

ผลกระทบของการสื่อสารของธนาคารแห่งประเทศไทยที่มีต่อตลาดการเงิน



นายพิสุทธิ ศรียุวศักดิ์

ศูนย์วิทยทรัพยากร

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์

คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2551

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

THE IMPACTS OF BANK OF THAILAND COMMUNICATION ON
FINANCIAL MARKETS



Mr. Pisut Siriyuwasakdi

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Economics Program in Economics

Faculty of Economics

Chulalongkorn University

Academic Year 2008

Copyright of Chulalongkorn University

หัวข้อวิทยานิพนธ์

ผลกระทบของการสื่อสารของธนาคารแห่งประเทศไทยที่มี
ต่อตลาดการเงิน

โดย

นายพิสุทธิ์ ศิริยวงศ์ศักดิ์


สาขาวิชา

เศรษฐศาสตร์

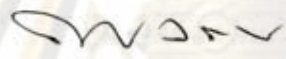
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

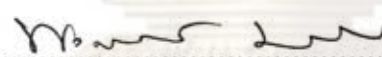
อาจารย์ ดร. พงศ์ศักดิ์ เหลืองอร่าม

คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้บัณฑิตวิทยาลัยรับเป็น
ส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ



..... คณบดีคณะเศรษฐศาสตร์
(ศาสตราจารย์ ดร. ทิรณ พงศ์มัทธมน)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์


..... ประธานกรรมการ
(รองศาสตราจารย์ ดร. พงศา พรชัยวิเศษกุล)


..... อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก
(อาจารย์ ดร. พงศ์ศักดิ์ เหลืองอร่าม)


..... กรรมการภายนอกมหาวิทยาลัย
(ดร. อิศวิณ อาฮูยา)


..... กรรมการ
(รองศาสตราจารย์ ดร. โสติดิธร มัลลิกะมาส)

ศูนย์วิทยุโทรพัทยา

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

พิสุทธิ ศิริยวศักดิ์ : ผลกระทบของการสื่อสารของธนาคารแห่งประเทศไทยที่มีต่อตลาดการเงิน. (THE IMPACTS OF BANK OF THAILAND COMMUNICATION ON FINANCIAL MARKETS) อ.ที่ปริกษาวิทยานิพนธ์หลัก : อ.ดร. พงศ์ศักดิ์ เหลืองอร่าม, 121 หน้า.

งานวิจัยนี้ศึกษาผลกระทบของการสื่อสารของธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ที่มีต่อตลาดการเงิน รวมถึงตลาดหลักทรัพย์ ตลาดพันธบัตร และตลาดอัตราแลกเปลี่ยน โดยที่พิจารณาเอกสาร 2 ส่วน คือ เอกสารผลการประชุม กนง. และ รายงานแนวโน้มเงินเฟ้อ เมื่อพิจารณาเอกสารผลการประชุมของคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) และจำแนกออกเป็น 3 ประเภท คือ อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และ แนวโน้มนโยบายการเงิน เพื่อมาทำเป็นจัดเป็นตัวเลขสะท้อนถึงทิศทางแนวโน้มในอนาคต ผลการศึกษาพบว่า (1) การสื่อสารของ ธปท. ทั้ง 3 ประเภทในภาพรวมมีผลต่อตลาดพันธบัตรอย่างมีนัยสำคัญและครอบคลุมทั้งพันธบัตรในระยะสั้นตลอดจนถึงระยะยาว (2) เมื่อพิจารณาดตลาดหลักทรัพย์ พบว่า การสื่อสารในด้านเงินเฟ้อและแนวโน้มนโยบายการเงินมีนัยสำคัญทางสถิติชัดเจน อย่างไรก็ตาม เมื่อมีการแยกชุดข้อมูลผลการประชุม กนง. ออกเป็น 2 กรณี คือ กรณีที่มีการปรับและกรณีที่ไม่มีการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ผลการศึกษาพบว่าการสื่อสารทุกประเภทที่สนใจมีผลต่อตลาดหลักทรัพย์ (3) ตลาดอัตราแลกเปลี่ยนทั้งในประเทศและต่างประเทศนั้นจะตอบสนองต่อการสื่อสารเฉพาะด้านเงินเฟ้อเท่านั้น แต่เมื่อได้แยกศึกษาไปยังข้อมูล 2 กรณีที่มีการปรับและกรณีที่ไม่มีการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ผลที่ได้พบว่ามี การตอบสนองต่อข้อมูลทางด้านสภาวะเศรษฐกิจและแนวโน้มนโยบายการเงินอย่างมีนัยสำคัญ (4) ได้มีการนำผลของการเปลี่ยนแปลงตัวเลขการคาดการณ์จากรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อมาทดสอบทั้งระยะ 1 ไตรมาสข้างหน้า 1 ปี และ 2 ปีข้างหน้าพบว่า โดยภาพรวมตลาดมีการตอบสนองต่อเปลี่ยนแปลงทางด้าน การคาดการณ์อย่างมีนัยสำคัญในทุกตลาดการเงิน

สาขาวิชา.....เศรษฐศาสตร์.....
ปีการศึกษา.....2551.....

ลายมือชื่อผู้ผลิต.....
ลายมือชื่ออ.ที่ปริกษาวิทยานิพนธ์หลัก.....

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

4985570329 : MAJOR ECONOMICS

KEYWORDS : COMMUNICATION

PISUT SIRIYUWASAKDI : THE IMPACTS OF BANK OF THAILAND
COMMUNICATION ON FINANCIAL MARKETS. THESIS ADVISOR :
PONGSAK LUANGARAM, Ph.D., 121 pp.

This research aims to study the effects of central bank communication on financial market including stock market, bond market and foreign exchange market. We consider two type of statements : official statements from the Monetary Policy Committee (MPC) and Inflation Report. We consider official statements from the Monetary Policy Committee (MPC) and classify into three types: core inflation, economic growth and future direction of monetary policy. Then we measure these types by translating into codes. The results can be summarized as follows: (1) BOT communication in these three types has statistical impacts in the bond market covering both short-term and long-term bonds. (2) When considering the stock market market, we find that BOT communication have significant effect on both core inflation and future direction of monetary policy . However, when we separate our data into two groups: when the MPC decide to change and decide not to change its interest rate policy, we find that the three type of communication still play a significant role (3) the foreign exchange market both onshore and offshore react only the core inflation statement , but the reaction of the foreign market is different when we study in two groups of data. The markets react to economic growth and future direction instead. (4) We also test about the change in forecast of core inflation and economic growth in 1 quarter, 1 year and 2 year ahead in inflation reports and we find that the changes affect all the financial markets.

Field of Study : ...Economics..... Student's Signature : *Pisut Siriyuwasaki*
Academic Year : ...2008..... Thesis Advisor's Signature : *P. Luangaram*

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยด้วยความรู้ที่ผู้เขียนได้รับการประสิทธิ์ประสาทจากคณาจารย์ คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย รวมถึงได้รับคำแนะนำ การสนับสนุนและกำลังใจจากบุคคลหลายท่าน ซึ่งผู้เขียนจะขอกล่าวถึง เพื่อเป็นการรำลึกถึงความขอบคุณ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง อาจารย์ ดร. พงศ์ศักดิ์ เหลืองอร่าม อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ที่ได้ให้ข้อชี้แนะที่เป็นประโยชน์ของการศึกษามาโดยตลอด

ขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร. พงศา พรชัยวิเศษกุล ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์และคณะกรรมการทุกท่านซึ่งประกอบด้วย รองศาสตราจารย์ ดร.โสทธิธร มัลลิกะมาส และ ดร.อัศวิน อาสุยา ที่ให้ข้อแนะนำอันเป็นประโยชน์อย่างยิ่งต่อการศึกษาในครั้งนี้

นอกจากนี้ขอขอบคุณ บุคคลากร คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัยหลายท่าน ไม่ว่าจะเป็นเจ้าหน้าที่ของห้องปฏิบัติการคอมพิวเตอร์และ เจ้าหน้าที่ห้องสมุดคณะ ที่ได้ให้ความสะดวกในการค้นคว้าข้อมูลที่สำคัญสำหรับวิทยานิพนธ์นี้

สุดท้ายผู้เขียนขอกราบพระคุณบิดา มารดา พี่สาว และญาติหลายคนที่คอยเป็นกำลังใจและช่วยเหลือ สนับสนุน ผู้เขียนเป็นอย่างดีในการศึกษาระดับมหาบัณฑิตด้วยดีเสมอมา ประโยชน์อันเกิดจากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้เขียนขอมอบแต่ บิดา มารดา และอาจารย์ทุกท่าน แต่หากมีข้อผิดพลาดประการใด ผู้เขียนขอน้อมรับเอาไว้แต่เพียงผู้เดียว

ศูนย์วิทยทรัพยากร

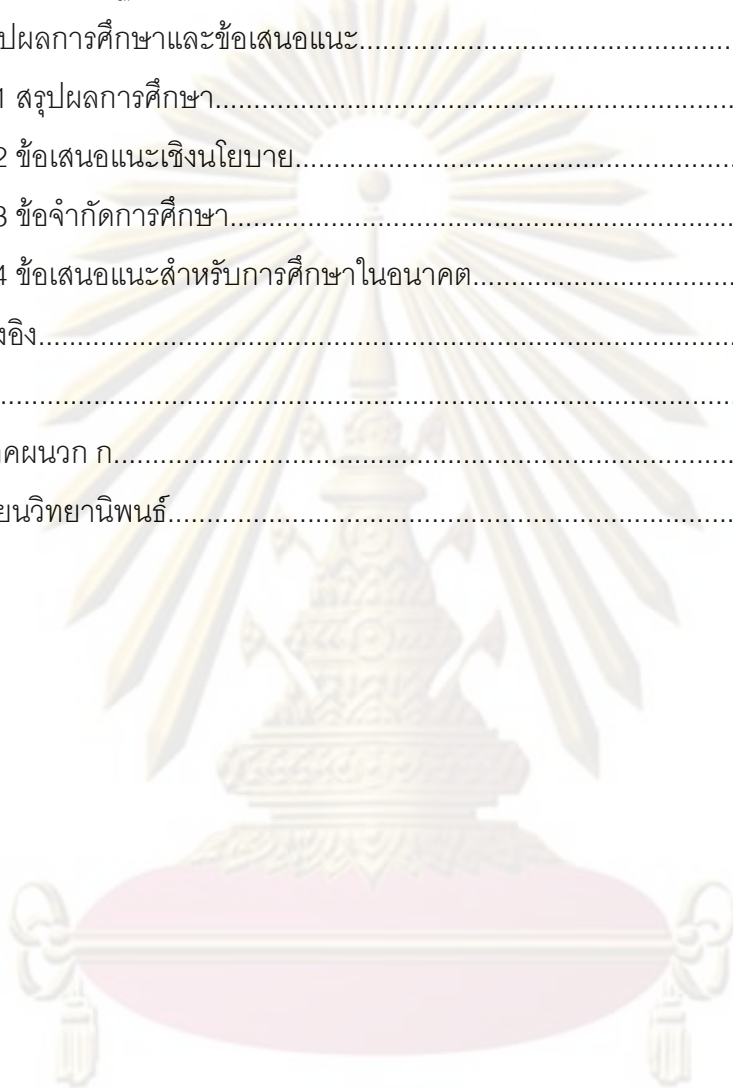
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ญ
สารบัญภาพ.....	ฎ
บทที่1 บทนำ.....	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.1.1 ความคาดหวังของตลาดกับการสื่อสารของธนาคารกลาง.....	2
1.1.2 ทำไมการสื่อสารของธนาคารกลางจึงมีความสำคัญต่อการ การศึกษา.....	2
1.1.3 องค์ประกอบในการสื่อสารของธนาคารกลาง.....	4
1.1.4 นโยบายการเงินแบบเดิมกับแบบใหม่ของธนาคารแห่งประเทศไทย	5
1.1.5 ธนาคารแห่งประเทศไทยกับการสื่อสาร.....	6
1.1.6 ประสิทธิภาพของการสื่อสารในการดำเนินนโยบายการเงินของ ธปท	7
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	10
1.3 ขอบเขตของการวิจัย.....	10
1.4 ข้อตกลงเบื้องต้น.....	11
1.5 ข้อจำกัดของการวิจัย.....	11
1.6 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย.....	12
1.7 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	12
บทที่2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	13
2.1 แนวคิดและทฤษฎี.....	13
2.1.1 ทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ที่เกี่ยวข้องกับประสิทธิภาพในการดำเนิน นโยบายการเงิน.....	13
2.1.2 ทฤษฎีเกี่ยวกับนโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายอัตรา เงินเฟ้อ.....	14
2.1.3 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการสื่อสารของธนาคารกลาง.....	17

	หน้า
2.1.4 แนวคิดความโปร่งใสกับการสื่อสารข้อมูล.....	18
2.1.5 ทฤษฎีที่เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูล.....	19
2.1.6 แนวคิดเรื่องความน่าเชื่อถือกับประสิทธิผล.....	20
2.2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	21
2.2.1 วรรณกรรมปริทัศน์เชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับการสื่อสารและ ประสิทธิผล.....	21
2.2.2 งานวิจัยในส่วนปฏิบัติการของตลาดการเงิน.....	25
2.2.3 งานวิจัยในส่วนของคุณภาพความสามารถในการทำนายผลการตัดสินใจ ของธนาคารกลาง.....	27
2.2.4 งานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับผลของการสื่อสารต่อตลาดการเงิน.....	29
บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย.....	34
3.1 การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	34
3.2 การวิเคราะห์ข้อมูล.....	35
3.2.1 การเปลี่ยนแปลงคำสำคัญให้เป็นดัชนี.....	35
3.2.2 สมการแบบจำลองและสมมติฐานที่เกี่ยวข้องในการทดสอบ ปฏิบัติการของตลาดการเงินต่อการสื่อสาร.....	37
3.2.2.1 การทดสอบกับเอกสารผลการประชุม กนง.....	37
3.2.2.2 การทดสอบกับผลของการเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์ ในรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อ.....	40
บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	42
4.1 ผลการทดสอบแบบจำลองกับปฏิบัติการของตลาดเงิน.....	47
4.1.1 ผลการทดสอบแบบจำลองกับตลาดการเงินจากข้อมูลรวม.....	47
4.1.2 ผลการทดสอบแบบจำลองกับตลาดการเงินจากข้อมูลที่มีการ ตัดสินใจด้วยอัตราดอกเบี้ย.....	54
4.1.3 ผลการทดสอบแบบจำลองกับตลาดการเงินจากข้อมูลที่มีการ ตัดสินใจด้วยอัตราดอกเบี้ย.....	57
4.2 วิเคราะห์ผลโดยเปรียบเทียบของการสื่อสารในชุดข้อมูลทั้ง 3 ชุด.....	61
4.3 การทดสอบผลของการสื่อสารที่ชัดเจนในเอกสารผลการประชุม.....	65

	หน้า
4.4 เปรียบเทียบกับงานวิจัยเชิงประจักษ์กับงานวิจัยอื่น.....	69
4.4 ผลของปฏิกิริยาของตลาดการเงินกับข้อมูลในรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อ.....	72
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ.....	76
5.1 สรุปผลการศึกษา.....	76
5.2 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย.....	78
5.3 ข้อจำกัดการศึกษา.....	79
5.4 ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในอนาคต.....	79
รายการอ้างอิง.....	80
ภาคผนวก.....	84
ภาคผนวก ก.....	85
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	121



ศูนย์วิทยทรัพยากร จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
4.1	แสดงผลของการวัดการสื่อสารจากเอกสารผลการประชุม กนง. จากชุดข้อมูลรวม.....	45
4.2	แสดงผลของการวัดการสื่อสารจากเอกสารผลการประชุม กนง. จากชุดข้อมูลที่ กนง. ตัด สิ้นใจคงตัวอัตราดอกเบี้ย.....	45
4.3	แสดงผลของการวัดการสื่อสารจากเอกสารผลการประชุม กนง. จากชุดข้อมูลที่ กนง. ตัดสิ้นใจปรับอัตราดอกเบี้ย.....	46
4.4	แสดงผลการตอบสนองของตลาดการเงินแยกตามตลาดชุดข้อมูลรวม โดยศึกษาผ่านสมการระดับ.....	48
4.5	แสดงผลการตอบสนองของตลาดการเงินแยกตามตลาดชุดข้อมูลรวม โดยศึกษาผ่านสมการความผันผวน	49
4.6	แสดงผลการตอบสนองของตลาดการเงินแยกตามตลาดชุดที่มีการตัดสิ้นคงตัวอัตราดอกเบี้ย โดยศึกษาผ่านสมการระดับ.....	55
4.7	แสดงผลการตอบสนองของตลาดการเงินแยกตามตลาดชุดที่มีการตัดสิ้นคงตัวอัตราดอกเบี้ยโดยศึกษาผ่านสมการความผันผวน.....	56
4.8	แสดงผลการตอบสนองของตลาดการเงินแยกตามตลาดที่มีการตัดสิ้นปรับอัตราดอกเบี้ย โดยศึกษาผ่านสมการระดับ.....	59
4.9	แสดงผลการตอบสนองของตลาดการเงินแยกตามตลาดที่มีการตัดสิ้นปรับอัตราดอกเบี้ย โดยศึกษาผ่านสมการความผันผวน	60
4.10	เปรียบเทียบผลของการสื่อสารในแบบจำลองจากชุดข้อมูลทั้ง 3 ช่วง.....	64
4.11	แสดงผลการทดสอบการสื่อสารทั้ง 3 ประเภทโดยเปรียบเทียบชุดที่ข้อมูลรวมกับชุดที่มีความชัดเจนในการสื่อสารในส่วนของผลตอบแทน.....	66
4.12	แสดงผลการทดสอบการสื่อสารทั้ง 3 ประเภทโดยเปรียบเทียบชุดที่ข้อมูลรวมกับชุดที่มีความชัดเจนในการสื่อสารในส่วนของสมการความผันผวน.....	67
4.13	แสดงผลการทดสอบการสื่อสารทั้ง 3 ประเภทโดยเปรียบเทียบชุดที่ข้อมูลรวมกับชุดที่มีความชัดเจนในการสื่อสารในส่วนของค่าเฉลี่ยรากที่สองของกำลังสองความคลาดเคลื่อน (Root Mean Square of Error).....	68

ตารางที่		๘ หน้า
4.14	การเปรียบเทียบผลงานเชิงประจักษ์กับงานวิจัยอื่น.....	71
4.15	แสดงผลของตัวแปรหุ่นแบบจำลองเปรียบเทียบในส่วนของสมการระดับ.....	74
4.16	แสดงผลของตัวแปรหุ่นแบบจำลองเปรียบเทียบในส่วนของสมการความผัน ผัน.....	75



ศูนย์วิทยทรัพยากร จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญภาพ

ภาพที่		หน้า
1.1	โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยเปรียบเทียบเมื่อดำเนินนโยบายการเงินแบบปกติ.....	8
1.2	โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยเปรียบเทียบเมื่อดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวด.....	9
1.3	โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยเปรียบเทียบเมื่อดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็น..	9
2.1	รูปโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยโดยเปรียบเทียบ.....	16
2.2	ช่องทางกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยแบบใหม่ หลังจากปี พ.ศ. 2540.....	22
2.3	แสดงความสัมพันธ์ของประสิทธิผลของนโยบายการเงินแต่เดิม.....	23
2.4	แสดงประสิทธิผลในการดำเนินนโยบายโดยวัดด้วยปฏิกริยาจากตลาดการเงิน...	24
2.5	ความเชื่อมโยงกันระหว่างการสื่อสารที่มีต่อธนาคารกลาง.....	28
4.1	แสดงการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายตลอดตั้งแต่ พฤษภาคม พ.ศ.2543 ถึง ธันวาคม พ.ศ.2550.....	44

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

นโยบายการเงินเป็นหนึ่งในมาตรการที่ผู้วางนโยบายมักจะกระทำมาเพื่อแทรกแซงตลาดเพื่อปรับทิศทางเศรษฐกิจให้เป็นไปโดยสมดุล เป้าหมายหลักที่สำคัญที่สุดของนโยบายการเงินทั้งทางทฤษฎีและปฏิบัติคือการรักษาเสถียรภาพของราคาสินค้า หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือรักษาระดับอัตราเงินเฟ้อให้เหมาะสม โดยอาจมีหน้าที่อื่นประกอบด้วย เช่น ช่วยในอัตราการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจ หรือ รักษาอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสม รวมทั้ง รักษาอัตราการว่างงานไม่ให้มากเกินไป ซึ่งการให้ความสนใจถึงหน้าที่อื่นแล้วแต่สภาพทางเศรษฐกิจและนโยบายของประเทศนั้นด้วย อย่างไรก็ตาม ไม่ว่าเศรษฐกิจของประเทศใดในโลกนี้มักประสบปัญหาอัตราเงินเฟ้อที่ไม่สมดุลเป็นช่วง รูปแบบการดำเนินนโยบายการเงินเปลี่ยนไปตามยุคและสมัยเพื่อจัดการกับสภาวะเศรษฐกิจที่มีรูปแบบซับซ้อนขึ้น การสื่อสารถือว่ามีความสำคัญมากขึ้นตามลำดับสอดคล้องกับนโยบายการเงินรูปแบบใหม่ที่เน้นความโปร่งใส มีอิสระ และมีความรับผิดชอบต่อสังคมมากขึ้น

การสื่อสารจากธนาคารกลางกลายเป็นส่วนประกอบของนโยบายการเงินรูปแบบใหม่ที่มีการเปลี่ยนความเชื่อเดิมที่ว่า ธนาคารกลางเป็นผู้รู้ทุกอย่างสามารถจัดการกับปัญหาอัตราเงินเฟ้อได้ด้วยเครื่องมือทางการเงินต่างๆ ได้ด้วยตนเอง เปลี่ยนเป็นธนาคารกลางเป็นเพียงผู้ส่งสัญญาณแล้วให้ตลาดเป็นกลไกสำคัญในการขับเคลื่อนต่อไป สาเหตุที่มีการเปลี่ยนมาจากความไม่มีประสิทธิผลของนโยบายในบางครั้งและตลาดการเงินมีความเจริญก้าวหน้าและซับซ้อนมากยิ่งขึ้นยากแก่การควบคุมโดยตรงเหมือนเมื่อก่อน

นโยบายการเงินได้มีการเปลี่ยนรูปแบบใหม่เพื่อใช้หาหนทางในการควบคุมอัตราเงินเฟ้อให้ดีขึ้นกว่าเดิม หลังจากการประกาศใช้นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อเริ่มใช้ที่ประเทศนิวซีแลนด์เมื่อปี ค.ศ.1990 ประกอบกับการเปิดเผยผลการตัดสินใจทางนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา เมื่อ ปี ค.ศ.1994 การสื่อสารข้อมูลยิ่งเพิ่มบทบาทมากขึ้นในการดำเนินนโยบายการเงิน ตลาดการเงินใช้ข้อมูลจากการเปิดเผยข้อมูลมาทำนายนโยบายในอนาคตและเรียนรู้พฤติกรรมของธนาคารกลางนั้นได้ อย่างไรก็ตาม นโยบายการเงินมัก

ดำเนินภายใต้ข้อจำกัดที่ไม่แน่นอนในหลายประการ การสื่อสารของธนาคารกลางกับสาธารณชน โดยเฉพาะอย่างยิ่งกับตลาดการเงินต้องระมัดระวังและอธิบายให้ได้ข้อมูลตัวเลขที่ชัดเจนขึ้น

1.1.1 ความคาดหวังของตลาดกับการสื่อสารของธนาคารกลาง

หลังจากที่ตลาดการเงินพัฒนาไปมากธนาคารกลางโดยทั่วไปจะใช้เครื่องมือทางการเงินคือการปรับหรือควบคุมอัตราดอกเบี้ยนโยบายระยะสั้นเท่านั้น ในขณะที่ผลของราคาเกี่ยวข้องกับอัตราดอกเบี้ยที่ระยะยาวมากกว่า เนื่องจากการดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจที่จำเป็นของหน่วยเศรษฐกิจใดๆไม่ว่าจะลงทุนเกี่ยวกับการขยายกิจการในโรงงาน หรือการลงทุนที่เกี่ยวกับที่อยู่อาศัยล้วนสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวเป็นเวลา 10 ปี หรือ 20 ปี รวมทั้งราคาหลักทรัพย์ ราคาพันธบัตรทั้งของรัฐบาลและเอกชน Bernanke (2004:2-3) กล่าวว่า การกำหนดระดับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวเป็นผลมาจากความคาดหวังของตลาดการเงินต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในอนาคต ยกตัวอย่างเช่น ถ้าตลาดการเงินคาดหวังว่าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในอนาคตสูง ตลาดมักจะปรับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวให้สูงตามไปด้วย แต่ถ้าปรากฏว่าอัตราดอกเบี้ยระยะยาวไม่สูงขึ้นตาม แสดงว่าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในสายตาของนักลงทุนจะสูงขึ้นในอนาคตข้างหน้า เพราะฉะนั้นจึงลดการถือสินทรัพย์ในระยะยาวให้น้อยลง

1.1.2 ทำไมการสื่อสารของธนาคารกลางจึงมีความสำคัญต่อการศึกษา

ธนาคารกลางแต่เดิมไม่เต็มใจที่จะบอกความคิดของตนเองผ่านภายนอกนัก สาธารณชนที่สนใจเกี่ยวกับเศรษฐกิจนั้นต้องคาดเดาการกระทำผ่านตลาดเงินทั้งหลายโดยสังเกตการแทรกแซงจากปริมาณการซื้อขายในตลาดที่ธนาคารกลางสามารถแทรกแซงได้ สรุปได้ว่าธนาคารกลางวางตัวเหมือนศูนย์กลางที่พร้อมจะทำให้เกิดการจ้างงานและอัตราเงินเฟ้อที่เหมาะสม ตามทฤษฎีแบบเก่า

การยอมรับว่าศูนย์กลางการดำเนินนโยบายการเงินมาจากภาคเอกชนเกิดขึ้นเมื่อไม่นานมานี้ ประกอบกับความสลับซับซ้อนทางตลาดการเงินที่มีมากขึ้นการควบคุมโดยตรงมักไม่ก่อให้เกิดประสิทธิภาพในระบบเศรษฐกิจโดยรวม ธนาคารกลางจึงจำกัดบทบาทอยู่เพียงตลาดเงินระยะสั้นเท่านั้น

การดำเนินกิจกรรมเพื่อให้เกิดผลทางธุรกิจเอกชนมักมองไปที่อัตราดอกเบี้ยระยะยาวอย่างน้อยเป็นระยะ 10 ปีขึ้นไปแล้วแต่ขนาดการลงทุน สิ่งที่ธนาคารกลางควบคุมได้จึงไม่

สามารถส่งผลกระทบต่อธุรกิจได้โดยตรง ตามทฤษฎี Arbitrage คนในตลาดการเงินจะพยายามปรับเปลี่ยนการลงทุนโดยดูที่การคาดหวังเป็นสำคัญ ความสัมพันธ์กันระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นกับระยะยาวจึงขึ้นกับการคาดหวังของนักลงทุน (รายละเอียดจะกล่าวในส่วนทฤษฎี) ฉะนั้นการที่ธนาคารกลางจะรักษาเสถียรภาพของราคาหรือแม้แต่การจะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจจำเป็นต้องผ่านการคาดหวังของคนในตลาดการเงินเป็นสำคัญ

การดำเนินนโยบายการเงินจึงเปรียบเหมือนกับการจัดการการคาดหวังของตลาดการเงินอย่าง Woodford (2005) ได้กล่าวไว้ว่า การจัดการการคาดหวังเหมือนกับการที่จะต้องแสดงบทบาทในการดำเนินนโยบายและสื่อถึงสิ่งที่จะกระทำทั้งในระยะสั้นและระยะกลาง สำหรับในระยะยาวนั้นอาจอยู่นอกเหนือการคาดการณ์จากธนาคารกลางได้ เพราะว่าความไม่แน่นอนที่สูงขึ้น อาจทำให้สมมติฐานที่ใช้ในการศึกษาไม่เหมาะสมได้ การที่จะดำเนินนโยบายการเงินในการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายจึงควรให้ตลาดรับรู้ถึงการตัดสินใจนั้น Bernanke (2004) ได้กล่าวสนับสนุนนโยบายการเงินแบบทำนายข้างหน้า (Forecast base Policy or Targeting Rule) มากกว่า นโยบายการเงินแบบปรับอัตราดอกเบี้ยตามสภาวะเศรษฐกิจ (Simple Feedback Policy or Instrument Rule) เพราะว่าจะทำให้ทั้งธนาคารกลางและสังคมโดยรวมได้ประโยชน์พร้อมกัน โดยได้ย้ำถึงการสื่อสารกับสาธารณชนว่าเป็นสิ่งที่จำเป็นในการดำเนินนโยบายอย่างมีประสิทธิภาพ

ความเข้าใจถึงการตัดสินใจในแต่ละเหตุการณ์ของตลาด จะช่วยให้ธนาคารกลางสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ได้ง่ายขึ้น ในขณะที่ตลาดการเงินจะคาดเดาการตัดสินใจได้ดีขึ้น ผลที่เกิดขึ้นจะทำให้ตลาดปรับการคาดหวังได้เหมาะสมเมื่อนโยบายการเงินเปลี่ยนไป อย่างไรก็ตามการที่ธนาคารกลางมีบุคลากรที่มีความเชี่ยวชาญหลากหลายและเครื่องมือจำนวนมาก ธนาคารกลางจะต้องพยายามชี้ขาดตลาดเพื่อหลีกเลี่ยงสภาวะที่อาจจะก่อให้เกิดความไม่มีเสถียรภาพทางราคาหรืออัตราเงินเฟ้อ

สิ่งสำคัญอีกประการคือการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อที่จะพยายามลดภาวะการสูญเสียให้น้อยที่สุด ขึ้นกับการคาดการณ์ไปข้างหน้าของเอกชน การสื่อสารจะช่วยให้ธนาคารกลางเข้าใจถึงการคาดการณ์ไปข้างหน้าของเอกชนดีขึ้นเพื่อที่จะได้นำข้อมูลเชิงมหภาคมาดำเนินนโยบายที่ดีที่สุดได้ สรุปได้ว่าการสื่อสารในรูปแบบที่บ่งบอกการตัดสินใจ หรือแม้แต่การคาดการณ์เศรษฐกิจในระยะใกล้ จะก่อให้เกิดภาคเอกชนวางแผนการบริโภค การลงทุนได้ดีขึ้น ในขณะที่ธนาคารกลางสามารถใช้ช่วยในการปรับอัตราว่างงาน และ อัตราเงินเฟ้อให้ใกล้เคียงเป้าหมายได้ดีขึ้นได้

1.1.3 องค์ประกอบในการสื่อสารของธนาคารกลาง

Woodford (2005) กล่าวว่า มีการสื่อสารอย่างน้อย 4 แบบ ที่ถือว่าสำคัญในการสื่อไปถึงสาธารณชนดำเนินนโยบายการเงินแบบปัจจุบัน คือ

1. สภาพการณ์ทางเศรษฐกิจ (Economic Condition)
2. ผลการตัดสินใจ (Policy Decision)
3. กลยุทธ์ (Strategy)
4. การคาดการณ์นโยบายในอนาคต (Outlook for Future Policy)

ที่กล่าวไป 4 ข้อข้างต้นเป็นสิ่งที่ตลาดสนใจจากข้อมูลของธนาคารกลาง ความโปร่งใสเข้ามามีบทบาทมาก ในรูปแบบการสื่อสาร 2 ชนิดแรก แต่ยังเป็นที่ยกเถียงกันในแวดวงวิชาการว่าควรเปิดเผยแค่ไหนและอย่างไร

จากที่ได้กล่าวไว้แล้วว่านโยบายการเงินขึ้นกับการคาดการณ์ในอนาคตของสาธารณชน สิ่งที่สำคัญในการสื่อสารควรจะเป็นกลยุทธ์ในการตัดสินใจและการคาดการณ์ในอนาคตของตัวธนาคารกลางเองมากกว่า ซึ่งสอดคล้องกับเอกสารหรือรายงานที่หลายประเทศที่ใช้นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ เช่น อังกฤษ สวีเดน นอร์เวย์ นิวซีแลนด์ ไทย ที่มีการประเมินความเสี่ยงในรูปแบบอัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline Inflation) หรือ อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core Inflation) รวมทั้ง ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) ซึ่งเป็นค่าที่มองไปข้างหน้าในระยะ 1-2 ปีข้างหน้า

รูปแบบการสื่อสารในส่วนของกลยุทธ์และการคาดการณ์ในอนาคตสามารถสื่อสารออกมาในรูปแบบเชิงสถิติซึ่งบอกความน่าจะเป็นที่มีโอกาสเกิดขึ้นมากน้อยแตกต่างกัน ภายใต้สมมติฐานที่ธนาคารกลางแต่ละประเทศใช้ สาธารณชนจะดูไปที่การที่ธนาคารกลางใช้ข้อมูลนี้ในการตัดสินใจอนาคตและเข้าสู่กระบวนการการเรียนรู้การตัดสินใจของธนาคารกลางแต่ละครั้ง ธนาคารกลางควรมีหน้าที่ในการสื่อกระบวนการตัดสินใจจากข้อมูลเหล่านี้ว่า ธนาคารกลางเพียงคาดหวังความน่าจะเป็นของอัตราเงินเฟ้อจะอยู่ในช่วงที่น่าพอใจ ณ เวลาที่มีการตัดสินใจในอนาคต ไม่ใช่ที่จะต้องได้เป็นไปตามเป้าที่เสนอไว้

การจะสื่อสารถึงกลยุทธ์มีความสำคัญอีกประการในแง่ที่ว่ากระบวนการตัดสินใจหรือวิเคราะห์อาจซับซ้อนมาก การอธิบายเพียงครั้งเดียวไม่เพียงพอที่ตลาดจะเข้าใจได้ จำต้องมีการสื่อสารถึงแผนเป็นระยะ ธนาคารกลางควรมีกลยุทธ์ทั่วไปให้ตลาดได้รับรู้และสังเกตได้ กลยุทธ์นี้ควรจำเพาะเจาะจงให้เป็นรูปธรรมที่ชัดเจน มิฉะนั้นจะเกิดปัญหาความไม่สม่ำเสมอในการ

ดำเนินนโยบายได้ เช่น กำหนดอัตราเงินเพื่อให้ต่ำกว่าที่เคยเป็น ฉะนั้นธนาคารกลางควรมีการสื่อสารเป็นระยะเพื่อจะได้บรรลุถึงกลยุทธ์หลักของธนาคารกลางเอง

การสื่อสารเป็นขั้นตอนจะมีส่วนให้ตลาดทราบถึงปฏิริยาที่ธนาคารกลางมีต่อสภาวะเศรษฐกิจด้วย แผนภาพรูปพัดเป็นเพียงตัวช่วยนำทางในการดำเนินกลยุทธ์ของธนาคารกลางแต่ไม่ใช่สูตรสำเร็จ ธนาคารกลางควรบอกได้ว่าถ้าสิ่งที่คาดการณ์อยู่ในช่วงความเป็นไปได้ น้อยต็ดสินใจอย่างไร แตกต่างใหม่จากช่วงที่เกิดความเป็นไปได้สูง ที่สำคัญคือคนในธนาคารกลางควรมีการสื่อสารกันเองให้เข้าใจถึงกลยุทธ์เหล่านี้ด้วย

สำหรับการคาดการณ์เกี่ยวกับอนาคตมีความสำคัญในแง่ที่ว่ากรมองไปในอนาคตสามารถทดแทนกลยุทธ์ทั่วไปของธนาคารกลางได้ในบางครั้ง เหมาะสำหรับธนาคารกลางไม่ยอมผูกติดกับการประกาศใดๆ นอกจากนี้ทุกธนาคารกลางไม่สามารถดำเนินนโยบายการเงินแบบเป็นไปตามกฎได้อย่างชัดเจน (Explicit Instrument Rule) การบอกการคาดการณ์จึงเป็นวิธีการสื่อสารที่ทำให้ตลาดคาดการณ์ได้ง่ายที่สุด ถ้าเกิดมีนวัตกรรมหรือสิ่งแปลกใหม่เกิดขึ้นในอนาคต

ประเด็นหนึ่งที่เกี่ยวข้องกับการคาดการณ์ไปข้างหน้า คือ สาธารณชนสามารถที่จะดูประวัติการกระทำและผลของการกระทำนั้นได้ภายใต้สภาวะการณ์ต่างๆ กล่าวคือ นโยบายการเงินดำเนินโดยดูไปที่การคาดการณ์ในอนาคตของสาธารณชนทั่วไป การสื่อสารไปที่อนาคตจะทำนายภายใต้สมมติฐานที่เกิดขึ้น ณ ปัจจุบัน ความไม่แน่นอนอนที่จะเกิดภายในช่วงเวลาที่ทำนายบางอย่าง อาจไม่เกิดขึ้นในปัจจุบัน ถ้ายังไม่เกิดธนาคารกลางจะไม่เปลี่ยนกลยุทธ์ แต่ถ้ามีสิ่งที่ไม่คาดเดาเกิดขึ้นธนาคารจำเป็นต้องปรับกลยุทธ์ เพราะฉะนั้นสิ่งที่ควรจะย้ำกับสาธารณชนคือ การทำนายอนาคตอยู่ภายใต้สมมติฐานที่ชัดเจนและต้องทำให้สาธารณชนเข้าใจโดยง่าย เพื่อที่ว่าจะได้ปรับการคาดหวังเป็นไปตามที่ธนาคารกลางต้องการ

1.1.4 นโยบายการเงินแบบเดิมกับแบบใหม่ของธนาคารแห่งประเทศไทย

ธนาคารแห่งประเทศไทยได้พยายามปรับปรุงนโยบายการเงินของประเทศให้มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น เริ่มแรกเป็นแบบอัตราแลกเปลี่ยนผูกติดกับตะกร้าเงิน (Pegged Exchange Rate) แบบนี้เรามักดำเนินนโยบายตามแบบของสหรัฐอเมริกาค่อนข้างมาก จากนั้นในช่วงปี พ.ศ. 2540 ภายหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจไทยได้ใช้นโยบายการเงินเป็นแบบกำหนดเป้าหมายปริมาณเงิน (Monetary Targeting) ตามคำแนะนำของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ หลังจากนั้นธนาคาร

แห่งประเทศไทยได้เริ่มปรับใช้นโยบายแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) เมื่อวันที่ 23 พฤษภาคม พ.ศ.2543 นโยบายการเงินแบบนี้ทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยจำเป็นต้องเปิดเผยข้อมูล แล้วปรับตัวให้เกิดเป็นองครักษ์ที่โปร่งใส มากขึ้น โดยเป้าหมายที่ ธปท. ประกาศไว้เกี่ยวกับช่วงอัตราเงินเฟ้อ คือ ร้อยละ 0 ถึง 3.5 ที่จำกัดให้อยู่ในช่วงนี้

1.1.5 ธนาคารแห่งประเทศไทยกับการสื่อสาร

การสื่อสารนโยบายการเงินแบบตรงไปตรงมาได้เริ่มเกิดขึ้นอย่างจริงจังเมื่อธนาคารแห่งประเทศไทย(ธปท.)ดำเนินนโยบายแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ เริ่มในเดือน พฤษภาคม พ.ศ. 2543 รูปแบบคล้ายคลึงกับธนาคารกลางประเทศอังกฤษ โดยจะมีคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) เป็นผู้รับผิดชอบในการวางแผนนโยบายการเงินโดยตรง ประกอบด้วย เจ้าหน้าที่อาวุโสจาก ธปท. 3 ท่าน และ ผู้เชี่ยวชาญที่ได้รับการยอมรับอย่างสูงจากภายนอก 4 ท่าน จัดประชุมและประกาศผลการตัดสินใจทางนโยบายการเงินทุก 6 สัปดาห์ โดยเอกสารการประกาศที่เกี่ยวข้องกับนโยบายการเงินที่สาธารณชนสนใจประกอบด้วย

1. ผลการประชุมของ กนง. (Monetary Policy Committee Decision) ซึ่งเป็นเอกสารจัดให้มีทันทีหลังการประชุมเสร็จสิ้นว่าจะมีการปรับอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรซื้อคืน (Repurchase Rate) หรือไม่อย่างไร เป็นเอกสารที่มีความยาว 1 หน้า นอกจากส่วนที่เกี่ยวกับผลการตัดสินใจแล้วยังมีส่วนที่เกี่ยวกับสถานะเศรษฐกิจในปัจจุบันและอนาคตที่เกิดขึ้นในระยะใกล้ รวมทั้งการคาดการณ์การตัดสินใจในอนาคตเกี่ยวกับนโยบายการเงิน โดยปกติจะประกาศล่วงหน้าแล้วมีการออกเอกสารทุก 6 สัปดาห์ ยกเว้นมีวาระพิเศษเพิ่มเติมซึ่งจะไม่มีประกาศล่วงหน้าและจะอยู่ระหว่างการประชุมปกติ

2. รายงานแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อ (Inflation Report) เป็นเอกสารที่ออกมาทุกไตรมาสโดยจะเป็นเอกสารที่บอกรายละเอียดที่ ธปท. มองสถานะเศรษฐกิจอย่างละเอียดและรวมถึงการคาดการณ์ตัวเลขทางผลการคาดการณ์รูปไปพัคของอัตราเงินเฟ้อหลัก(Core Inflation) อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline Inflation) และ ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ (Gross Domestic Product) โดยมีส่วนอธิบายการตัดสินใจที่เป็นส่วนเพิ่มเติมจากผลการประชุมของ กนง.

เอกสาร 2 ข้อข้างต้นจะเป็นเอกสารเป็นทางการที่ทาง ธปท. ตั้งใจจะสื่อให้ตลาดการเงินได้รับรู้โดยตลาดจะสนใจมากถึงส่วนที่เกี่ยวข้องกับนโยบายการเงินในอนาคตและคำอธิบายถึงผลการตัดสินใจของกกนง. โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อการกระทำการตัดสินใจไม่เป็นไปตามที่ตลาดคาดหวังไว้

ลักษณะการสื่อสารของ ธปท. มีลักษณะที่สามารถแจกแจงได้ดังนี้

1. การตัดสินใจทางนโยบายการเงินมีกระทรวงการคลังมาช่วยกำกับด้วยเป็นไปตามกฎหมาย ฉะนั้นตลาดต้องสังเกตสถานะเศรษฐกิจในช่วงนั้นประกอบการตัดสินใจเพราะนโยบายจากภาครัฐมักไม่สอดคล้องกับนโยบายการเงินได้ นอกจากนี้อำนาจทางกฎหมายของรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังยังมีเหนือเจ้าหน้าที่ของ ธปท. ด้วย สรุปได้ว่า เจ้าหน้าที่ ธปท. ไม่มีอิสระชัดเจนในการดำเนินนโยบายนั่นเอง

2. เนื่องจากประเทศไทยเป็นเศรษฐกิจแบบเปิดขนาดเล็กจึงต้องดำเนินนโยบายการเงินโดยให้น้ำหนักกับอัตราแลกเปลี่ยนเช่นกันซึ่งในบางครั้งขัดแย้งกับการรักษาอัตราเงินเฟ้อในประเทศผลของการสื่อสารนอกจากมีการแทรกแซงจากกระทรวงการคลังแล้วการที่ต้องดำเนินนโยบายตามแบบนี้ส่งผลต่อความไม่สม่ำเสมอได้ในบางครั้ง

3. ธปท. ในสภาวะปกติค่อนข้างให้น้ำหนักกับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

4. การที่ใช้นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อคำนวณภายใต้อัตราดอกเบี้ยคงที่ตลอดช่วงการคาดการณ์ ฉะนั้นเมื่อมีการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย สมมติฐานที่ตั้งไว้จะเปลี่ยนทำให้ตลาดการเงินจำเป็นต้องเชื่อการสื่อสารในแต่ละครั้งของธนาคารกลางและตรวจสอบอย่างใกล้ชิด

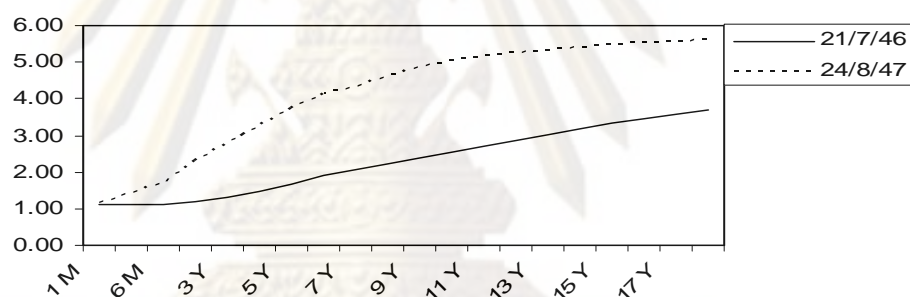
1.1.6 ประสิทธิภาพของการสื่อสารในการดำเนินนโยบายการเงินของ ธปท.

การดำเนินนโยบายการเงินแบบปัจจุบันที่ ธปท. ส่งผ่านไปสู่ตลาดการเงินนั้นประกอบด้วย 2 ส่วน คือ การปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายหรือช่องทางอัตราดอกเบี้ย และการสื่อสารของธนาคารกลางเอง ซึ่งกล่าวอีกนัยหนึ่งว่าผ่านช่องทางคาดการณ์ของชน โดยทั้ง 2 ทางล้วนกระทบต่อการคาดการณ์ของตลาดทั้งสิ้น นโยบายการเงินแบบปัจจุบันผลของการสื่อสารจะกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาวกว่าแต่ยังไม่มีการพิสูจน์ในกรณีของประเทศไทย

เงื่อนไขที่จำเป็นในการดูว่าการดำเนินนโยบายมีประสิทธิผลหรือไม่จะประกอบด้วย 2 ส่วน คือ ตลาดสามารถคาดการณ์การตัดสินใจการกระทำของธนาคารกลางได้กับการกระทำของธนาคารกลางมีผลต่อการปรับอัตราดอกเบี้ยได้ โดยเงื่อนไขข้อแรกจะสัมพันธ์กับความน่าเชื่อถือและความสม่ำเสมอในการกระทำของธนาคารกลาง แต่ที่น่าสนใจกว่าคือเงื่อนไขข้อที่สองเพราะสัมพันธ์โดยตรงกับเอกสารการสื่อสารจากธนาคารกลางเอง

จากการสังเกตข้อมูลตั้งแต่เริ่มการใช้นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อนั้นพบว่า การปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่สามารถอธิบายถึงการเปลี่ยนของอัตราดอกเบี้ยในโครงสร้างอัตราดอกเบี้ย (Yield Curve) ดังรูป

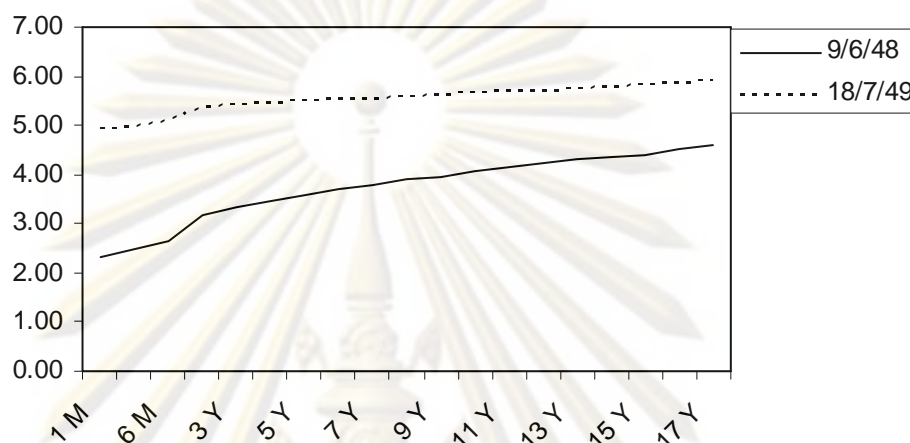
แผนภาพที่ 1.1 โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยเปรียบเทียบเมื่อดำเนินนโยบายการเงินแบบปกติ



ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทยและการคำนวณ

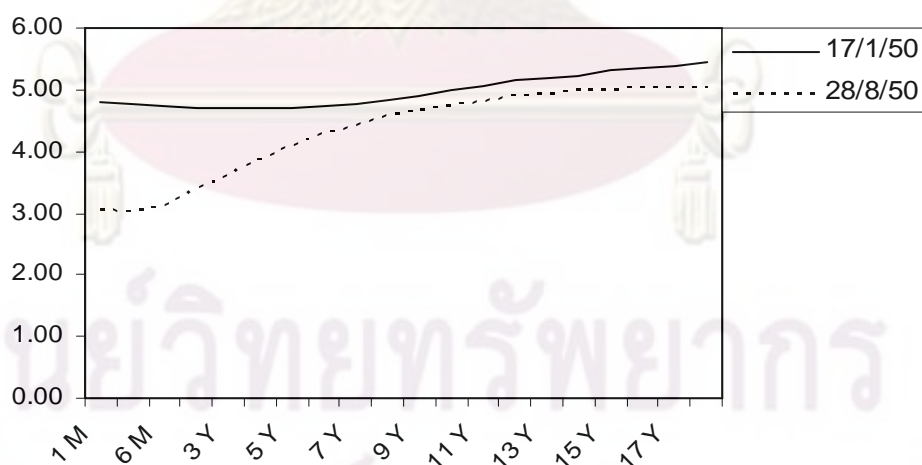
ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

แผนภาพที่ 1.2 โครสร้างอัตราดอกเบี้ยเปรียบเทียบเมื่อดำเนินนโยบายการเงินแบบ
เข้มงวด



ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทยและการคำนวณ

แผนภาพที่ 1.3 โครสร้างอัตราดอกเบี้ยเปรียบเทียบเมื่อดำเนินนโยบายการเงินแบบ
ผ่อนคลาย



ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทยและการคำนวณ

จากรูปทั้ง 3 พบว่าการปรับหรือลดอัตราดอกเบี้ยมีผลต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาว
น้อยกว่า(เทียบจากอัตราดอกเบี้ยที่ระยะยาวประมาณ 10 ปีขึ้นไป) การที่ ธปท. คงอัตราดอกเบี้ย

ไว้ โดยช่วงเวลาที่เปรียบเทียบใกล้เคียงกัน แสดงว่าการคาดการณ์ของตลาดการเงินนั้นใช้ข้อมูลอื่นมาพิจารณาด้วย โดยช่องทางส่งผ่านตามการคาดคะเนของตลาดน่าจะมีผลเช่นกัน

ด้วยเหตุนี้ประสิทธิผลของการดำเนินนโยบายบางช่วงอาจใช้การสื่อสารจากข้อมูลของธปท.ได้เช่นกัน อย่างไรก็ตาม การที่จะวัดประสิทธิผลของการสื่อสารทำได้ยาก การวิจัยครั้งนี้จึงจำกัดถึงเอกสารที่ ธปท. มาวัดปฏิกริยาจากตลาดเงินซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของการวัดประสิทธิผลของการสื่อสารของธปท. ภายใต้นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ ว่าได้ผลเป็นอย่างไรบ้าง การที่การสื่อสารมีประสิทธิผลจะทราบจากการทดสอบผลของข้อมูลว่าเป็นไปตามความตั้งใจหรือไม่ การทดสอบจะดูที่ ผลการประชุมของคณะกรรมการนโยบายการเงิน (Monetary Policy Committee Decision) ซึ่งเป็นสิ่งที่ธนาคารกลางใช้ปรับความเข้าใจกับตลาดโดยทันทีหลังมีการประชุม ในส่วนของรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อจะออกทุกไตรมาสและไม่ทราบวันที่แน่นอนจึงไม่ถูกนำมาวัดในการวิจัยครั้งนี้

1.2 วัดอุปสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อวัดการสื่อสารของธนาคารแห่งประเทศไทยจากผลการประชุมของคณะกรรมการนโยบายการเงิน โดยพิจารณาเป็น 3 ด้าน คือ ด้านภาวะเศรษฐกิจ (Economic Growth Outlook) ด้านเงินเฟ้อ (Inflation Outlook) ด้านแนวโน้มนโยบายในอนาคต (Monetary Policy Outlook)

2. เพื่อศึกษาว่านักลงทุนในตลาดการเงิน (ตลาดพันธบัตร ตลาดหลักทรัพย์ ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน) มีปฏิกริยาตอบสนองต่อผลการประชุมของคณะกรรมการนโยบายการเงินและการเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์ของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานและอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจหรือไม่ มากน้อยเพียงใดในแต่ละตลาด

1.3 ขอบเขตของการวิจัย

การวิจัยนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิโดยรวบรวมจากเอกสารหลังจากธปท. ประกาศนโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ เริ่มตั้งแต่ พฤษภาคม พ.ศ.2543 - ธันวาคม พ.ศ. 2550 รายละเอียดดังนี้

ข้อมูลในส่วนการสื่อสารของ ธปท.

1. ผลการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน(กนง.) มีทุก 6 สัปดาห์ รวมถึงวาระพิเศษที่ได้เกิดขึ้นเป็นบางครั้งระหว่าง 6 สัปดาห์ด้วย ซึ่งมีทั้งหมด 64 ครั้ง
2. รายงานแนวโน้มเงินเฟ้อ มีทั้งสิ้น 30 ฉบับ นับตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2543 จนถึง ตุลาคม 2550

ข้อมูลเกี่ยวกับตลาดการเงิน ประกอบด้วย

1. โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล (Yield Curve) ตั้งแต่ 1 เดือน – 14 ปี โดยจะใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล ธปท. ใน www.bot.or.th ข้อมูลรายวัน ที่สอดคล้องกับผลการประชุมของ กนง. วันก่อน 1 วันทำการและ 2 วันทำการ ที่มีผลการประชุมออกมา รวมเป็น 189 ครั้ง
2. ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ข้อมูลรายวันนำข้อมูลและตัวอย่างเหมือนข้อแรกที่ 189 ครั้งเช่นกัน
3. อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับค่าเงินบาท ข้อมูลรายวันโดยใช้ค่าเฉลี่ยของสูงสุดและต่ำสุดของวัน ตามเวลาในประเทศไทย หาได้จาก Bloomberg 189 ครั้งเช่นกัน

1.4 ข้อตกลงเบื้องต้น

อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรซื้อคืน จะใช้อัตราดอกเบี้ยนโยบายในหลายครั้งในเนื้อหาวิทยานิพนธ์นี้

การสื่อสารของ ธปท. ที่สนใจศึกษานั้นมุ่งไปที่เอกสารที่ได้รับรองอย่างเป็นทางการ ในที่นี้จะเน้นไปในส่วนเนื้อหาของผลการประชุม กนง. และได้นำเพียงส่วนตัวเลขคาดการณ์ในรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อมาประกอบการวิเคราะห์ โดยที่ไม่รวมถึงผลการสัมภาษณ์ระหว่างการประชุมมาพิจารณา

1.5 ข้อจำกัดของการวิจัย

ในการที่จะศึกษาปฏิกริยาของตลาดการเงินโดยทันทีนั้น หลายงานวิจัยได้ใช้ข้อมูลตลาดระหว่างวันซึ่งให้ผลการวัดที่คาดว่าจะเที่ยงตรงกว่า ในขณะที่ข้อมูลในเมืองไทยจะเก็บไว้ที่รายวัน โดยส่วนมากจะเป็นข้อมูลรายวันที่ราคาปิด ณ สิ้นวัน งานวิจัยจึงไม่สามารถเปรียบเทียบผลในส่วนนี้ได้ จำนวนข้อมูลที่ไม่มากพอจึงไม่อาจเปรียบเทียบผลของการดำเนินนโยบายช่วงตึงตัวกับผ่อนคลายนโยบายการเงินได้

1.6 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

ธปท. ใช้เป็นคำย่อของธนาคารแห่งประเทศไทย ตลอดจนงานวิทยานิพนธ์นี้

อัตราดอกเบี้ยนโยบาย คือ อัตราดอกเบี้ยที่ ธปท.ใช้ในการควบคุมการซื้อขาย พันธบัตรรัฐบาลที่ระยะเวลาสั้น (ในที่นี้คือ 14 วัน ในช่วงแรก และ 1 วันในช่วงหลัง) โดยสถาบันการเงินในประเทศนั้นจะทำการปรับอัตราดอกเบี้ยที่ระยะยาวกว่า เพื่อให้สอดคล้องตามสภาพคล่องของแต่ละสถาบันการเงิน

กนง. คือ คณะกรรมการนโยบายการเงิน ซึ่งจะร่วมกำหนดทิศทางนโยบายการเงิน

นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็น คือ นโยบายการเงินที่ ธปท. ได้กระทำการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงเวลาหนึ่ง

นโยบายการเงินแบบตึงตัว คือ นโยบายการเงินที่ ธปท. ได้กระทำการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงเวลาหนึ่ง

1.7 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เพื่อเข้าใจถึงประสิทธิผลของการสื่อสารของธนาคารแห่งประเทศไทย
2. ทราบถึงกระบวนการเรียนรู้ของตลาดการเงินที่มีต่อการสื่อสารของธนาคารแห่งประเทศไทย

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎี

ผลกระทบของการสื่อสารนโยบายการเงินมักเกี่ยวข้องกับการดำเนินนโยบายการเงินอย่างหลีกเลี่ยงมิได้ แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องจึงต้องเกี่ยวข้องกับการดำเนินนโยบายการเงินทั่วไป แล้วจึงมุ่งเน้นเจาะลึกเข้าไปในส่วนที่เป็นการสื่อสารที่มีการศึกษาทั้งเชิงประจักษ์และทฤษฎี

2.1.1 ทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ที่เกี่ยวข้องกับประสิทธิผลในการดำเนินนโยบายการเงิน

ประสิทธิผลในการดำเนินนโยบายการเงินในระยะหลัง(ประมาณ ค.ศ.1990-ปัจจุบัน) ได้เปลี่ยนแปลงไปมาก ทฤษฎีเดิมจนถึงปัจจุบันยังยึดหลักว่าธนาคารกลางต้องการลดการสูญเสียทางสวัสดิการทางสังคมให้น้อยสุดเมื่อใช้นโยบายการเงิน (Minimize Loss Function) โดยมีสมการดังนี้

$$L(\pi_t, y_t) = \frac{1}{2}[(\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda y_t^2]$$

π_t แทน อัตราเงินเฟ้อ ณ เวลา t

π^* แทน อัตราเงินเฟ้อเป้าหมายในระยะยาว

y_t แทน ผลผลิต ณ เวลา t

λ แทน น้ำหนักที่ให้กับการรักษาเสถียรภาพผลผลิต โดยมีค่ามากกว่า 0

จากสมการข้างต้นถูกเสนอโดย Svensson (1997) จะมีเป้าหมายสองอย่างที่ธนาคารกลางพิจารณาเกี่ยวกับการตัดสินใจทางนโยบายการเงิน และดู Loss Function เป็นแต่ละช่วงไป ในเป้าหมาย 2 อย่างจากสมการ คือ อัตราเงินเฟ้อ กับ ผลผลิตทางเศรษฐกิจซึ่งมักจะวัดอยู่ในรูปอัตราการว่างงานมากที่สุด ในเป้าหมายทางอัตราเงินเฟ้อจะพยายามลดโดยทำให้ช่องว่างระหว่างอัตราเงินเฟ้อ ณ ช่วงเวลานั้นกับอัตราเงินเฟ้อเป้าหมายในระยะยาวมีค่าน้อยที่สุด ประกอบกับผลผลิตน้อยในเวลาเดียวกัน ซึ่งเป้าหมายทางด้านผลผลิตไม่มีเพราะว่า นโยบายการเงินไม่มีผลต่อผลผลิตในระยะยาว โดย Loss function ที่กำหนดมานั้นแสดง ณ เวลา t แต่ธนาคารกลางจำเป็นต้องมองนโยบายไปข้างหน้าหลายช่วงโดยใช้ข้อมูล ณ เวลา t จึงได้สมการข้ามช่วงเวลา (Intertemporal Loss Function) ดังนี้

$$E_t \sum_{\tau=t}^{\infty} \delta^{\tau-t} L(\pi_{\tau}, y_{\tau})$$

โดย δ แทน อัตราส่วนลดมีค่าระหว่าง 0 ถึง 1

ซึ่งธนาคารกลางสามารถใช้เครื่องมือทางการเงินในการบรรลุเป้าหมายนี้ได้โดยสามารถใช้อัตราดอกเบี้ยเชิงนโยบายกำหนดซึ่งตัวแปรทั้งสองใน Loss function สามารถถูกกำหนดได้จากอัตราดอกเบี้ยเชิงนโยบายอีกที จะได้ค่าทำนายของผลผลิตและอัตราเงินเฟ้อตั้งสมการนี้ตามงานวิจัยของ Svensson (1997)

$$y_{t+1/t} = \frac{1}{\alpha_1} (\pi_{t+2/t} - \pi_{t+1/t})$$

$$\pi_{t+2/t} = \pi^* + c(\pi_{t+1/t} - \pi^*)$$

$$c = \frac{\lambda}{\lambda + \delta \alpha_1^2 k}$$

โดยถ้าธนาคารกลางให้น้ำหนักกับผลผลิตมากเท่าไรการที่จะปรับอัตราเงินเฟ้อให้เข้าสู่เป้าหมายได้ยากขึ้นเท่านั้นและต้องใช้เวลามากกว่าเดิม การที่ธนาคารกลางที่มีเป้าหมายเงินเฟ้อแล้วไม่ได้ให้น้ำหนักต่อเสถียรภาพของผลผลิตจะทำให้ได้ผลบรรลุเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อได้ดีขึ้น

2.1.2 ทฤษฎีเกี่ยวกับนโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ

นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อพัฒนามาจากความเชื่อที่ว่า การดำเนินนโยบายการเงินแบบใช้วิจารณญาณ (Discretionary) มักนำไปสู่การเกิดภาวะเงินเฟ้อได้ง่าย เพราะธนาคารกลางจะคำนึงถึงอัตราการว่างงานที่น้อยด้วยในบางครั้งของการตัดสินใจ การที่กำหนดเป้าหมายให้ชัดเจนและมีการคาดการณ์ไปข้างหน้าอย่างเป็นระบบจะช่วยลดปัญหานี้ได้

Mishkin (2000) ได้กล่าวว่า นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ มีลักษณะเด่นอยู่ 5 อย่าง ดังนี้

1. มีการประกาศตัวเลขอัตราเงินเฟ้อเป้าหมายในระยะกลาง
2. เป้าหมายหลักของธนาคารกลางคือรักษาเสถียรภาพของราคา เป้าหมายอื่นอาจมีได้ แต่ต้องคำนึงถึงเสถียรภาพราคาเป็นอันดับแรก
3. ในการพิจารณาการตัดสินใจอัตราดอกเบี้ยเชิงนโยบายจะใช้ตัวแปรจำนวนมากในการพิจารณาไม่ใช่เพียงปริมาณเงินหรืออัตราแลกเปลี่ยน

4. ธนาคารกลางต้องมีความโปร่งใสให้มากขึ้นในการดำเนินกลยุทธ์ต่างๆทางนโยบายการเงินโดยผ่านการสื่อสารกับสาธารณชนและตลาดการเงินเกี่ยวกับแผนงานวัตถุประสงค์ และการตัดสินใจของเจ้าหน้าที่ธนาคารกลางเอง
5. ธนาคารกลางต้องมีความรับผิดชอบเพิ่มขึ้นจากผลการใช้นโยบายการเงิน

ในทางทฤษฎี Svensson ได้พิสูจน์ว่า การใช้นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อให้ผลดีอย่างไรบ้าง แต่ความยากในการปฏิบัตินั้นมีมาจากหลายสาเหตุ ทั้งจากตัวธนาคารกลางเองหรือจากสาธารณชนโดยเฉพาะอย่างยิ่งคือตลาดการเงิน อย่างไรก็ตาม Bernanke (2004) ได้กล่าวว่าการที่ธนาคารกลางเลือกใช้นโยบายแบบกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อย่อมจะตรงกับวัตถุประสงค์ในการรักษาเป้าหมายระยะกลางทางเสถียรภาพราคาได้ดีที่สุด เพราะตลาดทราบการคาดการณ์ของธนาคารกลางจากสมมติฐานที่ตั้งไว้.

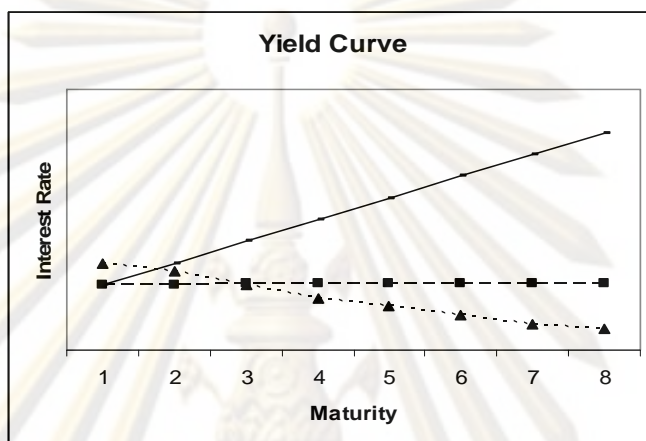
ประเทศที่บอกเป้าหมายอัตราเงินเฟ้ออย่างชัดเจนนั้นจะมีแผนภาพรูปพัดซึ่งคิดค้นโดยธนาคารกลางของประเทศอังกฤษและเป็นส่วนหนึ่งในรายงานแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อ เป็นรูปที่แสดงการคาดการณ์เกี่ยวกับ อัตราเงินเฟ้อหลัก อัตราเงินเฟ้อทั่วไป หรือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ ของธนาคารกลาง ช่วยทำให้สาธารณชนเข้าใจอนาคตการตัดสินใจของธนาคารกลางในระยะกลางได้ดีขึ้น

เป็นที่ทราบกันดีว่านโยบายการเงินสามารถส่งผ่านได้หลายช่องทางแต่การดำเนินนโยบายภายใต้ความโปร่งใสที่สูงขึ้นจะทำให้การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางตลาดคะแนนของมีประสิทธิผลสูงขึ้น เพราะการคาดคะเนของตลาดเป็นส่วนหนึ่งในการดำเนินนโยบายการเงินให้บรรลุวัตถุประสงค์เช่นกัน ถึงแม้ว่าธนาคารกลางบางแห่งจะไม่ได้กำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อชัดเจน แต่ความโปร่งใสที่มากขึ้นมีผลต่อการคาดคะเนของตลาดเช่นกัน การคาดคะเนของตลาดมีผลอย่างไรในการส่งผ่านสามารถอธิบายได้จากทฤษฎีความคาดหวังกับโครงสร้างอัตราดอกเบี้ย

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับปฏิกริยาของตลาดการเงินที่เกี่ยวข้องกับนโยบายและสถานะเศรษฐกิจมักจะเกี่ยวเนื่องกับพฤติกรรมของโครงสร้างอัตราดอกเบี้ย (Yield Curve) ซึ่งหนึ่งในทฤษฎีที่ใช้อธิบายและเป็นที่ยอมรับคือ ทฤษฎีการคาดคะเน (Expectation Theory) โดยทฤษฎีนี้ในทางการเงินจะแบ่งออกเป็น 3 ส่วน คือ 1. Pure Expectation Theory 2. Liquidity Theory 3. Market Segmentation theory ในส่วนของทฤษฎีแรกนั้นจะเป็นส่วนที่ผู้วางนโยบายนำมาพิจารณามากที่สุด

Pure Expectation Theory เป็นทฤษฎีที่ใช้อธิบายว่าอัตราดอกเบี้ยระยะยาว เป็นการคาดการณ์ต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่จะเกิดในอนาคตโดย Fisher ผู้นำเสนอทฤษฎีเป็นคนแรก จากนั้นพัฒนาต่อโดย Lutz (Copeland et al. , 2005:260) ซึ่งมักอธิบายจากรูปภาพข้างล่างนี้

แผนภาพที่ 2.1 รูปโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยโดยเปรียบเทียบ



จากรูปพบว่าลักษณะของโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยทั้ง 3 เส้นนั้น เกิดจากการคาดการณ์ของผู้คนในตลาดที่แตกต่างกันโดย เส้นที่บจะมีลักษณะที่ความชันเป็นบวก อัตราดอกเบี้ยระยะยาวมากกว่าปัจจุบัน แสดงว่าตลาดการเงินคาดว่าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในอนาคตจะสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น ณ ปัจจุบัน อาจมองได้ว่าข่าวทางเศรษฐกิจที่ทำให้พฤติกรรมของผู้คนเชื่อว่าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในอนาคตเพิ่มขึ้น ในตลาดจะเปลี่ยนมาถือตราสารระยะสั้นแทน ซึ่งจะเกิดปริมาณความต้องการซื้อสูง ทำให้ราคาของตราสารหนี้ระยะสั้นราคาสูงแล้วไปส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยของตราสารเหล่านี้ลดลงได้ ซึ่งเป็นจริงสำหรับกราฟเส้นจุด (Dotted Line) ในกรณีที่ตลาดคาดการณ์ตรงกันข้ามว่าอัตราดอกเบี้ยในอนาคตจะลดต่ำลง สำหรับเส้นที่มีลักษณะแบนราบนั้นตลาดจะมองอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในอนาคตไม่แตกต่างกับในเวลา

สำหรับ 2 ทฤษฎีที่เหลือนั้นจะเป็นทฤษฎีที่ช่วยบอกถึงพฤติกรรมของเส้นโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยที่ใกล้เคียงกับความเป็นจริงได้ดีขึ้นแต่ผู้วางนโยบายไม่ได้นำมาพิจารณามากนักเมื่อเทียบกับทฤษฎีแรก

2.1.3 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการสื่อสารของธนาคารกลาง

การสื่อสารในรูปแบบเดิมกับรูปแบบใหม่มีความแตกต่างกัน ตรงที่ว่าความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูลแตกต่างกัน ช่วงเวลาก่อนปี ค.ศ.1994 ธนาคารกลางทำตัวลึกลับจากสาธารณชนมาก การสื่อสารไม่เต็มที่เอกสารต่างๆ เกี่ยวกับการตัดสินใจมักออกมาหลังการตัดสินใจเป็นเวลานานโดยอ้างว่าเพื่อจะได้บรรลุวัตถุประสงค์ในการควบคุมอัตราเงินเฟ้อได้ง่ายกว่าเปิดเผยโดยทันที (Goodfriend, 1986) อย่างไรก็ตาม หลังจากการใช้นโยบายแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อที่เริ่มใช้หลายประเทศ กับการเปิดเผยผลการตัดสินใจและการคาดการณ์ต่างๆ ของ FOMC (Federal Open Market Committee ซึ่งเป็นหน่วยงานที่รับผิดชอบในการตัดสินใจนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา) โดยทันทีหลังการประชุม การสื่อสารจึงเป็นประเด็นสำคัญทั้งกับนโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อชัดเจน กับประเทศที่ไม่ได้กำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ แต่มีอิสระในการดำเนินนโยบายการเงิน ซึ่งทำให้ศาสตร์ที่ศึกษาเกี่ยวกับธนาคารกลางมีแนวคิดมากมาย รวมถึงทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการสื่อสารนั้น

การสื่อสารสัมพันธ์กับช่องทางการคาดการณ์ของสาธารณชนซึ่งถือว่าเป็นหนึ่งในกลไกการส่งผ่านทางนโยบายการเงิน (Transmission Mechanism) ซึ่งในระบบเศรษฐกิจแบบเปิดนั้นจะมีช่องทางส่งผ่านถึง 3 ช่องทางด้วยกัน คือ ช่องทางอุปสงค์มวลรวม (Aggregate Demand Channel) ช่องทางการคาดการณ์ของสาธารณชน (Expectations Channel) และ ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (Exchange Rate Channel) โดยการคาดการณ์เกี่ยวกับภาวะอัตราเงินเฟ้อจะกระทบอัตราเงินเฟ้อจริงโดยใช้เวลาช่วงระยะหนึ่ง ผ่านค่าจ้างและพฤติกรรมการตั้งราคาขายสินค้า นั่นถือว่าสัมพันธ์กับช่องทางการคาดการณ์ แล้วการคาดการณ์นั้นมาจากผลของการสื่อสารที่มากขึ้นของธนาคารกลางสมัยใหม่นั้นเอง

Blinder (1998) และ Bernanke (2004) ได้กล่าวเน้นไปถึง เครื่องมือทางการเงินที่ธนาคารกลางใช้มีเพียงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น นโยบายการเงินทำได้เพียงส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง ภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงจะดูที่อัตราดอกเบี้ยระยะยาว ราคาหลักทรัพย์ และ อัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา การสื่อสารจึงสำคัญมากในการส่งผลกระทบต่อราคาสินทรัพย์เหล่านั้น แต่ต้องมีความน่าเชื่อถือและมีประวัติที่ดีของเจ้าหน้าที่ธนาคารกลางประกอบด้วยกัน

บทบาทใหม่ของการสื่อสารของธนาคารกลางอาจเปลี่ยนไปจากสภาพแวดล้อมทางเทคโนโลยีสารสนเทศที่ดีขึ้น หรือการค้นพบวิธีการที่พยายามรักษาเสถียรภาพราคาแบบใหม่ นโยบายการกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อได้เป็นผลจากการพัฒนาความโปร่งใสกับประสิทธิภาพ

ในการดำเนินนโยบาย ภายใต้กรอบนโยบายการเงินแบบนี้ ธนาคารกลางต้องแปลความหมายตัวแปรต่างๆทางเศรษฐกิจ มาเป็นคำพูดที่ดูสั้น กระชับรัด และเข้าใจความ โดยผ่านรายงานการประชุมผลการตัดสินใจของคณะกรรมการ โดยเพิ่มเติมการรับรู้ของตลาดโดยส่งรายงานแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อในภายหลัง ในเริ่มแรกตลาดอาจคาดเดาการกระทำได้ยาก แต่เมื่อผ่านช่วงเวลาที่ยั่งยืนตลาดจะเข้าใจการกระทำและเหตุผลการตัดสินใจภายใต้สภาวะการณ์ต่างๆ

2.1.4 แนวคิดความโปร่งใสกับการสื่อสารข้อมูล

ในหมู่นักวิชาการได้พูดถึงความโปร่งใสของข้อมูลมานานแล้ว เพียงแต่เริ่มมีการให้ความสนใจกันมากขึ้นนับแต่ธนาคารกลางของสหรัฐอเมริกาเข้าสู่ยุคเปิดเผยข้อมูลมากขึ้นปี ค.ศ.1994 โดยนับถึงปัจจุบันความโปร่งใสถูกคิดในแง่ทฤษฎีเพียงด้านเดียว Geraats (2002: F540) ได้จำแนกประเภทของความโปร่งใสออกมา 5 ชนิด คือ

1. ความโปร่งใสทางโครงสร้าง (Political Transparency) เป็นการเปิดเผยวัตถุประสงค์การดำเนินนโยบาย และการจัดองค์กรต่างๆ เพื่อช่วยให้เกิดความเข้าใจเหตุผลของผู้ดำเนินนโยบายการเงิน

2. ความโปร่งใสทางเศรษฐกิจ (Economic Transparency) เป็นการเน้นไปที่ข้อมูลทางเศรษฐกิจต่างๆที่ใช้ในการดำเนินนโยบาย รวมถึงการทำนายของธนาคารกลางเอง

3. ความโปร่งใสทางวิธีการ (Procedural Transparency) เป็นขั้นตอนที่นำไปสู่การตัดสินใจทางนโยบายการเงิน ซึ่งรวมไปถึงกลยุทธ์ หน้าที่ในการพิจารณาเรื่องต่างๆ ผ่านทางบันทึกวาระการประชุม (Minutes) และบันทึกคะแนนผลการตัดสินใจ (Voting Records)

4. ความโปร่งใสทางนโยบาย (Policy Transparency) หมายถึง การประกาศผลการประชุมโดยทันทีและอธิบายถึงผลการตัดสินใจนั้น รวมไปถึงการบอกถึงการคาดการณ์ในอนาคตซึ่งส่งผลต่อการตัดสินใจในวันข้างหน้า

5. ความโปร่งใสในการปฏิบัติงาน (Operational Transparency) เกี่ยวข้องกับการที่กระทำการนโยบายการเงินให้สำเร็จ รวมไปถึงการหาหรือความผิดพลาดของการใช้เครื่องมือทางการเงิน และ ตัวทวนในการส่งผ่านนโยบายไปสู่เศรษฐกิจมหภาค

การสื่อสารที่มากขึ้นสอดคล้องกับความโปร่งใสทั้ง 5 ชนิดที่กล่าวมาข้างต้น อาจเป็นเพราะว่างานวิจัยเกี่ยวกับเรื่องนโยบายแบบกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อเน้นไปที่ต้องการให้ตลาดการเงินรับรู้การตัดสินใจผ่านเอกสารที่ธนาคารกลางออกเกี่ยวกับวิธีคิดตัดสินใจที่สอดคล้อง

กับเป้าหมายทั้งในระยะสั้นและระยะยาว การกระทำระหว่างการค้าตัดสินใจต้องให้ตลาดการเงินเห็นถึงส่วนสำคัญผ่านการเปิดเผยข้อมูลสำคัญที่ธนาคารกลางสามารถจัดหาให้ได้

Svensson (1998: 19) ได้กล่าวว่าความโปร่งใสที่มีมากขึ้นจะทำให้ภาคเอกชนสามารถคาดเดาเป้าหมายของการจ้างงานได้แม่นยำขึ้น ซึ่งทำให้ธนาคารกลางได้รับการยอมรับมากขึ้นและเอกชนสามารถตอบสนองต่อการกระทำของธนาคารกลางได้ดีขึ้น ธนาคารกลางจะกระทำตามที่ได้ประกาศไว้ดียิ่งขึ้น ซึ่งเสมือนว่า ธนาคารกลางมีข้อผูกมัดในการกระทำตามเป้าหมายนี้ ความโปร่งใสยังเป็นสิ่งสำคัญในการแสดงความรับผิดชอบของธนาคารกลางในการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อบรรลุวัตถุประสงค์ของสังคม

2.1.5 ทฤษฎีที่เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูล

การจะสื่อสารมากน้อยมักเกี่ยวข้องกับความโปร่งใส ซึ่งเป็นที่ถกเถียงกันในหมู่นักวิชาการกันมากกว่าควรเปิดเผยมากน้อยเพียงใด ขอบเขตในการเปิดเผยไม่สามารถพิสูจน์ได้ง่ายนักในเชิงวิจัย เพราะสิ่งนี้มองว่าเป็นศิลปะมากกว่าศาสตร์ แนวทฤษฎีจึงทำได้แต่เพียงว่าดีหรือไม่ ภายใต้สภาวะการณ์แบบใด ปัญหาข้อมูลจึงเป็นศูนย์กลางในการวิเคราะห์แบบนี้ งานที่ทำเกี่ยวกับธนาคารกลางตามแบบที่ Romer and Romer (2000) Morris and Shin (2002) Svensson (2005) แตกต่างกันไป

งานวิจัยของ Romer and Romer (2000) เป็นงานที่ต้องการเปรียบเทียบถึงข้อมูลที่ธนาคารกลางสหรัฐอเมริกาให้กับหน่วยธุรกิจมีในการคาดการณ์เศรษฐกิจโดยส่งผลไปถึงอัตราดอกเบี้ยต่างๆด้วย โดยยังพิสูจน์ว่าธนาคารกลางมีข้อมูลพิเศษและเอกชนมักปรับตามการคาดการณ์ของธนาคารกลาง ซึ่งเป็นเหมือนว่าข้อมูลของสองฝ่ายไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric Information) ในการคาดการณ์และ การที่ธนาคารกลางมีการดำเนินนโยบายการเงินใดๆเป็นการส่งสัญญาณข้อมูลที่มีเพื่อให้เอกชนปรับการคาดการณ์ตาม

Morris and Shin (2002) กล่าวว่าข้อมูลที่เป็นของทางการ (Public Information) อาจเป็นเหมือนดาบสองคม คือ อาจให้ข้อมูลทางเศรษฐกิจเพิ่มเติมทำให้เอกชนเข้าใจและคาดหวังไปทางเดียวกันได้ แต่การมีข้อมูลมากนี้อาจไปก่อให้เกิดผลเสียต่อการตัดสินใจบนข้อมูลส่วนตัวของเอกชนได้ เอกชนที่ตัดสินใจไปตามความเชื่อส่วนตัวจะเสียหายจากการที่เอกชนหลายหน่วยปรับการตัดสินใจตามธนาคารกลางถ้าธนาคารกลางตัดสินใจจากการทำนายที่ผิดพลาด

ความคิดนี้ถูกโต้แย้งโดย Svensson (2005) ซึ่งกล่าวว่า การที่มีข้อมูลเปิดเผยต่อสาธารณชนแล้วจะทำให้สังคมได้ประโยชน์มากขึ้นยกเว้นในกรณีพิเศษที่ได้เสนอไปในกรอบความคิดของ Morris and Shin (2002) โดยทั่วไปแล้วการมีข้อมูลมากขึ้น สังคมจะได้ประโยชน์มากขึ้น ซึ่งทาง Svensson ได้ใช้วิธีทางคณิตศาสตร์มาช่วยอธิบายว่าในหลายเงื่อนไขของ Amato et al (2002) ไม่เป็นจริงในหลายกรณี

2.1.6 แนวคิดเรื่องความน่าเชื่อถือกับประสิทธิภาพ

แนวคิดนี้ไม่สามารถวัดได้ชัดเจน แต่มีข้อสรุปโดยทั่วไปว่า การที่ธนาคารกลางหวังประสิทธิภาพในการสื่อสารที่ดีขึ้นมักจะมาจากความน่าเชื่อถือของตัวธนาคารกลางเอง ถ้ามีประวัติที่ดี มักจะมีต้นทุนในการดำเนินนโยบายต่ำ Blinder (2000) ทำการสำรวจทั้งนักวิชาการและผู้ปฏิบัติงานในธนาคารกลาง (ประเทศสหรัฐอเมริกาเท่านั้น) ว่า ความน่าเชื่อถืออาจแทนได้โดยคู่ที่ประวัติธนาคารหรือ การกระทำตามคำพูดต่อสาธารณชน แล้วรักษาคำพูดนั้น นอกจากนี้ Blinder (1998:64-66) ได้ให้คำจำกัดความว่า การที่ประกาศออกมาแล้วเป็นที่เชื่อกัน โดยที่ไม่มีใครหรือธนาคารกลางอาจมีแรงจูงใจที่จะไม่ทำตามที่ประกาศไว้ กล่าวอีกนัยหนึ่งว่า ธนาคารกลางที่กระทำตามที่ได้ประกาศไว้อย่างสม่ำเสมอจะได้รับความน่าเชื่อถือไม่ว่าจะโครงสร้างของธนาคารกลางจะเป็นอย่างไรก็ตาม โดย 4 สิ่งที่ทำให้ความน่าเชื่อถือเป็นสิ่งที่ธนาคารกลางต้องการมีไว้ คือ

1. เจ้าหน้าที่ธนาคารกลางเชื่อในสมมติฐานทางความน่าเชื่อถือว่าจะมีผลดีต่อการดำเนินนโยบาย
2. ธนาคารกลางต้องการเป็นสถาบันที่ได้รับการยกย่องจากสังคม ซึ่งเสมือนกับความต้องการของคนที่ต้องการเป็นที่ยอมรับของสังคมเช่นกัน
3. ธนาคารกลางอาจจำเป็นต้องใช้กลยุทธ์ระยะสั้นที่แตกต่างจากเป้าหมายระยะยาวในบางครั้ง
4. ความน่าเชื่อถือเป็นสิ่งที่สำคัญมากในการดำเนินนโยบายการเงินช่วงเกิดวิกฤตทางการเงิน ความน่าเชื่อถือจะมีความสำคัญมากที่ทำให้การสื่อสารกับการกระทำมีน้ำหนักพอกันได้

2.2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

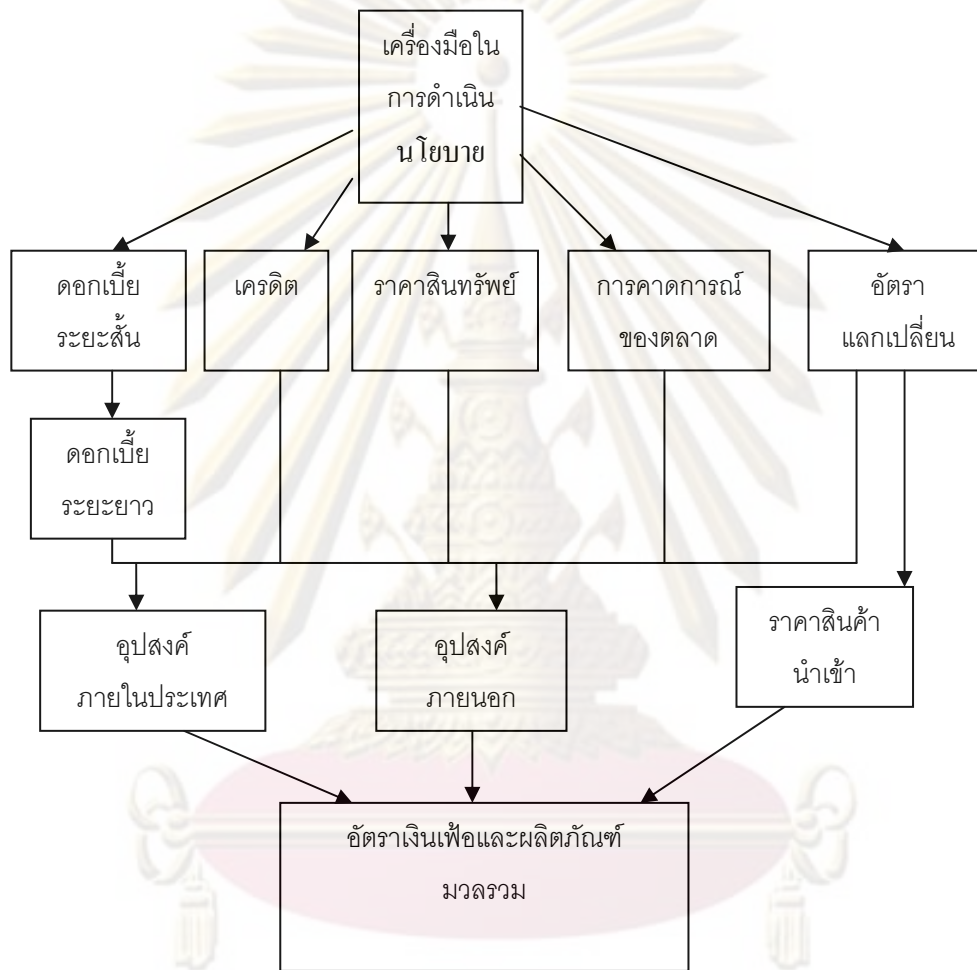
2.2.1 วรรณกรรมปริทัศน์เชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับการสื่อสารและประสิทธิภาพ

งานเชิงประจักษ์นั้นที่เกี่ยวกับการสื่อสารโดยตรง มีน้อยมากซึ่งสาเหตุสำคัญมาจากการที่ธนาคารกลางนั้นเพิ่งเข้าสู่ยุคเปิดเผยข้อมูลไม่นานนั่นเอง จุดเริ่มต้นน่าจะเริ่มจากหลังจากปี 1990 ที่เป็นปีธนาคารกลางนิวซีแลนด์ประกาศใช้นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ อย่างไรก็ตามงานเชิงประจักษ์ในส่วนที่เป็นประสิทธิผลในการดำเนินนโยบายการเงินได้มีการศึกษามากแล้วโดยมีการศึกษาไปหลายแนวทางเช่นกัน การที่จะเข้าใจประสิทธิผลในการดำเนินนโยบายการเงินควรศึกษาตั้งแต่ก่อนยุคเปิดเผยข้อมูลตลอดจนยุคที่เริ่มเปิดเผยข้อมูลนั่นเอง

ช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงินแต่เดิมเป็นดังแผนภาพที่ 2.2 จะสังเกตได้ว่าช่องทางที่ธนาคารกลางในระบบเศรษฐกิจสนใจคือช่องทางอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นส่งผ่านไปยังอัตราดอกเบี้ยระยะยาว ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน และช่องทางการคาดหวัง ซึ่งงานวิจัยเกี่ยวกับการสื่อสารนี้จะเกี่ยวข้องกับช่องทางการคาดการณ์ของตลาดมากที่สุด ซึ่งสามารถวัดได้ง่ายขึ้นหลังจากธนาคารกลางส่วนมากในเศรษฐกิจโลกปรับรูปแบบเป็นเน้นความโปร่งใสในการดำเนินนโยบายมากขึ้น ลักษณะงานวิจัยจะแตกต่างกันดังนี้

ศูนย์วิจัยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

แผนภาพที่ 2.2 ช่องทางการไหลการส่งผ่านนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยแบบใหม่หลังจากปี พ.ศ. 2540



ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

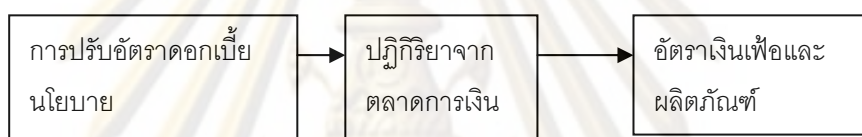
ลักษณะงานวิจัยก่อนเปิดเผยข้อมูลจะมีลักษณะดังนี้

1. งานวิจัยสนใจเกี่ยวกับการส่งผ่านของช่องทางอัตราดอกเบี้ยมาก การวัดประสิทธิภาพเชื่อในการวิจัยในส่วนตัวทาง Stylize Fact ค่อนข้างมาก

2. ช่องทางหนึ่งที่ไม่ได้ถูกวัดโดยตรงคือการคาดการณ์ของตลาดการเงินต่อนโยบายการเงินของธนาคารกลางนั้นๆ โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยจึงไม่มีคำอธิบายเพียงพอจากข้อมูลของธนาคารกลาง

3. การตัดสินใจที่จะใช้นโยบายการเงิน หลายครั้งตลาดจะสังเกตจากปริมาณการซื้อขายที่เปลี่ยนแปลงไปของตลาดการเงินระยะสั้น งานวิจัยจึงเป็นรูปแบบไปในหลายทาง เช่น รูปแบบ Game Theory หรืออาจเป็นรูปแบบ Private Information

แผนภาพที่ 2.3 แสดงความสัมพันธ์ของประสิทธิผลของนโยบายการเงินแต่เดิม



ลักษณะงานวิจัยภายหลังยุคความโปร่งใส

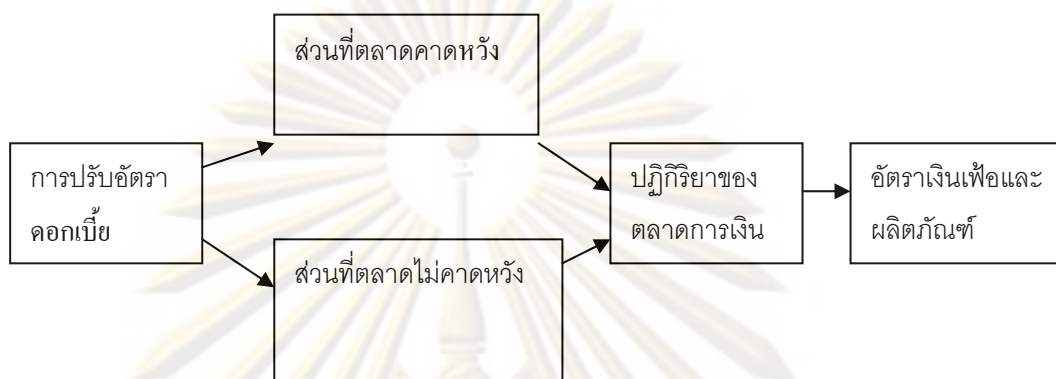
1. การวัดความโปร่งใสเป็นที่สนใจว่าเกี่ยวข้องกับประสิทธิผลในนโยบายการเงินมากขึ้น รูปแบบที่นิยมวัดคือ การเปิดเผยข้อมูลทำให้การดำเนินนโยบายการเงินได้ดีหรือไม่

2. ช่องทางการสื่อสารได้ถูกนำมาวัดในเชิงเศรษฐมิติมากขึ้น เพื่อสนใจความสัมพันธ์ระหว่างการสื่อสารกับความสัมพันธ์กับตลาดการเงินต่างๆ โดยเฉพาะตลาดที่เกี่ยวข้องกับพันธบัตรไร้ความเสี่ยง (Risk-Free Bond) ซึ่งอาจเป็นรูปโครงสร้างอัตราดอกเบี้ย (Yield Curve) ตลาดหลักทรัพย์ได้ถูกวัดบ้างแต่ไม่มากนัก

3. ความโปร่งใสนำไปสู่กลยุทธ์ในการดำเนินนโยบายการเงินทั้งแบบวิเคราะห์จากเจ้าหน้าที่ของธนาคารกลางและกลยุทธ์ในการสื่อสารของธนาคารกลางต่อสาธารณชน

ภายหลังจากยุคโปร่งใสเริ่มมีการพัฒนาโดยอาจมีส่วนที่ตลาดคาดหวัง และส่วนที่ตลาดไม่ได้คาดหวังไว้ ดังนี้

แผนภาพที่ 2.4 แสดงประสิทธิผลในการดำเนินนโยบายโดยวัดด้วยปฏิริยาจากตลาดการเงิน



ส่วนที่ตลาดคาดหวังสามารถวัดได้ผ่านราคา Future หรือ ดัชนี หรือ อัตราดอกเบี้ยตลาดเงิน ตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพที่รวบรวมข้อมูลไว้ในราคา ซึ่งผลของนโยบายการเงินหลายครั้งถือเป็นข้อมูลใหม่ในตลาดการเงิน งานวิจัยในกลุ่มนี้จะกล่าวรายละเอียดในภายหลัง

ในงานวิจัยเชิงประจักษ์จะวัดผลของความโปร่งใสได้จำกัดเมื่อเทียบกับผลที่ทางทฤษฎีอธิบาย ความโปร่งใสในทางทฤษฎีเชื่อว่าจะทำให้ธนาคารกลางเป็นอิสระ (Independent) มีความรับผิดชอบ (Accountability) และมีประสิทธิผลมากขึ้นในการดำเนินนโยบาย (Effectiveness of Policy) ประสิทธิผลในการดำเนินนโยบายสามารถวัดได้ง่ายแต่มีลำดับการพัฒนาจากความสงสัยว่าความโปร่งใสที่เชื่อกันทางทฤษฎีว่าจะทำให้นโยบายการเงินมีประสิทธิผลดีขึ้นจึงได้เริ่มมีงานทดสอบจำแนกตามความสนใจได้ดังนี้

1. กลุ่มที่สนใจปฏิริยาตลาดการเงินต่อการประกาศนโยบายการเงินของธนาคารกลาง
2. กลุ่มที่สนใจความสามารถของตลาดในการคาดการณ์การตัดสินใจทางนโยบายการเงิน
3. กลุ่มที่สนใจของผลการสื่อสารต่อตลาดการเงินและระบบเศรษฐกิจ

งานทั้งสามกลุ่มอาจมีการมุ่งหาคำตอบแตกต่างกันไปบ้าง แต่ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับประสิทธิภาพในการดำเนินนโยบายการเงินแบบใหม่ทำให้ส่วนของงานสามกลุ่มนี้นำมาอธิบายร่วมกันได้ นอกจากนี้ยังมุ่งแสวงหากลไกการส่งผ่านผลของการสื่อสารของธนาคารกลางไปในระยะกลางได้ในอนาคต อย่างไรก็ตาม ครอบคลุมในงานวิจัยปัจจุบันยังมีความพยายามว่าผลของการสื่อสารนั้นดีขึ้นเล็กน้อยเพียงใดภายใต้ต้นนโยบายการเงินแบบที่เน้นการสื่อสารมากขึ้น แล้วดูไปถึงความตั้งใจของธนาคารกลางในการชี้นำตลาดผ่านการสื่อสารว่าในทางปฏิบัติเป็นอย่างไร

2.2.2 งานวิจัยในส่วนปฏิบัติการของตลาดการเงิน

งานวิจัยกลุ่มนี้ได้มีการพัฒนามานานแล้วแต่ได้มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่ว่าความโปร่งใสที่มีทำให้ปฏิบัติการของตลาดการเงินเปลี่ยนไปอย่างไร งานวิจัยชนิดนี้จะสามารถแบ่งกลุ่มย่อยลงไปได้อีกตามความสนใจดังนี้

1. กลุ่มที่สนใจเกี่ยวกับผลของวันที่มีประกาศการทางนโยบายการเงิน
2. กลุ่มที่สนใจเกี่ยวกับเครื่องมือสื่อสารที่มีนโยบายการเงิน

ทั้งสองกลุ่มในบางงานอาจสนใจเพียงระดับราคาสินทรัพย์หรือระดับอัตราดอกเบี้ย ในขณะที่มีหลายงานสนใจไปที่ระดับความผันผวนด้วยเพราะเชื่อว่าเกี่ยวข้องกับการได้รับข้อมูลทางเศรษฐกิจใหม่ต่อตลาด งานในกลุ่มที่สนใจเครื่องมือสื่อสารต่อปฏิบัติการของตลาดเงินนั้นจะแตกต่างจากงานวิจัยที่วัดผลการสื่อสารที่การตอบคำถามแตกต่างกันในแง่ที่ว่า ปฏิบัติการของตลาดเงินนั้นจะมุ่งเน้นไปที่วันที่มีการประกาศเอกสารที่เกี่ยวข้องกับนโยบายการเงิน เครื่องมือที่เกี่ยวข้องมีผลอย่างไรโดยจำแนกเพียงประเภทไม่ได้นำรายละเอียดมาแยกพิจารณา

งานในกลุ่มแรกมีการวิจัยดังนี้

Kuttner (2001) ศึกษากรณีประเทศสหรัฐอเมริกาโดยใช้ Fed Fund Future Rate แยกส่วนที่ตลาดคาดหวังกับส่วนที่ตลาดไม่คาดหวังต่อการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา แล้วพบว่าตลาดตอบสนองต่อส่วนที่ตลาดไม่ได้คาดหวังไว้อย่างมีนัยสำคัญในตลาดการเงินของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นแต่ผลจะลดลงเมื่อระยะเวลาของอัตราดอกเบี้ยมากขึ้น

Poole and Rasche (2000) ทำการศึกษาปฏิบัติการจากตลาดเงินโดยแบ่งเป็นส่วนที่ตลาดคาดหวังและส่วนที่ตลาดไม่ได้คาดหวังเช่นเดียวกับงานของ Kuttner (2001) ซึ่งผลที่

ได้เหมือนกันที่ตลาดจะตอบสนองต่อสิ่งที่ไม่ได้คาดหวังไว้จากค่า Fed Funds Future ซึ่งเป็นตัวชี้วัดที่น่าเชื่อว่า ชาวชนิตใดจะกระทบต่อการดำเนินนโยบายการเงินหรือกระทบต่อการคาดการณ์ต่อการดำเนินนโยบายการเงินในอนาคต งานนี้สนใจในการเก็บข้อมูลเปรียบเทียบผลต่อตลาดอัตราดอกเบี้ย พบว่า ตลาดจะตอบสนองต่อข่าวทางปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจมหภาคมากกว่าการประกาศของคณะกรรมการธนาคารกลางของสหรัฐอเมริกา

Demiralp and Jordà (2004) ศึกษาเกี่ยวกับปฏิกิริยาของโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลต่อการประกาศผลการประชุมของธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา พบว่า ในวันที่มีการประกาศของคณะกรรมการกลางสหรัฐอเมริกา จะมีผลต่อการปรับตัวของตลาดมากกว่าวันอื่น ซึ่งการวัดพัฒนามาจากของ Kuttner (2001) ที่สรุปว่า ตลาดจะตอบสนองต่อสิ่งที่ไม่ได้คาดหวังไว้มากกว่า และระยะเวลาของพันธบัตรยิ่งยาวการตอบสนองจะลดน้อยลง โดยวิธีการ order probit ได้ถูกนำมาทดสอบความแม่นยำในการปรับระดับอัตราดอกเบี้ยเชิงนโยบาย

Clare and Courtenay (2001) เปรียบเทียบผลของปฏิกิริยาในตลาดการเงินทั้งตลาดอัตราดอกเบี้ย ตลาดหลักทรัพย์ของอังกฤษ ตลาดอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ช่วงเวลาก่อนและหลังการเป็นอิสระของธนาคารกลางอังกฤษ โดยใช้ข้อมูลระหว่างวัน (เปรียบเทียบที่ระยะเวลา 5 15 60 นาทีต่อเนื่องหลังจากการประกาศ) โดยแบ่งเป็นปฏิกิริยาระหว่างข่าวการตัดสินใจอัตราดอกเบี้ยกับข่าวทางเศรษฐศาสตร์มหภาคอื่น พบว่า ข่าวเกี่ยวกับการตัดสินใจเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยจะทำให้ตลาดมีปฏิกิริยาแตกต่างระหว่างก่อนและหลังการเป็นอิสระโดยที่ปฏิกิริยาที่ระยะเวลา 5 นาทีนั้นมีค่าสูงชันและมีนัยสำคัญ และตลาดการเงินจะสามารถปรับราคาได้เร็วกว่าปกติจากการประกาศที่ตรงเวลาและการสื่อสารที่ชัดเจนขึ้นของธนาคาร ในขณะที่ปฏิกิริยาต่อข่าวทางเศรษฐศาสตร์มหภาคจะให้ผลต่อตลาดต่างๆทุกตัวอย่างมีนัยสำคัญทุกช่วงระยะเวลาที่ 5 15 และ 60 นาที ตามลำดับ

นอกจากนี้ มีงานวิจัยของ Rigobon and Sack (2004) ซึ่งศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินต่อราคาสินทรัพย์ในตลาดเงินและตลาดหลักทรัพย์ โดยวิธี Heteroskedasticity ของ Shock จากนโยบายการเงิน พบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นจะทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนไปในทิศทางตรงข้ามซึ่งพบในดัชนี Nasdaq นโยบายการเงินแบบระยะสั้นยังมีผลต่ออัตราดอกเบี้ยของตลาดไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

ปฏิกิริยาของตลาดการเงินยังอาจถูกศึกษาในรูปแบบที่นำเครื่องมือในการสื่อสารต่างๆมาเปรียบเทียบดูว่ามีผลต่อตลาดอย่างไร โดยมักจะวัดในรูปแบบของผลของตลาดการเงินต่อผลการประชุมต่างๆ (Monetary Policy Statement) รายงานแนวโน้มเงินเฟ้อ (Inflation Report)

หรือบันทึกการประชุม (Minute) ซึ่งจะใช้เปรียบเทียบว่าเครื่องมือในการสื่อสารใดให้ผลต่อตลาดมากกว่ากัน

Guthrie and Wright (2000) ทำการทดสอบว่าผลของการสื่อสารของธนาคารกลางนิวซีแลนด์สามารถใช้เป็นส่วนหนึ่งในการดำเนินนโยบายการเงินได้แทนการตัดสินใจปรับอัตราดอกเบี้ยเชิงนโยบายได้ ตลาดการเงินของนิวซีแลนด์ตอบสนองต่อการสื่อสารได้เป็นอย่างดี และสามารถอธิบายได้ ไม่เหมือนกับการกระทำผ่านตลาดเงินที่ไม่สามารถอธิบายได้

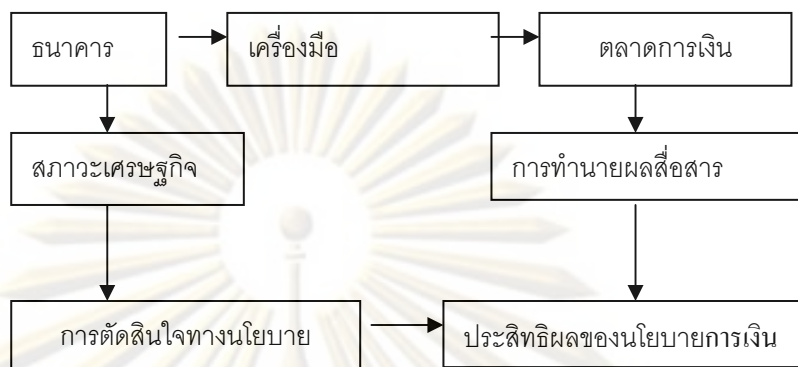
Reeves and Sawicki (2007) สนใจเปรียบเทียบช่วงเวลาในการออกเอกสารของธนาคารกลางประเทศอังกฤษว่าส่งผลต่อความผันผวนของตลาดได้โดยศึกษาผลของข้อมูลระหว่างวันและรายวันหลังเวลาในการสื่อสาร ได้ผลที่ว่า พบว่าบันทึกการประชุม (Minutes) และรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อเป็นผลให้ความผันผวนในตลาดเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ สามารถสังเกตจากข้อมูลระหว่างวัน

2.2.3 งานวิจัยในส่วนของความสามารถในการทำนายผลการตัดสินใจของธนาคารกลาง

จากกรอบความคิดอย่างแรกโดยคำนึงถึงผลของการปรับอัตราดอกเบี้ยต่อการเปลี่ยนแปลงของตลาดการเงินเท่านั้น งานอีกส่วนที่ขยายมาจากความโปร่งใสที่นำมาวิจัยเชิงประจักษ์ได้ คือการวัดความสามารถของตลาดในการทำนายผลการตัดสินใจของธนาคารกลาง (Predictability) โดยเริ่มแรกจะเป็นการทดสอบว่าอัตราดอกเบี้ยตลาดทำนายถูกหรือไม่ ซึ่งพัฒนาในรูปแบบที่มองตลาดการเงินเป็นส่วนสำคัญในการดำเนินนโยบายการเงินควบคู่ไปกับธนาคารกลาง ช่องทางการส่งผ่านไปยังระบบเศรษฐกิจจริงจะผ่านการคาดหวังของตลาดการเงินนั่นเอง สามารถสรุปเป็นแผนภาพได้ดังนี้

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

แผนภาพที่ 2.5 ความเชื่อมโยงกันระหว่างการสื่อสารที่มีต่อธนาคารกลาง



ความคิดทางทฤษฎีนั้นธนาคารกลางควรเป็นศูนย์กลางในการปรับการคาดหวังของตลาดการเงินให้ได้ โดยการที่จะตัดสินใจทางนโยบายการเงินควรออกเอกสารให้มีความชัดเจนในรูปแบบเชิงปริมาณให้ตลาดคาดการณ์การตัดสินใจให้ได้ งานวิจัยเชิงประจักษ์จะใช้ข้อมูลอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินระยะสั้นโดยทั่วไปมักไม่เกิน 6 เดือนมาทำการวัด

งานวิจัยในส่วนนี้จะพยายามแสดงว่า ธนาคารกลางที่มีความโปร่งใสขึ้นในการดำเนินนโยบายการเงินจะทำให้ตลาดคาดการณ์การตัดสินใจได้ดีขึ้น วิธีการวัดจะใช้วิธีการวัดการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยโดยตั้งเกณฑ์ที่ทำให้เกิด Shock ในระบบเมื่อการเปลี่ยนแปลงของราคาเกิน 2 เท่าของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน หรือ เกินจากค่า 12.5 basis point

Ross (2002) ได้วัดการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยของ EONIA ของยุโรป แล้วใช้วิธีการวิเคราะห์ด้วยวิธี Hit Rate และ นับเป็นร้อยละ แล้วนำไปเปรียบเทียบกับอัตราดอกเบี้ยตลาดของทางสหรัฐอเมริกาและอังกฤษพบว่า ธนาคารกลางยุโรปมีการคาดเดาจากตลาดได้น้อยที่สุด โดยเฉพาะอย่างยิ่ง เมื่อมีการปรับอัตราดอกเบี้ยมาก อย่างไรก็ตามงานวิจัยนี้สรุปว่าโดยส่วนมากนั้นตลาดจะมีความสามารถในการทำนายการตัดสินใจในอัตราดอกเบี้ยของทั้งสามธนาคารกลางได้ดีจากความน่าเชื่อถือที่มีต่อธนาคารกลางนั้น

Perez-quiros and Sicilia (2002) ได้เพิ่มวิธีการศึกษาเกี่ยวกับการทำนายผลด้วยการใช้ชุดของอัตราดอกเบี้ยตลาดทั้งข้ามคืนไปจนถึง 3 เดือน แล้วนำไปศึกษา Shock ของการตัดสินใจทางนโยบายการเงิน พบว่า

นโยบายการเงินสามารถมีผลต่อตลาดไม่มากนักเมื่อเทียบกับข่าวทางเศรษฐกิจอื่น ตลาดการเงินคาดเดาผลของการตัดสินใจได้เป็นอย่างดี โดยนำไปเปรียบเทียบกับธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา

Wilhelmsen and Zaghini (2005) เปรียบเทียบข้อมูลของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของตลาดการเงินเพื่อใช้ทำนายผล 14 ธนาคารกลาง ศึกษาธนาคารกลางหลักสามแห่ง คือ สหรัฐอเมริกา อังกฤษ และ สหภาพยุโรป กับธนาคารกลางที่ใช้นโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ พบว่า

1. วันที่มีการตัดสินใจนโยบายทางการเงินนั้นจะมีผลต่อตลาดทั้งความผันผวนกับระดับอัตราดอกเบี้ย
2. ตลาดการเงินสามารถทำนายผลของธนาคารกลางของยุโรป อังกฤษ และ สหรัฐอเมริกาได้ดี
3. วิธีการศึกษาทางเศรษฐมิติแสดงว่าอัตราดอกเบี้ยทางตลาดการเงินปัจจุบันสามารถคาดการณ์ได้ล่วงหน้าถึงการตัดสินใจทางนโยบายการเงินได้เป็นอย่างดี

นอกจากนี้ยังพบว่าการศึกษาตลาดการเงินที่มีความผันผวนสูงต้องใช้อัตราการวัด Shock ที่ค่าเกินกว่า 2 เท่าของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน จึงจะวัดได้ถูกต้อง

2.2.4 งานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับผลของการสื่อสารต่อตลาดการเงิน

งานวิจัยกลุ่มนี้มีจุดเริ่มจากการดูผลของการสื่อสารจากทั้งบุคคลและเครื่องมือในการสื่อสารที่แต่ละธนาคารใช้ โดยมีตั้งแต่การวัดกลยุทธ์ในการสื่อสาร ผลของการสื่อสารที่ส่งผ่านตลาด และการคาดเดาของตลาดภายหลังจากมีการสื่อสารของธนาคารกลางเอง สิ่งที่เป็นแนวคิดที่นำมาทดสอบจะเป็น ความโปร่งใสของธนาคารกลาง และ ประสิทธิภาพในการสื่อสาร ซึ่งงานในกลุ่มนี้เริ่มมีมากขึ้นเมื่อขึ้นศตวรรษที่ 21 จากสาเหตุที่ว่า ข้อมูลในการวัดผลมีมากพอจะประมาณทางสถิติทั้งในแง่ของระดับราคาสินทรัพย์และความผันผวนของราคาสินทรัพย์นั้น

Jansen and de Haan (2004) กล่าวถึง ผลของการสื่อสารของธนาคารกลางยุโรปในแง่บุคคลและแต่ละธนาคารกลางของประเทศที่เป็นสมาชิกของสหภาพยุโรปจากข้อมูลในช่วงปี ค.ศ. 1999 ถึง 2002 โดยดูว่าการสื่อสารมีความแตกต่างกันไหมในเอกสารที่พูดถึงนโยบายการเงิน และค่าเงินยูโร โดยพบว่ามีความขัดแย้งทางความคิด (Contradictory) มากในส่วนของนโยบายการเงินที่กล่าวถึง อัตราดอกเบี้ยนโยบาย อัตราเงินเฟ้อ และอัตราเงินเฟ้อจริงเติบโต

ของเศรษฐกิจ แต่จากช่วงเวลาที่ผ่านมา พบว่า อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะมีความคิดต่างกันใน การสื่อสารน้อยลงซึ่งทำให้ตลาดสับสนน้อยลง นอกจากนี้กลยุทธ์ในการสื่อสารของผู้บริหารของ ธนาคารกลางยุโรปจะมีความแตกต่างจากเจ้าหน้าที่ธนาคารกลางของชาติที่เป็นสมาชิกในแต่ละ ประเทศ

งานวิจัยของ Kohn and Sack (2003) ได้แยกศึกษาผลของการสื่อสารจาก ธนาคารกลางสหรัฐอเมริกาเป็น 3 ชนิด คือ รายงานผลของคณะกรรมการ รายงานของท่าน ประธาน Greenspan ต่อสภา Congress และสุนทรพจน์ของท่านประธาน Greenspan กับ ปฏิกริยาของตลาดการเงินอิงจากผลข้อมูลรายวันโดยแต่ละชนิดยังแยกเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนที่ เกี่ยวกับเศรษฐกิจ กับส่วนที่เกี่ยวกับการดำเนินนโยบาย พบว่า รายงานต่อสภา Congress ของ Greenspan มีผลต่อระดับความผันผวนต่อตลาดพันธบัตรและตลาดล่วงหน้าเกี่ยวกับพันธบัตร ทั้งระยะสั้นและระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญ ในส่วนสุนทรพจน์ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญ และ รายงานของคณะกรรมการของธนาคารกลางมีผลในระยะสั้นกว่ากล่าวคือ ไม่มีผลเมื่อระยะเวลา มากกว่า 2 ปี โดยสิ่งที่ใช้กำหนดเป็นวันที่มีการประชุมหรือช่วงวันที่มีการตัดสินใจ

การดูการตอบสนองของตลาดจากการสื่อสารได้ถูกนำไปเปรียบเทียบกับ การตัดสินใจดำเนินนโยบายการเงินเช่นกัน Gürkaynak et al. (2005) ทำการศึกษาการประกาศผล การประชุมของธนาคารกลางข้อมูลระหว่างวันพบว่า ราคาของสินทรัพย์ไม่เพียงแต่จะตอบสนอง ต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบันยังขึ้นกับการสื่อสารถึงแนวโน้มในอนาคตที่มีผลต่อการปรับ อัตราดอกเบี้ยล่วงหน้าได้ โดยแนวโน้มในอนาคตจะส่งผลกระทบต่อระดับราคาของพันธบัตรระยะยาว นอกจากนี้ยังได้ผลว่าข้อมูลระหว่างวันกับข้อมูลรายวันให้ผลไม่แตกต่างกันมากนักในสภาวะการณ์ ทั่วไป ยกเว้นว่าการประกาศผลของนโยบายการเงินตรงกับ การประกาศอัตราว่างงาน

งานแบบที่สองจะเกี่ยวเนื่องจากการใช้คำพูดซึ่งเป็นข้อมูลเชิงคุณภาพข้างใน เอกสารมาตีความเป็นดัชนีซึ่งเป็นตัวแปรทางปริมาณกล่าวคือจับคำสำคัญของการสื่อสารรูปแบบ ที่สนใจมาประเมินว่าเกี่ยวข้องกับ การตัดสินใจทางนโยบายการเงินอย่างไรตั้งเป็นลำดับขั้นเพื่ง แพร่หลายมาช่วง 2-3 ปีหลังนี้ (การตั้งดัชนีคำพูดจากคำเป็นตัวเลข จะกำหนดจากผู้วิจัยร่วมกันโดย สังเกตไปที่คำสำคัญ) โดย Ehrmann and Fratzcher (2007) Heinemann and Ullrich (2006) Rosa and Verga (2007) Rozkrut et al. (2007) โดยต่างคนมีวิธีและจุดประสงค์ในการวัดที่ แตกต่างกัน

งานวิจัยของ Ehrmann and Fratzcher (2007) เป็นการวัดการสื่อสารจากการสื่อสารทุกประเภทจากข้อมูล Reuter Newswire ของคณะกรรมการที่มีอำนาจในการลงนาม ระหว่างการประชุมของธนาคารกลางหลักของสหรัฐอเมริกา ยุโรป และ อังกฤษ โดยการสื่อสารจะถูกแบ่งเป็น 2 ส่วนคือ ส่วนที่เกี่ยวกับสถานะเศรษฐกิจ (Economic Outlook) และ ส่วนที่เกี่ยวกับนโยบายการเงิน (Monetary policy) ซึ่งพัฒนาการสร้างมาจากงานวิจัยของ Kohn and Sack (2003) ที่ได้กล่าวมาในข้างต้น เพียงแต่นำส่วนสำคัญของการสื่อสารมาเป็นลำดับ [-1, 0, 1] (ดัชนีทั้ง 2 ส่วนความหมายไม่เหมือนกัน กล่าวคือ -1 0 1 หมายถึง เศรษฐกิจแย่ลง ปกติ และ ดีขึ้น สำหรับการมองสถานะเศรษฐกิจ ในขณะที่สำหรับในส่วนของนโยบายการเงิน จะเป็น คาดว่านโยบายการเงินผ่อนคลายเป็นปกติ และ แบบตึงตัว) เพื่อทดสอบ 3 ส่วน คือ ความสม่ำเสมอในการสื่อสาร ความสามารถในการทำนายผลการตัดสินใจของธนาคารกลางจากมุมมองของตลาดการเงิน และ ปฏิกริยาตอบสนองของราคาสินทรัพย์ต่อการสื่อสารของเจ้าหน้าที่ธนาคารกลาง

ผลที่ได้นำมาสรุปถึงกลยุทธ์การสื่อสารและประสิทธิผลโดยเปรียบเทียบ โดยพบว่า ประสิทธิภาพของการสื่อสารที่วัดจากความสามารถในการทำนายผลและปฏิกริยาในการตอบสนองของตลาดจะมีสูงมากในธนาคารกลางสหรัฐอเมริกาและยุโรป ถึงแม้ว่ารูปแบบการสื่อสารจะแตกต่างกัน ส่วนที่ใช้ดัชนีมาวัดโดยตรงคือ ส่วนความสม่ำเสมอในการสื่อสาร และ ปฏิกริยาตอบสนองจากตลาด ซึ่งใช้วิธี EGARCH มาวัดผลทั้งระดับราคาสินทรัพย์ และความผันผวนของราคาสินทรัพย์นั้น ทั้งในตลาดพันธบัตร ตลาดหลักทรัพย์ และ ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน ได้ผลว่า ปฏิกริยาตอบสนองที่ระยะสั้นของอัตราดอกเบี้ยมีนัยสำคัญทั้งสามธนาคารกลาง แต่ของสหรัฐอเมริกาตลาดหลักทรัพย์มีการตอบสนองอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ที่เน้นการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจ นอกจากนี้ยังทำการวัดกลยุทธ์ที่แตกต่างกันว่ามีผลแตกต่างกันอย่างไรบ้างโดยพิจารณาเปรียบเทียบการสื่อสารแบบแยกความคิดอิสระ (Individualistic Approach) ซึ่งเป็นรูปแบบที่ใช้ในสหรัฐอเมริกาและอังกฤษ และการสื่อสารเป็นรูปแบบเดียวกันของคณะกรรมการของยุโรป (Collegial Approach) พบว่าให้ผลที่ไม่แตกต่างกันนัก โดยมีเงื่อนไขที่ว่า การสื่อสารอย่างเป็นอิสระต้องทำให้ตลาดทราบว่าใครน่าเชื่อถือที่สุด แล้วจะมีประสิทธิผลทางนโยบายเหมือนกัน

สำหรับงานโดยเปรียบเทียบของประเทศที่กำลังพัฒนาที่มีต้นแบบจากงานนี้เป็นงานของ Rozkrut et al. (2007) ศึกษาสามประเทศ คือ โปแลนด์ ฮังการี และ เชก โดยใช้วิธีแบบเดียวกันในการพิจารณาได้ผลที่แตกต่างออกไปโดยพบว่า การตัดสินใจทางนโยบายการเงินมักไม่

ตรงกับการสื่อสารก่อนหน้านั้นในระหว่างการประชุม โดยสิ่งที่เพิ่มขึ้นมาจากงานของ Ehrmann and Fratzcher นั้น ได้รวมเอกสารที่ผ่านความคิดเห็นของผู้ว่าธนาคารกลางรวมทั้งของกรรมการแต่ละคนด้วยในการพิจารณา และมีการจัดดัชนีในส่วนของสื่อสารที่เกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มเติมมา การวัดความสม่ำเสมอในการสื่อสารได้ให้ผลที่แตกต่างออกไป การสื่อสารของธนาคารกลางของเชกที่มาจากผู้ว่าธนาคารกลางสามารถสื่อสารนำทางตลาดได้ค่อนข้างดี ในขณะที่กรณีของโปแลนด์และฮังการีนั้น การสื่อสารมีความโน้มเอียงไปทางการเพิ่มอัตราดอกเบี้ย โดยมีค่ามากที่ประเทศโปแลนด์ ซึ่งแสดงว่าธนาคารกลางของโปแลนด์มองว่าเศรษฐกิจจะโตได้มากกว่าความเป็นจริงที่ควรจะเป็น ส่วนของการสื่อสารเกี่ยวกับสถานะเศรษฐกิจและอัตราแลกเปลี่ยนนั้น ผลที่ได้แตกต่างกันโดยธนาคารกลางของเชกออกพยายามสื่อสารที่ว่าค่าเงินควรจะอ่อนค่าลง ในส่วนของฮังการีนั้นกลับต้องการให้ค่าเงินแข็งขึ้น ธนาคารกลางของโปแลนด์มีมุมมองว่าค่าเงินอยู่ในระดับที่เหมาะสม

การวัดความสม่ำเสมอในการสื่อสารของธนาคารกลางพบว่าให้ผลที่แตกต่างกัน โดยธนาคารกลางของฮังการีจะไม่มีค่าสม่ำเสมอในการสื่อสารเมื่อเทียบกับธนาคารของสองประเทศ เพราะว่าการสื่อสารของฮังการีมักเป็นห่วงเป้าทางอัตราแลกเปลี่ยนด้วยเช่นกัน

ผลของปฏิกริยาของตลาดการเงินต่อการสื่อสาร โดยได้รวมปัจจัยที่ตลาดไม่ได้คาดหวังไว้ทั้งทางด้านข้อมูลทางเศรษฐกิจและการตัดสินใจทางนโยบายการเงิน โดยตลาดการเงินที่ถูกนำมาทดสอบของทั้ง 3 ประเทศถูกจำกัดที่โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยที่ 1 2 และ 5 ปี ในระยะสั้นจะใช้ค่าอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคาร (Inter bank offer rate) ระยะเวลา 3 เดือน และ 6 เดือน โดยพบว่า การสื่อสารของธนาคารกลางมีผลต่อระดับราคาของสินทรัพย์แต่ไม่ได้เป็นรูปแบบเดียวกัน และทั้ง 3 ธนาคารกลาง ให้ผลแต่ในระยะที่สั้นมาเพียง 3 เดือน

งานวิจัยของ Rosa and Verga (2007) ได้ศึกษาประเด็นด้านความสม่ำเสมอในการสื่อสารและประสิทธิผลในการสื่อสารจากเอกสารที่ออกรายเดือนของประธานธนาคารกลางของยุโรปต่อผลของ Repo Rate และ Euribor Rate ว่าเป็นอย่างไร การทำดัชนีคำพูดในเอกสารแตกต่างจากงานอื่นที่กล่าวมาข้างต้น คำพูดสำคัญ ถูกแบ่งเป็น 5 ระดับ[-2,-1,0,1,2] (ค่ายิ่งมายิ่งส่งผลต่ออัตราเงินเฟ้อ ซึ่งเป็นผลให้ต้องขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ค่าน้อยจะให้ผลในทางกลับกัน) และไม่ได้แบ่งเป็น 2 ส่วน ใช้เพียงส่วนเดียวมาวิเคราะห์ การสร้างดัชนีจากคำพูดจะใช้ความคิดของผู้วิจัย 2 คน มาเฉลี่ยโดยตรง ทั้งวิธีทางสมการถดถอยปกติ และ Order Probit Model โดยถึงแม้ว่าจะใช้วิธีที่ต่างกันกลับได้ผลที่สอดคล้องกัน กล่าวคือ ผลของการสื่อสารตรงกับคำพูดที่ธนาคารกลางกระทำจริง

ในส่วนของการวัดประสิทธิผลที่มาจากการสื่อสารนั้นจะใช้สมการถดถอยทั้งแบบที่มีเพียงดัชนีอย่างเดียวเป็นตัวแปรกับดัชนีร่วมกับปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์มหภาคเปรียบเทียบกับ การเปลี่ยนของอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงิน พบว่าดัชนีเป็นส่วนเติมเต็มในการปรับเปลี่ยนจาก ปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์มหภาคแต่ไม่สามารถอธิบายการปรับอัตราดอกเบี้ยด้วยดัชนีเพียงอย่าง เดียว สรุปได้ว่าการสื่อสารช่วยปรับความเข้าใจในการใช้นโยบายการเงินของธนาคารกลางยุโรป แต่ไม่ใช่จะทดแทนการปรับอัตราดอกเบี้ยจริงได้

Heinemann and Ullrich (2006) วิเคราะห์ถ้อยคำในแนวทางที่แตกต่างออกไป โดยในแต่ละคำที่มักจะปรากฏในเอกสารของธนาคารกลางยุโรปไปวัดทางสถิติว่าคำใดมีผลต่อการ ตัดสินใจในขนาดของธนาคารกลาง ได้แล้วนำไปวิเคราะห์ความแปรปรวน (Analysis of variance) คำพูดที่มีนัยสำคัญผลจะถูกนำไปใส่ในแบบจำลองเพิ่มในแบบ Order Probit พบว่า สามารถอธิบายการตัดสินใจในนโยบายการเงินได้ดีขึ้น แต่ถ้าแบบจำลองขึ้นอยู่กับคำพูดเพียง อย่างเดียวจะไม่สามารถอธิบายได้ดีเท่าแบบจำลองเดิม คำพูดในเอกสารเป็นเพียงส่วนช่วยเข้าใจ อนาคตการตัดสินใจได้ดีขึ้นเท่านั้น ซึ่งผลที่ได้ไม่แตกต่างจากงานของ Rosa and Verga

Sahminan (2008) ได้ทำการศึกษาเปรียบเทียบการสื่อสารเฉพาะในส่วนของ แนวโน้มนโยบายการเงินระหว่างธนาคารแห่งประเทศไทยและอินโดนีเซีย จากเอกสารผลการ ประชุมและการสัมภาษณ์ของกรรมการก่อนการประชุม จัดทำเป็นตัวแปรหุ่น 6 ตัว แยกออกเป็น 2 ด้าน ด้านแนวโน้มการเงินมี 3 ตัว คือ แนวโน้มขึ้น ลง และกลาง เช่นเดียวกับสภาวะเศรษฐกิจ มี 3 ตัวเช่นกัน ใช้แบบจำลอง EGARCH(1,1) เช่นเดียวกับ Ehrmann and Fratzcher (2007) โดย ข้อมูลทางด้านตลาดการเงินนั้นใช้ Interbank Rate ที่หลายช่วงเวลา ระยะเวลาสั้นไม่เกิน 1 ปี พบว่า ประสิทธิภาพเมื่อดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นมีประสิทธิภาพดีกว่านโยบายการเงินแบบตึง ตัว

ศูนย์วิจัยทรัพยากร

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

การดำเนินงานวิจัยนี้นั้นจะมุ่งเน้นไปที่ผลการประชุม กนง. โดยเริ่มจากการนำเนื้อหาในเอกสารมาทำการแยกประเภทการสื่อสาร และในแต่ละประเภทนั้นจะทำการวัดโดยให้ค่าเป็นรหัสทิศทาง จากนั้นจึงนำมาศึกษาตัวแปรที่สนใจศึกษาในแบบจำลอง โดยการวิจัยครั้งนี้ยังได้นำตัวเลขการคาดการณ์ที่ได้จากรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อมาประกอบการพิจารณาด้วย

3.1 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ ที่ได้มาจากการรวบรวมจากฐานข้อมูลของ ธปท. โดยแบ่งเป็น

1. ข้อมูลเอกสารผลการประชุม กนง. รวมเป็น 64 ครั้ง เริ่มจาก ฉบับแรก เดือน พ.ศ. 2543 ถึง เดือนธันวาคม 2550 แต่นำมาวิเคราะห์ถึงแนวโน้มเพียง 63 ครั้ง ไม่รวมครั้งแรก
2. รายงานแนวโน้มเงินเฟ้อ จะมีทั้งสิ้น 30 ฉบับนับตั้งแต่ กรกฎาคม พ.ศ.2543- ตุลาคม พ.ศ. 2550

สำหรับข้อมูลอัตราผลตอบแทนของตลาดเงิน โดยแยกได้ดังนี้

1. ตลาดพันธบัตร ข้อมูลนั้นจะรวบรวมข้อมูลด้านอัตราดอกเบี้ยรายวันที่เกี่ยวข้องกับเอกสารผลการประชุม กนง. ทั้งวันที่ประกาศ ก่อนหน้า 1 วัน และ 2 วัน รวมเป็น 189 ครั้งซึ่งจะนำมาจัดทำเป็นอัตราแลกเปลี่ยนนอกระบบ นอกจากนี้ยังวัดเกี่ยวกับการเผยแพร่รายงานแนวโน้มเงินเฟ้ออีกด้วย ทั้งวันที่ประกาศ ก่อนหน้า 1 วัน และ 2 วัน
2. ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ใช้ราคาปิด นำค่าที่ราคาปิด ก่อนหน้า 1 วัน และ 2 วัน รวมเป็น 189 ครั้ง มาจัดทำอัตราผลตอบแทนเช่นกัน
3. อัตราแลกเปลี่ยน ใช้ข้อมูลจาก Bloomberg โดยใช้ค่าเฉลี่ยของราคาสูงกับราคาต่ำของวัน รวมถึงค่าเฉลี่ยก่อนหน้า 1 วัน และ 2 วัน รวมเป็น 189 ครั้ง มาจัดทำอัตราผลตอบแทนเช่นกัน

3.2 การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาคั้งนี้จะเริ่มจากการวัดผลของการสื่อสารเกี่ยวกับแนวโน้มเงินเฟ้อของ ธปท. โดยมีดัชนีเปลี่ยนคำพูดสำคัญเป็นตัวเลข จากนั้นนำดัชนีผลของการสื่อสารไปวัดความสัมพันธ์ระหว่างคำพูดกับการกระทำของ ธปท. ในส่วนสุดท้ายจะเป็นการตอบคำถามที่เกี่ยวข้องกับปฏิริยาของตลาดการเงินต่อผลของการสื่อสาร ตามลำดับ การสื่อสารที่กล่าวถึงของ ธปท. นั้นจะหมายถึงผลการประชุมของกกนง. ซึ่งเป็นเอกสารอย่างเป็นทางการ เอกสารที่เป็นทางการนั้นจะเผยแพร่ออกมาเมื่อมีข้อตกลงในการตัดสินใจร่วมกันและเกี่ยวข้องกับกระบวนการเรียนรู้จากตลาด งานวิจัยนี้จึงจำกัดลักษณะการสื่อสารลงจากงานของต่างประเทศที่สามารถวัดได้หลากหลายรูปแบบมากกว่าการสื่อสาร การวิจัยนี้จะใช้อิงตามวิธีการศึกษาของ Ehrmann and Fratzscher (2007) เป็นหลัก ดังจะกล่าวรายละเอียดในส่วนของแบบจำลอง

จากที่ได้กล่าวถึงข้อมูลที่จะนำมาวัดในส่วนที่ ธปท. เริ่มตั้งแต่ 23 พฤษภาคม พ.ศ.2543- ธันวาคมพ.ศ.2551 เอกสารจะมีคำพูดสำคัญที่นำมาพิจารณาโดยมีความยาว 1 หน้ากระดาษ ไม่มีแผนภาพ ซึ่งสาธารณชนสามารถทำความเข้าใจได้ไม่ยากนัก ในส่วนข้อมูลที่มาจกตลาดการเงินนั้น สำหรับตลาดพันธบัตรและดัชนีตลาดหลักทรัพย์นั้นจะนำชุดข้อมูลที่มีการเปลี่ยนแปลงราคาระหว่างวันที่มีก่อนหน้าผลการประชุมกับวันที่มีการประชุมโดยค่าที่ได้จะเป็นชุดข้อมูลใหม่ที่มีจำนวน 64 ครั้งเท่ากันซึ่งจะถูกนำไปศึกษาในส่วนของปฏิริยาของตลาดการเงิน ข้อมูลในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนจะใช้ค่าเฉลี่ยดังที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น

3.2.1 การเปลี่ยนแปลงคำสำคัญให้เป็นดัชนี

การวิจัยนี้จะทำปรับการวัดการสื่อสารจากแบบจำลองเดิม Ehrmann and Fratzcher (2007) เสนอไว้โดยแบ่งคำพูดสำคัญออกเป็น 2 ส่วนที่นำมาแปลงเป็นดัชนี ส่วนที่ 1 เป็นการพูดถึงนโยบายการเงินที่เกิดขึ้นและจะมีต่อไปในอนาคตอันใกล้ (Monetary Policy outlook) ส่วนที่ 2 เป็นการพูดเกี่ยวกับเศรษฐกิจโดยภาพรวม ซึ่งสะท้อนถึงการบรรลุเป้าหมายในการรักษาเสถียรภาพราคาในระยะกลางและระยะยาวเสนอไว้ อย่างไรก็ตาม ธปท. มีลักษณะการสื่อสารเกี่ยวกับนโยบายการเงินที่เน้นแตกต่างจากรณีของธนาคารกลางของประเทศที่แบบจำลองเดิมใช้ศึกษาไว้ โดยแบ่งออกเป็น 3 ส่วน คือ

1. ส่วนที่พูดเกี่ยวกับนโยบายการเงิน (Monetary Policy Outlook) เกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยว่าเป็นอย่างไรโดยตรง
2. ส่วนที่พูดเกี่ยวกับสภาวะเงินเฟ้อ (Inflation Outlook) ซึ่งมีผลต่อตลาดเช่นกัน
3. ส่วนที่พูดเกี่ยวกับสภาวะการเติบโตทางเศรษฐกิจ (Growth Outlook)

ในแต่ละส่วนของผลการประชุม กนง. จะมีคำสำคัญที่พูดถึงทุกครั้ง แต่ไม่จำเป็นว่า ธปท. จะต้องสื่อสารครบทุก 3 ส่วน ในครั้งที่ไม่ได้พูดถึงนั้นจะไม่มีคำ ซึ่งคำเหล่านี้จะนำไปใช้ใน ส่วนต่อไปในการวัดปฏิริยาและความสม่ำเสมอในการสื่อสาร

ค่าดัชนีของนโยบายการเงิน C^{MP}

- เท่ากับ 1 มีแนวโน้มขึ้นอัตราดอกเบี้ย
- เท่ากับ 0 มีแนวโน้มคงอัตราดอกเบี้ยหรือไม่ได้สื่อสาร
- เท่ากับ -1 มีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ย

ค่าดัชนีของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานโดยรวม C^C

- เท่ากับ 1 เงินเฟ้อมีแนวโน้มสูงขึ้น
- เท่ากับ 0 เงินเฟ้ออยู่ในระดับปกติหรือไม่ได้สื่อสาร
- เท่ากับ -1 เงินเฟ้อมีแนวโน้มลดลง

ค่าดัชนีของสภาวะการเจริญเติบโตโดยรวม C^G

- เท่ากับ 1 อัตราการเติบโตสูงขึ้น
- เท่ากับ 0 อัตราการเติบโตอยู่ในระดับปกติหรือไม่ได้สื่อสาร
- เท่ากับ -1 อัตราการเติบโตลดลง

การวัดการสื่อสารที่ไม่สามารถวินิจฉัยถึงทิศทางได้ให้ถือว่าไม่มีความชัดเจนในการสื่อสารครั้งนั้น จะเป็น 0 ซึ่งในส่วนท้ายของการวิเคราะห์นั้นจะทดสอบผลของความชัดเจนในการสื่อสารแต่ละประเภท

อย่างไรก็ดี จากการวัดผลนั้นจะทำการเปรียบเทียบกับเอกสารผลการประชุมครั้งก่อนหน้าแล้วนำมาตัดสินใจอีกที เพื่อทดสอบถึงทิศทางที่แท้จริง เพราะในบางครั้งอาจเข้าใจผิดได้ ยกตัวอย่างเช่น เศรษฐกิจขยายตัวดี จะให้รหัสเป็น 0 ได้ ถ้าครั้งก่อนหน้านั้น ใช้น้ำหนักในการทำนองว่าเศรษฐกิจขยายตัวได้ดี แต่อัตราเติบโตถ้าเร่งขึ้น หรือสูงขึ้นมาก จะให้รหัสเป็น 1

โดยที่การวิเคราะห์หาค่าตัวเลขนี้ผู้วิจัยจะกระทำตรวจสอบ 2 คน ร่วมกับอาจารย์ที่ปรึกษาเพื่อที่ให้ผลที่ได้ผิดพลาดน้อยที่สุด ในการอ่านจะทบทวนทั้งเอกสารผลการประชุมแต่ละครั้งควบคู่ไปกับครั้งก่อนหน้านั้น

3.2.2 สมการแบบจำลองและสมมติฐานที่เกี่ยวข้องในการทดสอบปฏิกริยาของตลาดการเงินต่อการสื่อสาร

ปฏิกริยาจากตลาดการเงินเป็นสิ่งที่วัดถึงประสิทธิผลของการสื่อสารได้อีกประการหนึ่งถ้า การสื่อสารสามารถที่จะปรับระดับราคาสินทรัพย์ในตลาดเป็นแบบที่ธนาคารกลางตั้งใจไว้ โดยที่ปัจจัยที่มีผลต่อระดับราคาสินทรัพย์โดยรวม คือ ข่าวทางเศรษฐกิจมหภาค การตัดสินใจทางนโยบายการเงินที่ไม่ได้คาดหวังไว้ (Monetary Policy Shock) ซึ่งต้องถูกนำมาควบคุมไว้ด้วยเพื่อจะได้ดูผลของการสื่อสารที่กระทบต่อค่าการเปลี่ยนแปลงของราคาสินทรัพย์ได้ โดยนำดัชนีที่ถูกสร้างขึ้นจากส่วนที่ 6.1 มาแล้วนำค่าไปใส่ในแบบจำลองเพื่อวัดปฏิกริยาการสื่อสารของตลาด สิ่งที่สนใจที่จะวัด มี 2 ข้อ คือ ระดับราคาของสินทรัพย์ และ ความผันผวนของราคาสินทรัพย์

3.2.2.1 การทดสอบกับเอกสารผลการประชุม กนง.

หลังจากสร้างชุดดัชนีจากเอกสารดังกล่าวแล้วนั้น จะทำการทดสอบผ่านแบบจำลอง EGARCH(1,1) ที่พัฒนามาจาก Ehrmann and Fratzcher (2007) โดยมีสมการที่เกี่ยวข้อง ทั้งสมการค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์และสมการความแปรปรวนดังนี้

$$\Delta r_t = \alpha + \lambda \Delta r_{t-1} + \beta^C C_t^C + \beta^G C_t^G + \beta^{MP} C_t^{MP} + \delta X_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$\ln(h_t) = \omega + \theta_1 \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} \right) - \sqrt{\frac{2}{\pi}} + \theta_2 \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} \right) + \theta_3 \ln(h_{t-1}) + \kappa^C C_t^C + \kappa^G C_t^G + \kappa^{MP} C_t^{MP} \quad (2)$$

ในส่วนสมการที่ 1 ทางขวามือจะแบ่งออกเป็น 3 ส่วน คือ การแปลงค่าพูดเป็นดัชนี ทั้งคำพูดเกี่ยวกับนโยบายการเงิน และ คำพูดเกี่ยวกับสภาวะทางเศรษฐกิจ ส่วนที่สอง คือ

การเกิดเหตุการณ์ที่ตลาดไม่คาดคิด(Shock) ไม่ว่าจะเป็นทางการตัดสินใจทางนโยบายการเงิน การประกาศตัวเลขทางเศรษฐกิจของหน่วยงานที่รับผิดชอบ

สมการที่ 1 เป็นการแสดงผลของการเปลี่ยนระดับของสินทรัพย์โดย

$r_t = (a_t - a_{t-1}) / a_{t-1}$ เป็นผลตอบแทนของราคาสินทรัพย์ทั้ง 3 ตลาดที่กล่าวไว้ข้างต้นโดยวัดเทียบกับเวลาทำการก่อนหน้า 1 วัน เมื่อให้ a_t เป็นราคาสินทรัพย์ ณ เวลา t สำหรับเหตุผลในการใช้อัตราผลตอบแทน แทนที่จะใช้ผลต่างแทนนั้นสามารถอธิบายได้จากที่ว่า งานวิจัยนี้สนใจถึงทิศทางมากกว่า แล้วการที่เปรียบเทียบผลต่างนั้นน่าจะตอบคำถามด้านการตอบสนองได้ไม่ชัดเจนเท่ากับอัตราผลตอบแทน เพราะว่า หากฐานเดิมของเดิมมีค่ามาก(น้อย) ผลต่างที่วัดได้มักมีค่ามาก(น้อย) กว่าเมื่อเปรียบเทียบกับค่าที่ฐานแตกต่างกันได้ จึงเหมือนกับการทำ Normalized นั้นเอง

C^{MP} C^C C^G ได้กล่าวไว้ก่อนหน้านี้

X_t เป็นเวกเตอร์ของตัวแปรหุ่นที่ควบคุมไว้ซึ่งอาจมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาสินทรัพย์ เช่น การประกาศข่าวตัวเลขที่สำคัญทางเศรษฐกิจ ยกตัวอย่างเช่น อัตราการว่างงาน เป็นต้น รวมถึง Monetary Policy Shock โดยวัดจากข้อมูลสำรวจความเห็นของนักเศรษฐศาสตร์ว่ามีความแตกต่างจากการตัดสินใจจริงของรพท.หรือไม่ โดยใช้การคาดการณ์ตามมัธยฐานของข้อมูล นำมาจาก Bloomberg's Economist Survey ซึ่งถ้าตรงวันจะให้มีค่าเป็น 1

สมการความแปรปรวนด้วย โดยสมการแบบ EGARCH(1,1) จะเป็นสมการในแบบที่ขึ้นกับความแปรปรวนในอดีตและค่าคลาดเคลื่อนในอดีตด้วยพร้อมกับใส่ความแปรปรวนที่เป็นผลจากเหตุการณ์ช่วงนั้นที่อาจเกิดขึ้นได้ โดยค่า C^C C^G และ C^{MP} จะนำมาใช้ทดสอบด้วยซึ่งเป็นข้อดีของแบบจำลอง EGARCH ที่ว่าสามารถนำตัวแปรที่สนใจนั้นมาทดสอบด้านความผันผวนได้

การที่เลือกใช้ EGARCH(1,1) นี้มีสาเหตุจาก

1. ข้อมูลทางตลาดการเงินค่าความคลาดเคลื่อนไม่คงที่และขึ้นอยู่กับการแปรปรวนและค่าคลาดเคลื่อนในอดีต

2. การที่จะใช้ GARCH ทั่วไปมีข้อจำกัดที่ว่าสัมประสิทธิ์อาจมีค่าเป็นลบได้ ซึ่ง Nelson (1991) ได้เสนอวิธี EGARCH แล้วพบว่าใช้ได้ดีกว่าข้อมูลตลาดการเงิน เพราะไม่มีข้อจำกัดเกี่ยวกับค่าสัมประสิทธิ์ดังกล่าวที่ห้ามเป็นจำนวนลบเพราะว่าแสดงอยู่ในรูปลอการิทึม ยกตัวอย่างเช่น การที่สัมประสิทธิ์ที่ได้จาก GARCH ปกติเป็นลบนั้น โดยที่ตัวความผันผวนนั้นต้องมีค่าเป็น

บวก จะทำให้ค่าคาดการณ์ภายใต้สมการปกติที่ติดเงื่อนไขที่เป็นลบไม่ได้ จึงมีค่าต่ำสุดค่าหนึ่งที่จะอาจลดเป็น 0 แต่ต้องไม่เป็นลบ ซึ่งปัญหานี้จะหมดไปถ้าเป็น EGARCH เพราะ เมื่อสัมประสิทธิ์เป็นลบจะแสดงว่า มีการตอบสนองต่อความผันผวนแต่เป็นในอัตราที่น้อยลงนั่นเอง นั้นจากนั้นได้มีการประยุกต์ใช้กับข้อมูลทางตลาดหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก ซึ่งในเชิงประจักษ์มักนิยมใช้เป็นแบบ EGARCH (1,1) ซึ่งเพียงพอต่อการอธิบายในความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในตลาดชนิดนั้นๆ

จากสมการที่ 1 สมมติฐานที่ตั้งมานั้นจะเป็นดังนี้

สัมประสิทธิ์ที่สนใจจากตัวแปรต้น	สมมติฐานที่สัมพันธ์กับตัวแปรตาม
β^{MP}	คาดว่าจะมีค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ
β^C	คาดว่าจะมีค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ
β^G	คาดว่าจะมีค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ

ถ้าเป็นไปตามที่คาดไว้แสดงว่าการสื่อสารสามารถปรับค่าความคาดหวังของตลาดได้ โดยจะใช้ผลของการวัดการสื่อสารทั้ง 3 ข้อมาสรุปถึงประสิทธิผลของการสื่อสารต่อไป

ประเด็นต่อมาคือการทดสอบว่าค่าความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินเปลี่ยนแปลงไปอย่างไรจากผลของการสื่อสารทั้งด้านนโยบายการเงินกับด้านการมองเศรษฐกิจไปข้างหน้า ซึ่งความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยสามารถสะท้อนถึงการดำเนินนโยบายการเงินได้ที่ว่าตลาดการเงินจะรับรู้ข้อมูลสาธารณะของธนาคารกลาง ซึ่งถ้าเป็นข้อมูลสำคัญจะต้องมีความผันผวนมากขึ้นในวันที่มีการสื่อสารเพื่อปรับความเข้าใจของตลาดการเงินให้ได้ตามที่ธนาคารกลางตั้งใจไว้

จากสมการที่ 2 จะได้

สัมประสิทธิ์ที่สนใจจากตัวแปรต้น	สมมติฐานที่สัมพันธ์กับตัวแปรตาม
K^C	คาดว่าจะมีค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ
K^G	คาดว่าจะมีค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ
K^{MP}	คาดว่าจะมีค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ

จากวิธีการศึกษาที่ได้กล่าวมา ผู้วิจัยคาดหวังว่าการสื่อสารที่เป็นระบบของธนาคารกลางนั้นจะมีผลต่ออัตราดอกเบี้ยของตลาดซึ่งจะถูกนำไปเปรียบเทียบกับสาเหตุอื่นที่มีผลต่อการเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยเหล่านั้นไว้ด้วย

การศึกษานี้ยังได้สนใจเปรียบเทียบผลของข้อมูลในช่วงที่ได้มีการปรับนโยบายกับไม่ปรับนโยบาย ในส่วนของเครื่องหมายของสัมประสิทธิ์ตัวแปรด้านการสื่อสาร 3 ประเภทที่ได้กล่าวไว้ จากนั้นจะนำไปศึกษาผลของความชัดเจนในการสื่อสารว่ามีผลต่อตัวกวนของระบบและทิศทางเป็นอย่างไร เมื่อเปรียบเทียบกับกรณีข้อมูลที่รวมที่ไม่ได้มีการแยกข้อมูลที่มีความชัดเจนออกจากชุดที่ไม่มีความชัดเจน ซึ่งจะเป็นการทดสอบนำไปสู่การใช้นโยบายการเงินในการสื่อสารได้ โดยที่ยังคงใช้แบบจำลอง EGARCH (1,1) ดั้งเดิม เพียงแต่นำสัมประสิทธิ์มาเปรียบเทียบเท่านั้น กล่าวคือ ถ้าเปรียบเทียบความชัดเจนในการสื่อสารด้านแนวโน้มเงินเฟ้อจะนำทิศทางและความมีนัยสำคัญของตัวแปรเงินเฟ้อมาเปรียบเทียบกับชุดข้อมูลรวม ซึ่งผลจะแสดงไว้ในบทต่อไป

3.2.2.2 การทดสอบกับผลของการเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์ในรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อ

ผลของการวิเคราะห์จากรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อ รายงานแนวโน้มเงินเฟ้อนั้นเป็นเอกสารที่เราสนใจศึกษานอกเหนือจากผลการประชุม กนง. เพราะมีตัวเลขที่บ่งบอกถึงการคาดการณ์ไปข้างหน้าอย่างชัดเจน แม้ว่าจะมีการสื่อสารของเอกสารเป็นแบบเดียวกันกับผลการประชุม กนง. ก่อนหน้านั้น สิ่งที่น่าสนใจคือต้องการจะเปรียบเทียบนอกจากผลของการสื่อสารแล้ว ตัวเลขจริงจะมีผลต่อตลาดหรือไม่ โดยจะพิจารณาที่การคาดการณ์ทั้งเส้นทางของทั้งอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานและอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ความแตกต่างระหว่างผลการประชุมกับรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อ คือ รายงานแนวโน้มเงินเฟ้อจะชี้แจงถึงอัตราเงินเฟ้อทั่วไปด้วยทุกครั้ง ในขณะที่ผลการประชุมมักกล่าวบ้างในบางครั้ง

อีกส่วนหนึ่งที่งานวิจัยนี้ได้กระทำคือการที่นำค่าเชิงปริมาณมาทำการวัดเทียบกับการสื่อสารจากเอกสารผลการประชุม กล่าวอีกทางหนึ่ง คือ ผลการประชุม บ่งบอกตลาดเชิงคุณภาพ ในขณะที่รายงานแนวโน้มเงินเฟ้อจะอธิบายเชิงคุณภาพจากผลการประชุมด้วยและบอกเชิงปริมาณจากกราฟและตัวเลขตามตารางต่างๆ สิ่งที่น่าจับตามองคือการสื่อสารแนวโน้มที่มีผลต่อการคาดการณ์ของตลาดเงินอย่างไร

การจะนำรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อนั้นจะจัดทำเป็นตัวแปรหุ่นว่าค่าที่ออกจากตารางนั้นจะได้มีการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนในตลาดการเงินหรือไม่ โดยจะทดสอบที่ระยะเวลา 1 ไตรมาส 1 ปี และ 2 ปีข้างหน้าแยกมาทดสอบกับสมการข้างล่าง เพื่อดูผลระยะสั้นจนถึงระยะกลางต่อตลาดการเงินทั้งหลาย ซึ่งเป็นการที่เกี่ยวข้องกับเป้าหมายโดยตรงของธปท. โดยจะสร้างตัวแปรหุ่นในวันที่มีการประกาศและก่อนหน้านั้น โดยให้เป็นดังนี้

$D_C=1$ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน

$D_G=1$ เมื่อ มีการเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยโต

แบบจำลองที่ใช้ทดสอบจะถูกปรับสมการที่ 1 และ 2 เป็นดังนี้

$$\Delta r_t = \alpha + \lambda \Delta r_{t-1} + a_1 D_{Ct} + a_2 D_{Gt} + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$\ln(h_t) = \omega + \theta_1 \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} \right) - \sqrt{\frac{2}{\pi}} + \theta_2 \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} \right) + \theta_3 \ln(h_{t-1}) + b_1 D_{Ct} + b_2 D_{Gt} \quad (4)$$

เหตุที่สนใจ ในด้านอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานและด้านอัตราดอกเบี้ยโต เพราะเป็นสิ่งที่ ธปท. ได้ดูแลอย่างใกล้ชิด และตลาดการเงินน่าจะใช้ข้อมูลจากการคาดการณ์นี้ปรับความเข้าใจในต่อไปด้วย โดยที่ค่าที่จะนำมาใช้เป็นเกณฑ์จะใช้ครั้งก่อนเทียบกับครั้งปัจจุบัน ยกตัวอย่างเช่น จะสร้างตัวแปรด้านอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเข้ามานั้นจากครั้งที่ 2 ที่คาดการณ์ 1 ไตรมาสข้างหน้า ค่ากลางอัตราเงินเฟ้อเป็น 2-2.5จะเทียบกับครั้งที่ 1 ที่ 1-1.5 กรณีนี้ ค่าตัวแปรหุ่นจะเป็น 1 แต่ถ้าเท่ากันที่ 2-2.5 จะเป็น 0 ซึ่งค่านี้สามารถดูได้จากตารางของแผนภาพรูปพัดของรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อ

ศูนย์วิจัยทรัพยากร

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ผลการศึกษาจะเริ่มต้นที่การวัดผลของการสื่อสารจากเอกสารที่เป็นทางการของ ธปท. 2 ประเภท คือ เอกสารผลการประชุม กนง. และรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อ โดยที่การวิเคราะห์ในเอกสารทั้ง 2 ประเภทนี้จะมีวิธีการที่แตกต่างกัน การวัดผลของการสื่อสารจากเอกสารผลการประชุม กนง. จะทำการแยกเนื้อความในเอกสาร 3 ประเภท คือ อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน สภาวะการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และ แนวโน้มนโยบายการเงิน ในแต่ละประเภทตั้งรหัสตัวเลขกำกับเพื่อที่จะนำไปสู่การทดสอบผลจากแบบจำลองในตลาดการเงิน 3 ประเภท คือ ตลาดพันธบัตร ตลาดหลักทรัพย์ และตลาดอัตราแลกเปลี่ยน โดยในการวิเคราะห์แต่ละตลาดนั้นจะแยกวิเคราะห์จากชุดข้อมูล 3 ชุดด้วยกัน คือ 1. ชุดข้อมูลรวม 2. ชุดที่ กนง. ตัดสินใจปรับอัตราดอกเบี้ย และ 3. ชุดที่ กนง. ตัดสินใจคงตัวอัตราดอกเบี้ย โดยหลังจากวิเคราะห์รายละเอียดใน 3 ชุดข้อมูลที่กล่าวมาข้างต้น จะมีการทำการเปรียบเทียบกันทั้ง 3 ข้อมูล ในส่วนสุดท้ายของการวิเคราะห์ของเอกสารผลการประชุม กนง. จะนำไปเปรียบเทียบกับงานวิจัยเชิงประจักษ์อื่นที่ได้ศึกษาผลของการสื่อสารเช่นกัน

การวัดผลจากรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อสนใจที่ค่ากลางของการพยากรณ์นำมาจากตารางของแผนภาพรูปพัดใน 2 ด้าน คือ อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน และอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยสร้างตัวแปรหุ่นจากการเปลี่ยนแปลงของค่ากลางจากครั้งปัจจุบันเทียบกับครั้งก่อนทั้ง 1 ไตรมาสข้างหน้า 1 ปีข้างหน้า และ 2 ปีข้างหน้า เพื่อทดสอบปฏิกริยาทดสอบกับตลาดการเงินทั้ง 3 ประเภทข้างต้น

องค์ประกอบของเนื้อความในเอกสารผลการประชุมส่วนมากจะมีความยาว 1 หน้า กระดาษ โดยประกอบด้วยส่วนหลักดังนี้

1. สรุปสภาวะทั้งด้านเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในช่วงที่ผ่านมา
2. การคาดการณ์ด้านเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในอนาคตข้างหน้า
3. อธิบายสาเหตุของการคาดการณ์ที่ผ่านมา
4. กล่าวถึงแนวโน้มนโยบายการเงิน
5. สรุปผลการตัดสินใจด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

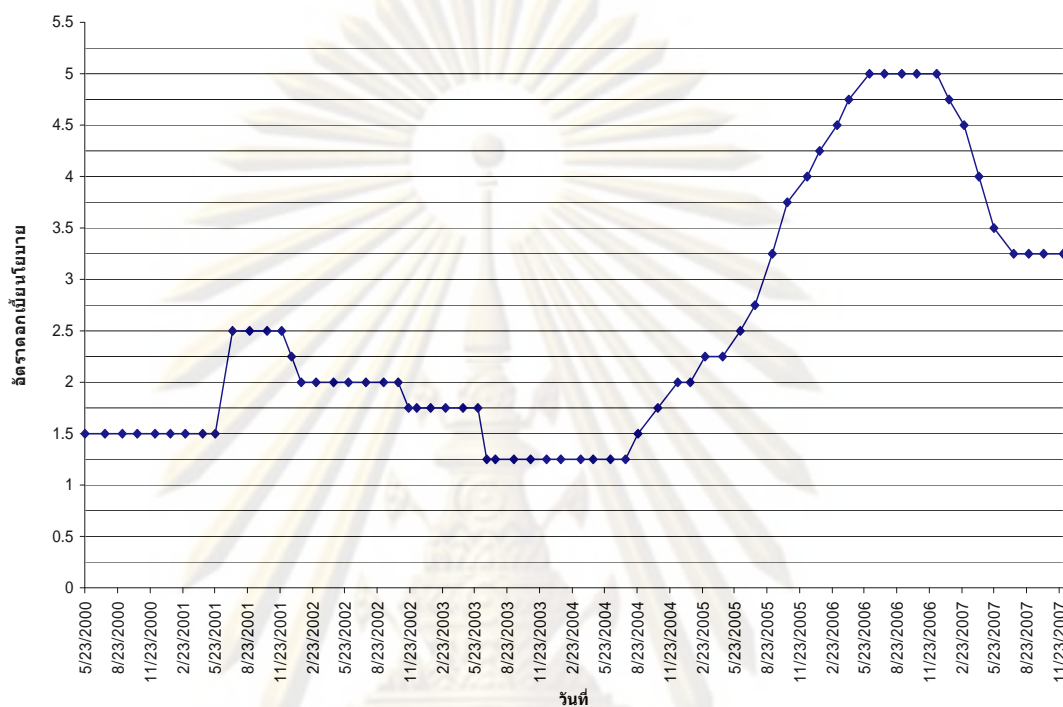
สรุปสภาวะทางด้านเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในส่วนนี้นั้นจะกล่าวถึงเหตุการณ์โดยทั่วไปทั้งอัตราเงินเฟ้อทั่วไป พื้นฐาน และสภาวะเศรษฐกิจ ซึ่งมักปรากฏอยู่ที่ย่อหน้าแรก ซึ่งในบางครั้งอาจกล่าวถึงเหตุการณ์ที่ผิดปกติได้ หรือกล่าวถึงอัตราแลกเปลี่ยนบ้างบางครั้ง

การคาดการณ์ทางสภาวะเศรษฐกิจและเงินเฟ้อนั้นจะเป็นการกล่าวมาก่อนที่สาธารณชนจะเห็นตัวเลขการคาดการณ์ที่แท้จริงจากรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อ ซึ่งจะสะท้อนได้ในหลายส่วน โดยจะมีการใช้ว่าทิศทางเป็นเช่นไร และอยู่ในช่วงเป้าหมายหรือไม่ โดยเฉพาะกรณีอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน ซึ่งเป็นเป้าหมายหลักของ ธปท. ในส่วนของอัตราเงินเฟ้อทั่วไปจะมีการกล่าวอ้างในหลายครั้งแต่จะมีในบางช่วงที่ไม่ได้กล่าวถึง เนื่องจาก ธปท. ต้องการที่จะเน้นไปที่การสื่อสารการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเป็นหลักมากกว่า

ส่วนที่เกี่ยวกับการอธิบายนั้นจะเป็นการบอกสาเหตุทั้งจากภายนอกและภายในที่ทำให้ไม่ประสบผลในการควบคุมเงินเฟ้อ ซึ่งจะเป็นสิ่งที่ผลกระทบต่อระดับราคา แนวโน้มนโยบายการเงินในอนาคตนั้นจะมีการกล่าวสรุปไว้ในบางครั้งที่มีในผลการประชุม เพื่อให้ตลาดการเงินเข้าใจว่า ธปท. จะดำเนินนโยบายการเงินในแบบใด ซึ่งหากอยู่ในช่วงการผ่อนคลาย ในเอกสารจะกล่าวว่า พร้อมจะผ่อนคลายอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้อีก เช่นเดียวกับช่วงที่ใช้นโยบายการเงินแบบตึงตัว จะมีการชี้แจงว่า พร้อมจะปรับอัตราดอกเบี้ย ซึ่งเป็นนัยสำคัญในผลของการประชุมครั้งต่อไป ในส่วนสุดท้ายของเอกสารนั้นจะเป็นการกล่าวโดยสรุปเพื่อประกาศว่าจะมีการคงตัวหรือปรับอัตราดอกเบี้ย

ช่วงเวลาที่ได้ทำการศึกษาของการดำเนินนโยบายตั้งแต่เริ่มกำหนดนโยบายแบบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อจนถึงสิ้นปี พ.ศ.2550 ซึ่งมีเอกสารผลการประชุมเผยแพร่ทั้งสิ้น 63 ครั้ง (ไม่พิจารณาครั้งที่ 1 ที่เป็นเอกสารแนะนำการใช้นโยบาย) จะเป็นการปรับอัตราดอกเบี้ย 22 ครั้ง และคงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 41 ครั้ง แผนภาพที่ 4.1 แสดงถึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายตลอดช่วงที่ทำการศึกษาตั้งแต่ พฤษภาคม พ.ศ.2543 ถึง ธันวาคม พ.ศ.2550 ซึ่งเป็นช่วงที่ทำการศึกษาในงานวิจัยนี้ จากแผนภาพนี้ แสดงให้เห็นว่า ธปท.ดำเนินนโยบายการเงินแบบตึงตัว(ปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้น)บ่อยครั้งกว่าแบบผ่อนคลาย(ปรับอัตราดอกเบี้ยลง) เมื่อนับจากจำนวนครั้งที่ กนง. ปรับอัตราดอกเบี้ย 22 ครั้ง เป็นการปรับขึ้น 13 ครั้ง ปรับลง 9 ครั้ง

แผนภาพที่ 4.1 แสดงการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายตลอดตั้งแต่ พฤษภาคม พ.ศ.2543 ถึง ธันวาคม พ.ศ.2550



ที่มา : การรวบรวมจากฐานข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทย

จากข้อมูลรวมตลอดช่วงที่เราสนใจทั้ง 63 ครั้งนั้นจะได้ทำการวัดการสื่อสารเป็นรหัสตัวเลขการวัดผลของการสื่อสารทั้ง 3 ประเภท คือ อัตราเงินเพื่อพื้นฐาน การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และ แนวโน้มนโยบายการเงิน ตารางที่ 4.1-4.3 แสดงถึงจำนวนครั้งการวัดการสื่อสารที่แปลงค่าพูดเป็นตัวเลขทั้งจากชุดข้อมูลรวม ชุดที่ กนง. ตัดสินใจคงตัวอัตราดอกเบี้ย และ ชุดที่ กนง. ตัดสินใจปรับอัตราดอกเบี้ย ตามลำดับ พบสิ่งที่น่าสนใจดังนี้

ชุดข้อมูลรวมนั้นจะมีการสื่อที่แนวโน้มจะมีทิศทางขาขึ้นมากกว่าขาลงทั้งส่วนของด้านอัตราเงินเพื่อพื้นฐานและแนวโน้มนโยบายการเงิน แต่การสื่อสารด้านสภาวะการเจริญเติบโตจะให้ผลในทางตรงกันข้าม เมื่อเปรียบเทียบจำนวนครั้งจะพบว่าข้อมูลส่วนมากจะมีรหัสเป็น 0 ซึ่งแสดงว่าไม่มีทิศทางการเร่งตัวขึ้นหรือลงของเงินเพื่อและสภาวะการเจริญเติบโต ในขณะที่การสื่อสารทางด้านแนวโน้มนโยบายการเงินที่วัดได้เป็น 0 สามารถรวมถึงแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมและไม่มีความเห็นทางด้านอัตราดอกเบี้ย

ตารางที่ 4.1 แสดงผลของการวัดการสื่อสารจากเอกสารผลการประชุม กนง. จากชุดข้อมูลรวม

ตัวแปร	รหัสตัวเลข			รวม
	-1	0	1	
เงินเพื่อพื้นฐาน	8	39	16	63
สภาวะการเจริญเติบโต	15	38	10	63
แนวโน้มนโยบายการเงิน	8	42	13	63

ที่มา : จากการรวบรวมและวิเคราะห์ของผู้วิจัย

ตารางที่ 4.2 แสดงผลของการวัดการสื่อสารจากเอกสารผลการประชุม กนง. จากชุดข้อมูลที่ กนง.

ตัดสินใจคงตัวอัตราดอกเบี้ย

ตัวแปร	รหัสตัวเลข			รวม
	-1	0	1	
เงินเพื่อพื้นฐาน	3	33	5	41
สภาวะการเจริญเติบโต	7	25	9	41
แนวโน้มนโยบายการเงิน	3	36	2	41

ที่มา : จากการรวบรวมและวิเคราะห์ของผู้วิจัย

พิจารณาชุดข้อมูลที่ กนง.ตัดสินใจคงตัวอัตราดอกเบี้ยจากตารางที่ 4.2 จะพบว่า มีลักษณะที่แตกต่างจากชุดข้อมูลรวมชัดเจนในส่วนของสภาวะการเจริญเติบโตที่มีแนวโน้มขึ้นหรือลงรวมกันทั้งหมด 16 ครั้ง จาก 41 ครั้ง สำหรับการสื่อสารด้านเงินเพื่อและแนวโน้มนโยบายการเงินค่ารหัสตัวเลขส่วนมากจะเป็น 0 ซึ่งสอดคล้องกับชุดข้อมูลนี้ที่อยู่ในสภาวะเศรษฐกิจไม่มีความผันผวนมากนัก

ตารางที่ 4.3 แสดงผลของการวัดการสื่อสารจากเอกสารผลการประชุม กนง. จากชุด

ข้อมูลที่ กนง.ตัดสินใจปรับอัตราดอกเบี้ย

ตัวแปร	รหัสตัวเลข			รวม
	-1	0	1	
เงินเพื่อพื้นฐาน	5	6	11	22
สภาวะการเจริญเติบโต	8	13	1	22
แนวโน้มนโยบายการเงิน	5	6	11	22

ที่มา : จากการรวบรวมและวิเคราะห์ของผู้วิจัย

เมื่อพิจารณาชุดข้อมูลที่มีการปรับอัตราดอกเบี้ยตามตารางที่ 4.3 ที่เป็นช่วงของการปรับอัตราดอกเบี้ยนั้นพบว่า การสื่อสารด้านเงินเพื่อพื้นฐานและแนวโน้มนโยบายการเงินจะมีแนวโน้มขึ้นมากที่สุด 11 ครั้ง ซึ่งใกล้เคียงกับจำนวนครั้งที่มีการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยการสื่อสารช่วงนี้จะมีการสื่อสารที่เป็นกลางในสัดส่วนที่น้อยลง ในขณะที่การสื่อสารด้านสภาวะการเจริญเติบโตไม่สอดคล้องกับผลของการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายเนื่องจากว่า การสื่อสารที่เป็นกลางเป็นจำนวน 13 ครั้งจาก 22 ครั้ง

จากชุดข้อมูลทั้ง 3 กลุ่มนั้นพบว่าการสื่อสารด้านสภาวะการเจริญเติบโตนั้น มีทิศทางโดยรวมที่แตกต่างจากการสื่อสารด้านเงินเพื่อและด้านแนวโน้มนโยบายการเงิน นอกจากนี้ยังพบว่าผลจากการวัดการสื่อสารจากชุดข้อมูลรวมและชุดที่ กนง. ตัดสินใจไม่ปรับอัตราดอกเบี้ยนั้น มีทิศทางโดยรวมในสัดส่วนที่ใกล้เคียงกัน ซึ่งจากการวัดผลการสื่อสารที่จำแนก 3 ประเภทนี้จะนำไปทดสอบกับปฏิกิริยาตลาดการเงินทั้ง 3 ชุดข้อมูล และได้ทำการเปรียบเทียบผลที่ได้จากแบบจำลองต่อไป

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

4.1 ผลการทดสอบแบบจำลองกับปฏิกริยาของตลาดเงิน

4.1.1 ผลการทดสอบแบบจำลองกับตลาดการเงินจากข้อมูลรวม

งานวิจัยในส่วนนี้ได้แบ่งการวิเคราะห์ออกเป็นแต่ละตลาดการเงินตามผลที่ได้จากตาราง 4.4 และตาราง 4.5 แสดงผลของการสื่อสารที่มีต่อตลาดการเงินทั้ง 3 ประเภท ในส่วนของสมการระดับอัตราผลตอบแทนและสมการความผันผวน ตามลำดับ แบบจำลองที่ใช้ในการทดสอบเป็นดังนี้

$$\Delta r_t = \alpha + \lambda \Delta r_{t-1} + \beta^C C_t^C + \beta^G C_t^G + \beta^{MP} C_t^{MP} + \delta \Delta RP_t + \varepsilon_t$$

(ดัดแปลงจากสมการที่ 1)

$$\ln(h_t) = \omega + \theta_1 \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} \right) - \sqrt{\frac{2}{\pi}} + \theta_2 \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} \right) + \theta_3 \ln(h_{t-1}) + \kappa^C C_t^C + \kappa^G C_t^G + \kappa^{MP} C_t^{MP} \quad (2)$$

(นำมาจากสมการที่ 2)

โดยในแบบจำลองที่จะใช้ทดสอบในตลาดนี้จะรวมตัวแปรอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (RP) และ อัตราผลตอบแทนก่อนหน้า (ΔR_{t-1}) ตลอดทุกตลาดการเงิน (แสดงผลอย่างละเอียดไว้ในภาคผนวก) ยกเว้นเพียงแต่ตลาดพันธบัตรที่มีอายุ 1 ปี ซึ่งตัวแปรอัตราผลตอบแทนก่อนหน้านั้นจะมีปัญหาด้าน Unit Root ซึ่งจะทำให้การประมาณค่าผิดพลาดไป จึงได้ละตัวแปรนี้ไป และเพื่อให้ง่ายต่อการแสดงผลนั้นจะแทนสัญลักษณ์ β^C , β^G , β^{MP} และ δ ด้วยตัวแปรด้านเงินเพื่อพื้นฐาน สภาวะการเจริญเติบโต และนโยบายการเงินที่ได้แสดงไว้ในตารางของสมการระดับผลตอบแทนสำหรับสมการระดับ ด้านสมการความผันผวนนั้นจะแทนสัญลักษณ์ κ^C , κ^G และ κ^{MP} ด้วยตัวแปร ด้านเงินเพื่อพื้นฐานสภาวะการเจริญเติบโต และนโยบายการเงินแสดงไว้ในตารางของสมการระดับผลตอบแทนเช่นกัน

จากผลของการศึกษาทางด้านระดับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนในตลาดการเงินทั้ง 3 ประเภทนั้น จะพบว่าตลาดพันธบัตรในภาพรวมนั้นจะมีปฏิกริยาต่อการสื่อสารทั้งด้านเงินเพื่อพื้นฐาน สภาวะการเจริญเติบโต และนโยบายการเงินได้เป็นอย่างดีมีนัยสำคัญ ขณะเดียวกันตลาดหลักทรัพย์ มีการตอบสนองอย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน แต่ไม่ตอบสนองต่อด้าน

สภาวะการเจริญเติบโต และตลาดอัตราแลกเปลี่ยนทั้ง 2 ตลาดที่ได้ศึกษากลับให้ผลการตอบสนองต่อการสื่อสารที่แตกต่างกัน

ตารางที่ 4.4 แสดงผลการตอบสนองของตลาดการเงินแยกตามตลาดชุดข้อมูลรวม โดยศึกษาผ่านสมการระดับอัตราผลตอบแทน

โดยที่สัญลักษณ์ *, ** และ *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90 95 และ 99 % ตามลำดับ

ตลาดการเงิน	ตัวแปรของแบบจำลองในส่วนของสมการระดับ(Mean Equation)			
	เงินเพื่อพื้นฐาน	สภาวะการเจริญเติบโต	นโยบายการเงิน	อัตราการเปลี่ยนแปลงดอกเบี้ยนโยบาย
ตลาดพันธบัตรระยะสั้น				
1 เดือน	-0.0244***	-0.0007***	-0.0143***	0.1460***
3 เดือน	-0.0215***	-0.0011	-0.0027**	0.1335***
6 เดือน	-0.0193***	-0.0006*	-0.0098***	0.1196***
1 ปี	-0.0146***	0.0019***	-0.0078***	0.0806***
ตลาดพันธบัตรระยะกลาง				
2 ปี	-0.0096***	0.0049***	-0.012***	0.0699***
3 ปี	-0.0088***	0.0111***	-0.012***	0.0707***
5 ปี	-0.0084***	0.0099***	-0.0132***	0.0898***
ตลาดพันธบัตรระยะยาว				
7ปี	0.0009	0.0030***	-0.0070***	0.029**
10ปี	-0.0015	0.0058***	-0.0078***	0.0306***
12 ปี	-0.0044***	0.0057***	-0.0064***	0.0377***
14 ปี	-0.0021***	0.0059***	-0.0050***	0.0299***
ตลาดหลักทรัพย์	0.0028***	0.0010	-0.0079***	0.0145***
ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน				
ในประเทศ	0.0018***	-1.33E-05	-0.0002	-0.0012***
นอกประเทศ	0.0008***	-0.0011***	-2.24E-05	-0.0006

ที่มา: จากการคำนวณด้วยโปรแกรม Eviews

ตารางที่ 4.5 แสดงผลการตอบสนองของตลาดการเงินแยกตามตลาดชุดข้อมูลรวม โดย
ศึกษาผ่านสมการความผันผวน

โดยที่สัญลักษณ์ *, ** และ *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90 95 และ 99 % ตามลำดับ

ตลาดการเงิน	ตัวแปรของแบบจำลองในส่วนของสมการ ความผันผวน (Variance Equation)		
	เงินเฟ้อ	สภาวะการ เจริญเติบโต	แนวโน้ม นโยบาย
ตลาดพันธบัตรระยะสั้น			
1 เดือน	0.3741*	1.0019***	-2.5246***
3 เดือน	0.0436	1.6180***	-0.2989***
6 เดือน	-0.2784	1.7200***	0.2371
1 ปี	0.7995***	-0.6401***	-0.6069***
ตลาดพันธบัตรระยะกลาง			
2 ปี	-0.1593	1.7463***	-1.1412
3 ปี	-0.1246	1.6053***	-0.6303*
5 ปี	-0.1141	0.6284***	-0.7276**
ตลาดพันธบัตรระยะยาว			
7ปี	-0.3712*	0.6279**	-0.0072
10ปี	-0.1993	1.2177***	-1.2108***
12 ปี	-0.6263***	1.9600***	-1.6399***
14 ปี	1.3640***	1.4779***	-0.7485***
ตลาดหลักทรัพย์	0.9886***	0.6177***	0.6049***
ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน			
ในประเทศ	-0.5832**	0.0923	0.8692***
นอกประเทศ	-0.0150	0.9350***	-0.8568*

ที่มา: จากการคำนวณด้วยโปรแกรม Eviews

เมื่อได้ศึกษารายละเอียดของแต่ละตลาดที่ผู้วิจัยได้จัดแบ่งไว้ตามตารางนั้น ดังผลต่อไปนี้

ตลาดพันธบัตรระยะสั้น จากการที่ได้นำค่าการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรมาเปรียบเทียบเพื่อจะแยกผลจากการสื่อสารออกให้ชัดจากการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ตัวแปรที่ได้แสดงไว้ในตารางที่ 4.3 ซึ่งเป็นตัวแปรของสมการระดับนั้นจะพบว่า ผลการประจุ่มนั้นมีการตอบสนองอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทุกตลาดและทุกชนิดการสื่อสารในสมการระดับ ยกเว้นเพียงที่ตลาดพันธบัตรอายุ 3 เดือนเท่านั้นที่มีต่อตัวแปรด้านสภาวะการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่ไม่มีนัยสำคัญ

หากพิจารณาถึงทิศทางการตอบสนองนั้นอาจกล่าวได้ว่า เอกสารผลการประชุม กนง. นั้นได้รับการตอบสนองจากตลาดการเงินไม่ได้เป็นในทิศทางที่ต้องการ มีนัยสำคัญในทิศทางที่เป็นลบสำหรับตัวแปรด้านอัตราเงินเฟ้อ และแนวโน้มนโยบายการเงิน ในขณะที่ทางด้านสภาวะการเจริญเติบโตนั้นพบว่าทิศทางเป็นบวกที่ตลาดพันธบัตรอายุ 1 เดือน และ 6 เดือน แต่มีนัยสำคัญในทิศทางที่เป็นบวกที่ระยะเวลา 1 ปี ซึ่งเป็นสิ่งที่แตกต่างจากความตั้งใจที่จะสื่อเมื่อเทียบกับกรณีของประเทศพัฒนาแล้ว ตามการศึกษาของ Ehrmann and Fratzcher (2007) ที่ตลาดตอบสนองอย่างมีนัยสำคัญในทิศทางที่เป็นบวก ซึ่งตรงกับสิ่งที่ธนาคารกลางต้องการ ดังจะได้วิเคราะห์เปรียบเทียบต่อไป

ขนาดของการตอบสนองของสมการระดับอัตราผลตอบแทนพบว่า แนวโน้มการตอบสนองของตลาดระยะสั้นนั้น จะลดลงเมื่อพันธบัตรมีอายุเพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับผลของการเปลี่ยนอัตราซื้อคืนพันธบัตรที่จะมีค่าลดลงเช่นกัน

สำหรับการตอบสนองในแง่ของความผันผวนนั้นที่ได้มีการนำตัวแปรทางด้าน การสื่อสารมาเพิ่มไว้แล้ว พบว่า การสื่อสารด้านสภาวะการเจริญเติบโตนั้นมีการตอบสนองอย่างมีนัยสำคัญในทุกตลาดพันธบัตรระยะสั้นนี้ ซึ่งแตกต่างจากสมการระดับที่มีการตอบสนองน้อยสุด ผลที่ได้นั้นตรงข้ามกับด้านอัตราเงินเฟ้อที่มีนัยสำคัญน้อยที่สุด โดยมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99 % ตลาดอายุ 1 ปีเท่านั้น ส่วนทางด้านแนวโน้มนโยบายการเงินนั้นมีการตอบสนองดี เว้นแต่ที่อายุ 6 เดือนเท่านั้น

หากพิจารณาถึงค่าสัมประสิทธิ์จากสมการนั้น ซึ่งจะพบว่ามีค่าเป็นบวกกับลบคละกันไปในแต่ละการสื่อสารและแต่ละช่วงเวลา โดยทั่วไปนั้นการวิเคราะห์ในส่วนนี้ของการศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับการสื่อสารนั้นจะสนใจเพียงขนาด ขนาดที่มากนั้นจะแสดงว่าความผันผวนนั้นได้รับการตอบสนองที่มาก ในขณะที่ขนาดที่มีค่าน้อยจะให้ผลต่อความผันผวน

เล็กน้อยตามการเปลี่ยนแปลงแนวโน้มในการสื่อสาร โดยที่ค่าสัมประสิทธิ์ที่แสดงไว้ในตารางที่ 4.4 นั้นทางด้านสภาวะการเจริญเติบโตมีค่าเฉลี่ยมากที่สุดตลอดช่วงอายุพันธบัตรที่เราสนใจ และด้านแนวโน้มนโยบายการเงินมีค่ามากที่สุดที่ระยะเวลา 1 เดือน ซึ่งแสดงว่าการสื่อสารนั้นมีผลต่อตลาดอายุ 1 เดือน

ตลาดพันธบัตรระยะกลาง เมื่อพิจารณาจากสมการระดับอัตราผลตอบแทนตามตารางที่ 4.3 จะพบว่าตัวแปรในแบบจำลองที่สนใจศึกษานั้นมีนัยสำคัญทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99 % ทั้งด้านเงินเพื่อพื้นฐาน สภาวะการเจริญเติบโต และนโยบายการเงิน รวมถึงตัวแปรที่มีการเปลี่ยนค่า RP

ทิศทางของการตอบสนองในตลาดพันธบัตรนี้เป็นไปในทิศทางเดียวกัน (เครื่องหมายจากตัวแปร) ของทุกการสื่อสาร การสื่อสารด้านเงินเพื่อและแนวโน้มนโยบายการเงินมีทิศทางเดียวกับผลจากตลาดพันธบัตรระยะสั้นนั้น ในด้านสภาวะการเจริญเติบโตมีทิศทางเป็นลบตลอดช่วงซึ่งมีความชัดเจนขึ้นกว่าผลจากพันธบัตรระยะสั้น

พิจารณาขนาดสัมประสิทธิ์ของตัวแปรด้านการสื่อสาร พบว่า ตัวแปรทางด้านอัตราเงินเฟ้อนั้นจะมีขนาดลดลงเมื่ออายุพันธบัตรมากขึ้น เช่นเดียวกับกรณีของตลาดพันธบัตรระยะสั้น ในขณะที่ด้านสภาวะการเจริญเติบโตและด้านแนวโน้มนโยบายการเงินมาสามารถสรุปได้ชัดเจนดังกรณีของอัตราเงินเฟ้อ เมื่อเปรียบเทียบผลของการสื่อสารทั้ง 2 ประเภทนี้กลับตลาดพันธบัตรระยะสั้น พบว่า ขนาดมีค่ามากขึ้น แสดงได้ว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดพันธบัตรระยะกลางมีการตอบสนองต่อการสื่อสารด้านสภาวะการเจริญเติบโตและด้านแนวโน้มนโยบายการเงินมากกว่าตลาดพันธบัตรระยะสั้น

ผลของทิศทางกรสื่อสารด้านสภาวะการเจริญเติบโตที่มีต่อตลาดพันธบัตรระยะกลางระยะกลางมากกว่า การตอบสนองสูงกว่าทั้งระยะสั้นและระยะยาวอย่างมาก

ด้านสมการความผันผวนนั้นให้ผลเหมือนกับตลาดพันธบัตรระยะสั้นในหลายส่วน คือ สภาวะการเจริญเติบโตมีนัยสำคัญในทุกตลาดเหมือนกัน และมีขนาดมากที่สุด นอกจากนี้หากพิจารณาเพียงที่ระยะเวลา 2 ปี และ 3 ปีนั้นพบว่า มีขนาดมากกว่าที่ตลาดพันธบัตรระยะสั้นทุกตลาด เมื่อพิจารณาร่วมกับผลจากสมการระดับที่มีต่อสภาวะการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจนั้น พบว่า ที่ตลาดพันธบัตรระยะกลางนั้น ทิศทางการสื่อสารจากเอกสารผลการประชุม กนง. นั้นให้ผลทั้งระดับและความผันผวนมากกว่าระยะสั้น ซึ่งเหตุผลน่าจะมาจากการคาดการณ์ทางเศรษฐกิจของ ธปท. นั้นน่าจะมาสอดคล้องกับผลกระทบเต็มที่ต่อเศรษฐกิจตามที่ได้อธิบายไว้ก่อนหน้านั้น ในส่วนของผลต่อความผันผวนจากแนวโน้มเงินเฟ้อ พบว่าไม่มีนัยสำคัญต่อตลาด

พันธบัตรระยะกลางเลย ด้านแนวโน้มนโยบายการเงินมีการตอบสนองบ้าง แต่ขนาดในการตอบสนองต่อตลาดพันธบัตรระยะกลางนั้นลดลง อย่างไรก็ตามในตลาดพันธบัตรอายุ 5 ปีนั้นมีการตอบสนองได้ดีที่สุด มีค่ามากของสัมประสิทธิ์มากกว่าสภาวะการเจริญเติบโตที่ตลาดเดียวกันนี้

ตลาดพันธบัตรระยะยาว พิจารณาในส่วนของสมการระดับอัตราผลตอบแทน พบว่า ตัวแปรทางการสื่อสารเงินเฟ้อนั้นไม่มีนัยสำคัญในตลาด 7 ปี และ 10 ปี แต่ตอบสนองต่อตลาดอายุ 12 และ 14 ปี ในขณะที่การสื่อสารด้านสภาวะการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจและแนวโน้มนโยบายการเงินพบว่ามีนัยสำคัญทางสถิติตลอดช่วงอายุพันธบัตรระยะยาว

ทิศทางของการตอบสนองทางด้านเงินเฟ้อพื้นฐาน และนโยบายการเงิน เหมือนกับกรณีตลาดพันธบัตรระยะสั้นและกลาง ด้านทิศของสภาวะการเจริญเติบโตจะเป็นบวกเช่นเดียวกับกรณีของตลาดพันธบัตรระยะกลาง

ขนาดของสัมประสิทธิ์ของการสื่อสารด้านเงินเฟ้อพื้นฐานมีค่าลดลงตามลำดับ แสดงได้ว่าการสื่อสารด้านอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานนั้นจะมีอิทธิพลต่อตลาดพันธบัตรลดลงเมื่อตลาดมีอายุมากขึ้น แต่ทิศทางที่คาดว่าจะเป็นบวก กลับมีทิศทางเป็นลบตลอดช่วง เปรียบเทียบขนาดของสัมประสิทธิ์ที่ระยะสั้นกับระยะยาวนั้นระหว่างตลาดอายุ 1 เดือน ซึ่งมีค่า -0.0244 กับตลาดพันธบัตรอายุมากที่สุดที่ระยะเวลา 14 ปีที่ -0.0021 มีผลการตอบสนองต่างกัน ถึง 12 เท่า แสดงว่าการสื่อสารในระยะยาวตอบสนองต่อค่าพุดเล็กน้อยอยู่

พิจารณาขนาดสัมประสิทธิ์ของด้านสภาวะการเจริญเติบโตมีค่ามากกว่าที่ตลาดพันธบัตรระยะสั้น แต่ยังมีน้อยกว่าตลาดระยะกลาง ซึ่งการที่สัมประสิทธิ์ของตัวแปรที่วัดการสื่อสารนี้ยังมีค่ามากในระยะยาวนั้น แสดงว่าการสื่อสารทางด้านเศรษฐกิจ ที่ ธปท. สื่อสารออกมา นั้น กระทบต่อตลาดระยะยาวเช่นเดียวกัน และทิศทางเป็นไปในทิศทางที่ได้ตั้งใจไว้เหมือนกัน ผลโดยทันทีนั้นอาจเป็นไปได้ว่าผู้เล่นในตลาดพันธบัตรมองว่าเศรษฐกิจจะเร่งตัวอัตราดอกเบี้ยจะเพิ่มขึ้น ซึ่งส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยในระบบเศรษฐกิจตัวอื่นโดยทันทีที่จะหาโอกาสในการทำกำไรจากสภาวะการเจริญเติบโตที่ดีขึ้น เมื่อเศรษฐกิจมีแนวโน้มในการขยายตัว เช่นเดียวกันกับการสื่อสารด้านทิศเศรษฐกิจลงนั้น ตลาดปรับตัวลงสามารถส่งผ่านไปยังตลาดอัตราดอกเบี้ยในระบบเศรษฐกิจได้ในทิศที่ลด เพื่อให้สอดคล้องกับเหตุผลทางธุรกิจของสถาบันการเงินได้ ขนาดของสัมประสิทธิ์เปรียบเทียบแล้วนั้นจะพบว่า ตลาดระยะยาวนั้นมีค่าประมาณครึ่งหนึ่งของตลาดพันธบัตรระยะกลาง

แนวโน้มนโยบายการเงิน ขนาดของสัมประสิทธิ์นั้นมีค่าน้อยกว่าที่พันธบัตรระยะกลาง แต่มีค่าใกล้เคียงกับตลาดอายุช่วง 3 เดือน-1ปี แสดงว่านโยบายที่สื่อออกมานั้น ตลาดมอง

ว่าเมื่ออยู่ในระยะยาวขึ้นมานั้น คาดว่าปรับตัวลดลงสวนทางกับความพยายามปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ย

เมื่อพิจารณาถึงความผันผวนนั้นจะพบว่า ผลที่ได้นั้นเหมือนกับตลาดพันธบัตรระยะสั้น และระยะกลางที่ว่า การสื่อสารด้านสภาวะการเจริญเติบโตนั้นมีผลมากที่สุด และมีนัยสำคัญในทุกตลาด รองลงมาคือด้านแนวโน้มนโยบายการเงิน และท้ายสุดคือด้านเงินเฟ้อ ซึ่งขนาดของสัมประสิทธิ์ยังคงเป็นไปในแบบเดียวกับตลาดพันธบัตรระยะที่สั้นกว่า โดยเฉลี่ยแล้วสภาวะการเจริญเติบโตนั้นมีขนาดมากที่สุด ตามด้วยแนวโน้มนโยบายการเงินและ แนวโน้มเงินเฟ้อ

ตลาดหลักทรัพย์ พิจารณาทั้งสมการระดับอัตราผลตอบแทนและความผันผวนนั้นสัมประสิทธิ์ของตัวแปรนั้นมีนัยสำคัญเกือบทั้งหมด เว้นเพียงส่วนที่เกี่ยวข้องกับสภาวะการเจริญเติบโตที่สมการระดับอัตราผลตอบแทนเท่านั้นที่ทิศทางในการตอบสนองของเงินเฟ้อนั้นกลับไม่เป็นไปดังที่คาดไว้ซึ่งควรจะมีทิศทางเป็นลบ ในส่วนแนวโน้มนโยบายการเงินนั้นพบว่ามี การตอบสนองในทิศทางที่เป็นลบ ซึ่งสามารถตีความได้ว่า เมื่อมีการสื่อสารว่าจะมีแนวโน้มการปรับอัตราดอกเบี้ยนั้น ตลาดจะปรับตัวลดลงทันที ซึ่งสอดคล้องกับหลักความเป็นจริงที่ว่า เงินทุนที่จะเข้าไปในบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ลดลงหรือไหลเวียนออกมาจากการที่ธุรกิจเหล่านั้นคาดว่าจะมีต้นทุนในการธุรกิจเพิ่มขึ้นจากการส่งสัญญาณแนวโน้มว่าจะมีการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ย ซึ่งผลที่ได้จะกลับกันในกรณีที่สื่อสารว่าจะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน นั้นมีการตอบสนองต่อการสื่อสารอย่างมีนัยสำคัญ แต่ตลาดในประเทศกับต่างประเทศให้ผลไม่เหมือนกัน พิจารณาในส่วนของสมการระดับนั้น การสื่อสารด้านเงินเฟ้อนั้นจะตอบสนองเป็นบวก ซึ่งไปตามที่คาดไว้ตีความได้ว่า ถ้าเงินเฟ้อเร่งมีทิศทางขึ้น(ลง) ค่าเงินจะอ่อนตัวลง(แข็งค่าขึ้น)นั่นเอง ซึ่งมีนัยสำคัญทั้งตลาดในประเทศและต่างประเทศ ในขณะที่เมื่อสื่อสารในด้านสภาวะการเจริญเติบโตนั้นจะมีนัยสำคัญต่อตลาดซื้อขายเงินบาทนอกประเทศ สัมประสิทธิ์ของตัวแปรนั้นมีค่าเป็นลบแสดงว่า ถ้าเศรษฐกิจเร่งตัวขึ้นนั้น(ลง) ค่าเงินจะแข็งค่าขึ้น(ลดค่าลง) นั่นเอง ซึ่งสมเหตุสมผล

ในด้านความผันผวนนั้นจะให้ผลตอบสนองที่แตกต่างกัน โดยในตลาดในประเทศนั้นตอบสนองต่อเงินเฟ้อและแนวโน้มนโยบายการเงิน ตลาดนอกประเทศจะตอบสนองต่อสภาวะการเจริญเติบโตและแนวโน้มนโยบายการเงิน ซึ่งน่าจะมากกว่าเงินเฟ้อนั้นน่าจะเป็นปัจจัยสำคัญกับการทำธุรกรรมในประเทศมากกว่า เช่นเดียวกับด้านสภาวะการเจริญเติบโตโดยรวมนั้น อาจจะช่วยกำหนดธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับการทำธุรกรรมภายนอกประเทศมากกว่า

4.1.2 ผลการทดสอบแบบจำลองกับตลาดการเงินจากข้อมูลที่มีการตัดสินใจตัวอัตราดอกเบี้ย

ในการศึกษาส่วนนี้จะตอบคำถามที่ว่า เมื่อมีเพียงแต่การคาดการณ์โดยไม่มี การปรับอัตราดอกเบี้ยจริงแล้วนั้น ตลาดจะมีการตอบสนองต่อการสื่อสารอย่างไร ในส่วนของแบบจำลองนั้นได้ละตัวแปร RP ออกไป เพราะไม่มีการเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยนโยบายในชุดข้อมูลนี้ นั่นเอง ชุดข้อมูลมีทั้งหมด 41 ครั้ง โดยผลที่ได้จะเป็นดังตารางที่ 4.6 และ ตารางที่ 4.7 ซึ่งแสดงสมการระดับอัตราผลตอบแทนและสมการความผันผวนจากแบบจำลองแบบ EGARCH(1,1) พบว่า มีการตอบสนองจากตลาดพันธบัตรและตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญเช่นเดียวกับกรณีของข้อมูลรวม ในส่วนนี้พิจารณาโดยรวมของตลาดพันธบัตรเปรียบเทียบกับกรณีของข้อมูลรวม

ตลาดพันธบัตร หากพิจารณาสมการระดับอัตราผลตอบแทน พบว่า โดยภาพรวมมีการตอบสนองอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม พบว่า ทิศทางในการตอบสนองของการสื่อสารด้านเงินเพื่อพื้นฐาน ไม่เป็นในทิศทางเดียวกันเหมือนดังกรณีผลที่ได้จากชุดข้อมูลรวม ด้านทิศทางของอัตราเงินเพื่อพื้นฐาน มีค่าเป็นบวกในหลายตลาดโดยเฉพาะตลาดที่มีอายุยาวกว่า 1 ปี ขึ้นไป แสดงว่าการสื่อสารด้านอัตราเงินเพื่อพื้นฐานเมื่อไม่มีการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายส่งผลให้อัตราผลตอบแทนในตลาดเพิ่มขึ้นในทิศทางที่เงินเพื่อพื้นฐานเร่งตัวขึ้น แตกต่างจากกรณีของข้อมูลรวม ตัวแปรด้านสภาวะการเจริญเติบโตนั้น เป็นตัวแปรเดียวที่มีนัยสำคัญสอดคล้องกับชุดข้อมูลรวม คือเป็นบวก แม้ว่าจะมีค่าเป็นลบในตลาดพันธบัตรระยะสั้นและอายุ 2 ปี แต่ในตลาดพันธบัตรที่มีอายุยาวนั้นพบว่า มีทิศทางเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทุกตลาด ในขณะที่ส่วนของด้านแนวโน้มนโยบายการเงินนั้น มีการตอบสนองเป็นอย่างดีแต่ทิศทางไม่เป็นไปในทางเดียวกันเมื่อเทียบกับชุดข้อมูลรวม

สำหรับความผันผวนนั้น ในส่วนของตัวแปรที่เกี่ยวกับการสื่อสารทั้ง 3 ประเภทนั้น พบว่าให้ผลที่แตกต่างจากข้อมูลรวม ในส่วนของข้อมูลรวมนั้นพบว่า สภาวะการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจมีค่าขนาดของสัมประสิทธิ์มากที่สุด แนวโน้มนโยบาย และ เงินเพื่อ มีค่าลดลงตามลำดับ ดังที่ได้แสดงไว้ในส่วนที่แล้ว แต่ข้อมูลที่ศึกษาในชุดนี้ พบผลตรงกันข้าม อัตราเงินเพื่อกลับมีค่าขนาดของสัมประสิทธิ์มากที่สุดต่อความผันผวน เช่นเดียวกับแนวโน้มนโยบายการเงิน ในขณะที่สภาวะการเจริญเติบโตนั้นมีการตอบสนองไม่ถึงครึ่งหนึ่งจากตลาดทั้งหมด ผลที่ได้นี้แสดงถึงว่า เมื่อมีแต่การสื่อสารถึงแนวโน้มการคาดการณ์ใด เมื่อไม่มีการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย สภาวะการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ จะมีผลกระทบต่อความผันผวนน้อยลง โดยที่ผลต่อระดับอัตราผลตอบแทนมีนัยสำคัญลดลงด้วย แต่ เงินเพื่อและแนวโน้มนโยบายการเงินที่มีต่อ

ตลาดพันธบัตรมีนัยสำคัญต่อความผันผวนมากขึ้น แต่ผลจากสมการระดับลดลง แสดงว่า การสื่อสารนี้มี ผลต่อการปรับตัวของสมการระดับน้อยกว่าผลต่อความผันผวนของตลาด

ตารางที่ 4.6 แสดงผลการตอบสนองของตลาดการเงินแยกตามตลาดชุดที่มีการตัดสินใจตัวอัตราดอกเบี้ย โดยศึกษาผ่านสมการระดับ

โดยที่สัญลักษณ์ *, ** และ *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90 95 และ 99 % ตามลำดับ

ตลาดการเงิน	ตัวแปรของแบบจำลองในส่วนของสมการระดับ (Mean Equation)		
	เงินเพื่อพื้นฐาน	สถานะการเจริญเติบโต	นโยบายการเงิน
ตลาดพันธบัตรระยะสั้น			
1 เดือน	0.0051***	-0.0035***	-0.0045***
3 เดือน	0.0016*	0.0015***	-0.0006***
6 เดือน	0.0013	0.0023**	-0.0006
1 ปี	0.0043***	-0.0026***	-0.0019*
ตลาดพันธบัตรระยะกลาง			
2 ปี	0.0036***	-0.0033***	-0.0106***
3 ปี	0.0004	0.0027	0.0021
5 ปี	0.0031***	0.001***	-0.0038***
ตลาดพันธบัตรระยะยาว			
7ปี	0.0017***	-0.0006	0.0038***
10ปี	-0.0037*	0.0026*	-0.0037
12 ปี	5.43E-06	0.0026**	-0.0026**
14 ปี	0.0048***	0.0007**	0.0027***
ตลาดหลักทรัพย์	0.0033***	-0.0011***	-0.0012*
ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน			
ในประเทศ	0.0027***	0.0003***	-0.0012***
นอกประเทศ	0.0011***	0.0001***	-0.0012***

ที่มา: จากการคำนวณด้วยโปรแกรม Eviews

ตารางที่ 4.7 แสดงผลการตอบสนองของตลาดการเงินแยกตามตลาดชุดที่มีการตัดสินใจ
ตัวอัตราดอกเบี้ย โดยศึกษาผ่านสมการความผันผวน

โดยศึกษาผ่านสมการความผันผวน โดยที่สัญลักษณ์ *,** และ *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่
ระดับความเชื่อมั่น 90 95 และ 99 % ตามลำดับ

ตลาดการเงิน	ตัวแปรของแบบจำลองในส่วนของสมการ ความผันผวน (Variance Equation)		
	เงินเฟ้อ	สภาวะการ เจริญเติบโต	แนวโน้ม นโยบาย
ตลาดพันธบัตรระยะสั้น			
1 เดือน	3.7448***	0.6049***	-2.0589***
3 เดือน	1.3756***	0.1874	-1.7959***
6 เดือน	1.3669***	-0.2678	0.3164
1 ปี	1.1069***	-2.5395***	0.0641
ตลาดพันธบัตรระยะกลาง			
2 ปี	-5.1626***	-0.6136	3.0178***
3 ปี	0.4655	0.1959	-1.5025***
5 ปี	-2.5577***	1.7116***	4.2968***
ตลาดพันธบัตรระยะยาว			
7ปี	-3.2175***	1.2081***	2.0202**
10ปี	-1.3231***	-0.2613	-0.7154***
12 ปี	-0.0629	0.3322	0.7602*
14 ปี	-5.2109***	0.9358*	1.8128***
ตลาดหลักทรัพย์	0.9911*	1.6356***	-1.4249***
ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน			
ในประเทศ	-1.8868**	0.5128	6.8233***
นอกประเทศ	0.8242***	0.0980	3.8514***

ที่มา: จากการคำนวณด้วยโปรแกรม Eviews

ไม่แตกต่างกันมาก ด้านสภาวะการเจริญเติบโตพบว่า ไม่มีแนวโน้มของขนาดว่าจะมากในช่วงระยะสั้น กลางหรือยาว เหมือนกับชุดของข้อมูลรวมซึ่งจะมีขนาดของสัมประสิทธิ์มากที่ระยะกลางและระยะยาว ดังที่ได้วิเคราะห์ไปก่อนหน้านี้

ตลาดหลักทรัพย์ สิ่งที่ได้ผลจากสมการพบว่ามีความต่างจากข้อมูลรวม มีการตอบสนองในทิศทางเป็นบวกในการสื่อสารต่อการสื่อสารด้านแนวโน้มนโยบายการเงินและทางด้านการสื่อสารด้านสภาวะการเจริญเติบโตนั้นมีนัยสำคัญเป็นลบ ซึ่งเป็นทิศทางที่ตรงข้ามกับที่คาดหวังไว้ เหตุผลในการอธิบายนั้นน่าจะมาจากว่าในสภาวะการที่มีการปรับอัตราดอกเบี้ยนั้นมักจะทำไปเพื่อควบคุมเงินเฟ้อหรืออาจทำเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจของประเทศ แต่ตลาดหลักทรัพย์นั้นอาจอยู่ในสภาวะที่คาดการณ์ไปอีกทางกับความต้องการของผู้ดำเนินนโยบาย เพราะสิ่งที่กระทบ กับผู้คนในตลาดทุนนี้มองอาจต่างช่วงระยะเวลาสั้น และไม่มีการวิจัยเชิงประจักษ์ใดที่วัดผลในแบบนี้มาก่อน เพราะส่วนมากถ้าจะวัดทิศทางนั้นจะทำการจากระหว่างประชุม ส่วนด้านเงินเฟ้อมีการเปลี่ยนแปลงเป็นลบ สรุปได้ว่า การสื่อสารด้านนี้ของรพท. จากเอกสารผลการประชุมนี้ในสภาวะที่ดำเนินนโยบายการเงินแบบปรับอัตราดอกเบี้ยน่าจะส่งสัญญาณต่อตลาดหลักทรัพย์ได้ชัดเจนขึ้น เพราะว่าเงินเฟ้อที่คาดการณ์เป็นการมองไปตลอดช่วง 1-2 ปีข้างหน้า มีผลต่อการลงทุนและการค้าของบริษัทในตลาดอย่างแน่นอน ทิศทางเป็นไปได้ดังที่ได้ตั้งใจไว้ มีทิศทางที่ไม่ได้คาดหวังไว้

ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน มีการตอบสนองอย่างมีนัยสำคัญ โดยที่ตลาดภายนอกประเทศนั้นมีการตอบสนองดีกว่าในประเทศ ผลตอบสนองทางด้านสภาวะการเจริญเติบโตที่มีนัยสำคัญทั้ง 2 ตลาดมีทิศเป็นบวก ซึ่งไม่เป็นทิศทางที่คาดหวังไว้ ควรที่จะเป็นลบ เพราะว่าเศรษฐกิจที่ดีขึ้นควรจะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนมีค่าน้อยลง ในด้านเงินเฟ้อนั้นตลาดภายนอกประเทศจะมีทิศทางเป็นบวก ค่าเงินจะอ่อนค่าลงตามแนวโน้มเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้น

ศูนย์วิจัยทรัพยากร

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.8 แสดงผลการตอบสนองของตลาดการเงินแยกตามตลาดที่มีการตัดสินใจปรับ
อัตราดอกเบี้ย โดยศึกษาผ่านสมการระดับ

โดยที่สัญลักษณ์ *, ** และ *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90 95 และ 99 % ตามลำดับ

ตลาดการเงิน	ตัวแปรของแบบจำลองในส่วนของสมการระดับ(Mean Equation)			
	เงินเพื่อ พื้นฐาน	สภาวะการ เจริญเติบโต	นโยบาย การเงิน	อัตราการเปลี่ยนแปลง RP
ตลาดพันธบัตรระยะสั้น				
1 เดือน	0.0005	0.0011	-0.0146***	0.0739***
3 เดือน	-0.0177***	0.0137***	-0.0142***	0.0878***
6 เดือน	-0.0103***	0.0040***	-0.0149***	0.0805***
1 ปี	-0.0089***	0.0056***	-0.0019	0.0601***
ตลาดพันธบัตรระยะกลาง				
2 ปี	-0.0092***	0.0080***	-0.0157***	0.0804***
3 ปี	-0.0118***	0.0045	-0.0069***	0.0853***
5 ปี	0.0111***	0.0196***	-0.0136***	-0.0031***
ตลาดพันธบัตรระยะยาว				
7ปี	-0.0107***	0.0124*	-0.0165***	0.0757***
10ปี	-0.0052***	0.0155**	-0.0151**	0.0482***
12 ปี	-0.0063***	0.0024	-0.0051***	0.0394***
14 ปี	-0.0049***	-0.0020***	-0.0001	0.0362***
ตลาดหลักทรัพย์	-0.0055***	-0.0023***	0.0059***	-0.0120***
ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน				
ในประเทศ	0.0004	0.0009***	0.0016***	-0.0031***
นอกประเทศ	0.0015***	0.0012***	-0.0005***	-0.0012***

ที่มา: จากการคำนวณด้วยโปรแกรม Eviews

ตารางที่ 4.9 แสดงผลการตอบสนองของตลาดการเงินแยกตามตลาดที่มีการตัดสินใจปรับ
อัตราดอกเบี้ย โดยศึกษาผ่านสมการความผันผวน

โดยที่สัญลักษณ์ *, ** และ *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ ความเชื่อมั่น 90 95 และ 99 % ตามลำดับ

ตลาดการเงิน	ตัวแปรของแบบจำลองในส่วนของสมการ ความผันผวน (Variance Equation)		
	เงินเฟ้อ	สภาวะการ เจริญเติบโต	แนวโน้ม นโยบาย
ตลาดพันธบัตรระยะสั้น			
1 เดือน	-1.1998***	1.2537	-0.5911
3 เดือน	-2.0835***	2.2809***	-0.3600
6 เดือน	0.9139	2.5383***	-1.4813
1 ปี	0.1004	1.2597*	-0.8640
ตลาดพันธบัตรระยะกลาง			
2 ปี	0.9052	4.9704***	-1.9092***
3 ปี	1.3520***	2.5093**	-2.4716**
5 ปี	1.2362***	6.9931**	-1.9459
ตลาดพันธบัตรระยะยาว			
7 ปี	2.8460***	3.0685***	-4.0662***
10 ปี	4.4662***	6.0785***	-6.7392***
12 ปี	2.4752***	6.8524***	-5.4873***
14 ปี	2.5794**	3.5700	-1.5716
ตลาดหลักทรัพย์	0.0898	-0.2361	1.3369**
ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน			
ในประเทศ	0.3056	0.0022	1.1201**
นอกประเทศ	1.0664***	-2.0106***	0.0968

ที่มา: จากการคำนวณด้วยโปรแกรม Eviews

4.2 วิเคราะห์ผลโดยเปรียบเทียบของการสื่อสารในชุดข้อมูลทั้ง 3 ชุด

ในการเปรียบเทียบผลของตัวแปรจะสนใจตัวแปรของการสื่อสารที่มีต่อเอกสารผลการประชุม กนง. ซึ่งจะเปรียบเทียบถึงขนาดและทิศทางของการตอบสนองด้วย

ตลาดพันธบัตร สังเกตได้ว่า ชุดข้อมูลรวมที่สนใจนั้นจะมีทิศทางของการตอบสนองต่อการสื่อสารเป็นไปในทิศทางเดียวกันแม้ว่าทางด้านเงินเพื่อและแนวโน้มนโยบายการเงินจะเป็นลบก็ตาม เปรียบเทียบกับชุดที่ กนง.คงตัวและปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แม้จะมีนัยสำคัญแต่มีทิศทางเครื่องหมายที่แตกต่างกันไปหลายช่วงอายุของพันธบัตร

ตลาดหลักทรัพย์ มีการตอบสนองที่ดีต่อการสื่อสารเช่นกัน แต่ถ้าพิจารณาในชุดของข้อมูลรวมจะพบว่า ไม่มีนัยสำคัญที่สภาวะการเจริญเติบโต นอกจากนี้ยังพบว่าทิศทางของเครื่องหมายเปรียบเทียบชุดข้อมูลรวมทั้งหมดกับชุดที่มีการคงตัวของอัตราดอกเบี้ยเหมือนกันทั้งด้านเงินเพื่อและแนวโน้มนโยบายการเงิน แต่แตกต่างเมื่อเทียบชุดข้อมูลรวมกับชุดที่มีการปรับอัตราดอกเบี้ย สามารถอธิบายได้ว่า ในสภาวะที่มีการปรับอัตราดอกเบี้ยแล้วนั้นมีหลายปัจจัยที่สามารถกระทบตลาดหลักทรัพย์ได้ สัมประสิทธิ์ที่ได้มานั้นจึงมาสามารถสรุปและเป็นที่เชื่อถือได้นัก เพราะทุกครั้งที่มีการสื่อสารจะมีการปรับด้วย เป็นการวัดที่ค่อนข้างจำแนกยากนอกจากนั้นจำนวนชุดข้อมูลที่จำกัดอาจมีผลได้

ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน ให้ผลอย่างมีนัยสำคัญ ทิศทางเป็นไปดังที่คาดไว้ แต่พบว่าสมเหตุสมผลอย่างยิ่งเมื่อเราพิจารณาข้อมูลรวม ซึ่งส่วนใหญ่จะมีอยู่ในช่วงสภาวะที่เสถียรภาพดีหรือระหว่างการสังเกตการณ์ของ ธปท.ไม่มากพอให้ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ผลที่ได้ของค่าสัมประสิทธิ์ด้านอัตราเงินเพื่อนั้นสอดคล้องกันทั้งข้อมูลทั้ง 3 ชุด แต่มีความต่างในด้านสภาวะการเจริญเติบโตและด้านแนวโน้มนโยบายการเงิน ที่มีนัยสำคัญเมื่อแยกข้อมูลออกมาเป็นปรับกับคงตัวอัตราดอกเบี้ยซึ่งทิศทางไม่เป็นไปดังที่คาดไว้

เมื่อเปรียบเทียบข้อมูลทั้ง 3 ชุด กับทิศทางที่คาดหวังแยกพิจารณาตามประเภทของตลาดได้ดังนี้

ตลาดพันธบัตร คาดหวังว่าทิศทางที่ตอบสนองโดยเฉพาะตลาดพันธบัตรระยะสั้นควรเป็นบวกซึ่งพัฒนามาจากสมมติฐานของ Fisher ตามความสัมพันธ์ดังนี้

$$\text{อัตราดอกเบี้ย} = \text{อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง} + \text{การคาดการณ์ทางด้านเงินเพื่อ}$$

ซึ่งหากสภาวะตลาดเงินที่มีการกู้ยืมนั้น พบว่าเมื่อตลาดการเงินเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์ให้เงินเฟ้อขึ้น (ลง) โดยที่อัตราดอกเบี้ยของตลาดยังคงมีค่าคงที่อยู่นั้น จะเป็นผลทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงมีค่าลด(เพิ่ม)ปรากฏการณ์เช่นนี้จะส่งผลให้ผู้ที่ให้กู้ยืมเงินมีอุปทานน้อยลง (เพิ่มขึ้น) ตรงข้ามกับผู้กู้เงินซึ่งจะมีอุปสงค์ต่อเงินในตลาดมากขึ้น (ลดลง) หากในตลาดมีปริมาณเงินลงทุนคงที่นั้น จะส่งผลกดดันให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดจำเป็นต้องเพิ่มขึ้น (ลดลง) จึงสรุปว่า การคาดการณ์ด้านเงินเฟ้อนั้นส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดโดยมีทิศทางเดียวกัน อย่างไรก็ดี เมื่อพิจารณาจากการทดสอบจากแบบจำลองโดยภาพรวมได้ผลตอบสนองเป็นลบ ซึ่งอาจเกิดได้หลายสาเหตุ เช่น ช่วงเวลาที่ทำการทดสอบปฏิกริยาจากตลาดนั้นสั้นไป หรือตลาดได้ตอบสนองไปต่อการคาดการณ์ก่อนหน้านี้

ด้านสภาวะเศรษฐกิจทิศทางที่คาดต่อตลาดพันธบัตรเป็นบวกซึ่งตามสภาพที่ว่าเมื่อสื่อสารออกมาว่าเศรษฐกิจมีทิศทางดี (แย่) อัตราดอกเบี้ยตลาดพันธบัตรมักสอดคล้องกับโอกาสในการทำกำไรซึ่งมักมีการปรับตัวเพิ่มขึ้น (ลดลง) ทิศทางการตอบสนองโดยภาพรวมนั้นเป็นไปตามที่ตั้งไว้ทั้ง 3 ชุดข้อมูล

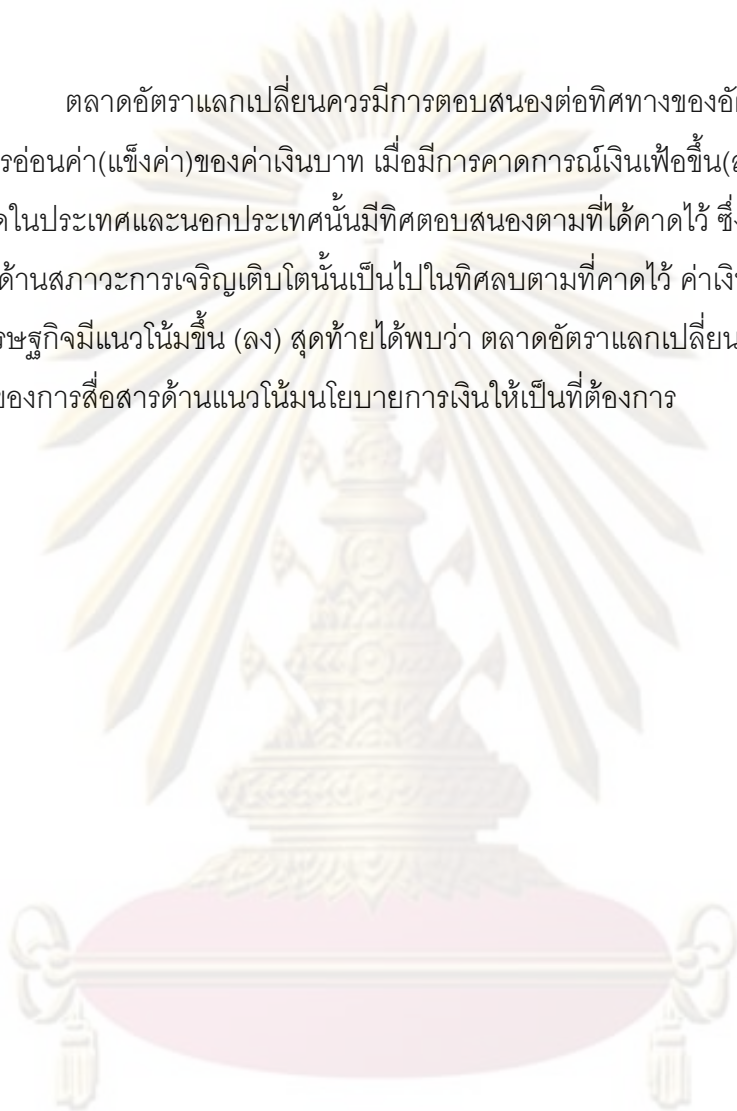
ด้านแนวโน้มนโยบายทิศทางการตอบสนองของอัตราดอกเบี้ยตลาดพันธบัตรควรที่จะเป็นบวกโดยเฉพาะในระยะสั้น แต่ในระยะกลาง และยาวนั้นจะเป็นบวกหรือลบ นั้นมีสาเหตุมาจากการคาดการณ์หลายปัจจัย เมื่อพิจารณาจากข้อมูลนั้นพบว่า ได้ทิศทางการตอบสนองเป็นลบแม้ในระยะสั้น ซึ่งสาเหตุอาจเป็นเพราะว่า ช่วงเวลาที่ทำการทดสอบปฏิกริยาจากตลาดนั้นสั้นไป หรือ ตลาดได้ตอบสนองไปต่อการคาดการณ์ก่อนหน้านี้

ทิศทางการตอบสนองของตลาดหลักทรัพย์ต่ออัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน ควรเป็นลบ เพราะ การที่ประเทศมีอัตราเงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น (ลง) ย่อมส่งผลต่อการคาดการณ์การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์น้อยลง (มากขึ้น) จากชุดข้อมูลทั้ง 3 นั้น พบว่า เพียงชุดที่มีการตัดสินใจปรับอัตราดอกเบี้ยเท่านั้นที่ให้ผลตอบสนองในทิศทางที่ต้องการ ส่วนในด้านสภาวะเศรษฐกิจนั้นทิศทางควรเป็นบวก โดยมีเหตุผลที่ว่าเศรษฐกิจดีขึ้น (แย่ลง) จะมีผลต่อการลงทุนในตลาดที่มากขึ้น (น้อยลง) แต่จากผลการทดสอบพบว่าผลที่ได้มีทิศตรงข้ามกับที่ได้คาดหวังไว้ ซึ่งมีได้หลายสาเหตุ เพราะช่วงเวลาที่เกี่ยวกับทางด้านเศรษฐกิจบางช่วงส่งผลกระทบต่อตลาดก่อนหน้าการประกาศการคาดการณ์ทางเศรษฐกิจของ ธปท. ได้

เมื่อพิจารณาทิศทางที่เป็นลบของการตอบสนองของตลาดหลักทรัพย์ต่อแนวโน้มนโยบายการเงินเป็นทิศลบในชุดข้อมูลรวมกับชุดที่มีการคงตัว ซึ่งทิศตรงกับที่ได้คาดหวังไว้โดยที่

สามารถอธิบายว่าการเพิ่ม(ลด) อัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นผลให้ต้นทุนในการลงทุนในตลาด
น้อยลง(มากขึ้น)

ตลาดอัตราแลกเปลี่ยนควรมีการตอบสนองต่อทิศทางของอัตราเงินเฟ้อเป็นบวก
แสดงถึงการอ่อนค่า(แข็งค่า)ของค่าเงินบาท เมื่อมีการคาดการณ์เงินเฟ้อขึ้น(ลง) ซึ่งโดยภาพรวม
นั้นทั้งตลาดในประเทศและนอกประเทศนั้นมีทิศตอบสนองตามที่ได้คาดไว้ ซึ่งการตอบสนองต่อ
การสื่อสารด้านสภาวะการเจริญเติบโตนั้นเป็นไปในทิศทางตามที่คาดไว้ ค่าเงินบาทแข็งค่า (อ่อน
ค่า) เมื่อเศรษฐกิจมีแนวโน้มขึ้น (ลง) สุดท้ายได้พบว่า ตลาดอัตราแลกเปลี่ยนนั้นยังคงตอบสนอง
ต่อทิศทางของการสื่อสารด้านแนวโน้มนโยบายการเงินให้เป็นที่ต้องการ



ศูนย์วิจัยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.10 เปรียบเทียบผลของการสื่อสารในแบบจำลองจากชุดข้อมูลทั้ง 3 ช่วง

โดยที่แสดงทิศทางบวก ลบ ของสัมประสิทธิ์ และระดับนัยสำคัญที่อยู่ในแต่ละตลาด โดยที่ *, ** และ *** แทนการมีนัยสำคัญที่ความเชื่อมั่น 90 95 และ 99 % ตามลำดับ

ตลาดการเงิน		เงินเพื่อพื้นฐาน			สภาวะการเจริญเติบโต			แนวโน้มนโยบายการเงิน		
		รวม	คงตัว	ปรับ	รวม	คงตัว	ปรับ	รวม	คงตัว	ปรับ
ตลาดพันธบัตร	สั้น	***(-)	*,***(+)	***(-)	*,***(+,-)	**,***(+,-)	***(+)	***(-)	*,***(+,-)	***(-)
	กลาง	***(-)	***(+)	***(+,-)	***(+)	***(+,-)	***(+)	***(-)	***(-)	***(-)
	ยาว	***(-)	*,***(+,-)	***(-)	***(+)	*,**(+)	*,**,***(+,-)	***(-)	**,***(+,-)	**,***(+,-)
ตลาดหลักทรัพย์		***(+)	***(+)	***(-)	-	***(-)	***(-)	***(-)	*(-)	***(+)
ต่างประเทศ	ในประเทศ	***(+)	***(+)	-	-	***(+)	***(+)	-	***(-)	***(+)
	นอกประเทศ	***(+)	***(+)	***(+)	***(-)	***(+)	***(+)	-	***(-)	***(-)

4.3 การทดสอบผลของการสื่อสารที่ชัดเจนในเอกสารผลการประชุม

ในส่วนนี้จะทำการเปรียบเทียบข้อมูลรวมที่ได้รวมการสื่อสารทั้ง 3 ด้าน กับข้อมูลในชุดที่มีการสื่อสารได้ชัดเจนซึ่งได้ทำการแยกมาจากส่วนหนึ่งของรหัสตัวเลขที่วัดได้เป็น 0 มาโดยการสื่อสารทางด้านแนวโน้มเงินเฟ้อ สภาวะการเจริญเติบโต และแนวโน้มนโยบายการเงินมีความชัดเจนที่ 57 59 และ 34 ครั้ง ตามลำดับ ซึ่งพบว่าเอกสารผลการประชุมนั้นเป็นที่ประจักษ์ว่ามีการสื่อสารอย่างชัดเจนน้อยที่สุด ในเอกสารผลการประชุมโดยภาพรวมนั้นจะมีความชัดเจนการสื่อสารด้านเงินเฟ้อและสภาวะการเจริญเติบโต แต่เมื่อวัดในช่วงที่มีการดำเนินนโยบายปรับอัตราดอกเบี้ยนั้น การสื่อสารด้านแนวโน้มนโยบายการเงินนั้นจะมีการสื่อสารที่ชัดเจนมาก (สามารถเปรียบเทียบผลจากตารางในภาคผนวก) ในการดำเนินโดยจะนำข้อมูลที่มีนั้นมาทดสอบผ่านแบบจำลองเดิม เช่นกรณีของเงินเฟ้อ จะทดสอบ 57 ชุดข้อมูลนำผลของการทดสอบมาเปรียบเทียบโดยในส่วนของสัมประสิทธิ์จะเปรียบเทียบเฉพาะเงินเฟ้อ เช่นเดียวกับสภาวะการเจริญเติบโต และแนวโน้มนโยบายการเงิน ได้ผลตามตารางที่ 4.11-4.12 ซึ่งแสดงถึงระดับอัตราผลตอบแทนและความผันผวน ทำยสรุปค่าความคลาดเคลื่อนเฉลี่ยมาทดสอบเปรียบเทียบในตารางที่ 4.13

ตลาดพันธบัตร เมื่อพิจารณาผลของการสื่อสารทางด้านเงินเฟ้อจะพบว่ามีความเป็นไปได้ตามที่คาดหวังไว้ เช่นเดียวกับทางด้านแนวโน้มนโยบายการเงินที่แม้จะมีนัยสำคัญลดลงแต่มีทิศเป็นบวกในบางตลาด อย่างไรก็ตาม ในกรณีของแนวโน้มนโยบายการเงินยังคงต้องทดสอบต่อไปเพราะผลที่ได้ยังมีความแตกต่างไปจากงานวิจัยเชิงประจักษ์ขึ้น

ในส่วนของความผันผวนนั้น พบว่าผลที่ได้มีนัยสำคัญตัวแปรด้านเงินเฟ้อและแนวโน้มนโยบายการเงินมีมาก ตรงข้ามกับกรณีของสภาวะการเจริญเติบโตซึ่งพบว่าไม่มีนัยสำคัญต่อความผันผวน ซึ่งกล่าวได้ว่าเมื่อมีความชัดเจนในการสื่อสารตลาดพันธบัตรตอบสนองดีขึ้นทั้งในแง่ทิศทางและความผันผวน

ตลาดหลักทรัพย์ มีการตอบสนองไม่แตกต่างนักต่อการสื่อสาร อย่างไรก็ตาม พบว่าการสื่อสารที่ชัดเจนด้านสภาวะเศรษฐกิจมีผลต่อการปรับตัวของตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นไปในทิศทางที่ต้องการได้

ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน การสื่อสารที่ชัดเจนขึ้นนั้นไม่ได้ให้ผลที่แตกต่างต่อการตอบสนอง

ตารางที่ 4.13 ได้เปรียบเทียบถึงค่าความคลาดเคลื่อนพบว่า การที่สื่อสารชัดเจนขึ้นนั้นมีผลให้ตลาดมีการตอบสนองที่แตกต่างกันมากขึ้นจากผลโดยเปรียบเทียบที่ว่าค่าความ

ตลาดเคลื่อนไหวของชุดข้อมูลที่มีความชัดเจนนั้น มีค่าลดลง ฉะนั้นการสื่อสารที่ชัดเจน แสดงให้เห็นว่า ตลาดจะตอบสนองไปในทิศทางเดียวกันมากขึ้น

ตารางที่ 4.11 แสดงผลการทดสอบการสื่อสารทั้ง 3 ประเภทโดยเปรียบเทียบชุดที่ข้อมูลร่วมกับชุดที่มีความชัดเจนในการสื่อสารในส่วนของผลตอบแทน

โดยที่สัญลักษณ์ *,** และ *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90 95 และ 99 % ตามลำดับ ในวงเล็บแสดงถึงทิศทางบวกและลบ

ตลาดการเงิน	แนวโน้มเงินเฟ้อ		สภาวะการเจริญเติบโต		นโยบายการเงิน	
	รวม	ชัดเจน	รวม	ชัดเจน	รวม	ชัดเจน
ตลาดพันธบัตรระยะสั้น						
1 เดือน	***(-)	***(+)	***(-)	**(-)	***(-)	*(+)
3 เดือน	***(-)	***(+)		***(-)	**(-)	
6 เดือน	***(-)	***(+)	*(-)	***(+)	***(-)	
1 ปี	***(-)	***(+)	***(+)		***(-)	
ตลาดพันธบัตรระยะกลาง						
2 ปี	***(-)	***(+)	***(+)		***(-)	
3 ปี	***(-)		***(+)		***(-)	***(+)
5 ปี	***(-)	***(+)	***(+)	***(+)	***(-)	***(-)
ตลาดพันธบัตรระยะยาว						
7ปี		***(+)	***(+)		***(-)	**(+)
10ปี		***(+)	***(+)	***(+)	***(-)	***(-)
12ปี	***(-)	***(+)	***(+)		***(-)	
14ปี	***(-)	***(+)	***(+)	***(+)	***(-)	***(+)
ตลาดหลักทรัพย์	***(+)	***(+)		**(+)	***(-)	**(-)
ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน						
ในประเทศ	***(+)	***(+)				***(-)
นอกประเทศ	***(+)		***(-)	***(-)		***(-)

ที่มา: จากการคำนวณด้วยโปรแกรม Eviews

ตารางที่ 4.12 แสดงผลการทดสอบการสื่อสารทั้ง 3 ประเภทโดยเปรียบเทียบชุดที่ข้อมูล
รวมกับชุดที่มีความชัดเจนในการสื่อสารในส่วนของสมการความผันผวน

โดยที่สัญลักษณ์ *, ** และ *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90 95 และ 99 % ตามลำดับ

ตลาด การเงิน	แนวโน้มเงินเฟ้อ		สภาวะการเจริญเติบโต		นโยบายการเงิน	
	รวม	ชัดเจน	รวม	ชัดเจน	รวม	ชัดเจน
ตลาดพันธบัตรระยะสั้น						
1 เดือน	*		***		***	***
3 เดือน		***	***		***	***
6 เดือน		***	***			***
1 ปี	***	***	***		***	
ตลาดพันธบัตรระยะกลาง						
2 ปี		***	***			**
3 ปี			***		*	
5 ปี		***	***		**	***
ตลาดพันธบัตรระยะยาว						
7ปี	*		**			***
10ปี		***	***		***	***
12 ปี	***	*	***		***	***
14 ปี	***		***		***	***
ตลาด หลักทรัพย์	***	***	***		***	***
ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน						
ในประเทศ	**	***			***	***
นอกประเทศ		***	***		*	***

ที่มา: จากการคำนวณด้วยโปรแกรม Eviews

ตารางที่ 4.13 แสดงผลการทดสอบการสื่อสารทั้ง 3 ประเภทโดยเปรียบเทียบชุดข้อมูลที่รวมกับชุดที่มีความชัดเจนในการสื่อสารในส่วนของค่าเฉลี่ยรากที่สองของกำลังสองความคลาดเคลื่อน (Root Mean Square of Error)

โดยที่สัญลักษณ์ *, ** และ *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90 95 และ 99 % ตามลำดับ

ตลาดการเงิน	รวม	แนวโน้มเงินเฟ้อ	สภาวะการเจริญเติบโต	นโยบายการเงิน
ตลาดพันธบัตรระยะสั้น				
1 เดือน	0.0246	0.0216	0.0226	0.0203
3 เดือน	0.0247	0.0242	0.0246	0.0221
6 เดือน	0.0169	0.0130	0.0137	0.0142
1 ปี	0.0135	0.0129	0.0125	0.0132
ตลาดพันธบัตรระยะกลาง				
2 ปี	0.0170	0.0129	0.0119	0.0117
3 ปี	0.0182	0.0128	0.0122	0.0129
5 ปี	0.0178	0.0157	0.0157	0.0149
ตลาดพันธบัตรระยะยาว				
7ปี	0.0149	0.0126	0.0123	0.0134
10ปี	0.0146	0.0122	0.0114	0.0145
12 ปี	0.0118	0.0094	0.0093	0.0110
14 ปี	0.0103	0.0084	0.0083	0.0103
ตลาดหลักทรัพย์	0.0131	0.0128	0.0132	0.0115
ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน				
ในประเทศ	0.0022	0.2166	0.2089	0.2159
นอกประเทศ	0.0033	0.0033	0.0033	0.0022

ที่มา: จากการคำนวณด้วยโปรแกรม Eviews และ Excel

4.4 เปรียบเทียบกับการวิจัยเชิงประจักษ์อื่น

งานวิจัยเชิงประจักษ์ที่วัดการสื่อสารจากเนื้อความในเอกสารหรือการสื่อสารใดที่เกี่ยวข้องกับแนวโน้มไปข้างหน้าของทั้งด้านเศรษฐกิจและแนวโน้มนโยบายการเงิน มาจากผลงานวิจัยของ Ehrmann and Fratzscher (2007) ที่ได้ทำการวัดประสิทธิผลของการดำเนินนโยบายการเงินที่แตกต่างกันในกรณีของ ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ธนาคารกลางอังกฤษ (BOE) และ ธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา (FED) Rozkrut et al.(2008) ได้นำคำถามวิจัยในการทดสอบกลยุทธ์และประสิทธิผลมาทดสอบเปรียบเทียบกับกรณีของประเทศในยุโรปตะวันออก 3 ประเทศ คือ โปแลนด์ ฮังการี และ เชก Sahminan (2008) เปรียบเทียบประสิทธิผลของการสื่อสารนโยบายการเงินของธนาคารกลางอินโดนีเซีย กับ ธปท. ในส่วนงานวิจัยนี้จะศึกษาเฉพาะการสื่อสารนโยบายกรณีประเทศไทยเท่านั้น ซึ่งมีรายละเอียดในการเปรียบเทียบแยกเป็นหัวข้อดังตารางที่ 4.14

ผลที่ได้จากการสื่อสารงานของ Ehrmann and Fratzscher (2007) โดยภาพรวมจะมีผลต่อตลาดพันธบัตรตั้งแต่ระยะ 3 เดือน จนถึง 5 ปี ทั้ง 2 ประเทศและ ตลาดอัตรากู้ยืมระหว่างธนาคาร ในกรณีของธนาคารกลางยุโรป โดยมีทิศทางเป็นบวก ตลาดหลักทรัพย์จะมีการตอบสนองอย่างมีนัยสำคัญทั้งการสื่อสารด้านเศรษฐกิจและแนวโน้มนโยบายการเงิน โดยมีทิศเป็นบวกและลบตามลำดับ แต่พบว่าตลาดอัตราแลกเปลี่ยนมีการตอบสนองต่อการสื่อสารด้านเศรษฐกิจเท่านั้น

Rozkrut et al. (2008) ผลที่ได้จากตลาดอัตราดอกเบี้ยนั้นพบว่า ไม่มีการตอบสนองต่อการสัมภาษณ์ แต่มีการตอบสนองต่อเอกสารที่เป็นส่วนแนวโน้มนโยบายการเงินเป็นบวกในกรณีของโปแลนด์ และ เชก แต่มีทิศทางที่เป็นลบในประเทศฮังการี นอกจากนี้ยังพบว่าเอกสารที่เป็นทางการที่เป็นด้านเศรษฐกิจจะมีการตอบสนองในประเทศเชก แต่มีทิศทางเป็นลบ

Sahminan (2008) ได้ผลที่มีนัยสำคัญในตัวแปรที่มีทิศทางลงทั้งจากส่วนของเอกสารผลการประชุมและ Inter Meeting Statement ตั้งแต่ช่วงระยะเวลา 1 เดือนจนถึง 12 เดือน ในกรณีของอินโดนีเซีย สำหรับกรณีของไทยจะมีการตอบสนองต่อทิศทางลงเช่นกัน แต่การตอบสนองต่อ Inter Meeting Statement จะมีช่วงระยะเวลา 1 เดือน และ 3 เดือนเท่านั้น และทิศทางของการตอบสนองไม่ชัดเจน

เมื่อเปรียบเทียบงานวิจัยข้างต้นที่ได้กล่าวมานั้น จะสังเกตได้ว่าผลที่ได้จากประเทศพัฒนาแล้ว ทิศทางและความมีนัยสำคัญกระทบต่อตลาดในทิศทางที่เป็นไปตามธนาคาร

กลางต้องการได้อย่างมีประสิทธิภาพ เมื่อนำมาเปรียบเทียบกับกรณีของประเทศกำลังพัฒนานั้น การสื่อสารเพิ่งเข้ามามีบทบาทในระยะเวลาไม่นานนัก และทิศทางอาจไม่เป็นไปตามที่ต้องการ ในกรณีของงานวิจัยนี้มีทิศทางการตอบสนองของแนวโน้มนโยบายการเงินและอัตราเงินเฟ้อไปในทางตรงข้าม สังเกตได้ชัดในช่วงที่เสถียรภาพทางเศรษฐกิจและการเงินอยู่ในระดับที่เหมาะสม ทิศทางการตอบสนองยังตอบสนองเป็นลบ ซึ่งปรากฏเช่นกันในการศึกษาธนาคารกลางของเชก โปแลนด์และฮังการี ซึ่งงานวิจัยของ Rozkrut et al.(2008) ได้สรุปว่า ธนาคารกลางบางแห่งมีเป้าหมายหลักมากกว่าการรักษาเสถียรภาพค่าเงิน อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ไม่สามารถศึกษาเปรียบเทียบถึงวัตถุประสงค์ด้านอื่นของ ธปท. จำกัดอยู่เพียงทิศทางที่นำไปสู่การศึกษา ประสิทธิภาพในการดำเนินนโยบายเท่านั้น

สำหรับงานของ Sahminan (2008) ที่ได้วิจัยกรณีตลาดอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยนั้น ได้มีข้อถกเถียงเบื้องต้นว่า ธนาคารกลางสามารถที่จะควบคุมเพียงตลาดอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นได้เพื่อส่งผ่านไปที่ตลาดอัตราดอกเบี้ยระยะยาวซึ่งควบคุมได้ยากกว่า จึงทดสอบที่ระยะเวลาไม่เกิน 1 ปี แต่การสื่อสารของ ธปท. นั้น สามารถมีผลต่อตลาดการเงินไทยได้ ถ้าพิจารณาในส่วนของตลาดพันธบัตร พบว่าที่ระยะยาวมีการตอบสนองได้ดีเช่นกัน แต่ผลของทิศทางนั้นไม่เป็นไปตามที่ต้องการ เว้นแต่เพียงการสื่อสารด้านการเจริญเติบโต

ประเด็นต่อมาในงานวิจัยของ Sahminan (2008) คือการวัดประสิทธิผลของการสื่อสารด้านนโยบายการเงินเพียงอย่างเดียวโดยที่ไม่ได้วิเคราะห์ด้านเศรษฐกิจหรือสภาวะเงินเฟ้อด้วย อาจทำให้ผลที่ได้มีความคลาดเคลื่อนได้ เนื่องจากการที่ได้วัดการสื่อสารนั้น การสื่อสารด้านแนวโน้มนโยบายการเงินที่ปรากฏในเอกสารผลการประชุม กนง. จะปรากฏชัดเมื่ออยู่ในสภาวะนโยบายตึงตัวหรือผ่อนคลาย ในช่วงที่ดำเนินนโยบายการเงินแบบปกติ หลายครั้งจะไม่มีกรกล่าวถึงแนวโน้ม ซึ่งการที่จะดำเนินนโยบายการเงินไม่จำเป็นที่จะสื่อสารด้านแนวโน้มนโยบายการเงินเพียงอย่างเดียวเพื่อกำหนดถึงทิศทางในอนาคต ซึ่งงานวิจัยนี้แม้จะเป็นการวัดปฏิกริยาของตลาดการเงิน แต่เมื่อทดสอบกับแบบจำลอง จะทราบถึงประสิทธิผลของการสื่อสารด้วย ทั้งยังครอบคลุมตลาดและรูปแบบการสื่อสารที่กว้างกว่า

ในส่วน of ข้อมูลที่นำมาทดสอบนั้น งานของ Sahminan (2008) นั้นทดสอบโดยเปรียบเทียบช่วงเวลา ค.ศ.2004 ถึง 2007 ซึ่งเป็นช่วงที่ ธปท. ดำเนินนโยบายแบบตึงตัวเป็นส่วนใหญ่ โดยมีการปรับอัตราดอกเบี้ยลงในช่วงปลายปี 2007 นั้น อาจไม่สามารถสรุปได้ว่าการสื่อสารด้านนโยบายแบบผ่อนคลายให้ผลดีกว่าแบบตึงตัว เพราะจำนวนข้อมูลที่ทดสอบในด้านสภาวะการผ่อนคลายมีเพียง 5 ครั้งเท่านั้นในเอกสารผลการประชุม กนง. งานวิจัยนี้ไม่ได้ทดสอบ

การสื่อสารเปรียบเทียบดังกล่าวของSahminan (2008) เพราะข้อมูลที่ได้จากการปรับอัตราดอกเบี้ยไม่เพียงพอในการวิเคราะห์ งานวิจัยนี้ได้ทดสอบทั้งช่วงการดำเนินนโยบายการเงินแบบตั้งตัวหรือผ่อนคลาย เทียบกับสภาวะปกติ ว่าผลของการสื่อสารเหมือนหรือแตกต่างอย่างไร ดังที่ได้วิเคราะห์ในหัวข้อก่อนหน้านั้น

ตารางที่ 4.14 การเปรียบเทียบผลงานเชิงประจักษ์กับงานวิจัยอื่น

หัวข้อ	งานวิจัยนี้	Ehrmann and Fratzscher (2007)	Rozkrut et al.(2008)	Shaminahn (2008)
ประเภทข้อมูลที่ใช้วัดการสื่อสาร	เอกสารผลการประชุม กนง.และรายงานแนวนโยบายการเงินเพื่อ	ข้อมูล Newswire จาก Reuter News	Newswire	เอกสารผลการประชุม และ Inter Meeting Statements
จำนวนข้อมูลด้านการสื่อสาร	เอกสารผลการประชุม กนง. 63 ครั้ง รายงานแนวนโยบายการเงินเพื่อ 30 ครั้ง	198 สหรัฐอเมริกา 151 ธนาคารกลางอังกฤษ 389 ธนาคารกลางยุโรป	238 ครั้ง ไปแลนด์ 106 เชก และ 84 ฮังการี	95 และ 59 ครั้ง อินโดนีเซียและไทย
ตลาดการเงินที่ใช้ทดสอบ	ตลาดพันธบัตร ระยะสั้นที่ 1 เดือน จนถึง 14 ปี ตลาดหลักทรัพ์ และตลาดอัตราแลกเปลี่ยน	ตลาดพันธบัตร สหรัฐอเมริกาและอังกฤษ Inter Bank Rateสหภาพยุโรป ตลาดหลักทรัพ์ และตลาดอัตราแลกเปลี่ยน	Inter Bank Rate ที่ระยะ 3 เดือน 6 เดือน และ 1 ปี อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรที่ระยะเวลา 2 ปี และ 5 ปี	Inter Bank Rate และ อัตราดอกเบี้ยล่วงหน้าระยะสั้นไม่เกิน 1 ปี
ตัวแปรที่สนใจศึกษา วัดปฏิกิริยาการสื่อสารในแบบจำลอง	ด้านเงินเฟ้อพื้นฐาน ด้านสภาวะการเจริญเติบโต และด้านแนวนโยบายการเงิน	ด้านสภาวะเศรษฐกิจและด้านแนวนโยบายการเงิน	ด้านสภาวะเศรษฐกิจ ด้านอัตราแลกเปลี่ยนและด้านแนวนโยบายการเงิน	ด้านแนวนโยบายการเงินอย่างเดียว

4.5 ผลของปฏิภิกิริยาของตลาดการเงินกับข้อมูลในรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อ

ในการทดสอบในส่วนนี้ ตลาดการเงินทั้ง 3 ประเภทดังกล่าวนั้นจะนำมาทดสอบกับการเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์ตัวเลขอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานและอัตราการเจริญเติบโตไว้พร้อมกันดังที่ได้กล่าวไว้ในวิธีวิจัย โดยผลที่ได้นั้นจะแยกแสดงไว้ในตาราง เปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์ทั้ง 3 ช่วงเวลา คือ 1 ไตรมาสข้างหน้า 1 ปีข้างหน้า และ 2 ปีข้างหน้า แยกทดสอบจากแบบจำลองของสมการที่ 3 และ 4 ในบทที่ 3 โดยที่สนใจเพียงความมีนัยสำคัญทางสถิติไม่ได้สนใจทิศทางเหมือนกับการทดสอบจากเอกสารผลการประชุม กนง. ผลตามตารางที่ 4.15

เมื่อพิจารณาที่สมการระดับอัตราผลตอบแทน พบว่า

ตลาดการเงินทั้ง 3 ประเภทนี้มีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์ แต่มีการตอบสนองที่แตกต่างกันในช่วงระยะเวลาที่เปลี่ยนแปลงการคาดการณ์ไปข้างหน้า

ตลาดพันธบัตรระยะสั้น พบว่ามีการตอบสนองเป็นอย่างดีต่อการเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์ในระยะใกล้ที่ 1 ไตรมาส แต่ตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงที่ระยะ 1 ปีและ 2 ปีไม่ชัดเจนนัก ตลาดนี้มีการตอบสนองทั้งด้านอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานและอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

ตลาดพันธบัตรระยะกลาง มีการตอบสนองต่อการคาดการณ์ที่ระยะ 1 ไตรมาส และที่ 2 ปีข้างหน้าได้ดีพอกัน แต่มีการตอบสนองที่ระยะเวลา 1 ปีบ้าง โดยตอบสนองทั้งด้านอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานและอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจเช่นเดียวกับตลาดพันธบัตรระยะสั้น แต่มีการตอบสนองต่อด้านการเจริญเติบโตมากกว่า

ตลาดพันธบัตรระยะยาว มีการตอบสนองการคาดการณ์ที่ระยะ 1 ไตรมาสและ 2 ปีได้ดี แต่มีการตอบสนองต่อเงินเฟ้อมากกว่า

ตลาดหลักทรัพย์ มีนัยสำคัญที่ระยะเวลา 1 ปีมากที่สุดทั้งด้านเงินเฟ้อและด้านการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ในขณะที่ระยะ 1 ไตรมาสนัยสำคัญที่เงินเฟ้อ ระยะ 2 ปีกลับพบว่ามีนัยสำคัญที่ด้านการเจริญเติบโตแทน

ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน การตอบสนองที่ระยะ 1 ไตรมาสดีที่สุด จากนั้นการตอบสนองค่อยน้อยลงตามการคาดการณ์ที่ใช้เวลายาวนานขึ้น โดยที่ระยะเวลา 2 ปีมีนัยสำคัญที่ด้านการเจริญเติบโต แนวโน้มที่ได้เหมือนกับกรณีของตลาดหลักทรัพย์

เมื่อพิจารณาที่สมการความผันผวนจากตารางที่ 4.16 พบว่า

ตลาดพันธบัตรระยะสั้น มีการตอบสนองทั้ง 2 ประเภท แต่จะมีการตอบสนองมีนัยสำคัญมากที่ระยะสั้น(1 ไตรมาส) และค่อยลดน้อยลงเมื่อเวลาการคาดการณ์มากขึ้น

ตลาดพันธบัตรระยะกลาง มีการตอบสนองที่ตลาดอายุ 3 ปีเท่านั้น และที่เหลือจะมีนัยสำคัญที่ระยะ 2 ปี

ตลาดพันธบัตรระยะยาว มีการตอบสนองเป็นอย่างดีในทุกระยะการคาดการณ์ แต่จะตอบสนองต่อด้านเศรษฐกิจที่ระยะเวลา 2 ปี

ตลาดหลักทรัพย์ มีนัยสำคัญที่ระยะเวลา 2 ปี ทางด้านอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเท่านั้น

ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน มีนัยสำคัญที่ระยะ 1 ไตรมาสทั้งด้านเงินเฟ้อและด้านการเจริญเติบโต เช่นเดียวกับที่ระยะ 1 ปีตอบสนองทั้ง 2 ด้านสำหรับตลาดนอกประเทศและเพียงด้านเงินเฟ้อสำหรับตลาดในประเทศ แต่ที่ระยะเวลา 2 ปีจะตอบสนองเพียงด้านเงินเฟ้อเท่านั้น

ผลที่ได้นี้ หากพิจารณาจากสมการระดับของพันธบัตรนั้นจะพบว่าที่ระยะสั้นการเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์มีผล และ การคาดการณ์ไปข้างหน้าที่ระยะเวลา 2 ปีมีผลเช่นกันต่อตลาด แต่ที่คาดการณ์ไว้ที่ระยะเวลา 1 ปีนั้นกับไม่พบการตอบสนองดีนัก แสดงว่าระยะใกล้ของการคาดการณ์นั้นเป็นช่วงเวลาที่มีโอกาสจะเป็นไปได้มากและความเสี่ยงในการหลุดจากเป้าหมายนั้นน้อย เมื่อรพท. ในฐานะผู้ที่มีข้อมูลมากกว่าตลาดมีการเปลี่ยนแปลงข้อมูลด้านเงินเฟ้อหรือสถานะเศรษฐกิจต้องถือว่าเป็นข่าวใหม่ต่อตลาดพันธบัตร ทั้งยังอาจสะท้อนได้ถึงการดำเนินนโยบายการเงินอีกด้วยซึ่งย่อมส่งผลต่อตลาดพันธบัตรอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ในขณะที่ระยะเวลา 2 ปีนั้นเป็นการคาดการณ์ที่ปลายสุดของ รพท. ซึ่งในสภาวะนี้จะมีความเสี่ยงค่อนข้างสูง สะท้อนถึงการต้องการควบคุมสิ่งที่ รพท. สนใจคืออัตราเงินเฟ้อ อย่างไรก็ตาม ผู้คนในตลาดพันธบัตรต้องสนใจว่าการเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์ทางเศรษฐกิจเช่นกัน เพราะหลายครั้งที่เศรษฐกิจมีเสถียรภาพคือเงินเฟ้อไม่มีแรงกดดัน รพท. ในบางครั้งจำเป็นต้องดำเนินนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจแทนที่ไม่ตอบสนองต่อช่วง 1 ปีมากนัก เป็นเพราะอายุพันธบัตรที่ยาวย่อมสนใจความเสี่ยงควบคุมไปกับการคาดการณ์ด้วย

ตลาดหลักทรัพย์นั้นให้ผลที่แตกต่างออกไปเพราะจะตอบสนองต่อระยะเวลา 1 ปี และ 2 ปีมากกว่า ซึ่งสะท้อนว่าตลาดหลักทรัพย์จะสนใจไปที่ระยะเวลายาวนานกว่าเพื่อสอดคล้องกับการคาดการณ์การลงทุนและการค้าของบริษัทในตลาด สิ่งที่น่าจะตรงข้ามกับผู้ลงทุนในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนที่ว่าจะสนใจในระยะที่สั้น ส่วนระยะใกล้จะสนใจน้อย ซึ่งเกี่ยวกับเหตุผลในเรื่องของการถือเงินทำธุรกรรมซึ่งเป็นประเด็นที่น่าสนใจศึกษาต่อไป

ตารางที่ 4.15 แสดงผลของตัวแปรหุ่นแบบจำลองเปรียบเทียบในส่วนของสมการระดับ
อัตราผลตอบแทน

โดยที่สัญลักษณ์ *, ** และ *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90 95 และ 99 % ตามลำดับ DC และ DG แทนตัวแปรหุ่นด้านอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานและด้านสภาวะการเจริญเติบโต

ตลาดการเงิน	1 ไตรมาส		1 ปี		2 ปี	
	DC	DG	DC	DG	DC	DG
ตลาดพันธบัตรระยะสั้น						
1 เดือน	***	***	**	**		**
3 เดือน	***	***			**	
6 เดือน	***		***	***		
1 ปี	***	***				
ตลาดพันธบัตรระยะกลาง						
2 ปี	***	***	**	***	***	***
3 ปี	***	***	***		**	**
5 ปี	***	***			***	***
ตลาดพันธบัตรระยะยาว						
7 ปี	***	***				***
10 ปี	**	***		**	***	*
12 ปี	***	***	***		**	***
14 ปี	***		**		***	***
ตลาดหลักทรัพย์	**		***	***		***
ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน						
ในประเทศ	***	***	*			***
นอกประเทศ	***	***	***	***		*

ที่มา: จากการคำนวณด้วยโปรแกรม Eviews

ตารางที่ 4.16 แสดงผลของตัวแปรหุ่นแบบจำลองเปรียบเทียบในส่วนของสมการความผันผวน

โดยที่สัญลักษณ์ *, ** และ *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90 95 และ 99 % ตามลำดับ DC และ DG แทนตัวแปรหุ่นด้านอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานและด้านสภาวะการเจริญเติบโต

ตลาด	1 ไตรมาส		1 ปี		2 ปี	
	DC	DG	DC	DG	DC	DG
ตลาดพันธบัตรระยะสั้น						
1 เดือน	***	***	***	***	**	***
3 เดือน	***					
6 เดือน	***	***	**	***		
1 ปี		***	**			***
ตลาดพันธบัตรระยะกลาง						
2 ปี					***	***
3 ปี	***	*			**	**
5 ปี					**	***
ตลาดพันธบัตรระยะยาว						
7ปี		**	**		***	***
10ปี	***		***	**		***
12 ปี	**	***	***			***
14 ปี	***	**			*	***
ตลาดหลักทรัพย์					**	
ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน						
ในประเทศ	***	***			*	
นอกประเทศ	**	***	***	***	*	

ที่มา: จากการคำนวณด้วยโปรแกรม Eviews

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อศึกษาผลกระทบของการสื่อสารของ ธปท. ที่มีต่อตลาดการเงินไทยนั้น โดยมุ่งเน้นไปที่การวัดการสื่อสารจากผลการประชุมของ กนง. เป็นหลัก และนำไปวัดปฏิกริยาของตลาดการเงินในขั้นตอนต่อไป ซึ่งสามารถสรุปผลการศึกษา รวมทั้งมีข้อเสนอแนะดังต่อไปนี้

5.1 สรุปผลการศึกษา

จากการวัดการสื่อสารจากเอกสารการประชุม กนง. ทั้ง 3 ด้าน คือ ด้านอัตราเงินเพื่อพื้นฐาน ด้านสถานะเศรษฐกิจ และ ด้านแนวโน้มนโยบายการเงิน พบว่าการสื่อสารทางด้านแนวโน้มอัตราเงินเพื่อพื้นฐานมีความชัดเจนมากที่สุดทิศทางทั้งขาขึ้นและขาลง ในส่วนของการสื่อสารด้านสถานะเศรษฐกิจ มีการสื่อสารที่ชัดเจนเป็นบางครั้ง โดยชัดเจนมากในช่วงสถานะเศรษฐกิจขาขึ้น อย่างไรก็ตามอาจเป็นเพราะข้อมูลที่ศึกษานั้นเป็นช่วงที่มีเศรษฐกิจขาขึ้นมากกว่าด้านการสื่อสารแนวโน้มนโยบายการเงิน มักมีการกล่าวถึงในเอกสารบางครั้ง แต่จะชัดเจนมากเมื่อเริ่มมีการเร่งตัวชัดของเงินเฟ้อ ซึ่งการสื่อสารที่ออกมามักจะควบคู่ไปกับการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายซึ่งสามารถสังเกตได้ จากผลของการวัดนี้ทำให้เป็นการยืนยันได้ว่า ธปท. เป็นหนึ่งในธนาคารกลางที่ให้ความสำคัญชัดเจนในด้านการรักษาอัตราเงินเฟ้อ

เมื่อศึกษาถึงแบบจำลองเพื่อนำมาวิเคราะห์ปฏิกริยาของตลาดการเงินจากข้อมูลรวมทั้ง 3 ช่วง กล่าวคือ ข้อมูลรวม ข้อมูลที่มีการตัดสินใจปรับอัตราดอกเบี้ย และ ข้อมูลที่มีการตัดสินใจไม่ปรับอัตราดอกเบี้ย เพื่อนำมาศึกษาผลจากตลาดการเงินไทยนั้น พบว่า ให้ผลว่าตลาดการเงินนั้นมีการตอบสนองได้เป็นอย่างดี โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาดพันธบัตรตอบสนองได้เป็นอย่างดีทั้ง ตลาดพันธบัตรระยะสั้น ระยะกลาง และ ระยะยาว ตลาดหลักทรัพย์ และตลาดอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งในตอนตั้งสมมติฐานไม่คาดคิดว่าจะมีการตอบสนองอย่างมีนัยสำคัญ กลับพบว่าการตอบสนองได้ดีเช่นกัน อย่างไรก็ตาม ทิศทางในการตอบสนองต่อการสื่อสารในแต่ละประเภทอาจกลับทิศทางกันซึ่งอาจเป็นปัญหาจากข้อมูลและสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่แตกต่างกัน

เมื่อมองไปถึงด้านทิศทางการตอบสนอง พบว่าจากการวิเคราะห์ผลของข้อมูลรวมนั้น ได้ผลที่สอดคล้องกับการพิจารณาการสื่อสารของงาน Ehrmann and Fratzscher (2007)

เฉพาะในส่วนที่เป็นด้านสถานะเศรษฐกิจที่ตอบสนองเป็นบวก ในส่วนของตัวแปรทางด้านแนวโน้มนโยบายการเงินนั้นงานของ Ehrmann and Fratzscher (2007) นั้นทิศทางที่เป็นนัยสำคัญเป็นบวก แต่งานวิจัยนี้เป็นลบทั้งด้านเงินเฟ้อและแนวโน้มนโยบายการเงินต่อพันธบัตร เหตุผลนั้นอาจเนื่องมาจากหลายประการด้วยกัน เช่น เอกสารผลการประชุม กนง. นั้นมักจัดมาไว้โดยที่ตลาดทราบล่วงหน้าซะเป็นส่วนมาก การที่จะเกี่ยวข้องกับ การดำเนินนโยบายจริงนั้นในสถานะเศรษฐกิจผันผวนเป็นที่คาดเดากันได้ว่า จะตัดสินใจอย่างไร ถึงแม้ว่าเอกสารผลการประชุมนั้นจะเป็นเสมือนกับข่าวแรกสุดที่ตลาดการเงินรับรู้การดำเนินนโยบายแต่ในส่วนของ การสื่อสารด้านแนวโน้มนโยบายการเงินที่ว่า จะมีการตอบสนองที่เป็นบวกในระยะสั้น และเป็นลบในระยะยาว ซึ่งการตอบสนองนี้ไม่ได้รับการตอบสนองที่ดีต่อตลาดพันธบัตร อย่างไรก็ตาม เหตุผลอื่นอาจเป็นไปได้ว่าโครงสร้างทางเศรษฐกิจและการดำเนินนโยบายที่แตกต่างกันก็เป็นได้ ซึ่งผลที่ได้จึงแตกต่างกัน ดังที่ Rozkrut et al.(2008)เคยตั้งข้อสังเกตกรณีประเทศฮังการีที่เป็นนโยบายแบบกำหนดเป้าเงินเฟ้อแต่ดูแลอัตราแลกเปลี่ยนควบคู่กัน

จากชุดตัวอย่างนี้สามารถแสดงว่ากรณีของ ธปท. ตลาดการเงินการสื่อสารโดยรวมมีผลต่อการปรับระดับได้ ซึ่งทิศทางของการปรับค่าสินทรัพย์ในตลาด ในตลาดพันธบัตร เป็นไปตามค่าตัวแปรรหัสที่ได้กำหนดก่อนหน้านี้ พันธบัตรในระยะสั้นและระยะยาว แต่กลับพบว่า ผลต่อการปรับระดับนั้น ก่อให้เกิดความผันผวนมากขึ้นในตลาดพันธบัตรทั้งระยะสั้นและระยะกลาง (ช่วงเวลาตั้งแต่ 1 เดือน จนถึง 2 ปี) ซึ่งการที่มีความผันผวนนั้นสามารถเข้าใจได้ 2 ทาง กล่าวคือ ทางแรกนั้นความผันผวนเป็นผลจากการที่ตลาดรับรู้ข้อมูลสำคัญมากขึ้น อีกทางหนึ่งคือ ก่อให้เกิดความเสี่ยงหรือที่เรียกว่า Noise ในตลาดการเงินมากขึ้น ทางเลือกแรกนั้นเป็นการดีที่จะมีนัยสำคัญทางสถิติสำหรับสัมประสิทธิ์ที่เกี่ยวข้องกับความผันผวน ในขณะที่ทางเลือกที่สองแสดง เกี่ยวข้องกับความเชื่อของนักวิจัยส่วนหนึ่งที่ว่า ความผันผวนไม่เป็นผลดีนักต่อการดำเนินนโยบายการเงินเพราะธนาคารกลางมักต้องการปรับนโยบายการเงินเพื่อกระทุ้งระดับของราคาสินทรัพย์ในตลาดมากกว่าที่จะเพิ่มความผันผวนในตลาด เพราะว่าการที่เพิ่มความผันผวนในตลาดมากไป มีผลต่อการจัดการกับความคาดหวังของตลาดการเงิน ซึ่งเป็นสิ่งที่อาจทำให้ตลาดคาดเดาการดำเนินนโยบายการเงินได้ยากยิ่งขึ้น

การทดสอบถึงผลของความชัดเจนในการสื่อสารจากเอกสารผลการประชุม นั้นแสดงให้เห็นว่า เมื่อธปท. มีการสื่อสารที่ชัดเจนขึ้นจะมีผลต่อทิศทางที่เป็นดังคาดของตลาดพันธบัตรในส่วนของเงินเฟ้อ และสถานะเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม ยังไม่พบถึงผลทิศทางที่คาดหวัง

จากแนวโน้มนโยบายการเงินโดยรวม นอกจากนี้ การสื่อสารที่ชัดเจนยังส่งผลให้ค่าความคลาดเคลื่อนของระดับอัตราผลตอบแทนลดลงในทั้ง 3 ประเภทการสื่อสาร ซึ่งช่วยแสดงว่า การสื่อสารที่ชัดเจนมีผลจริงต่อตลาดการเงินให้ดีขึ้นได้

นอกจากนี้ การเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์ตัวเลขเงินเพื่อพื้นฐานและอัตราดอกเบี้ยเงินฝากเงินออมทรัพย์มีผลต่อตลาดพันธบัตร ตลาดหลักทรัพย์และตลาดอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมีนัยสำคัญต่อสมการระดับ แต่พบว่าความผันผวนมีผลต่อตลาดหลักทรัพย์น้อยลง อย่างไรก็ตาม ตลาดจะตอบสนองต่อที่ระยะใกล้กับระยะไกล เพราะได้สะท้อนถึงการคาดการณ์ทั้งในระยะสั้นและระยะข้างหน้าที่มีความเสี่ยงตามที่ ธปท. มีข้อมูลด้านนี้มากกว่าตลาดการเงินนั่นเอง

5.2 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

1. การสื่อสารด้านคุณภาพจากเอกสารผลการประชุม กนง. นั้นควรมีการสื่อสารด้านแนวโน้มนโยบายการเงินให้ชัดเจนขึ้นและอาจสื่อสารบ่อยครั้งขึ้น เพราะจากผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าตลาดพันธบัตรมีการตอบสนองไปในทิศทางตรงข้ามกับการคาดการณ์ แต่เมื่อได้ทดสอบกับชุดข้อมูลที่มีความชัดเจนขึ้นนั้น ทิศทางการตอบสนองและค่าความคลาดเคลื่อนของตลาดการเงินโดยรวมนั้นลดลง ซึ่งควรที่จะสื่อสารชัดเจนขึ้น เพื่อจะได้ผลที่ต้องการ โดยที่ยังคงรักษาความยืดหยุ่นในการดำเนินนโยบายไว้ได้

2. การสื่อสารด้านปริมาณจากรายงานแนวโน้มเงินเพื่อที่เป็นค่ากลางตัวเลขทางการคาดการณ์ทั้งด้านเงินเพื่อพื้นฐานและอัตราดอกเบี้ยเงินฝากเงินออมทรัพย์ มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของตลาดพันธบัตรโดยรวม ธปท. ควรมีความระมัดระวังกับการเปลี่ยนการคาดการณ์ไม่เพียงแต่ระยะใกล้ของการคาดการณ์ยังรวมถึงช่วง 2 ปีข้างหน้า เพื่อให้ตลาดตอบสนองไปในทางที่ต้องการได้

5.3 ข้อจำกัดการศึกษา

1. ลักษณะของข้อมูลนี้ทดสอบในช่วงที่มีการใช้นโยบายการเงินแบบคงอัตราดอกเบี้ย มีเพียงช่วงระยะเวลาสั้นที่ใช้นโยบายการเงินแบบตั้งตัวหรือผ่อนคลาย ทำให้การเปรียบเทียบการดำเนินนโยบายแต่ละช่วงทำไม่ได้ เนื่องด้วยข้อมูลที่มีจำกัด

2. ช่วงเวลาที่ทำการศึกษาทดสอบนั้นบางช่วงของตลาดพันธบัตรไม่ได้มีการซื้อขายกันมากนัก จึงอาจให้ผลที่แตกต่างกันไปได้ ซึ่งเมื่อมีข้อมูลมากขึ้นในอนาคตอาจทดสอบแบ่งช่วงของข้อมูลมาทดสอบดูว่าผลของปฏิริยาตลาดจะมีลักษณะที่แตกต่างกันได้

5.4 ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในอนาคต

จากการศึกษาวิทยานิพนธ์นี้นั้นจะทดสอบที่ปฏิริยาของตลาดการเงินโดยจำกัดเอกสารที่เป็นทางการเฉพาะเอกสารผลการประชุม กนง. แต่ไม่ได้วัดการสัมภาษณ์ ซึ่งเป็นสิ่งที่น่าสนใจศึกษาหากสามารถรวบรวมข้อมูลในส่วนนี้ได้ชัดเจนจะเป็นสิ่งที่น่าสนใจศึกษาเพราะน่าจะวัดข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับนโยบายการเงินได้โดยตรง นอกจากนี้ยังมีการศึกษาในบางงานที่ได้มีความพยายามที่จะศึกษาการส่งผ่านของการสื่อสารอีกด้วยโดยใช้แบบจำลอง VAR อย่างไรก็ตามงานวิจัยในต่างประเทศเพิ่งเริ่มทดสอบแบบจำลองใหม่นี้อยู่ เพราะว่าการวัดการสื่อสารของธนาคารกลางประเทศต่างๆ ยังเป็นเรื่องใหม่อยู่ ซึ่งถ้าการสื่อสารของกรณีประเทศไทยออกมามากขึ้นและหลากหลายขึ้นในอนาคตจะเป็นที่น่าสนใจในการวัดการส่งผ่านของการสื่อสารต่อไป

รายการอ้างอิง

- Amato, J.D., Morris, S., and Shin, H.S. 2002. Communication and Monetary Policy. Oxford Review of Economic Policy 18 (Winter 2008): 495-503.
- Bernanke, B. 2004. The Logic of Monetary Policy. Speech before the national Economists Club, Washington, D.C. December 2. Available from : <http://www.federalreserve.org/boarddocs/speeches/2004/20041202/default.htm>.
- Bernanke, B., Laubach, T., Mishkin, F., and Posen, A. 1997. Inflation Targeting : Lessons from the international experience. Princeton, NJ : Princeton University Press.
- Blinder, A. 1998. Central Banking in Theory and Practice. Cambridge, MC : The MIT Press.
- Blinder, A. 2000. Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build it? American Economic Review 90 (December 2000) : 1421-1431.
- Bonfim, A. 2003. Pre-announcement Effects, News Effects, and Volatility: Monetary Policy and the Stock Market. Journal of Banking and Finance 27 (June 2003) : 133-151.
- Clare, A. and Courtenay, R. 2001. What Can We Learn about Monetary Policy Transparency from Financial Market Data? Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank Discussion Paper 06/01.
- Copeland, T., Weston, J., and Shastri, K. 2005. Financial Theory and Corporate Policy. 4 th ed. Boston, MA : Addison-Wesley.
- Demiralp, S., and Jordà, O. 2004. The Response of Term Rates to Fed Announcements. Journal of Money, Credit, and Banking 36 (June 2004) : 387-405.
- Ehrmann, M., and Fratzcher, M. 2007. Communication by Central Bank Committee Members : Different Strategies, Same Effectiveness? Journal of Money, Credit and Banking 39 (March-April 2007) : 509-541.
- Geraats, P.M. 2002. Central Bank Transparency. The Economic Journal 112 (November 2002) : F532-F565.

- Goodfriend, M. 1986. Monetary Mystique: Secrecy and Central Banking. Journal of Monetary Economics 17 (January 1986): 63-92.
- Gürkaynak, R.S., Sack, B., and Swanson, E.T. 2005. Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements. International Journal of Central Banking 1 (May 2005) : 57-93.
- Guthrie, G., and Wright, J. 2000. Open Mouth Operations. Journal of Monetary Economics 46 (October 2000) : 489-516.
- Heinemann, F., and Ullrich, K. 2005. Does it Pay to Watch Central Bankers' Lips? The Information Content of ECB Wording. Paper Presented at the National Bank of Poland Conference .Central Bank Transparency and Communication: Implications for Monetary Policy. in Warsaw in June 2005. Available from : <http://www.nbp.pl/Homen.aspx?f-en/aktualnosei/2005/2june2005.html>.
- Issing, O. 2005. Communication, Transparency, Accountability : Monetary Policy in the Twenty-First Century. Federal Reserve Bank of St. Louis Review 87 (March-April 2005) : 65-83.
- Jansen, D. and de Hann, J. 2004. Look Who's Talking: ECB Communication during the First Year of EMU. De Nederlandsche Bank Working Paper 207(2004).
- Kohn,D.L., and Sack, B.P. 2003. Central Bank Talk: Does It Matter and Why?. Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series 55(2003).
- Kuttner, K. N. 2001. Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence from the Fed Funds Futures Market. Journal of Monetary Economics 47 (June 2001) : 523-544.
- Mishkin, F.S. 2000. Targeting in Emerging Market Countries. NBER Working Paper 7618 (August 2000).
- Morris, S., and Shin, H.S. 2002. Social Value of Public Information. American Economic Review 92 (December 2002) : 1521-1534.
- Nelson,D. 1991. Conditional Heteroskedasticity in Asset Returns: A New Approach. Econometrica 59 (March 1991) : 347-370.

- Perez-Quiros, G., and Silicia, J. 2002. Is the European Central Bank(And the United States Federal Reserve) Predictable? ECB Working Paper 192 (November 2002).
- Poole, W. and Rasche, R. 2000. Perfecting the Market's Knowledge of Monetary Policy. Journal of Financial Services Research 18 (December 2000) : 255-298.
- Reeves, R. and Sawicki, M. 2007. Do Financial Markets React to Bank of England Communication?. European Journal of Political Economy 23 (March 2007) : 207-227.
- Rigobon, R. and Sack, B. 2004. The Impact of Monetary Policy on Asset Prices. Journal of Monetary Economics 51 (November 2004) : 1553-1575.
- Romer, C., and Romer, D. 2000. Federal Reserve Informaion and the Behavior of Interest Rates. American Economic Review 90 (June 2000) : 429-457.
- Rosa, C., and Verga, G. 2007. On the Consistency and Effectiveness of Central Bank Communication: Evidence from the ECB. European Journal of Political Economy 23 (March 2007) : 146-175.
- Ross, K. 2002. Market Predictability of ECB Monetary Policy: a Comparatives Examinations. IMF Working Paper 233(2002).
- Rozkrut, M., Rybinski, K., Sztaba, L., and Szwaja, R. 2007. Quest for Central Bank Communication: Does it pay to be "Talkative. European Journal of Political Economy 23 (March 2007) : 176-206.
- Sahminan, S. 2008. Effectiveness of monetary policy communication in Indonesia and Thailand. BIS Working Papers 262(September 2008).
- Svensson, L. 1997. Inflation Forecast Targeting : Implementing and Monitoring Inflation Targets. European Economic Review 41 (June 1997) : 1111-1146.
- Svensson, L. 1998. . Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule. NBER Working Paper 6790 (November 1998).
- Svensson, L. 2006. Social Value of Public Information: Morris and Shin (2002) Is Actually Pro Transparency. American Economic Review 96(March 2006) : 448-452.

Wilhelmsen, B. and Zaghini, A. 2005. Monetary Policy Predictability in the Euro Area: An International Comparison. ECB Working Paper 504 (July 2005).

Woodford, M. 2005. Central Bank Communication and Policy Effectiveness. NBER Working Paper 11898 (December 2005).



ศูนย์วิจัยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ภาคผนวก

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ภาคผนวก ก

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ก.1 แสดงผลของการวัดการสื่อสารทางด้านอัตราเงินเพื่อพื้นฐานจากผลการประชุม กง

ครั้งที่	เนื้อความสำคัญ	CC	CG	CM
1	เป็นการแนะนำนโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายเงินเพื่อ	-	-	-
23/5/43		-	-	-
2	อัตราเงินเพื่อพื้นฐานจะปรับตัวสูงขึ้นเล็กน้อย	1	-	-
18/7/43	เศรษฐกิจโดยรวมปรับตัวดีขึ้น	-	1	-
	คณะกรรมการฯ จึงยังคงรักษาอัตราดอกเบี้ยระยะเวลา 14 วัน เพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวของระบบเศรษฐกิจ	-	-	0
3	แนวโน้มอัตราเงินเพื่อพื้นฐานจะยังคงอยู่ในเกณฑ์เป้าหมาย	0	-	-
5/9/43	ราคาน้ำมันที่ได้ปรับสูงขึ้นและค่าเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ. ที่อ่อนตัวลง ยังอยู่ในช่วงที่คณะกรรมการฯ คาดว่าจะไม่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยมากนัก	-	0	-
	คณะกรรมการฯ จึงยังคงรักษาอัตราดอกเบี้ยระยะเวลา 14 วัน เพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวของระบบเศรษฐกิจ	-	-	0
4	อัตราเงินเพื่อพื้นฐานในช่วง 8 ไตรมาสข้างหน้าจะเร่งขึ้น	1	-	-
17/10/43	ภาพรวมเศรษฐกิจนั้น ยังคงฟื้นตัวต่อเนื่อง	-	1	-
	คณะกรรมการนโยบายการเงินจึงมีมติให้คงรักษาอัตราดอกเบี้ยระยะเวลา 14 วัน ไว้ในระดับเดิม เพื่อเอื้ออำนวยต่อการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจต่อไป	-	-	0
5	แรงกดดันต่อแนวโน้มเงินเฟ้อลดลง	-1	-	-
6/12/43	เศรษฐกิจของประเทศอุตสาหกรรมหลักซึ่งมีการชะลอตัวอาจส่งผลกระทบต่ออัตราค่าเงินบาทและการส่งออกของประเทศไทย	-	-1	-
	คณะกรรมการฯ จึงยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ เพื่อให้การฟื้นตัวของเศรษฐกิจแข็งแกร่งขึ้น	-	-	0
6	ความเสี่ยงต่ออัตราเงินเฟ้อทั้งจากปัจจัยต้นทุนต่างๆ และจากการคาดการณ์ของประชาชนยังมีไม่มากนัก	0	-	-
18/1/44	การขยายตัวของเศรษฐกิจไทยในปี 2543/44 จะปรับลดลง	-	-1	-

ครั้งที่	เนื้อความสำคัญ	CC	CG	CM
6	คณะกรรมการนโยบายการเงินจึงมีมติให้คงอัตราดอกเบี้ยระยะเวลา 14 วัน ไว้ในระดับเดิม	-	-	0
7	แนวโน้มอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานสำหรับปี 2544 และ 2545 ยังคงอยู่ในเป้าหมายที่กำหนด	0	-	-
1/3/44	คณะกรรมการคาดว่าจะทำให้มีการใช้จ่ายเม็ดเงินใหม่ทยอยเพิ่มขึ้นตั้งแต่ไตรมาสที่ 2 ของปี 2544 เป็นต้นไปนั้น นโยบายดังกล่าวจะทำให้เกิดการขยายตัวทางเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น	-	1	-
	คณะกรรมการนโยบายการเงินจึงมีมติให้คงอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนระยะ 14 วัน ไว้ในระดับเดิม คืออัตราร้อยละ 1.5 ต่อปี	-	-	0
8	แรงกระตุ้นจากภาครัฐจะไม่สร้างแรงกดดันต่อเงินเฟ้อ	0	-	-
19/4/44	คณะกรรมการมีความเห็นว่าการขยายตัวทางเศรษฐกิจจะดีขึ้น	-	1	-
	คณะกรรมการนโยบายการเงิน จึงมีมติให้คงอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนในระยะ 14 วัน ไว้ในอัตราร้อยละ 1.5 ต่อปี ไว้อีกหนึ่งระยะหนึ่ง	-	-	0
9	อัตราเงินเฟ้อในเดือนเมษายนจะสูงขึ้นค่อนข้างมาก แต่แนวโน้มอัตราเงินเฟ้อในระยะ 8 ไตรมาสข้างหน้ายังอยู่ในเป้าหมาย	1	-	-
24/5/44	การเจริญเติบโตของภาวะเศรษฐกิจโดยรวมในปัจจุบันยังอยู่ในระดับใกล้เคียงกับที่เคยประมาณไว้ในเดือนเมษายน	-	0	-
	คณะกรรมการนโยบายการเงินจึงมีมติให้คงอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนระยะ 14 วัน ไว้ในระดับเดิมในอัตราร้อยละ 1.5 ต่อปี	-	-	0
10	โอกาสที่อัตราเงินเฟ้อจะขึ้นไปสูงกว่าเป้าหมาย ยังมีน้อย	0	-	-
12/7/44	เศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าสำคัญของโลก ยังมีแนวโน้มอ่อนตัว	-	0	-
	การที่ธนาคารแห่งประเทศไทยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเมื่อวันที่ 8 มิถุนายนที่ผ่านมา ก็เพียงพอที่จะแก้ไขปัญหา ความบิดเบือนของโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินระยะสั้นแล้ว	-	-	0
11	แนวโน้มอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในปี 2544 ยังไม่เกินร้อยละ 2.0 ต่อปี และตลอดช่วงแปดไตรมาสข้างหน้าก็ยังอยู่ในเป้าหมาย	0	-	-

ครั้งที่	เนื้อความสำคัญ	CC	CG	CM
11 29/8/44	ภาวะเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าของไทยโดยเฉพาะอย่างยิ่งสหรัฐอเมริกา และประเทศในภูมิภาคยังคงมีแนวโน้มอ่อนตัวลง ทำให้การส่งออกของไทยที่ชะลอลงตามไปด้วยนั้นยังไม่แสดงทิศทางที่จะกลับฟื้นตัวขึ้นได้อย่างรวดเร็วนับเป็นปัจจัยลบ	-	-1	-
	อัตราดอกเบี้ยปัจจุบันอยู่ในระดับต่ำเพียงพอที่จะเกื้อหนุนต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจอยู่แล้ว	-	-	0
12	แนวโน้มอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในช่วงตลอด 8 ไตรมาสข้างหน้าก็ยังอยู่ในเป้าหมาย	0	-	-
17/10/44	เหตุการณ์วินาศกรรมที่เกิดขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกา จะส่งผลกระทบต่อภาวะเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าของไทย ซึ่งจะเป็นปัจจัยลบที่กีดกันการขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทยในระยะต่อไป	-	-1	-
	อัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันนับว่าเหมาะสมและเอื้ออำนวยต่อการฟื้นตัว	-	-	0
13	อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานจะอยู่ในช่วงร้อยละ 1.5-2.5 ต่อปีในปี 2545 ซึ่งอยู่ในเกณฑ์เป้าหมาย	0	-	-
27/11/44	การขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทยอยู่ในช่วงร้อยละ 1.3-1.8 ในปี 2544 และร้อยละ 1-3 ในปี 2545 ดังที่เคยคาดไว้	-	0	-
	พร้อมที่จะพิจารณาปรับนโยบายการเงินให้เอื้อต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจมากขึ้น	-	-	-1
14	แนวโน้มที่ลดลงของอัตราเงินเฟ้อทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในปัจจุบันสูงขึ้น	-1	-	-
25/12/44	การชะลอตัวของเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกา และเศรษฐกิจญี่ปุ่น รวมทั้งเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าสำคัญของไทย อาจจะกระทบต่อการส่งออกและการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยอย่างมีนัยสำคัญ	-	-1	-
	สามารถผ่อนคลายนโยบายการเงินได้มากขึ้น	-	-	-1
15	อัตราเงินเฟ้อยังคงมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง	-1	-	-
21/1/45	เศรษฐกิจปี 2545 จะมีแนวโน้มดีขึ้นจากการใช้จ่ายของภาครัฐ	-	1	-

ครั้งที่	เนื้อความสำคัญ	CC	CG	CM
15	นโยบายการเงินควรจะอยู่ในแนวทางที่ผ่อนคลายเป็นต่อไป	-	-	-1
16	-	0	-	-
4/3/45	เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่องในระยะต่อไป	-	1	-
	หลังจากการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 2 ครั้งที่ผ่านมา นั้น ตลาดได้มีการปรับตัวในทิศทางที่สอดคล้องกับนโยบาย	-	-	0
17	ราคาน้ำมันที่ปรับตัวสูงขึ้นมิได้สร้างแรงกดดันต่อภาวะเงินเฟ้อ	0	-	-
22/4/45	การฟื้นตัวที่ชัดเจนขึ้นของเศรษฐกิจประเทศคู่ค้าสำคัญของไทย จะช่วยให้เศรษฐกิจไทยปรับตัวดีขึ้นในระยะต่อไป	-	1	-
	-	-	-	0
18	อัตราเงินเฟ้อที่วัดจากดัชนีราคาสินค้าทั่วไปและดัชนีราคาสินค้าพื้นฐานอยู่ในระดับต่ำ	0	-	-
3/6/45	กิจกรรมทางเศรษฐกิจมีการขยายตัวได้ดีต่อเนื่องจากการประเมินครั้งก่อน	-	1	-
	การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ผ่านมาเพียงพอในการส่งสัญญาณต่อตลาดให้ทราบถึงแนวทางดังกล่าว	-	-	0
19	อัตราเงินเฟ้อที่วัดจากดัชนีราคาสินค้าทั่วไปและดัชนีราคาสินค้าพื้นฐานอยู่ในระดับต่ำ	0	-	-
22/7/45	การปรับตัวที่มีความต่อเนื่องและมีเสถียรภาพ จะเป็นพื้นฐานที่ดีต่อการขยายตัวในช่วงครึ่งหลังของปีและในปีต่อไป	-	1	-
	นโยบายการเงินยังคงอยู่ในทิศทางที่เอื้อต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจต่อไป	-	-	0
20	แนวโน้มอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในระยะ 8 ไตรมาสข้างหน้ายังคงอยู่ในระดับต่ำและอยู่ภายในเป้าหมายเงินเฟ้อที่คณะกรรมการฯ กำหนด	0	-	-
10/9/45	-	-	0	-
	พร้อมที่จะปรับนโยบายการเงินเมื่อสัญญาณการชะลอตัวของเศรษฐกิจต่างประเทศชัดเจนขึ้น	-	-	-1

ครั้งที่	เนื้อความสำคัญ	CC	CG	CM
21	แนวโน้มอัตราเงินเพื่อพื้นฐานในระยะ 8 ไตรมาสข้างหน้า คณะกรรมการฯ พิจารณาแล้วเห็นว่า ยังคงอยู่ในระดับต่ำและภายในเป้าหมาย	0	-	-
21/10/45	ความเสี่ยงทางด้านต่างประเทศต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจนั้น มีมากขึ้นกว่าที่ได้พิจารณาไว้ในการประชุมครั้งก่อน		-1	
	พร้อมที่จะปรับนโยบายการเงินให้เอื้อต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจมากขึ้น			-1
22	การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกอาจสร้างแรงกดดันให้อัตราเงินเพื่อของประเทศคู่ค้าโน้มต่ำลง และมีผลต่อเนื่องมายังอัตราเงินเพื่อของไทย	-1		
19/11/45	ความไม่แน่นอนด้านต่างประเทศยังมีอยู่ต่อเนื่องและอาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยในระยะต่อไป		-1	
	นโยบายการเงินสามารถผ่อนคลายเป็นได้มากขึ้น			-1
23	แนวโน้มอัตราเงินเพื่อพื้นฐานในระยะ 8 ไตรมาสข้างหน้า คณะกรรมการฯ มีความเห็นว่า ยังคงอยู่ภายในเป้าหมายของการดำเนินนโยบาย	0		
12/12/45	ความไม่แน่นอนด้านต่างประเทศที่อาจมีผลต่อเศรษฐกิจไทยยังไม่ได้เพิ่มขึ้นจากการประชุมคราวก่อน		0	
	-			0
24	แนวโน้มอัตราเงินเพื่อพื้นฐานในระยะ 8 ไตรมาสข้างหน้า ประเมินว่าอยู่ในเกณฑ์ต่ำของเป้าหมายร้อยละ 0-3.5	0		
20/1/46	เศรษฐกิจอยู่ในภาวะการฟื้นตัวที่น่าพอใจ และมีแนวโน้มขยายตัวได้ต่อเนื่องในปี 2546		0	
	นโยบายการเงินยังสามารถอยู่ในแนวทางที่ผ่อนคลายเป็นไปได้			0
25	แนวโน้มอัตราเงินเพื่อพื้นฐานในช่วง 8 ไตรมาสข้างหน้า ประเมินว่ายังคงอยู่ในช่วงเป้าหมาย	0		
3/3/46	-		0	
	นโยบายการเงินสามารถอยู่ในทิศทางผ่อนคลายเป็นไปได้			0

ครั้งที่	เนื้อความสำคัญ	CC	CG	CM
26	แนวโน้มอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในช่วง 8 ไตรมาสข้างหน้า ประเมินว่ายังคงอยู่ในช่วงเป้าหมาย	0		
21/4/46	-		0	
	นโยบายการเงินควรอยู่ในทิศทางผ่อนคลายเป็นเดิม			0
27	อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานจะทรงตัวอยู่ในเกณฑ์ต่ำของช่วงเป้าหมาย แต่ก็ตระหนักถึงความเสี่ยงที่อาจกดดันให้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานลดลงต่ำกว่าเป้าในระยะต่อไป	-1		
2/6/46	การบริโภคภาคเอกชน เริ่มมีสัญญาณชะลอลดลง ส่วนการลงทุนภาคเอกชนยังคงขยายตัวในอัตราไม่สูง และการใช้จ่ายของรัฐบาลเร่งตัวน้อยกว่าที่คาดการณ์ไว้		-1	
	ควรให้นโยบายการเงินควรอยู่ในทิศทางผ่อนคลายเป็นเดิมเพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ			0
28	-	0	0	0
27/6/46				
29	อัตราเงินเฟ้อจะทรงตัวอยู่ในเกณฑ์ต่ำของช่วงเป้าหมาย	0		
21/7/46	ความไม่แน่นอนทางด้านต่างประเทศยังคงเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจในระยะต่อไป		0	
	เห็นควรคงนโยบายการเงินให้อยู่ในทิศทางที่ผ่อนคลายเป็นเดิม			0
30	เศรษฐกิจไม่ได้สร้างแรงกดดันต่อภาวะเงินเฟ้อ	0		
11/9/46	ความไม่แน่นอนด้านต่างประเทศยังคงเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจในระยะต่อไป		0	
	อัตราดอกเบี้ยปัจจุบันอยู่ในระดับต่ำและเหมาะสมกับสถานการณ์เศรษฐกิจของประเทศ			0
31	อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานจะทรงตัวอยู่ในเกณฑ์ต่ำของช่วงเป้าหมาย	0		
28/10/46	เศรษฐกิจในประเทศมีแนวโน้มที่จะขยายตัวอย่างต่อเนื่อง แต่ความไม่แน่นอนของการฟื้นตัวของเศรษฐกิจประเทศอุตสาหกรรมหลักยังคงเป็นความเสี่ยงที่สำคัญ		0	
	อัตราดอกเบี้ยนโยบายปัจจุบันมีความเหมาะสม			0

ครั้งที่	เนื้อความสำคัญ	CC	CG	CM
32	อัตราเงินเฟ้อในประเทศอยู่ในเกณฑ์ต่ำ และยังไม่มีความกดดันต่อเสถียรภาพของเศรษฐกิจ	0		
12/12/46	เศรษฐกิจในประเทศมีแนวโน้มที่ขยายตัวได้ต่อเนื่อง		0	
	นโยบายการเงินและระดับอัตราดอกเบี้ยปัจจุบันเหมาะสมกับภาวะเศรษฐกิจของประเทศในขณะนี้			0
33	อัตราเงินเฟ้อในประเทศคาดว่าจะอยู่ในเกณฑ์ต่ำ และยังไม่มีความกดดันต่อเสถียรภาพของเศรษฐกิจ	0		
21/1/47	เศรษฐกิจในประเทศมีแนวโน้มที่ขยายตัวได้ต่อเนื่อง		0	
	นโยบายการเงินและระดับอัตราดอกเบี้ยปัจจุบันเหมาะสมกับภาวะเศรษฐกิจของประเทศในขณะนี้			0
34	อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานจะอยู่ในช่วงเป้าหมาย	0		
17/3/47	โดยรวมแรงขับเคลื่อนของการขยายตัวทางเศรษฐกิจยังอยู่ในเกณฑ์ดี และไม่ได้แสดงสัญญาณที่ขยายตัวอ่อนแรง		0	
	นโยบายการเงินและระดับอัตราดอกเบี้ยปัจจุบันเหมาะสมกับภาวะเศรษฐกิจของประเทศในขณะนี้			0
35	อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานยังคงอยู่ในช่วงเป้าหมาย	0		
21/4/47	เศรษฐกิจในประเทศมีแนวโน้มขยายตัวดีต่อเนื่อง		0	
	-			0
36	อัตราเงินเฟ้อในปัจจุบันจะอยู่ในระดับต่ำ แต่มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้น	1		
9/6/47	เศรษฐกิจสามารถขยายตัวได้อย่างต่อเนื่อง		0	
	นโยบายการเงินที่เป็นอยู่ยังเหมาะสมกับภาวะเศรษฐกิจของประเทศต่อไปอีกระยะหนึ่ง			0
37	-	0		
21/7/47	แนวโน้มที่ตลาดแรงงานจะตึงตัวขึ้นและเศรษฐกิจที่จะขยายตัวต่อเนื่องจะเป็นแรงกดดันต่ออัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในระยะต่อไป		1	
	อัตราดอกเบี้ยในระดับต่ำมากเช่นในปัจจุบันมีความจำเป็นน้อยลง และพร้อมที่จะปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้น			1

ครั้งที่	เนื้อความสำคัญ	CC	CG	CM
38	แนวโน้มอัตราเงินเฟ้อเป็นเรื่องที่ต้องติดตามอย่างใกล้ชิด โดยเฉพาะแรงกดดันนั้น อาจจะมีมากกว่าที่สะท้อนในดัชนีราคาปกติ	1		
25/8/47	แนวโน้มที่เศรษฐกิจอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว แต่ความเสี่ยงต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจมีมากขึ้น		0	
	ความจำเป็นของอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำอย่างในปัจจุบัน มีน้อยลงและนโยบายการเงินควรมีการปรับทิศทางเพื่อให้เหมาะสมกับการดูแลเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศ โดยการปรับเปลี่ยนควรทำอย่างค่อยเป็นค่อยไป			1
39	ในระยะต่อไป ความเสี่ยงทางด้านเงินเฟ้อจะมีสูงขึ้น อัตราเงินเฟ้อในประเทศไทยมีแนวโน้มที่จะเร่งตัวมากขึ้น	1		
20/10/47	ความสามารถของเศรษฐกิจที่จะขยายตัวได้ต่อเนื่องในระยะต่อไปยังอยู่ในเกณฑ์ดีพอควร		0	
	อัตราดอกเบี้ยในประเทศควรปรับสูงขึ้นเพื่อให้ระดับของอัตราดอกเบี้ยกลับเข้าสู่ระดับที่เหมาะสม			1
40	การปรับลดของราคาน้ำมันและการแข็งขึ้นของค่าเงินบาทจะช่วยให้แรงกดดันต่ออัตราเงินเฟ้อในช่วงต่อไปผ่อนคลายลงจากที่ประเมินไว้เดิม	-1		
15/12/47	แม้การใช้จ่ายในประเทศเริ่มแสดงการขยายตัวในอัตราที่ชะลอลงแต่แรงขับเคลื่อนของการขยายตัวทางเศรษฐกิจด้านอื่นยังคงดี		0	
	อัตราดอกเบี้ยในประเทศควรปรับเข้าสู่ระดับที่สูงขึ้นเพื่อการดูแลเสถียรภาพทางเศรษฐกิจในระยะต่อไป			1
41	ราคาน้ำมันที่ปรับลดลงและค่าเงินบาทที่ยังคงแข็งค่าขึ้นต่อเนื่อง มีส่วนช่วยลดแรงกดดันเงินเฟ้อให้ผ่อนคลายลง	-1		
19/1/48	เศรษฐกิจไทยจะได้รับผลกระทบจากการลดลงของรายได้จากการท่องเที่ยว แต่จะได้รับแรงสนับสนุนจากภาคการลงทุนและการใช้จ่ายภาครัฐ		0	
	อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่อยู่ในระดับต่ำเป็นสิ่งที่ควรดูแล			0

ครั้งที่	เนื้อความสำคัญ	CC	CG	CM
42	ดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐานที่ปรับฤดูกาลแล้วเร่งตัวขึ้นเล็กน้อยเช่นกัน	1		
2/3/48	การส่งออกมีแนวโน้มขยายตัวในอัตราที่ชะลอลง		-1	
	ควรจะปรับดอกเบี้ยสูงขึ้นเพื่อรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ			0
43	อัตราเงินเฟ้อได้เร่งตัวตามราคาพลังงาน	1		
20/4/48	ความเสี่ยงของอัตราขยายตัวทางเศรษฐกิจมีเพิ่มขึ้นจากปัจจัยลบทั้งภายในและภายนอกประเทศ		0	
	การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายจึงควรทำอย่างค่อยเป็นค่อยไป			1
44	อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเร่งตัวอย่างชัดเจน และมีแนวโน้มปรับสูงขึ้นอีกในระยะต่อไป	1		
9/6/48	เศรษฐกิจขยายตัวได้ต่อเนื่องในระยะต่อไปโดยเฉพาะอย่างยิ่งจากการกระตุ้นของการใช้จ่ายภาครัฐ		0	
	ควรปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป			1
45	โอกาสอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานจะเร่งตัวสูงกว่าเป้าหมายมีมากขึ้น	1		
20/7/48	เศรษฐกิจจะยังคงขยายตัวได้ต่อไป		0	
	อัตราดอกเบี้ยนโยบายจึงควรอยู่ในทิศทางขาขึ้น			1
46	อัตราเงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นชัดเจน	1		
7/9/48	เศรษฐกิจจะยังคงขยายตัวได้ต่อไป		0	
	อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ควรอยู่ในทิศทางขาขึ้น			1
47	อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานทรงตัวในเกณฑ์สูงและอาจเร่งตัวเกินช่วงเป้าหมาย	1		
19/10/48	เศรษฐกิจไทยมีความสามารถที่จะขยายตัวได้ต่อไป		0	
	อัตราดอกเบี้ยนโยบายจึงควรอยู่ในทิศทางขาขึ้นต่อไป			1
48	ความเสี่ยงของอัตราเงินเฟ้อ แม้จะปรับลดลงแต่ในระบบเศรษฐกิจยังคงมีแรงกดดันด้านราคาอยู่	1		
14/12/48	เศรษฐกิจไทยมีแรงขับเคลื่อนที่จะขยายตัวได้อย่างต่อเนื่อง		0	
	อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ควรอยู่ในทิศทางขาขึ้นต่อไป			1

ครั้งที่	เนื้อความสำคัญ	CC	CG	CM
49	อัตราเงินเพื่อทั่วไปเริ่มชะลอลง แต่แรงกดดันด้านราคายังคงมีอยู่	1		
18/1/49	ยังคงมีแรงส่งให้เศรษฐกิจขยายตัวได้ต่อไปจากแนวโน้มการส่งออกและลงทุน		0	
	ควรขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีกเพื่อรักษาอัตราเงินเพื่อพื้นฐานในระยะต่อไป			1
50	อัตราเงินเพื่อพื้นฐานยังคงอยู่ในระดับสูงและยังคงมีความเสี่ยงที่อาจสูงเกินเป้าหมายในระยะต่อไปได้	1		
8/3/49	ยังคงมีแรงส่งให้เศรษฐกิจขยายตัวได้ต่อไปจากการส่งออก		0	
	อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงยังคงติดลบ จึงเห็นควรขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก			1
51	อัตราเงินเพื่อพื้นฐานค่อนข้างทรงตัวในช่วง 3-4 เดือนที่ผ่านมา และมีแนวโน้มที่จะเริ่มปรับลดลง	0		
10/4/49	เศรษฐกิจโดยรวมยังคงขยายตัวอย่างน่าพอใจ		0	
	อัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่แท้จริงยังคงติดลบ			0
52	อัตราเงินเพื่อปรับสูงขึ้นกว่าที่คาดไว้อย่างชัดเจน	1		
7/6/49	คณะกรรมการชมองว่ามีโอกาสที่เศรษฐกิจอาจจะชะลอลงในระยะต่อไปได้		-1	
	การขึ้นอัตราดอกเบี้ยในครั้งนี้จะทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ในระดับที่เหมาะสม			0
53	อัตราเงินเพื่อพื้นฐานจะยังคงอยู่ในช่วงเป้าหมายได้ต่อไป	0		
19/7/49	เมื่อมองไปข้างหน้าภายใต้สถานการณ์ความไม่แน่นอนหลายประการรวมทั้งราคาน้ำมัน มีความเสี่ยงที่เศรษฐกิจไทยอาจจะชะลอตัวต่อเนื่องไปอีกระยะหนึ่ง		-1	
	อัตราดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบันน่าจะเหมาะสม			0
54	ความเสี่ยงทางด้านอัตราเงินเพื่อยังคงมีอยู่	0		

ครั้งที่	เนื้อความสำคัญ	CC	CG	CM
54 6/9/49	การชะลอตัวของกาไรใช้จ่ายภายในประเทศจะเป็นไปอีกระยะหนึ่ง แต่คงไม่กระทบต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจโดยรวมในระยะต่อไป		0	
	อัตราดอกเบี้ยนโยบายในระดับปัจจุบันเหมาะสม			0
55 18/10/49	เศรษฐกิจในปีหน้ามีแนวโน้มขยายตัวได้อย่างต่อเนื่อง เสถียรภาพและการขยายตัวทางเศรษฐกิจดีขึ้นกว่าที่ประเมินไว้	0	0	
	อัตราดอกเบี้ยนโยบายในระดับปัจจุบันเหมาะสม			0
56 13/12/49	แรงกดดันด้านราคายังมีอยู่ เศรษฐกิจไทยยังขยายตัวได้อย่างต่อเนื่อง	0	0	
	อัตราดอกเบี้ยนโยบายในระดับปัจจุบันเหมาะสม			0
57 17/1/50	โอกาสที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในระยะ 2 ปี ข้างหน้าจะสูงเกินเป้าหมายมีน้อยลงชัดเจน ความเสี่ยงด้านการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจมีมากขึ้น	-1	-1	
	นโยบายการเงินจึงสามารถผ่อนคลายลงเพื่อเอื้ออำนวยต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระยะต่อไป			0
58 28/2/50	อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานน่าจะอยู่ในช่วงเป้าหมาย แรงขับเคลื่อนจากการส่งออกคาดว่าจะชะลอตัวลง	0	-1	
	นโยบายการเงินจึงสามารถผ่อนคลายลงเพื่อเอื้ออำนวยต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระยะต่อไป			-1
59 11/4/50	อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานมีแนวโน้มอยู่ในช่วงเป้าหมายตลอด 8 ไตรมาสข้างหน้า ความเสี่ยงของการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจปีนี้มีมากขึ้น ทั้งจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกที่กระทบการส่งออกและความเชื่อมั่นของภาคเอกชน	0	-1	
	นโยบายการเงินจึงสามารถผ่อนคลายลงเพื่อเอื้ออำนวยต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจ			-1
60	แรงกดดันด้านราคาจะยังอยู่ในระดับต่ำ	0		

ครั้งที่	เนื้อความสำคัญ	CC	CG	CM
60	อุปสงค์ในประเทศโดยรวมยังคงอ่อนตัวต่อเนื่องจากการชะลอตัวของการใช้จ่ายภาคเอกชนและความเชื่อมั่นที่ยังเปราะบาง		0	
23/5/50	อัตราดอกเบี้ยระดับนี้เหมาะสม			0
61	อัตราเงินเพื่อพื้นฐานจะอยู่ในช่วงเป้าหมายตลอด 8 ไตรมาสข้างหน้า	0		
18/7/50	อุปสงค์ภายในประเทศชะลอตัวมากกว่าที่คณะกรรมการฯ คาดไว้ คณะกรรมการฯ เห็นว่าความเสี่ยงต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจยังมีอยู่		-1	
	นโยบายการเงินจึงสามารถผ่อนคลายเพิ่มเติมเพื่อเอื้อต่อการปรับตัวของภาคเศรษฐกิจ			0
62	ความเสี่ยงต่อทั้งแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเพื่อไม่ได้เปลี่ยนแปลงเมื่อเทียบกับการประชุมครั้งก่อน	0		
29/8/50	ความเสี่ยงต่อทั้งแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเพื่อไม่ได้เปลี่ยนแปลงเมื่อเทียบกับการประชุมครั้งก่อน		0	
	-			0
63	อัตราเงินเพื่อพื้นฐานจะยังอยู่ในช่วงเป้าหมายตลอด 8 ไตรมาสข้างหน้า	0		
10/10/50	แนวโน้มการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจอยู่ในระดับใกล้เคียงกับการประชุมครั้งก่อน		0	
	-			0
64	อัตราเงินเพื่อพื้นฐานน่าจะยังอยู่ภายในช่วงเป้าหมายตลอด 8 ไตรมาสข้างหน้า	0		
4/12/50	ในภาพรวมเศรษฐกิจไทยมีแรงส่งที่ดีขึ้น		0	
	-			0

ตารางที่ ก.2 แสดงข้อมูลอัตราซื้อคืนพันธบัตรในช่วงที่ได้ทำการศึกษาการสื่อสาร

ครั้งที่	วันที่	อัตราซื้อคืนพันธบัตร	การเปลี่ยนแปลง
1	23/5/43	1.5	0
2	18/7/43	1.5	0
3	5/9/43	1.5	0
4	17/10/43	1.5	0
5	6/12/43	1.5	0
6	18/1/44	1.5	0
7	1/3/44	1.5	0
8	19/4/44	1.5	0
9	24/5/44	1.5	0
10	12/7/44	2.5	0
11	29/8/44	2.5	0
12	17/10/44	2.5	0
13	27/11/44	2.5	0
14	25/12/44	2.25	-0.25
15	21/1/45	2	-0.25
16	4/3/45	2	0
17	22/4/45	2	0
18	3/6/45	2	0
19	22/7/45	2	0
20	10/9/45	2	0
21	21/10/45	2	0
22	19/11/45	1.75	-0.25
23	12/12/45	1.75	0
24	20/1/46	1.75	0
25	3/3/46	1.75	0
26	21/4/46	1.75	0
27	2/6/46	1.75	0

ตารางที่ ก.2 แสดงข้อมูลอัตราซื้อคืนพันธบัตรในช่วงที่ได้ทำการศึกษาการสื่อสาร

ครั้งที่	วันที่	อัตราซื้อคืนพันธบัตร	การเปลี่ยนแปลง
28	27/6/46	1.25	-0.5
29	21/7/46	1.25	0
30	11/9/46	1.25	0
31	28/10/46	1.25	0
32	12/12/46	1.25	0
33	21/1/47	1.25	0
34	17/3/47	1.25	0
35	21/4/47	1.25	0
36	9/6/47	1.25	0
37	21/7/47	1.25	0
38	25/8/47	1.5	0.25
39	20/10/47	1.75	0.25
40	15/12/47	2	0.25
41	19/1/48	2	0
42	2/3/48	2.25	0.25
43	20/4/48	2.25	0
44	9/6/48	2.5	0.25
45	20/7/48	2.75	0.25
46	7/9/48	3.25	0.5
47	19/10/48	3.75	0.5
48	14/12/48	4	0.25
49	18/1/49	4.25	0.25
50	8/3/49	4.5	0.25
51	10/4/49	4.75	0.25
52	7/6/49	5	0.25
53	19/7/49	5	0
54	6/9/49	5	0

ตารางที่ ก.2 แสดงข้อมูลอัตราซื้อคืนพันธบัตรในช่วงที่ได้ทำการศึกษาการสื่อสาร

ครั้งที่	วันที่	อัตราซื้อคืนพันธบัตร	การเปลี่ยนแปลง
55	18/10/49	5	0
56	13/12/49	5	0
57	17/1/50	4.75	-0.25
58	28/2/50	4.5	-0.25
59	11/4/50	4	-0.5
60	23/5/50	3.5	-0.5
61	18/7/50	3.25	-0.25
62	29/8/50	3.25	0
63	10/10/50	3.25	0
64	4/12/50	3.25	0

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ก.3 แสดงผลของสมการระดับตามแบบจำลอง EGARCH ในชุดข้อมูลรวม ตามสมการข้างล่างนี้

$$R_t = C + \beta^C C_t^C + \beta^G C_t^G + \beta^{MP} C_t^{MP} + \beta^R R_t + \beta^{RP} \Delta RP_t + \varepsilon_t$$

หมายเหตุ 1. *, **, *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

2. ตลาดที่ระยะเวลา 1 ปีนั้น จะไม่มีเทอมอัตราผลตอบแทนก่อนหน้า 1 วัน เนื่องจากชุดของข้อมูลมีปัญหาด้าน Unit Root จึงจะไปจากสมการ
3. ตัวเลขเฉียงในตารางแทนค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปร

ตลาด การเงิน	ตัวแปรจากแบบจำลอง				
	β^C	β^G	β^{MP}	β^R	β^{RP}
1 เดือน	-0.0244*** 0.0013	-0.0007*** 0.0002	-0.0143*** 0.0010	0.0951*** 0.0231	0.1460*** 0.0025
3 เดือน	-0.0215*** 0.0025	-0.0011 0.0010	-0.0027** 0.0011	-0.2911* 0.1568	0.1335*** 0.0076
6 เดือน	-0.0193*** 0.0005	-0.0006* 0.0003	-0.0098*** 0.0005	0.8412*** 0.0447	0.1196*** 0.0027
1 ปี	-0.0146*** 0.0012	0.0019*** 0.0004	-0.0078*** 0.0012	-	0.0806*** 0.0047
2 ปี	-0.0096*** 0.0014	0.0049*** 0.0006	-0.0120*** 0.0013	0.3423*** 0.0572	0.0699*** 0.0051
3 ปี	-0.0088*** 0.0011	0.0111*** 0.0007	-0.012*** 0.0012	0.3122*** 0.0453	0.0707*** 0.0058
5 ปี	-0.0084*** 0.0026	0.0099*** 0.0030	-0.0132*** 0.0036	0.3323*** 0.1239	0.0898*** 0.0196
7 ปี	0.0009 0.0026	0.0030*** 0.0011	-0.0070*** 0.0015	0.5191*** 0.04813	0.029** 0.0121

ตารางที่ ก.3(ต่อ) แสดงผลของสมการระดับตามแบบจำลอง EGARCH ในชุดข้อมูลรวม ตามสมการข้างล่างนี้

$$R_t = C + \beta^C C_t^C + \beta^G C_t^G + \beta^{MP} C_t^{MP} + \beta^R R_t + \beta^{RP} \Delta RP_t + \varepsilon_t$$

หมายเหตุ 1. *, **, *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

2. ตัวเลขเฉียงในตารางแทนค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปร

ตลาด การเงิน	ตัวแปรจากแบบจำลอง				
	β^C	β^G	β^{MP}	β^R	β^{RP}
10 ปี	-0.0015 <i>0.0036</i>	0.0058*** <i>0.0017</i>	-0.0078*** <i>0.0025</i>	0.6320*** <i>0.0975</i>	0.0306*** <i>0.0077</i>
12 ปี	-0.0044*** <i>0.0002</i>	0.0057*** <i>0.0002</i>	-0.0064*** <i>0.0003</i>	0.3678*** <i>0.0259</i>	0.0377*** <i>0.0014</i>
14 ปี	-0.0021*** <i>0.0002</i>	0.0059*** <i>0.0003</i>	-0.0050*** <i>0.0003</i>	0.5547*** <i>0.0150</i>	0.0299*** <i>0.0013</i>
ตลาด หลักทรัพย์	0.0028*** <i>0.0003</i>	0.0010 <i>0.0007</i>	-0.0079*** <i>0.0005</i>	-0.1390*** <i>0.0129</i>	0.0145*** <i>0.0015</i>
ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน					
ใน ประเทศ	0.0018*** <i>0.0002</i>	-1.33E-05 <i>0.0002</i>	-0.0002 <i>0.0002</i>	0.3743*** <i>0.0567</i>	-0.0012*** <i>0.0003</i>
นอก ประเทศ	0.0008*** <i>0.0002</i>	-0.0011*** <i>0.0001</i>	-2.24E-05 <i>0.0001</i>	0.3000*** <i>0.0358</i>	-0.0006 <i>0.0005</i>

ตารางที่ ก.4 แสดงผลของสมการระดับตามแบบจำลอง EGARCH ในชุดข้อมูลที่กนง.ไม่
ปรับอัตราดอกเบี้ย ตามสมการข้างล่างนี้

$$R_t = C + \beta^C C_t^C + \beta^G C_t^G + \beta^{MP} C_t^{MP} + \beta^R R_t + \varepsilon_t$$

หมายเหตุ 1. *, **, *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

2. ตัวเลขเฉียงในตารางแทนค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปร

ตลาด การเงิน	ตัวแปรจากแบบจำลอง			
	β^C	β^G	β^{MP}	β^R
1 เดือน	0.0051***	-0.0035***	-0.0045***	0.1318***
	0.0004	0.0000	0.0008	0.0089
3 เดือน	0.0016***	0.0015***	-0.0006**	0.4434***
	0.0014	0.0008	0.0009	0.1135
6 เดือน	0.0013	0.0023**	-0.0006	0.4980***
	0.0016	0.0009	0.0007	0.0991
1 ปี	0.0043***	-0.0026***	-0.0019*	0.2482***
	0.0009	0.0006	0.0010	0.0578
2 ปี	0.0036***	-0.0033***	-0.0106***	0.4600***
	0.0002	0.0002	0.0003	0.0128
3 ปี	0.0004	0.0027	0.0021	0.2837
	0.0032	0.0018	0.0041	0.1856
5 ปี	0.0031***	0.0010***	-0.0038***	0.2212***
	6.36E-05	0.0002	0.0002	0.0016
7 ปี	0.0017***	-0.0006	0.0038***	0.3356***
	0.0005	0.0006	0.0006	0.0238

ตารางที่ ก.4 (ต่อ) แสดงผลของสมการระดับตามแบบจำลอง EGARCH ในชุดข้อมูลที่
กนง.ไม่ปรับอัตราดอกเบี้ย ตามสมการข้างล่างนี้

$$R_t = C + \beta^C C_t^C + \beta^G C_t^G + \beta^{MP} C_t^{MP} + \beta^R R_t + \varepsilon_t$$

หมายเหตุ 1. *, **, *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

2. ตัวเลขเฉียงในตารางแทนค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปร

ตลาด การเงิน	ตัวแปรจากแบบจำลอง			
	β^C	β^G	β^{MP}	β^R
10 ปี	-0.0037* 0.0020	0.0026* 0.0014	-0.0037 0.0027	-0.1306 0.0856
12 ปี	5.43E-06 0.0013	0.0026** 0.0012	-0.0026** 0.0011	0.2030*** 0.0781
14 ปี	0.0048*** 0.0003	0.0007** 0.0003	0.0027*** 0.0005	0.4018*** 0.0280
ตลาด หลักทรัพย์	0.0033*** 0.0004	-0.0011*** 0.0004	-0.0012* 0.0006	-0.0431*** 0.0111
ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน				
ใน ประเทศ	0.0027*** 0.0008	0.0003*** 3.01E-06	-0.0012*** 9.65E-06	0.4906*** 0.0038
นอก ประเทศ	0.0011*** 4.45E-06	0.0001*** 9.89E-06	-0.0012*** 8.09E-05	0.4653*** 0.0110

ตารางที่ ก.5 แสดงผลของสมการระดับตามแบบจำลอง EGARCH ในชุดข้อมูลที่กนง.
ปรับอัตราดอกเบี้ย ตามสมการข้างล่างนี้

$$R_t = C + \beta^C C_t^C + \beta^G C_t^G + \beta^{MP} C_t^{MP} + \beta^R R_t + \beta^{RP} \Delta RP_t + \varepsilon_t$$

- หมายเหตุ 1. *, **, *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ
- ตลาดที่ระยะเวลา 2 และ 7ปี รวมถึงตลาดหลักทรัพย์ และตลาดอัตราแลกเปลี่ยนนอกประเทศนั้น จะไม่มีเทอมอัตราผลตอบแทนก่อนหน้า 1 วัน เนื่องจากชุดของข้อมูลมีปัญหาด้าน Unit Root จึงละทิ้งจากสมการ
 - ตัวเลขเฉียงในตารางแทนค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปร

ตลาด การเงิน	ตัวแปรจากแบบจำลอง				
	β^C	β^G	β^{MP}	β^R	β^{RP}
1 เดือน	0.0005	0.0011	-0.0146***	-0.4583***	0.0739***
	<i>0.0035</i>	<i>0.0016</i>	<i>0.0032</i>	<i>0.1132</i>	<i>0.0210</i>
3 เดือน	-0.0177***	0.0137***	-0.0142***	0.4015***	0.0878***
	<i>0.0042</i>	<i>0.0050</i>	<i>0.0047</i>	<i>0.0676</i>	<i>0.0145</i>
6 เดือน	-0.0103***	0.0040***	-0.0149***	-0.7163***	0.0805***
	<i>0.0011</i>	<i>0.0015</i>	<i>0.0016</i>	<i>0.1457</i>	<i>0.0018</i>
1 ปี	-0.0089***	0.0056***	-0.0019	-0.2175***	0.0601***
	<i>0.0001</i>	<i>0.0014</i>	<i>0.0014</i>	<i>0.0307</i>	<i>0.0052</i>
2 ปี	-0.0092***	0.0080***	-0.0157***	-	0.0804***
	<i>0.0001</i>	<i>0.0001</i>	<i>0.0001</i>		<i>0.0001</i>
3 ปี	-0.0118***	0.0045	-0.0069***	0.0450	0.0853***
	<i>0.0006</i>	<i>0.0029</i>	<i>0.0024</i>	<i>0.0454</i>	<i>0.0031</i>
5 ปี	0.0111***	0.0196***	-0.0136***	0.0287	-0.0031***
	<i>0.0002</i>	<i>0.0040</i>	<i>0.0010</i>	<i>0.0218</i>	<i>0.0006</i>
7 ปี	-0.0107***	0.0124*	-0.0165***	-	0.0757***
	<i>0.0015</i>	<i>0.0067</i>	<i>0.0058</i>		<i>0.0070</i>

ตารางที่ ก.5(ต่อ) แสดงผลของสมการระดับตามแบบจำลอง EGARCH ในชุดข้อมูลที่
กนง.ปรับอัตราดอกเบี้ย ตามสมการข้างล่างนี้

$$R_t = C + \beta^C C_t^C + \beta^G C_t^G + \beta^{MP} C_t^{MP} + \beta^R R_t + \beta^{RP} \Delta RP_t + \varepsilon_t$$

- หมายเหตุ 1. *, **, *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ
2. ตลาดที่ระยะเวลา 2 และ 7ปี รวมถึงตลาดหลักทรัพย์ และตลาดอัตราแลกเปลี่ยน
นอกประเทศนั้น จะไม่มีเทอมอัตราผลตอบแทนก่อนหน้า 1 วัน เนื่องจากชุดของข้อมูลมี
ปัญหาด้าน Unit Root จึงละทิ้งจากสมการ
3. ตัวเลขเฉียงในตารางแทนค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปร

ตลาด การเงิน	ตัวแปรจากแบบจำลอง				
	β^C	β^G	β^{MP}	β^R	β^{RP}
10 ปี	-0.0052*** 0.0005	0.0155** 0.0064	-0.0151** 0.0062	0.4375*** 0.1137	0.0482*** 0.0010
12 ปี	-0.0063*** 0.0003	0.0024 0.0017	-0.0051*** 0.0013	0.4368*** 0.0463	0.0394*** 0.0020
14 ปี	-0.0049*** 0.0016	-0.0020*** 0.0005	-0.0001 0.0005	0.7794*** 0.0325	0.0362*** 0.0068
ตลาด หลักทรัพย์	-0.0055*** 0.0014	-0.0023*** 0.0006	0.0059*** 0.0008	-	-0.0120*** 0.0012
ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน					
ใน ประเทศ	0.0004 0.0003	0.0009*** 0.0002	0.0016*** 0.0003	0.5156*** 0.1395	-0.0031*** 0.0010
นอก ประเทศ	0.0015*** 0.0003	0.0012*** 0.0002	-0.0005* 0.0003	-	-0.0012 0.0010

ตารางที่ ก.6 แสดงผลของสมการความผันผวนตามแบบจำลอง EGARCH ในชุดข้อมูลรวม ตามสมการ

$$\ln(h_t) = \omega + \theta_1 \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} - \sqrt{\frac{2}{\pi}} \right) + \theta_2 \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} \right) + \theta_3 \ln(h_{t-1}) + \kappa^C C_t^C + \kappa^G C_t^G + \kappa^{MP} C_t^{MP}$$

โดยที่ ตัวเลขเฉียงในตารางแทนค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปร และ *, **, *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตลาดการเงิน	ตัวแปรจากแบบจำลอง						
	ω	θ_1	θ_2	θ_3	κ^C	κ^G	κ^{MP}
1 เดือน	-5.6621*** 0.3586	0.0172 0.3144	2.6930*** 0.2456	0.3429*** 0.0512	0.3741* 0.1962	1.0019*** 0.1012	-2.5246*** 0.2141
3 เดือน	-15.1010*** 0.5391	1.9131*** 0.4972	0.6706*** 0.2367	-0.6241*** 0.0776	0.0436 0.3934	1.6180*** 0.5259	-0.2989 0.6404
6 เดือน	-8.5610*** 0.6371	3.3024*** 0.2797	-0.2475 0.2942	0.3415*** 0.0644	-0.2784 0.1894	1.7200*** 0.2399	0.2371 0.1869
1 ปี	-4.2244*** 1.0952	-1.3842** 0.6524	0.7541*** 0.2399	0.4534*** 0.0803	0.7995*** 0.2989	-0.6401*** 0.1736	-0.6069*** 0.1648
2 ปี	-14.9055*** 1.2465	1.7029*** 0.3091	0.0613 0.1905	-0.4421*** 0.1380	-0.1593 0.4352	1.7463*** 0.2964	-1.1412 0.7598
3 ปี	-14.3413*** 0.9389	1.2235** 0.5668	0.1670 0.1902	-0.4896*** 0.1088	-0.1246 0.2922	1.6053*** 0.4724	-0.6303* 0.3482
5 ปี	-8.3996*** 1.7240	0.4259** 0.1796	0.4374*** 0.1650	0.0177 0.2285	-0.1142 0.2734	0.6284*** 0.2309	-0.7276** 0.2883
7 ปี	-10.1597*** 1.5442	-1.1001*** 0.3029	1.3580*** 0.4628	-0.1783 0.1462	-0.3712* 0.2188	0.6279** 0.2460	-0.0072 0.2468

ตารางที่ ก.6(ต่อ) แสดงผลของสมการความผันผวนตามแบบจำลอง EGARCH ในชุดข้อมูลรวม ตามสมการ

$$\ln(h_t) = \omega + \theta_1 \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} - \sqrt{\frac{2}{\pi}} \right) + \theta_2 \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} \right) + \theta_3 \ln(h_{t-1}) + \kappa^C C_t^C + \kappa^G C_t^G + \kappa^{MP} C_t^{MP}$$

โดยที่ ตัวเลขเรียงในตารางแทนค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปร และ *, **, *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตลาดการเงิน	ตัวแปรจากแบบจำลอง						
	ω	θ_1	θ_2	θ_3	κ^C	κ^G	κ^{MP}
10 ปี	-12.5391*** 1.5232	-0.9030*** 0.1964	1.4061*** 0.3116	-0.4156*** 0.1509	-0.1993 0.1982	1.2177*** 0.2595	-1.2108*** 0.3200
12 ปี	-15.5229*** 0.5476	1.4890*** 0.2359	0.9352*** 0.1068	-0.4425*** 0.0503	-0.6263*** 0.1591	1.9600*** 0.1555	-1.6399*** 0.2688
14 ปี	-8.8496*** 0.9208	-1.7978*** 0.1939	2.2509*** 0.2577	-0.0180 0.0978	1.3640*** 0.4861	1.4779*** 0.3153	-0.7485*** 0.2408
ตลาดหลักทรัพย์	-10.4334*** 1.1759	-1.4190*** 0.2496	-1.0110*** 0.1691	-0.2319** 0.1179	0.9886*** 0.2599	0.6177*** 0.2261	0.6049*** 0.2226
ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน							
ในประเทศ	-5.0801*** 0.7070	-1.1782*** 0.3269	0.4448*** 0.1565	0.5160*** 0.0567	-0.5832** 0.2316	0.0923 0.1037	0.8692*** 0.2155
นอกประเทศ	-17.2303*** 0.7860	1.7650*** 0.2656	-0.5888*** 0.2137	-0.2873*** 0.0688	-0.0150 0.2274	0.9350*** 0.2518	-0.8568* 0.4794

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ก.7 แสดงผลของสมการความผันผวนตามแบบจำลอง EGARCH ในชุดข้อมูลที่
กนง.ไม่ปรับอัตราดอกเบี้ย ตามสมการ

$$\ln(h_t) = \omega + \theta_1 \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} - \sqrt{\frac{2}{\pi}} \right) + \theta_2 \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} \right) + \theta_3 \ln(h_{t-1}) + \kappa^C C_t^C + \kappa^G C_t^G + \kappa^{MP} C_t^{MP}$$

โดยที่ ตัวเลขเรียงในตารางแทนค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปร และ *, **, *** แทนการมี
นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตลาด การเงิน	ตัวแปรจากแบบจำลอง						
	ω	θ_1	θ_2	θ_3	κ^C	κ^G	κ^{MP}
1 เดือน	-7.9156*** 1.1079	-2.2478*** 0.8250	0.6468 0.6146	0.0411 0.1397	2.1822*** 0.3995	0.9211*** 0.2121	-1.8435*** 0.6861
3 เดือน	-7.5912*** 2.8745	-2.2607 2.6852	-0.1579 0.2259	0.0083 0.5153	1.3756*** 0.5228	0.1874 0.1168	-1.7959*** 0.4971
6 เดือน	-9.8531*** 3.5813	-1.1072** 0.5435	-0.0330 0.2107	-0.0093 0.3247	1.3669*** 0.4718	-0.2678 0.2749	0.3164 0.4983
1 ปี	-17.5143*** 1.7614	1.8107*** 0.6707	0.1078 0.3569	-0.4676*** 0.1450	1.1069*** 0.3927	-2.5395*** 0.7611	0.0641 1.2542
2 ปี	-3.3382*** 1.1628	-1.2764* 0.7319	-0.9703** 0.4463	0.5465*** 0.1054	-5.1626*** 0.6783	-0.6136 0.4548	3.0178*** 0.4755
3 ปี	-8.9187*** 2.4222	-0.2542 0.6084	0.2784 0.2277	0.0041 0.3127	0.4655 0.4153	0.1959 0.1942	-1.5025*** 0.3034
5 ปี	-7.3170*** 1.0857	-1.7661*** 0.5577	-2.0095*** 0.4319	0.0438 0.1175	-2.5577*** 0.4310	1.7116*** 0.2028	4.2968*** 0.2652
7 ปี	-7.3683*** 1.6047	-2.5067*** 0.4567	-0.4441 0.2936	0.0500 0.1912	-3.2175*** 1.0041	1.2081*** 0.3034	2.0202** 0.8060

ตารางที่ ก.7 (ต่อ) แสดงผลของสมการความผันผวนตามแบบจำลอง EGARCH ในชุดข้อมูลที่กนง.ไม่ปรับอัตราดอกเบี้ย ตามสมการ

$$\ln(h_t) = \omega + \theta_1 \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} - \sqrt{\frac{2}{\pi}} \right) + \theta_2 \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} \right) + \theta_3 \ln(h_{t-1}) + \kappa^C C_t^C + \kappa^G C_t^G + \kappa^{MP} C_t^{MP}$$

โดยที่ ตัวเลขเรียงในตารางแทนค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปร และ *, **, *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตลาด การเงิน	ตัวแปรจากแบบจำลอง						
	ω	θ_1	θ_2	θ_3	κ^C	κ^G	κ^{MP}
10 ปี	-2.9267***	0.7776**	-0.2947*	0.7703***	-1.3231***	-0.2613	-0.7154***
	0.9063	0.3124	0.1763	0.0910	0.3977	0.2801	0.2187
12 ปี	-11.5908***	1.0396*	0.1859	-0.0289	-0.0629	0.3322	0.7602*
	2.4930	0.5393	0.1939	0.2531	0.4134	0.3326	0.4275
14 ปี	-3.2986*	-1.4177**	-0.0660	0.5779***	-5.2109***	0.9358*	1.8128***
	1.6853	0.5775	0.3931	0.1388	0.5891	0.4784	0.3815
ตลาด หลักทรัพย์	-9.4575***	-2.5291***	0.0850	-0.1763*	0.9911*	1.6356***	-1.4249***
	1.0752	0.6352	0.3121	0.0982	0.5668	0.3396	0.3110
ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน							
ในประเทศ	-10.3433***	-1.9319*	1.8742***	0.0852	-1.8868**	0.5128	6.8233***
	1.6976	1.1206	0.6395	0.1174	0.8730	0.5939	1.4074
นอก ประเทศ	-18.9496***	2.0247***	-0.0429	-0.3208***	0.8242***	0.0980	3.8514***
	0.6886	0.3440	0.2012	0.0569	0.2422	0.3070	0.5887

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ก.8 แสดงผลของสมการความผันผวนตามแบบจำลอง EGARCH ในชุดข้อมูลที่
กนง.ปรับอัตราดอกเบี้ย ตามสมการ

$$\ln(h_t) = \omega + \theta_1 \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} - \sqrt{\frac{2}{\pi}} \right) + \theta_2 \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} \right) + \theta_3 \ln(h_{t-1}) + \kappa^C C_t^C + \kappa^G C_t^G + \kappa^{MP} C_t^{MP}$$

โดยที่ ตัวเลขเรียงในตารางแทนค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปร และ *, **, *** แทนการมี
นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตลาด การเงิน	ตัวแปรจากแบบจำลอง						
	ω	θ_1	θ_2	θ_3	κ^C	κ^G	κ^{MP}
1 เดือน	-8.6852**	-2.4858	2.5341	-0.2842	-1.1998***	1.2537	-0.5911
	3.5403	2.6249	1.6120	0.1802	0.4022	1.2477	0.9185
3 เดือน	-9.2844***	2.7849***	-0.0774	0.0654	-2.0835***	2.2809***	-0.3600
	0.8634	1.0485	1.1858	0.1133	0.5124	0.4930	0.7608
6 เดือน	-8.7156***	-0.2785	3.0850***	0.0080	0.9139	2.5383***	-1.4813
	2.3029	1.0936	0.7237	0.1810	0.8425	0.4873	1.4987
1 ปี	-9.1042***	-1.3404	2.9448***	-0.1046	0.1004	1.2597*	-0.8640
	1.3440	1.3077	0.5989	0.0948	0.5153	0.6933	0.7469
2 ปี	-7.1612***	-2.0469	3.1551***	-0.0321	0.9052	4.9704***	-1.9092***
	1.0667	1.3777	0.8198	0.0593	0.6594	0.3138	0.6236
3 ปี	-8.9154***	2.0780***	2.1175***	0.1182	1.3520***	2.5093**	-2.4716**
	1.2751	0.4941	0.4198	0.1927	0.3320	1.0436	1.2356
5 ปี	-5.8434***	-2.7065	-2.0234	-0.0945	1.2362***	6.9931**	-1.9459
	1.9167	2.0320	1.2839	0.1707	0.3463	2.9031	1.3382
7 ปี	-5.2522***	0.8852*	0.1503	0.3573***	2.8460***	3.0685***	-4.0662***
	1.1047	0.4677	0.3734	0.1022	0.3943	0.4913	0.4010

ตารางที่ ก.8(ต่อ) แสดงผลของสมการความผันผวนตามแบบจำลอง EGARCH ในชุดข้อมูลที่กนง.ปรับอัตราดอกเบี้ย ตามสมการ

$$\ln(h_t) = \omega + \theta_1 \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} - \sqrt{\frac{2}{\pi}} \right) + \theta_2 \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} \right) + \theta_3 \ln(h_{t-1}) + \kappa^C C_t^C + \kappa^G C_t^G + \kappa^{MP} C_t^{MP}$$

โดยที่ ตัวเลขเรียงในตารางแทนค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปร และ *, **, *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตลาดการเงิน	ตัวแปรจากแบบจำลอง						
	ω	θ_1	θ_2	θ_3	κ^C	κ^G	κ^{MP}
10 ปี	-1.7882	-0.9862	1.2439***	0.4834***	4.4662***	6.0785***	-6.7392***
	1.2426	0.8321	0.3996	0.0782	0.4454	1.3679	0.7756
12 ปี	-6.7617***	2.7327***	1.5420**	0.2911***	2.4752***	6.8524***	-5.4873***
	0.9912	0.9319	0.7507	0.0784	0.3847	0.4562	0.6445
14 ปี	-8.9371***	-1.7157	3.6826***	0.0091	2.5794**	3.5700	-1.5716
	3.2437	1.8979	1.0332	0.3159	1.0530	2.8732	2.0913
ตลาดหลักทรัพย์	-8.8869**	-2.5012*	0.1582	-0.0289	0.0898	-0.2361	1.3369**
	3.5486	1.4948	0.4084	0.2054	0.4002	0.7033	0.5427
ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน							
ในประเทศ	-12.2355***	-0.8311***	-1.1334***	0.0216	0.3056	0.0022	1.1201**
	1.9917	0.2936	0.2781	0.1537	0.2468	0.6019	0.5363
นอกประเทศ	-10.3182***	-2.4771***	-2.5996***	0.0599	1.0664***	-2.0106***	0.0968
	1.3345	0.7315	0.5119	0.1040	0.2885	0.4875	0.2835

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ก.9 แสดงผลของสมการระดับตามแบบจำลอง EGARCH ในส่วนของสมการระดับอัตราผลตอบแทนค่าสัมประสิทธิ์เงินเพื่อพื้นฐานและสภาวะการเจริญเติบโตที่ 1 ไตรมาส 1 ปี และ 2 ไตรมาสข้างหน้า

$$r_t = \alpha + \lambda \Delta r_{t-1} + a_1 D_{Ct} + a_2 D_{Gt} + \varepsilon_t$$

หมายเหตุ 1. *, **, *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

2. ตัวเลขเอียงในตารางแทนค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปร

ตลาด การเงิน	1 ไตรมาส		1 ปี		2 ปี	
	DC	DG	DC	DG	DC	DG
1 เดือน	-0.0033*** 0.0004	0.0012*** 0.0003	0.0011** 0.0005	-0.0011** 0.0004	-0.0001 0.0003	0.0006** 0.0002
3 เดือน	-0.0005*** 7.9E-05	0.0037*** 0.0002	0.0001 0.0008	-0.0003 0.0009	-0.0031** 0.0012	-0.0021 0.0014
6 เดือน	-0.0015*** 0.0004	0.0004 0.0005	0.0012*** 7.78E-05	0.0012*** 1.16E-05	-0.0001 0.0004	-0.0006 0.0004
1 ปี	0.0024*** 2.95E-31	-0.0019*** 8.37E-05	0.0005 0.0004	0.0004 0.0004	-0.0003 0.0004	-0.0004 0.0004
2 ปี	-0.0037*** 0.0002	0.0018*** 0.0002	-0.0007** 0.0004	0.0015*** 0.0004	-0.0012*** 7.77E-05	0.0025*** 0.0005
3 ปี	0.0016*** 0.0002	0.0073*** 0.0008	-0.0034*** 0.0010	-0.0003 0.0010	0.0022** 0.0009	0.0027** 0.0013
5 ปี	-0.0069*** 1.84E-05	0.0065*** 0.0010	0.0020 0.0019	0.0011 0.0021	-0.0030*** 0.0011	0.0063*** 0.0016
7 ปี	-0.0033*** 0.0007	0.0043*** 9.77E-05	0.0019 0.0037	0.0025 0.0025	-0.0009 0.0008	0.0076*** 0.0004

ตารางที่ ก.9(ต่อ) แสดงผลของสมการระดับตามแบบจำลอง EGARCH ในส่วนของ
สมการระดับอัตราผลตอบแทนค่าสัมประสิทธิ์เงินเพื่อพื้นฐานและ
สภาวะการเจริญเติบโต ที่ 1 ไตรมาส 1 ปี และ 2 ไตรมาสข้างหน้า

$$r_t = \alpha + \lambda \Delta r_{t-1} + a_1 D_{Ct} + a_2 D_{Gt} + \varepsilon_t$$

หมายเหตุ 1. *, **, *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ
2. ตัวเลขเอียงในตารางแทนค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปร

ตลาด การเงิน	1 ไตรมาส		1 ปี		2 ปี	
	DC	DG	DC	DG	DC	DG
10 ปี	-0.0011** 0.0005	-0.0019*** 0.0002	-0.0008 0.0024	0.0029** 0.0014	0.0009*** 0.0003	0.0018* 0.0010
12 ปี	-0.0002*** 1.86E-05	0.0019*** 0.0001	-0.0019*** 0.0005	0.0010 0.0007	-0.0009** 0.0004	-0.0030*** 0.0004
14 ปี	-0.0017*** 7.27E-10	-0.0003 0.0005	-0.0012** 0.0005	0.0010 0.0006	-0.0012*** 4.02E-05	0.0002*** 1.7E-08
ตลาด หลัก ทรัพย์สิน	-0.0021** 0.0010	-0.0009 0.0009	0.0019*** 0.0007	-0.0022*** 0.0006	0.0007 0.0010	-0.0035*** 0.0010
ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน						
ใน ประเทศ	-0.0009*** 9.37E-05	0.0011*** 5.28E-05	-0.0008* 0.0004	0.0007 0.0005	0.0001 0.0008	-0.0032*** 0.0010
นอก ประเทศ	-0.0004*** 2.61E-08	0.0006*** 1.05E-06	-0.0031*** 0.0002	0.0022*** 8.68E-05	0.0005 0.0008	-0.0018* 0.0010

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ก.10 แสดงผลของสมการระดับตามแบบจำลอง EGARCH ในส่วนของสมการความผันผวนค่าสัมประสิทธิ์เงินเพื่อพื้นฐานและสถานะการเจริญเติบโตที่ 1 ไตรมาส 1 ปี และ 2 ไตรมาสข้างหน้า

$$\ln(h_t) = \omega + \theta_1 \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} \right) - \sqrt{\frac{2}{\pi}} + \theta_2 \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} \right) + \theta_3 \ln(h_{t-1}) + b_1 D_{Gt} + b_2 D_{Gt}$$

หมายเหตุ 1. *, **, *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ
2. ตัวเลขเฉียงในตารางแทนค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปร

ตลาดการเงิน	1 ไตรมาส		1 ปี		2 ปี	
	DC	DG	DC	DG	DC	DG
1 เดือน	1.6424*** 0.4542	2.6270*** 0.7033	-0.8951*** 0.2935	3.1556*** 0.4681	-1.2138** 0.4924	5.0536*** 1.0375
3 เดือน	0.9429*** 0.2852	0.5457 0.5528	1.0064 1.2365	-0.2183 0.9678	-0.3059 0.3664	-0.6433 0.4548
6 เดือน	1.6049*** 0.5904	-1.7159*** 0.4391	-1.3398** 0.5515	2.5022*** 0.4434	-0.5393 0.4972	0.5060 0.5667
1 ปี	0.3520 0.3429	5.2520*** 0.4992	-0.7497** 0.3539	-0.1832 0.3015	0.0131 0.3135	4.0655*** 0.3862
2 ปี	-0.3839 0.3565	0.1477 0.2623	0.7012 0.5495	-0.6674 0.6732	0.9157*** 0.2793	1.5174*** 0.3656
3 ปี	2.0583*** 0.4321	-0.9157* 0.5344	0.3728 0.5994	-0.3227 0.5171	0.6884** 0.3345	1.1163** 0.5041
5 ปี	-0.2877 0.5943	-0.5380 0.4383	0.7015 0.5581	-0.0808 0.4802	0.5198** 0.2393	2.0445*** 0.3682
7 ปี	-0.8396 0.5324	0.9516** 0.3997	-1.1276** 0.4493	0.1644 0.5569	0.9292*** 0.2221	2.3850*** 0.2642

ตารางที่ ก.10(ต่อ) แสดงผลของสมการระดับตามแบบจำลอง EGARCH ในส่วนของสมการความผันผวนค่าสัมประสิทธิ์เงินเพื่อพื้นฐานและสภาวะการเจริญเติบโตที่ 1 ไตรมาส 1 ปี และ 2 ไตรมาสข้างหน้า

$$\ln(h_t) = \omega + \theta_1 \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} \right) - \sqrt{\frac{2}{\pi}} + \theta_2 \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} \right) + \theta_3 \ln(h_{t-1}) + b_1 D_{Gt} + b_2 D_{Gt}$$

หมายเหตุ 1. *, **, *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ
2. ตัวเลขเฉียงในตารางแทนค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปร

ตลาด การเงิน	1 ไตรมาส		1 ปี		2 ปี	
	DC	DG	DC	DG	DC	DG
10 ปี	-1.4783*** 0.4587	1.0116 0.6943	-2.7221*** 0.4200	-0.7595** 0.3564	0.6824 0.4355	1.5301*** 0.3860
12 ปี	-0.8096** 0.3609	-1.6371*** 0.4551	-2.5232*** 0.7940	-0.2982 0.6065	0.5037 0.3256	2.5939*** 0.3483
14 ปี	-1.2229*** 0.4705	-0.7991** 0.3406	-0.9110 0.5811	-1.2139 0.8597	0.7222* 0.3855	4.6528*** 0.3995
ตลาด หลัก ทรัพย์สิน	0.3903 0.4033	0.8757 0.5883	0.9680 0.7348	0.1032 0.4346	1.1781** 0.5588	-1.5432 1.1013
ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน						
ใน ประเทศ	-1.1722*** 0.3135	1.8181*** 0.3936	0.6271 0.4486	0.5158 0.4853	-0.8650* 0.4694	-0.1508 0.5184
นอก ประเทศ	0.7376** 0.3003	2.1332*** 0.3918	2.4713*** 0.4277	-2.4350*** 0.2995	-0.8468* 0.5111	-0.4192 0.4896

ตารางที่ ก.11 แสดงผลของสมการระดับตามแบบจำลอง EGARCH ในส่วนของสมการระดับอัตราผลตอบแทนค่าสัมประสิทธิ์เงินเพื่อพื้นฐานและสถานะการเจริญเติบโตและ แนวโน้มนโยบายการเงิน ในชุดที่มีความชัดเจนในการสื่อสาร

หมายเหตุ 1. *, **, *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ
2. ตัวเลขเอียงในตารางแทนค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปร

ตลาดการเงิน	ตัวแปรจากแบบจำลอง		
	β^c	β^g	β^{MP}
1 เดือน	0.005254*** 0.0006	-0.002729** 0.0012	0.00182* 0.0011
3 เดือน	0.004915*** 0.0005	-0.005345*** 6.59E-07	0.001727 0.0017
6 เดือน	0.005526*** 0.0006	0.00193*** 0.0007	0.001021 0.0008
1 ปี	0.003796*** 0.0004	-0.000284 0.0004	0.001758 0.0025
2 ปี	0.000201*** 5.35E-07	0.000169 0.0015	-0.000782 0.0010
3 ปี	0.004928 0.0030	0.001397 0.0013	0.005129*** 0.0007
5 ปี	0.008876*** 0.0006	0.002525*** 0.0006	-0.006235*** 0.0007
7 ปี	0.005406*** 0.0008	0.001021 0.0007	0.003305** 0.0016

ตารางที่ ก.11(ต่อ) แสดงผลของสมการระดับตามแบบจำลอง EGARCH ในส่วนของสมการระดับอัตราผลตอบแทนค่าสัมประสิทธิ์เงินเพื่อพื้นฐานและสภาวะการเจริญเติบโตและ แนวโน้มนโยบายการเงิน ในชุดที่มีความชัดเจนในการสื่อสาร

หมายเหตุ 1. *, **, *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ
2. ตัวเลขเฉียงในตารางแทนค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปร

ตลาด การเงิน	ตัวแปรจากแบบจำลอง		
	β^c	β^g	β^{MP}
10 ปี	0.009112*** 0.0016	0.0016*** 0.0006	-0.008059*** 0.0011
12 ปี	0.006487*** 0.0023	0.001523 0.0010	-0.000342 0.0017
14 ปี	0.00727*** 0.0012	0.000698*** 0.0001	0.003575*** 5.17E-08
ตลาด หลัก ทรัพย์สิน	0.002664*** 0.0002	0.001397** 0.0006	-0.008481** 0.0039
ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน			
ใน ประเทศ	0.171512*** 0.230	-0.03472 0.0259	-0.185405*** 0.0141
นอก ประเทศ	-0.000186 0.0001	-0.00106*** 0.0001	-0.001835*** 0.0001

ตารางที่ ก.12 แสดงผลของสมการระดับตามแบบจำลอง EGARCH ในส่วนของสมการความผันผวนค่าสัมประสิทธิ์เงินเพื่อพื้นฐานและสภาวะการเจริญเติบโตและ แนวโน้มนโยบายการเงิน ในชุดที่มีความชัดเจนในการสื่อสาร

- หมายเหตุ 1. *, **, *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ
2. ตัวเลขเอียงในตารางแทนค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปร

ตลาดการเงิน	ตัวแปรจากแบบจำลอง		
	K^C	K^G	K^{MP}
1 เดือน	0.396849 0.0006	1.028868*** 0.1604	4.481808*** 0.4196
3 เดือน	-2.280475*** 0.0005	0.319795*** 0.0879	3.476142*** 0.5317
6 เดือน	-1.075787*** 0.0006	-0.005921 0.1567	2.132149*** 0.2898
1 ปี	-1.376969*** 0.0004	-0.998375*** 0.1117	0.144492 0.4786
2 ปี	-1.40298*** 5.35E-07	-0.459619* 0.2655	0.551915** 0.2357
3 ปี	-0.115903 0.0030	-0.006378 0.1971	-0.371721 0.3390
5 ปี	-0.642006*** 0.0006	0.714241*** 0.1500	1.730733*** 0.2547
7 ปี	-0.341606 0.0008	0.428639*** 0.0734	3.278972*** 0.4165

ตารางที่ ก.12(ต่อ) แสดงผลของสมการระดับตามแบบจำลอง EGARCH ในส่วนของสมการความผันผวนค่าสัมประสิทธิ์เงินเพื่อพื้นฐานและสภาวะการเจริญเติบโตและ แนวโน้มนโยบายการเงิน ในชุดที่มีความชัดเจนในการสื่อสาร

หมายเหตุ 1. *, **, *** แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

2. ตัวเลขเฉียงในตารางแทนค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปร

ตลาด การเงิน	ตัวแปรจากแบบจำลอง		
	K^C	K^G	K^{MP}
10 ปี	-1.985255*** 0.0016	-0.25257 0.2018	1.364131*** 0.2845
12 ปี	-0.502116* 0.0023	0.280608 0.2371	1.897673*** 0.2257
14 ปี	-0.236705 0.0012	-0.274846 0.1825	2.663914*** 0.3039
ตลาด หลัก ทรัพย์สิน	0.596497*** 0.0002	0.856506*** 0.1795	0.634132*** 0.2204
ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน			
ใน ประเทศ	-1.095835*** 0.2300	0.120782 0.1209	1.879545*** 0.2093
นอก ประเทศ	0.508457*** 0.0001	0.541455** 0.2297	1.601913*** 0.1863

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นายพิสุทธิ ศิริยุวศักดิ์ เกิดเมื่อวันที่ 2 มิถุนายน พ.ศ. 2523 ที่เขตบางรัก กรุงเทพมหานคร สำเร็จการศึกษาชั้นมัธยมศึกษาตอนปลายจากโรงเรียนศรีวิกรม์ในปีการศึกษา 2540 สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรี สาขาวิชาวิศวกรรมเคมี จากจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย เมื่อปีการศึกษา 2544 จากนั้นได้เข้าทำงานกับบจก. อเมซอน ปาปารุส เคมิคอลส์ และ บจก. แอร์เรท ในตำแหน่ง วิศวกรฝ่ายเทคนิคและการขาย และได้เข้าศึกษาต่อในระดับปริญญาโท หลักสูตรเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปี พ.ศ. 2549



ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย