลง**
- ดอกเบี้ยนโยบายมีผลต่อ
- ดอกเบี้ยต่าง ๆ เพิ่มขึ้นชัดเจน
  - ดอกเบี้ยตลาดระยะยาวและดอกเบี้ยที่อยู่อาศัย **ลดลงในช่วง 1999-2008**
- การคาดการณ์ของตลาดเกี่ยวกับการดำเนินนโยบายการเงินในอนาคต **มีผล** อย่างมีนัยสำคัญต่อการส่งผ่านนโยบายการเงิน

## สรุป

## 3) บทบาทของนโยบายการเงินในการดูแลเสถียรภาพระบบการเงิน

• ภาวะฟองสบู่ราคาบ้านในสหรัฐฯ เป็นสิ่งที่สามารถป้องกันหรือลดทอนความรุนแรงลงได้ หากธนาคารกลางสหรัฐฯ ไม่คงอัตราดอกเบี้ยในระดับต่ำนานเกินไป

- ทางเลือก - การปรับขึ้นดอกเบี้ยบ้างจะ ช่วยชะลอ การเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของราคาสินทรัพย์
- ควรพิจารณา ควบคู่ กับความสอดคล้องระหว่างวัฏจักรราคาสินทรัพย์กับวัฏจักรของเศรษฐกิจ และวัฏจักรของราคา

## ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

## ประการที่ 1

• การสื่อสารเกี่ยวกับนโยบายการเงินที่ชัดเจนในเวลาที่เหมาะสม มีความสำคัญต่อประสิทธิภาพของนโยบายการเงินมากยิ่งขึ้น เพราะ การคาดการณ์ของตลาด เกี่ยวกับนโยบายในอนาคตมีความสำคัญมากขึ้น รวมถึงต่อการให้ความช่วยเหลือในภาวะที่ตลาดการเงินมีปัญหา

## ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

## ประการที่ 2

• นโยบายการเงินเองไม่ควรมีส่วนในการทำให้เกิดความ ไม่สมดุล ทางการเงิน

• วัฏจักรของราคาสินทรัพย์ สอดคล้องกับ วัฏจักรของเศรษฐกิจและราคา

YES

• ศึกษาความเป็นไปได้ใน การปรับขึ้นดอกเบี้ยบ้าง เพื่อช่วยชะลอ ราคาสินทรัพย์ เพื่อช่วยนโยบายเสถียรภาพระบบสถาบันการเงิน

NO

• มาตรการกำกับดูแลสถาบันการเงิน จำเป็นต้องเข้มงวด ยิ่งขึ้นในการจัดการกับภาวะฟองสบู่

## ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

## ประการที่ 3

พรมแดนของนโยบายการเงิน



ต้องเข้าใจ วิเคราะห์และติดตามพัฒนาการของตลาดการเงินที่เปลี่ยนไปอย่างใกล้ชิด เพื่อที่จะสามารถดำเนินนโยบายภายใต้สภาวะแวดล้อมที่เปลี่ยนไปอย่างเหมาะสม