

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายในประเทศไทย

Factors Affecting the Policy Interest Rate in Thailand

พิริยะ เคียนสมบุรณ์ (Piriya Khensomboon)* ดร. อรุณ เกียรติสาร (Dr. Arun Kiarasarn)**

บทคัดย่อ

อัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นเครื่องมือหนึ่งที่สำคัญที่ทำให้เกิดเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ เพราะอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นอัตราดอกเบี้ยขั้นนำที่ให้อัตราดอกเบี้ยต่างๆในระบบการเงินของประเทศเปลี่ยนแปลงตาม รวมทั้งยังทำให้ต้นทุนการผลิตของภาคการผลิตเปลี่ยนแปลงไปด้วย ดังนั้นการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายจึงมีความสำคัญในการกำหนดทิศทางเศรษฐกิจ การวิเคราะห์ถึงปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิรายเดือน ตั้งแต่ มกราคม 2543 ถึง ธันวาคม 2549 รวม 72 เดือน โดยใช้วิธีสมการถดถอย และทดสอบ cointegration เพื่อหาผล ของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในระยะยาว และนำค่าที่คาดประมาณได้มาทำการวิเคราะห์ถึงขนาดและทิศทาง อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ผลการศึกษา พบว่า ในระยะยาวอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่าง ธนาคารพาณิชย์ และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ มีผลกระทบเป็นบวกต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบาย แต่อัตราดอกเบี้ยธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา อัตราเงินเฟ้อทั่วไป และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ กลับมี ผลกระทบทางลบ ส่วนในระยะสั้น พบว่า อัตราดอกเบี้ยนโยบายได้รับผลกระทบจากปัจจัยต่างๆ เช่นเดียวกับ ระยะยาวยกเว้นอัตราดอกเบี้ยธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา

ABSTRACT

Policy Interest Rate is an important tool to improve the stability of economic system. Because Policy Interest Rate is the leading interest which influenced interest rates in domestic monetary system and the production cost of production sector. Therefore, the study of factors affecting the policy interest rate can influence the direction of the economy. Monthly data over the period of January 1998 to December 2006 (totally 72 months) are used for estimating factors effecting policy interest rate. Regression and cointegration techniques are used for estimating the coefficient of the factors affecting the policy interest rate and analyzing the magnitude and the direction of policy interest rate. The empirical results indicated that in the long-run, Core inflation, Inter bank rate, and Minimum loan rate have positive effects, while Fed fund rate, Headline inflation and Saving rate have negative effects on Policy interest rate. In the shot-run, It is found that Policy interest rate is affected by the same factors, except the Fed fund rate.

คำสำคัญ : อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ธนาคารแห่งประเทศไทย

Key Words : Policy Interest Rate, Bank of Thailand

* มหาบัณฑิต หลักสูตรเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์ บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

** อาจารย์ ประจำภาควิชาเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

บทนำ

อัตราดอกเบี้ยนโยบาย เป็นอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจ่ายแก่ผู้ซื้อพันธบัตรของธนาคารแห่งประเทศไทย โดยธนาคารแห่งประเทศไทยจะเป็นผู้กำหนดทิศทางของอัตราดอกเบี้ยนโยบายจากปัจจัยทางเศรษฐกิจต่างๆ โดยคำนึงถึงเป้าหมายทางเศรษฐกิจที่สำคัญคือการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ จากการกำหนดอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ใช้เป็นเครื่องมือทางด้านนโยบายการเงินอย่างหนึ่งที่สำคัญในการแทรกแซงภาวะเศรษฐกิจของธนาคารแห่งประเทศไทย กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยทั้งหมดในระบบเศรษฐกิจ หรืออาจกล่าวได้ว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นอัตราดอกเบี้ยขั้นนำของภาคการเงินทั้งระบบในประเทศ เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นอัตราดอกเบี้ยที่สะท้อนต้นทุนที่แท้จริงของสถาบันการเงินภายในประเทศซึ่งสถาบันการเงินเป็นแหล่งเงินกู้ที่สำคัญของธนาคารแห่งประเทศไทย โดยนโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเพื่อเริ่มขึ้นเมื่อพฤษภาคม พ.ศ. 2543 ภายใต้นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเพื่อที่ต้องควบคุมเงินเพื่อพื้นฐานให้อยู่ในระดับที่ระบบเศรษฐกิจสามารถเติบโตได้อย่างมีเสถียรภาพในระยะยาว โดยอัตราดอกเบี้ยนโยบายถูกใช้เป็นเครื่องมือในการรักษาระดับเงินเพื่อเป้าหมายที่ 0-3.5 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งถ้าอัตราเงินเพื่อที่เกิดสูงขึ้นจากการเพิ่มขึ้นของเงินเพื่อพื้นฐาน อัตราดอกเบี้ยนโยบายจึงควรจะสูงขึ้นด้วยโดยมีความล่าช้าของผลประมาณ 4-8 ไตรมาส หลังจากมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายอัตราดอกเบี้ยที่จะส่งผ่านไปถึงระบบเศรษฐกิจ

ในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย จะถูกกำหนดขึ้นภายใต้อุปสงค์และอุปทานของเงินในระบบเศรษฐกิจของประเทศเป็นหลักสำคัญ เพราะเป็นปัจจัยที่ทำให้เกิดกลไกการทำงานของตลาดที่ทำให้เกิดเสถียรภาพ

ของระบบการเงินได้อย่างสมบูรณ์ แต่ทั้งนี้ธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถเข้าแทรกแซงได้ โดยใช้อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสมในการทำให้บรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจที่ต้องการ เช่น การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรให้สูงขึ้นในกรณีที่ต้องการควบคุมเงินเพื่อจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น เพราะเงินเพื่อที่สูงขึ้นส่งผลทำให้สินค้าต่างๆ ขึ้นราคาตามไปด้วยแล้วแต่อำนาจต่อรองระหว่างผู้ขายกับผู้ซื้อ ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงแก้ไขปัญหาดังกล่าวโดยการควบคุมอุปสงค์ภายในประเทศไม่ให้มากขึ้น ด้วยการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายซึ่งจะทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดอื่นๆ เพิ่มขึ้นตามไปด้วย และอาจส่งผลทำให้อุปสงค์ภายในประเทศลดลงจากการลดลงของปริมาณเงินกู้ในระบบเศรษฐกิจ รวมทั้งธุรกิจบางแห่งอาจหยุดการลงทุนจากต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้น ส่วนการกู้เงินเพื่อซื้อสินค้าสำหรับการบริโภคโดยทั่วไปก็จะไม่สูงจนทำให้เกิดเงินเพื่อ ในทางตรงกันข้ามกรณีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เพื่อการกระตุ้นภาวะเศรษฐกิจในช่วงที่ระบบเศรษฐกิจเกิดปัญหา การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจึงทำให้ต้นทุนการกู้ยืมซึ่งเป็นแรงจูงใจให้มีการลงทุนเพิ่มทั้งภาครัฐบาลและเอกชน โดยภาครัฐบาลจะมีต้นทุนในการชำระหนี้สาธารณะลดลง ขณะที่ภาคเอกชนก็จะมีต้นทุนในการผลิตสินค้าและบริการที่ลดลงส่งผลให้อุปสงค์ในประเทศเพิ่มสูงขึ้น

นอกจากนี้อัตราดอกเบี้ยยังเป็นต้นทุนการประกอบกิจการที่สำคัญของภาคธุรกิจ ภาคการเงิน และภาคการผลิต ทั้งยังมีผลต่อปริมาณการออมภายในประเทศ การตัดสินใจลงทุน การทำงบประมาณในการลงทุน การตั้งราคาสินค้าและบริการเนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเป็นตัวแปรที่เชื่อมโยงภาคการผลิตที่แท้จริง กับภาคการเงิน การที่อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศไม่มีเสถียรภาพจะเป็นปัจจัยในการชะลอการขยายตัวทางเศรษฐกิจเนื่องจากความไม่มั่นใจในระบบการเงิน และมีผลต่อทั้งผู้กู้

และสถาบันการเงินที่ปล่อยกู้ ในทางตรงกันข้าม ถ้าอัตราดอกเบี้ยมีเสถียรภาพจะช่วยให้การลงทุนเพิ่มมากขึ้นเพราะนักลงทุนจะสามารถคำนวณต้นทุนทางการเงินของธุรกิจของตัวเองได้

ปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทยใช้อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนระยะ 1 วัน เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในการส่งสัญญาณการดำเนินนโยบายทางการเงินภายใต้กรอบ Inflation Targeting เพื่อให้เกิดเสถียรภาพในระบบเศรษฐกิจ โดยในช่วงปี 2550 เป็นต้นมาธนาคารแห่งประเทศไทยได้ใช้อัตราดอกเบี้ยนโยบายแบบผ่อนคลาย เพื่อกระตุ้นภาคเศรษฐกิจเพื่อให้อุปสงค์ภายในประเทศสูงขึ้น ไม่ว่าจะเป็นการบริโภค หรือการลงทุน

ดังนั้นการศึกษานี้จึงมุ่งเน้นที่จะพิจารณาถึงความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยนโยบายกับปัจจัยทางเศรษฐกิจที่สำคัญ เพื่อให้เห็นว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีส่วนในการสร้างเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจทำให้เกิดการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศไทยได้อย่างไร รวมทั้งศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อดอกเบี้ยนโยบายที่เกิดขึ้นจากส่วนต่างๆ ของระบบเศรษฐกิจไม่ว่าจะเป็นทางด้านการผลิต ผ่านมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ด้านภาคการเงิน ผ่านอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคาร อัตราดอกเบี้ยกู้ของธนาคารพาณิชย์ อัตราดอกเบี้ยเงินรับฝาก และอัตราเงินเฟ้อ นอกจากนี้ยังรวมถึงปัจจัยภายนอกประเทศได้แก่ อัตราดอกเบี้ยธนาคารกลางสหรัฐฯที่เป็นอัตราดอกเบี้ยที่สำคัญ

ทฤษฎีและแนวคิดที่ใช้ในการวิจัย

จากการตรวจเอกสารที่เกี่ยวข้องกับการวิจัยทั้งงานวิจัยในประเทศและต่างประเทศ เช่น นิรันดร์ (2541) พรพนา (2543) กอบศักดิ์ (2546) ปิยพรรณ (2546) สันติ (2547) ในการคัดเลือกตัวแปรอิสระที่เกี่ยวข้องกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ส่วนของทฤษฎีที่นำมาใช้ในการศึกษาค้นครั้งนี้จะเป็น

ทฤษฎีที่มุ่งเน้นให้ความสำคัญกับปัจจัยที่มีผลทำให้อัตราดอกเบี้ยของระบบเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลงไปจากกลไกตลาดไม่ว่าจะเป็นตลาดการเงินหรือตลาดเงินทุนเพราะทั้งสองตลาดมีผลต่ออุปสงค์และอุปทานในระบบการเงิน ที่เป็นสาเหตุทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายเปลี่ยนแปลงไป รวมทั้งศึกษาถึงปัจจัยภายนอกประเทศที่มีผลต่อดอกเบี้ยในประเทศ จากการเชื่อมโยงระหว่างประเทศของตลาดเงินทุนและอัตราดอกเบี้ย โดย Hubbard (2005) นอกจากนี้ยังศึกษาปัจจัยที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นจากลักษณะของการเปิดประเทศในลักษณะต่างๆ โดยเฉพาะการกำหนดอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินในระยะสั้นในระบบเศรษฐกิจแบบกึ่งเปิดประเทศ ที่เป็นลักษณะที่เหมาะสมของประเทศไทย โดย Edwards and Khan (1985) ซึ่งประโยชน์ที่รับจากการศึกษา คือ สามารถนำปัจจัยต่างๆ ที่คาดว่าจะมีอิทธิพลในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยที่เกิดจากอิทธิพลจากต่างประเทศ ไปเป็นแนวทางในการศึกษาในครั้งนี้ ปัจจัยที่ได้คือ อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ, ปริมาณเงิน, อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ, อัตราเงินเฟ้อ, ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ, อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารพาณิชย์, อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์

วิธีการวิจัย

1. วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลทั้งหมดที่นำมาใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติภูมิ (Secondary data) ซึ่งได้รวบรวมจากเอกสาร ข้อมูลสถิติ และงานวิจัยต่างๆ โดยเก็บรวบรวมจากแหล่งต่างๆ ดังนี้ ข้อมูลด้านเศรษฐกิจจากธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ และหน่วยงานภาครัฐอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง ซึ่งจัดเก็บรวบรวมข้อมูลด้านเศรษฐกิจรายเดือน ได้แก่ การเงิน ภาคต่างประเทศ ภาคเศรษฐกิจจริง ภาคการคลัง รวบรวมจากธนาคาร

แห่งประเทศไทย

2. วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

ในการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อครอบคลุมขอบเขตและวัตถุประสงค์ของการศึกษาที่กำหนดไว้ จึงแบ่งวิธีวิเคราะห์ดังต่อไปนี้

1) การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Description Analysis) อธิบายลักษณะการกำหนดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบาย เพื่อดูลักษณะแนวโน้มของปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน อธิบายถึงสาเหตุและปัจจัย โดยอาศัยทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง รวมทั้งภาวการณ์ทั้งในและต่างประเทศ ตลอดจนลักษณะรูปแบบของอัตราดอกเบี้ยนโยบายและเหตุผลในการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้น

2) การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) ในการศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยนโยบายและปัจจัยทางเศรษฐกิจ โดยจะประยุกต์ใช้วิธีการทางเศรษฐมิติเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยนโยบายและปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายด้วยวิธีต่างๆ โดยเริ่มจากการทดสอบ Stationary Test (Unit Root Test) เพื่อทดสอบคุณสมบัติ Stationary ของอนุกรมเวลาทุกอนุกรมที่นำมาใช้ศึกษา เนื่องจากอนุกรมเวลาในทางเศรษฐศาสตร์มหภาคส่วนใหญ่มีลักษณะ Non-stationary ซึ่งจะส่งผลให้การประมาณสมการถดถอยด้วยวิธีทางเศรษฐมิติแบบดั้งเดิมเกิดปัญหา Spurious Regression ได้ ทำให้สมการถดถอยที่ประมาณได้ขาดความน่าเชื่อถือ ความสัมพันธ์ที่แท้จริง โดยการทดสอบในครั้งนี้อาศัยวิธีการทดสอบคือ Augmented Dickey-Fuller Test ในกรณีที่ตัวแปรไม่คุณสมบัติ Non-stationary ก็จะทำทดสอบ Co-integration Test เพื่อดูความสัมพันธ์คู่ระยะยาว เพื่อศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายและปัจจัย

ทางเศรษฐกิจที่มีอิทธิพลต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบาย จากนั้นนำตัวแปรอนุกรมเวลาที่มีความสัมพันธ์เชิงคู่ระยะยาวในระยะยาวมาสร้างแบบจำลอง Error Correction Model เพื่อศึกษาการปรับตัวระยะสั้นของตัวแปรเพื่อเข้าสู่ดุลยภาพระยะยาว แบบจำลองเป็นการอาศัยทฤษฎี การกำหนดอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินในระยะสั้นในระบบเศรษฐกิจแบบกึ่งเปิดประเทศ ของ Edwards and Khan โดยใช้ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายจากปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์และอุปทานในตลาดพันธบัตรและตลาดเงินทุนของ Hubbard รวมทั้งการเชื่อมโยงระหว่างประเทศของตลาดเงินทุนและอัตราดอกเบี้ยของประเทศที่มีระบบเศรษฐกิจขนาดเล็กต่อการปรับอัตราดอกเบี้ยจากตลาดโลก โดยใช้แบบจำลองดังนี้

$$RP_t = \alpha_0 + \beta_1 GDP_t + \beta_2 r_t + \beta_3 CI_t + \beta_4 m_t + \beta_5 FR_t + \beta_6 reer_t + \beta_7 MLR_t + \beta_8 SAV_t + \varepsilon_t$$

RP_t = อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (อัตราซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 14 วัน)

GDP = มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ณ ราคาตลาด

r_t = อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์

CI = อัตราเงินเฟ้อ (CI_{t+1} คือ การคาดการณ์เงินเฟ้อ)

m_t = ปริมาณเงินที่แท้จริงในความหมายกว้าง

FR = อัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐอเมริกา

$Reer$ = อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศที่แท้จริง (บาท/ ดอลลาร์)

MLR_t = อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี

SAV_t = อัตราดอกเบี้ยเงินรับฝากออมทรัพย์

t = เวลาปัจจุบัน

ε_t = ค่าความคาดเคลื่อน

ผลการศึกษา

1. ผลการศึกษาจากการวิเคราะห์เชิงพรรณนา

ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายผู้ศึกษาจำเป็นต้องทราบถึงการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในทางนโยบายถึงลักษณะและกระบวนการส่งผ่านผลของอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อเป้าหมายที่ต้องการ รวมทั้งทราบภาวะของอัตราดอกเบี้ยนโยบายของประเทศไทยทั้งในอดีตจนถึงปัจจุบันว่ามีรูปแบบและลักษณะอย่างไร ซึ่งผลที่ได้ก็จะทำให้เข้าใจความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายกับปัจจัยแวดล้อมที่ใช้ในการตัดสินใจนโยบายอัตราดอกเบี้ยของธนาคารแห่งประเทศไทย รวมถึงลักษณะของอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ใช้อยู่ในปัจจุบัน

ปัจจัยแวดล้อมประกอบการตัดสินใจนโยบายอัตราดอกเบี้ยของธนาคารแห่งประเทศไทย

1) ภาวะเงินเฟ้อ อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline inflation) และ อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core inflation) ซึ่งไม่รวมราคาอาหารสดและพลังงาน หากธนาคารแห่งประเทศไทยต้องรักษาเสถียรภาพของระดับราคาและอัตราเงินเฟ้อ ซึ่งเป็นเป้าหมายหลักตามกรอบ Inflation Targeting ต้องพิจารณาถึงค่าคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อทั่วไปเฉลี่ยในอีก 12 เดือนข้างหน้า

2) ภาพรวมการขยายตัวของเศรษฐกิจ ถึงแม้ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ จะขยายตัวสูงขึ้น ซึ่งส่วนใหญ่เป็นเพราะการเปรียบเทียบกับฐานที่ต่ำในช่วงเดียวกันของปีก่อนที่เศรษฐกิจไทยต้องเผชิญกับปัจจัยลบทั้งผลกระทบจากภัยธรรมชาติ ปัญหาภัยแล้ง และปัญหาความไม่สงบในภาคใต้ แต่เป็นเครื่องชี้เศรษฐกิจสำคัญล่าสุดของ ธนาคารแห่งประเทศไทยที่แสดงสัญญาณการชะลอตัวลงในวงกว้างทั้งด้านการบริโภค การลงทุน การผลิต และการส่งออก ตลอดจน แนวโน้มการขยายตัวของเศรษฐกิจในช่วงที่เหลือของปีที่ยังต้องเผชิญกับปัจจัย

ลบหลายประการ ไม่ว่าจะเป็นความผันผวนของราคาน้ำมันและอัตราแลกเปลี่ยน ปัญหาความยืดเยื้อทางการเมือง และผลกระทบจากภาวะน้ำท่วม แม้ว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อภาพรวมเศรษฐกิจ แต่การดำเนินการดังกล่าวก็อาจจะมีผลกระทบทางจิตวิทยาต่อบรรยากาศการใช้จ่ายในประเทศได้

3) อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง จากความมุ่งหวังของ ธนาคารแห่งประเทศไทยที่จะเพิ่มระดับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงให้กลับมาอยู่ในระดับที่เหมาะสมเพื่อกระตุ้นการออม ธนาคารแห่งประเทศไทยอาจพิจารณาปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย เพื่อส่งสัญญาณให้ธนาคารพาณิชย์ปรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินให้กู้ยืมของตนขึ้นตามมาอีกระลอกหนึ่ง กระนั้นก็ดี การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ ท่ามกลางภาวะการใช้จ่ายในประเทศที่มีแนวโน้มถดถอยลง อาจส่งผลในเชิงลบตามมาต่อแนวโน้มการขยายตัวของเศรษฐกิจ นอกจากนี้หากธนาคารแห่งประเทศไทยมีความเชื่อมั่นว่าแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อน่าที่จะปรับตัวลดลงในระยะข้างหน้า ขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่แท้จริง ระดับปัจจุบัน ที่น่าจะเข้าใกล้ระดับที่เป็นบวกมากขึ้นแล้ว หลังจากทีธนาคารพาณิชย์มีการแข่งขันกันปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพื่อรักษาส่วนแบ่งทางการตลาดอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา ธนาคารแห่งประเทศไทยก็อาจมีความยืดหยุ่นที่จะไม่ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย แล้วรอให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงกลับมาเป็นบวกในอีก 3-4 เดือนข้างหน้า เมื่ออัตราเงินเฟ้อผ่อนคลายเป็นปกติได้เช่นกัน

4) อัตราดอกเบี้ยธนาคารกลางสหรัฐ ในกรณีที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ ตัดสินใจปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยต่ออีกร้อยละ 0.25 จากร้อยละ 5.00 มาที่ร้อยละ 5.25 ค่าผลต่างอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ และไทยที่มีโอกาสจะเพิ่มขึ้น หากธนาคารแห่งประเทศไทย คงอัตราดอกเบี้ยไว้ อัตราดอกเบี้ย Fed Funds ที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ อาจเป็นอีกปัจจัย

ที่ธนาคารแห่งประเทศไทย. พิจารณาประกอบการตัดสินใจสำหรับการกำหนดทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบาย อย่างไรก็ตาม การที่เงินดอลลาร์ฯ ยังมีแนวโน้มตกอยู่ภายใต้แรงกดดันให้ปรับตัวอ่อนค่าลงในระยะข้างหน้า ซึ่งจะส่งผลตามมาให้สกุลเงินอื่นๆ ที่ไม่ใช่เงินดอลลาร์ฯ รวมถึงค่าเงินบาทของไทยมีแนวโน้มที่จะปรับแข็งค่าขึ้น ผนวกกับ การที่ทุนสำรองทางการระหว่างประเทศของไทยยังคงมีระดับที่ค่อนข้างแข็งแกร่ง ทำให้คาดว่า ผลกระทบจากค่าผลต่างอัตราดอกเบี้ยที่อาจเพิ่มขึ้นต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนสุทธิ อาจจะมีจำกัด นอกจากนี้ ธนาคารแห่งประเทศไทยน่าจะเห็นว่าการตัดสินใจไปที่ปัจจัยภายในประเทศ ทั้งความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อและความเสี่ยงด้านการขยายตัวของเศรษฐกิจเป็นหลักมากกว่าปัจจัยเรื่องอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ ซึ่งเป็นที่คาดหมายว่าน่าจะเข้าใกล้ระดับสูงสุดใหม่ในขั้นนี้แล้ว

5) ปริมาณเงินที่แท้จริงในความหมายจะมีความสัมพันธ์ในทางผกผันกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย กล่าวคือ ถ้าปริมาณเงินที่แท้จริงในเดือนที่ผ่านมาสูงขึ้น การเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินที่แท้จริงจะทำให้เกิดปริมาณเงินส่วนเกินในระบบเศรษฐกิจเกิดการปรับตัวเพื่อลดปริมาณเงินส่วนเกินโดยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมลดลง ดังนั้นถ้าปริมาณเงินที่แท้จริงในในความหมายกว้างสูงขึ้น จะทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลง ในทางตรงกันข้าม ถ้าปริมาณเงินที่แท้จริงในในความหมายกว้างลดลง จะทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมสูงขึ้น

6) ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ โดยพบว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในสหรัฐฯอยู่ในปัจจุบัน จะก่อให้เกิดภาวะเงินทุนไหลออกจากตลาดเงินของประเทศไทย เพราะด้วยวิสัยของนักลงทุน ที่ต้องการสร้างกำไรสูงสุดจากเงินทุนที่มีอยู่ ย่อมทำการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากแหล่งที่ให้ผลตอบแทนต่ำ ไปยังแหล่งที่ให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่า และหากผลของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศมากขึ้นจะทำให้

อัตราดอกเบี้ยนโยบายสูงขึ้น

7) อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ เป็นที่ทราบกันดีว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนในปัจจุบันนี้เป็นระบบลอยตัวแบบจัดการ หมายความว่า ธนาคารแห่งประเทศไทยปล่อยให้กลไกตลาด หรืออุปสงค์อุปทานในตลาดปริวรรตเงินตรา เป็นตัวกำหนดค่าเงิน โดยธนาคารแห่งประเทศไทยยังคงมีอิสรภาพในการแทรกแซงตลาดปริวรรตไว้บ้าง เพื่อมิให้ค่าเงินมีความผันผวนเกินไป หรือเพื่อมิให้การเก็งกำไรค่าเงินส่งผลเสียต่อ ธุรกรรมทางเศรษฐกิจมากเกินไป ซึ่งผลจากอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างไทยกับสหรัฐฯที่สูงขึ้น จะมีผลทำการพิจารณาปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย มีการปรับตัวสูงขึ้น

2. ผลการศึกษาจากการวิเคราะห์เชิงปริมาณ

ผลวิเคราะห์เชิงปริมาณทางเศรษฐมิติจากข้อมูลอนุกรมเวลาจากการศึกษาจากแบบจำลองที่ได้ทำการทดสอบความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยนโยบายของประเทศไทยกับปัจจัยทางเศรษฐกิจต่างๆที่ได้ประยุกต์ใช้เทคนิค Co-integration โดยเริ่มจากการตรวจสอบลักษณะ Stationary ของตัวแปรข้อมูลแต่ละตัวที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้ เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ถึงความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว

การศึกษาจำเป็นต้องทดสอบคุณสมบัติ (Unit roots process) ของอัตราดอกเบี้ยนโยบายและปัจจัยที่มีผลกระทบเสียก่อนเพราะการมีคุณสมบัติ unit root ของตัวแปรจะทำให้ทราบว่าตัวแปรนั้นเป็นตัวแปรเชิงสุ่ม $I(n)$ (Integrated Variable of degree: n) โดยที่ n จะเป็น non-stationary กล่าวคือ ค่าเฉลี่ย (mean) ค่าความแปรปรวน (variance) และค่าแปรปรวนร่วมเกี่ยว (Covariance) จะมีขนาดเปลี่ยนแปลงไปขึ้นกับช่วงเวลาที่ใช้สุ่มตัวอย่างการขาดคุณสมบัติ stationary ทำให้การวิเคราะห์อัตราดอกเบี้ยโดยใช้เครื่องมือปกติทางสถิติไม่สามารถทำได้

ผลการทดสอบชุดข้อมูลของตัวแปรต่าง ๆ ว่ามีลักษณะ Non-stationary หรือไม่ โดยทดสอบ Unit root test ด้วยวิธี Augmented Dicky Fuller (ADF) test ซึ่งจะพิจารณาเลือกความยาวของช่วงเวลาลำช้าที่เหมาะสมจากค่า Akaike Information Criterion (AIC) ต่ำสุด จากผลการทดสอบ ดังแสดงในตารางที่ 1 พบว่า ข้อมูลอัตราดอกเบี้ยนโยบาย อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์อัตราดอกเบี้ยธนาคารกลางสหรัฐฯ และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคารพาณิชย์ นั้นพบว่าในระดับปกติไม่สามารถปฏิเสธ สมมติฐานหลักที่ว่าชุดข้อมูลที่ทำทดสอบนั้นเป็น Unit root นั่นคือตัวแปรทุกตัวที่ทำทดสอบมีคุณสมบัติเป็น Non-stationary

จากนั้นจะทำการทดสอบ Unit root test ที่ระดับผลต่างครั้งแรก (First Difference) ซึ่งปรากฏว่าตัวแปรผลิตภัณฑ์มวลในประเทศ ยังมีลักษณะ Unit Root เนื่องมาจากยังไม่สามารถปฏิเสธ สมมติฐานหลักที่ว่าชุดข้อมูลที่ทำทดสอบนั้นเป็น Unit root จึงต้องทำการทดสอบที่ระดับ (Second Difference) จึงพบว่าไม่มีลักษณะของ Unit Root เนื่องมาจากค่า ADF ที่ทดสอบมีค่ามากกว่าค่าวิกฤต ที่ระดับนัยสำคัญ จึงทำให้สามารถผ่านการทดสอบได้นั้นหมายความว่าตัวแปรเหล่านี้ มี Integrate ที่ระดับเดียวกันที่ $I(1)$ ยกเว้นมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลในประเทศ

ตารางที่ 1 ผลการทดสอบ Unit Root โดยวิธี Augmented Dickey-Fuller Test (At Level)

ข้อมูลอนุกรมเวลา	ADF Statistics (แนวเดินเชิงสุ่ม จุดตัดแกนและแนวโน้ม)	ค่าความล่าช้า ที่เหมาะสม	MacKinnon Critical Value	
			ระดับความเชื่อมั่น 99%	ระดับความเชื่อมั่น 95%
RP	-0.5346	1	-4.0738	-3.4655
CI	-1.8447	2	-4.0753	-3.4662
FR	-0.8981	1	-4.0738	-3.4655
GDP	-2.8483	12	-4.0925	-3.4743
m	-1.4157	6	-4.0816	-3.4692
MLR	0.379	1	-4.0724	-3.4648
r	-0.8807	6	-4.0816	-3.4692
reer	-1.6609	1	-4.0738	-3.4655
SAV	-0.8582	1	-4.0724	-3.4648

*, **, ปฏิเสธ Null Hypothesis ที่ระดับนัยสำคัญร้อยละ 5, 1 ตามลำดับ

ที่มา: จากการคำนวณ

ตารางที่ 2 ผลการทดสอบ Unit Root โดยวิธี Augmented Dickey-Fuller Test (1st Difference)

ข้อมูลอนุกรมเวลา	ADF Statistics (แนวเดินเชิงสุ่ม จุดตัดแกนและแนวโน้ม)	ค่าความล่าช้า ที่เหมาะสม	MackKinnon Critical Value	
			ระดับความเชื่อมั่น 99%	ระดับความเชื่อมั่น 95%
RP	-5.6531**	1	-2.5934	-1.9448
CI	-4.3688**	1	-2.5938	-1.9448
FR	-2.2227*	12	-2.5941	-1.9449
GDP	-0.0671	11	-2.5979	-1.9454
m	-2.0114*	5	-2.5953	-1.9450
MLR	-3.2492**	2	-2.5941	-1.9449
r	-2.5957**	5	-2.5953	-1.9450
reer	-6.0266**	1	-2.5934	-1.9448
SAV	-8.1408**	1	-2.5934	-1.9448

*,** ปฏิเสธ Null Hypothesis ที่ระดับนัยสำคัญร้อยละ 5,1 ตามลำดับ

ที่มา: จากการคำนวณ

การทดสอบ Co-integration

ในการทดสอบ Co-integration สามารถทดสอบหาความสัมพันธ์ในระยะ (Co-integration relationship) ได้โดยวิธีของ Johansen Cointegration Test

จากผลการทดสอบ Unit Root พบว่าตัวแปรใน Cointegration Regression จากสมการความสัมพันธ์เชิงเส้นของอัตราดอกเบี้ยนโยบายกับปัจจัยทางเศรษฐกิจต่างๆ มีการ Integrate ที่อันดับเดียวกัน ที่ระดับหนึ่ง ซึ่งผ่านเงื่อนไขในการนำไปทดสอบ Cointegration คือตัวแปรในสมการ Cointegration Regression จะต้อง Integrate ที่อันดับเดียวกัน การทดสอบ Johansen Cointegration test จะเริ่มต้นโดยการประมาณค่าสมการของตัวแปรที่จะทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกันในรูปแบบจำลอง Cointegration Vector Autoregression (VAR) เพื่อพิจารณาค่าความล่าช้าที่เหมาะสมของตัวแปรภายใน (Endogenous variable) โดยวิธี Likelihood Ratio test

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยนโยบาย กับปัจจัยทางเศรษฐกิจต่างๆ ที่นำมาหาความสัมพันธ์ พบว่าสามารถปฏิเสธ Null Hypothesis ที่ว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่มีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวกับปัจจัยอื่นที่นำมาศึกษาในช่วงเวลาที่ผ่านมา โดยพบ 2 Cointegration Vector ด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 (ตารางที่ 3) อันเป็น Reduced rank ตรงตามข้อสมมติที่ตัวแปรที่ทดสอบมีคุณสมบัติ Non-stationary ที่ระดับการ Integrate อันดับหนึ่ง โดยสามารถเขียนความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวระหว่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายกับปัจจัยต่างๆ ในช่วงที่ผ่านมาได้ดังนี้

$$\begin{aligned}
 RP_t = & -0.024ci_{t-1} - 0.0454fr_{t-1} + 0.000003m_t \\
 & + 0.3636MLR_{t-1} + 1.1543r_{t-1} - 0.0779reer_{t-1} \\
 & + 0.0646Sav_{t-1} + 1.7085
 \end{aligned}$$

ตารางที่ 3 ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว

Null Hypothesis	Alternative Hypothesis	Max-Eigen Statistic	ค่าวิกฤต ระดับความเชื่อมั่น 95 %
$r = 0$	$r \geq 1$	83.0526**	76.5784
$r \leq 1$	$r \geq 2$	72.2735*	70.5351
$r \leq 2$	$r \geq 3$	58.4938	64.50472

*,** ปฏิเสธ Null Hypothesis ที่ระดับนัยสำคัญร้อยละ 5,1 ตามลำดับ

การทดสอบ Vector Error Correction (VECM)

ในการศึกษาครั้งนี้ต้องการดูการปรับตัวในระยะสั้นเข้าสู่ดุลยภาพระยะยาวของอัตราดอกเบี้ยนโยบายจากปัจจัยที่มีผลกระทบ เพื่อดูการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยสามารถเขียนให้อยู่ในรูปสมการได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \Delta RP = & \alpha + \beta_1 \Delta CI_{t-1} + \beta_2 \Delta m_{t-1} + \beta_3 \Delta FR_{t-1} \\ & + \beta_4 \Delta r_{t-1} + \beta_5 \Delta SAV_{t-1} + \beta_6 \Delta MLR_{t-1} \\ & + \beta_7 \Delta REER_{t-1} + \Phi Error_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

ผลจากการคำนวณปรากฏว่าการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายต่างๆที่นำมาวิเคราะห์มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายในทิศทางเดียวกันและมีนัยสำคัญทางสถิติเนื่องจากค่า t-statistic ที่คำนวณได้มีค่าสูงกว่าค่าวิกฤต ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคารพาณิชย์ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคารพาณิชย์หนึ่งเดือนที่ผ่านมา อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคารพาณิชย์สองเดือนที่ผ่านมา ส่วนปัจจัยที่มีการเปลี่ยนแปลงแล้วทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้ามได้แก่ อัตราดอกเบี้ยธนาคารกลางสหรัฐฯ โดยสามารถเขียนความสัมพันธ์ระยะสั้นในรูปแบบสมการได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \Delta RP_{14} = & 0.0050 + 0.0902 \Delta CI_t - 0.1358 \Delta FR_{t-2} \\ & (0.5406) \quad (1.9858*) \quad (-2.9669**) \\ & + 0.5762 \Delta r_t + 0.1993 \Delta r_{t-1} + 0.2169 \Delta r_{t-2} \\ & (12.2474**) \quad (4.3186**) \quad (5.1976**) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & - 0.553 * Error_{t-1} \\ & (-5.7281**) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} R^2 = 0.7363 \quad \text{Adjusted R-squared} = 0.7149 \\ S.E. = 0.0791 \quad D.W. = 2.0165 \end{aligned}$$

นอกจากนี้ยังพบว่าเมื่อเกิดภาวะใดๆ ที่ทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายในระยะยาวออกจากจุดดุลยภาพ การปรับตัวกลับเข้าสู่ดุลยภาพของอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะถูกปรับลดลงในแต่ละช่วงเวลาด้วยขนาด -0.5085 หรือเป็นค่าสัมประสิทธิ์ความเร็วของการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาวมีค่าเท่ากับ -0.5085 ($\phi = -0.5085$) โดยผลที่ได้ไม่พบปัญหา Autocorrelation (ค่า DW = 2.0165) ดังนั้น จากการทดสอบด้วยวิธีการทางเศรษฐมิติ สามารถกล่าวโดยสรุปได้ว่า ข้อมูลอัตราดอกเบี้ยนโยบาย อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน อัตราดอกเบี้ยธนาคารกลางสหรัฐฯ นั้นพบว่าในระดับปกติไม่สามารถปฏิเสธ สมมติฐานหลักที่ว่าชุดข้อมูลที่ทำกรทดสอบนั้นเป็น Unit root นั่นคือ

ตัวแปรทุกตัวที่ทำการทดสอบ มีคุณสมบัติเป็น Non-stationary นั้นอาจกล่าวได้ว่าในระดับปกติ ปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบาย มีผลจากระยะเวลาเข้ามาเกี่ยวข้อง และจากเทคนิค Co-integration พบว่าอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน อัตราเงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ยธนาคารกลางสหรัฐฯ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคารพาณิชย์ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ มีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทย อย่างมีนัยสำคัญจากการทดสอบ ADF ที่คำนวณได้ มีค่าสูงกว่า เมื่อเทียบกับค่าวิกฤต และพบว่าการนำค่าคาดประมาณมาอธิบายไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์เทียม (Spurious regression) หลังจากกำหนดแบบจำลองในรูปของ VECM ยังทำให้ทราบการเปลี่ยนแปลงระยะสั้นของอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ดุลยภาพในระยะยาว และทราบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายกับอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน อัตราเงินเฟ้อทั่วไป อัตราดอกเบี้ยธนาคารกลางสหรัฐฯ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคารพาณิชย์ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกค้าชั้นดี เมื่อพิจารณาจากค่า t-statistics และค่า R^2 แต่ยังเกิดปัญหา Heteroskedascity จึงตัดค่าคงที่ ออกจากแบบจำลองแล้วทำการประมาณค่าความสัมพันธ์อีกครั้ง ผลที่ได้ก็ยังคงเกิดปัญหา Heteroskedascity แต่ให้ค่า R^2 ที่น้อยลงและมีค่า Akaike Information Criterion (AIC) ที่มากกว่า ดังนั้นจึงเลือกความสัมพันธ์จากการประมาณค่าของอัตราดอกเบี้ยนโยบายกับปัจจัยที่มีผลกระทบแบบมีค่าคงที่

ข้อเสนอแนะจากการวิจัย

งานศึกษาในครั้งนี้เป็นศึกษาภายใต้กรอบทฤษฎีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในตลาดพันธบัตร และตลาดเงินทุน ทฤษฎีการเชื่อมโยงระหว่าง

ประเทศของตลาดเงินทุนและอัตราดอกเบี้ย และทฤษฎีปัจจัยที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น เพื่อตอบคำถามวัตถุประสงค์ซึ่งได้พบอุปสรรคจากการศึกษานี้บางประการ โดยพบว่าการใช้ข้อมูลดิบโดยไม่ผ่านการทำผลต่าง (Differencing) จะช่วยให้ข้อมูลคงความเป็นอิสระไว้ (Degree of Freedom) เพื่อทดสอบดุลยภาพในระยะยาว แต่การไม่ได้แปลงข้อมูลอาจประสบปัญหาค่าสถิติต่างๆ ได้ เช่น ความคลาดเคลื่อนมีสหสัมพันธ์ในตัวเอง หรือกับตัวแปรด้วยตัวเอง นอกจากนี้จะพบหาค่าความแปรปรวนมีค่าไม่คงที่ (Heteroskedasticity) การเข้าไปแก้ไขปัญหาใดปัญหาหนึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่ออีกปัญหาหนึ่งได้ จึงควรที่จะประยุกต์การใช้เทคนิคและวิธีการวิเคราะห์ที่เหมาะสมที่สุดในการศึกษา และมีเป้าหมาย วัตถุประสงค์ในการศึกษาที่ชัดเจน แล้วยังพบอีกว่าการเชื่อมโยงของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศของไทยกับสหรัฐอเมริกาผ่านอัตราดอกเบี้ยธนาคารกลางสหรัฐฯ กลับมีผลในทิศทางตรงกันข้ามซึ่งไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ ดังนั้น การพิจารณาเพื่อหาการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายควรมองจากปัจจัยอื่นๆ แทน เช่น อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารพาณิชย์ ที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ดีที่สุดทั้งในระยะสั้นและระยะยาว

เอกสารอ้างอิง

- กอบศักดิ์ ภูตระกูล. 2546. กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน, สัมมนาประจำปี 2546, ธนาคารแห่งประเทศไทย.
- นรินทร์ ประสพสุขโชคชัย. 2541. ปัจจัยที่มีบทบาทในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยภายหลังการเปิดเสรีทางการเงิน, วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตร์มหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

- ปิยพรรณ ปัญญาพรัง. 2546. การศึกษาผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าที่มีต่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศไทย, วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- พรพนา แซ่จั่ว. 2543. โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยของระบบธนาคารพาณิชย์ไทยและอิทธิพลของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ: ก่อนและหลังการเปิดเสรีทางการเงิน, วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- สันติ ช่างประดิษฐ์. 2547. การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศไทยกับต่างประเทศ, วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- Edwards, S., and Khan, M. 1985. Interest Rate Determination in Developing Countries, IMF Staff Papers, 32, pp. 377-403.
- Gujarati, Damodar, N. 2006. Essentials of Econometrics, United States Military Academy, West Point: pp. 498-499.
- Hubbard, R. 2005. Money the Financial System and the Economy, Columbia University, 5th Edition, Pearson Addison Wesley: pp.102-129.