

# อัตราดอกเบี้ยนโยบาย

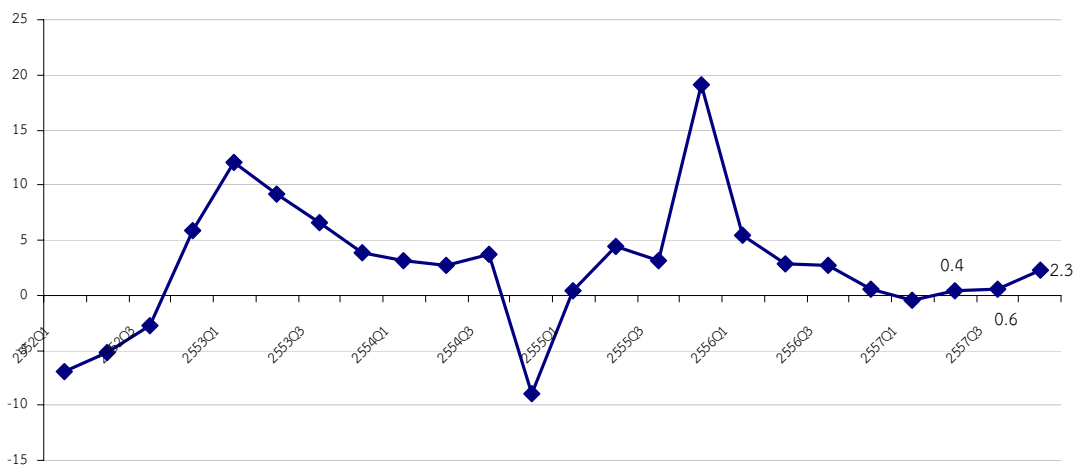
ดวงรัตน์ ประจักษ์ศิลป์ไทย

วิทยาการปฏิบัติการ

กลุ่มงานบริการวิชาการ 2 สำนักวิชาการ

การขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทยตกต่ำลงตั้งแต่ พ.ศ. 2552 หลังจากเกิดวิกฤติเศรษฐกิจโลก กระทั่งถึงปัจจุบันการเติบโตทางเศรษฐกิจก็ยังคงอยู่ในระดับต่ำจากปัญหาเศรษฐกิจและสังคมที่ประเทศไทยมีมาเป็นเวลานาน ดังนั้น จึงต้องมีการกำหนดนโยบายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจนั้น แบ่งออกได้เป็นสองนโยบายหลัก ๆ ได้แก่ นโยบายการคลังซึ่งดำเนินโดยรัฐบาล และนโยบายการเงินซึ่งดำเนินโดยธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งทั้งสองนโยบายต่างก็มีความสำคัญและมีข้อจำกัดที่แตกต่างกันไป

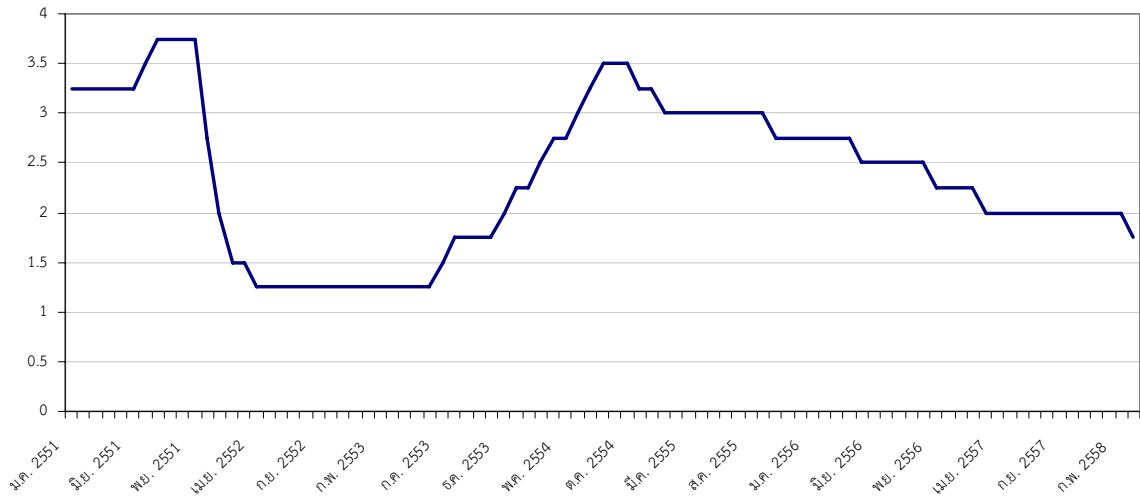
แผนภาพที่ 1 : อัตราการเติบโตของ GDP



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

เพื่อเป็นการกระตุ้นเศรษฐกิจ คณะกรรมการนโยบายการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย จึงได้มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง โดยในการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินในวันที่ 11 มีนาคม 2558 คณะกรรมการได้มีมติ 4 ต่อ 3 เสียง ให้ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงจากร้อยละ 2 เป็นร้อยละ 1.75 ต่อปี (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2558ก) ต่อมาในวันที่ 29 เมษายน 2558 คณะกรรมการได้มีมติ 5 ต่อ 2 เสียง ให้ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีกร้อยละ 0.25 เป็นร้อยละ 1.5 ต่อปี (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2558ข)

แผนภาพที่ 2 : อัตราดอกเบี้ยนโยบาย



ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

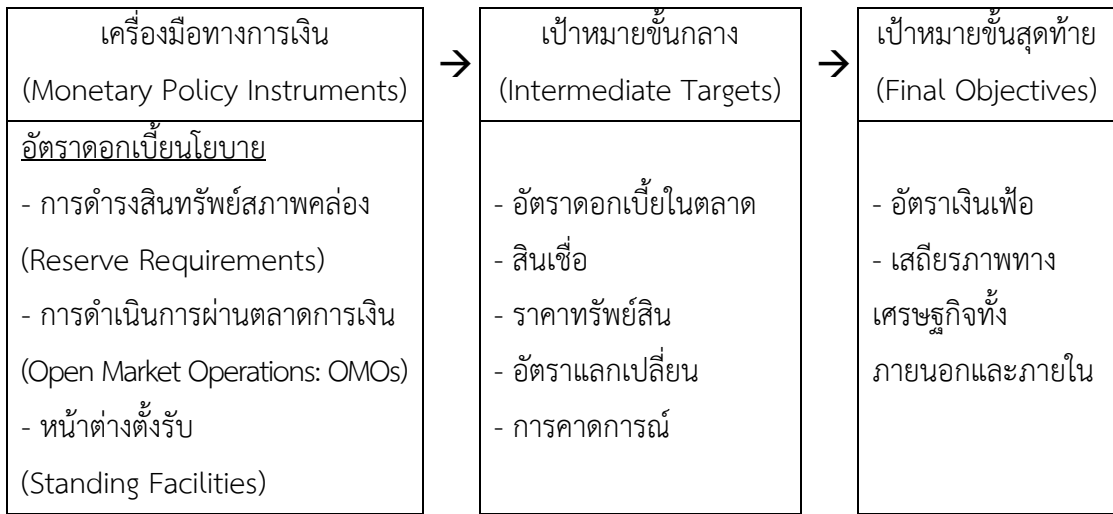
ซึ่งอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ประเทศไทยใช้ คือ อัตราดอกเบี้ยธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคี (Bilateral Repurchase Transaction) ระยะ 1 วัน (ที่มกลยุทธ์การตลาด สายตลาดการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2558) ดังนั้นในงานเขียนนี้จะเป็นการแนะนำให้รู้จักดอกเบี้ยนโยบายและดอกเบี้ยประเภทอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง กลไกการส่งผ่าน รวมถึงจุดประสงค์ของการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

การกำหนดอัตราดอกเบี้ยนโยบายโดยคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) นั้น มีจุดประสงค์หลักเพื่อรักษาเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจทั้งภายในและภายนอก รวมทั้งเสถียรภาพของค่าเงินบาทด้วย โดยใช้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อแบบยืดหยุ่น (Flexible Inflation Targeting) เป็นเป้าหมายเชิงนโยบาย นั่นคือธนาคารแห่งประเทศไทยจะใช้นโยบายการเงินต่าง ๆ เพื่อให้ให้อัตราเงินเฟ้ออยู่ในเป้าหมายที่กำหนด โดยจะคำนึงถึงอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจและเสถียรภาพทางด้านอื่น ๆ ประกอบไปด้วย (ภาวิน ศิริประภาณุกุล, 2555) ซึ่งกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อขั้นพื้นฐาน \* พ.ศ. 2558 อยู่ที่ร้อยละ  $2.5 \pm 1.5$  ต่อปี (ธนาคารแห่งประเทศไทย, ม.ป.ป.ช)

เป้าหมายอัตราเงินเฟ้อและเสถียรภาพทางเศรษฐกิจนั้นจะเป็นเป้าหมายขั้นปลาย (Final Objective) ซึ่งธนาคารกลางไม่สามารถควบคุมได้โดยตรง จึงต้องหาตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อเป้าหมายนั้นแล้วกำหนดให้ตัวแปรดังกล่าวเป็น เป้าหมายขั้นกลาง (Intermediate Target) แล้วจึงใช้เครื่องมือทางนโยบายการเงิน (Monetary Policy Instruments) ควบคุมเพื่อให้บรรลุเป้าหมายขั้นกลางแทน (ตีรณ พงศ์มขพัฒน์, 2550) โดยหวังว่าการบรรลุเป้าหมายขั้นกลางดังกล่าวจะทำให้บรรลุเป้าหมายขั้นสุดท้ายได้ ทั้งนี้ต้องอาศัยความรู้จากทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ต่าง ๆ ในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างเป้าหมายขั้นกลางและเป้าหมายขั้นสุดท้าย ความสัมพันธ์ของเป้าหมายแต่ละขั้นสามารถสรุปได้ ดังนี้

\* ใช้อัตราเงินเฟ้อขั้นพื้นฐาน (Core Inflation) ซึ่งจะไม่รวมการเปลี่ยนแปลงของราคาอาหารสดและพลังงานเพราะเป็นสินค้าที่มีราคาผันผวนมาก

แผนภาพที่ 3 : เป้าหมายของนโยบายการเงิน



เครื่องมือทางการเงินที่ใช้เพื่อให้ระดับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดซึ่งเป็นเป้าหมายชั้นกลางสอดคล้องกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ กนง. ตั้งไว้ ได้แก่ การดำรงสินทรัพย์สภาพคล่อง (Reserve Requirements), การดำเนินการผ่านตลาดการเงิน (Open Market Operations: OMOs) และหน้าต่างตั้งรับ (Standing Facilities) (ทีมกลยุทธ์การตลาด สายตลาดการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2558)

ดอกเบี้ยในตลาดมีหลายประเภท เช่น

- อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร (Interbank Rate) เป็นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะสั้นระหว่างธนาคารพาณิชย์เพื่อใช้ในการปรับสภาพคล่องของธนาคาร

- อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (Lending Rate) เช่น MLR (Minimum Lending Rate) เป็นอัตราเงินกู้ที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ที่ความเสี่ยงต่ำ MOR (Minimum Overdraft Rate) เป็นอัตราดอกเบี้ยประเภทเบิกเกินบัญชี (Overdraft) ที่ธนาคารเรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี และ MRR (Minimum Retail Rate) เป็นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่เก็บจากลูกค้ารายย่อย ซึ่งจะมีอัตราที่แตกต่างกันขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของลูกค้าแต่ละราย

- อัตราดอกเบี้ยธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคี (Bilateral Repurchase Transaction) ระยะ 1 วัน เป็นอัตราดอกเบี้ยที่มีความสำคัญและถูกกำหนดให้เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

ธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตร คือ การขายพันธบัตรที่มีการระบุว่าจะต้องซื้อพันธบัตรนี้คืน ณ เวลาและราคาที่กำหนดไว้ (Adrian, Begalle, Copeland, & Martin, 2013) ซึ่งราคาที่จะต้องซื้อคืนจะเท่ากับเงินต้นบวกดอกเบี้ย ดังนั้น การขายพันธบัตรที่มีสัญญาดังกล่าวจึงเป็นเหมือนการกู้เงินโดยใช้พันธบัตรดังกล่าวค้ำประกัน และการรับซื้อพันธบัตรดังกล่าวเป็นเหมือนการให้กู้เงินโดยมีพันธบัตรนั้นเป็นสินทรัพย์ค้ำประกันนั่นเอง สำหรับธนาคารแห่งประเทศไทยธุรกรรมซื้อคืน/ขายคืนพันธบัตรนี้จะมีระยะ 1 วัน 7 วัน 14 วัน 1 เดือน 2 เดือน 3 เดือน และ 6 เดือน ซึ่งอัตราดอกเบี้ยแต่ละระยะนั้นจะแตกต่างกัน ธุรกรรมดังกล่าวจัดเป็นการดำเนินการผ่านตลาดการเงิน (Open Market Operations: OMOs) อย่างหนึ่ง นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยนโยบายยังถูกใช้เป็นอัตราดอกเบี้ยหลักในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยของหน้าต่าง

ตั้งรับ (Standing Facilities) ซึ่งเป็นช่องทางที่สถาบันการเงินสามารถกู้ยืมหรือฝากเงินกับธนาคารกลางในระยะข้ามคืนได้เพื่อปรับสภาพคล่องในแต่ละวัน ซึ่งอัตราดอกเบี้ยของหน้าต่างตั้งรับจะเท่ากับอัตราดอกเบี้ยนโยบายบวกด้วยส่วนต่าง (Margin) ร้อยละ  $\pm 0.50$  (พิมพ์กลยุทธ์การตลาด สายตลาดการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2558)

ดังนั้น อัตราดอกเบี้ยนโยบายจึงส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดจริงได้ กล่าวคือ หากธนาคารกลางลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง สถาบันการเงินต่าง ๆ จะสามารถกู้เงินกับธนาคารกลางได้ในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลง สถาบันการเงินจึงปล่อยกู้ในอัตราที่ต่ำกว่าเดิมได้เพื่อดึงดูดลูกค้าโดยไม่กระทบกับผลกำไรมากนัก ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดจริงลดต่ำลง

นอกจากอัตราดอกเบี้ยในตลาดแล้ว การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายยังส่งผลต่อเศรษฐกิจผ่านทางสินเชื่อ (Credit Channel) ราคาสินทรัพย์ (Asset Price Channel) อัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Channel) และการคาดการณ์ (Expectation Channel) โดยจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดจริงลดลง ธนาคารปล่อยสินเชื่อเพิ่มขึ้น ราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้น อัตราแลกเปลี่ยนอ่อนค่าลง และประชาชนอาจมีความเชื่อมั่นว่าเศรษฐกิจจะดีขึ้นในอนาคต (ธนาคารแห่งประเทศไทย, ม.ป.ป.ก) ส่งผลให้เกิดการลงทุนและการบริโภคภายในประเทศเพิ่มสูงขึ้น GDP ของประเทศจึงเพิ่มขึ้น เมื่อ GDP เพิ่มขึ้น ความต้องการใช้สินค้าและบริการก็มากขึ้น ราคาสินค้าจึงเพิ่มสูงขึ้นตาม อัตราเงินเฟ้อจึงเพิ่มสูงขึ้น การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงดังกล่าวจะเรียกว่าเป็นการใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัว (Expansion Monetary Policy) ซึ่งตรงข้ามกับนโยบายการเงินแบบเข้มงวด (Restrictive Monetary Policy) ที่ใช้การเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ที่จะดำเนินการไปเพื่อลดอัตราเงินเฟ้อภายในประเทศ (รัตนา สายคณิต, 2548, น.170-171)

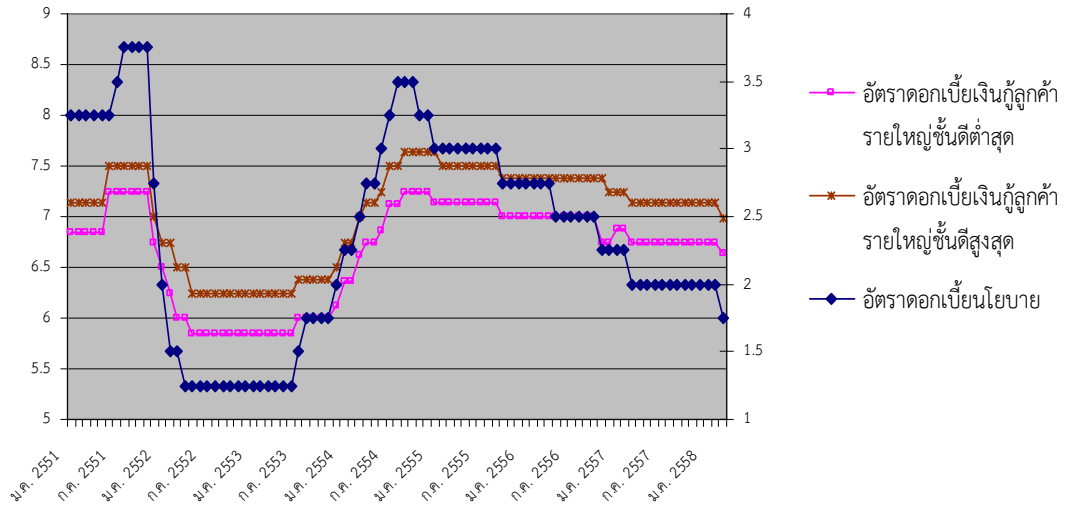
อย่างไรก็ตาม เป้าหมายสุดท้ายของนโยบายการเงิน นั่นคือ ระดับเงินเฟ้อและอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ อาจมีความขัดแย้งกัน กล่าวคือ หากต้องการให้ระดับเงินเฟ้อต่ำ จะต้องเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเพื่อลดการใช้จ่ายและการลงทุน จึงอาจส่งผลให้เศรษฐกิจเกิดการหดตัวได้

นโยบายการเงินก็ยังมีข้อจำกัดอื่น เช่น นโยบายการเงินนั้นมักจะต้องใช้ระยะเวลานานกว่าจะส่งผ่านไปยังเป้าหมายสุดท้ายได้ คือ การเปลี่ยนแปลงอัตราเงินเฟ้อและสภาพเศรษฐกิจ โดยธนาคารแห่งประเทศไทยระบุว่ากลไกการส่งผ่านดังกล่าวต้องใช้เวลา 1-2 ปี นับตั้งแต่มีการประกาศปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (ธนาคารแห่งประเทศไทย, ม.ป.ป.ก) ดังนั้นจึงต้องมีการคาดการณ์สถานการณ์ในอนาคตที่ค่อนข้างแม่นยำเพราะหากคลาดเคลื่อน อาจนำไปสู่การตัดสินใจที่ผิดพลาดได้ ยกตัวอย่าง เช่น หากธนาคารแห่งประเทศไทยคาดว่าอัตราเงินเฟ้อจะเพิ่มสูงขึ้นในปีหน้า จึงเลือกใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวดโดยการเพิ่มอัตราดอกเบี้ย แต่ในปีต่อมากลับไม่มีปัญหาเงินเฟ้อแต่มีปัญหาเศรษฐกิจหดตัวแทน การลดอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวก็จะยิ่งทำให้เศรษฐกิจหดตัวรุนแรงขึ้นอีก

นอกจากนี้ ประสิทธิภาพของกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินยังต้องขึ้นอยู่กับสถานการณ์ปัจจุบันด้วย เช่น การปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอาจไม่ได้ทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดลดลงมากอย่างที่หวังไว้ ดังแสดงในแผนภาพที่ 4 เมื่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายลดลง อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีก็ลดลงตามไปด้วย แต่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายย่อยกลับลดลงเพียงเล็กน้อยเท่านั้นจากแผนภาพที่ 5 อีกทั้งเมื่อ

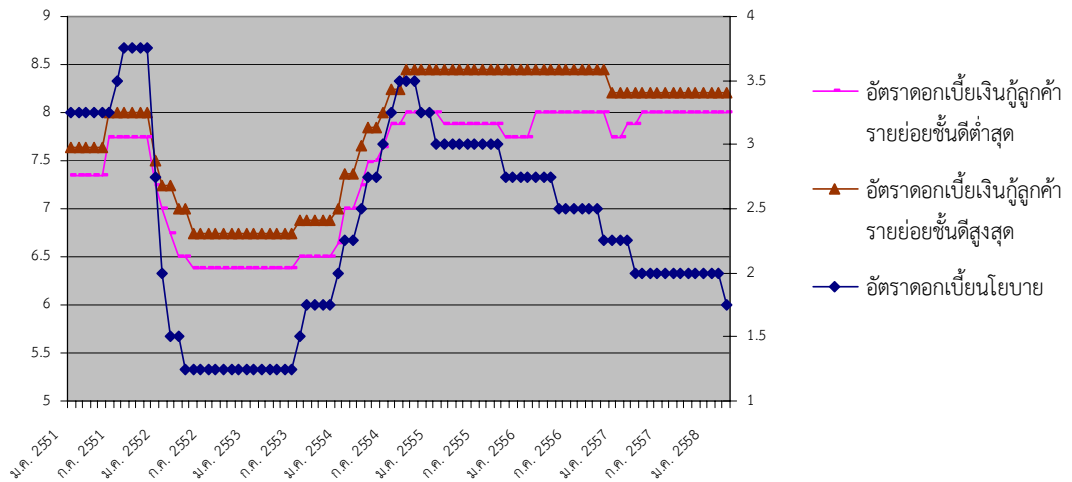
อัตราดอกเบี้ยในตลาดลดลงอาจไม่สามารถกระตุ้นการบริโภคและการลงทุนได้หากความเชื่อมั่นของผู้ผลิตและผู้บริโภคยังอยู่ในระดับต่ำ เป็นต้น

แผนภาพที่ 4 : อัตราดอกเบี้ยนโยบายเทียบกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี



ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

แผนภาพที่ 5 : อัตราดอกเบี้ยนโยบายเทียบกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายย่อยชั้นดี



ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

ดังนั้น ผู้เขียนมีความเห็นว่าการเลือกใช้นโยบายทั้งการเงินและการคลังของรัฐนั้นจำเป็นต้องนำปัจจัยที่จำเป็นต่าง ๆ มาพิจารณาให้ถี่ถ้วนเพื่อจะได้เลือกใช้นโยบายได้อย่างเหมาะสมและมีประสิทธิภาพสูงสุด เนื่องจากแต่ละนโยบายก็มีทั้งข้อดีและข้อจำกัดที่อาจเหมาะสมในการใช้ในสถานการณ์ที่แตกต่างกัน โดยต้องคำนึงถึงประโยชน์ของประเทศชาติเป็นหลัก

## บรรณานุกรม

### ภาษาไทย

- ตีรณ พงศ์มขพัฒน์. (2550). **เศรษฐศาสตร์มหภาค ทฤษฎี นโยบายและการวิเคราะห์สมัยใหม่** (พิมพ์ครั้งที่ 4). กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ทีมกลยุทธ์การตลาด สายตลาดการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2558). **เครื่องมือการดำเนินนโยบายการเงิน**. สืบค้น 16 เมษายน 2558 จาก [https://www.bot.or.th/Thai/FinancialMarkets/MonetaryOperations/Documents/OMOs\\_TH\\_Feb15.pdf](https://www.bot.or.th/Thai/FinancialMarkets/MonetaryOperations/Documents/OMOs_TH_Feb15.pdf)
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2558ก). **รายงานการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (ฉบับย่อ) ครั้งที่ 2/2558 วันที่ 11 มีนาคม 2558 ธนาคารแห่งประเทศไทย**. สืบค้น 22 เมษายน 2558 จาก [https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/MonetPolicyComittee/ReportMPC/Minute\\_N2/MPC\\_Minutes\\_22558\\_M5010.pdf](https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/MonetPolicyComittee/ReportMPC/Minute_N2/MPC_Minutes_22558_M5010.pdf)
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2558ข). **ผลการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน วันที่ 29 เมษายน 2558**. สืบค้น 22 เมษายน 2558 จาก [https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/Documents/MPC\\_32558\\_n9621.pdf](https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/Documents/MPC_32558_n9621.pdf)
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (ม.ป.ป.ก). **กลไกการส่งผ่าน**. สืบค้น 23 เมษายน 2558 จาก <https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/MonetPolicyKnowledge/Pages/TransmissionMechanism.aspx>
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (ม.ป.ป.ข). **การกำหนดเป้าหมายของนโยบายการเงิน**. สืบค้น 16 เมษายน 2558 จาก <https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/MonetPolicyKnowledge/Pages/Target.aspx>
- ภาวิน ศิริประภาณุกุล. (2555). **นโยบายกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อทั่วไป (1)**. สืบค้น 10 เมษายน 2558 จาก <http://thaipublica.org/2012/03/policy-framework-of-inflation-targeting/>
- รัตนา สายคณิต. (2548). **เครื่องชี้สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจมหภาค** (พิมพ์ครั้งที่ 3). กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์.

### ภาษาอังกฤษ

- Adrian, T., Begalle, B., Copeland, A., & Martin, A. (2013). **Repo and Securities Lending**. Retrieved 27 April 2015 from [http://www.newyorkfed.org/research/staff\\_reports/sr529.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr529.pdf)