

## บทที่ 7

### วิธีการทางการเงินและ Portfolio Balance

ตั้งแต่ปลายทศวรรษ 1960 มาจนถึงทศวรรษ 1970 การปรับดุลการชำระเงินได้รับการพัฒนาโดย Robert Mundell และ Harry G. Johnson ซึ่งเรียกว่าวิธีการทางการเงิน (Monetary Approach) ในระหว่างทศวรรษ 1970 ก็ยังมีวิธีการปรับดุลอีกวิธีหนึ่งเรียกว่า Portfolio Balance Approach

#### 1. วิธีการทางการเงิน (Monetary Approach)

วิธีนี้เป็นการขยายแนวความคิดทางการเงินภายในประเทศ (เริ่มจากสำนักชिकाโก โดย Milton Friedman) มาเป็นระหว่างประเทศ โดยถือว่าดุลการชำระเงินเป็นปรากฏการณ์ทางการเงิน นั่นคือเงินมีบทบาทสำคัญในระยะยาวทั้งเป็นตัวที่มีผลกระทบต่อดุลการชำระเงิน และเป็นตัวปรับดุลการชำระเงิน วิธีการทางการเงินสมัยใหม่เป็นวิธีที่ดีกว่าวิธีดั้งเดิมในการปรับดุลการชำระเงิน โดยเน้นบัญชีทุนสำรองระหว่างประเทศ และรวมรายการต่าง ๆ ในบัญชีเดินสะพัดและบัญชีทุนเป็นรายการเดียวใน above the line

ความไม่สมดุลของดุลการชำระเงินตามแนวความคิดของทางการเงินมีดังนี้ ดุลการชำระเงินของประเทศขาดดุลเกิดจากปริมาณเงินมากกว่าความต้องการถือเงินภายใต้ อัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ปริมาณเงินส่วนเกินนี้ไหลมาจากต่างประเทศและทำให้ดุลการชำระเงินขาดดุล ในทางตรงข้ามดุลการชำระเงินเกินดุลเกิดขึ้นจากความต้องการเงินมากกว่าปริมาณเงิน ฉะนั้น การขาดดุลของดุลการชำระเงินจะหมดไปเมื่อมีเงินทุนไหลออก ส่วนการเกินดุลของดุลการชำระเงินจะหมดไปเมื่อมีเงินทุนไหลเข้า ตามวิธีการทางการเงิน ดุลการชำระเงินมีแนวโน้มสมดุลในระยะยาวเหมือนกับวิธีการปรับตัวโดยกลไกราคา (price-specie mechanism) ของ David Hume แต่ต่างกันที่กลไกของ Hume ทำงานโดยผ่านราคาสินค้า ส่วนวิธีการทางการเงินทำงานโดยผ่านความต้องการถือเงินและปริมาณเงิน

**1.1** วิธีการทางการเงินภายใต้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ในหัวข้อนี้จะพิจารณาถึงสาเหตุของความไม่สมดุลของดุลการชำระเงิน ขบวนการปรับดุล และวิเคราะห์หาเหตุผลว่าทำไมประเทศต่าง ๆ จึงไม่สามารถควบคุมปริมาณเงิน ในขณะที่ประเทศที่เงินตราของตนใช้เป็นทุนสำรองจึงสามารถควบคุมปริมาณเงินได้

**1.1.1** สาเหตุและการปรับดุลการชำระเงิน แนวคิดตามวิธีทางการเงินคือความต้องการถือเงินมีความสัมพันธ์กับรายได้ประชาชาติในทางบวก และในระยะยาวมีค่าคงที่ เริ่มต้นจากสมการทฤษฎีปริมาณเงิน  $MV = PQ$  (บางครั้งเรียกว่าสมการของการแลกเปลี่ยน)  $M$  คือปริมาณเงิน  $V$  คืออัตราการหมุนเวียนของเงิน  $P$  คือดัชนีราคาทั่วไป  $Q$  คือผลผลิต กำหนดให้  $k = 1/V$  และ  $Q = Y$  ฉะนั้นสมการความต้องการถือเงินคือ

$$M_d = kPY \quad \text{----- ( 1 )}$$

โดย  $M_d =$  ความต้องการถือเงิน

$k =$  อัตราส่วนของปริมาณเงินกับรายได้ประชาชาติ

$P =$  ระดับราคาภายในประเทศ

$Y =$  ผลผลิต

จากสมการที่ ( 1 )  $PY$  คือรายได้ประชาชาติหรือ GNP ซึ่งสมมติว่ามีแนวโน้มเข้าสู่ระดับการจ้างงานเต็มทีในระยะยาว เมื่อ  $k$  มีค่าคงที่  $M_d$  ก็จะคงที่และมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับระดับราคาภายในประเทศ และรายได้ประชาชาติ  $M_d$  มีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับอัตราดอกเบี้ยด้วยแม้ว่าจะไม่ได้กล่าวไว้ในสมการที่ ( 1 ) ดังนั้น  $M_d$  จึงมีความสัมพันธ์โดยตรงกับรายได้ประชาชาติและมีความสัมพันธ์ในทางกลับกันกับอัตราดอกเบี้ย  $M_d$  เป็นอุปสงค์รวม ฉะนั้นอุปทานรวมก็คือสมการปริมาณเงิน ซึ่งมีลักษณะดังนี้

$$M_s = m (D + F) \quad \text{----- ( 2 )}$$

ซึ่ง  $M_s =$  ปริมาณเงินทั้งหมดของประเทศ

$D =$  ส่วนประกอบภายในประเทศของฐานการเงิน (monetary base)

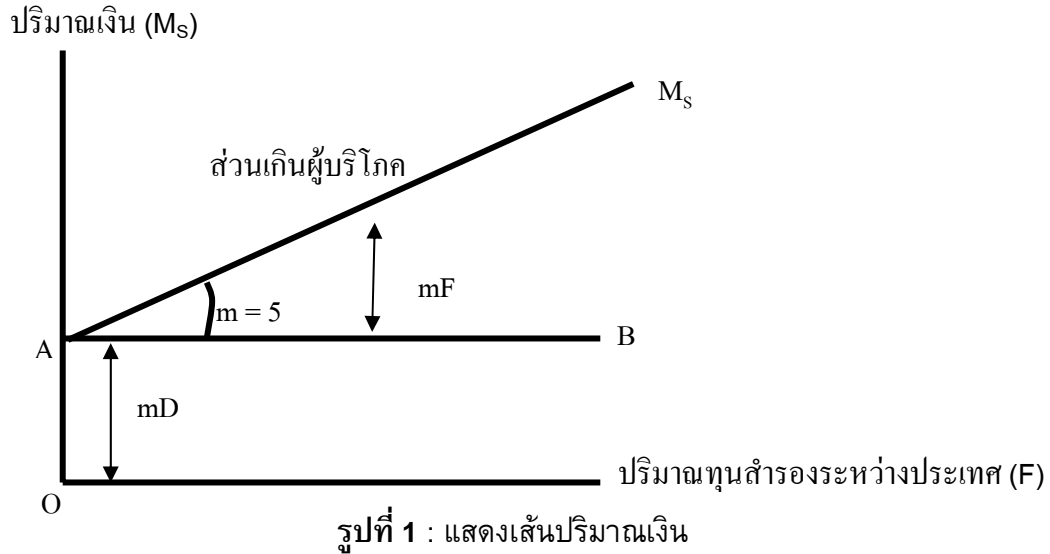
$F =$  ส่วนประกอบต่างประเทศของฐานการเงิน

$m =$  ตัวคูณการเงิน (money multiplier)

ส่วนประกอบภายในประเทศของฐานการเงิน ( $D$ ) คือ สินเชื่อภายในประเทศที่สร้างโดยเจ้าหน้าที่ทางการเงิน หรือคือสินทรัพย์ภายในประเทศที่หนุนหลังปริมาณเงิน สำหรับส่วนประกอบของฐานการเงินต่างประเทศ ( $F$ ) หมายถึง ทุนสำรองระหว่างประเทศ ซึ่งสามารถเพิ่มขึ้นหรือลดลงโดยผ่านการเกินดุล หรือขาดดุลของดุลการชำระเงินตามลำดับ ฐานการเงินหรือ high-powered money คือ  $D + F$  ภายใต้ระบบธนาคารปัจจุบัน  $D$  หรือ  $F$  ที่ฝากไว้ในธนาคารพาณิชย์ทำให้ปริมาณเงินเพิ่มขึ้นเท่ากับ  $m$  เท่า ซึ่ง  $m$  จะมีค่าคงที่

ตัวอย่างการหาค่า  $m$  คือ สมมติมีเงินฝากที่ธนาคารพาณิชย์ 1 บาท ธนาคารจะให้คนกู้ยืม 0.80 บาท ถ้าเงินสดสำรองตามกฎหมายเท่ากับ 20% คนที่กู้จากธนาคารก็จะนำไปจ่ายให้อีกคนหนึ่ง ซึ่งเขาจะนำเงินจำนวนนี้ไปฝากธนาคารอีกแห่งหนึ่ง ธนาคารก็จะนำเงินฝากนี้ให้คน

กู้ 0.64 บาท 80% ของ 0.80 บาท) ขบวนการก็จะเป็นเช่นนี้ไปเรื่อย ๆ จนกระทั่งเงิน 1 บาท กลายเป็น  $1.00 + 0.80 + 0.64 + \dots = 5$  บาท =  $m$  อย่างไรก็ตาม ค่าตัวคูณที่แท้จริงในโลกจะมีค่าน้อยกว่านี้ เพราะมีส่วนรั่วไหลออกจากระบบ ธนาคาร



จากรูป แทนนอนแทนปริมาณทุนสำรองระหว่างประเทศ (F)

แกนตั้งแทนปริมาณเงินทั้งหมด ( $M_s$ )

เส้น AB แทนส่วนประกอบภายในประเทศของฐานการเงิน

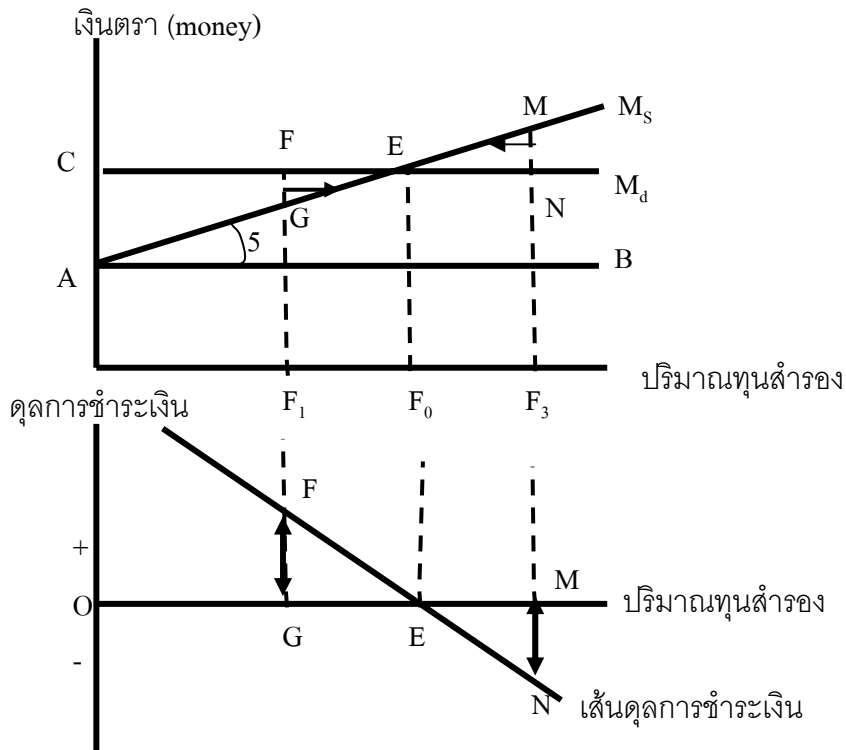
เส้น  $M_s$  แทนปริมาณเงิน ซึ่งมี slope ทอดขึ้น

สมมติว่าตัวคูณการเงินเท่ากับ 5 และส่วนประกอบภายในประเทศของฐานการเงินมีค่าคงที่เท่ากับ  $OA/m$  ถ้าไม่มีเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ ปริมาณเงินทั้งหมดเท่ากับ  $m$  คูณด้วยส่วนประกอบภายในประเทศของฐานการเงิน ซึ่งคือ  $mD$  หรือ  $OA$  แต่โดยทั่วไปปริมาณเงินทั้งหมดจะแสดงด้วยเส้น  $M_s$  ซึ่งประกอบด้วย  $mD + mF$  ข้อสังเกต slope ของเส้น  $M_s$  คือตัวคูณการเงิน

ก่อนที่จะพิจารณาถึงสาเหตุของความไม่สมดุลของดุลการชำระเงินจะต้องทราบถึงเงื่อนไขของความสมดุลของดุลการชำระเงิน สมการดุลการชำระเงินคือ  $B = M_d - M_s$  เมื่อดุลการชำระเงินสมดุล  $M_d = M_s$  ถ้าความต้องการถือเงินที่เพิ่มเกิดจาก GNP เพิ่มขึ้นดุลการชำระเงินจะเกินดุล ถ้าเจ้าหน้าที่ทางการเงินไม่ทำการชดเชย การชดเชยทำได้โดยเพิ่ม  $D$  หรือปล่อยให้ทุนสำรองไหลเข้า (เพิ่ม  $F$ ) ในทางตรงข้ามถ้าปริมาณเงินเพิ่มขึ้น ( $D$  เพิ่มขึ้น) ในขณะที่ความต้องการถือเงินคงที่ ดุลการชำระเงินจะขาดดุลถ้าเจ้าหน้าที่ทางการเงินไม่ทำการชดเชยโดย

ปล่อยให้ทุนสำรองไหลออก (F ลดลง) ตัวอย่างเช่น GNP เพิ่มขึ้น 1 พันล้านบาทเป็น 1.1 พันล้านบาท ทำให้  $M_d$  เพิ่มขึ้นจาก 200 ล้านบาท (1/5 ของ 1 พันล้านบาท) เป็น 220 ล้านบาท (1/5 ของ 1.1 พันล้านบาท) ถ้ารัฐบาลทำการชดเชยโดยปล่อยให้ F เพิ่มขึ้น F จะต้องเพิ่ม 4 ล้านบาท เพื่อให้ปริมาณเงินของประเทศเพิ่มขึ้น 20 ล้านบาท (4 ล้านบาทคูณด้วยค่าตัวคูณทางการเงินเท่ากับ 5) แสดงว่าความต้องการถือเงินที่เพิ่มขึ้นจะทำให้ดุลการชำระเงินเกินดุล ซึ่งจะทำให้ปริมาณเงินเพิ่มขึ้นจำนวนเท่ากัน ในทางตรงข้ามปริมาณเงินที่เพิ่มมากกว่าความต้องการถือเงินจะทำให้ดุลการชำระเงินขาดดุลซึ่งทุนสำรองจะไหลออกจนทำให้ปริมาณเงินส่วนเกินหายไป ลักษณะของเส้นความไม่สมดุลของดุลการชำระเงินจะแสดงในรูปที่ 2

กล่าวโดยสรุป ดุลการชำระเงินเกินดุล เกิดจากความต้องการถือเงินมากกว่าปริมาณเงินที่มีอยู่ และเจ้าหน้าที่ทางการเงินไม่ได้ทำการชดเชย ดุลการชำระเงินขาดดุล เกิดจากปริมาณเงินมากกว่าความต้องการถือเงิน และเจ้าหน้าที่ทางการเงินไม่ได้ทำการชดเชย การขาดดุลหรือเกินดุลของดุลการชำระเงินเป็นเหตุการณ์ชั่วคราว และจะมีการปรับตัวเองในระยะยาว นั่นคือหลังจากที่ความต้องการถือเงินที่มากถูกกำจัดโดยปล่อยให้เงินทุนไหลเข้า และปริมาณเงินที่มากถูกกำจัดโดยเงินทุนไหลออก ดุลการชำระเงินจะสมดุลและการเคลื่อนย้ายเงินระหว่างประเทศจะสิ้นสุดลง



รูปที่ 2 : แสดงเส้นความไม่สมดุลของดุลการชำระเงิน (the payments imbalance schedule)

รูปบนเส้น  $M_d$  ขนานกับแกนนอน เพราะความต้องการถือเงินไม่ขึ้นกับปริมาณทุนสำรองระหว่างประเทศ ดุลการชำระเงินสมดุลที่จุด E เมื่อ  $M_d = M_s$  ทางซ้ายมือของจุด E นั้น  $M_d > M_s$  ดุลการชำระเงินจะเกินดุลเท่ากับ FG ทางขวามือของจุด E นั้น  $M_d < M_s$  ดุลการชำระเงินจะขาดดุลเท่ากับ MN

รูปล่างแสดงเส้นความไม่สมดุลของดุลการชำระเงิน ความไม่สมดุลของดุลการชำระเงินเท่ากับส่วนเกินของความต้องการถือเงิน ณ ปริมาณทุนสำรองระหว่างประเทศระดับต่าง ๆ กัน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง เส้นความไม่สมดุลของดุลการชำระเงินเท่ากับความแตกต่างของเส้นความต้องการถือเงินและเส้นปริมาณเงิน เส้นความไม่สมดุลของดุลการชำระเงินมี slope ทอดลงขณะที่ปริมาณทุนสำรองระหว่างประเทศเพิ่มขึ้น

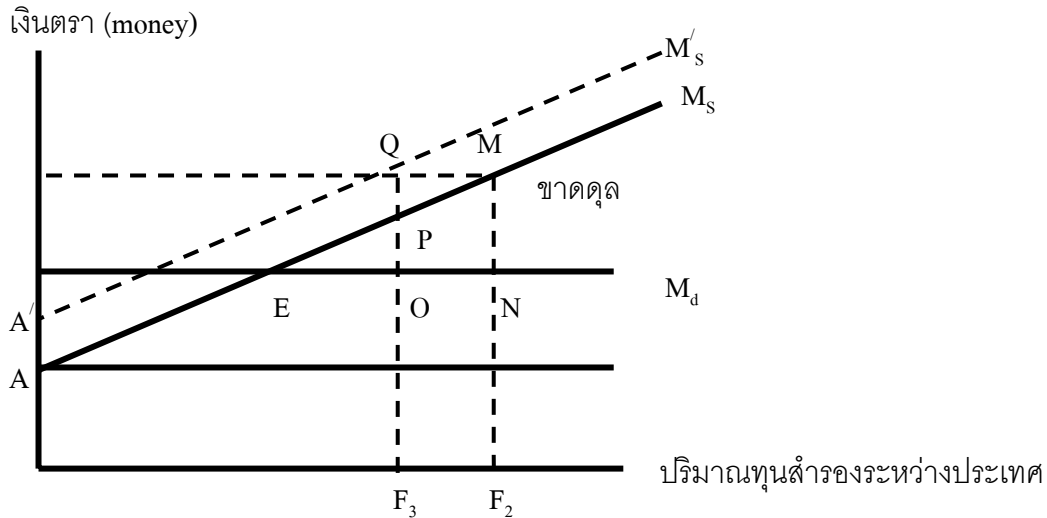
จากรูปบน เมื่อปริมาณทุนสำรองระหว่างประเทศเท่ากับ  $OF_1$  ดุลการชำระเงินเกินดุลเท่ากับ FG ซึ่งเท่ากับความไม่สมดุลเป็นบวกในรูปล่าง ณ จุดดุลยภาพ E ดุลการชำระเงินสมดุล ความไม่สมดุลในรูปล่างเท่ากับศูนย์ เมื่อปริมาณทุนสำรองระหว่างประเทศเท่ากับ  $OF_2$  ดุลการชำระเงินขาดดุล MN ซึ่งเท่ากับความไม่สมดุลเป็นลบในรูปล่าง

**1.1.2** ลักษณะของขบวนการปรับดุลการชำระเงิน ดุลการชำระเงินจะปรับตัวเองด้วยขบวนการทางการเงิน นั่นคือ เมื่อดุลการชำระเงินไม่สมดุล ทำให้มีเงินทุนสำรองระหว่างประเทศไหลเข้าและออก ทำให้เกิดการปรับตัวของปริมาณเงิน ซึ่งทำให้ความไม่สมดุลหมดไปดังได้กล่าวมาแล้ว การอธิบายสามารถใช้รูปที่ 2 ได้ดังนี้ สมมติปริมาณทุนสำรองเท่ากับ  $OF_1$  ดุลการชำระเงินเกินดุล FG เมื่อเวลาผ่านไปดุลการชำระเงินที่เกินดุล ทำให้ปริมาณทุนสำรองเพิ่มขึ้น ปริมาณทุนสำรองที่เพิ่มจะทำให้ปริมาณเงิน ( $M_s$ ) เพิ่มตามสมการ  $M_s = m(D + F)$  ทำให้การเกินดุลลดลงจนกระทั่งถึงจุด E ดุลการชำระเงินจะสมดุล ในทางตรงข้ามถ้าปริมาณทุนสำรองเท่ากับ  $OF_2$  ดุลการชำระเงินขาดดุล MN แต่การขาดดุลของดุลการชำระเงินจะเกิดขึ้นชั่วคราว เพราะการขาดดุลการชำระเงิน ทำให้ปริมาณทุนสำรองลดลง ซึ่งจะทำให้ปริมาณเงินลดลงจนเท่ากับความต้องการถือเงินที่จุด E ดุลการชำระเงินจะสมดุล

ลักษณะของขบวนการปรับดุลการชำระเงินด้วยตัวเองอัตโนมัติจะดำเนินไปตามที่กล่าวมาแล้ว แต่ถ้ามีอะไรมารบกวนหรือมีการทำการชดเชย (sterilization) การทำการชดเชยเป็นขบวนการที่ธนาคารกลางต้องการดำเนินนโยบายการเงินอย่างอิสระโดยการชดเชยกระแสการเปลี่ยนแปลงของทุนสำรองระหว่างประเทศ ภายใต้การปรับดุลการชำระเงินตามวิธีทางการเงิน (อัตราแลกเปลี่ยนคงที่) ถ้าประเทศมีปริมาณเงินส่วนเกิน ดุลการชำระเงินจะขาดดุล ทำให้ทุนสำรองลดลงจนกระทั่งปริมาณเงินเท่ากับความต้องการถือเงิน ดังนั้นรัฐบาลจะเพิ่มปริมาณเงิน

เพื่อรักษาปริมาณเงินให้เท่าเดิม ทำให้ดุลการชำระเงินยิ่งขาดดุลมากขึ้น แต่ในกรณีที่ประเทศมีความต้องการถือเงินมากกว่าปริมาณเงิน เหตุการณ์จะเกิดขึ้นตรงข้ามโดยรัฐบาลจะลดปริมาณเงิน ทำให้ดุลการชำระเงินเกินดุลต่อไป

ขบวนการปรับดุลการชำระเงินเมื่อมีการทำการชดเชยอธิบายได้ตามรูปที่ 3



รูปที่ 3 : แสดงการทำการชดเชย (sterilization operations)

สมมติ ณ ระดับทุนสำรองระหว่างประเทศ  $OF_2$  ประเทศมีดุลการชำระเงินขาดดุลจำนวน  $MN$  สมมติว่าการขาดดุลทำให้ทุนสำรองระหว่างประเทศลดลงเป็น  $OF_3$  ซึ่งทุนสำรองระหว่างประเทศลดลงจำนวน  $F_2 F_3$  ทำให้การขาดดุลลดลงเหลือ  $OP$

สมมติเจ้าหน้าที่ทางการเงินทำการชดเชย (sterilize) การขาดดุลการชำระเงินโดยการซื้อขายหลักทรัพย์ (open market operations : OMO) นั่นคือ เจ้าหน้าที่ทางการเงินซื้อหลักทรัพย์จำนวนเท่ากับ  $F_2 F_3$  (เท่ากับปริมาณทุนสำรองระหว่างประเทศที่สูญหายไป) ฐานการเงินของประเทศไม่เปลี่ยนแปลง ทำให้ส่วนประกอบภายในประเทศของฐานการเงิน (D) เพิ่มขึ้นเท่ากับ  $mD$  ผลคือเส้นปริมาณเงิน ( $M_s$ ) เคลื่อนขึ้นไปข้างบนเท่ากับจำนวน  $OP$  กลายเป็นเส้น  $M'_s$  และทำให้ดุลการชำระเงินขาดดุลเท่ากับ  $OQ$  การทำการชดเชยและการขาดดุลสามารถอยู่ต่อไปได้จนกว่าเจ้าหน้าที่ทางการเงินไม่มีเงินทุนสำรองระหว่างประเทศหรือหยุดทำการชดเชย หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งดุลการชำระเงินขาดดุลยังคงมีอยู่ตราบใดที่ส่วนเกินของปริมาณเงินยังคงมีอยู่ ตัวอย่าง เช่น ความไม่สมดุลของดุลการชำระเงินที่ยังคงมีอยู่อาจจะเกิดจากความเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจต่อเนื่องกัน ทำให้ความต้องการถือเงินเพิ่มขึ้น

ต่อเนื่องกัน และถ้าส่วนประกอบภายในประเทศของฐานการเงินไม่ขยายตัวต่อเนื่องกัน ทำให้ประเทศประสบปัญหาดุลการชำระเงินเกินดุล และเงินทุนสำรองระหว่างประเทศไหลเข้าต่อเนื่องกัน ปรัชญาการณดังกล่าวเป็นสิ่งที่วิธทางการเงินอธิบายการเกินดุลในดุลการชำระเงินของประเทศเยอรมันตะวันตกระหว่างทศวรรษ 1960 และต้นทศวรรษ 1970 ข้อสังเกต เมื่อ GNP ของประเทศเพิ่มขึ้น ทำให้สินค้าเข้าเพิ่มขึ้น ซึ่งทำให้ดุลการค้าเลวลงและดุลการชำระเงินเลวลงด้วยตามแนวคิดทฤษฎีที่กำหนดขึ้นเป็นรายได้ของ Keynes แต่สำหรับวิธทางการเงิน ดุลการชำระเงินจะเกินดุล และเงินทุนสำรองไหลเข้าวิธทางการเงินนี้ไม่ได้อธิบายรายละเอียดของขบวนการพลวัต (dynamic process) ในการปรับความไม่สมดุลของดุลการชำระเงิน

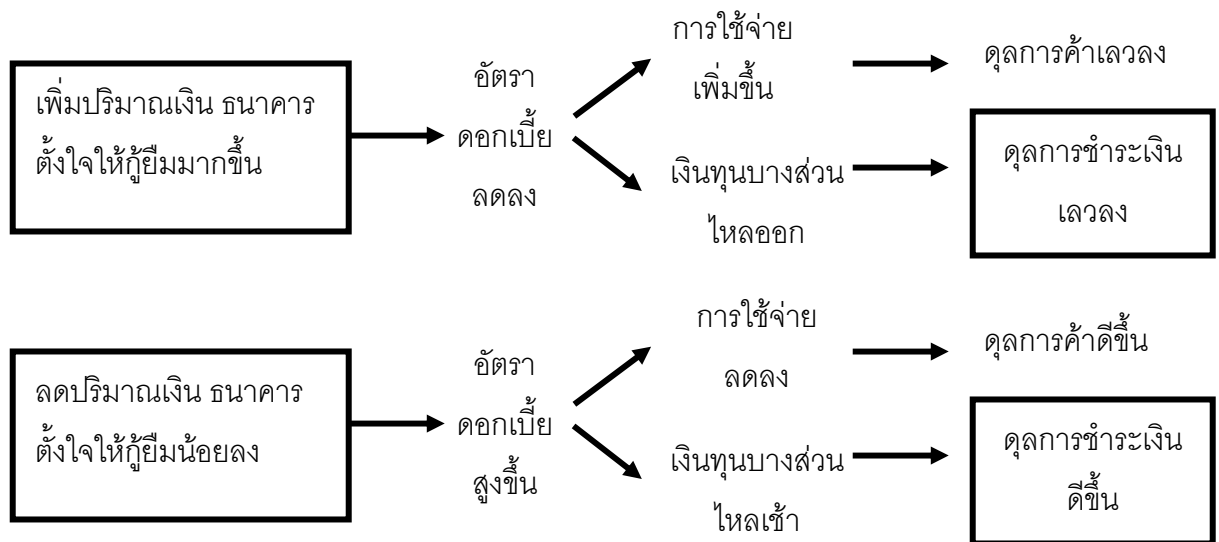
เราได้กล่าวมาแล้วว่าขบวนการปรับตัวโดยอัตโนมัติของวิธทางการเงินเหมือนกับกลไกราคาของ David Hume แต่ต่างกันตรงที่ว่าภายใต้กลไกราคาทองคำไหลเข้าหรือเงินทุนสำรองไหลเข้า ทำให้ระดับราคาสินค้าเปรียบเทียบในประเทศที่มีดุลการชำระเงินไม่สมดุลต่างกัน จึงทำให้กระแสการค้าเปลี่ยนแปลงและเป็นการแก้ไขความไม่สมดุลของดุลการชำระเงิน แต่วิธทางการเงินในระยะยาว ราคาเปรียบเทียบของสินค้าใน 2 ประเทศไม่ต่างกัน ตามวิธทางการเงินภายใต้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่ในระยะยาว ราคาเปรียบเทียบของทั้งประเทศที่มีดุลการชำระเงินเกินดุลและขาดดุลจะเท่ากัน เมื่อแสดงในรูปเงินตราเดียวกัน และไม่มีค่าขนส่ง ภาษีศุลกากร และอื่น ๆ ฉะนั้นความต้องการถือเงินที่มากกว่าปริมาณเงิน จะทำให้เงินทุนสำรองไหลเข้าและปริมาณเงินที่มากกว่าความต้องการถือเงิน จะทำให้เงินทุนสำรองไหลออกเท่านั้นในระยะยาว โดยระดับราคาไม่ต่างกัน

เหตุผลที่ราคาเปรียบเทียบของประเทศ 2 ประเทศไม่ต่างกันในระยะยาว เพราะกรณีที่มีปริมาณเงินมากกว่าความต้องการถือเงิน (ดุลการชำระเงินขาดดุล) แนวโน้มในระยะสั้นขณะที่การใช้จ่ายเพิ่มขึ้นเพื่อกำจัดปริมาณเงินที่มากเกินไป ทำให้ราคาของสินค้าและสินทรัพย์การลงทุนเพิ่มขึ้น แต่ในระยะยาวแนวโน้มของการเปลี่ยนแปลงราคาของสินค้าและสินทรัพย์การลงทุนจะถูกต้านด้วยสินค้าจากต่างประเทศ และเงินลงทุนไหลออกไปต่างประเทศ ผลคือในระยะยาวการไหลของเงินทุน ทำให้ดุลการค้าและดุลบัญชีทุนเลวลง โดยไม่ทำให้ราคาสินค้าหรืออัตราดอกเบี้ยของ 2 ประเทศแตกต่างกันเมื่อคิดในรูปเงินตราสกุลเดียวกัน ในทางตรงข้ามกรณีที่มีความต้องการถือเงินมากกว่าปริมาณเงิน (ดุลการชำระเงินเกินดุล) แนวโน้มในระยะสั้นระดับราคาของสินค้าและสินทรัพย์การลงทุนลดลง ขณะที่การใช้จ่ายลดลงเพื่อกำจัดความต้องการถือเงินมากเกินไปจะถูกต้านด้วยการเพิ่มการส่งออกสินค้าออกไปต่างประเทศ ดังนั้น จะมีเงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้า ดุลการค้าและดุลบัญชีทุนจะดีขึ้นโดยไม่ทำให้ระดับราคาสินค้าหรืออัตรา

ดอกเบี้ยแตกต่างกันในระยะยาว ผลสุดท้ายในระยะยาวตลาดสินค้าและตลาดทุนในโลกนี้จะมีตลาดเดียว ทฤษฎีความเสมอภาคของอำนาจซื้อ และ law of one price จะเป็นจริงในระยะยาว

ภายใต้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ขบวนการปรับดุลการชำระเงินอีกวิธีหนึ่งโดยผลของการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงิน สามารถอธิบายได้ตามแนวความคิดของ Keynes ขบวนการปรับดุลเริ่มต้นจากการเปลี่ยนแปลงความสามารถ และความตั้งใจของธนาคารที่จะสร้างเงินจากเงินฝาก เพราะ Keynes ได้โต้แย้งว่าการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินของระบบธนาคารจะอยู่ในรูปของการเปลี่ยนแปลงความตั้งใจที่จะให้กู้ยืมตามอัตราดอกเบี้ยที่เป็นอยู่ ขบวนการปรับดุลจะกระทำผ่านอัตราดอกเบี้ย Keynes ได้เห็นว่าอัตราดอกเบี้ยเป็นตัวกำหนดที่สำคัญของความต้องการถือเงิน ตัวอย่างเช่น อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นจะทำให้คนยอมเลิกถือเงินสด แต่จะหันไปถือหลักทรัพย์ที่มีอัตราดอกเบี้ยซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องน้อยกว่าแทน เมื่ออัตราดอกเบี้ยต่ำลง คนจะหันมาถือเงินสดมากขึ้น

ตามแนวความคิดของ Keynes ได้มีการสมมติว่าปริมาณเงินถูกควบคุมโดยนโยบายการเงินเพราะ Keynes สมมติว่ามีการทำการชดเชย (sterilization) ฉะนั้น ขบวนการปรับดุลการชำระเงิน โดยผลของการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินสามารถอธิบายได้ดังรูปที่ 4



รูปที่ 4 : แสดงแนวความคิดของ Keynes เกี่ยวกับขบวนการปรับดุลการชำระเงิน

จากรูปที่ 4 การใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัว (easy monetary policy) ของธนาคารกลางทำให้ความตั้งใจให้กู้ยืมเงินของธนาคารเพิ่มขึ้น นโยบายการเงินแบบขยายเช่นการลดเงินสดสำรองหรือลดอัตราส่วนลดที่ธนาคารขอู้เงินสำรอง (reserve) จากธนาคารกลาง หรือการ

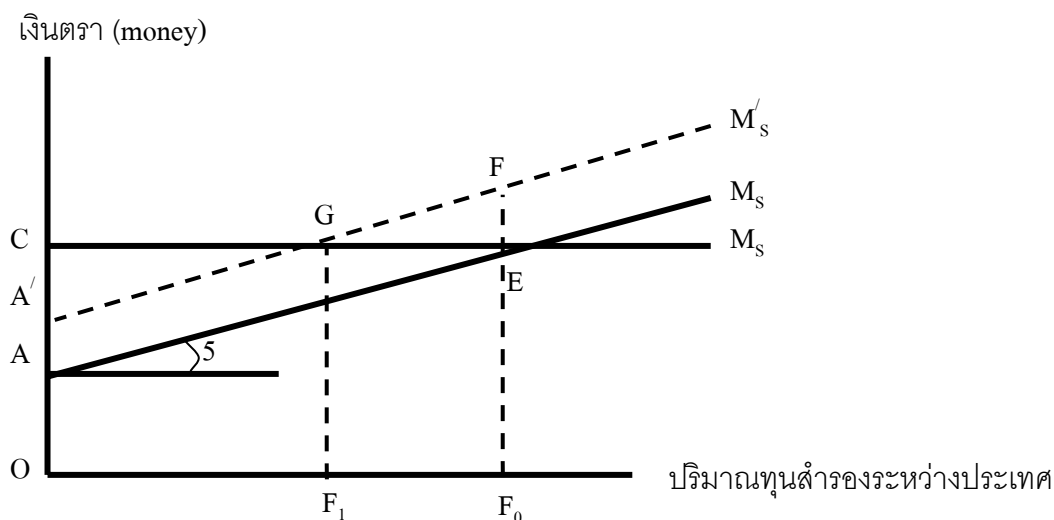


สร้างเงินสำรองธนาคาร (bank reserves) เพิ่มขึ้น โดยซื้อพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มขึ้นในตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ การเพิ่มความสามารถให้กู้ยืม จะทำให้ธนาคารลดอัตราดอกเบี้ยให้กับผู้ขอกู้ยืม การให้กู้ยืมใหม่มากขึ้น ทำให้สินทรัพย์ภายในประเทศ (D) ของธนาคารเพิ่มขึ้น และหนี้สินในรูปตัวเงินเพิ่มขึ้นในขณะเดียวกัน เพราะผู้ขอกู้เงินจะใช้เงินกู้ในการใช้จ่ายซื้อบ้านใหม่ โรงงานใหม่ เครื่องมือใหม่และสินค้าอุปโภคบริโภคประเภทถาวรใหม่ (เช่นเครื่องใช้ไฟฟ้า เฟอร์นิเจอร์ เป็นต้น) การใช้จ่ายเพิ่มขึ้น ทำให้รายได้ประชาชาติเพิ่มขึ้นโดยผ่านการทำงานของตัวทวี และการใช้จ่ายก็จะเพิ่มตามด้วย ทำให้ราคาสินค้าสูงขึ้น รายได้และราคาสินค้าภายในประเทศที่เพิ่มขึ้นทำให้สินค้าเข้าเพิ่มขึ้น และดุลการค้าเลวลง ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยในประเทศลดลง ทำให้ผู้ถือสินทรัพย์บางคนจะแสวงหาอัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่าในต่างประเทศ ซึ่งเป็นการเปลี่ยน (switch) การให้กู้ยืมภายในประเทศเป็นการให้กู้ยืมในต่างประเทศ ฉะนั้น เงินฝากภายในประเทศจะลดลง เพื่อที่จะได้รับสินทรัพย์ที่มีดอกเบี้ยในประเทศอื่น เงินทุนจึงไหลออกนอกประเทศ (capital outflow) จากรูปที่ 4 ทั้งดุลการค้าเลวลงและเงินทุนไหลออก จึงทำให้ดุลการชำระเงินเลวลง และในทางตรงข้ามการลดปริมาณเงินโดยใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวด (tight monetary policy) ขบวนการจะตรงกันข้ามกับกรณีเพิ่มปริมาณเงิน และดุลการชำระเงินจะดีขึ้น

**1.1.3 การควบคุมปริมาณเงิน ภายใต้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่** ตามวิธีการทางการเงินประเทศไม่สามารถควบคุมปริมาณเงินในระยะยาวได้ ความพยายามของเจ้าหน้าที่ทางการเงินที่จะเพิ่มปริมาณเงินทั้งหมดของประเทศ ( $M_s$ ) ในขณะที่ความต้องการถือเงิน ( $M_d$ ) ไม่เปลี่ยนแปลง จะทำให้ปริมาณเงินส่วนเกินไหลออก และทำให้เงินทุนสำรองระหว่างประเทศ (F) ลดลง ดังนั้น ผลในระยะยาวของการเพิ่มปริมาณเงิน (ใช้นโยบายการเงินแบบขยายหรือแบบง่าย) เพียงแต่ปริมาณเงินที่เพิ่มทำให้ D เพิ่ม แต่ F จะลดในปริมาณเท่ากับ D ที่เพิ่ม) ไม่ทำให้ฐานการเงิน ( $D + F$ ) เปลี่ยน ในทำนองเดียวกัน ความพยายามที่จะลดปริมาณเงินของประเทศโดยใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวด จะทำให้ D ลดในขณะที่ความต้องการถือเงิน ( $M_d$ ) ไม่เปลี่ยนแปลง และทำให้ F เพิ่มขึ้นในจำนวนเท่ากับ D ลดลง แต่ไม่ทำให้ฐานการเงินทั้งหมดและปริมาณเงินเปลี่ยนแปลง

## 1.2 ผลของนโยบายต่าง ๆ โดยวิธีการทางการเงินภายใต้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่

**1.2.1 นโยบายการเงิน** การใช้นโยบายการเงินแบบขยายทำให้เกิดส่วนเกินของปริมาณเงิน ซึ่งนำไปสู่การขาดดุลของดุลการชำระเงิน การใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวดหรือหดตัวทำให้เกิดความต้องการถือเงินส่วนเกิน และดุลการชำระเงินเกินดุล



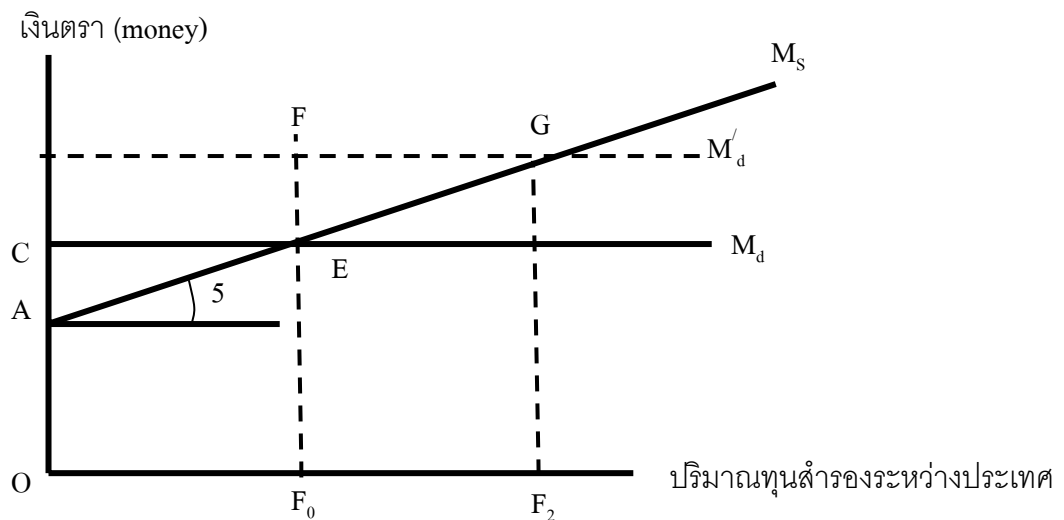
รูปที่ 5 : แสดงผลของการใช้นโยบายการเงินแบบขยาย

จากรูป ดุลยภาพเดิมคือ E เมื่อเจ้าหน้าที่ทางการเงินใช้นโยบายการเงินแบบขยายโดยการซื้อพันธบัตรจำนวนหนึ่งเท่ากับปริมาณทุนสำรอง  $F_0$   $F_1$  ผลคือส่วนประกอบภายในประเทศของปริมาณเงินเพิ่มขึ้น ทำให้เส้น  $M_S$  เคลื่อนขึ้นไปเป็น  $M'_S$  หลังจากการเพิ่มปริมาณเงินทันทีที่ดุลการชำระเงินจะขาดดุลเท่ากับ EF แต่การขาดดุลนี้จะเกิดขึ้นชั่วคราว ในที่สุดระบบเศรษฐกิจจะปรับตัวมาที่จุด G ซึ่งปริมาณเงินจะกลับมาเท่ากับระดับเดิม อย่างไรก็ตาม ที่จุด G ปริมาณทุนสำรองระหว่างประเทศต่ำ (เท่ากับ  $OF_1$ ) เพราะเจ้าหน้าที่ทางการเงินนำเอาทุนสำรองระหว่างประเทศไปแลกพันธบัตรภายในประเทศ แต่สิ่งอื่น ๆ ยังคงเหมือนเดิม

**1.2.2 การลดค่าของเงิน (devaluation) และนโยบายควบคุมสินค้าเข้า** การลดค่าของเงิน การเก็บภาษีศุลกากร โควตา และอัตราแลกเปลี่ยนหลายอัตรา (multiple exchange rate) ทำให้ระดับราคาสินค้าภายในประเทศสูงขึ้น การเพิ่มขึ้นของราคาภายในประเทศทำให้ความต้องการถือเงินมากขึ้น ถ้าเจ้าหน้าที่ทางการเงินไม่เพิ่มปริมาณเงินเท่ากับความต้องการถือเงินที่เพิ่มขึ้น เจ้าหน้าที่ทางการเงินอาจปล่อยให้เงินทุนหรือทุนสำรองไหลเข้า (ดุลการชำระเงินเกินดุล) จนกระทั่งความต้องการถือเงินที่เพิ่มหมดไป และดุลยภาพเกิดขึ้นใหม่ อย่างไรก็ตามถ้าเจ้าหน้าที่ทางการเงินเพิ่มปริมาณเงินให้เท่ากับความต้องการถือเงินที่เพิ่มขึ้นเนื่องมาจากการลดค่าของเงิน การเก็บภาษีศุลกากร โควตา หรืออัตราแลกเปลี่ยนหลายอัตรา นโยบายดังกล่าวจะไม่ทำให้เงินทุนหรือทุนสำรองไหลเข้า และการลดค่าของเงินจะไม่มีผลในการปรับ

ดุลการชำระเงินให้ดีขึ้น ผลตรงข้ามจะเกิดขึ้นกับการเพิ่มค่าของเงิน การยกเลิกการเก็บภาษีศุลกากร การยกเลิกโควตาหรือยกเลิกการใช้อัตราแลกเปลี่ยนหลายอัตรา

การลดค่าของเงิน ภาษีศุลกากร โควตา หรืออัตราแลกเปลี่ยนหลายอัตราที่มีผลชั่วคราวต่อดุลการชำระเงิน ตามวิธีการทางการเงิน ดุลการชำระเงินไม่สมดุลจะถูกแก้ไขโดยอัตโนมัติในระยะยาว คือ ภายใต้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ทุนสำรองระหว่างประเทศที่ไหลเข้าออกจะทำให้ดุลการชำระเงินสมดุล ฉะนั้นเมื่อมีปัญหาความไม่สมดุลของดุลการชำระเงินก็ไม่จำเป็นต้องใช้นโยบายลดค่าของเงินหรืออื่น ๆ ยกเว้นแต่ว่าต้องการเร่งให้ขบวนการปรับตัวเร็วขึ้นเพื่อช่วยกำจัดความต้องการถือเงินที่มากเกินไป หรือปริมาณเงินที่มากเกินไป ตัวอย่างเช่น การลดค่าของเงินมีจุดประสงค์เพื่อแก้ไขการขาดดุลของดุลการชำระเงิน การลดค่าของเงินจะทำให้ราคาภายในประเทศสูงขึ้น และช่วยลดปริมาณเงินส่วนเกิน แต่การลดค่าของเงินจะไม่มีผลต่อตัวแปรที่แท้จริงทางเศรษฐกิจในระยะยาว ฉะนั้น ความยืดหยุ่นของอุปสงค์สินค้าเข้าและเงินเินไขของ Marshall-Lerner ไม่เกี่ยวข้องกับการลดค่าของเงินเมื่อวิเคราะห์ตามวิธีการทางการเงิน แต่การลดค่าของเงินจะมีผลผ่านความต้องการถือเงินเท่านั้น การวิเคราะห์ผลของการลดค่าของเงินและนโยบายอื่น ๆ สามารถใช้อธิบายด้วยรูปที่ 6



รูปที่ 6 : แสดงผลของการลดค่าของเงิน

จากรูป ดุลยภาพเดิมอยู่ที่ E เมื่อประเทศลดค่าของเงิน ระดับราคาภายในประเทศสูงขึ้น ผลก็คือความต้องการถือเงินเพิ่มขึ้นจาก  $M_d$  เป็น  $M'_d$  หลังจากการลดค่าของเงินทันที ดุลการชำระเงินจะเกินดุลเท่ากับ EF แต่การเกินดุลนี้จะเกิดขึ้นชั่วคราว และจะหายไปเมื่อระบบเศรษฐกิจเคลื่อนมาสู่ดุลยภาพใหม่ที่ G ที่จุด G เจ้าหน้าที่ทางการเงินมีปริมาณทุนสำรอง

ระหว่างประเทศมากขึ้น ปริมาณเงินจะมากขึ้นด้วย และระดับราคาจะสูงขึ้น และสิ่งอื่น ๆ จะเหมือนเดิม

**1.2.3** รายได้และอัตราดอกเบี้ย ทั้งรายได้และอัตราดอกเบี้ยเป็นตัวแปรอิสระ การเปลี่ยนแปลงตัวแปรเหล่านี้มีผลต่อดุลการชำระเงินโดยผ่านผลของความต้องการถือเงิน ตัวอย่างเช่น การเพิ่มรายได้หรือการลดอัตราดอกเบี้ย ทำให้ความต้องการถือเงินเพิ่มขึ้นและทำให้ดุลการชำระเงินเกินดุล ผลที่เกิดขึ้นนี้จะตรงกันข้ามกับผลของการพิจารณาโดยวิธีดั้งเดิม เช่นวิธีกำหนดขึ้นเป็นรายได้ การเพิ่มขึ้นของรายได้ ทำให้สินค้าเข้าเพิ่มขึ้น ทำให้ดุลการค้าและดุลการชำระเงินลดลง การอธิบายผลของการเปลี่ยนแปลงรายได้หรือดอกเบี้ยสามารถใช้อุปกรณ์ที่ 6 อธิบายได้ การที่เส้น  $M_d$  เคลื่อนขึ้นไปเป็น  $M'_d$  เพราะรายได้เพิ่มขึ้นหรืออัตราดอกเบี้ยลดลง

### 1.3 วิธีการเงินและภาวะเงินเฟ้อภายใต้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่

ตามวิธีทางการเงิน ถ้าแต่ละประเทศรักษางบประมาณสมดุล (คือไม่ใช้นโยบายการคลังแบบขยายหรือหดตัว) และเพิ่มปริมาณเงินในอัตราเดียวกับความเจริญเติบโตที่แท้จริง ระดับราคาในแต่ละประเทศจะมีเสถียรภาพ ถ้าอัตราเพิ่มของปริมาณเงินของโลกทั้งหมดเท่ากับอัตราเพิ่มของ GNP ของโลก ระดับราคาของโลกมีแนวโน้มจะคงที่ในระยะยาว

ถ้าสิ่งอื่น ๆ คงที่ ประเทศที่เจริญเร็วกว่าค่าเฉลี่ยของโลกมีแนวโน้มที่จะประสบความต้องการถือเงินมากเกินไป และดุลการชำระเงินเกินดุล ความต้องการถือเงินส่วนเกินนี้จะถูกกำจัดโดยเงินทุนสำรองไหลเข้าจากส่วนอื่น ๆ ของโลกภายใต้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ในทางตรงข้ามประเทศที่เจริญช้ากว่าค่าเฉลี่ยของโลกมีแนวโน้มที่จะประสบปริมาณเงินส่วนเกิน และดุลการชำระเงินขาดดุล ซึ่งจะถูกกำจัดโดยเงินทุนสำรองไหลออกไปสู่ส่วนอื่น ๆ ของโลก ดังนั้นวิธีทางการเงินกล่าวว่า ภาวะเงินเฟ้อทั่วโลกสามารถเกิดจากการเพิ่มปริมาณเงินในโลกมากเกินไป และมีความสัมพันธ์กับอัตราการเพิ่มปริมาณเงินมากกว่าความเจริญเติบโตที่แท้จริงของโลกทั้งหมด ตัวอย่างเช่น การเพิ่มปริมาณเงินของโลกมากกว่าความเจริญเติบโตที่แท้จริงของโลก 10% จะทำให้เกิดภาวะเงินเฟ้อ 10% เพื่อดูดซับส่วนเกินของปริมาณเงินทั้งหมด สำหรับประเทศที่การเพิ่มปริมาณเงินส่วนเกินมากกว่าค่าเฉลี่ย จะทำให้เงินทุนสำรองไหลออกภายใต้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ดังนั้น ทำให้มีการส่งภาวะเงินเฟ้อไปสู่ต่างประเทศ สิ่งเหล่านี้เป็นจริงสำหรับประเทศใหญ่ ดังเช่นประเทศอเมริกา ซึ่งมีการขยายปริมาณเงินมากในระหว่างช่วงหลังของทศวรรษ 1960 และต้นทศวรรษ 1970

ประเทศที่มีดุลการชำระเงินขาดดุลและเกินดุลไม่สามารถทำการชดเชยโดยใช้เงินทุนสำรอง และไม่สามารถป้องกันไม่ให้เงินทุนสำรองมีผลต่อปริมาณเงินภายใต้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ในระยะยาวประเทศเกินดุลต้องยกเลิกเป้าหมายระดับราคาภายในประเทศมีเสถียรภาพ

หรือยอมให้เงินเพิ่มค่า สิ่งนั้นเป็นปรากฏการณ์ที่เกิดกับประเทศเยอรมันตะวันตกระหว่าง  
ทศวรรษ 1960 คือ ทุนสำรองจำนวนมากไหลจากต่างประเทศเข้าประเทศเยอรมันทำให้เกิด  
ภาวะเงินเฟ้อภายในประเทศและการเพิ่มค่าเงินมาร์กในปี 1961 และ 1969 การคาดคะเนว่า  
อัตราเงินเฟ้อในประเทศเยอรมันตะวันตกต่ำกว่าต่างประเทศจะมีส่วนสำคัญในการเพิ่มค่าของ  
เงินมาร์กที่จำเป็น ภาวะเงินเฟ้อของโลกมีแนวโน้มจะเพิ่มมากขึ้น เพราะราคาสินค้าอุตสาหกรรม  
ในปัจจุบันมีการเคลื่อนไหวอย่างเสรีในทางเพิ่มขึ้น แต่มีแนวโน้มคงที่ในทางลดลง

#### 1.4 วิธีทางการเงินภายใต้อัตราแลกเปลี่ยนเสรี<sup>1</sup>

ภายใต้อัตราแลกเปลี่ยนเสรี ความไม่สมดุลของดุลการชำระเงินถูกแก้ไขทันทีด้วย  
การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนอย่างอัตโนมัติ โดยไม่มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนสำรอง ดังนั้น  
ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนเสรี ประเทศมีอำนาจควบคุมปริมาณเงินและนโยบายการเงิน การ  
ปรับตัวที่เกิดขึ้นเป็นผลของการเปลี่ยนแปลงราคาภายในประเทศที่เกิดขึ้นพร้อมการ  
เปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน ตัวอย่างเช่น ดุลการชำระเงินขาดดุลที่เกิดจากปริมาณเงินมาก  
เกินไปทำให้เกิดการเสื่อมค่าของเงินอย่างอัตโนมัติ ทำให้ระดับราคาสูงขึ้น และความต้องการถือ  
เงินเพิ่มขึ้น ซึ่งจะดูดซึมปริมาณเงินส่วนเกิน และเป็นการกำจัดดุลขาดดุลของดุลการชำระเงิน  
ในทางตรงข้ามประเทศที่มีดุลการชำระเงินเกินดุล (เกิดจากความต้องการถือเงินมากเกินไป) จะ  
มีการเพิ่มค่าของเงินโดยอัตโนมัติ ซึ่งจะทำให้ระดับราคาลดลงและกำจัดความต้องการถือเงิน  
ส่วนเกิน และการเกินดุลของดุลการชำระเงิน

มูลค่าจริง (actual) ของเงินตราภายในประเทศในรูปของเงินตราของประเทศอื่นถูก  
กำหนดโดยอัตราเพิ่มของปริมาณเงิน และรายได้ที่แท้จริงในประเทศเทียบกับอัตราเพิ่มของ  
ปริมาณเงินและรายได้ที่แท้จริงของประเทศอื่น ตัวอย่างเช่น สมมติในประเทศอื่นอัตราเพิ่มของ  
รายได้ที่แท้จริง ความต้องการถือเงิน และปริมาณเงินเท่ากับศูนย์ อัตราเพิ่มของปริมาณเงิน  
มากกว่าอัตราเพิ่มของรายได้ที่แท้จริง และความต้องการถือเงิน ทำให้ระดับราคาสูงขึ้น และค่า  
ของเงินเสื่อมค่า (อัตราแลกเปลี่ยนสูงขึ้น) ในทางตรงข้าม การเพิ่มปริมาณเงินน้อยกว่าการเพิ่ม  
รายได้ที่แท้จริงและความต้องการถือเงิน ทำให้ระดับราคาลดลง และอัตราแลกเปลี่ยนลดลง (ค่า  
ของเงินแข็งค่า)

ดังนั้น ตามวิธีทางการเงิน การเสื่อมค่าของเงิน เกิดจากการเพิ่มปริมาณเงินใน  
ประเทศตลอดเวลาเกินไป สำหรับการแข็งค่าของเงินเกิดจากการเพิ่มปริมาณเงินในประเทศ  
ไม่เพียงพอหรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง ประเทศที่ประสบปัญหาภาวะเงินเฟ้ออย่างรุนแรงมากกว่า  
ประเทศอื่น ปรากฏว่าอัตราแลกเปลี่ยนสูงขึ้น (ค่าของเงินเสื่อมค่า) ในทางตรงข้ามประเทศที่มี  
ภาวะเงินเฟ้อน้อยกว่าประเทศอื่น อัตราแลกเปลี่ยนจะลดลง (ค่าของเงินแข็งค่า) ตัวอย่างเช่น

การเสื่อมค่าของเงินดอลลาร์และการแข็งค่าของเงินมาร์กระหว่างทศวรรษ 1970 เกิดจากการเพิ่มปริมาณเงินมากเกินไปและภาวะเงินเฟ้อในประเทศอเมริกา และเกิดจากการเพิ่มปริมาณเงินน้อยเกินไปและเงินเฟ้อในเยอรมันไม่รุนแรงเมื่อเทียบกับประเทศอื่น ๆ ในโลก

ภายใต้อัตราแลกเปลี่ยนเสรี ประเทศที่มีปริมาณเงินเพิ่มมากเกินไปและค่าของเงินเสื่อมค่าจะส่งภาวะเงินเฟ้อไปให้ประเทศอื่น ๆ ในโลกโดยผ่านการเพิ่มสินค้าเข้า (โดยผ่านตัวคูณการค้ำระหว่างประเทศของ Keynes) มากกว่าผ่านเงินทุนสำรองไหลออก สิ่งเหล่านี้ต้องใช้เวลานานพอสมควรจึงจะเกิดขึ้น และขึ้นอยู่กับเงื่อนไขโครงสร้างของต่างประเทศ

ภายใต้ระบบ managed float เจ้าหน้าที่ทางการเงินจะเข้าไปแทรกแซงในตลาดเงินตราต่างประเทศ และมีการสูญเสียหรือสะสมทุนสำรองเพื่อป้องกันการเสื่อมค่าของเงินหรือการแข็งค่าของเงินตามลำดับมากเกินไป ภายใต้ระบบนี้ ส่วนหนึ่งของดุลการชำระเงินที่ขาดดุลจะถูกแก้ไขโดยการสูญเสียเงินทุนสำรอง ผลคือดุลการชำระเงินที่ขาดดุลจะมีผลต่อปริมาณเงินและนโยบายการเงินภายในประเทศจะมีประสิทธิภาพน้อยลง ภายใต้ระบบ managed float ปริมาณเงินจะถูกกระทบโดยนโยบายการเงินแบบขยายหรือหดตัวของประเทศ แต่น้อยกว่าภายใต้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่

**1.5 การประเมินผลและการทดสอบวิธีทางการเงิน (Evaluation and Empirical Tests)** ส่วนสำคัญของวิธีทางการเงินในการปรับดุลการชำระเงินคือบทบาทของเงินตราในขบวนการปรับดุลและได้ผลต่างกันจากวิธีดั้งเดิมซึ่งเน้นความสนใจต่อตัวแปรที่แท้จริงและไม่สนใจปัจจัยทางการเงิน ส่วนวิธีทางการเงินเน้นบทบาทของเงินดุลยภาพระยะยาว ตัวอย่างเช่น ภายใต้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่ เจ้าหน้าที่ทางการเงินมีอำนาจควบคุมปริมาณเงินและนโยบายการเงินในระยะสั้น นอกจากนั้น วิธีทางการเงินได้รวมรายการต่าง ๆ ใน above-the-line เข้าด้วยกัน โดยไม่ได้พิจารณาความสัมพันธ์ของรายการต่าง ๆ ตัวอย่างเช่น การปรับดุลการค้าอาจทำได้โดยให้เงินทุนไหลเข้า ซึ่งไม่ทำให้ฐานการเงินของประเทศเปลี่ยนแปลง แต่ทำให้หนี้ต่างประเทศเพิ่มขึ้นและเป็นภาระที่จะต้องปลดเปลื้องหนี้

การทดสอบวิธีทางการเงินได้ผลตรงข้ามกับวิธีดั้งเดิม ตัวอย่างเช่น วิธีทางการเงินได้พยากรณ์ว่ามีความเจริญเติบโตที่แท้จริงในประเทศเร็วกว่าต่างประเทศ การขยายตัวของปริมาณเงินภายในประเทศช้ากว่าต่างประเทศ และการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศน้อยกว่าต่างประเทศ สิ่งเหล่านี้ทำให้ดุลการชำระเงินเกินดุล ส่วนวิธีดั้งเดิมได้พยากรณ์ว่าดุลการชำระเงินขาดดุล

วิธีทางการเงินสามารถใช้อธิบายได้ดีเกี่ยวกับภาวะเงินเฟ้อของประเทศเยอรมันในปี 1920 และดุลการชำระเงินของประเทศเยอรมันเกินดุล ซึ่งมีแนวโน้มทำให้เงินมาร์กแข็งค่าในปี

1970 นอกจากนั้นสามารถอธิบายดุลการชำระเงินของประเทศอเมริกาขาดดุล ค่าของเงินดอลลาร์เสื่อมลงตลอดเวลา ในทำนองเดียวกันอธิบายการขยายปริมาณเงินของโลกมากเกินไปนั้นเหมาะสมกับภาวะเงินเฟ้อรุนแรงในทศวรรษ 1970 และต้นทศวรรษ 1980 แต่ไม่เหมาะสมกับระยะเวลาที่มีภาวะเงินเฟ้อเล็กน้อย

## 2. The Portfolio Balance Approach<sup>2</sup>

เป็นการขยายวิธีการทางการเงินโดยรวมสินทรัพย์ทางการเงินอื่น ๆ เข้ากับเงินตราภายในประเทศ เพราะเงินตราและสินทรัพย์ทางการเงินทดแทนกันไม่สมบูรณ์ และวิธีการทางการเงินไม่นำความต้องการถือสินทรัพย์ทางการเงินเข้าพิจารณาด้วย

วิธีนี้กล่าวว่าเงินตราภายในประเทศเป็นสินทรัพย์ทางการเงินประเภทหนึ่งที่ผู้พำนักอาศัยต้องการจะถือไว้ ในรูปแบบ portfolio balance ง่าย ๆ บุคคลและธุรกิจถือทรัพย์สินทางการเงินร่วมกับเงินตราภายในประเทศ ได้แก่ พันธบัตรภายในประเทศ และพันธบัตรต่างประเทศ แรงจูงใจที่ถือพันธบัตรต่าง ๆ เกิดจากผลตอบแทนหรืออัตราดอกเบี้ยที่ได้รับ อย่างไรก็ตาม การถือสินทรัพย์เหล่านี้มีความเสี่ยงจากการผิดสัญญา และความเสี่ยงเกิดจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่าตลาดตลอดเวลา ในทางตรงข้ามการถือเงินตราไม่มีความเสี่ยงยกเว้นแต่ไม่ได้รับผลตอบแทนหรือดอกเบี้ย ดังนั้น ต้นทุนค่าเสียโอกาสในการถือเงินตราภายในประเทศคือผลตอบแทนของพันธบัตรที่หายไป ผลตอบแทนหรือดอกเบี้ยที่ได้จากพันธบัตรมากเท่าใด ปริมาณเงินที่บุคคลและธุรกิจต้องการถือจะน้อยลง การที่บุคคลต้องการถือเงินตราบางส่วนและบางส่วนถือเป็นพันธบัตรในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งขึ้นอยู่กับความพอใจและขนาดของความไม่ชอบเสี่ยง บุคคลและธุรกิจต้องการถือเงินตรามากกว่าพันธบัตรเพื่อทำการจ่ายเงินในด้านธุรกิจ แต่ถ้าอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรสูงปริมาณเงินตราที่เขาจะถือก็น้อยลง (เขาจะประหยัดการใช้เงิน)

วิธีการเลือกถือสินทรัพย์ทางการเงินที่มีผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนมีอยู่ 3 วิธี<sup>3</sup>

1. การซื้อขายหลักทรัพย์ในประเทศ (open market operation : OMO) เป็นการแลกเปลี่ยนระหว่างเงินตราภายในประเทศกับพันธบัตรภายในประเทศ
2. การซื้อขายหลักทรัพย์ต่างประเทศ (foreign exchange operation : FXO) เป็นการแลกเปลี่ยนระหว่างเงินตราภายในประเทศกับพันธบัตรต่างประเทศ
3. การชดเชยการซื้อขายหลักทรัพย์ (sterilized foreign exchange operation : SFXO) เป็นการแลกเปลี่ยนระหว่างพันธบัตรภายในประเทศกับพันธบัตรต่างประเทศ

อย่างไรก็ตาม ทางเลือกไม่เพียงแต่ระหว่างถือเงินตราภายในประเทศและพันธบัตร แต่ระหว่างถือเงินตราภายในประเทศ พันธบัตรภายในประเทศและพันธบัตรต่างประเทศ พันธบัตรต่างประเทศในรูปแบบเงินตราต่างประเทศจะทำให้เกิดความเสี่ยงจากการเสื่อมค่าของเงินตราต่างประเทศ ดังนั้น การถือเงินตราภายในประเทศจะเสื่อมค่า แต่การถือพันธบัตรต่างประเทศทำให้บุคคลสามารถกระจายความเสี่ยงของเขา เพราะปัจจัยที่ทำให้ผลตอบแทนในประเทศหนึ่งลดลงไม่น่าจะเกิดขึ้นในเวลาเดียวกันกับประเทศอื่น ดังนั้น portfolio ทางการเงิน คือ การถือเงินตราภายในประเทศ (เพื่อดำเนินธุรกิจ) พันธบัตรภายในประเทศ (เพื่อรับผลตอบแทน) และพันธบัตรต่างประเทศ (เพื่อผลตอบแทนและกระจายความเสี่ยงที่จะมี) ถ้ากำหนดรสนิยมของผู้ถือสินทรัพย์ ความมั่งคั่ง ระดับของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศและต่างประเทศ การคาดคะเนเกี่ยวกับมูลค่าในอนาคตของเงินตราต่างประเทศ อัตราเงินเฟ้อภายในประเทศและต่างประเทศ และอื่น ๆ เขาจะเลือกสินทรัพย์ที่จะทำให้เขาได้รับความพอใจสูงสุด (เหมาะสมกับรสนิยมของเขา) การเปลี่ยนแปลงปัจจัยดังกล่าว (เช่นรสนิยมของผู้ถือสินทรัพย์ ฯลฯ) จะทำให้ผู้ถือสินทรัพย์สับเปลี่ยนสินทรัพย์ของเขาใหม่จนกระทั่งเขาได้รับ portfolio ใหม่ที่ต้องการ (ดุลยภาพใหม่) ตัวอย่าง เช่น การเพิ่มอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ ทำให้ความต้องการพันธบัตรต่างประเทศเพิ่มขึ้น แต่ลดความต้องการถือเงินตราและพันธบัตรภายในประเทศลง การเพิ่มความมั่งคั่ง ทำให้ความต้องการถือเงินตรา พันธบัตรภายในประเทศและพันธบัตรต่างประเทศเพิ่มขึ้น ตามวิธี portfolio balance นั้น ดุลยภาพของสินทรัพย์ทางการเงินแต่ละประเภทเท่ากับปริมาณของสินทรัพย์เพราะผู้ลงทุนถือสินทรัพย์หลายประเภท และทำให้สินทรัพย์ทางการเงินเหล่านั้นเท่ากัน เมื่อปริมาณของสินทรัพย์เท่ากับความต้องการสินทรัพย์ ดุลการชำระเงินจะสมดุล แต่ถ้าปริมาณของสินทรัพย์น้อยกว่าความต้องการถือสินทรัพย์ ดุลการชำระเงินจะเกินดุล และถ้าปริมาณของสินทรัพย์มากกว่าความต้องการถือสินทรัพย์ ดุลการชำระเงินจะขาดดุล ในที่สุดเมื่อเกิดความไม่สมดุลของปริมาณสินทรัพย์และความต้องการถือสินทรัพย์ ค่าของเงินจะเปลี่ยนแปลง กล่าวคือดุลการชำระเงินเกินดุล ค่าของเงินจะแข็งค่า และดุลการชำระเงินขาดดุล ค่าของเงินจะเสื่อมค่า

เราทราบมาแล้วว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย ความมั่งคั่ง การคาดคะเนและอื่น ๆ ทำให้ดุลยภาพเปลี่ยน และผู้ลงทุนแต่ละคนจัดสรรสินทรัพย์ทางการเงินใหม่เพื่อให้อยู่ในดุลยภาพใหม่ การปรับตัวเกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงปริมาณสินทรัพย์ทางการเงินต่าง ๆ (stock) ใน portfolio ปริมาณสินทรัพย์ทางการเงินทั้งหมดใน portfolio ของผู้ลงทุนมีมากหลังจากสะสมมาเป็นเวลานาน เมื่อเทียบกับปริมาณสินทรัพย์ที่เพิ่มเป็นปี (flow) โดยผ่านการออมและการลงทุนไม่เพียงแต่ปริมาณสินทรัพย์ทางการเงินทั้งหมดมาก ณ เวลาใดเวลาหนึ่งเท่านั้น แต่การ



เปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย การคาดคะเน หรือพลังอื่น ๆ ที่มีผลต่อผลประโยชน์และต้นทุนของผู้ถือสินทรัพย์ทางการเงินต่าง ๆ จะทำให้มีการเปลี่ยนแปลงปริมาณสินทรัพย์ทันทีหรืออย่างรวดเร็วในขณะที่ผู้ลงทุนพยายามสร้างดุลยภาพใน portfolio ของเขาใหม่อีกครั้ง ตัวอย่างเช่น การเพิ่มอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศจะทำให้ผู้ลงทุนลดปริมาณการถือเงินตราภายในประเทศและพันธบัตรภายในประเทศ และเพิ่มการถือพันธบัตรต่างประเทศ การปรับปริมาณนี้จะมาก และเกิดขึ้นทันทีหรือเกิดขึ้นในระยะเวลายาว ซึ่งตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงกระแสการค้ำที่เกิดจากการเสื่อมค่าของเงินและเกิดขึ้นทีละน้อยในช่วงระยะเวลายาว ดังนั้นการปรับปริมาณสินทรัพย์ทางการเงินจะมากกว่าและเร็วกว่าการปรับกระแสการค้ำ

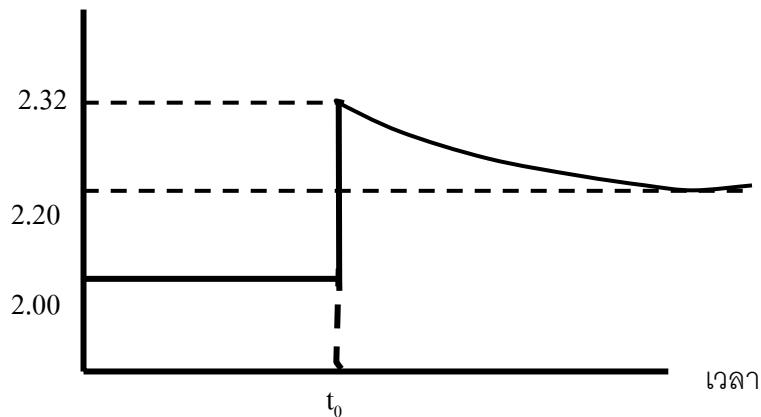
ความแตกต่างของขนาดและความเร็วของการปรับปริมาณสินทรัพย์ทางการเงินที่ตรงกันข้ามกับการปรับกระแสการค้ำ มีความสำคัญต่อขบวนการที่จะกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน และการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนตลอดเวลา (พลวัต) ตัวอย่างเช่น การเพิ่มอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศทำให้ความต้องการถือเงินตราต่างประเทศเพิ่มขึ้นมากและรวดเร็ว เพื่อเพิ่มปริมาณพันธบัตรต่างประเทศของผู้ลงทุน ซึ่งจะนำไปสู่การเสื่อมค่าของเงินตราภายในประเทศทันทีและมากด้วย ในขณะที่การเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นโดยผ่านตลาดที่แท้จริง เช่นการเปลี่ยนแปลงกระแสการค้ำจะน้อยกว่าและเปลี่ยนทีละเล็กทีละน้อย เหตุการณ์จะเกิดขึ้นตรงกันข้ามถ้าอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศสูงขึ้นผลของการเปลี่ยนแปลงในตลาดที่แท้จริงที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยนในระยะยาวจะคงมีอยู่ แต่ในระยะสั้นหรือระยะสั้นมาก ๆ (เช่นระยะเวลาหนึ่งวัน หนึ่งอาทิตย์ หรือหนึ่งเดือน) การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนจะสะท้อนถึงผลของการปรับปริมาณสินทรัพย์ทางการเงินและการคาดคะเน ถ้าสาขาที่แท้จริงตอบสนองทันที อัตราแลกเปลี่ยนก็จะไม่เปลี่ยนแปลงมากเกินไป (no exchange rate overshooting)

ในระยะสั้นอัตราแลกเปลี่ยนจะเปลี่ยนแปลงมากเกินไป (overshooting) หรือเปลี่ยนมากจนเลยระดับดุลยภาพระยะยาวในขณะที่อัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไปสู่ระดับดุลยภาพระยะยาว เพราะการปรับกระแสการค้ำเกิดขึ้นทีละน้อยตลอดเวลา ฉะนั้น ภาระของการปรับอัตราแลกเปลี่ยนส่วนใหญ่ต้องมาจากตลาดการเงินในระยะสั้นมากและระยะเวลาสั้น ซึ่งทำให้อัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพต้องปรับตัวใหม่อย่างรวดเร็วในตลาดการเงินจนทำให้ระดับอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพใหม่สูงกว่าดุลยภาพระยะยาว ถ้าตลอดเวลาที่มีการปรับตัวที่เกิดจากสาขาที่แท้จริง (real sector) หรือกระแสการค้ำ จะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนกลับ และการปรับตัวมากเกินไป (overshooting) ก็จะหายไป ตัวอย่างเช่น การปรับอัตราแลกเปลี่ยนในระยะยาวนั้นค่าของเงินตราภายในประเทศต้องเสื่อมค่าลง 10% เพื่อให้อัตราแลกเปลี่ยนเข้าสู่ดุลยภาพ ในระยะเวลาสั้นค่าของเงินตราภายในประเทศอาจจะเสื่อมค่าลงมากกว่า 10% (เช่น 16% ) เพื่อให้

ตลาดการเงินกลับเข้าสู่ดุลยภาพ การปรับตัวของอัตราแลกเปลี่ยนในระยะเวลายาวนาน ในระยะยาวขณะที่สินค้าออกขยายตัวและสินค้าเข้าลดลงซึ่งเป็นผลของการเสื่อมค่าของเงินอัตราแลกเปลี่ยนจะเพิ่มค่าจากการเสื่อมค่าในระยะเวลายาวนานที่มากเกินไป (16% ) จนกระทั่งการเสื่อมค่าของเงินเหลือ 10% ตามระดับดุลยภาพระยะยาว อัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงมากเกินไป (overshooting) สามารถอธิบายได้ด้วยรูปที่ 7

อัตราแลกเปลี่ยน

(ดอลลาร์ต่อปอนด์)



รูปที่ 7 : แสดงอัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงมากเกินไป (overshooting)

จากรูป ดุลยภาพระยะยาวของอัตราแลกเปลี่ยนเดิมคือ 2 ดอลลาร์ต่อปอนด์ ดอลลาร์เสื่อมค่าทันที 16% เป็น 2.32 ดอลลาร์ต่อปอนด์ ณ เวลา  $t_0$  ซึ่งเป็นผลของการเพิ่มปริมาณเงินของประเทศอเมริกา 10% อย่างถาวร และต่อมาอัตราแลกเปลี่ยนจะแข็งค่าที่น้อยกว่าประมาณ 6% เพื่อให้เข้าสู่ระดับดุลยภาพระยะยาวใหม่ ณ อัตราแลกเปลี่ยน 2.20 ดอลลาร์ต่อปอนด์ ในขณะที่สินค้าเข้าและสินค้าออกของประเทศอเมริกาตอบสนองที่น้อยตลอดเวลาต่อการเสื่อมค่าของเงินดอลลาร์

### 3. สรุป

วิธีปรับดุลยภาพการชำระเงินทศวรรษ 1960 และ 1970 คือวิธีทางการเงิน (Monetary Approach) และ Portfolio Approach

การปรับดุลโดยวิธีทางการเงิน คือ ดุลการชำระเงินขาดดุลเกิดจากปริมาณเงินมากกว่าความต้องการถือเงิน ในทางตรงข้ามดุลการชำระเงินเกินดุล เกิดจากความต้องการถือเงินมากกว่าปริมาณเงิน ปริมาณเงินทั้งหมดประกอบด้วยส่วนประกอบของฐานการเงิน

ภายในประเทศและต่างประเทศ ส่วนประกอบของฐานการเงินต่างประเทศ ก็คือทุนสำรองระหว่างประเทศ ฉะนั้นตามวิธีทางการเงินเมื่อดุลการชำระเงินไม่สมดุล จะมีแนวโน้มสมดุลในระยะยาวโดยอัตโนมัติ นั่นคือเมื่อดุลการชำระเงินขาดดุล ปริมาณทุนสำรองจะลดลง ซึ่งจะทำให้ปริมาณเงินลดลงจนเท่ากับความต้องการถือเงิน ดุลการชำระเงินจะสมดุล ในทางตรงข้ามดุลการชำระเงินเกินดุล ปริมาณทุนสำรองจะเพิ่มขึ้นจนทำให้เท่ากับความต้องการถือเงินที่มีมากกว่า ในที่สุดดุลการชำระเงินจะสมดุล แต่ถ้ามีการทำการชดเชย (sterilization) โดยการซื้อขายหลักทรัพย์ (open market operations) ความไม่สมดุลของดุลการชำระเงินจะยังคงอยู่ จะเห็นได้ว่าขบวนการปรับดุลการชำระเงินตามวิธีทางการเงินเหมือนกับกลไกราคา แต่ต่างกันตรงที่ว่า กลไกราคาทำให้ระดับราคาสินค้าเปรียบเทียบต่างกัน แต่วิธีทางการเงินในระยะยาว ราคาเปรียบเทียบของทั้ง 2 ประเทศจะเท่ากันและปริมาณเงินทุนสำรองจะไหลเข้าออก

ขบวนการปรับดุลการชำระเงินโดยผลของการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงิน สามารถอธิบายได้ตามแนวความคิดของ Keynes ที่ว่าการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินจะทำให้ดุลการชำระเงินเปลี่ยนแปลงโดยผ่านผลของอัตราดอกเบี้ย ซึ่งเป็นตัวกำหนดความต้องการถือเงิน แต่ปริมาณเงินถูกควบคุมโดยนโยบายการเงิน ตามวิธีทางการเงิน ประเทศไม่สามารถควบคุมปริมาณเงินในระยะยาว ยกเว้นประเทศที่เงินตราของตนใช้เป็นทุนสำรองระหว่างประเทศ จะสามารถควบคุมปริมาณเงินได้

ตามวิธีทางการเงินภายใต้อัตราแลกเปลี่ยนเสรี ความไม่สมดุลของดุลการชำระเงินจะถูกแก้ไขทันทีด้วยการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนอย่างอัตโนมัติ โดยไม่มีการเคลื่อนย้ายทุนสำรองระหว่างประเทศ เช่น ดุลการชำระเงินขาดดุล (ปริมาณเงินมากกว่าความต้องการถือเงิน) ทำให้ค่าของเงินเสื่อมค่าลงโดยอัตโนมัติ ทำให้ระดับราคาสูงขึ้นและความต้องการถือเงินเพิ่มขึ้น ทำให้ดุลการชำระเงินสมดุล ในทางตรงข้ามดุลการชำระเงินเกินดุล จะมีการเพิ่มค่าของเงินโดยอัตโนมัติ ทำให้ความต้องการถือเงินลดลงจนกระทั่งเท่ากับปริมาณเงินดุลการชำระเงินจะสมดุล

The Portfolio Approach เป็นการขยายวิธีทางการเงินโดยรวมสินทรัพย์ทางการเงินอื่น ๆ เข้ากับเงินตราภายในประเทศ เพราะเงินตราและสินทรัพย์ทางการเงินทดแทนกันไม่สมบูรณ์ และวิธีทางการเงินไม่นำความต้องการถือสินทรัพย์ทางการเงินเข้าพิจารณาด้วย ตามวิธี portfolio Balance คุณลักษณะของสินทรัพย์ทางการเงินแต่ละประเภทจะเท่ากับปริมาณของสินทรัพย์ ขนาดและความเร็วของการปรับปริมาณสินทรัพย์ทางการเงิน มีความสำคัญต่อขบวนการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน แต่อัตราแลกเปลี่ยนจะเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา (พลวัต) ในระยะสั้นอัตราแลกเปลี่ยนจะเปลี่ยนแปลงมากเกินไป (overshooting) หรือเปลี่ยนแปลงเลยระดับดุลยภาพระยะยาว เพราะการปรับกระแสการค้าเกิดขึ้นที่ละน้อยตลอดเวลา ทำให้อัตรา

แลกเปลี่ยนดุลยภาพต้องปรับตัวใหม่และการปรับตัวมากเกินไปก็จะหายไป เช่นในระยะสั้นมีการลดค่าของเงิน 10% ซึ่งมากกว่าดุลยภาพระยะยาว (ลดเพียง 6% ) ฉะนั้นต่อมาจะมีการเพิ่มค่าของเงิน 4%

---

## เชิงอรรถ

---

1. Dominick Salvatore, *op. cit.*, pp. 580-582.
2. *Ibid.*, pp. 582-586.
3. Keith Pilbeam, **International Finance**. (New York : Palgrave Macmillan, 2006), p. 179.