

## อิสรภาพของนโยบายการเงินที่หายไป?

25 กันยายน 2560

ปิติ ดิษยทัต [PitiD@bot.or.th](mailto:PitiD@bot.or.th) และ ภูริชัย รุ่งเจริญกิจกุล [Phurichai.Rungcharoenkitkul@bis.org](mailto:Phurichai.Rungcharoenkitkul@bis.org)

สถาบันวิจัยเศรษฐกิจป๋วย อึ๊งภากรณ์ และ Bank for International Settlements (BIS)

บทความนี้กลั่นกรองเนื้อหาจากบทความ [aBRIDGEd](#) ฉบับเต็มเรื่อง “[อิสรภาพเชิงนโยบายกับความเชื่อมโยงทางการเงิน](#)” เผยแพร่ใน website ของสถาบันวิจัยเศรษฐกิจป๋วย อึ๊งภากรณ์ (<https://www.pier.or.th/>)

ในโลกปัจจุบันที่ไร้พรมแดน กระแสเงินทุนที่เคลื่อนย้ายอย่างรวดเร็วในปริมาณมากสามารถสร้างความผันผวนให้กับตลาดการเงินทั่วโลกได้ในวงกว้าง การเคลื่อนไหวของราคาสินทรัพย์ในตลาดการเงินบ่อยครั้งดูเหมือนจะเกิดจากปัจจัยภายนอกมากกว่าในประเทศ ดังที่มักปรากฏตามข่าวว่าการปรับนโยบายการเงินของสหรัฐฯ หรือการชะลอตัวของเศรษฐกิจจีน มีอิทธิพลอย่างยิ่งต่อภาวะตลาดการเงินทั่วโลก จึงนำมาสู่คำถามว่าภายใต้บริบทดังกล่าว **นโยบายการเงินของประเทศเล็กๆ เช่นประเทศไทย ยังมีประสิทธิภาพเพียงใดในการควบคุมภาวะการเงินภายในประเทศ**

ข้อเท็จจริงที่เป็นที่ประจักษ์คือ ราคาสินทรัพย์ในตลาดการเงินโลกมีความสัมพันธ์กันสูง และบ่อยครั้งเคลื่อนไหวขึ้นลงพร้อมๆ กันทั่วโลก ยกตัวอย่างอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วที่เคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันถึงร้อยละ 80 (ค่า correlation เท่ากับ 0.8) ทว่าการที่ราคาสินทรัพย์ในแต่ละประเทศเคลื่อนไหวพร้อมๆ กันเพียงเท่านั้นไม่ได้หมายความว่านโยบายการเงินได้สูญเสียเอกเทศ หรือความสามารถในการยึดโยงภาวะการเงินภายในประเทศเสมอไป แต่ต้องพิจารณาถึงสาเหตุเบื้องหลังของการเคลื่อนไหวของราคาสินทรัพย์ ซึ่งแบ่งได้เป็นสองกรณี

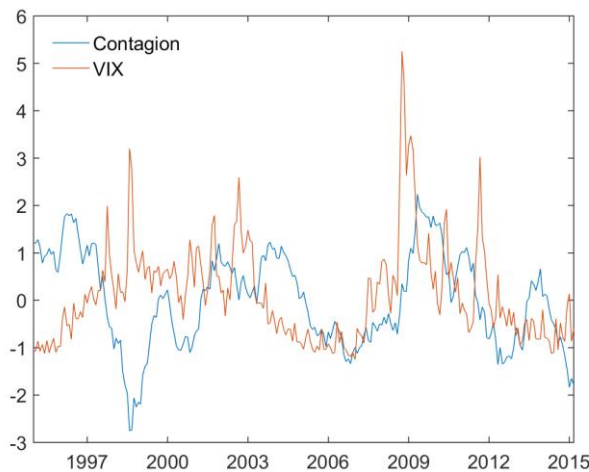
**กรณีแรก** ต้องไม่ลืมว่าเศรษฐกิจโลกมีความเชื่อมโยงในด้านการค้าสูงไม่แพ้ด้านการเงิน พัฒนาการในเศรษฐกิจโลกย่อมส่งผลกระทบต่อภาวะเศรษฐกิจในประเทศ ดังนั้น การที่ราคาสินทรัพย์ทางการเงินในประเทศปรับตัวตามปัจจัยภายนอกจึงอาจเป็นการ “ส่งสาร” ที่สะท้อนถึงปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่กำลังเปลี่ยนแปลง หรืออาจเป็นผลจากการคาดการณ์ว่านโยบายการเงินภายในประเทศต้องมีการปรับให้เหมาะสมกับสถานการณ์เศรษฐกิจโลก ในกรณีนี้ ราคาสินทรัพย์ที่เคลื่อนไหวไปด้วยกันทั่วโลกเป็นเพียงการสะท้อนความเชื่อมโยงของเศรษฐกิจจริงที่อาจส่งผลให้นโยบายการเงินในแต่ละประเทศตอบสนองต่อปัจจัยดังกล่าวในลักษณะคล้ายๆ กัน และไม่ได้มีนัยใดๆ ต่อความเป็นเอกเทศของนโยบายการเงิน

**กรณีที่สอง** การปรับตัวอย่างไม่สมเหตุสมผลของตลาดการเงินเองอาจเป็นต้นกำเนิดของปัญหา ก่อให้เกิดแรงกระเพื่อมที่ทำให้ราคาสินทรัพย์และภาวะการเงินทั่วโลกเปลี่ยนแปลงตามกันเป็นลูกโซ่ในลักษณะที่เรียกว่า “financial contagion” เช่น วิกฤตการณ์ทางการเงินจากทั่วโลกที่ลุกลามขึ้น จากปัจจัยด้านจิตวิทยาหรือการตัดสินใจตามๆ กันโดยไม่ยึดโยงกับปัจจัยพื้นฐานรายประเทศ ในกรณีนี้ ปัจจัยด้านการเงินภายนอกกำลังมีอิทธิพลต่อภาวะการเงินในประเทศในลักษณะที่ไม่เกี่ยวเนื่องกับพัฒนาการของเศรษฐกิจ ซึ่งหากมีอิทธิพลมาก ก็อาจบั่นทอนความสามารถของนโยบายการเงินในการตรึงภาวะการเงินให้เหมาะสมกับพื้นฐานเศรษฐกิจในประเทศได้

ก่อนที่จะด่วนสรุปว่าทุกครั้งที่เกิดตลาดการเงินเคลื่อนไหวหรือหวาดตามกันจะเป็นปัญหาเสมอไป ประเด็นสำคัญจึงอยู่ที่ว่า การเคลื่อนไหวพร้อมกันของราคาสินทรัพย์เป็นการ “ส่งสาร” สะท้อนปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ หรือเป็น financial contagion

## Financial Contagion ในมิติของอัตราดอกเบี้ยระยะยาว

งานวิจัยของเรา ได้พยายามแยกแยะการเคลื่อนไหวของราคาสินทรัพย์ออกเป็นสองส่วนดังกล่าว เพื่อประเมินความอ่อนไหวของแต่ละประเทศต่อส่วนที่เป็น financial contagion การศึกษามุ่งไปที่ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว (10 ปี) เนื่องจากมีความสัมพันธ์สูงกับนโยบายการเงิน โดยสะท้อนทั้งการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ และทิศทางในการดำเนินนโยบายการเงินในอนาคต อีกทั้งยังเป็นดอกเบี้ยอ้างอิงสำคัญที่สะท้อนสถานะการเงินในภาพรวมของแต่ละประเทศ โดยในขั้นแรก เราได้สร้างดัชนี financial contagion ขึ้นจากการสกัดตัวแปรร่วมที่ส่งผลต่อการเคลื่อนไหวของค่าชดเชยความเสี่ยงในพันธบัตรระยะยาว (risk premium) ในทุกๆ ประเทศที่ไม่สามารถอธิบายได้ด้วยผลของปัจจัยพื้นฐาน



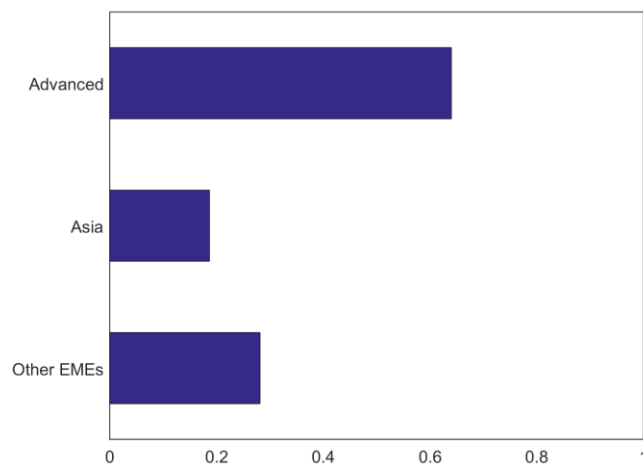
ภาพที่ 1 ดัชนี financial contagion และ VIX

ภาพที่ 1 แสดงดัชนี financial contagion (เส้น “contagion” สีฟ้า) เทียบกับดัชนี VIX ซึ่งแสดงความผันผวนของตลาดหุ้นสหรัฐฯ และมักถูกใช้เป็นตัวชี้วัด sentiment ของนักลงทุนทั่วโลก (เส้น “VIX” สีส้ม) สังเกตได้ว่าดัชนีทั้งสองมีความสัมพันธ์กันค่อนข้างต่ำ (ค่า correlation ใกล้เคียงศูนย์) เช่น ในช่วงท้ายของข้อมูล ดัชนี contagion มีทิศทางปรับตัวลดลงค่อนข้างมาก ซึ่งอาจสะท้อนถึงการที่ธนาคารกลางหลายแห่งได้ดำเนินนโยบายผ่อนคลายต่อเนื่อง จนกดให้ risk premium อยู่ในระดับต่ำมาก ในขณะที่ดัชนี VIX นั้นค่อนข้างคงที่ในระดับปกติในช่วงดังกล่าว ดังนั้น การใช้ดัชนี VIX เป็นตัวบ่งชี้ถึง financial spillover ที่สร้างความผันผวนและความยากลำบากในการควบคุมภาวะการเงินในแต่ละประเทศดังที่เห็นกันบ่อยครั้ง อาจให้ภาพที่บิดเบือนและไม่สมบูรณ์ได้ และแสดงถึงความสำคัญในการแยกผลจากปัจจัยพื้นฐานออกก่อนที่จะตีความการเคลื่อนไหวของราคาสินทรัพย์

## Financial Contagion มีอิทธิพลในแต่ละประเทศมากน้อยเพียงใด

ความสำคัญของ financial contagion ต่อราคาสินทรัพย์ในแต่ละประเทศสามารถวัดได้จากสัดส่วนความผันผวนของ risk premium ในพันธบัตรระยะยาวของประเทศนั้นๆ ที่สามารถอธิบายได้ด้วยดัชนี financial contagion โดย

หากสัดส่วนดังกล่าวเท่ากับ 1 หมายความว่า การเคลื่อนไหวทั้งหมดของ risk premium เกิดจาก contagion (ปัจจัยเชิงจิตวิทยาของตลาดโลกมีอิทธิพลมากกว่าปัจจัยพื้นฐานในประเทศ) ภาพที่ 2 แสดงผลการคำนวณสัดส่วนดังกล่าวแยกตามสามกลุ่มประเทศ ได้แก่ ประเทศพัฒนาแล้ว ประเทศตลาดเกิดใหม่ในเอเชีย และประเทศกำลังพัฒนาอื่นๆ **ปรากฏว่ากลุ่มประเทศพัฒนาแล้วได้รับผลจาก contagion สูงกว่าอีกสองกลุ่มอย่างชัดเจน** ขณะที่กลุ่มประเทศเกิดใหม่ได้รับอิทธิพลจากดัชนี contagion เพียงประมาณร้อยละ 20-30 ของการเคลื่อนไหวของ risk premium เท่านั้น ผิดจากความเชื่อที่ว่ากลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่มักได้รับผลกระทบจากความผันผวนในตลาดการเงินโลกมากกว่ากลุ่มอื่น ๆ



Note: Variance decomposition of contagion on bond risk premia

ภาพที่ 2 บทบาทของ financial contagion ในแต่ละกลุ่มประเทศ

ทั้งนี้ เราพบว่าอัตราแลกเปลี่ยนกับ risk premium ในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่มีความสัมพันธ์เป็นลบ หมายความว่า risk premium ในตลาดพันธบัตรของประเทศเหล่านี้มักจะลดลงพร้อมกับค่าเงินที่แข็งขึ้น การเคลื่อนไหวลักษณะนี้อาจสร้างความท้าทายสำหรับการดำเนินนโยบายการเงิน โดยเฉพาะสำหรับประเทศที่กำลังเผชิญกับความเสถียรภาพทางการเงินควบคู่ไปกับภาวะเศรษฐกิจที่ซบเซา เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยระยะยาวที่ต่ำลงอาจเพิ่มความเสถียรภาพ (เช่น พฤติกรรมการเก็งกำไร) ในขณะที่ค่าเงินที่แข็งขึ้นอาจซ้ำเติมการชะลอตัวของเศรษฐกิจ การชั่งน้ำหนักระหว่างความเสี่ยงทั้งสองด้านในการกำหนดแนวนโยบายจึงเป็นเรื่องที่ยาก

ในโลกการเงินที่ไร้พรมแดน ภาวะการเงินในแต่ละประเทศย่อมอ่อนไหวต่อพัฒนาการของเศรษฐกิจโลกมากขึ้น ความท้าทายที่แท้จริงไม่ได้มาจากการสูญเสียสภาพในการดำเนินนโยบาย แต่อยู่ที่ความยากลำบากในการแยกแยะสาเหตุต้นตอของการเปลี่ยนแปลงในราคาสินทรัพย์ต่างๆ รวมทั้งความยากในการเลือกแนวทางในการดำเนินนโยบายที่เหมาะสมเมื่อแต่ละทางเลือกนั้นมีต้นทุนที่ซับซ้อนและหลากหลายมิติมากกว่าเดิม

ข้อคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นความเห็นของผู้เขียน ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของสถาบันวิจัยเศรษฐกิจป๋วย อึ๊งภากรณ์