

# บทที่ 3

## กลไกการส่งทอดและช่องทางของผลกระทบทางการเงิน (Monetary Transmission Mechanisms and the Channels of Monetary Influence)

ก่อนที่เราจะเข้าไปพิจารณาบทบาทของเงินที่มีต่อระบบเศรษฐกิจโดยส่วนรวมตามแนวความคิดของบรรดานักเศรษฐศาสตร์รุ่นใหม่ ๆ ค่อยไป โดยเฉพาะแนวคิดของนักเศรษฐศาสตร์สำนักเคนส์สมัยใหม่ (Modern-Keynesian) และนักเศรษฐศาสตร์สำนักทฤษฎีปริมาณเงินสมัยใหม่ (Modern Quantity theorists) ก็มีความจำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องมีความเข้าใจ เกี่ยวกับความสัมพันธ์ของเงินที่มีต่อบรรดาทรัพย์สินหรือปัจจัยต่างๆ ที่จะมีส่วนเชื่อมโยงเข้าหากัน เปลี่ยนแปลงของตัวแปรเศรษฐกิจต่างๆ ตามแนวทางของทฤษฎีที่มีอยู่ จากทฤษฎีเหล่านี้ก็จะได้มาซึ่งกลไกการส่งทอดและช่องทางต่างๆ ของผลกระทบทางการเงิน

กลไกการส่งทอดทางการเงินก็คือ ระบบของขบวนการปรับตัวของตัวแปรเศรษฐกิจตามความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นจากการนำพาผลกระทบจากภาคเศรษฐกิจการเงิน ไปสู่ภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงจากโครงสร้างการทำหน้าที่ เป็นสื่อกลางที่แตกต่างกันของภาคเศรษฐกิจการเงินก็ทำให้เกิด เป็นกลไกการส่งทอดผลกระทบทางการเงินที่แตกต่างกันไปด้วย

สำหรับการพิจารณาการส่งทอดผลกระทบทางการเงินต่อไปนี้ เราจะสมมุติความสัมพันธ์เชิงพฤติกรรมที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินกับการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรที่เป็นสื่อกลาง (intermediating variables) ที่สำคัญๆ ซึ่งจะนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงของความต้องการซื้อสินค้าและบริการในระบบเศรษฐกิจ ความสัมพันธ์ต่างๆ ซึ่งเชื่อมโยงระหว่างปริมาณเงิน (Ms) และค่าใช้จ่ายรวมของระบบเศรษฐกิจ (AE) ที่จะนำมาพิจารณากันในที่นี้ก็คือ

$$1. Ms \longrightarrow \text{กองทรัพย์สิน} (Portfolio\ balance) \longrightarrow AE$$

2. Ms -- ความมั่งคั่ง (Wealth) → AE
3. Ms → ปริมาณสินเชื่อ (Credit availability) → AE
4. Ms → การคาดการณ์ (Expectations) → AE

ความสัมพันธ์ระหว่างเงิน, กองทรัพย์สิน (portfolio balance) และค่าใช้จ่ายรวม <sup>(1)</sup>

การอธิบายความสัมพันธ์จากหัวข้อดังกล่าวจะเริ่มจากการศึกษาความสัมพันธ์ของเงินกับกองทรัพย์สินหรือ portfolio balance ก่อน เมื่อสามารถทราบความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นแล้วจึงจะเชื่อมโยงเข้าหาความสัมพันธ์ที่มีต่อค่าใช้จ่ายรวมของระบบ เศรษฐกิจในตอนต่อไป

ความสัมพันธ์ของเงินที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของกองทรัพย์สิน (Money and Portfolio balance)

โดยความหมายทั่วไปของกองทรัพย์สินหรือ "portfolio" นั้นจะหมายถึงบรรดาทรัพย์สิน (assets) และหนี้ (debts) ต่างๆ อันมีลักษณะที่แตกต่างกันไปตามผลได้ (yield), ความเสี่ยง (risk) และกำหนดระยะเวลาไถ่ถอนหรือเรียกชำระ (maturity) นักเศรษฐศาสตร์ต่างๆ ที่มีแนวคิดทางด้านทฤษฎีของความมั่งคั่ง (Wealth Theory) จะเป็นผู้ที่ให้ความสำคัญแก่เฉพาะทรัพย์สินที่เป็นทรัพย์สินสุทธิเท่านั้น ซึ่งก็คือผลต่างที่เกิดขึ้นระหว่างผลรวมของทรัพย์สินรวมทั้งหมดกับผลรวมของหนี้สินรวมทั้งหมด และใช้ผลต่างที่เกิดขึ้นเหล่านี้เป็นตัวแปรในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายรวมของระบบเศรษฐกิจ ซึ่งก็แตกต่างไปจากนักเศรษฐศาสตร์ทางด้านทฤษฎีการบริหารจัดการกองทรัพย์สิน (Portfolio management theory) ซึ่งให้ความสำคัญต่อขนาดและส่วนประกอบของกองทรัพย์สิน และใช้เป็นตัวแปรที่อธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงของกิจกรรมที่แท้จริงของระบบเศรษฐกิจ

(1)

"Portfolio balance" นี้ บางตำราอาจใช้คำแปลว่า "บัญชีทรัพย์สิน"

โดยทฤษฎี "Portfolio Management" นี้ถือว่าเป็นสาขาหนึ่งของวิชา เศรษฐศาสตร์การเงิน ที่อธิบายถึงพฤติกรรมต่างๆ ในการจัดการและดำรงทรัพย์สิน/หนี้สินต่างๆ ของ กองทรัพย์สิน ทั้งในแง่ที่เป็นพฤติกรรมของแต่ละบุคคลและสังคมโดยรวม โดยพื้นฐานทั่วไป ของทฤษฎีนี้ก็มักมุ่งหมาย เพื่อตอบคำถามที่ เกี่ยวข้องกับ เรื่องราวดังต่อไปนี้คือ

ประการที่หนึ่ง การกำหนดขึ้นของส่วนประกอบต่างๆ ของกองทรัพย์สิน

ประการที่สอง ปัจจัยสำคัญต่างๆ ที่ เป็นสาเหตุให้เกิดการปรับตัวของการดำรงกองทรัพย์สิน

ประการที่สาม ปัจจัยที่กำหนดระดับ (degree) ความสัมพันธ์ของบรรดาทรัพย์สิน/หนี้สินต่างๆ

ประการที่สี่ ขบวนการปรับตัวของการจัดการกองทรัพย์สินทั้งของบุคคลและหน่วยผลิตที่จะส่ง ผลไปกระทบภาคการใช้จ่ายของระบบ เศรษฐกิจ

อย่างไรก็ตาม การพิจารณาในทฤษฎีการจัดการกองทรัพย์สินนี้ก็สามารถสรุป สารสำคัญของ การวิเคราะห์ได้ดังนี้

ภายใต้ข้อสมมุติฐานที่กำหนดให้ขนาดของกองทรัพย์สินไม่ เปลี่ยนแปลง การดำรง ส่วนประกอบต่างๆ ของกองทรัพย์สินจะ เป็นไม่อย่างไรนั้นก็ขึ้นอยู่กับคุณลักษณะต่างๆ ของบรรดา ทรัพย์สิน/หนี้สิน นั้นๆ (เช่น ผลได้, ความเสี่ยง และกำหนดเวลาการไถ่ถอน) และขึ้นอยู่กับ ความพอใจของผู้ถือทรัพย์สินเอง (wealth-holders' preferences) ฉะนั้น การเปลี่ยนแปลงของภาวะการผันต่างๆของตลาด, คุณลักษณะของบรรดาทรัพย์สิน, ขนาดของกองทรัพย์สิน และความพอใจของตัวผู้ถือทรัพย์สิน จะ เป็นสาเหตุที่ทำให้เกิดการปรับตัวในการดำรงส่วนประ- ประกอบต่างๆ ของกองทรัพย์สิน เสียใหม่ ส่วน เรื่องของความสัมพันธ์ เกี่ยวข้องซึ่งกันและกันระหว่าง ทรัพย์สินต่างๆ นั้นก็ขึ้นอยู่กับทักษะส่วนตัวของผู้ถือทรัพย์สินที่มีต่อระดับความสามารถของการทด แทนกันได้ และการถือในลักษณะ เป็นส่วนประกอบร่วมกันของบรรดาทรัพย์สินต่างๆ ในประการ สุดท้าย นักทฤษฎีทางด้านการจัดการกองทรัพย์สินก็มีความ เชื่อที่ว่าขบวนการของการปรับตัวที่ เกิดจากพฤติกรรมจัดการกองทรัพย์สินนี้จะส่งผลกระทบต่อ เชื่อมโยงอย่างสำคัญต่อการ เปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายรวมของระบบ เศรษฐกิจ

แนวทางการศึกษาของศาสตราจารย์เจมส์ โทบิน (James Tobin) และบรรดานักเศรษฐศาสตร์ของมหาวิทยาลัยเยล (Yale University) ก็เป็นลักษณะของการวิเคราะห์ในแบบหนึ่งที่เกี่ยวข้องกับพฤติกรรมโดยเฉพาะของตัวแปรทางการเงินในตัวแบบที่กว้างขึ้นของการจัดการกองทุนทรัพย์สิน (portfolio management) โดยที่ว่าทฤษฎีทางการเงินโดยกว้างๆ แล้วก็ เป็น เรื่องของทฤษฎีที่เกี่ยวกับการจัดการกองทุนทรัพย์สินโดยหน่วยเศรษฐกิจต่างๆ อันได้แก่บุคคลต่างๆ ไป, นักธุรกิจ, สถาบันการเงินประเภทต่างๆ และรัฐบาล โดยการจัดการกองทุนทรัพย์สินในลักษณะอย่างโรนัซก็ขึ้นอยู่กับประเภท, จำนวน, ราคา, มูลค่า และผลได้ของบรรดาทรัพย์สิน/หนี้สิน (ซึ่งรวมทั้งเงินด้วย) โดยลักษณะแล้วเป็นการพิจารณาทางด้านงบดุล (balance sheet) ซึ่งก็ทำให้เห็นได้ชัด เจนถึงความแตกต่างจากทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์อื่นๆ ที่มีลักษณะของการพิจารณาในแบบที่เป็นงบกำไรขาดทุน โดยเน้นทางด้านกระแส (flow) ของรายได้, เงินออม, ค่าใช้จ่าย และผลผลิตเป็นสำคัญ เช่นนี้จึงทำให้การวิเคราะห์ของโทบิน และนักเศรษฐศาสตร์ร่วมมหาวิทยาลัย ได้ให้ความสำคัญต่อโครงสร้างของอัตราดอกเบี้ย, ผลได้ของบรรดาทรัพย์สินต่างๆ และรวมไปถึงปริมาณสินเชื่อที่จะมีให้กู้ยืม (credit availability) มากกว่าที่จะ เป็นจำนวนของปริมาณเงินเพียงอย่างเดียว สำหรับการเชื่อมโยงระหว่างภาคเศรษฐกิจทางการเงินกับภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง

เพื่อที่จะสามารถทำให้เกิดความชัดเจนขึ้นสำหรับในเรื่องของการจัดการกองทุนทรัพย์สินนี้ ก็จะมาพิจารณากันถึงการตัดสินใจในการเลือกถือทรัพย์สินอย่างง่ายๆ ภายใต้โครงสร้างของระบบเศรษฐกิจส่วนรวม โดยจะสมมุติว่า จะมีการลงทุนซื้อ เครื่องจักร เครื่องหนึ่ง การตัดสินใจว่าจะทำการลงทุนใน เครื่องจักร เครื่องนี้หรือไม่นั้น ก็จะมีขบวนการตัดสินใจดังนี้ โดยจาก เครื่องจักรที่จะซื้อนี้ เราจะต้องคาดคะเนหรือกะประมาณถึงผลได้ที่จะ เกิดขึ้น ในอนาคตให้ ออกมาเป็นรายได้สุทธิที่จะได้รับ (ซึ่งก็จะขึ้นอยู่กับคาดคะเนภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจในอนาคต ทั้งทางด้านต้นทุนและรายได้) ส่วนการตัดสินใจว่าจะซื้อ เครื่องจักร เครื่องนี้หรือไม่ก็ ต้องพิจารณาต่อไปถึงว่าอัตราผลตอบแทนของ เครื่องจักรที่ได้รับนั้นสูงหรือต่ำกว่าอัตราผลตอบแทน

แทนที่จะได้รับจากการไปลงทุนในทรัพย์สินอื่นๆ (เช่น การลงทุนโดยการซื้อหุ้นของบริษัทอุตสาหกรรมต่างๆ หรือลงทุนในหลักทรัพย์ของรัฐบาล เป็นต้น) และถ้าพบว่าอัตราผลตอบแทนโดยสุทธิที่จะได้รับจากการลงทุนซื้อ เครื่องจักรนี้มีค่ามากกว่าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนประเภทอื่นๆ (หรือค่าเสียโอกาสของการลงทุนซื้อ เครื่องจักร) แล้ว ก็จะเป็นการชัดเจนว่า เครื่องจักรเครื่องนี้จะถูกตัดสินใจซื้อเข้ามา ซึ่งมาถึงขณะนี้สิ่งที่ต้องตระหนักอย่างสำคัญก็คือ การตัดสินใจเลือกซื้อ เครื่องจักรนี้ก็เท่ากับ เป็นการตัดสินใจที่จะไม่ซื้อพันธบัตร, หุ้น หรือทรัพย์สินอื่นๆ ซึ่งการตัดสินใจเหล่านี้ก็ขึ้นอยู่กับรูปแบบของผลได้ของบรรดาทรัพย์สินต่างๆ ที่มีการซื้อขายกันในขณะนั้น (pattern of market yield) การเปลี่ยนแปลงรูปแบบของผลได้ต่างๆ ในท้องตลาดก็จะส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในความต้องการซื้อของเครื่องจักร และความต้องการซื้อบรรดาทรัพย์สินอื่นๆ ที่มีความสัมพันธ์เกี่ยวข้อง ซึ่งลักษณะของความต้องการที่จะเปลี่ยนแปลงการถือส่วนประกอบต่างๆ ของบรรดาทรัพย์สิน/หนี้สิน ที่เกิดขึ้น หรือที่เรียกว่า เกิดการเสียความสมดุลของการดำรงกองทรัพย์สิน (portfolio imbalance) และจะมีผลกระทบที่แผ่กระจายออกไปถึงทั้งตัวแปรทางการเงินและตัวแปรที่แท้จริงต่างๆ ของระบบ เศรษฐกิจส่วนรวม

และจากการอธิบายอย่างง่ายดังต่อไปนี้ก็จะสามารถทำให้เราได้เข้าใจถึงความ เป็นไปได้ที่เชื่อมโยงกันระหว่างการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินกับการเกิดขึ้นของการเสียความ สมดุลของการดำรงกองทรัพย์สิน ตลอดจนถึงขบวนการปรับตัวที่เกิดขึ้น เพื่อกลับเข้าสู่ความสมดุล อีกครั้งหนึ่ง โดยจะ เริ่มจากภาวะที่เกิดดุลยภาพหนึ่งของการจัดการกองทรัพย์สิน ในความหมาย ที่ว่าธนาคารกลางและสังคมต่างมีความพอใจในการดำรงส่วนประกอบของบรรดากองทรัพย์สิน ที่เป็นอยู่ในขณะนั้น หรืออาจหมายความว่า ภายใต้รูปแบบของผลได้และระดับราคาของบรรดา ทรัพย์สินต่างๆ ที่เป็นอยู่ในท้องตลาดในขณะนั้นอยู่ในระดับที่เกิดดุลยภาพพร้อมๆ กันทั้งหมด

โดยต่อไปนี้จะ เริ่มพิจารณาถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นกับการปรับตัวของการจัดการ กองทรัพย์สินอื่น เนื่องมาจากการที่ธนาคารกลางดำเนินมาตรการซื้อพันธบัตรรัฐบาลคืนมาจากภาค เอกชน เพื่อเพิ่มปริมาณเงินหมุนเวียนของระบบเศรษฐกิจ จากการที่ธนาคารกลางได้เข้าไปทำ

การซื้อพันธบัตรคืนมาที่เท่ากับเป็นการปล่อยปริมาณเงินเข้าสู่การหมุนเวียนมากขึ้น จากความต้องการซื้อพันธบัตรรัฐบาลของธนาคารกลางที่เพิ่มเข้าไปในตลาดซื้อขายพันธบัตรในระดับผลได้ที่เป็นอยู่ในขณะนั้น ก็จะทำให้เกิดความต้องการซื้อพันธบัตรส่วนเกิน ( $B_d > B_s$ ) และขณะเดียวกันปริมาณเงินที่ธนาคารกลางจ่ายชำระค่าพันธบัตรก็เพิ่มเข้าสู่การหมุนเวียนในจำนวนที่เท่ากัน ( $M_s > M_d$ ) ในตลาดพันธบัตรเมื่อเกิดความต้องการซื้อส่วนเกินของพันธบัตร ราคาของพันธบัตรจะถูกผลักดันให้เพิ่มสูงขึ้นจนถึงระดับที่สามารถชักจูงให้มีผู้ขายพันธบัตรให้กับธนาคารกลางในจำนวนที่ต้องการซื้อ ดังนั้น การที่ธนาคารกลางเกิดการเสียความสมดุลของการจัดการกองทรัพย์สิน (โดยต้องการซื้อพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มขึ้น) จะเข้าไปเชื่อมโยงเกี่ยวข้องกับระบบเศรษฐกิจโดยทั่วไปด้วยเหตุผลและวิธีการที่สำคัญ 2 ประการคือ

**ประการแรก** บุคคลที่นำพันธบัตรออกขายให้กับธนาคารกลางและได้รับชำระค่าพันธบัตรเป็นเงินมานั้น จะพบว่าบุคคลเหล่านี้ไม่จำเป็นว่าทุกคนจะมีความต้องการที่จะถือเงินเอาไว้ บางคนอาจจะนำไปซื้อหาทรัพย์สินที่มีลักษณะคล้ายๆ กับพันธบัตรรัฐบาลที่ได้ขายออกไป ในกรณีเช่นนี้ การขาดความสมดุลของการจัดการกองทรัพย์สินก็จะเริ่มเข้าไปมีผลกระทบต่อตลาดทรัพย์สินอื่น เนื่องจากความต้องการซื้อทรัพย์สินที่เพิ่มขึ้นเหล่านี้

**ประการที่สอง** สำหรับผู้ที่มีพันธบัตรรัฐบาลถืออยู่และไม่สามารถขายให้กับธนาคารกลางได้ทันนั้น ก็อาจมีความต้องการที่จะไม่ถือพันธบัตรเหล่านี้ไว้ต่อไปโดยจากความเชื่อที่ว่าพันธบัตรเหล่านี้มีผลได้ที่ลดลง และมีทางเป็นไปได้อย่างมากที่จะเกิดการขาดทุนหรือเกิด Capital loss จากการขายพันธบัตรในระยะเวลาต่อไป ผลก็คือจะทำให้บุคคลเหล่านี้เปลี่ยนแปลงการถือทรัพย์สินโดยขจัดการถือพันธบัตรออกไปแล้ว เปลี่ยนไปถือ เป็นทรัพย์สินอื่นๆ ที่มีลักษณะใกล้เคียงกับพันธบัตรรัฐบาล

ผลกระทบทั้งสองประการที่เกิดขึ้นในตลาดทรัพย์สินก็คือ ความต้องการซื้อทรัพย์สินส่วนเกิน อันเนื่องมาจากความต้องการซื้อที่เพิ่มขึ้นโดยตรง และการเกิดปริมาณพันธบัตรส่วนเกินอันเนื่องมาจากอัตราผลได้ของพันธบัตรที่ลดลงมา การเกิดความต้องการซื้อส่วนเกินสำหรับทรัพย์สินที่จะใช้ทดแทน (substitute assets) หรือทรัพย์สินใหม่ที่จะถือ ก็จะมี

สาเหตุที่จะทำให้ราคาของทรัพย์สิน เหล่านั้น เพิ่มสูงขึ้น และในที่สุดก็จะทำให้ทรัพย์สินต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับในตลาดทรัพย์สิน เสียความสมดุลคิดต่อเนื่องกันไป จากการเสียความสมดุลของการดำรงกองทรัพย์สินนี้ ก็จะทำให้เกิดการปรับตัวของการที่จะถือทรัพย์สิน/หนี้สินขึ้นใหม่ไปเรื่อยๆ จนกระทั่ง รูปแบบใหม่ของผลได้ในตลาดทรัพย์สินจะถูกกำหนดขึ้นและทำให้ความต้องการซื้อทรัพย์สินที่ทดแทนกันได้หมดไป ในระบบของสำนักเคนส์อย่างง่ายโดยทรัพย์สินที่ให้เลือกถือมีเพียง 3 ชนิด (Three - asset model) คือ เงิน, พันธบัตร และทรัพย์สินที่แท้จริง การกลับเข้าสู่ความสมดุลของการดำรงกองทรัพย์สิน ก็จะอยู่ ณ ระดับของผลได้ ซึ่งเป็นระดับที่เกิดขึ้นจากการที่ธนาคารกลางซื้อพันธบัตรกลับคืนไป (หรือทำให้จำนวนพันธบัตรในตลาดลดจำนวนลง และปริมาณเงินหมุนเวียนเพิ่มมากขึ้น) และในขณะเดียวกันทางภาคเอกชนก็มีความพอใจกับส่วนประกอบของทรัพย์สินที่เปลี่ยนแปลงไป คือมีปริมาณเงินที่มากขึ้น และผลผลิตที่มากขึ้นอันเนื่องมาจากการลงทุนที่เพิ่มขึ้น แต่มีปริมาณพันธบัตรที่ถือลดน้อยลง

จากสิ่งที่กล่าวมานั้น เป็นการพิจารณาขบวนการปรับตัวของการดำรงกองทรัพย์สินที่เน้นเฉพาะทรัพย์สินเพียงสามชนิดเท่านั้น (money, bonds and physical Assets) ซึ่งยังมีนักเศรษฐศาสตร์อีกมากมายที่เห็นว่าการพิจารณาในลักษณะเช่นนี้ คือให้ผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการเสียความสมดุลของการดำรงกองทรัพย์สินค่าเงินการผ่านเข้าไปในตลาดพันธบัตรแล้วไปมีผลกระทบต่อการใช้จ่ายที่แท้จริงนั้น เป็นการพิจารณาในลักษณะที่อยู่ในวงแคบ ในบทความต่อไปเราจะพบว่าการพิจารณาของศาสตราจารย์ มิลตัน ฟรีดแมน และนักเศรษฐศาสตร์ของมหาวิทยาลัยชิคาโก เป็นไปในแบบที่เชื่อว่าการเสียความสมดุลของการดำรงกองทรัพย์สินนั้น จะทำให้เกิดการปรับตัวที่ส่งผลกระทบต่อบรรดาทรัพย์สิน/หนี้สิน ในลักษณะที่กว้างกว่าก่อนที่จะมีผลกระทบต่อค่าใช้จ่ายของระบบเศรษฐกิจ<sup>(2)</sup>

(2) M.Friedman and Meiselman, "The Relative Stability of Monetary Velocity and the Expenditure Multiplier in the U.S. 1897-1958", Stabilization policies, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1964, P.217.

ศาสตราจารย์เจมส์ โธบีน เองก็ยอมรับว่าขบวนการปรับตัวอันเนื่องจากการเสียความสมดุลของการดำรงกองทัพสินนั้น จะต้องพิจารณาถึงบรรดาทรัพย์สินในลักษณะที่กว้าง กว่าการศึกษาของเคนส์<sup>๓</sup> เป็นแบบแคบ และการได้ทราบถึงขบวนการปรับตัวตามแนวของโธบีน ดังต่อไปนี้ก็จะ เป็นประโยชน์อย่างมากต่อการนำไปสู่ความเข้าใจในเบื้องต้นก่อนที่จะไปพิจารณาตามแนวคิดของฟริคแมนในบทต่อไป

โดยเราจะ เริ่มต้นจากการกำหนดสัญลักษณ์ของความหมายก่อน

BD	=	เงินฝากธนาคาร
SD	=	เงินสำรองพิเศษ (special deposit) <sup>(๓)</sup>
BCR	=	เงินสดสำรองของธนาคารพาณิชย์
L	=	เงินให้กู้ยืมของธนาคารพาณิชย์
B	=	พันธบัตร
E	=	หุ้นของธุรกิจอุตสาหกรรมต่างๆ (industrial equities)
A	=	สินทรัพย์ (physical capital)
N	=	ระดับการจ้างงาน
k	=	ตัวคูณของการลงทุน (income multiplier)
$i_L$	=	อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์
$i_B$	=	อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล
$i_E$	=	อัตราผลตอบแทนของหุ้น
K	=	จำนวนคงที่

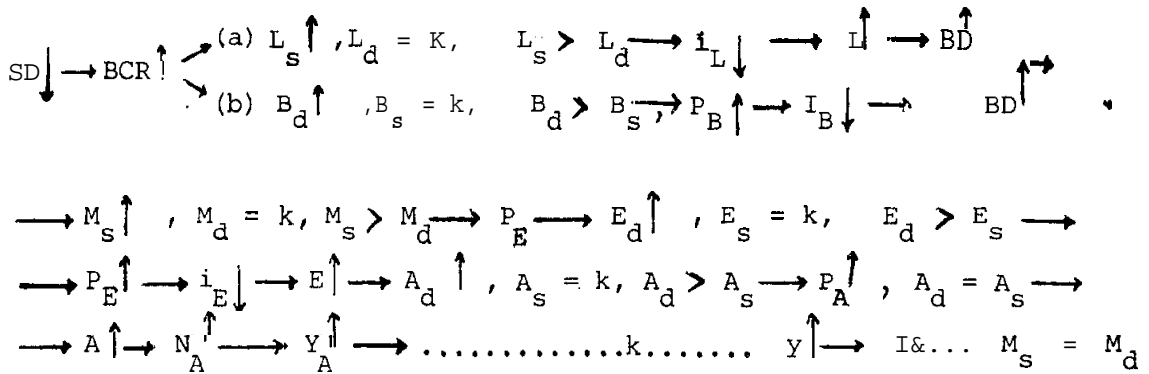
ต่อไปนี้ เราก็คงจะพิจารณาว่าถ้าสมมติธนาคารกลางตัดสินใจที่จะเพิ่มปริมาณเงินหมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจ โดยดำเนินมาตรการทางการเงินที่ผ่อนคลายสำหรับการดำรง

---

(๓) เงินสำรองพิเศษนี้เป็นมาตรการทางการเงินแบบหนึ่งที่ธนาคารกลางใช้ควบคุมปริมาณเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ โดยเฉพาะในประเทอังกฤษ



เงินสำรองพิเศษของธนาคารพาณิชย์ที่ธนาคารกลางให้ลดน้อยลงซึ่ง โธมิน ก็ได้อธิบายถึงขบวนการเชื่อมโยงที่จะเกิดขึ้น ดังต่อไปนี้



การลดอัตราเงินสำรองพิเศษที่ธนาคารพาณิชย์ต้องดำรงไว้นั้นจะมีผลให้เงินสำรองของธนาคารพาณิชย์มีเพิ่มมากขึ้น ธนาคารพาณิชย์เองก็จะไม่เก็บเงินสำรองเหล่านี้เอาไว้ในขณะที่ยังสามารถนำไปลงทุนหากำไรได้อยู่ ซึ่งก็ทำได้โดยการเพิ่มการถือทรัพย์สินที่ให้ผลตอบแทน (earning assets) ประเภทต่างๆ ในกองทรัพย์สิน โดยที่การเพิ่มจำนวนการลงทุนในทรัพย์สินที่ให้ผลตอบแทนนี้ก็สามารถกระทำได้มากมายหลายวิธีด้วยกัน แต่ในที่นี้เราจะพิจารณาถึงแนวทางง่ายๆ ที่ธนาคารพาณิชย์จะกระทำได้ 2 แบบด้วยกัน คือ

แบบที่หนึ่ง โดยการขยายเงินให้กู้ยืมแก่หน่วยธุรกิจต่างๆ เพิ่มขึ้น ภายใต้ข้อสมมุติฐานที่ว่าเดิมนั้นตลาดกู้ยืมเงินจากธนาคารพาณิชย์อยู่ในดุลยภาพ ดังนั้น การที่ธนาคารพาณิชย์มีความเต็มใจที่จะปล่อยเงินกู้ยืมเพิ่มมากขึ้นในขณะที่ความต้องการกู้ยืมเงินยังคงอยู่ในระดับเดิม จึงเกิดปริมาณเงินให้กู้ยืมส่วนเกินขึ้น และถ้าภายใต้ข้อสมมุติฐานที่กำหนดให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์สามารถเคลื่อนไหวได้โดยเสรีแล้ว<sup>(4)</sup> อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์ก็จะลดต่ำลงมาจนกระทั่งตลาดของการกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์กลับเข้าสู่ดุลยภาพอีกครั้งหนึ่ง ซึ่งจากการที่ปริมาณเงินให้กู้ยืมขยายตัวออกไปนี้ก็จะส่งผลทำให้เกิดการขยายตัวของเงินฝากของธนาคารด้วยเช่นกัน

(4) หมายถึงการเปลี่ยนแปลงที่เป็นไปตามสภาวะของดีมานด์และซัพพลายในตลาด

แบบที่สอง ก็คือการที่ธนาคารพาณิชย์นำเงินสำรองที่เพิ่มขึ้นนี้ไปลงทุนในรูปของพันธบัตรรัฐบาล โดยไปซื้อพันธบัตรเหล่านี้มาจากส่วนของ เอกชนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์ การเพิ่มขึ้นของความต้องการซื้อพันธบัตรโดยที่จำนวนของพันธบัตรมีอยู่เท่าที่ เป็นอยู่ในขณะนั้น ก็จะทำให้เกิดความต้องการซื้อพันธบัตรส่วนเกิน เกิดขึ้น ราคาของพันธบัตรจะถูกผลักให้สูงขึ้น และผลได้ของพันธบัตรจะลดต่ำลง เมื่อราคาพันธบัตรสูงขึ้นตลาดซื้อขายพันธบัตรก็จะกลับเข้าสู่ภาวะดุลยภาพอีกครั้งหนึ่ง ในขณะที่เดียวกันส่วนของภาค เอกชนที่ไม่ใช่ธนาคารซึ่ง เป็นผู้ขายก็ จะถูกผลัก เปลี่ยนให้มาถือ เงินฝากธนาคาร เพิ่มมากขึ้น

ซึ่งจากการ เพิ่มขึ้นของ เงินฝากธนาคารก็หมายความว่า การ เพิ่มขึ้นของปริมาณ เงินนั้น เอง และจากการที่ความต้องการถือ เงินนี้อยู่เท่าเดิม ก็จะทำให้เกิดปริมาณเงินส่วนเกิน ขึ้น ซึ่งจริงๆ แล้วก็ เป็นไปได้ที่ในขณะที่ เมื่ออัตราผลได้ของพันธบัตรลดลงนั้น ความต้องการถือ เงินอาจจะเพิ่มขึ้นแล้วก็ได้คือ บางคนอาจมีความต้องการที่จะถือ เงิน เพิ่มขึ้น ซึ่ง เหตุการณ์เช่น นี้จะทำให้ปริมาณเงินส่วนเกิน ( $M_s > M_d$ ) ที่เกิดขึ้นจะ เป็นสัดส่วนที่น้อยกว่าการ เพิ่มขึ้นของ เงินฝากธนาคาร (BD) กระเด็นที่น่าสนใจในขณะนี้ก็คือว่าสภาวะการขาดความสมดุลของการ ดำรงกองทรัพย์สินยังคงดำเนินอยู่ต่อไปในระบบ เศรษฐกิจ ทั้งนี้จากเหตุผล 2 ประการคือ

ประการที่หนึ่ง การเสียดุลยภาพของตลาดเงินที่ยังคงเกิดขึ้นอยู่ คือ การเกิด ปริมาณเงินส่วนเกิน ( $M_s > M_d$ )

ประการที่สอง การที่ราคาของพันธบัตรเพิ่มสูงขึ้นนั้น จะ เป็นการชักจูงให้บุคคล บางคนเปลี่ยนแปลงการดำรงส่วนประกอบของกองทรัพย์สิน โดยจะหันไปถือทรัพย์สินที่สามารถ ทดแทนได้ และมีราคาที่ถูกกว่า ในที่นี้ก็จะหมายถึงหุ้น (equities) ของบริษัทอุตสาหกรรม ต่างๆ ผลก็คือจะทำให้ความต้องการซื้อหุ้นเพิ่มมากขึ้น ซึ่งก็จะทำให้การซื้อขายหุ้นในตลาดรอง (secondary market) เสียดุลยภาพไป ราคาซื้อขายหุ้นก็จะเพิ่มสูงขึ้น และผลได้ของหุ้นก็ จะลดต่ำลง หรือมีความหมายว่าต้นทุนของการ เพิ่มทุน โดยการ เพิ่มหุ้นของบริษัทอุตสาหกรรมนั้น จะลดต่ำลง หน่วยผลิตต่างๆ ก็จะถูกชักจูงให้ทำการเพิ่มทุน และนำมาขยายการลงทุนเพิ่มขึ้น

ตลาดซื้อขายหุ้นเต็มที่มีอยู่ แล้วก็จะปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพ และหน่วยผลิตก็จะทำการออกหุ้นใหม่ เพื่อเพิ่มทุนและนำมาใช้ซื้อสินค้าทุนเพิ่มมากขึ้น จากการเพิ่มความต้องการซื้อสินค้าทุนมากขึ้น ในขณะที่ราคาของสินค้าทุนยังไม่เปลี่ยนแปลงนั้น ก็จะทำให้เกิดความต้องการซื้อส่วนเกินของสินค้าทุนขึ้น ราคาของสินค้าทุนก็จะเพิ่มสูงขึ้น เพื่อให้ตลาดกลับสู่ดุลยภาพอีกครั้งหนึ่ง โดยราคาของสินค้าทุนจะเพิ่มขึ้นเพียงพอที่จะชดเชยกับโอกาสของการลงทุนที่ดีขึ้นหน่วยสุดท้ายของระบบเศรษฐกิจ ปริมาณของสินค้าทุนในระบบเศรษฐกิจจะเพิ่มมากขึ้น หรือมีความหมายที่ว่า การจ้างงานในส่วนของภาคการผลิตสินค้าทุนเพิ่มสูงขึ้น รายได้ของปัจจัยการผลิตในส่วนนี้ก็เพิ่มขึ้น และจากกลไกการทำงานของตัวคูณ (multiplier process) ระดับรายได้ดุลยภาพของระบบเศรษฐกิจจะเพิ่มสูงขึ้น เมื่อรายได้เพิ่มขึ้น ความต้องการถือเงินเพื่อจับจ่ายใช้สอยและเหตุฉุกเฉินจำเป็นก็จะเพิ่มขึ้น และเพียงพอที่จะทำให้ปริมาณเงินส่วนเกินที่เกิดขึ้นหมดสิ้นไป หรือทำให้เกิดความสมดุลขึ้นอีกครั้งหนึ่งของการจัดการกองทุนสินของระบบเศรษฐกิจส่วนรวม

สิ่งที่โรบิน เน้นให้เห็นถึงความสำคัญสำหรับขบวนการส่งทอด (transmission mechanism) ที่เกิดขึ้นนี้ ก็คือบทบาทที่สำคัญของผลได้ของหุ้น (equity yield) และราคาของสินค้าทุน (supply price of capital) เขาไม่เห็นด้วยกับบรรดานักเศรษฐศาสตร์สำนักเคนส์บางกลุ่มที่ให้ความสำคัญอย่างมากแก่ผลได้ของพันธบัตร (bond yield) ว่าเป็นสิ่งที่กำหนดค่าใช้จ่ายของทุน (cost of capital) ของหน่วยผลิตต่างๆ แทนที่จะเห็นความสำคัญของผลได้ของหุ้น และราคาของสินค้าทุนว่าเป็นตัวกำหนดโอกาสการทำกำไรเพิ่มขึ้นของการลงทุน (marginal profitability of investment) จากข้อเท็จจริงการอธิบายของโรบินในเรื่องนี้ก็ให้ความชัดเจนถูกต้องที่มากกว่า อย่างไรก็ตามบรรดานักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่ก็มีความเห็นว่าทั้งผลได้ของพันธบัตร และผลได้ของหุ้น ต่างก็มีความสำคัญทั้งนั้น โดยที่ผลได้ของพันธบัตรเป็นตัวกำหนดค่าใช้จ่ายของทุนที่มีลักษณะเป็นหนี้สิน (cost of debt capital) ส่วนผลได้ของหุ้นเป็นตัวกำหนดค่าใช้จ่ายของทุนที่มีลักษณะของการเป็นเจ้าของ (cost of equity capital)

ความสัมพันธ์ระหว่างการขาดความสมดุลของการดำรงกองทรัพย์สินและค่าใช้จ่ายรวมของระบบเศรษฐกิจส่วนรวม (Portfolio Imbalance and Aggregate Expenditure)

ความสัมพันธ์ในส่วนนี้เราก็อาจจะพิจารณาได้จากการอธิบายของไฮบิน ที่ได้กล่าวไปแล้วถึงขบวนการที่เกิดขึ้น เมื่อเกิดการขาดความสมดุลของการดำรงกองทรัพย์สิน แล้วส่งผลกระทบต่อต่างๆ (เช่น ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าทรัพย์สิน, ผลได้ของทรัพย์สิน และ จำนวนของทรัพย์สิน) จนกระทั่ง ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายรวมที่แท้จริงของระบบเศรษฐกิจ (5)

ความสัมพันธ์ที่ต่อเนื่องกันระหว่างปริมาณเงิน, ความมั่งคั่ง และค่าใช้จ่ายรวม (Money, Wealth, and Aggregate Expenditure)

- ความสัมพันธ์ที่หนึ่งระหว่างปริมาณเงินกับความมั่งคั่ง :

ในช่วงระยะเวลาก่อนหน้าที่จะมีการจัดพิมพ์หนังสือเศรษฐศาสตร์ที่ยิ่งใหญ่ของเคนส์ คือ "The General Theory" (พิมพ์เผยแพร่ในปี 1936) นั้นพบว่าได้มีการให้ความสนใจสัมพันธ์อย่างเด่นชัดที่น้อยมากกับบทบาทของความมั่งคั่งที่มีต่อระบบเศรษฐกิจส่วนรวม เคนส์ได้นำเรื่องผลกระทบอันเกิดจากความมั่งคั่งเข้ามาทำการพิจารณาด้วยในหนังสือ The General Theory แต่ก็ได้ถูกจัดรวบรวม เข้าไว้ในขบวนการวิเคราะห์โดยทั่วไปของเขา จากแนวความคิดของเคนส์ที่สำคัญประการหนึ่งที่ว่า อาจเป็นไปได้ที่ระบบเศรษฐกิจไม่จำเป็นต้องกำหนดดุลยภาพอยู่ ณ ระดับของการจ้างงานเต็มที่เสมอไป ซึ่งจากผลของแนวความคิดในลักษณะเช่นนี้ และการกล่าวโจมตีอย่างทำทนาย ต่อแนวความคิดของพวกสำนักคลาสสิกที่เกิดขึ้น

---

(5) ซึ่งในเรื่องนี้จะสามารถนำไปเปรียบเทียบความคล้ายคลึงกัน ผลกระทบที่เกิดขึ้นจากความมั่งคั่ง (wealth effect) ในกรณีที่เป็นผลกระทบทางอ้อมผ่านตลาดทรัพย์สิน และ จะได้ความจริงที่ว่า ผลกระทบของความมั่งคั่งในแบบนี้จะเป็นผลกระทบที่เกิดขึ้นควบคู่ไปกับผลกระทบของการดำรงกองทรัพย์สิน (portfolio effect) ซึ่งจะได้กล่าวในตอนต่อไป

ขึ้นอย่างมากมายนั้น ได้ทำให้เกิดความพยายามที่จะอธิบายให้เห็นว่าสภาพ เศรษฐกิจตามที่เคนส์ กล่าวอ้างนั้น เป็นสภาพเศรษฐกิจที่ขาดการวิเคราะห์อัน เกี่ยวกับผลกระทบของความมั่งคั่งที่มีต่อ ระบบเศรษฐกิจส่วนรวม ทั้งนี้ เพราะไม่ได้นำเอาตัวแปร เรื่องความมั่งคั่งมาพิจารณาร่วมด้วยใน ตัวแบบของการวิเคราะห์ระบบเศรษฐกิจนั้นเอง จากการทำมีการยอมรับอย่างชัดเจน เกี่ยวกับ ความสำคัญที่มีอยู่ของความมั่งคั่งเช่นนี้แล้ว ภาวะของการว่างงานก็จะสามารถจัดให้หมดสิ้น ไปได้จากมาตรการต่างๆ ของการดำเนินนโยบายการเงินที่เหมาะสม ซึ่งก็จะทำให้ระบบ เศรษฐกิจบรรลุถึงระดับของการจ้างงานเต็มที่ที่ห้องการได้ในที่สุด ก่อนที่เราจะเข้าไปพิจารณา ถึงลักษณะความเป็นไปต่างๆ จากผลกระทบของความมั่งคั่ง (Wealth Effect) ที่เกิดขึ้น เหล่านี้ เราก็มักมีความจำเป็นในขั้นต้นที่จะต้องทำความเข้าใจเกี่ยวกับความสัมพันธ์ที่จะเกิดขึ้น ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินกับการเปลี่ยนแปลงของความมั่งคั่ง เสียก่อน

ความหมายของความมั่งคั่งรวม (Aggregate Wealth) ในระบบเศรษฐกิจ ก็คือความมั่งคั่งที่อยู่ในรูปสิ่งของต่างๆ (Physical Wealth) อันได้แก่ เครื่องมือ เครื่อง ใช้สินค้าทุนต่างๆ ที่มีอยู่, วัตถุติดต่างๆ รวมทั้งทรัพยากรมนุษย์ของระบบเศรษฐกิจ เป็นต้น และยังหมายรวมถึงความมั่งคั่งที่อยู่ในรูปของทรัพย์สินทางการเงินต่างๆ อันได้แก่สิทธิเรียก ร้อง (Claims) ต่างๆ ที่เอกชนถือเอาไว้ โดยที่สิทธิเรียกร้องดังกล่าวนี้จะต้องไม่อยู่ใน ลักษณะที่ก่อให้เกิดการเป็นหนี้สินของตัวเอง และสำหรับสิ่งที่จะถูกนับรวมอยู่ในความหมาย ของความมั่งคั่งสุทธิ (Net Wealth) นั้นจะต้องแสดงตัวเองอยู่ในรูปของทรัพย์สินแก่ผู้ที่ครอบ ครอง โดยจะต้อง (1) ไม่สร้างภาระของการเป็นหนี้ให้แก่ผู้ที่ครอบครองทรัพย์สินนั้น และ (2) ไม่สร้างภาระของการเป็นหนี้ให้กับผู้ที่ไม่ได้ครอบครองทรัพย์สินนั้น โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ผู้ที่สร้างและจำหน่ายทรัพย์สินนั้นออกมา (Issuers)

ในส่วนที่เราจะพิจารณาต่อไปนี้จะเป็นการกล่าวถึงทรัพย์สิน เฉพาะส่วนที่เป็น เงินเท่านั้น (Money) โดยเราจะไม่นำเอาความมั่งคั่งในรูปของสิ่งของอื่นๆ มากล่าวกัน ใน ที่นี้ ทั้งนี้ เพื่อให้เป็นไปตามหัวข้อที่เราากำลังศึกษาอยู่ นักเศรษฐศาสตร์การเงิน 2 ท่าน คือ ศาสตราจารย์ Pesek และศาสตราจารย์ Saving ได้มีความคิดเห็นที่สอดคล้องกันที่ว่า

ปริมาณเงินทั้งหมดไม่ว่าจะอยู่ในรูปของเงินภายนอกหรือเงินภายใน (Outside Money or Inside Money) จะเป็นส่วนประกอบของความมั่งคั่งสุทธิของสังคมด้วยกันทั้งสิ้น และก็เชื่อว่าการเปลี่ยนแปลงของจำนวนเงินทั้งสองประเภทเหล่านี้จะทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงต่อความมั่งคั่งสุทธิของสังคมให้เปลี่ยนแปลงตามไปด้วย ก่อนที่เราจะเข้าไปศึกษาถึงคำอธิบายต่างๆ ในเรื่องเหล่านี้ ก็จะมาพิจารณาอย่างคร่าวๆ เกี่ยวกับการให้ความหมายที่ทำให้เกิดความแตกต่างระหว่างคำว่าเงินภายนอกกับเงินภายใน เสียก่อน ศาสตราจารย์ Gurley และศาสตราจารย์ Shaw ได้ชี้ให้เห็นข้อแตกต่างในเรื่องนี้ไว้ดังนี้ เงินภายนอกหรือ "Outside Money" นี้จะหมายถึง เงินที่สร้างขึ้นมาโดยถูกหนุนหลังด้วยทรัพย์สินต่างๆ ซึ่งทรัพย์สินเหล่านี้ไม่สร้างให้เกิดเป็นภาระหนี้สินที่จะพึงมีต่อบุคคลต่างๆ ที่อยู่ในระบบเศรษฐกิจนั้นๆ ยกตัวอย่างของเงินในลักษณะนี้ก็คือ เงินสด (Currency) ที่หนุนหลังโดยหลักทรัพย์รัฐบาล, ทองคำ หรือเงินตราต่างประเทศ เป็นต้น ซึ่งในความหมายเช่นนี้ บุคคลต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจที่ถือเงินตราประเภทนี้จะไม่เป็นภาระหนี้สินที่ถูกพันจากการถือเงินเหล่านี้ ดังนั้น จึงถือเสมือนว่าเงินประเภทนี้เป็นทรัพย์สินสุทธิ (Net Assets) ส่วนเงินภายในหรือ "Inside Money" จะหมายถึง เงินที่ถูกหนุนหลังด้วยทรัพย์สินประเภทที่ก่อให้เกิดเป็นหนี้สินขึ้นในมูลค่าที่เท่ากันขึ้นกับบุคคลต่างๆ ที่อยู่ในระบบเศรษฐกิจนั้น ตัวอย่างของเงินประเภทนี้ได้แก่ เงินตราที่หนุนหลังด้วยพันธบัตรของภาคเอกชนที่บริษัทห้างร้านอุตสาหกรรมนำออกจำหน่าย หรืออีกแบบหนึ่งก็คือ เงินฝากของธนาคารพาณิชย์ โดยเงินฝากเหล่านี้หนุนหลังด้วยการลงทุน และการให้กู้ยืมแก่ภาคเอกชน ซึ่งกรณีเหล่านี้บุคคลที่ถือเงินชนิดถูกหนุนหลังด้วยบรรดาทรัพย์สินของระบบธนาคารนั้น ในขณะที่เดียวกันทรัพย์สินเหล่านี้ก็แสดงตัวเป็นหนี้สิน หรือสิทธิเรียกร้องที่มีต่อภาคเอกชนพร้อมกันไปด้วย สิ่งนี้ทำให้ Gurley และ Shaw กล่าวย้าว่า เมื่อพิจารณาในส่วนของภาคเอกชนแล้ว เงินภายในเหล่านี้ ไม่ใช่ทรัพย์สินสุทธิแต่เป็นหนี้ (debt)

ก่อนที่เราจะเข้าไปวิเคราะห์ต่อไป เราจะต้องสามารถเข้าใจในประเด็นสำคัญสองประการด้วยกันคือ

- 1). เงินเป็นส่วนประกอบของความมั่งคั่งสุทธิหรือไม่? และ

2) การเปลี่ยนแปลงของเงินภายนอกและเงินภายในจะทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของความมั่งคั่งสุทธิโดยส่วนรวมหรือไม่?

การแยกแยะประเด็น เช่นนี้มีความสำคัญมาก เพราะเราจะต้องการแสดงให้เห็นว่าถึงแม้เงินอาจจะเป็นส่วนประกอบของความมั่งคั่งสุทธิ แต่การเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินเหล่านี้อาจจะไม่จำเป็นต้องทำให้ความมั่งคั่งสุทธิโดยส่วนรวมเปลี่ยนแปลงไปได้ ก่อนอื่นเราจะพิจารณาถึงเงินประเภทเงินภายนอกก่อนว่า เงินภายนอกนี้เป็นส่วนประกอบของความมั่งคั่งสุทธิหรือไม่ โดยที่ทั้ง Pesek และ Saving ก็เชื่อว่าเงินภายนอกเป็นทรัพย์สินสุทธิ เพราะว่าเป็นทรัพย์สินของผู้ถือ (บุคคลต่างๆ ที่อยู่ในภาคเอกชน) และก็ไม่เป็นหนี้แก่ผู้จำหน่ายมันออกมา (หมายถึงรัฐบาล) ทางด้าน Gurley และ Shaw <sup>(6)</sup> ก็เชื่อเช่นเดียวกันว่าเงินภายนอกเป็นส่วนประกอบของความมั่งคั่งสุทธิของประชาชน ถึงแม้ว่าเงินภายนอกเหล่านี้จะเป็นหนี้ของรัฐบาลผู้ออกก็ตาม หรือหมายความว่าในทัศนะของ Gurley และ Shaw (ซึ่ง Patinkin ก็มีความเห็นสนับสนุนต่อทัศนะนี้ <sup>(7)</sup>) ที่ว่าเงินถึงแม้จะเป็นหนี้สินของผู้จำหน่ายมันออกมาก็ตาม แต่ก็ยังคงเป็นทรัพย์สินแก่ผู้ถือมันอยู่ อย่างไรก็ตามเขาทั้งสองก็ไม่เชื่อว่าจะมีสิ่งที่ไม่สอดคล้องกันเกิดขึ้นกับสิ่งที่ด้านหนึ่งว่า "เงินเป็นหนี้" กับอีกด้านหนึ่งที่ว่า "เงินเป็นส่วนประกอบของความมั่งคั่งสุทธิ" ทั้งนี้เพราะความเชื่อที่ว่ารัฐบาลจะไม่มีภาระอะไรที่ระดับหนี้สินที่เกิดขึ้น หรือหมายความว่าเมื่อรัฐบาลเพิ่มภาระหนี้สินมากขึ้นโดยการเพิ่มปริมาณเงินไปสู่มือประชาชนมากขึ้น ก็ไม่มีผลที่ทำให้รัฐบาลเกิดความรู้สึกที่เลวลง (Worse off) ในขณะที่ประชาชนมีความรู้สึกดีขึ้น (Better off) ทางด้าน Pesek และ Saving ก็เข้ามาวิพากษ์วิจารณ์ทัศนะเหล่านี้ของพวก Gurley, Shaw และ Patinkin โดยกล่าวแย้งว่าไม่น่าจะสมเหตุสมผลนักที่ภาครัฐบาลจะไม่มีความรู้สึกเลวลง ในขณะที่มีภาระหนี้สินเพิ่มมากขึ้น ส่วนทางด้าน Gurley, Shaw และ Patinkin ก็ยังยืนยันในแนวความคิดเดิม โดยให้เหตุผล

(6) J. Gurley and E. Shaw, Money in a Theory of Finance, Brookings Institute : Allen and Unwin, London, 1960 .

(7) D. Patinkin, Money, Interest and Prices, Harper & Row, N.Y., 1965 .

ว่า มีอยู่หลาย เรื่องด้วยกันที่เป็นที่ยอมรับกันในทาง เศรษฐศาสตร์ที่เกี่ยวกับพฤติกรรมในลักษณะดังกล่าว เช่น ในทัศนะของพวกสำนักคลาสสิกในเรื่องที่เกี่ยวกับ "Forced Saving" ในทัศนะเรื่องผลกระทบของการปรับปรุงการกระจายรายได้ใหม่ของเคนส์ในเรื่องที่เกี่ยวกับ "Money Illusion" ยิ่งกว่านั้นก็น่าจะเป็นสิ่งที่สมเหตุสมผลมากที่สุดที่จะสมมุติว่ารัฐบาลนั้นไม่เหมือนกับผู้ที่มึนงงโดยทั่วไปคือ จะไม่ผูกพันกับภาระหนี้เหล่านี้ เพราะว่าไม่ใช้กฎเกณฑ์ข้อบังคับอะไรที่รัฐบาลจะต้องจ่ายชำระกับบรรดาหนี้สินต่างๆ เหล่านี้<sup>(8)</sup> ซึ่งก็จะมี ข้อยุติที่ว่า ไม่ต้องไปคำนึงถึงลักษณะของ เงินที่สมมุติกันไว้ว่าจะ เป็นทรัพย์สินสุทธิหรือ เป็นหนี้ก็ตามที เงินภายนอกก็ยังคง เป็นส่วนประกอบของความมั่งคั่งสุทธิ

ถึงแม้ว่าจะยอมรับแล้วว่า เงินภายนอก เป็นส่วนประกอบหนึ่งของความมั่งคั่งสุทธิ แต่ก็ไม่จำเป็น เสมอไปว่าการ เปลี่ยนแปลงของ เงินภายนอก เหล่านี้จะทำให้ความมั่งคั่งสุทธิโดยส่วนรวมทั้งหมด เปลี่ยนแปลงไปด้วย เพื่อความ เข้าใจในสิ่ง เหล่านี้ว่าจะ เป็นไปในลักษณะเช่นไร เราจะต้องพิจารณาถึงวิธีการที่ เงินภายนอกถูกทำให้ เพิ่มขึ้น ถ้า เป็นไปในลักษณะที่ รัฐบาลพิมพ์ และนำออกมาหมุนเวียน เนื่องจากมีรายรับไม่พอรายจ่าย เช่นนี้จะพบว่าขีด เจนที่จะแสดงว่าระดับของความมั่งคั่งสุทธิของระบบ เศรษฐกิจจะต้อง เพิ่มขึ้น คราวนี้มาพิจารณา ในกรณีที่รัฐบาลโดยตัวแทนก็คือ ธนาคารกลาง เพิ่มปริมาณ เงินภายนอก โดยการซื้อพันธบัตร รัฐบาลคืนจากประชาชน ถ้าพันธบัตรรัฐบาลเหล่านี้ไม่ได้ เป็นภาระหนี้สินของภาค เอกชนแล้ว Gurley และ Shaw ก็ชี้ให้เห็นว่า การดำเนินมาตรการซื้อหลักทรัพย์คืนจากประชาชน ของรัฐบาลเช่นนี้ จะเป็น เพียงการ เปลี่ยนแปลงประเภทของทรัพย์สินเท่านั้น คือเพิ่มทรัพย์สินที่เป็นเงินมากขึ้น และลดทรัพย์สินในรูปพันธบัตรลง ซึ่งก็ทำให้ความมั่งคั่งสุทธิโดยส่วนรวมไม่ได้เปลี่ยนแปลงไปแต่อย่างใด เมื่อความมั่งคั่งไม่เปลี่ยนแปลง ผลกระทบจากความมั่งคั่ง

(8) ก็เป็นความจริงสำหรับรัฐบาลที่จะต้องจ่ายชำระหนี้คืนสำหรับหนี้บางประเภทเหมือนกันคือประเภทหนี้ที่มีกำหนดระยะเวลาใด่ตอน ซึ่งก็สามารถหลีกเลี่ยงการจ่ายชำระได้โดยการออกจำหน่ายหนี้ใหม่ซึ่งให้ผลตอบแทนแก่ผู้ถือเพิ่มมากขึ้น ซึ่งเท่ากับเป็นการยืดระยะเวลาการจ่ายชำระหนี้ออกไปอีก



(Wealth Effects) ก็จะไม่เกิดขึ้น ซึ่ง Pesek และ Saving ก็กล่าวได้ถึงการวิเคราะห์ ในลักษณะเช่นนี้อย่างรุนแรงว่า พันธบัตรรัฐบาลนั้นไม่ใช่ทรัพย์สินสุทธิของระบบเศรษฐกิจ แต่อยู่ในสภาพของหนี้สินทั้งสิ้น เขาทั้งสองได้ชี้แจงให้เห็นว่า พันธบัตรรัฐบาลนั้นมีผลตอบแทนในรูปของ ดอกเบี้ยแก่ผู้ถือ เพราะฉะนั้น จำนวนของพันธบัตรรัฐบาลเท่าที่มีอยู่นั้นจะเป็นการแสดงว่าได้เกิดการไหลของรายได้ในรูปของดอกเบี้ยตลอดเวลาจากภาครัฐบาลไปยังภาคเอกชนผู้ถือพันธบัตร เหล่านั้น เช่นนี้ก็จะเป็นการแสดงให้เห็นต่อไปว่าตลอดเวลาเหล่านั้นรัฐบาลจะมีความจำเป็นที่จะต้องเพิ่มการจัดเก็บภาษีหรือที่จะนำเอาไปจ่ายชำระในรูปแบบของดอกเบี้ยให้แก่ผู้ถือพันธบัตร ถ้าผู้ถือพันธบัตรรัฐบาลมีทัศนคติเห็นว่า ทรัพย์สินเหล่านี้มีภาวะผูกพันในรูปแบบของการที่จะต้องจ่ายชำระภาษีในอนาคตแล้ว และถ้าเขาเหล่านั้นคิดหักกลบลบกันด้วยส่วนลดของหนี้สินในรูปแบบของ ภาษีในอัตราเดียวกัน อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ ในรูปของดอกเบี้ยจากการถือพันธบัตร แล้ว พันธบัตรเหล่านี้ก็จะ เป็นทรัพย์สินที่มีภาวะหนี้สิน ชดเชยกันอยู่พอดี ซึ่ง เช่นนี้ก็ จะไม่สามารถ กล่าวได้ว่าพันธบัตรเป็นส่วนหนึ่งของความมั่งคั่งสุทธิของระบบเศรษฐกิจ ดังนั้น ในกรณีนี้การ ดำเนินมาตรการการซื้อพันธบัตรเหล่านี้ของรัฐบาล โดยมีจุดมุ่งหมายที่จะ เพิ่มปริมาณเงินภายนอกซึ่งก็จะ เท่ากับเป็นการเพิ่มขึ้นของความมั่งคั่งสุทธิโดยส่วนรวมของระบบเศรษฐกิจ เพราะ ฉะนั้น ความสัมพันธ์ที่เกี่ยวข้องระหว่างเงินกับความมั่งคั่งสุทธิจะเป็นอย่างไรนั้น ก็จึงไม่ได้ขึ้นอยู่กับว่าเงินนั้น เป็นส่วนประกอบของความมั่งคั่งสุทธิ แต่ขึ้นอยู่กับทัศนคติของประชาชนที่มีต่อ พันธบัตรรัฐบาลว่าเป็นอย่างไร มาถึงในขณะนี้ก็เป็นที่ยึดมั่นแล้วว่าความสัมพันธ์ระหว่างการ เปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินภายนอกกับความมั่งคั่งสุทธิเหล่านี้จะเป็น เช่นไรนั้นก็จะเป็น เรื่อง ที่ขึ้นอยู่กับสภาพความเป็นจริงที่จะต้องทำการตรวจสอบดูโดยเฉพาะ เรื่องที่เกี่ยวกับอัตราส่วน ลดที่ประชาชนคาดว่าจะต้องจ่ายชำระ ในรูปของภาษีที่จะถูกเรียกเก็บในอนาคต

W.L.Smith<sup>(9)</sup> ได้แสดงความคิดเห็น ในเรื่องนี้ว่า เป็นเรื่องที่เหลวไหลที่จะ

(9) W.L.Smith, "Current Issues in Monetary Economics", Journal of Economic Literature, Vol.3, September 1970.

กล่าวว่าคนในสังคมจะมีความคิดเห็นว่าเป็นสิ่งที่ก่อให้เกิดภาวะผูกพันของหนี้สินในรูปของภาษีที่จะถูกจัดเก็บในอนาคต ถ้าภาษีจะถูกจัดเก็บในอนาคต เช่นนี้แล้วคนทั้งหลายก็จะหันไปถือหลักทรัพย์สินที่ไม่ใช่ของรัฐบาล เพราะจะเป็นการที่ดีกว่าคือ ไม่ต้องคอยคำนึงถึงภาระภาษีที่จะต้องถูกจัดเก็บตามมา トラบไตที่ยังมีผู้ที่ถือพันธบัตรอยู่ ก็แสดงว่าพันธบัตรเหล่านี้ยังถูกนึกคิดว่าเป็นทรัพย์สินสุทธิอยู่ ซึ่งก็จะทำให้การวิเคราะห์ตามแนวของ Pesek และ Saving หมดความหมายไป ถึงแม้คนในสังคมจะยอมรับว่าการเพิ่มขึ้นของระดับหนี้สาธารณะจะนำไปสู่การจัดเก็บภาษีเพิ่มขึ้นก็ตาม แต่เขาเหล่านี้จะสามารถดำเนินการคิดคำนวณตัวเลขเหล่านี้ได้ด้วยวิธีการแบบไตรจิงจะได้ตัวเลขเหล่านี้มา ยิ่งกว่านั้นถ้าสังคมยอมรับว่าพันธบัตรไม่ใช่ทรัพย์สินสุทธิ ในขณะที่เงินตราเป็นทรัพย์สินสุทธิ แล้วอะไรเป็นสิ่งที่จูงใจให้คนในสังคมยังคงถือพันธบัตรอยู่ ซึ่งก็ยังคงเป็นสิ่งที่น่าสงสัยอยู่สำหรับในสิ่งต่างๆ เหล่านี้ คือยอมเสียสละเงินซึ่งเป็นทรัพย์สินสุทธิเพื่อที่จะถือหนี้สินในรูปของพันธบัตร ในสุดท้ายนี้ก็ไม่จำเป็นที่ว่าดอก เบี้ยของหนี้สาธารณะที่ต้องจ่ายชำระ เพิ่มมากขึ้นจะห้องได้มากกว่าการจัดเก็บภาษีที่เพิ่มสูงขึ้น จากการพิจารณาดังต่อไปนี้

โดยจะกำหนดให้การเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินที่เกิดจากการดำเนินงานงบประมาณของรัฐบาลเป็นดังนี้

$$\Delta M = G + I - T + (B \times P_B)$$

โดยที่  $\Delta M$  = การเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน

$G$  = ค่าใช้จ่ายเพื่อสินค้าและบริการของรัฐบาล

$I$  = ดอกเบี้ยที่จ่ายชำระจากหนี้สาธารณะ

$T$  = ภาษีที่จัดเก็บ

$B \times P_B$  = มูลค่าของพันธบัตรรัฐบาล

การเพิ่มขึ้นของจำนวนเงินดอกเบี้ย ( $I$ ) อันเป็นผลมาจากการดำเนินมาตรการขายหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น สามารถที่จะหาเงินมาเพื่อจ่ายชำระ (โดยกำหนดให้ ( $G$ ) คงที่) ได้โดยวิธีเพิ่มการจัดเก็บภาษี ( $T$ ) หรือเพิ่มมูลค่าของพันธบัตร ( $B \times P_B$ ) ที่ออกจำหน่าย ทั้ง

Pesek และ Saving ได้ทำการสมมุติว่าให้เป็นวิธีแรกคือเพิ่ม  $T$  แต่วิธีการหลังคือเพิ่ม  $B \times P_B$  จะเป็นวิธีการที่ง่ายกว่าเพราะคนในสังคมจะมีความรู้สึกว่าจะควรที่จะเป็น เช่นนั้น ถ้าคนสังคมคาดคิดเพียงว่ารัฐบาลต้องการยึด (roll on) ภาระหนี้ออกไป เขาทั้งหลายก็แทบจะไม่มีความรู้สึกว่าพันธบัตรเหล่านี้เป็นหนี้สิน ดังนั้น การเพิ่มหรือลดปริมาณเงินภายนอกที่เกิดขึ้น ก็จะไม่มีความรู้สึกว่าจะมีความมั่งคั่งสุทธิให้เปลี่ยนแปลงไป ก็เลยทำให้มองเห็นว่าตามข้อสมมุติฐานของ Pesek และ Saving ในเรื่องนี้น่าจะมีปัญหา มาก ซึ่งในทางปฏิบัติแล้วพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินภายนอกกับการเปลี่ยนแปลงของความมั่งคั่งอยู่ในระดับที่ค่อนข้างจะต่ำมาก

อย่างไรก็ตาม นักเศรษฐศาสตร์การเงินส่วนมากแล้วก็กล่าวว่าข้อสรุปของการวิเคราะห์ที่เกี่ยวกับเงินภายนอกเหล่านี้จริงๆ แล้วไม่มีความสำคัญเท่าไรนัก ทั้งนี้ เพราะจำนวนเงินโดยส่วนใหญ่ที่มีอยู่ในระบบเศรษฐกิจทุกวันนี้ เป็นเงินประเภทเงินภายใน คือ เงินฝากของธนาคาร ดังนั้น ตอนนี้เราก็ควรที่จะพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างเงินภายในกับความมั่งคั่งสุทธิ จากการที่ทั้ง Pesek และ Saving พิจารณาเห็นว่าเงิน เป็น เหมือนกับสินค้า หมายความว่าเงินจะอยู่ในรูปของสินค้า (Commodity Money) เช่น โลหะทอง, เงินตราในรูปของเงินเหรียญและธนบัตร หรือในรูปของเงินฝากธนาคารก็ตาม ในกรณีของเงินฝากธนาคารธนาคารสามารถสร้างขึ้นแล้วขายออกไปให้กับภาคเอกชนต่างๆ ที่ไม่ใช่ธนาคาร เพื่อแลกเบสิ่นกับทรัพย์สินทางการเงิน และ เอกสารของหนี้ในรูปแบบต่างๆ ถ้าเรายอมรับว่าเงินฝากธนาคารเป็นทรัพยากรราคาถูก (Resource Cheap) ในกรณีขั้นสุดอาจกล่าวได้ว่า ต้นทุนของการผลิตเงิน เหล่านี้ขึ้นมา มีค่า เป็นศูนย์ซึ่งก็จะทำให้เกิด เป็น เหตุ เป็นผลติดตามมาว่าการที่ประชาชนในส่วนที่ไม่ใช่ธนาคารมาซื้อเอาเงินฝากธนาคาร เหล่านี้ไป ก็จะเป็นการเพิ่มจำนวนของทรัพย์สินทางการเงินที่มี โดยปราศจากการลดลงของทรัพย์สินที่แท้จริง ดังนั้น ก็เท่ากับยอมรับว่าทรัพย์สิน โดยส่วนรวมของระบบเศรษฐกิจจะต้องเพิ่มสูงขึ้น ความมั่งคั่งสุทธิของระบบเศรษฐกิจก็จะเพิ่มสูงขึ้นในจำนวนที่เท่ากับเงินฝากของธนาคารที่สร้างขึ้นและได้ถูกขายออกไป ในกรณีขั้นสุดอีกแบบหนึ่งที่ต้นทุนในการผลิตและขายเงินฝากธนาคารออกไปมีค่าเท่ากับรายรับที่ได้จาก

การขาย จำนวนของทรัพย์สินทางการเงินที่เพิ่มขึ้นมาจากการซื้อเงินฝากของธนาคารก็จะชดเชยกันหมดพอดีจากการลดลงของทรัพย์สินที่แท้จริงที่ใช้ในการผลิตและขายเงินฝากธนาคารออกมา ดังนั้น ความมั่งคั่งรวมของระบบเศรษฐกิจก็จะไม่เปลี่ยนแปลง เพราะระบบเศรษฐกิจได้ทำการแลกเปลี่ยนโดยเพิ่มทรัพย์สินทางการเงินขึ้น ในขณะที่เดียวกันก็ลดทรัพย์สินที่แท้จริงลงหรือก็คือเป็นการเปลี่ยนแปลงส่วนประกอบของ Portfolio นั้นเอง ซึ่งก็ทำให้ปัญหาเหล่านี้เป็นเรื่องที่ต้องทำการตรวจสอบจากสภาพความเป็นจริง

จากสิ่งดังกล่าวข้างต้น เราก็ต้องยอมรับว่ามีต้นทุนที่เกิดขึ้นสำหรับการที่ธนาคารต้องให้บริการแก่เงินฝากของธนาคาร อันได้แก่ต้นทุนในการชักจูงให้เกิดเงินฝาก, ต้นทุนทางด้านการบริหารบัญชีเงินฝาก, ต้นทุนทางด้านภาษี และอื่นๆ อีกเป็นต้น จากสภาพความเป็นจริงพบว่า ต้นทุนเหล่านี้โดยส่วนใหญ่แล้วเป็นต้นทุนในรูปของค่าจ้าง เงินเดือนของพนักงาน ซึ่งถือว่าเป็นทรัพยากรที่มีราคาแพง ดังนั้น ต้นทุนของการผลิตเงินฝากธนาคารก็จะอยู่ในระดับค่อนข้างจะสูงมาก และเราต้องยอมรับในอีกเรื่องหนึ่งด้วยว่า ในปัจจุบันนี้ธนาคารพาณิชย์ไม่ใช่เป็นสถาบันเดียวที่ผูกขาดในการผลิตเงินฝากธนาคาร ซึ่งก็ทำให้เกิดการแข่งขันในการขายเงินฝากธนาคารในหมู่ธนาคารพาณิชย์ด้วยกันเอง และยังคงแข่งขันกับธนาคารในรูปแบบอื่นๆ (Secondary Banks) อีก ก็ทำให้เกิดการแข่งขันกันทางด้านของอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ซึ่งก็เป็นการเพิ่มภาระแก่บรรดาธนาคารในการจ่ายชำระ การแข่งขันกันในลักษณะเหล่านี้เป็นผลให้เกิดความแตกต่างระหว่างต้นทุนและรายรับของธนาคารลดน้อยลง จึงเกิดข้อสงสัยอย่างมากว่าผลจากการขายเงินฝากธนาคารจะส่งผลอย่างสำคัญในการเพิ่มความมั่งคั่งแก่ระบบเศรษฐกิจจริงๆ หรือไม่? ซึ่งก็จะดูเหมือนกับว่า การวิเคราะห์เงินภายในของ Pesek และ Saving จะให้ผลเช่นเดียวกับการวิเคราะห์เงินภายนอกที่แล้มาแล้ว โดยสรุปก็คือ เราต้องตระหนักว่าความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินตราหรือเงินภายนอก และเงินฝากธนาคารหรือเงินภายใน กับการเปลี่ยนแปลงของระดับความมั่งคั่งสุทธิที่ปรากฏออกมามีเพียงเล็กน้อยเท่านั้น

ความสัมพันธ์ที่สอง : ความมั่งคั่งและค่าใช้จ่ายรวม (Wealth and Aggregate Expenditure)

ถึงแม้ว่าข้อสรุปที่ได้ในส่วนที่ผ่านมาจะพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินกับความมั่งคั่งจะอยู่ในระดับค่าก็ตาม เราก็จะยังสมมุติว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวนั้นคงมีเกิดขึ้นอยู่ ทั้งนี้ เพื่อที่เราจะได้ดำเนินการพิจารณาต่อไปในความสัมพันธ์ที่สองคือ ความสัมพันธ์ระหว่างความมั่งคั่งกับค่าใช้จ่ายรวม ในกรณีที่การเปลี่ยนแปลงของความมั่งคั่งมีผลกระทบส่งต่อไปยังการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายรวมได้ เราจะเรียกผลกระทบของการดำเนินการนี้ว่า "Operationally Significant Wealth Effect" จากสิ่งในรูปที่ 1 จะแสดงให้เห็นถึงช่องทางที่สำคัญๆ ที่เป็นทางผ่านของการเปลี่ยนแปลงของความมั่งคั่งที่มีผลกระทบต่อพฤติกรรมทางเศรษฐกิจที่อาจจะเกิดขึ้น