

ทฤษฎีนโยบายการเงิน*

๑.

หนังสือใหม่เล่มนี้ วิคตอเรีย ชิค พิมพ์ขึ้นโดยถอดจากเทปคำบรรยาย วิชา *ทฤษฎีนโยบายการเงิน* ให้แก่นักศึกษาวิชาเศรษฐศาสตร์บัณฑิต ณ มหาวิทยาลัยลอนดอนเมื่อปี ค.ศ. ๑๙๗๒ เธอผู้ดูเหมือนจะเป็นนักเศรษฐศาสตร์สุภาพสตรีผู้หนึ่งซึ่งมีที่ทำงานที่น่าทึ่งและผลงานของเธอจะได้รับความนิยมแพร่หลายในหมู่นักเศรษฐศาสตร์การเงินไม่มากนักน้อย ในปัจจุบันนักเศรษฐศาสตร์สตรีที่มีชื่อเสียงเรียงนามขึ้น “แนวหน้า” มีเพียง ๒-๓ ท่าน ท่านหนึ่งคือนักเศรษฐศาสตร์นามอุโฆษชาวอังกฤษ Joan Robinson (ผู้เขียนตำราสำคัญขนาดพลิกประวัติความคิดเศรษฐศาสตร์ไว้อย่างน้อยสองเล่ม, เล่มที่ดังมากที่สุดคือ *The Theory of Imperfect Competition* ตีพิมพ์ตั้งแต่ปี ค.ศ. ๑๙๓๓ และอีกเล่มหนึ่งคือ *The Accumulation of Capital* ตีพิมพ์เมื่อ ค.ศ. ๑๙๖๐) นักเศรษฐศาสตร์อีกท่านหนึ่งเป็นชาวอเมริกันสอนอยู่ ณ มหาวิทยาลัยเพนซิลเวเนีย รับตำแหน่งในคณะที่ปรึกษาทางเศรษฐกิจของประธานาธิบดีนิกสัน (ค.ศ. ๑๙๗๐-๑๙๗๒) และเป็นผู้มีบทบาทในการเสนอแนะให้ การลดค่าเงินดอลลาร์ เมื่อเดือนสิงหาคม ๑๙๗๑ ท่านผู้หนึ่งคือ Marina von Neuman Whitman (ผลงานของเธอเป็นงานวิจัยในสาขาเศรษฐกิจระหว่างประเทศให้กับมหาวิทยาลัยพรินซ์ตัน)

วิคตอเรีย ชิค น่าจะได้รับเกียรติเป็นนักเศรษฐศาสตร์สุภาพสตรีชั้นนำในวงการเศรษฐกิจ เพราะเหตุว่า *The Theory of Monetary Policy* เล่มนี้เป็นหนังสือสรุป สารสำคัญอันเป็นโครงสร้างของ นโยบายการเงิน ที่ควรสังเกตก็คือ เธอมีใจมัวติดอยู่ประสงค์ที่จะเขียนหนังสือว่าด้วย ทฤษฎีการเงิน ซึ่งเป็นอีกเรื่องหนึ่งที่มีลักษณะพิเศษพิสดารไปต่างหาก เธอมีจุดประสงค์ที่จะกระตุ้นความสนใจนักศึกษาชั้นปริญญาตรีบัณฑิต (และปริญญาโทขั้นต้น) มีโอกาสสำรวจประเด็นสำคัญ ๆ อันเป็นแก่นสารของนโยบายการเงินเป็นเบื้องต้น นโยบายการเงินนั้นมีแก่นสารที่สำคัญอยู่

* บทความปริทัศน์ว่าด้วยหนังสือของ Victoria Chick, *The Theory of Monetary Policy : Lectures in Economics* (London : Gray-Mills Publishing Ltd., 1973); 152 pages มีสารานุกรม ๑๔๐ แห่ง

สองอย่าง ประเด็นที่หนึ่งเป็นเรื่องที่ว่า นโยบายการเงินมีผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจ (การบริโภค, การลงทุน, รายได้ประชาชาติ ฯลฯ) ในลักษณะอย่างไร อีกนัยหนึ่ง เมื่อธนาคารกลางกำหนดนโยบายการเงินอย่างใดอย่างหนึ่งขึ้น นโยบายนั้นมีผลส่งสะท้อนอันใดไปสู่ระบบเศรษฐกิจ ประเด็นที่สองอันเป็นกระดูกสันหลังของนโยบายการเงินก็คือ เจ้าหน้าที่รัฐบาลจะทราบได้อย่างไรว่านโยบายนั้นมีผลตามเป้าหมายที่กำหนดไว้ พุทอีกนัยหนึ่ง, เจ้าหน้าที่การเงินจะใช้อะไรเป็นเครื่องวัดหรือเป็นเครื่องกำหนด (indicator) ว่านโยบายที่ใช้ขึ้นนั้นถูกต้องมีประสิทธิภาพตามที่คาดหมาย นักเศรษฐศาสตร์ในยุคปัจจุบันได้ถกเถียงกันอย่างกว้างขวางในเรื่องปัญหาทั้งสองประเด็นนี้ เธอผู้เขียนพยายามชี้ให้เห็นว่าด้วยเหตุที่ข้อขัดแย้งทั้งหลายทั้งปวงที่เกี่ยวข้องกับนโยบายการเงินนั้นล้วนมีมูลเหตุมาจากประเด็นทั้งสองนี้, การศึกษานโยบายการเงินจึงควรทุ่มความสนใจไปทางปัญหาดังกล่าว

ถ้าจะพูดด้วยภาษาวิชาการ, ประเด็นแรกเรียกกันว่าเป็นเรื่อง “transmission mechanism” บ้าง “monetary channels” หรือ “linkages” บ้าง ซึ่งหมายความว่าเมื่อเจ้าหน้าที่การเงินกำหนดนโยบายการเงิน (เช่นเพิ่มปริมาณเงิน ฯลฯ) ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง นโยบายเช่นนั้นจะได้รับการถ่ายทอดจากภาวการณ์ทางการเงินไปสู่ภาวการณ์ในระบบการผลิตสินค้าและบริการ (องค์ประกอบของผลิตภัณฑ์ประชาชาติ) ได้อย่างไร ผลสะท้อนของนโยบายเรียกกันว่า policy impact หรือ “impulse” ส่วนสาระสำคัญของประเด็นที่สองนั้น ภาษาวิชาการเรียกกันว่า “proximate targets” หรือ “intermediate targets” คือ เป้าหมายชั้นกลาง, ซึ่งเป็นตัวกลางทำหน้าที่ถ่ายทอดผลของนโยบายไปกระทบกระเทือนเป้าหมายชั้นปลาย (ultimate targets or goals) ตามที่ปรารถนา เพื่อที่จะได้เข้าใจเรื่องนี้ โดยแจ่มแจ้งเราอาจจะแสดงเป็นตารางไว้ดังนี้

(๑) มาตรการ (Instruments)	(๒) เป้าหมายชั้นกลาง (Proximate Targets)	(๓) เป้าหมายชั้นปลาย (Ultimate Targets)
ก) การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาด	ก) ปริมาณเงิน	ก) การจ้างงานระดับเต็มที่ (full employment)
ข) การควบคุมเงินสำรอง	ข) เงินสำรองของธนาคารพาณิชย์	ข) การพัฒนาเศรษฐกิจในอัตราสูง
ค) การควบคุมเงินสำรองเป็นพิเศษ	ค) สภาพคล่อง	ค) เสถียรภาพค่าเงินตรา (ป้องกันเงินเฟ้อ และภาวะเงินฝืด)
ง) การให้ธนาคารพาณิชย์กู้โดยธนาคารกลางควบคุมโดยอัตราการรับช่วงซื้อลด	ง) อัตราดอกเบี้ย	ง) ความยุติธรรมในด้านการแจกแจงรายได้
จ) การควบคุมเฉพาะกรณีอื่น ๆ (คุมเครดิตเพื่อการบริโภค คุมดอกเบี้ยเงินฝากประจำ ฯลฯ)	จ) เงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ ฉ) ฐานเงิน (เงินสดในมือประชาชนบวกเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์)	จ) คุณภาพในด้านการชำระเงินระหว่างประเทศ

วิคตอเรีย ชิคเห็นด้วยกับนักเศรษฐศาสตร์อื่นๆ ในสาระสำคัญที่ว่า เรื่อง มาตรการ หรือ นโยบายการเงิน (ข้อที่ ๑) และ เป้าหมายบนปลาย ทางเศรษฐกิจนั้น ไม่มีอะไรเป็นที่ถกเถียงกันในกลุ่มนักเศรษฐศาสตร์ โดยทั่ว ๆ ไปเป็นที่ยอมรับตกลงตรงกันว่า มาตรการด้านการเงินที่ใช้ในปัจจุบันนี้ ได้แก่นโยบายที่บันทึกไว้ตามข้อที่ (๑) และเป้าหมายทางเศรษฐกิจที่ได้แก่วัตถุประสงค์สี่ข้ออย่าง ดังที่ปรากฏตามตาราง ในข้อที่ (๓) ปัญหาอันเป็นเรื่องที่นักเศรษฐศาสตร์หยิบยกขึ้นมาถกเถียงกันอย่างรุนแรงและบ่อยครั้งที่สุด ก็คือ สาระสำคัญเกี่ยวกับ เป้าหมายชั้นกลาง เป้าหมายชั้นกลางนี้เป็นปัจจัยกลยุทธิ์ เพราะเหตุว่าเป็นตัวกลางซึ่งเชื่อมโยงระหว่างนโยบายกับเป้าหมายชั้นสุดท้าย ประเด็นสำคัญทั้งสองประเด็นซึ่งเป็นหัวใจของทฤษฎีการเงินที่ผู้เขียนกล่าวถึง จึงเป็นเรื่องการศึกษาวิเคราะห์ ลักษณะของเป้าหมายชั้นกลาง เพื่อสืบสาวว่า

(ก) ผลสะท้อนของนโยบายการเงินอย่างหนึ่ง ๆ จะได้รับการถ่ายทอดไปกระทบระบบเศรษฐกิจอย่างไร และ

(ข) นโยบายเช่นนั้นดำเนินไปตามเป้าหมายที่ต้องการเพียงใดหรือไม่

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างเป้าหมายชั้นกลางกับเป้าหมายบนปลาย (การจ้างงานเต็มที่, อัตราการพัฒนาสูง, คุณภาพในด้านการชำระเงินระหว่างประเทศ ฯลฯ) เป็นเรื่องสำคัญก็เพราะความจริงที่ว่า เจ้าหน้าที่ผู้กำหนดแนวนโยบายนั้นย่อมไม่มีอำนาจที่จะควบคุมเป้าหมายบนปลายทางเศรษฐกิจให้เป็นไปตามที่ต้องการโดยตรง สิ่งที่เจ้าหน้าที่รัฐบาลกระทำได้ก็คือ กำหนดนโยบายการเงินอย่างใดอย่างหนึ่งขึ้น โดยคาดการณ์ว่า ผลของนโยบายจะได้รับการถ่ายทอดผ่านเป้าหมายชั้นกลางไปกระทบเป้าหมายบนปลายตามที่ต้องการโดยทางอ้อม ด้วยความจริงข้อนี้ เจ้าหน้าที่จะต้องมีความรู้เรื่อง transmission mechanism (กลไกหรือช่องทางซึ่งผลของนโยบายการเงินถูกถ่ายทอดไปกระทบระบบเศรษฐกิจ) โดยถ้อยแท้ การที่นักเศรษฐศาสตร์บางกลุ่มมีทัศนคติไม่เห็นด้วยกับการใช้นโยบายการเงิน หรือเชื่อว่านโยบายการเงินไม่มีประสิทธิภาพในอันที่จะสร้างอิทธิพลต่อเป้าหมายบนปลาย วิคตอเรีย ชิคเน้นว่าเป็นการเป็นการเข้าใจกลไกการเงินผิดแผกแตกต่างกันนั่นเอง นักเศรษฐศาสตร์ส่วนมาก (เฉพาะอย่างยิ่งนักเศรษฐศาสตร์รุ่นหลังเคนส์) มีความเข้าใจกลไกการเงินผิดพลาดไปจากที่เคนส์เขียนไว้ แนวความคิดต่างๆ ที่เกิดขึ้นหลังจากทฤษฎีของเคนส์ ล้วนแล้วแต่มีพื้นฐานจากทฤษฎีเคนส์เป็นสาระสำคัญ ยกเว้นแนวคิดของฟริตแมนซึ่งได้กลายเป็นการปฏิบัติต่อเคนส์เมื่อไม่นานมานี้ ดังนั้น หนังสือ *The Theory of Monetary Policy* จึงเป็นการสำรวจทฤษฎีว่า

ด้วยกลไกการเงินสำนักต่าง ๆ โดยผู้เขียนมุ่งชี้ให้เห็นข้อผิดพลาดของนักเศรษฐศาสตร์รุ่นหลังเคนส์ วิตตอเรีย ชิค เริ่มบรรยายถึง แนวความคิด เกี่ยวกับกลไกการเงินของสำนักใหญ่ ๆ ซึ่งเธอจำแนก ออกเป็น ๕ แนวด้วยกันคือ

- (๑) แนวความคิดของเคนส์
- (๒) แนวความคิดตามลัทธิ Monetarism
- (๓) แนวความคิดตามทฤษฎีในรายงาน Radcliffe Report ในประเทศอังกฤษเมื่อปี ค.ศ. ๑๙๕๙
- (๔) แนวความคิด Real Balance Effect ซึ่ง Dan Patinkin เป็นผู้ศึกษาวิเคราะห์และ
- (๕) ทฤษฎีนโยบายการเงินตามแนวคิด Portfolio Balance

เธอผู้เขียนออกตัวตั้งแต่ต้นว่า การบรรยายของเธอไม่ใช่เรื่อง ทฤษฎีการเงิน โดยเธอมุ่ง หนักไปทางด้าน นโยบาย เป็นสำคัญ หากเธอมิได้หยิบยกทฤษฎีของสำนักใดมาวิเคราะห์อย่างพิสดาร เท่าที่ควร จะตำหนิเธอมิได้ เพราะเมื่อเธออ้างอิงถึงทฤษฎีตอนใดก็ตาม เธออ้างอิงก็เพื่อเป็นโครงสร้าง ช่วยให้เห็นเข้าใจ กลไกแห่งนโยบายการเงินเป็นที่กระจ่างแจ้งเท่านั้น และหัวใจของเรื่องก็คือ เธอ พยายามชี้ให้เห็นว่า เพราะเหตุใดนักเศรษฐศาสตร์ตั้งแต่ยุคหลังสงครามเป็นต้นมา จึงเข้าใจกลไก แห่งนโยบายการเงินต่าง ๆ อย่างผิด ๆ ผลาด ๆ และที่ถูกต้องนั้นควรจะเป็นอย่างไร คำวิจารณ์ของ เธอเป็นทัศนะแนวใหม่และควรที่จะได้รับความสนใจอย่างกว้างขวางทีเดียว

ตามทฤษฎีของเคนส์แท้ ๆ ทั้งนโยบายการเงินและนโยบายคลังใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพ เธอเปิดฉากด้วยการวิจารณ์นักเศรษฐศาสตร์ยุคปัจจุบันทุกกลุ่มเฉพาะอย่างยิ่งสำนักที่ปรากฏขึ้นเมื่อไม่ นานมานี้ด้วยการนำของศาสตราจารย์มิลตัน ฟรีดแมนแห่งมหาวิทยาลัยชิคาโก ซึ่งได้พยายามล้มล้าง ปฎิวัติทฤษฎีการเงินของเคนส์ ก่อนเริ่มลงมือวิจารณ์ทฤษฎีของฟรีดแมน ผู้เขียนปูพื้นฐานเพื่อให้ เข้าใจทฤษฎีว่าด้วยกลไกการเงินของเคนส์อย่างถูกต้องเสียก่อน ตามทัศนะของเคนส์ กลไกมีสาระ สำคัญดังนี้ เมื่อเจ้าหน้าที่รัฐบาลเพิ่มปริมาณเงินหน่วยเศรษฐกิจต่าง ๆ จะเสียดุลยภาพไปชั่วขณะหนึ่ง เนื่องจากปริมาณเงินในมือเพิ่มขึ้นเกินกว่าปกติ หน่วยเศรษฐกิจจะทำการปรับตัว พยายามก่อให้เกิด ดุลยภาพขึ้นใหม่โดยการใช้จ่ายปริมาณเงินที่เพิ่มขึ้นซื้อหลักทรัพย์ (เช่น พันธบัตรรัฐบาล) ซึ่งจะมี ผลทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูง หรือในทางกลับกันทำให้ อัตราดอกเบี้ย ลดต่ำ อัตราดอกเบี้ยเป็น ต้นทุนอย่างหนึ่งในการลงทุน (การซื้อเครื่องจักร สร้างโรงงานอุตสาหกรรม ฯลฯ) เมื่อดอกเบี้ยถูก นักธุรกิจจะทำการ ลงทุน เพิ่มขึ้น การลงทุนที่เพิ่มขึ้นนั้นผลโน้มนำ รายได้ประชาชาติ (และระดับ

การจ้างงาน) เพิ่มหลายเท่าตามหลักตัวทวีคูณ (Multiplier effect) ดังนั้น กลไกทางการเงินตามแนวความคิดของเคนส์ลงอาจจะสรุปได้ดังนี้:

$$\Delta M \rightarrow \Delta r \rightarrow \Delta I \rightarrow \Delta Y$$

[ซึ่ง M = คือปริมาณเงิน (money supply), r = อัตราดอกเบี้ย I คือการลงทุน Y คือระดับรายได้ประชาชาติ Δ คือการเปลี่ยนแปลง] กล่าวโดยสรุปก็คือ ตามทฤษฎีของเคนส์ ดังที่ปรากฏในหนังสือ *The General Theory* นั้น การเปลี่ยนแปลงด้านปริมาณเงินมีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยโดยตรง แต่ที่ว่า ปริมาณเงินที่เปลี่ยนแปลงมีผลต่อระดับรายได้โดยทางอ้อม ตามทฤษฎีนี้ ปริมาณเงินเป็นมาตรการ (นโยบาย) ของเจ้าหน้าที่รัฐบาล และอัตราดอกเบี้ยเป็นเป้าหมายชั้นกลาง หรือกลไกซึ่งส่งสะท้อนผลของนโยบายไปกระทบการลงทุนและรายได้ ซึ่งเป็นเป้าหมายชั้นปลายของระบบเศรษฐกิจ

ถ้าจะกล่าวให้จำเพาะเจาะจงลงไป กลไกทางการเงินตามทฤษฎีของเคนส์ประกอบด้วยตัวเชื่อมโยง (links) ถึง ๓ ตอนด้วยกัน ตัวเชื่อมที่หนึ่งคือ อัตราดอกเบี้ย ซึ่งขึ้นอยู่กับอุปทานของปริมาณเงินและอุปสงค์ของการถือเงิน (liquidity preference) โดยที่เคนส์ตั้งเป็นข้อสมมติว่าปริมาณเงินเป็นตัวแปรค่าที่รัฐบาลควบคุมได้ อุปสงค์ของการถือเงินส่วนหนึ่งขึ้นอยู่กับรายได้ ถ้าหากหน่วยเศรษฐกิจผู้ถือเงินมีความต้องการถือเงินมากขึ้น จะด้วยเหตุผลใด ๆ ก็ตาม ในขณะที่รัฐบาลเพิ่มปริมาณเงิน ผลจะปรากฏว่า แทนที่อัตราดอกเบี้ยจะลดลง อัตราดอกเบี้ยอาจจะกลับสูงขึ้นก็ได้ เหตุผลที่ทำให้หน่วยเศรษฐกิจมีความต้องการถือเงินมากขึ้นอาจจะสืบเนื่องมาจาก (ก) ระดับรายได้สูงขึ้น ซึ่งมีผลทำให้ liquidity preference เปลี่ยนตำแหน่ง (ข) เมื่อหน่วยเศรษฐกิจคาดว่าจะ เกิดภาวะเงินเฟ้อ (price effect) ในอนาคต ในกรณีเช่นนี้ ผู้ให้กู้เงินจะเรียกดอกเบี้ยจากเงินกู้เป็นค่าชดเชยในอัตราสูง เพื่อทดแทนกับราคาสินค้าที่จะสูงขึ้น ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยตัวเงิน (nominal rate) เท่ากับอัตราดอกเบี้ย แท้จริง บวกด้วยอัตราเงินเฟ้อ นั่นคือ

$$r = r_a + \dot{P}$$

(r = อัตราดอกเบี้ยตัวเงิน, r_a คืออัตราแท้จริง, และ $\dot{P}$ คืออัตราเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคา หรืออัตราเงินเฟ้อ) วิตคอยเรีย ชิคเป็นบุคคลแรกที่ตีความหมาย บทบาทของอัตราดอกเบี้ยถูกต้องกระตือรือร้นตามเจตนารมณ์ของเคนส์ และผดิดแตกไปจากนักเศรษฐศาสตร์อื่นๆ ในสำนักเคนส์ (Keynesians) จุดหลักที่เธอเน้น (ซึ่งผู้วิจารณ์หนังสือเล่มนี้เห็นด้วย ๑๐๐%) ก็คือ "In Keynes's theory, it was

the divergence of the *market rate* from some rate viewed as 'normal' (permanent) which determined the rate expected in the near future on which in turn the choice between *money and bonds* depended" (หน้า ๑๑๗ ตัวเอนเพิ่มเติม) ซึ่งหมายความว่า ตามทฤษฎีของเคนส์แท้ ๆ (ไม่ใช่พวก Keynesians) นั้น อัตราดอกเบี้ยที่จะปรากฏ ณ เวลาใดในอนาคตเป็นเรื่องที่เกิดขึ้นจากการเปรียบเทียบ (ความแตกต่าง) ระหว่างอัตราดอกเบี้ยในตลาด กับอัตราดอกเบี้ย "ระดับปกติ" และอัตราดอกเบี้ยในอนาคตตนเองเป็นตัวกำหนดว่าหน่วยเศรษฐกิจจะถือปริมาณเงินจำนวนเท่าใด และหลักทรัพย์อื่น ๆ (เช่น พันธบัตรรัฐบาล) ด้วยสัดส่วนเท่าใด (แม้จะไม่ต้องกล่าว ทุกคนคงร้องอ้อบอกได้ทันทีว่า อัตราดอกเบี้ย ระดับปกติ ก็คือ อัตราดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นในภาวะที่ การออมเท่ากับการลงทุน ซึ่งบางที่เรียกกันว่า *natural rate* นั่นเอง ส่วนอัตราดอกเบี้ยในตลาดก็คืออัตราเงินกู้โดยธนาคารพาณิชย์)

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราตลาด กับอัตราดอกเบี้ย "ระดับปกติ" นั้นเอง เป็นพื้นฐานก่อให้เกิดตัวเชื่อมที่สอง กล่าวคือ สมมติว่าธนาคารกลางมีนโยบายเพิ่มปริมาณเงิน ผลที่สุดธนาคารพาณิชย์จะได้รับเงินสดสำรอง (*bank reserves*) เพิ่มขึ้น และเมื่อหักเงินสดสำรองตามกฎหมายแล้วเงินสำรองส่วนเกินจะเพิ่มขึ้นด้วย ธนาคารพาณิชย์จึงอยู่ในฐานะที่จะให้เงินกู้ (หรือสร้างเงินฝากประเภทกระแสรายวัน) เพิ่มขึ้น ตราบใดที่หน่วยเศรษฐกิจผู้ลงทุนคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ย "ระดับปกติ" การกู้เงินจากธนาคารพาณิชย์เพื่อใช้ในการลงทุนจะขยายตัวเพิ่มขึ้น กล่าวอีกนัยหนึ่ง ตราบใดที่อัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่ม (*marginal efficiency of capital*) อยู่ในลักษณะที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ย การลงทุนย่อมได้รับผลกำไร สำคัญตามทัศนะของเคนส์ซึ่งเป็นตัวเชื่อมที่สองก็คือ ประเด็นที่ว่า การกู้เงินเพื่อการลงทุนมีความไหวตัวต่ออัตราดอกเบี้ยมากน้อยเพียงใด ถ้าหากความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนกับอัตราดอกเบี้ยมีความไหวตัวพอสมควร นโยบายการเงิน (ตามกลไกแห่งอัตราดอกเบี้ย) ก็ย่อมจะมีประสิทธิภาพ ถ้าหากไม่มีความไหวตัวเลย นโยบายการเงินก็ไม่มีประสิทธิภาพต่อเป้าหมายอันปลาย วิคตอเรีย ชิค อ้างถึงผลงานวิจัยต่าง ๆ สนับสนุนแนวความคิดที่ว่า การลงทุนในประเทศอุตสาหกรรมมีความไหวตัวอย่างสำคัญต่ออัตราดอกเบี้ย

ตัวเชื่อมที่สาม อันเป็นองค์ประกอบแห่งกลไกการเงินของเคนส์คือ ตัวทวีคูณ ตามทฤษฎีของเคนส์นั้น รายได้ประชาชาติเป็นตัวการที่ถูกกำหนดค่าขึ้นโดยตลาดสินค้า (*goods market*) เท่าที่กล่าวมาข้างต้นเรื่องอุปสงค์ อุปทานของการถือเงิน และการถือหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นตัวกำหนดอัตรา

๑. เราจะแสดงผลงานวิจัยซึ่งสนับสนุนทฤษฎี *liquidity preference* ของเคนส์ ในตอนหลัง เพื่อเปรียบเทียบความแตกต่างกับความต้องการถือเงินของฟริตแมน

ดอกเบี้ยซึ่งเกิดขึ้นใน ตลาดการเงิน (money market) ภาวะสมดุลย์ในตลาดสินค้าเกิดขึ้นเมื่อการ ลงทุน (โดยภาคการณ) เท่ากับการออม (โดยภาคการณ) เคนส์ถือเป็นข้อสมมติว่า ผู้ออมกับผู้ ลงทุนเป็นบุคคลคนละพวก จึงไม่มีเหตุผลอันใดที่จะทำให้การออมเท่ากับการลงทุนตลอดระยะเวลา เมื่อการลงทุนเพิ่มเร็วกว่าอัตราการออม การลงทุนจะเป็นแรงผลักดันทำให้รายได้เพิ่มหลายเท่า ทั่วคุณ ค่าของตัวทั่วคุณขึ้นอยู่กับ แนวโน้มแห่งการบริโภคส่วนเพิ่ม (m.p.c.) สำหรับในกรณีที่ไม่ รวมบทบาทของรายจ่ายและภาษีของรัฐบาล แต่เมื่อพิจารณาถึงบทบาทของรัฐบาลตลอดทั้งอัตราภาษี อากร ค่าของตัวทั่วคุณก็จะมีความสัมพันธ์กับตัวแปรค่าต่าง ๆ หลายอย่างทั้งในตลาดสินค้าและตลาด การเงิน

เราอาจจะศึกษาทฤษฎีการเงินของเคนส์ โดยจำแนกออกเป็นแบบ จำลอง เศรษฐกิจ (model) อย่างกว้าง ๆ ได้เป็นสามแบบ๒.

แบบที่หนึ่ง ก็คือที่เรียกกันว่าทฤษฎีพื้นฐานของเคนส์ ซึ่งประกอบด้วย ฟังก์ชันของการ บริโภค (consumption function) การลงทุน ซึ่งเป็นตัวแปรอัตโนมัติ และภาวะสมดุลย์

$$C = C_0 + b Y \quad (\text{ฟังก์ชันของการบริโภค}) \dots\dots\dots(1)$$

$$I = I_0 \quad (\text{การลงทุนอัตโนมัติ}) \dots\dots\dots(2)$$

$$Y = C + I \quad (\text{ภาวะดุลยภาพ}) \dots\dots\dots(3)$$

ซึ่งหมายความว่า การบริโภคขึ้นอยู่กับรายได้ประชาชาติ b คือ MPC I คือการลงทุน และ Y คือรายได้ประชาชาติ เมื่อแก้สมการทั้งสามข้างบนนี้ผลก็คือ เราอาจจะแสดงรายได้ประชาชาติเป็น ฟังก์ชันของการลงทุนได้ดังนี้

$$Y = b Y + C_0 + I_0$$

$$Y = \frac{1}{1-b} C_0 + \frac{1}{1-b} I_0 \quad \dots\dots\dots(4)$$

หรืออาจจะเขียนเสียใหม่ได้ดังนี้

$$Y = \frac{1}{1-b} I \quad \dots\dots\dots(5)$$

รายได้ประชาชาติถูกกำหนดขึ้นโดยการลงทุนแบบอัตโนมัติ คุณด้วย ตัวทั่วคุณ ซึ่งมีค่าเท่ากับ $1/1-b$ โมเดลนี้เป็นพื้นฐานขั้นต้นตามทฤษฎีของเคนส์ แต่ไม่ใช่โครงสร้างที่ถูกต้องสมบูรณ์ เพราะว่า

๒. โปรดดู W.L. Smith and R.L. Teigen, *Readings in Money, National Income and Stobilization Policy* (Illinois : Richard D. Irwin , 1965), p. 18.

โมเดลที่ยังขาด (ก) บทบาทของรัฐบาลในด้านนโยบายการคลัง (ข) ตลาดการเงินซึ่งเป็นเครื่องถ่ายทอดผลของนโยบายไปสู่ระบบเศรษฐกิจ

แบบจำลองที่สอง มีลักษณะซึ่งพิจารณาการเก็บภาษีของรัฐ ดังนั้นรายจ่ายของบุคคลเพื่อการบริโภคจะขึ้นอยู่กับรายได้สุทธิหลังจากหักภาษีแล้ว สมการของโมเดลประกอบด้วยสมการ

๖ สมการดังนี้ :

$$C = C_0 + b Y_d \quad \dots\dots\dots(6)$$

$$Y_d = Y - T \quad \dots\dots\dots(7)$$

$$T = T_0 + t Y \quad \dots\dots\dots(8)$$

$$I = I_0 \quad \dots\dots\dots(9)$$

$$G = G_0 \quad \dots\dots\dots(10)$$

$$Y = C + I + (G - T) \quad \dots\dots\dots(11)$$

สมการ (๖) คือ ฟังก์ชันการบริโภค ซึ่งขึ้นอยู่กับรายได้หลังหักภาษี (Y_d) แล้ว b คือ M.P.C. เหมือนเดิม T คือภาษีอากร G คือรายจ่ายของรัฐบาล ซึ่งถือว่าเป็นตัวอัตโนมัติ (G_0) การลงทุนเอกชนก็ถือเป็น ตัวอัตโนมัติ (I_0) ภาษีเป็นฟังก์ชันของรายได้ประชาชาติ t คืออัตราภาษี

$$C = C_0 + b T_0 + b (1 - t)$$

$$Y = C_0 - b T_0 + c (1 - t) Y + I_0 + G_0$$

ดังนั้น $Y = \frac{1}{1-b(1-t)} C_0 - b T_0 + I_0 + G_0 \quad \dots\dots\dots(11.a)$

จากสมการสุดท้าย, เราอาจจะหาตัวทวีคูณของรายจ่ายของรัฐ เท่ากับ

$$\frac{\Delta Y}{\Delta G} = - \frac{1}{1-b(1-t)} \quad \dots\dots\dots(11.b)$$

และตัว ทวีคูณของภาษี จะเท่ากับ

$$\frac{\Delta Y}{\Delta T} = \frac{-b}{1-b(1-t)} \quad \dots\dots\dots(11.c)$$

พึงสังเกตว่า ตัวทวีคูณของภาษามีค่าเป็นลบ ทั้งนี้เพราะว่า เมื่อรัฐเพิ่มภาษี รายได้หลังจากหักภาษี (disposable income) ย่อมต่ำลง ดังนั้นการบริโภคจะลดลง และรายได้ประชาชาติในปีต่อไปจะลดลงหลายเท่าของอัตราภาษี

แบบจำลองทั่วไป เคนส์เน้นหนักถึงบทบาทของปริมาณเงินซึ่งมีอิทธิพลต่อระบบเศรษฐกิจ ดังที่กล่าวมาแล้วในเรื่องอัตราดอกเบี้ย โดยที่อัตราดอกเบี้ยเป็นตัวเชื่อมระหว่างนโยบายกับเป้าหมายบนปลาย การถือเงินหรือ liquidity preference จึงเป็นโครงสร้างของตลาดการเงิน เพราะเป็นตัวกำหนด อัตราดอกเบี้ย ร่วมกับอุปทานของปริมาณเงิน แต่วิกตอเรีย ชิค เน้นว่า ความต้องการถือเงินมีได้ขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยแต่เพียงอย่างเดียวหากแต่ยังขึ้นอยู่กับระดับรายได้ประชาชาติอีกด้วย เขียนเป็นแบบจำลองอย่างสมบูรณ์แบบใดดังนี้

$$M_d = k Y - mr \dots\dots\dots(12)$$

$$M_s = M_0 \dots\dots\dots(13)$$

$$M_d = M_s \dots\dots\dots(14)$$

สมการ (๑๒) คือฟังก์ชันของความต้องการถือเงิน ซึ่งขึ้นอยู่กับระดับรายได้โดยตรงและอัตราดอกเบี้ยในทางผกผัน สมการ (๑๓) แสดงว่า อุปทานของปริมาณเงินเป็นตัวอัตโนมัติ (กำหนดโดยเจ้าหน้าที่รัฐบาล) สมการ (๑๔) แสดงภาวะสมดุล เราอาจจะเข้าใจทฤษฎีของเคนส์ได้อย่างสมบูรณ์แบบโดยนำเอาตลาดการเงิน (สมการ ๑๒-๑๔) ไปผนวกกับภาวะการณ์เศรษฐกิจ ตามที่แสดงไว้ตามสมการ (๖) ถึงสมการ (๑๑) ยกเว้นอยู่อย่างเดียว นั่นคือ กลไกของเคนส์กำหนดว่าอัตราดอกเบี้ยเป็นตัวเชื่อมซึ่งมีกระทบอัตราการลงทุน และ เมื่อระดับรายได้สูง การลงทุนก็ถูกโน้มนำ เพิ่มขึ้นด้วยการลงทุนเป็นแบบอัตโนมัติตามสมการ (๙) จึงยังไม่ถูกต้องกับสภาพการณ์ที่เป็นจริง ดังกล่าวมาแล้วข้างต้น ทฤษฎีของเคนส์เน้นว่า การลงทุนภาคเอกชนเกิดขึ้นโดยการเปรียบเทียบระหว่างอัตราผลตอบแทน กับอัตราดอกเบี้ยจากเงินกู้ ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยจึงเป็นตัวกำหนดอัตราการลงทุนร่วมกับระดับรายได้ประชาชาติ:

$$I = I_0 + i Y_d - dr \dots\dots\dots(9.1)$$

ดังนั้นเมื่อนำสมการตั้งแต่ (๖) ถึง (๑๑) โดยเปลี่ยน (๙) เป็น (๙.๑) มารวมกับสมการชุด (๑๒) ถึง (๑๔) แล้วแก้สมการ ผลลัพธ์จะปรากฏดังนี้

$$Y = b(Y - tY - T_0) + C_0 + i(Y - tY - T_0) - dr + I_0 + G_0$$

เราอาจจะหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับระดับรายได้ เพื่อจะได้ผลลัพธ์เป็นสมการ IS หรือที่เรียกกันว่าเส้น IS (ภาวะสมดุลในตลาดสินค้า) ได้ดังนี้

$$r = \frac{C_0 + I_0 - (b-i) T_0 + G_0}{d} - \frac{1-(b+i)(1-t)}{d} Y \dots\dots\dots(15)$$

$$\frac{\Delta Y}{\Delta M_0} = \frac{\frac{d}{m}}{1 - (b + i)(1 - t) + \frac{dk}{m}} \dots\dots\dots(18)$$

จากสมการ (๑๗) ตัวทวีคูณของรายจ่ายรัฐบาล จะมีค่า

$$\frac{\Delta Y}{\Delta G_0} = \frac{1}{1 - (b + i)(1 - t) + \frac{dk}{m}} \dots\dots\dots(19)$$

และจาก (๑๗) ตัวทวีคูณของภาษี จะเท่ากับ

$$\frac{\Delta Y}{\Delta T_0} = \frac{-(b + i)}{1 - (b + i)(1 - t) + \frac{dk}{m}} \dots\dots\dots(20)$$

ด้วยสาระสำคัญที่สรุปทั้งหมดนี้ จะเห็นได้ว่า ทฤษฎีของเคนส์นั้น ถือว่า ทั้งนโยบายการเงิน และนโยบายการคลังเป็นมาตรการที่ใช้ได้ผล ถึงแม้อัตราดอกเบี้ยจะเป็นกลไกทางอ้อม แต่ด้วยเหตุที่เคนส์ตั้งข้อสมมติว่าการถือเงินขึ้นอยู่กับระดับรายได้และอัตราดอกเบี้ย และการลงทุนถูกกำหนดขึ้นโดยอัตราดอกเบี้ยและระดับรายได้ กลไกการเงินอันเป็นเครื่องเชื่อมระหว่างตัวแปรทางการเงิน (เป้าหมายข้างกลาง) จึงเป็นอัตราดอกเบี้ยโดยทางอ้อม และโดยทางตัวทวีคูณต่าง ๆ ดังที่สรุปไว้ข้างบนนี้เป็นสำคัญ

๓.

นี้ เราลองหันมาพิจารณาแนวความคิดสำนักใหม่ซึ่งเรียกตัวเองว่า Monetarism แนวความคิดของสำนัก Monetarism โดยการนำของ ศาสตราจารย์ Friedman เกิดขึ้น โดยพยายามปฏิบัติทฤษฎีของเคนส์มาตั้งแต่ ค.ศ. ๑๙๖๓ และมุ่งหนักไปทางด้านที่ว่า "Money matters": ปริมาณเงินเท่านั้นที่สำคัญ เงินสำคัญเพราะเหตุว่า ปริมาณเงินมีผลสะท้อนต่อระบบเศรษฐกิจในลักษณะดังนี้

(๑) เมื่อปริมาณเงินเปลี่ยนแปลง ผลก็คือ รายได้ตัวเงินจะเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกัน เมื่อเจ้าหน้าที่เพิ่มปริมาณเงิน รายได้ตัวเงินจะเพิ่มขึ้นต่ำกว่าปริมาณเงิน ประมาณ ๖-๙ เดือน

(๒) เมื่อปริมาณเงินเพิ่มขึ้น รายได้ตัวเงิน (nominal income) จะเพิ่มขึ้นตามไปด้วย และราคาสินค้าแทบจะไม่เพิ่มเลยในระยะต้น ๆ

(๓) ราคาสินค้าจะเริ่มสูงขึ้นภายหลังจากรายได้ตัวเงินเพิ่มแล้วประมาณ ๖-๙ เดือน ซึ่งหมายความว่า ราคาสินค้าจะเริ่มปรากฏสูงขึ้นล่าช้ากว่าการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินถึง ๑๒-๑๘ เดือน

(๔) การเพิ่มปริมาณเงินจะมีผลทำให้อัตราดอกเบี้ยลดต่ำในตอนแรก ๆ แต่ภายหลังต่อมาอัตราเงินเพื่อจะมีผลทำให้อัตราดอกเบี้ยกลับสูงขึ้น อัตราดอกเบี้ยจึงเป็นเครื่องชี้ประสิทธิภาพของนโยบายการเงินไม่ได้

(๕) ฟรีดแมนและนักเศรษฐศาสตร์กลุ่ม Monetarists มีความหมายคำว่า “ปริมาณเงิน” รวมถึง (ก) เงินสดในมือประชาชน (ข) เงินฝากประเภทกระแสรายวันในธนาคารพาณิชย์และ (ค) เงินฝากประเภทระยะเวลา (ได้รับดอกเบี้ย) เข้าด้วยกัน ผลงานของฟรีดแมนเน้นหนักกว่าอัตราดอกเบี้ยไม่มีความสำคัญต่ออุปสงค์ของการถือเงินแม้แต่อย่างใด

(๖) รายได้ตามทัศนะของฟรีดแมนเป็นรายได้ระยะยาว (permanant income) ซึ่งเป็นรายได้ที่บุคคลคิดว่าตนจะได้รับตลอดชีวิต เรื่องรายได้ระยะยาวนี้ ฟรีดแมนคิดขึ้นมาเอง นับเป็นแนวคิดที่ลึกซึ้งพิสดารอยู่ไม่น้อย เพราะเหตุว่า ในสภาพการณ์เศรษฐกิจที่เป็นจริงนั้น อัตราส่วนระหว่างรายได้ตัวเงินกับปริมาณเงิน หรือที่เรียกว่า อัตราความเร็ว ของการหมุนเวียนของเงิน (velocity) นั้นเปลี่ยนแปลงไม่คงที่(คงที่แค่ในทฤษฎี) ฟรีดแมนพยายามหาทางอธิบายว่า อัตราความเร็วของเงินมีเสถียรภาพ ฟรีดแมนจึงหันมาใช้รายได้ในระยะยาว และใช้ปริมาณเงินคลุมไปถึงเงินฝากประเภทระยะเวลาดำย ดังนั้น พลังขับเคลื่อนของการถือเงิน (demand for money) ตามทัศนะของฟรีดแมนก็คือ ทฤษฎีปริมาณเงิน กลาย ๆ นั่นเอง

ประเด็นที่ผู้เขียนเน้นหนักเพื่อวิจารณ์ทฤษฎีของฟรีดแมนมีอยู่สองประเด็น หนึ่ง อุปสงค์ของการถือเงินมีลักษณะอย่างไร สอง ปริมาณเงินมีผลกระทบระบบเศรษฐกิจในลักษณะใด เราเริ่มพิจารณาสมการแสดงอุปสงค์ของการถือเงินตามทัศนะของฟรีดแมนเสียก่อน ซึ่งมีลักษณะดังนี้

$$\frac{M}{P} = A Y_p^a \quad \dots\dots\dots(21)$$

M = คือปริมาณเงินตามความหมายอย่างกว้าง P คือดัชนีราคา A ตัวคงที่ Y_p คือ “รายได้ระยะยาว” และ a คือความไวต่อการถือเงิน จากงานค้นคว้าวิจัยของฟรีดแมนโดยใช้ข้อมูลในสหรัฐฯ. ระหว่างปี ๑๙๗๐-๑๙๕๔ (ไม่รวมเวลาสงคราม) ผลปรากฏว่าความไวต่อการถือเงินเชิงราคามีค่าเท่ากับหนึ่งและความไวต่อการถือเงินเชิงรายได้มีค่า ๑.๘ หมายความว่า ปริมาณเงินเพิ่มในลักษณะที่เร็วกว่ารายได้ กล่าวอีกนัยหนึ่ง รายได้ระยะยาวเพิ่มขึ้นในลักษณะช้า

กว่าปริมาณเงินนั้นคือ ในขณะที่รายได้เพิ่มร้อยละ ๑, ความต้องการถือเงินเพิ่มถึงร้อยละ ๑.๘ หรือมองในทางตรงกันข้าม, เมื่อปริมาณการถือเงินเพิ่มขึ้นร้อยละ ๑ รายได้ระยะยาวจะเพิ่มขึ้นร้อยละ ๐.๕๕ และระดับราคาเพิ่มสูงขึ้นร้อยละ ๑ ด้วย ความไวตัวของเงินเชิงรายได้ มีคุณลักษณะพิเศษฟรีดแมนถือเป็นสมมติฐานว่า เงินเป็นหลักทรัพย์ประเภทฟุ่มเฟือย (luxury asset)

ทฤษฎีของฟรีดแมนเป็นส่วนพิเศษของทฤษฎีของเคนส์นั่นเอง ลองเปรียบเทียบสมการ (๒๑) ของฟรีดแมนกับสมการ (๑๘) ข้างบน เนื่องจากฟรีดแมนตั้งข้อสมมติว่า อัตราดอกเบี้ยไม่มีบทบาทต่อการถือเงิน สมมติฐานตามสมการที่ (๑๘) มีค่าเป็นศูนย์ และส่วนข้างล่างยกเว้น k ก็เป็นศูนย์ทั้งหมด ผลก็คือ เราเขียนสมการ (๑๘) เสียใหม่ได้ดังนี้

$$M^* = k \cdot Y^* \dots\dots\dots (22)$$

ซึ่งถ้าหากตีความ M^* เป็นปริมาณเงินแท้จริง (คือปริมาณเงินหารด้วยดัชนีราคา และตีความ Y^* เป็นรายได้ระยะยาว) สมการนี้เป็นแบบฉบับของฟรีดแมน ดังปรากฏตามสมการ (๒๑) นั่นเอง ฟรีดแมนให้เหตุผลว่า พฤติการณ์ที่ว่า ความต้องการถือเงินเพิ่มในอัตราเร็วกว่า “ระดับรายได้ระยะยาว” แสดงว่าเมื่อรายได้ระยะยาวยิ่งเพิ่มขึ้น, ค่าของ velocity ซึ่งเป็นอัตราส่วน Y^P / M จะมีแนวโน้มลดต่ำลง ความจริงข้อนี้ฟรีดแมนหยิบยกเป็นข้อพิสูจน์ว่า อัตราการหมุนเวียนของเงินมีเสถียรภาพแน่นอน

วิคตอเรีย ชิค ไม่เห็นด้วยกับข้อสรุปแบบลวก ๆ แบบสมการเดียว ๆ ของฟรีดแมนเลยแม้แต่น้อย ทฤษฎีการถือเงินของฟรีดแมนที่หักทักเอาไว้ว่า เงินเป็นหลักทรัพย์ประเภทฟุ่มเฟือยและอัตราดอกเบี้ยไม่มีความสำคัญต่อการถือเงินนั้นอาจจะวิจารณ์ได้ ๒ तरह ความ ประการแรก ฟรีดแมนตีความหมายคำว่า “ปริมาณเงิน” ในแง่กว้าง คือ รวมเอาเงินฝากประเภทระยะเวลา (time deposits) เข้าไปด้วย เรื่องมีอยู่ว่า เมื่อฟรีดแมนตีความหมายของคำว่าเงินคลุมถึงเงินฝากประเภทเวลา (time deposits) ผลของอัตราดอกเบี้ยย่อมถูกหักล้างไปโดยไม่รู้ตัว เพราะเหตุใด เพราะเหตุว่า เงินสดในมือประชาชน และ เงินฝากประเภทกระแสรายวัน เป็นหลักทรัพย์ซึ่งไม่มีผลตอบแทนโดยตรง เนื่องจากตามกฎหมาย หลักทรัพย์ทั้งสองประเภทนี้ไม่ได้รับดอกเบี้ย สำหรับหลักทรัพย์ทั้งสองอย่างนี้ ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์อื่น ๆ ก็คือ ต้นทุนทางด้านโอกาส ที่เสียไป (opportunity cost) ส่วนเงินฝากประเภทระยะเวลานั้นมีผลตอบแทนในรูปดอกเบี้ย ซึ่งผลตอบแทนนี้มิใช่ต้นทุนด้านโอกาสแม้แต่อย่างใด เพราะฉะนั้น เมื่ออัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูง ประชาชนก็จะมี ความต้องการถือเงินน้อยลง ในขณะที่ความต้องการถือเงินฝากประเภทระยะเวลาเพิ่มขึ้น เมื่อพิจารณาถึงการลดของปริมาณเงินสดและเงินฝากประเภทกระแสรายวัน ร่วมกับการเพิ่มของปริมาณเงินฝากประเภทระยะเวลาแล้ว ปริมาณส่วนรวมที่ลดย่อมจะน้อยกว่าปริมาณลดของเงินสดและเงิน

ฝากประเภทกระแสรายวันแต่อย่างเดียว ผลก็คือ อัตราดอกเบี้ยไม่มีความสำคัญสำหรับสมการแสดงอุปสงค์แห่งการถือเงินตามทฤษฎีของฟริตแมน

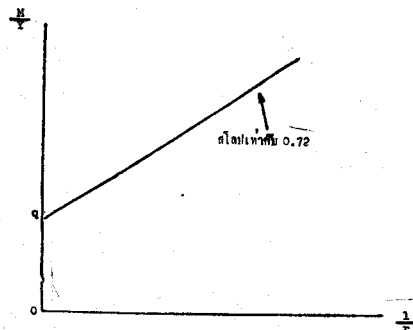
ประการที่สอง เหตุผลในด้านงานวิจัย เมื่อตีความหมายของคำว่าปริมาณเงินในแง่แคบ คือ เงินสดในมือประชาชนบวกด้วยเงินฝากประเภทกระแสรายวันในธนาคารพาณิชย์แล้ว งานวิจัยของนักเศรษฐศาสตร์ส่วนมากเน้นไปทางข้อสรุปที่ว่า ความไวตัวของ การถือเงินมีค่าประมาณหนึ่ง หรือน้อยกว่าหนึ่งเป็นสำคัญ และไม่มีงานวิจัยใดเสนอค่าสูงถึง ๑.๘ นักแสดงว่าเงินสดในมือประชาชนกีด และเงินฝากประเภทกระแสรายวันก็มิได้เป็นหลักทรัพย์เพื่ออย่างที่ว่าฟริตแมนกล่าวอ้างไว้ ผู้เขียนอ้างอิงงานวิจัยที่เด่นๆ มาสนับสนุนเช่น Laider, Tobin ฯลฯ ซึ่งล้วนแต่สนับสนุนทฤษฎีของเคนส์ ที่ว่า ความต้องการถือเงินจะเพิ่มขึ้นเมื่อรายได้เพิ่ม และจะลดเมื่ออัตราดอกเบี้ยสูง (ตามสมการที่ (๑๒) ข้างต้น) ข้อสรุปเช่นนี้ย่อมลบล้างแนวความคิดของฟริตแมนเรื่องอัตราดอกเบี้ยไปโดยอัตโนมัติ

เป็นที่น่าเสียดายที่ วิคตอเรีย ชิค มิได้อ้างอิงงานวิจัยชิ้นเอกอื่นๆ ซึ่งสามารถจะล้มล้างข้อสรุปของฟริตแมนอย่างสิ้นเชิง อาทิเช่น งานวิจัยของ H. Latane "Cash Balances and the Interest Rate: A Pragmatic Approach," *Review of Economics and Statistics* (Nov. 1954) หน้า ๔๕๖-๖๐ และ C. Christ, "Interest Rates and Portfolio, Selection among Liquid Assets" *Measurement in Economics* (Calif.: Stanford Univ. Press. 1963) หน้า ๒๐๑-๑๘ เราจะพิจารณาสมการแสดงความต้องการถือเงินของคริสต ซึ่งมีลักษณะดังนี้

$$\frac{M}{Y} = q + n \frac{1}{r} \dots\dots\dots(23)$$

M คือปริมาณเงินในแง่แคบ, Y คือรายได้ประชาชาติ r คืออัตราดอกเบี้ย ส่วน q และ n คือตัวพารามิเตอร์ที่จะต้องหาค่าโดยวิธีสถิติ อัตราดอกเบี้ยที่ใช้คือ อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรระยะยาว โดยใช้ข้อมูลในสหรัฐฯ. ระหว่างปี ๑๙๕๒-๑๙๕๘ ผลทางสถิติปรากฏดังนี้^๔.

๔. นี่เป็นผลงานวิจัยของคริสตจากบทความที่อ้างข้างบนนี้ เราอาจจะแสดงเป็นแผนภาพได้ดังนี้



$$\frac{M}{Y} = 0.13 + 0.72 \frac{1}{r} \dots\dots\dots(24)$$

ตามสมการการถือเงิน^๕ แสดงว่า $q = 0.๑๓$ และสัมประสิทธิ์ของอัตราดอกเบี้ยมีค่าเท่ากับ ๐.๗๒ สมการนี้มีความสำคัญโดยนัยสถิติ ๗๕% (ค่าสัมประสิทธิ์ของสหสัมพันธ์ = .๗๕) อีก ๒๕% อธิบายได้โดยตัวแปรอื่น ๆ ที่มีได้นำมาแสดงไว้ตามสมการที่ (๒๓) เราอาจจะเปลี่ยนรูปสมการ (๒๔) เป็นสมการแห่งการถือเงินตามทัศนะของเคนส์ได้โดยคูณตลอดสมการด้วย รายได้ประชาชาติ (Y) ผลจะปรากฏดังนี้

$$M = 0.13 Y + 0.72 \frac{Y}{r} \dots\dots\dots(25)$$

หมายความว่า เมื่ออัตราดอกเบี้ยคงที่, อุปสงค์แห่งการถือเงินเปลี่ยนแปลงโดยตรงกับรายได้ประชาชาติ ยกตัวอย่าง ถ้าหากอัตราดอกเบี้ยเท่ากับ ร้อยละ ๘,

$$M = 0.13 Y + 0.09 Y = 0.22 Y$$

ซึ่งหมายความว่าปริมาณเงินคิดเทียบส่วนเท่ากับร้อยละ ๒๒ ของรายได้ประชาชาติ หรือถ้าอัตราดอกเบี้ยเท่ากับร้อยละ ๖ ความต้องการถือเงินจะเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ ๒๕ ของรายได้ประชาชาติเป็นต้น ในทำนองกลับกัน, สมการ(๒๕)บอกให้เราทราบว่า ถ้าหากถือว่ารายได้คงที่ ณ ระดับหนึ่งๆ อุปสงค์ของการถือเงินจะเปลี่ยนแปลงเป็นสัดส่วนผกผันกับอัตราดอกเบี้ย ซึ่งอนันต์คือคุณสมบัติของ Liquidity preference ตามทฤษฎีของเคนส์ สมมติว่ารายได้ประชาชาติอยู่ในระดับ ๑๐๐ พันล้านบาท เราอาจจะสนใจสืบสาวดูว่า ความต้องการถือเงินกับอัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงไปในลักษณะอย่างไร จากสมการ (๒๕) เมื่อ $Y = 100$ สมการใหม่จะกลายเป็น

$$M = 0.13 (100) + 0.72 \frac{100}{r}$$

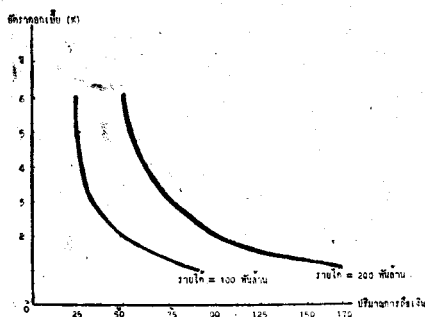
$$M = 13 + \frac{72}{r} \dots\dots\dots(26)$$

เราแทนค่าสมการนี้ด้วยอัตราดอกเบี้ยระดับต่างๆ กัน จะทราบความสัมพันธ์ระหว่างอุปสงค์แห่งการถือเงินกับอัตราดอกเบี้ย แสดงตามตารางดังนี้ :

อัตราดอกเบี้ย %	เมื่อรายได้ = ๑๐๐ อุปสงค์ของการถือเงิน	เมื่อรายได้ประชาชน = ๒๐๐
๑	๘๕	๑๗๐
๒	๔๘	๙๘
๓	๓๗	๗๔
๔	๓๑	๖๒
๕	๒๗.๔	๕๔.๘
๖	๒๕	๕๐

ได้ดังนี้

จากความสัมพันธ์ตามตารางนี้ เราอาจจะแสดงเป็นแผนภาพเป็นเส้น liquidity preference



ซึ่งแสดงชัดว่าอัตราดอกเบี้ยมีความสำคัญต่อการถือเงินและทฤษฎี liquidity preference ก็ทดสอบได้จริง

ประเด็นที่สอง เรื่องกลไกการเงิน หรือประเด็นที่ว่าปริมาณเงินได้มีผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจอย่างไรนั้น มีสองเรื่อง เรื่องแรกคือ กลไกแท้ๆ และอีกเรื่องหนึ่งคือปัญหา ความล่าช้า (lags) ในการส่งผลกระทบของนโยบายการเงิน เรื่องกลไกการเงินทั้งๆ นั้น ฟรีดแมนเน้นว่าปริมาณเงินเป็นตัวแปรขั้นกลางซึ่งจะเป็นแรงผลักดันส่งผลกระทบต่อปริมาณผลผลิตและระดับราคาสินค้าโดยตรง คำอธิบายของฟรีดแมนเรื่องกลไกการเงินอาจจะสรุปได้ดังนี้ : เมื่อเจ้าหน้าที่รัฐบาลเพิ่มปริมาณเงิน หน่วยเศรษฐกิจจะมีความรู้สึกว่าตนมีปริมาณเงิน เกินกว่าปกติ หน่วยเศรษฐกิจ (ประชาชนและธนาคารพาณิชย์) จะใช้เงินที่เกินปกตินี้เพื่อดำรงภาวะสมดุลง่ายๆ ใหม่ โดยประชาชน (ผู้บริโภคและผู้ลงทุน) จะซื้อสินค้าบริการและเมื่อความต้องการซื้อสินค้าบริการเพิ่ม, ผู้ผลิตจะผลิตสินค้าประเภทบริโภคเพิ่มขึ้น และเพื่อที่จะผลิตสินค้าบริโภคเพิ่ม นักธุรกิจจะสร้างโรงงาน, ขยายเครื่องมือเครื่องจักร (สินค้าทุน) เพิ่ม บุคคลบางกลุ่มจะใช้ปริมาณเงินที่เกินนี้ซื้อหลักทรัพย์ ซึ่งมีผลตอบแทนในกระบวนการนี้ปริมาณผลผลิต และ ระดับราคา จะเพิ่มสูงขึ้น สำหรับธนาคารพาณิชย์ก็เช่นกัน, เมื่อปริมาณเงินสดในมือมากกว่าปกติ, ธนาคารพาณิชย์จะใช้เงินสดซื้อหลักทรัพย์ซึ่งมีผลตอบแทน เนื่องจาก สินค้า และ หลักทรัพย์ มีลักษณะแข่งขัน (substitute) กับเงิน, การปรับตัวของหน่วยเศรษฐกิจจะดำเนินไปอย่างสุดเหวี่ยง ผลบั้นปลายก็คือทั้งสินค้าบริการ และ หลักทรัพย์หลายประเภทขยายตัวอย่างกว้างขวาง การขยายตัวนี้จะดำเนินไป จนถึงสภาพซึ่งปริมาณเงินที่เพิ่มเข้าสู่ภาวะสมดุลกับความต้องการถือเงินโดยหน่วยเศรษฐกิจ ณ จุดสมดุลภาพใหม่นี้จะบังเกิดขึ้นจะเห็นได้ว่า กลไกการเงินของฟรีดแมนนั้น ไม่ค่อยแตกต่างไปจากที่เคนส์กล่าวไว้อย่างชนิดหน้ามือเป็นหลังมือตามที่ฟรีดแมนกล่าวอ้าง มีลักษณะคล้ายคลึงมากกว่าแตกต่าง ผู้เขียนวิจารณ์ กลไกการเงิน

ของฟริตแมนไว้อย่างละเอียด ที่น่าชมก็คือวิศตอเรีย ชิค สรุปคำวิจารณ์ได้กระชับรัดเพียง ๒ ประโยค กล่าวคือ (ก) ฟริตแมนตั้งข้อสมมติว่า อัตราดอกเบี้ยไม่มีความสำคัญต่อการถือเงิน แต่เหตุไฉนเมื่อปริมาณเงินเพิ่ม หน่วยเศรษฐกิจทำการซื้อหลักทรัพย์มากมายหลายชนิด รวมทั้งถึงสินค้าทุน ซึ่งพฤติกรรมทำนองนี้แสดงว่า อัตราดอกเบี้ย (ผลตอบแทน) เป็นตัวการสำคัญ (ข) ที่ฟริตแมนอ้างว่าปริมาณเงินเป็นตัวการตัดสินขนาด คือเป็นตัวเหตุก่อให้เกิดความเปลี่ยนแปลงทางการผลิตและบริโภคคนนี้อาจจะไม่ถูกต้องทีเดียวก็ได้ เพราะเหตุว่าเมื่อภาวะเศรษฐกิจ (การบริโภค การผลิตสินค้า) เปลี่ยนแปลง, ความเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจอาจจะเป็นแรงผลักดันทำให้การถือเงินเปลี่ยนแปลงก็ได้ คำวิจารณ์ทั้งสองข้อเป็นคำวิจารณ์ที่น่าสนใจ กอปรด้วยเหตุผลที่น่ารับฟัง

เรื่องความล่าช้าของนโยบายการเงิน (lag in effect of monetary policy) นั้น ศาสตราจารย์มิลตัน ฟริตแมนเป็นนักวิจัยที่มีความคิดริเริ่มศึกษาและสรุปว่านโยบายการเงินเป็นนโยบายที่เจ้าหน้าที่ธนาคารปฏิบัติล่าช้าไม่ทันการ กว่าจะเริ่มลงมือวางนโยบายเพื่อแก้ปัญหาอย่างหนึ่ง พฤติกรรมเศรษฐกิจก็เปลี่ยนเป็นอย่างอื่นไปเสียแล้ว ความล่าช้าเกิดขึ้นได้สองกรณีใหญ่ ๆ กรณีหนึ่งคือ ความล่าช้าภายใน (inside lag) ซึ่งแยกออกเป็น ๒ ตอนคือ (ก) ความล่าช้าซึ่งเกิดขึ้นระหว่างเวลาที่ควรจะมีการเปลี่ยนแปลงนโยบาย (คือเศรษฐกิจมีปัญหา ควรที่เจ้าหน้าที่เริ่มนโยบายใหม่) กับเวลาที่เจ้าหน้าที่เริ่มตระหนักหรือรับรู้ว่าจะเริ่มนโยบาย (ข) ความล่าช้าระหว่างเวลาที่เจ้าหน้าที่ยอมรับที่จะเปลี่ยนนโยบาย กับเวลาที่ลงมือกำหนดนโยบาย กระทำจริง ๆ ความล่าช้าอีกประเภทหนึ่งเรียกว่าความล่าช้าภายนอก (outside lag) ซึ่งแบ่งออกเป็นสองตอนเช่นกัน (ก) ตอนแรกคือ ความล่าช้าซึ่งเกิดขึ้นระหว่างเวลาที่เจ้าหน้าที่เริ่มเปลี่ยนนโยบายการเงินกับเวลาที่นโยบายนั้นมีผลกระทบต่อดัชนีราคา, ปริมาณเงิน หรือตัวแปรทางการเงินอื่น ๆ (ข) ตอนที่สองคือระยะเวลาระหว่างความเปลี่ยนแปลงทางด้านตัวแปรการเงิน (อัตราดอกเบี้ย, ปริมาณเงิน ฯลฯ) กับผลสะท้อนซึ่งความเปลี่ยนแปลงทางการเงิน (หรือกลไกการเงิน) เช่นนั้นส่งผลกระทบต่อการบริโภค การลงทุน รายได้และการผลิต ฟริตแมนเขียนหนังสือ *A Program of Monetary Stability* (Fordam University Press, 1959) ตีพิมพ์เมื่อ ค.ศ. ๑๙๕๙ เสนอแนวความคิดว่า ความล่าช้าของนโยบายการเงิน (out side lag) มีระยะยาวนานถึง ๑๔ เดือน และไม่คงที่แน่นอน (หน้า ๘๔-๘๙) ยากที่เจ้าหน้าที่จะพึงรู้ได้ เมื่อเจ้าหน้าที่กระทำการนโยบายไปอย่างหนึ่ง ความล่าช้าจะทำให้สถานการณ์กลับเลวร้ายไปกว่าเดิมเสียอีกคือ มีผลกระทบภาวะเศรษฐกิจไปในทางที่ขึ้น ๆ ลง ๆ ขาดเสถียรภาพ หนังสือเล่มหนึ่งซึ่งฟริตแมนเขียนร่วมกับแอนนา ขวอร์ท ซึ่งสาระสำคัญของหนังสือได้สรุปไว้ในบทความเรื่อง

“Money and Business Cycles” *Review of Economics and Statistics* (Feb. 1963) หน้า ๓๒-๖๔

ฟริตแมนก็ยังยืนยันความคิดเดิมที่ว่า นโยบายการเงินนั้นมีความล่าช้ามากในการส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจ ฟริตแมนจึงเสนอแนะเจ้าหน้าที่ให้กฎเกณฑ์เพิ่มปริมาณเงินตามอัตราเปอร์เซ็นต์ที่กำหนดขึ้นล่วงหน้า เช่นปีละร้อยละ ๑๐-๑๕ แล้วแต่สภาพทางเศรษฐกิจเพื่อระบบเศรษฐกิจจะไม่ต้องถูกผลักดันให้เป็นไปอย่างหนึ่ง หนึ่ง ที่เจ้าหน้าที่มีเจตจำนงที่จะให้เปลี่ยนไปอีกอย่างหนึ่ง วิคตอเรีย ชิค ไม่เห็นด้วยเลยกับแนวความคิดและข้อเสนอแนะของฟริตแมน วิคตอเรีย ชิค หยิบยกผลงานวิจัยของนักเศรษฐศาสตร์อื่น ๆ มาโต้แย้งทฤษฎีเรื่องความล่าช้าของฟริตแมน และวิเคราะห์เรื่องนี้อย่างลึกซึ้งพิสดาร (หน้า ๔๘-๕๒) ผู้อ่านซึ่งมีภูมิหลังเกี่ยวกับทฤษฎีว่าด้วย distributed lag คงจะคล้อยตามความคิดของ ชิค ในแง่ที่ว่า แท้จริงแล้ว ถ้าวัดด้วยวิธีการสถิติอันถูกต้อง นโยบายการเงินไม่ได้มีความล่าช้ายาวนานดังที่ฟริตแมนตีโพยตีพายแม้แต่อย่างใด ตรงกันข้าม, นโยบายการเงินมีลักษณะยืดหยุ่น, ส่งผลกระทบต่อตัวแปรค่าขึ้นกลาง (อัตราดอกเบี้ย ปริมาณเงิน, ฯลฯ) อย่างรวดเร็วทันตามเป้าหมายที่ต้องการเสียด้วยซ้ำ เธอสรุปว่า ฟริตแมนเอง ตอนหลังๆ ก็ชักไม่แน่ใจในเรื่องความล่าช้า ฟริตแมนจึงคิดแบบจำลองใหม่ขึ้นแก้คำวิจารณ์ของนักเศรษฐศาสตร์อื่น ๆ เมื่อปี ๑๙๗๐ ซึ่งมีผู้เขียนสรุปไว้ในบทที่ ๗ ของหนังสือเล่มนี้

๔.

บทที่ ๕ ของหนังสือ วิคตอเรีย ชิค วิจารณ์แนวความคิดเกี่ยวกับกลไกการเงินของนักเศรษฐศาสตร์สำนักหนึ่งซึ่งเน้นผลกระทบต่อนโยบายการเงินในด้าน เศรษฐทรัพย์ สภาพคล่อง และผลของปริมาณเงินแท้ ๆ : “Wealth, liquidity, real balance effects”

ประเด็นสำคัญมีอยู่ว่า อุปสงค์รวมของผู้บริโภค และผู้ลงทุนนั้น ขึ้นอยู่กับตัวแปรอะไรแน่ เมื่อรู้ตัวแปรเช่นนั้น, เจ้าหน้าที่รัฐบาลจะได้มีวิธีควบคุมให้เป็นไปตามเป้าหมายที่ต้องการได้ Real balance effect นั้น เป็นแนวความคิดซึ่ง Pigou และ Patinkin เจ้าตำรับเป็นผู้คิดขึ้น, เพื่อท้าทายข้อสมมติของเคนส์ในหนังสือหลักประวัติศาสตร์ *The General Theory* ที่ว่า โดยปกติแล้วดุลยภาพทางเศรษฐกิจจะเป็น ดุลยภาพซึ่งการจ้างงานไม่ได้อยู่ในระดับเต็มที่ (less-than-full-employment equilibrium) พิกกูและปาทินคินมีความเห็นว่า ถ้าถือเป็นข้อสมมติว่า ราคาและค่าจ้างมีความยืดหยุ่นเต็มตัว, และรายจ่ายรวม (อุปสงค์รวม) ของหน่วยเศรษฐกิจมีลักษณะ

๔. Don Patinkin, *Money Interest and Prices* (New York : Harper & Row, 1965).

$$E = E(Y; r, \frac{M}{P})$$

(E คือรายจ่ายรวม, Y คือระดับรายได้ r อัตราดอกเบี้ย M คือ ปริมาณเงินถือในมือประชาชน P คือดัชนีราคาสินค้า ซึ่งหมายความว่า M/P คือปริมาณเงินแท้จริง หรืออำนาจซื้อของเงิน) ในกรณีเช่นนี้ ถ้าหากราคาสินค้าลดต่ำลง ปริมาณเงินจะมีอำนาจซื้อเพิ่มขึ้น ดังนั้นแม้ระดับรายได้ (Y) และอัตราดอกเบี้ย (r) จะไม่มีผลแรงพอที่จะช่วยให้เศรษฐกิจก้าวไปสู่ภาวะการจ้างงานเต็มที่ ปริมาณเงินแท้จริง (real balances) จะมีผลกระทบตุนเศรษฐกิจก้าวไปสู่ภาวะการจ้างงานเต็มที่ได้ เราจะเห็นได้ว่า real balance effect นี้เน้นหนักไปทางด้าน ราคาสินค้า แต่ถ้าหากเน้นถึงบทบาทของปริมาณเงิน ต่อระดับการใช้จ่าย (การบริโภค, การลงทุน) ของหน่วยเศรษฐกิจแล้ว แนวคิดเรื่องสนับสนุนมากกว่าที่จะหักล้างทฤษฎีของเคนส์ เคนส์ได้วิเคราะห์เรื่องนี้ไว้ในบทที่ ๑๗ ของ *The General Theory* มีสาระว่า โดยที่ปริมาณเงินมีสภาพคล่อง ๑๐๐% และราคาของเงินมีลักษณะค่อนข้างคงที่ (เมื่อเปรียบเทียบกับหลักทรัพย์อย่างอื่น) การเพิ่มปริมาณย่อมจะมีผลกระทบตุนรายจ่าย (อุปสงค์รวม) ในการซื้อสินค้าบริการเพิ่มขึ้นโดยตรง

นักเศรษฐศาสตร์บางสำนักก็มีความเห็นว่า ปริมาณเงินแท้จริงอย่างเดียวยังแคบเกินไปในการที่จะเป็นตัวกำหนดการใช้จ่ายรวมของหน่วยเศรษฐกิจ นักเศรษฐศาสตร์กลุ่มนี้ ได้แสดงผลงานดังที่ปรากฏตาม *The Radcliffe Report* ตีพิมพ์ในประเทศอังกฤษ เมื่อ ค.ศ. ๑๙๕๙ (ซึ่ง R.S. Sayers เป็นหัวหน้า) โดยเห็นว่า สภาพคล่อง (liquidity effect) เป็นตัวกำหนดความต้องการรวมของระบบเศรษฐกิจ สภาพคล่องรวมถึง (ก) รายได้ จากการขายสินค้า (บริษัทธุรกิจ) และจากค่าจ้าง (ผู้บริโภค), (ข) ปริมาณเงิน รวมทั้ง หลักทรัพย์สภาพคล่องอื่น ๆ ซึ่งอาจจะเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ (ค) แนวทางเงินกู้จากแหล่งต่าง ๆ รายงานแรดคลิฟ มีความเห็นว่า สถาบันการเงินการคลังต่าง ๆ (นอกเหนือไปจากธนาคารพาณิชย์) เช่น finance companies, บริษัทประกัน, และสถาบันออมทรัพย์อื่น ๆ สามารถสร้างสภาพคล่องให้กับหน่วยเศรษฐกิจได้เหมือนกัน ฉะนั้นจึงเสนอแนะให้รัฐควบคุมสถาบันเหล่านี้เช่นเดียวกับธนาคารพาณิชย์ แนวความคิดทำนองนี้ได้รับการสนับสนุนจากผลงานวิจัยชั้นนำในสหรัฐฯ ซึ่งมีชื่อเสียงโด่งดังเมื่อ ค.ศ. ๑๙๖๐ โดย J. Gurley and E. Shaw เขียนหนังสือ *Money in the Theory of Finance* ขึ้น แต่ในทางปฏิบัตินี้ การควบคุมสถาบันการเงินนอกเหนือไปจากธนาคารพาณิชย์เป็นสิ่งกระทำไดยาก ยังเป็นที่ถกเถียงกันมากในหมู่นักเศรษฐศาสตร์และยังไม่มีอะไรเป็นแนวทางสำหรับการกำหนดนโยบายได้

นอกจากแนวความคิดทั้งสองก็มี wealth effect ซึ่งนักเศรษฐศาสตร์บางกลุ่มมีความเชื่อว่า เศรษฐทรัพย์เป็นตัวกำหนดรายจ่ายรวมที่สำคัญอย่างหนึ่ง เขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$E = E \left(Y, r, \frac{W}{P} \right)$$

ซึ่งตัวแปรทุกตัวยกเว้น W มีความหมายเหมือนที่กล่าวไว้ข้างบนนั้น W คือ “เศรษฐทรัพย์สุทธิของเอกชน” ที่เป็นอยู่ในวิชาเศรษฐศาสตร์ทั่วไปนั้นคำว่า wealth เป็นคำที่หมายถึง สินทรัพย์สุทธิของฝ่ายเอกชน (ไม่รวมเศรษฐทรัพย์ภาครัฐบาล) ซึ่งประกอบด้วยปริมาณเงินบวกด้วยสินทรัพย์อันได้แก่ปัจจัยทุน สำหรับคำว่า “ปริมาณเงิน” นั้น นักเศรษฐศาสตร์ทั่วไปหมายถึงเงินที่รัฐบาลพิมพ์ขึ้นมา ซึ่งเป็น “หนี้สิน” ของรัฐบาล ซึ่งมีชื่อเรียกว่า เงินฐาน หรือ ฐานเงิน หรือ เงินพลังสูง (monetary base or base money or high-powered money) ลักษณะพิเศษของเงินประเภทนี้ก็คือ แม้เงินจะเป็นหนี้สินของรัฐบาลก็จริงอยู่ แต่ทว่าเมื่ออยู่ในมือประชาชนและธนาคารพาณิชย์จะกลายเป็น “สินทรัพย์” ของหน่วยเศรษฐกิจภาคเอกชนเหล่านี้ ฐานเงินจึงหมายถึงเงินสดในมือประชาชนบวกเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ ปัญหาจึงเกิดขึ้นว่า คำว่าปริมาณเงินทางเศรษฐศาสตร์นั้นหมายถึงเงินสด (ออกโดยกระทรวงคลังและธนาคารกลาง) บวกด้วยเงินฝากประเภทกระแสรายวัน (demand deposits) ด้วย แต่เมื่อคิดค่าเศรษฐทรัพย์ คำว่าปริมาณเงินกลับรวมเฉพาะปริมาณเงินที่ออกโดยรัฐเท่านั้น ปัญหานี้เป็นที่ถกเถียงกันมากในหมู่เศรษฐศาสตร์ ผู้เขียนเห็นด้วยกับข้อเสนอที่ว่า ถึงอย่างไรก็ต้องรวมเงินฝากประเภทกระแสรายวันในธนาคารพาณิชย์เป็นส่วนหนึ่งของมูลค่าเศรษฐทรัพย์ด้วยถ้ามองในแง่ wealth effect เป็นกลไกที่สำคัญซึ่งเชื่อมโยงนโยบายการเงินกับความเปลี่ยนแปลงทางด้านเศรษฐกิจ (การบริโภค การลงทุน, รายได้ประชาชาติ ฯลฯ)

๕.

เราสรุปทัศนะเกี่ยวกับกลไกการเงินมาถึงแนวคิดที่เรียกกันว่า portfolio balance.

ทฤษฎี Portfolio Balance นี้ได้ปรากฏขึ้นจากผลงานวิจัยของ Gurley และ Shaw จากหนังสือ *Money in the Theory or Finance* (ตีพิมพ์ ค.ศ. ๑๙๖๐) และผลงานของ James Tobin นักเศรษฐศาสตร์อเมริกัน สารสำคัญของทฤษฎีนี้อาศัยพื้นฐานจากทฤษฎีอุปสงค์แห่งการถือเงินของเคนส์นั่นเอง หากแต่ทฤษฎีใหม่นี้เน้นหนักไปทางด้านหลักทรัพย์และอัตราดอกเบี้ย หลายอย่างหลายประเภทพร้อมๆกัน เราได้กล่าวแล้วว่าทฤษฎีของเคนส์พิจารณาเน้นหนัก หลักทรัพย์ประเภทเดียว

(คือพันธบัตรรัฐบาล) และอัตราดอกเบี้ยเพียงอัตราเดียวเท่านั้น หลักทรัพย์ซึ่งเป็นตัวแปรตามทฤษฎี portfolio balance มีมากหลายอย่างดังนี้

๑. ปริมาณเงิน
๒. หลักทรัพย์รัฐบาลระยะสั้น
๓. หลักทรัพย์รัฐบาลระยะยาว
๔. หนี้เอกชนระยะสั้น
๕. พันธบัตรระยะยาว
๖. หุ้นกู้ต่าง ๆ
๗. บัณฑิตทุน (รวมถึงสินค้าคงทนและสินค้าคงทนในมือผู้บริโภค)

ทฤษฎีพอร์ตโฟลิโอ บาลานซ์ จึงเป็นทฤษฎีที่ว่าด้วย ความต้องการถือหลักทรัพย์ โดยหน่วยเศรษฐกิจ การเลือกถือหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยสำหรับหลักทรัพย์นั้น ๆ และขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยสำหรับหลักทรัพย์อื่น ๆ ในทำนองกลับกัน อธิบายได้ว่า หากผู้ถือหุ้นกู้มากและบัณฑิตทุนน้อยหมายความว่าหุ้นกู้มีผลตอบแทนสูง ส่วนบัณฑิตทุน (เครื่องจักร ฯลฯ) ให้ผลตอบแทนต่ำ หน่วยเศรษฐกิจจะพยายามปรับสมดุลของตนโดยเลือกถือหลักทรัพย์ชนิดต่าง ๆ ด้วยสัดส่วนที่สมดุลย์พอดีเมื่อคำนึงถึงผลตอบแทนจากหลักทรัพย์เหล่านั้น คือหัวใจของทฤษฎีพอร์ตโฟลิโอบาลานซ์โดยเหตุที่ว่า หลักทรัพย์เหล่านี้มีลักษณะทดแทนหรือแข่งขันซึ่งกันและกัน เมื่อหน่วยเศรษฐกิจหนึ่งเปลี่ยนแนว การเลือกถือ ความเปลี่ยนแปลงนี้จะส่งผลสะท้อนกระทบกระเทือนงบบดุลของหน่วย เศรษฐกิจอื่น ๆ

เจมส์ โทบินเป็นนักเศรษฐศาสตร์การเงินผู้มีชื่อเสียงโด่งดังทั่วโลกผู้หนึ่ง และเป็นศาสตราจารย์ประจำมหาวิทยาลัยเยล ในสหรัฐฯ ท่านได้สรุปทฤษฎีพอร์ตโฟลิโอบาลานซ์ไว้ดังนี้^๖ กลไกการเงิน : ตัวแปรจักรกลอันเป็นเครื่องเชื่อมระหว่างนโยบายการเงินกับระบบเศรษฐกิจคือ "Supply price of capital" ซึ่งหมายถึง อัตราผลตอบแทนซึ่งจะทำให้อุปสงค์แห่งการถือบัณฑิตทุนเท่ากับอุปทานของบัณฑิตทุนนั้น ดังนั้นเมื่อเจ้าหน้าที่การเงินเพิ่มปริมาณเงิน อัตราดอกเบี้ยจะลดลงต่ำ การลงทุน (การซื้อบัณฑิตทุน) จะเพิ่ม เพราะผู้ลงทุนจะประเมินค่าของบัณฑิตทุนที่มีอยู่ ถ้าหากมูลค่าของบัณฑิตทุนต่ำกว่าราคาผลิตของบัณฑิตทุนใหม่ ผู้ลงทุนย่อมไม่มีกำลังใจที่จะขยายการลงทุน ในทางตรงกัน

๖. J. Tobin, "Money, Capital and Other Stores of Value," *AER*, 1961; "An Essay on the Principles of Debt Management," ในหนังสือ *Fiscal and Debt Management Policies*, Commission on Money and Credit, (Prentice - Hall, 1963), 378-455.

ข้าม ถ้าหากมูลค่าของปัจจัยทุนสูงกว่าราคาผลิตของปัจจัยทุนใหม่, การลงทุนก็จะเพิ่มด้วยเหตุนี้
เจ้าหน้าที่การเงินจึงต้องพยายาม ควบคุม อัตราผลตอบแทน หรือ Supply price of capital นี้ให้
ขึ้นไปตามที่ต้องการ เมื่อควบคุมราคานี้ได้ การขยายตัวของหลักทรัพ์อื่น ๆ และดอกเบี้ยอื่น ๆ ก็
จะมีผลตามที่ต้องการด้วย โดยการปรับบังคูลหรือการจัด ปอดโฟลีโอ ของหน่วยเศรษฐกิจนั่นเอง

ผู้เขียนวิจารณ์ทฤษฎีหลังสุดนี้มากกว่าทฤษฎีอื่น ๆ และให้เหตุผลว่าในทางปฏิบัติ เจ้า
หน้าที่ควบคุม Supply price of capital ได้ยาก เพราะมีส่วนเกี่ยวข้องที่สลับซับซ้อน ผู้เขียนจึงไม่
เห็นด้วยกับโทบินที่จะถือว่าตัวแปรนี้เป็นปัจจัยกลยุทธ์ในการทำหน้าที่เป็นกลไกการเงิน

คำวิจารณ์

หนังสือของวิคตอเรีย ชิค เล่มนี้เป็นหนังสือวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรข้างกลาง
กับเป้าหมายบนปลายทางเศรษฐกิจ โดยมุ่งหนักไปทางการชี้แนะให้เห็นว่า แนวความคิดเรื่อง
กลไกการเงิน และผลของนโยบายการเงินซึ่งกระทบระบบเศรษฐกิจนั้น พิจารณาได้หลายทัศนะหรือ
หลายสำนัก แต่สำนักที่ตั้งข้อสมมติ ให้ธรรมชาติภายใต้ถูกต้องลึกซึ้งพิสดารมากที่สุดก็คือ ทฤษฎีของ
เคนส์แท้ ๆ นั่นเอง ทฤษฎี Monetarism ภายใต้การนำของฟรีดแมน แม้จะผลิตผลงานวิจัยออกมา
เป็นจำนวนมาก และมีแนววิเคราะห์อันแยบยล ก็เป็นทฤษฎีซึ่งขยายความ สนับสนุนทฤษฎีที่เคนส์
กล่าวไว้ในหนังสือ The General Theory ทั้งสิ้น การที่นักเศรษฐศาสตร์กลุ่มฟรีดแมน เสนอให้มี
การ “ปฏิวัติ” ความคิดของเคนส์เสียใหม่ จึงเป็นการหยิบบกเฉพาะบางส่วนของทฤษฎีพิเศษของเคนส์
ขึ้นเป็นจุดโจมตี และเป็นการเข้าใจทฤษฎีของเคนส์อย่างผิดถนัด ผู้เขียนเน้นอีกว่าทฤษฎีอื่น ๆ เช่น
ทฤษฎี real balance กิตี wealth effects ตลอดจน portfolio balance ของโทบินกิตี, ล้วนแล้วแต่
สนับสนุนเสริมต่อข้อข้อโหว่ที่เคนส์มิได้กล่าวไว้อย่างละเอียดเท่านั้น ผู้เขียนยังวิจารณ์ต่อไปว่า เมื่อพูด
ถึงแง่ของการวิจัยทดสอบทฤษฎีซึ่งเกิดขึ้นภายหลังเคนส์เหล่านั้นแล้ว ก็ยังมีอุปสรรคหลายอย่างเกี่ยวกับ
การวัดอย่างถูกต้องแน่นอน เช่น การวัด wealth ยังไม่เป็นที่ยอมรับว่าควรจรวมเงินสร้างโดยธนา-
คารพาณิชย์ (เงินฝากประเภทกระแสรายวัน) เข้าด้วยหรือไม่ เพราะเหตุใด? เมื่อเป็นเช่นนั้นการที่
จะกล่าวว่านโยบายการเงินมีผลสะท้อนทางด้าน wealth effect จึงยังเป็นเรื่องที่พิลึกพิลั่นชอบกลอยู่
ในทำนองเดียวกัน ทฤษฎีซึ่งได้รับเอาความนิยมแพร่หลายอย่างกว้างขวางอย่างเช่น portfolio
balance นั้นเน้นหนักไปทางด้าน “Supply price of capital” ซึ่งผู้เขียนเห็นว่าเป็นปัญหาที่ไม่กระ-
จ่างแจ้งนักว่ นโยบายการเงินจะมีผลกระทบตัวแปรเช่นนี้ เพียงใดหรือไม่ กล่าวโดยสรุป, เมื่อ

ทฤษฎีของเคนส์เป็นทฤษฎีกว้างมีลักษณะยืดหยุ่นเปิดโอกาสให้เจ้าหน้าที่ใช้ทั้งนโยบายการเงิน และนโยบายการคลังเป็นเครื่องมือทางเศรษฐกิจพอสมควร และผลงานวิจัยเป็นอันมากได้สนับสนุนทฤษฎีของเคนส์, เรื่องอะไรจะไปละทิ้งแนวความคิดเช่นนั้นเสีย

นอกจากนี้ ผู้เขียนได้วิจารณ์ว่า ทฤษฎีอื่นที่ไม่ใช่ทฤษฎีของเคนส์นั้นส่วนมากมีลักษณะ สดุดึก ขาดแนวทางที่จะสร้างเป็นโมเดลแบบ ไคโนมิกได้ ข้อนักเป็นความจริงดังที่เราได้แสดงเรื่อง ตัวทวีคูณต่าง ๆ ตามทฤษฎีของเคนส์ไว้ให้เห็นแล้วว่าที่กล่าวนี้เป็นความจริงเพียงใด

หนังสือของ ชิค มีข้อเสียอยู่เพียงสองอย่าง อย่างหนึ่งคือผู้เขียนมิได้วิเคราะห์ ปัญหาการ ขัดแย้งระหว่างเป้าหมายทางเศรษฐกิจให้เห็นเด่นชัด ในกรณีที่เกิดปัญหาขัดแย้งเช่นนั้น เจ้าหน้าที่ การเงินควรจะถือหลักอะไรเป็นเครื่อง “trade-off” พุทธอีกนัยหนึ่งก็คือทฤษฎีซึ่งเน้นอัตราดอกเบี้ย การลงทุน ตัวทวีคูณ เป็นกลไกการเงินนั้นควรจะพิจารณาตัวแปร ขึ้นกลาง ก็ตัวจริงจะได้รับเป้าหมาย ขึ้นสุดท้าย n เป้าหมาย (อัตราการพัฒนาสูง, เสถียรภาพด้านราคา (ไม่มีเงินเฟ้อ), และการจ้างงาน ระดับสูง) เรื่องนี้ผู้เขียนมิได้ให้ข้อคิดไว้แม้แต่อย่างเดียว อีกประเด็นหนึ่งซึ่งเป็นกระดูกสันหลัง ของทฤษฎีการเงิน แต่ผู้เขียนมิได้กล่าวถึงเลยก็คือเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายเพื่อ เศรษฐกิจ ภายใน (การจ้างงานสูง, เสถียรภาพด้านราคา, อัตราการพัฒนาสูง ฯลฯ) และนโยบายเพื่อ ภาวะ การชำระเงินระหว่างประเทศ ภายนอก (ดุลการชำระเงินระหว่างประเทศ) ในสภาพการณ์เศรษฐกิจ ปัจจุบันคือ การเงินระหว่างประเทศระบบ อัตราแลกเปลี่ยนคงที่นโยบายการเงินมีความสำคัญยิ่งยวด ในแง่ที่ว่า การเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินนั้นมีส่วนเกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ระหว่างประเทศ (ทองคำ เงิน สกุลดอลลาร์ สรอ.) โดยตรงนโยบายการเงินควรมีส่วนเสริมสร้างเสถียรภาพเศรษฐกิจอย่างไรใน สภาพการณ์เช่นนั้น จึงเป็นเรื่องที่น่าจะศึกษา แต่ผู้เขียนมิได้พูดถึงเลย แต่โดยทั่วไปหนังสือเล่มนี้ ควรจะมีประโยชน์ต่อนักศึกษาปริญญาตรีบัณฑิตท้าย หรือนักศึกษาปริญญาโทปีต้น ๆ ไม่มากนัก

สงศักดิ์ เสวตวัฒนา
คณะเศรษฐศาสตร์ ธรรมศาสตร์