บทที่ 4

พฤติกรรมการดำเนินนโยบายการเงิน

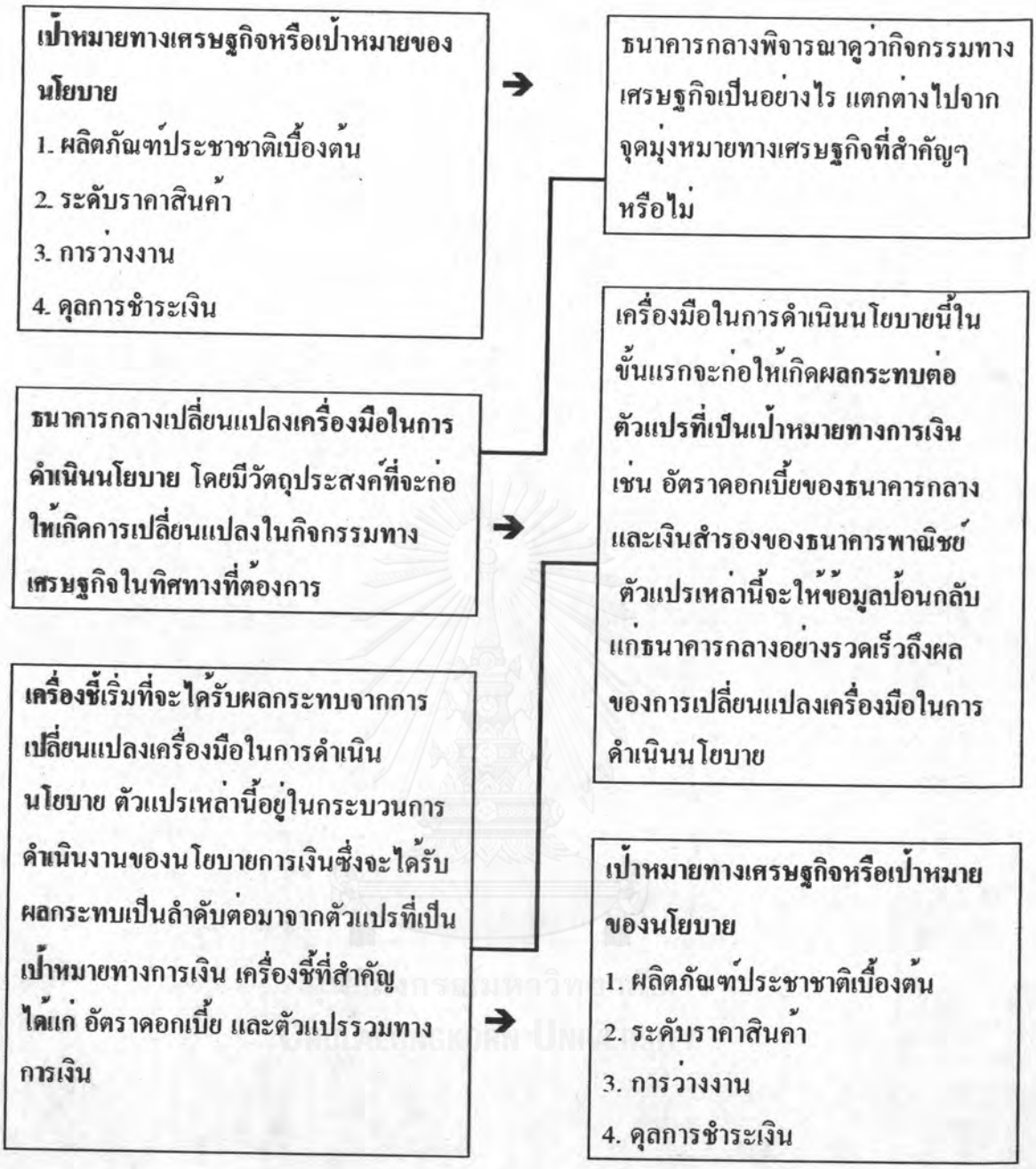
จุดประสงค์ของการดำเนินนโยบายการเงิน

ธนาคารกลางซึ่งเป็นสถาบันการเงินสำคัญของประเทศที่มีอำนาจหน้าที่เกี่ยวข้องกับระบบการเงินและเครดิต จึงมีหน้าที่ที่สำคัญยิ่งคือ การรักษาเสถียรภาพทางการเงินของประเทศ การเงินจะมีเสถียรภาพก็ต่อเมื่อ ปริมาณเงินที่หมุนเวียนในประเทศซึ่งประกอบด้วย ธนบัตรและเหรียญกษาปณ์ที่อยู่ในมือประชาชนและเงินฝากเผื่อเรียกในธนาคารพาณิชย์ต่างๆ มีความสอดคล้องกับความต้องการเงินของระบบเศรษฐกิจ ทั้งนี้เพื่อมิให้ระบบเศรษฐกิจมีสภาพคล่องมากจนเกินไป หรือเกิดภาวะเงินตึงตัว โดยอาศัยคำจำกัดความของนโยบายการเงินที่ว่า นโยบายการเงินหมายถึง ความพยายามโดยจงใจของธนาคารกลางในอันที่จะควบคุมสถานการณ์ทางด้านปริมาณเงินและเครดิต เพื่อให้บรรลุจุดมุ่งหมายทางเศรษฐกิจที่สำคัญๆของประเทศ อันได้แก่ การมีเสถียรภาพของระดับราคาสินค้า (Price Stability) การมีการจ้างงานเต็มที่ (Full Employment) การมีความจำเริญทางเศรษฐกิจเพียงพอ (Adequate Economic Growth) และการมีความสมดุลในดุลการชำระเงิน (Equilibrium in the Balance of Payments)

การดำเนินนโยบายการเงิน

การที่จะดำเนินนโยบายการเงินให้เป็นผลสำเร็จนั้นจำเป็นต้องมีกรอบสำหรับการดำเนินงาน ซึ่งเจ้าหน้าที่การเงินจะต้องทราบว่าจะใช้เครื่องมือหรือมาตรการใดในการก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงต่อตัวแปรเป้าหมายต่างๆ ซึ่งจากการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรเหล่านี้จะทำให้บรรลุจุดมุ่งหมายของนโยบายการเงินตามที่ต้องการได้ ดังนี้

พิจารณาภาพประกอบ 4.1 สามารถอธิบายได้ดังนี้ ในขั้นแรก ธนาคารกลางจะทำการพิจารณาดูว่าระดับของกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เป็นอยู่ในขณะหนึ่งขณะใดนั้นเป็นเช่นไร และทำการเปรียบเทียบสิ่งที่เป็นอยู่นั้นกับจุดมุ่งหมายทางเศรษฐกิจที่สำคัญๆ ซึ่งเป็นที่ต้องการ เช่น อัตราการว่างงานที่เป็นอยู่ในขณะนั้นอาจมีอัตราสูงถึง 8 เปอร์เซ็นต์ ในขณะที่จุดมุ่งหมายทางเศรษฐกิจนั้นต้องการให้อัตราการว่างงานไม่เกินกว่า 5 เปอร์เซ็นต์ ดังนั้น ธนาคารกลางจะดำเนินนโยบาย



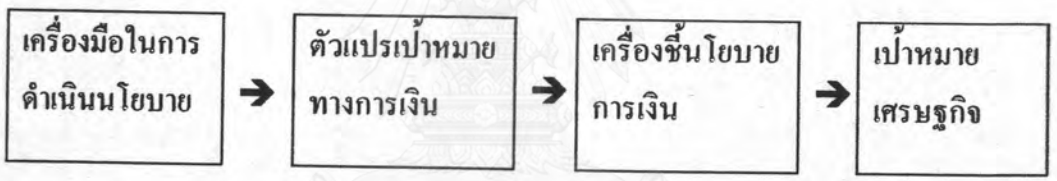
ภาพประกอบ 4.1 กรอบสำหรับการดำเนินนโยบายการเงิน

การเงินเพื่อหาทางลดระดับของการว่างงาน (กรอบสี่เหลี่ยมที่ 1 และกรอบสี่เหลี่ยมที่ 2)

ในขั้นต่อมา เมื่อธนาคารกลางตัดสินใจว่าต้องการที่จะให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใด ธนาคารกลางก็จะดำเนินการโดยการเปลี่ยนแปลงเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน (กรอบสี่เหลี่ยมที่ 3) เช่น ธนาคารกลางอาจทำการลดอัตราเงินสดสำรองตามกฎหมาย ซื้อหลักทรัพย์ในตลาด หรือลดอัตราดอกเบี้ย ฯลฯ การเปลี่ยนแปลงในเครื่องมือเหล่านี้

จะก่อให้เกิดผลกระทบโดยตรงต่อตัวแปรที่เป็นเป้าหมายทางการเงิน ซึ่งจากการที่ตัวแปรที่เป็นเป้าหมายทางการเงินเปลี่ยนแปลงไปนั้น ก็จะเป็นการให้ข้อมูลป้อนกลับแก่ธนาคารกลางโดยทันทีทันใด ถึงผลของการเปลี่ยนแปลงเครื่องมือในการดำเนินนโยบาย (กรอบสี่เหลี่ยมที่ 4) เมื่อตัวแปรที่เป็นเป้าหมายทางการเงินเปลี่ยนแปลง เครื่องชี้ก็จะเปลี่ยนแปลงไปด้วย ดังนั้น ธนาคารกลางก็จะได้ข้อมูลเพิ่มเติมเกี่ยวกับผลของการเปลี่ยนแปลงเครื่องมือในการดำเนินนโยบาย (กรอบสี่เหลี่ยมที่ 5) จากการที่ธนาคารกลางได้รับข้อมูลป้อนกลับอันเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรที่เป็นเป้าหมายทางการเงิน และเครื่องชี้อยู่อย่างต่อเนื่องนั้น ธนาคารกลางก็จะสามารถทำการพิจารณาได้ว่า การเปลี่ยนแปลงเครื่องมือในการดำเนินนโยบายนั้นได้ก่อให้เกิดผลต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจตามที่ต้องการหรือไม่ หรือธนาคารกลางจำเป็นต้องมีการเปลี่ยนแปลงการใช้เครื่องมือในการดำเนินนโยบายบางประการ เพื่อให้สอดคล้องกับข้อมูลใหม่ที่ได้รับ (กรอบสี่เหลี่ยมที่ 6)

สามารถสรุปความสัมพันธ์ระหว่างเป้าหมายการดำเนินนโยบายและเป้าหมายเศรษฐกิจได้ดังนี้



- การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาด - อัตราดอกเบี้ยธนาคารกลาง - อัตราแลกเปลี่ยนเงิน	- เงินสำรองของธนาคารพาณิชย์	- ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ	- เสถียรภาพระดับราคาสินค้า - การจ้างงานเต็มที่ - ความจำเริญทางเศรษฐกิจ - ความสมดุลในดุลการชำระเงิน

ภาพประกอบ 4.2 ความสัมพันธ์ระหว่างเป้าหมายการดำเนินนโยบายและเป้าหมายเศรษฐกิจ

ศูนย์วิทยทรัพยากร
CHULALONGKORN UNIVERSITY

1. <u>เครื่องมือในการดำเนินนโยบาย</u> (Policy instruments)

เครื่องมือในการดำเนินนโยบาย หมายถึง เครื่องมือของนโยบายการเงินซึ่งธนาคารกลางมีอำนาจหน้าที่ที่จะใช้ได้โดยตรง เพื่อที่จะให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในระบบการเงินและระดับของกิจกรรมทางเศรษฐกิจ สำหรับการศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ทำการศึกษาเครื่องมือทางการเงินจากการควบคุมหรือการแทรกแซงผ่านด้านปริมาณ และด้านราคาหรืออัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารกลางมักใช้บ่อยครั้ง ดังนี้

1.1 การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดซื้อคืน (Open-market operation)

ตลาดรับซื้อคืนสำหรับพันธบัตรรัฐบาล (repurchase market) นี้ จัดว่าเป็นเครื่องมือนโยบายการเงินที่สำคัญที่สุด เนื่องจากเป็นตัวแปรสำคัญที่ทำให้ฐานเงินและเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์เปลี่ยนแปลง ซึ่งการเปลี่ยนแปลงฐานเงินและเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์นี้เองเป็นตัวอธิบายสำคัญถึงการเปลี่ยนแปลงในอุปทานของเงิน

สาเหตุที่ธนาคารกลางใช้วิธีการเข้ามาซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาล แทนที่จะเข้ามาซื้อขายหลักทรัพย์ของเอกชนด้วนเหตุผลสองประการ คือ หนึ่ง เป็นเพราะหลักทรัพย์รัฐบาลมีปริมาณที่หมุนเวียนในท้องตลาดสูงจึงทำให้มีสภาพคล่องอย่างมาก จึงสามารถรองรับปริมาณการซื้อขายจำนวนมากจากธนาคารกลางได้โดยไม่ทำให้ราคาหลักทรัพย์นั้นผันผวนมากจนเกินไป สอง การใช้หลักทรัพย์รัฐบาลแทนที่จะใช้หลักทรัพย์เอกชน (เช่น หุ้น หรือ พันธบัตรที่ออกโดยบริษัทต่างๆ) ในการซื้อขาย เป็นการหลีกเลี่ยงข้อวิจารณ์เกี่ยวกับการเลือกปฏิบัติว่าทำไมถึงซื้อหลักทรัพย์เอกชนรายนี้ หรือ ทำไมไม่ซื้อหลักทรัพย์ของเอกชนรายนั้น

โดยทั่วไปการเข้ามาซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลนี้จะมีด้วยกันสองลักษณะ คือ หนึ่ง การซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลเชิงรุก (dynamic open market operation) เป็นการซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลที่มีวัตถุประสงค์ที่จะเปลี่ยนแปลงระดับเงินสำรองและฐานเงิน ทั้งนี้เพื่อเปลี่ยนแปลงอำนาจการให้กู้ยืมของสถาบันการเงิน สอง การซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลเชิงรับ (defensive market operation) เป็นการซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลที่มีวัตถุประสงค์ที่จะรักษาระดับเงินสำรองและฐานเงินไว้ดังเดิม โดยจะมีการซื้อขายเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงในปัจจัยที่มากระทบฐานเงิน เช่น เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงในเงินฝากของกระทรวงการคลัง การที่ประชาชนถือเงินสดมากขึ้น การเพิ่มขึ้นของรายการชั่วคราวในงบดุลของธนาคารกลาง การเปลี่ยนแปลงเงินฝากจากรัฐบาลและต่างประเทศ เป็นต้น

เมื่อมีการซื้อหลักทรัพย์รัฐบาล ผลต่อเงินสำรองก็คือ การเพิ่มขึ้นของเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ ในขณะที่เมื่อมีการขายหลักทรัพย์รัฐบาล ผลก็คือ เงินสำรองของธนาคารพาณิชย์จะลดลง ซึ่งเราสามารถแสดงตัวอย่างของผลดังกล่าวดังนี้

สมมติให้ธนาคารกลางซื้อหลักทรัพย์รัฐบาลจำนวน 1 ล้านบาทจากธนาคาร ก. โดยธนาคารกลางจ่ายเช็คของธนาคารกลางให้กับธนาคาร ก. ผลที่เกิดขึ้นก็คือ เงินฝากของธนาคาร ก. ที่ธนาคารกลางจะเพิ่มขึ้น 1 ล้านบาท ซึ่งเงินฝากดังกล่าวถือว่าเป็นเงินสำรอง ดังนั้น ธนาคาร ก. จะมีเงินฝากสำรองส่วนเกินเพิ่มขึ้น 1 ล้านบาท ซึ่งจากการที่มีเงินสำรองเพิ่มขึ้นนี้เอง ทำให้ธนาคาร ก. สามารถให้กู้ยืมได้มากขึ้นและทำให้เงินฝากเผื่อเรียกเพิ่มขึ้นด้วย ผลต่อการเพิ่มเงินสำรองนี้สามารถแสดงโดยอาศัยงบดุลของธนาคารกลางและธนาคาร ก. ดังนี้

ธนาคารกลาง

ทรัพย์สิน		หนี้สินและทุน	
หลักทรัพย์รัฐบาล	+ 1 ล้านบาท	เงินฝากของธนาคาร ก.	+ 1 ล้านบาท

ธนาคาร ก.

ทรัพย์สิน		หนี้สินและทุน	
เงินฝากที่ธนาคารกลาง	+ 1 ล้านบาท		
หลักทรัพย์รัฐบาล	- 1 ล้านบาท		

ภาพประกอบ 4.3 ดุลบัญชีธนาคารกลางและธนาคาร ก.
กรณีธนาคารกลางซื้อหลักทรัพย์ฯ

อนึ่งในการซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลนี้ ธนาคารกลางกระทำได้สองลักษณะด้วยกัน คือ การซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลแบบซื้อขายขาดไปเลย(outright purchase and sales) และการซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลแบบที่มีสัญญาซื้อคืน(repurchase agreement) หรือเรียกสั้นๆว่า repo โดยการซื้อขายในลักษณะหลังนี้เป็นที่นิยมมากกว่าการซื้อขายในลักษณะแรก

สำหรับวิธีการซื้อขายแบบมีสัญญาซื้อคืนนี้ ธนาคารกลางจะเข้ามาซื้อหลักทรัพย์โดยมีสัญญาว่า ผู้ที่ขายหลักทรัพย์ให้กับธนาคารกลางจะซื้อหลักทรัพย์นั้นคืนในเวลาที่กำหนด ซึ่งส่วนใหญ่จะต่ำกว่าหนึ่งสัปดาห์ ดังนั้น repo จึงเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์แบบชั่วคราว และจัดอยู่

I17318646

ในการซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลเชิงรับ โดยผลของ repo เป็นการอัดฉีดเงินสำรองเข้าระบบการเงินเป็นการชั่วคราว

นอกจากการอัดฉีดเงินสำรองเข้าระบบการเงินเป็นการชั่วคราวด้วยการทำ repo แล้ว ธนาคารกลางอาจต้องการดูดเงินสำรองออกจากระบบการเงินเป็นการชั่วคราว ซึ่งวิธีการดำเนินการเรียกว่า reverse repo หรือ เรียกว่า matched sale-purchase agreement วิธีการนี้ธนาคารกลางจะขายหลักทรัพย์ พร้อมกับการตกลงที่จะซื้อหลักทรัพย์นั้นคืนในวันที่กำหนดไว้แล้วในอนาคต ซึ่งเมื่อธนาคารกลางขายหลักทรัพย์ เงินสำรองก็จะลดลง แต่เมื่อธนาคารกลางซื้อหลักทรัพย์นั้นคืนมา เงินสำรองก็จะกลับเข้าสู่ระดับเดิม

สำหรับผลของการเข้ามาซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลของธนาคารกลางนี้จะมีด้วยกันสามประการคือ หนึ่ง ผลต่ออุปทานของเงิน ผลนี้มีมากเพราะการเข้ามาซื้อขายหลักทรัพย์ของธนาคารกลางแต่ละครั้ง จะกระทบเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์โดยตรง ซึ่งการเปลี่ยนแปลงเงินสำรองแต่ละบาทจะส่งผลต่ออุปทานของเงินเป็นหลายเท่า สอง กรณีที่ธนาคารกลางเข้ามาขายหลักทรัพย์รัฐบาลชนิดหนึ่งชนิดใดในปริมาณมาก ราคาของหลักทรัพย์นั้นก็จะลดลง และผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้น ซึ่งผลของการเข้ามาขายหลักทรัพย์รัฐบาลชนิดนี้จะมีไปถึงหลักทรัพย์ชนิดอื่นๆด้วย เนื่องจากนักลงทุนจะหันจากหลักทรัพย์อื่นๆมาหาหลักทรัพย์รัฐบาลชนิดนี้ เนื่องจากมีผลตอบแทนสูงกว่า ทำให้อัตราดอกเบี้ยสำหรับการกู้ยืมโดยทั่วไปสูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้รัฐบาลและบริษัทมีการใช้จ่ายน้อยลงเนื่องจากต้นทุนในการกู้ยืมสูงขึ้น นอกจากนี้การที่ราคาหลักทรัพย์ลดลง (capital depreciation) นี้ ทำให้ความมั่งคั่ง(net worth) ของประชาชนลดลงไปด้วย ซึ่งทำให้ความโน้มเอียงในการใช้จ่ายเงินของประชาชนลดลง สาม การเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ของรัฐบาล จะส่งผลกระทบต่อการคาดการณ์ของประชาชน ยกตัวอย่าง เมื่อธนาคารกลางเข้ามาขายหลักทรัพย์ในปริมาณมาก ประชาชนอาจจะเริ่มมีความรู้สึกว่า รัฐบาลเปลี่ยนจุดยืนนโยบายการเงิน โดยในที่นี้ประชาชนคิดว่า ธนาคารกลางใช้นโยบายสินเชื่อแบบเข้มงวด ซึ่งประชาชนอาจจะเก็งต่อไปว่ารัฐบาลจะดำเนินนโยบายในทิศทางนี้ต่อไปอีก ซึ่งการคาดการณ์นี้จะส่งผลกระทบในทางลบต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการตัดสินใจลงทุน (ชมเพลิน จันทร์เรืองเพ็ญ, 2532)

การเข้ามาซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลในฐานะที่เป็นเครื่องมือนโยบายการเงินนี้มีข้อได้เปรียบเครื่องมือทางการเงินอื่นๆหลายประการ กล่าวคือ

1. การซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาล เป็นเครื่องมือทางการเงินที่ฉับไว สามารถใช้ได้ทันทีโดยไม่ต้องเสียเวลา เพราะเมื่อธนาคารกลางตัดสินใจที่จะเปลี่ยนแปลงเงินสำรองหรือฐานเงิน ธนาคารกลางก็สามารถสั่งการให้ผู้ค้าหลักทรัพย์ดำเนินการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ทันที

2. การซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลเป็นเครื่องมือการเงินที่ทรงประสิทธิภาพ โดยเฉพาะในแง่ที่ว่า ธนาคารกลางเป็นผู้ริเริ่มและสามารถดำเนินการจนบรรลุเป้าหมายที่ต้องการได้แน่นอน โดยธนาคารพาณิชย์ไม่อาจจะดำเนินการอะไรที่จะหลีกเลี่ยงมาตรการดังกล่าวได้ ยกตัวอย่าง ธนาคารกลางมีความต้องการลดเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ จึงได้ขายหลักทรัพย์รัฐบาลออกมา ซึ่งธนาคารพาณิชย์คงจะทำอะไรไม่ได้ เพราะธนาคารกลางมีหนทางเสมอที่จะดึงดูดให้มีคนซื้อหลักทรัพย์นั้นด้วยการลดราคาหลักทรัพย์ลงมา ซึ่งการลดราคาหลักทรัพย์เพื่อดึงดูดใจนักลงทุนนี้ ธนาคารกลางสามารถลดราคาหลักทรัพย์ได้มาก เนื่องจากเป้าหมายสำคัญของธาคารกลางไม่ได้อยู่ที่การทำกำไร นอกจากนี้ แม้ว่าธนาคารพาณิชย์แห่งหนึ่งแห่งใดอาจจะหลีกเลี่ยงมาตรการซื้อขายหลักทรัพย์ของธนาคารกลางได้ แต่ธนาคารพาณิชย์ทั้งระบบไม่อาจจะหลีกเลี่ยงได้ ยกตัวอย่าง ธนาคาร ก. อาจหลีกเลี่ยงมาตรการลดลงของเงินสำรองด้วยการขายหลักทรัพย์ให้ธนาคารอื่นหรือขายให้กับประชาชนที่มีเงินฝากอยู่ที่ธนาคารอื่น ซึ่งจะทำให้เงินสำรองของธนาคารพาณิชย์อื่นๆลดลง กล่าวอีกนัยหนึ่ง การที่ธนาคารหนึ่งมีเงินสำรองทดแทนขึ้นมา อีกธนาคารหนึ่งจะต้องเสียเงินสำรองออกไป ดังนั้นเงินสำรองของธนาคารทั้งหมดจะลดลงเท่ากับมูลค่าของหลักทรัพย์ที่นำออกมาขายโดยธนาคารกลาง

ในขณะที่เครื่องมือการเงินอื่น โดยเฉพาะการกำหนดอัตราซื้อลด(discount rate) ซึ่งจะกล่าวต่อไป แม้ธนาคารกลางจะเป็นผู้ริเริ่ม แต่ไม่อาจจะควบคุมพฤติกรรมของธนาคารพาณิชย์ให้เป็นไปในทิศทางที่ต้องการได้เสมอไป ยกตัวอย่าง แม้ธนาคารกลางจะลดอัตราซื้อลด แต่ธนาคารกลางไม่อาจจะแน่ใจได้ว่า ธนาคารพาณิชย์จะเพิ่มระดับเงินสำรองตามการลดลงของอัตราซื้อลดนี้ไปด้วย เนื่องจากเป็นไปได้ที่ว่าธนาคารพาณิชย์อาจไม่กู้ยืมเงินจากธนาคารเพิ่มขึ้นทั้งๆที่มีการลดอัตราซื้อลด ทั้งนี้เนื่องจากอัตราซื้อลดไม่ได้เป็นปัจจัยเดียวในการกำหนดการกู้ยืมของธนาคารพาณิชย์จากธนาคารกลาง

3. การซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลเป็นเครื่องมือที่ดีในแง่ที่ว่า ธนาคารกลางสามารถใช้เครื่องมือดังกล่าวในการปรับระดับของตัวแปรเงินสำรองได้ โดยเฉพาะเมื่อการปรับนั้นเป็นการปรับเพียงเล็กน้อย(fine tune) ธนาคารกลางก็สามาถดำเนินการได้โดยการซื้อหรือขายหลักทรัพย์รัฐบาลในปริมาณน้อย ต่างกับการใช้การเปลี่ยนแปลงอัตราซื้อลดซึ่งผลไม่แน่นอนตามที่ได้กล่าวไว้ในข้อ 2 หรือการใช้การเปลี่ยนแปลงการกำหนดเงินสำรองตามกฎหมาย(reserve requirement) ซึ่งมีข้อจำกัดในการปฏิบัติในแง่ที่ไม่อาจเปลี่ยนแปลงอัตราดังกล่าวได้บ่อยๆ(ศิริ การเจริญดี, 2533)

1.2 การให้กู้ยืมผ่านทางหน้าต่างการให้กู้ยืมของธนาคารกลาง (Loan window)

นอกจากจะเข้ามาซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลแล้ว ธนาคารกลางมีช่องทางที่จะกำหนดปริมาณเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ได้อีกวิธีหนึ่ง โดยผ่านกระบวนการซื้อลด(discount mechanism) โดยในขบวนการดังกล่าว ธนาคารกลางให้กู้ยืมเงินสำรองแก่ธนาคารพาณิชย์เป็นการชั่วคราว โดยเรียกอัตราดอกเบี้ยที่คิดในการกู้ยืมนี้ว่าอัตราซื้อลด(discount rate) หรืออัตราธนาคาร (bank rate)

ยกตัวอย่าง เช่น ธนาคาร ก. มีเงินสำรองขาดไป 1 ล้านบาท และไม่ต้องการที่จะเรียกเงินกู้คืน หรือขายหลักทรัพย์อื่นๆที่มีอยู่ ธนาคาร ก. จะหาเงินสดสำรองมาชดเชยส่วนที่ขาดไปด้วยการยืมเงินสำรองจากธนาคารกลาง ซึ่งถ้าธนาคาร ก. ยืมเงินสำรองจากธนาคารกลาง งบดุลของธนาคารกลางและธนาคาร ก. จะเป็นดังนี้

ธนาคารกลาง

สินทรัพย์		หนี้สินและทุน	
เงินให้กู้แก่ธนาคาร ก.	+ 1 ล้านบาท	เงินฝากของธนาคาร ก.	+ 1 ล้านบาท

ธนาคาร ก.

สินทรัพย์		หนี้สินและทุน	
เงินฝากที่ธนาคารกลาง	+ 1 ล้านบาท	หนี้สินกับธนาคารกลาง	+ 1 ล้านบาท

ภาพประกอบ 4.4 บัญชีงบดุลของธนาคารกลางและธนาคาร ก.
กรณีกู้ยืมเงินจากธนาคารกลาง

ตัวอย่างข้างต้นนี้ ธนาคารกลางจะทำหน้าที่เป็นแหล่งกู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ เมื่อธนาคารพาณิชย์มีความจำเป็น แต่โดยทั่วไป ธนาคารกลางอาจต้องการขยายปริมาณเงินในระบบการเงิน วิธีการหนึ่งก็คือ การพยายามสร้างแรงจูงใจให้ธนาคารพาณิชย์กู้ยืม ด้วยการลดอัตราซื้อลด ซึ่งวิธีการนี้จะได้ผลหรือไม่นั้น ไม่ได้ขึ้นอยู่กับธนาคารกลางฝ่ายเดียว แต่ขึ้นอยู่กับว่าธนาคารพาณิชย์จะตอบสนองต่อนโยบายนี้อย่างไร เป็นไปได้ที่ว่าธนาคารพาณิชย์อาจจะมีเงินสำรองมาก

อยู่แล้วจึงไม่มีความจำเป็นที่จะต้องเพิ่มเงินสำรองอีก ดังนั้นเครื่องมือนโยบายการเงินนี้จึงมีประสิทธิภาพน้อยกว่าการเข้ามาซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาล เนื่องจากธนาคารพาณิชย์มีโอกาสหลีกเลี่ยงไม่ปฏิบัติตามได้

นอกจากอัตราซื้อลดแล้ว สิ่งที่มีความสำคัญไม่น้อยกว่าอัตราซื้อลดก็คือ ปริมาณเงินที่ธนาคารกลางให้กู้ยืม โดยประวัติศาสตร์แล้ว การที่กำหนดให้มีการซื้อลดเกิดขึ้นในระบบธนาคารกลางของสหรัฐอเมริการตั้งแต่ปี ค.ศ. 1913 ก็ด้วยเหตุผลว่า ธนาคารกลางเป็นองค์กรเดียวที่มีอิทธิพลในการเพิ่มหรือลดเงินสำรองให้กับระบบธนาคารพาณิชย์ ดังนั้นธนาคารกลางจึงจะต้องพร้อมที่ซัพพลายเงินทุนออกมา ในเหตุกาณ์ที่เกิดปัญหาเสถียรภาพทางการเงินถูกคุกคามด้วยปัญหาการขาดสภาพคล่อง นั่นก็คือ ธนาคารกลางจะต้องทำหน้าที่เป็นผู้ให้กู้ยืมเงินแหล่งสุดท้าย (lender of last resort) ซึ่งหมายความว่า ธนาคารกลางจะต้องพร้อมที่จะให้ธนาคารพาณิชย์กู้ยืมเงินอย่างทันทีและในปริมาณที่มากพอ โดยเฉพาะในสถานการณ์ที่การขาดเงินของธนาคารพาณิชย์จะนำไปสู่ความตื่นตระหนกทางการเงิน(financial panics) ซึ่งจะส่งผลเสียหายร้ายแรงต่อระบบเศรษฐกิจ

โดยปกติการให้กู้ยืมของธนาคารกลางด้วยการซื้อลดเพื่อป้องกันการตื่นตระหนกทางการเงิน ยังถือว่าเป็นหน้าที่ที่สำคัญที่สุดของการซื้อลด แต่ในปัจจุบันมีการใช้เครื่องมือซื้อลดในการดำเนินกิจการของธนาคารพาณิชย์ในเหตุการณ์ปกติ กล่าวคือ ธนาคารพาณิชย์ใช้การกู้ยืมจากธนาคารกลางเพื่อการปรับเงินสำรองในระยะสั้น(short-run adjustment in reserves) เนื่องจากธนาคารอาจจะขาดเงินสำรองกระทันหันเนื่องจากมีการถอนเงินออกไปมากกว่าที่คิดไว้ หรือ อาจเป็นการขาดแคลนเงินสำรองในบางช่วงฤดูกาล โดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์ที่อยู่ในพื้นที่เกษตรเป็นต้น

อย่างไรก็ดี ในทางปฏิบัติแล้ว ธนาคารพาณิชย์มักจะไม่ใช้การกู้ยืมเงินจากธนาคารกลางอย่างพร่ำเพรื่อ ทั้งนี้เป็นเพราะนโยบายของธนาคารกลางที่ต้องการให้ธนาคารพาณิชย์ดำเนินกิจการประจำวันโดยไม่ต้องพึ่งพาธนาคารกลาง โดยธนาคารกลางถือว่า การให้กู้ยืมโดยผ่านการซื้อลดนี้เป็นสิทธิพิเศษแต่ไม่ใช่สิทธิ(privilege, not a right) ดังนั้นธนาคารกลางจึงติดตามดูพฤติกรรมของธนาคารพาณิชย์ที่กู้ยืมจากธนาคารกลางมากเป็นพิเศษ เพื่อให้แน่ใจว่าธนาคารพาณิชย์นั้นกู้ยืมธนาคารกลางไปเนื่องด้วยกรณีที่มีความจำเป็นจริงๆ ไม่ใช่กู้ยืมไปเพื่อให้กู้ต่อเพื่อทำกำไรอีกทีหนึ่ง

ดังที่ได้กล่าวแล้วว่า เมื่อยิ่งอัตราซื้อลดสูงขึ้น แรงจูงใจในการกู้ยืมเงินจากธนาคารกลางจะลดลง ในขณะที่เมื่ออัตราซื้อลดลดลง แรงจูงใจในการกู้ยืมเงินจากธนาคารกลางจะมีมากขึ้น อย่างไรก็ดี ปัจจัยที่จะเป็นตัวตัดสินใจสำคัญว่าจะมีการกู้ยืมเงินจากธนาคารกลางมากขึ้นหรือ

น้อยลงก็คือ ความแตกต่างระหว่างอัตราซื้อลดและอัตราดอกเบี้ยในตลาด ธนาคารพาณิชย์จะมีแนวโน้มที่จะกู้เงินจากธนาคารกลางน้อยลง ถ้าอัตราซื้อลดสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาด และธนาคารพาณิชย์จะมีแนวโน้มกู้เงินจากธนาคารกลางมากขึ้น ถ้าอัตราดอกเบี้ยซื้อลดต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาด ดังนั้นในหลายประเทศจึงได้กำหนดอัตราซื้อลดให้สูงกว่าดอกเบี้ยในตลาด หรือเป็นอัตราดอกเบี้ยที่เป็นการทำโทษ(penalty rate) สำหรับธนาคารพาณิชย์ที่ดำเนินการไม่มีประสิทธิภาพ อย่างไรก็ดี ในบางประเทศเช่น สหรัฐอเมริกา มักจะกำหนดอัตราซื้อลดต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยตั๋วเงินคลัง ดังนั้น ธนาคารกลางจึงต้องอาศัยการติดตามพฤติกรรมของธนาคารพาณิชย์ ในการที่จะใช้สิทธิพิเศษกู้ยืมเงินจากธนาคารกลางนี้เพื่อไม่ให้มีการใช้เงินกู้ไปในทางที่ไม่ถูกกับวัตถุประสงค์หลัก (นภพร เรืองสกุล, 2534)

สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างอัตราซื้อลดและอัตราดอกเบี้ยในตลาดนี้ จากการศึกษาที่ผ่านมาส่วนใหญ่ พบว่า อัตราดอกเบี้ยทั้งสองนี้มีความสัมพันธ์กันไม่มาก ทั้งนี้เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงอัตราซื้อลด(เมื่อเทียบกับเครื่องมือการเงินอื่น โดยเฉพาะการซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลโดยธนาคารกลาง) มีผลไม่แน่นอนต่อเงินสำรองและอุปทานของเงิน จึงทำให้มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยในตลาดไม่มาก ที่สำคัญก็คือ ความสัมพันธ์ที่พบนั้นมักจะเป็นไปในลักษณะว่าอัตราซื้อลดเปลี่ยนแปลงตามอัตราดอกเบี้ยในตลาด โดยเฉพาะจะเปลี่ยนแปลงตามอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์กู้ยืมกัน(federal fund rate) และอัตราผลตอบแทนของตั๋วเงินคลัง

อย่างไรก็ดี อัตราซื้อลดอาจจะส่งผลกระทบถึงอัตราดอกเบี้ยในตลาดโดยตรงได้เมื่อมีการประกาศเปลี่ยนแปลงอัตราซื้อลดในช่วงเวลาที่ประชาชนไม่ได้คาดหวังไว้ ซึ่งผลกระทบนี้เรียกว่า ผลของการประกาศ(announcement effect) โดยเมื่อมีการประกาศขึ้นอัตราซื้อลดจะทำให้ผู้ถือพันธบัตรมีการคาดการณ์ว่า จะมีการใช้นโยบายการเงินแบบรัดตัว ซึ่งจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นไปอีก และราคาพันธบัตรก็จะตกลงไป ดังนั้น ผู้ถือพันธบัตรจึงขายพันธบัตรออกไป เพื่อหลีกเลี่ยงการขาดทุนจากการที่ราคาพันธบัตรตกลง(capital losses) ซึ่งผลที่จะเกิดขึ้นก็คือ ราคาพันธบัตรตกลงเร็วขึ้น และอัตราดอกเบี้ยในตลาดก็จะเพิ่มสูงขึ้นอีก

ดังนั้นจะเห็นได้ว่า ผลของการประกาศนี้ อาจจะเป็นสัญญาณบอกให้รู้ถึงทิศทางของนโยบายการเงินได้ โดยการประกาศขึ้นอัตราซื้อลดจะเป็นการบอกว่า ธนาคารกลางจะมีนโยบายลดการขยายตัวทางเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม มีบางกรณีที่การประกาศเปลี่ยนแปลงอัตราซื้อลดจะเป็นตัวสร้างความสับสนในด้านทิศทางของนโยบายการเงิน เนื่องจากมีการแปลความหมายการเปลี่ยนแปลงอัตราซื้อลดผิด ยกตัวอย่าง ในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยตลาดสูงขึ้นเมื่อเทียบกับอัตราซื้อลด ปริมาณการกู้ยืมจากธนาคารกลางผ่านการซื้อลดจะมากขึ้นด้วย ซึ่งในกรณีนี้อาจเป็นไปได้ที่ธนาคารกลางจะไม่มีนโยบายที่จะลดการขยายตัวของเศรษฐกิจ แต่ธนาคารกลางไม่ต้องการให้มี

การใช้กลไกการซื้อลดในการกู้ยืมมากจนเกินไป จึงประกาศขึ้นอัตราซื้อลดเพื่อให้ขึ้นไปพร้อมๆ กับอัตราดอกเบี้ยในตลาด ซึ่งเป็นไปได้ที่ว่า ตลาดอาจจะแปลความหมายของการเพิ่มอัตราซื้อลดนี้ว่าเป็นสัญญาณที่ธนาคารกลางจะดำเนินนโยบายแบบรัดตัว ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงอัตราซื้อลดจึงอาจเป็นอุปสรรคในการดำเนินนโยบายการเงินได้

โดยสรุปแล้วจะเห็นได้ว่า ข้อดีของการใช้อัตราซื้อลดเป็นเครื่องมือนโยบายการเงินนั้นก็คือ การที่ธนาคารกลางสามารถใช้ช่องทางดังกล่าว ทำหน้าที่เป็นผู้ให้กู้ยืมเงินแหล่งสุดท้ายได้ ซึ่งในอดีตก็ประสบผลสำเร็จในการแก้ไขปัญหาวิกฤตการณ์ทางการเงินได้ดี ยกตัวอย่างเช่น การแก้ไขปัญหาความตื่นตระหนกทางการเงินในการที่ประชาชนแห่ถอนเงินฝากจากธนาคารคอนติเนนตัว อิลลินอย ในสหรัฐอเมริกาเมื่อปี ค.ศ. 1984

สำหรับจุดอ่อนของการใช้อัตราซื้อลดเป็นเครื่องมือนโยบายการเงินอยู่ที่ หนึ่ง ผลของการประกาศเปลี่ยนแปลงอัตราซื้อลดอาจก่อให้เกิดความสับสนในด้านทิศทางของการดำเนินนโยบายการเงิน แต่การกำหนดอัตราซื้อลดให้อยู่คงที่ระดับใดระดับหนึ่งก็ทำให้เกิดปัญหาเช่นกัน เนื่องจากจะมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมากระหว่างผลต่างของอัตราดอกเบี้ยในตลาดกับอัตราซื้อลดได้ ซึ่งการผันผวนของผลต่างดังกล่าว จะทำให้เกิดการผันผวนของปริมาณเงินกู้ยืมของธนาคารพาณิชย์จากธนาคารกลางผ่านการซื้อลด ทำให้เกิดความยากลำบากในการควบคุมปริมาณเงิน สอง การที่ธนาคารพาณิชย์จะกู้เงินจากธนาคารกลางหรือไม่นั้น ไม่ได้ขึ้นกับอัตราซื้อลดอย่างเดียวแต่จะขึ้นกับว่า ธนาคารพาณิชย์มีเงินสำรองส่วนเกินเหลือมากน้อยเพียงใด นอกจากนี้อัตราซื้อลดไม่ได้เป็นตัวที่บอกถึงปริมาณของเงินสำรองที่ธนาคารกลางจะให้กู้ยืม เช่น ข้อกำหนดเกี่ยวกับสินทรัพย์ที่จะใช้ค้ำประกัน มากกว่าจะเปลี่ยนแปลงไปตามอัตราการซื้อลดแต่เพียงอย่างเดียว

CHULALONGKORN UNIVERSITY

1.3 การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา (Exchange rate)

กระบวนการปรับตัวของดุลการชำระเงินโดยการปรับอัตราแลกเปลี่ยน นอกจากจะทำให้มีการเปลี่ยนแปลงในการนำเข้าและส่งออกแล้วยังมีผลกระทบต่อราคาสินค้าในประเทศและรายได้ของคนในประเทศด้วย การเปลี่ยนแปลงของรายได้จะทำให้มีการเปลี่ยนแปลงในอุปสงค์ของเงิน ในขณะเดียวกันการเปลี่ยนแปลงของการนำเข้าและส่งออกก็จะมีผลต่อภาวะดุลการชำระเงินของประเทศ ซึ่งทำให้อุปทานของเงินเปลี่ยนแปลงไป การเปลี่ยนแปลงในอุปสงค์และอุปทานของเงินจะมีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยและการใช้จ่ายของคนในประเทศ ซึ่งจะส่งผลต่อเนื่องไปถึงภาวะดุลการชำระเงินของประเทศอีกรอบหนึ่ง กระบวนการดังกล่าวจะปรับตัวอย่างต่อเนื่องไปจนกระทั่งภาวะตลาดเงินกลับเข้าสู่จุดดุลยภาพ

2. ตัวแปรเป้าหมายทางการเงิน (Monetary targets or Operating targets)

ตัวแปรเป้าหมายทางการเงิน หมายถึง ตัวแปรซึ่งเจ้าหน้าที่การเงินก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลง สืบเนื่องมาจากการใช้เครื่องมือในการดำเนินนโยบาย และจากการที่ตัวแปรเหล่านี้เปลี่ยนแปลงไปก็จะก่อให้เกิดผลกระทบโดยทางอ้อมต่อเป้าหมายทางเศรษฐกิจในที่สุด ตัวแปรเหล่านี้มีหน้าที่ที่สำคัญ 2 ประการ คือ

1. ตัวแปรเหล่านี้จะให้ข้อมูลป้อนกลับ (feedback information) แก่ธนาคารกลางอย่างรวดเร็วและอย่างต่อเนื่อง ซึ่งข้อมูลดังกล่าวนับว่ามีความสำคัญต่อการพิจารณาของธนาคารกลางว่าเครื่องมือในการดำเนินนโยบายที่ธนาคารกลางใช้นั้นได้ก่อให้เกิดผลต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจตามที่ต้องการหรือไม่

2. ตัวแปรเหล่านี้จะเป็นเครื่องชี้ให้เห็นว่าผลกระทบโดยส่วนรวมของการดำเนินนโยบายการเงิน หรืออีกนัยหนึ่งการเปลี่ยนแปลงในเครื่องมือในการดำเนินนโยบายเป็นไปในทิศทางที่กระตุ้นระบบเศรษฐกิจ (นโยบายการเงินแบบคล่องตัว) หรือในทิศทางที่ชะลอการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจ (นโยบายการเงินแบบตึงตัว)

ตัวแปรเป้าหมายทางการเงินเป็นเครื่องวัดผลกระทบที่เกิดขึ้นในขั้นแรกจากการเปลี่ยนแปลงในเครื่องมือในการดำเนินนโยบาย โดยที่ตัวแปรเหล่านี้จะต้องมีคุณสมบัติสำคัญ 3 ประการ คือ

1. เจ้าหน้าที่การเงินจะต้องสามารถควบคุมตัวแปรเหล่านี้ได้โดยตรง แม้ว่าอาจจะมีพลังอื่นๆมาทำให้ระดับของตัวแปรเหล่านี้เปลี่ยนแปลงไปได้ แต่ธนาคารกลางก็จะต้องสามารถลบล้างการเปลี่ยนแปลงนี้ได้ และทำให้ตัวแปรที่เป็นเป้าหมายทางการเงินเป็นไปในทิศทางที่ต้องการ

2. เจ้าหน้าที่การเงินสามารถที่จะทราบข้อมูลเกี่ยวกับตัวแปรที่เป็นเป้าหมายทางการเงินนี้อยู่ตลอดเวลาและอย่างแม่นยำ

3. ตัวแปรที่เป็นเป้าหมายทางการเงินจะต้องเป็นตัวเชื่อมโยงที่สำคัญระหว่างเครื่องมือในการดำเนินนโยบายกับเป้าหมายของนโยบาย

สำหรับการศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ตัวแปรเป้าหมายทางการเงินที่ใช้ได้แก่ เงินสำรองทั้งหมดของธนาคารพาณิชย์

3. เครื่องชี้นโยบายการเงิน (Indicators or Intermediat targets)

เครื่องชี้นโยบายการเงินเป็นเครื่องสรุปให้เห็นถึงผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อระดับของกิจกรรมทางเศรษฐกิจ เครื่องชี้เหล่านี้จะแสดงให้เห็นถึงทิศทางของผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจ เครื่องชี้นี้เป็นตัวแปรซึ่งอยู่ใกล้กับเป้าหมายของนโยบายมากกว่าตัวแปรที่เป็นเป้าหมายทางการเงิน และเป็นตัวแปรที่เจ้าหน้าที่การเงินสามารถควบคุมโดยตรงได้ไม่ดีเท่ากับตัวแปรที่เป็นเป้าหมายทางการเงิน โดยที่เครื่องชี้ของนโยบายการเงินจะต้องมีคุณสมบัติที่สำคัญ 3 ประการคือ

1. เครื่องชี้นี้จะต้องเป็นตัวแปรที่สำคัญในการเชื่อมโยงระหว่าง การเปลี่ยนแปลงในเครื่องมือในการดำเนินนโยบายกับการเปลี่ยนแปลงในเป้าหมายของนโยบาย หรือการเปลี่ยนแปลงในระดับของกิจกรรมทางเศรษฐกิจ

2. เจ้าหน้าที่การเงินสามารถที่จะทราบข้อมูลเกี่ยวกับเครื่องชี้นี้อยู่ตลอดเวลา และอย่างแม่นยำ

3. ธนาคารกลางจะต้องสามารถก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญในค่าของเครื่องชี้เหล่านี้ได้

สำหรับการศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ใช้ปริมาณเงินตามความหมายกว้าง (M2) เป็นเครื่องชี้นโยบายการเงิน โดยที่ปริมาณเงินตามความหมายกว้างดังกล่าว ประกอบด้วย

1. ปริมาณของสินทรัพย์ทางการเงินที่สามารถใช้เป็นสื่อกลางการแลกเปลี่ยน ได้แก่
   - ธนบัตรและเหรียญกษาปณ์ในมือของภาคเอกชนที่มิใช่ธนาคารพาณิชย์
   - เงินฝากเผื่อเรียกของภาคเอกชนที่ธนาคารพาณิชย์
   - เงินฝากเผื่อเรียกของภาคเอกชนที่ธนาคารกลาง
2. สินทรัพย์ทางการเงินที่ให้ผลตอบแทนและสามารถเปลี่ยนเป็นเงินที่ใช้เป็นสื่อกลางในการแลกเปลี่ยนได้โดยง่ายโดยไม่เสียค่าใช้จ่าย หรือหากมีก็เป็นเพียงส่วนน้อย ได้แก่
   - เงินฝากประจำและเงินฝากออมทรัพย์ของภาคเอกชนที่ธนาคารพาณิชย์

4. เป้าหมายทางเศรษฐกิจหรือเป้าหมายของนโยบาย (Policy targets or Ultimate targets)

เป้าหมายทางเศรษฐกิจ หมายถึง ตัวแปรซึ่งเจ้าหน้าที่การเงินต้องการที่จะให้เป็นไปในทิศทางที่ต้องการเพื่อให้บรรลุจุดมุ่งหมายของนโยบายเศรษฐกิจที่วางไว้ อาจกล่าวอีกอย่างหนึ่งได้

ว่า เป้าหมายทางเศรษฐกิจ หมายถึงค่าของตัวแปรที่เป็นที่ต้องการเพื่อใช้เป็นเครื่องวัดผลการดำเนินงานของระบบเศรษฐกิจว่า บรรลุจุดมุ่งหมายของนโยบายเศรษฐกิจหรือไม่ ประกอบด้วย

4.1 การมีเสถียรภาพของระดับราคาสินค้า (Price stability)

การมีเสถียรภาพของราคาสินค้า หมายถึง การที่ระดับราคาสินค้าไม่เขยิบตัวสูงขึ้นอย่างต่อ เนื่องจนก่อให้เกิดภาวะเงินเฟ้อ หรือลดลงอย่างต่อเนื่องจนก่อให้เกิดภาวะเงินฝืด การที่มีการเชื่อมโยงระหว่างบทบาทของนโยบายการเงินกับการรักษาเสถียรภาพของระดับราคาสินค้าก็สืบเนื่องจาก แนวความคิดของนักทฤษฎีปริมาณเงิน (The Quantity Theory of Money) ที่มีความเห็นว่า การเปลี่ยนแปลงในปริมาณเงินนั้นเป็นสาเหตุสำคัญที่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในระดับราคาสินค้า นักเศรษฐศาสตร์กลุ่มนี้เห็นว่า รายได้และผลิตผลที่แท้จริงของประเทศถูกกำหนดโดยปัจจัยที่แท้จริง เช่น จำนวนพลเมือง ทรัพยากรของประเทศ เทคโนโลยี รสนิยมของผู้บริโภค ฯลฯ โดยที่ปริมาณเงินมีบทบาทที่น้อยมากหรือแทบไม่มีบทบาทเลยต่อการกำหนดรายได้และผลิตผลที่แท้จริงนี้ ดังนั้น ถ้าหากนโยบายการเงินจะมีบทบาทในการช่วยรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศ นโยบายการเงินก็ควรที่จะมีบทบาทในการรักษาเสถียรภาพของระดับราคาสินค้า (ชมเพลิน จันทร์เรืองเพ็ญ, 2533)

เครื่องบ่งชี้ถึงการมีเสถียรภาพของระดับราคาสินค้า คือ ดัชนีราคาสินค้าผู้บริโภค (consumer price index) การที่ใช้สิ่งนี้เป็นเครื่องมือก็เนื่องจากดัชนีราคาสินค้าผู้บริโภคแสดงถึงราคาสินค้าและบริการต่างๆ ที่ซื้อไปโดยผู้บริโภค ซึ่งในทางเศรษฐศาสตร์นั้นถือว่า การบริโภคเป็นจุดหมายขั้นสุดท้ายของกิจกรรมทางเศรษฐกิจ ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงในดัชนีราคาสินค้าผู้บริโภคยังสะท้อนให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงในระดับราคาสินค้าซึ่งจะเป็นผลกระทบกระเทือนต่อการครองชีพของประชาชนในฐานะผู้บริโภคได้เป็นอย่างดี

การที่ได้บรรลุจุดมุ่งหมายนี้อาจถือได้ว่าประสบผลสำเร็จในการสร้างความเท่าเทียมกันหรือก่อให้เกิดความเสมอภาคระหว่างผู้มีรายได้ประจำกับผู้ที่มีรายได้ไม่ประจำ ยิ่งกว่านั้นการมีเสถียรภาพของราคายังเป็นเงื่อนไขที่สำคัญยิ่งในการที่ระบบเศรษฐกิจจะสามารถทำการแข่งขันกับตลาดโลกได้ โดยไม่จำเป็นต้องมีการควบคุมทางการค้า

4.2 การมีการจ้างงานเต็มที่ (Full employment)

การมีการจ้างงานเต็มที่ หมายถึง การมีการใช้ประโยชน์จากทรัพยากรและปัจจัยการผลิตทุกๆชนิดอย่างสูงสุดเท่าที่จะเป็นได้ ปัจจัยการผลิตที่สำคัญที่สุดปัจจัยหนึ่งก็คือ แรงงาน ดังนั้นระดับการจ้างงานเต็มที่จึงหมายถึง ระดับการจ้างงานเมื่อบุคคลทุกคนที่มีความสามารถและมีความเต็มใจที่จะหางานทำมีงานทำกันหมด การที่ปริมาณเงินอาจมีอิทธิพลทำให้ระบบเศรษฐกิจประสบกับปัญหาการว่างงานหรือมีการจ้างงานเต็มที่ได้นั้น ก็สืบเนื่องมาจาก แนวความคิดของนักเศรษฐศาสตร์ที่สำคัญคือ จอห์น เมนาร์ด เคนส์ (JohnMaynard Keynes) ในหนังสือชื่อ The General Theory ได้โต้แย้งความคิดของนักทฤษฎีปริมาณเงินที่ว่า เงินไม่สามารถส่งผลกระทบใดๆต่อตัวแปรที่แท้จริง เช่น ผลิตผลและการจ้างงานของประเทศได้ ในทางตรงกันข้ามเคนส์เห็นว่า การเปลี่ยนแปลงในปริมาณเงินอาจก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ย ซึ่งในที่สุดก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในการใช้จ่ายในการลงทุนได้ ดังนั้น ถ้าในขณะหนึ่งขณะใดระบบเศรษฐกิจเผชิญกับปัญหาการว่างงานที่รุนแรง การดำเนินนโยบายการเงินในลักษณะที่จะกระตุ้นให้มีการขยายตัวของการใช้จ่ายในการลงทุนก็จะเป็นหนทางหนึ่งที่ช่วยทำให้มีการขยายตัวในการผลิตสินค้าและบริการได้ ทรรศนะของเคนส์จึงเป็นทรรศนะที่ว่า อัตราดอกเบี้ยเป็นตัวเชื่อมโยงระหว่างปริมาณเงินกับปริมาณผลิตผลที่แท้จริง จากทรรศนะเช่นนี้ทำให้เกิดแนวความคิดใหม่ว่าเจ้าหน้าที่การเงินสามารถที่จะใช้นโยบายการเงินเพื่อกระตุ้นกิจกรรมที่แท้จริงในระบบเศรษฐกิจ ซึ่งผลที่สุดก็จะช่วยลดการว่างงานในระบบเศรษฐกิจลงไปได้

เครื่องบ่งชี้ถึงการมีการจ้างงานเต็มที่ คือ อัตราการว่างงาน ซึ่งก็คือ ร้อยละของกำลังแรงงานซึ่งว่างงาน บุคคลที่ว่างงาน หมายถึง บุคคลซึ่งกำลังไม่ได้ทำงานแต่มีความสามารถที่จะทำงานและกำลังหางานทำ การที่นักเศรษฐศาสตร์ใช้อัตราการว่างงานเป็นเครื่องวัดการจ้างงานเต็มที่ก็เพราะอัตราดังกล่าวแสดงถึงการใช้ประโยชน์จากทรัพยากรมนุษย์ (human resources) และเป็นการเน้นความสำคัญของคนมากกว่าที่จะเน้นสิ่งของ แต่เนื่องจากทรัพยากรมนุษย์และทรัพยากรที่มิใช่มนุษย์ (nonhuman resources) มักจะต้องทำงานร่วมกัน อัตราการว่างงานของทรัพยากรมนุษย์จึงอาจเป็นเครื่องแสดงให้เห็นถึงอัตราการว่างงานของทรัพยากรทั้งหมดได้โดยทางอ้อมด้วย เป้าหมายของนโยบายการเงินควรหาทางลดอัตราการว่างงานซึ่งเกิดขึ้นเนื่องจากการขาดแคลนงานที่จะทำโดยไม่นับรวมการว่างงานชนิดชั่วคราว (frictional unemployment) และการว่างงานอันเนื่องมาจากโครงสร้างทางเศรษฐกิจ (structural unemployment) เพราะการว่างงานทั้งสองชนิดหลังนี้ควรใช้วิธีการอื่นแก้ไขที่มิใช่การใช้นโยบายการเงิน โดยทั่วๆไปแล้วถ้าอัตราการว่างงานที่

เกิดขึ้นเนื่องจาก การขาดแคลนงานที่จะทำนี้อยู่ระหว่าง 3-5 เปอร์เซ็นต์ก็ถือได้ว่าระบบเศรษฐกิจมีการจ้างงานเต็มที่

การที่ได้บรรลุจุดมุ่งหมายนี้ อาจถือได้ว่าได้ประสบความสำเร็จในการทำให้บุคคลแต่ละคนในฐานะที่เป็นกำลังการผลิตของสังคมได้มีงานทำ และเกิดความเท่าเทียมกันยิ่งขึ้น ในการให้โอกาสการมีงานทำแก่คนทุนคนที่มีความสามารถในการทำงาน และเมื่อพิจารณาในฐานะส่วนรวมของชาติ การมีการจ้างงานเต็มที่เป็นเครื่องแสดงให้เห็นว่า ระบบเศรษฐกิจแบบตลาดซึ่งเปิดโอกาสให้ทุกคนมีเสรีภาพในการเลือกงานสามารถใช้ประโยชน์จากกำลังแรงงานเต็มตามศักยภาพของกำลังแรงงานเหล่านั้น

4.3 การมีความจำเริญทางเศรษฐกิจเพียงพอ (Adequate Economic Growth)

ความจำเริญทางเศรษฐกิจ หมายถึง การขยายตัวในศักยภาพในการผลิตสินค้าและบริการของประเทศอย่างต่อเนื่องเป็นระยะเวลายาวนานซึ่งประกอบด้วยเงื่อนไขที่สำคัญ 2 ประการ คือ ประการแรก สมรรถภาพการผลิต (productive capacity) ของประเทศจะต้องเพิ่มขึ้น และประการที่สอง จะต้องมีการนำสมรรถภาพการผลิตที่เพิ่มขึ้นนั้นมาใช้ให้เป็นประโยชน์ด้วย ดังนั้น อาจกล่าวอย่างสั้นๆได้ว่า ความจำเริญทางเศรษฐกิจ หมายถึง การที่ประเทศสามารถผลิตสินค้าและบริการออกมาสนองความต้องการของประชาชนได้เพิ่มขึ้นเรื่อยๆตลอดระยะเวลา เป็นที่เห็นได้ชัดว่าทุกประเทศย่อมต้องการที่จะให้ประเทศของตนมีอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่สูงที่สุดเท่าที่จะเป็นได้ ทั้งนี้เพื่อประชาชนของประเทศจะได้มีสินค้าและบริการใช้อย่างเพียงพอ ดังนั้น บทบาทของนโยบายการเงินในด้านนี้ก็คือ การส่งเสริมแรงจูงใจในการออมในภาคเอกชน อันจะเป็นแหล่งเงินสำคัญที่นำมาใช้ในการลงทุนได้ การกระตุ้นการลงทุนในภาคเอกชนเพื่อหาทางทำให้เงินออมถูกนำมาใช้ให้เกิดประโยชน์ การหาหนทางเพิ่มผลิตภาพ และการส่งเสริมให้เกิดความเจริญก้าวหน้าในเทคนิคการผลิต ฯลฯ

เครื่องบ่งชี้ถึงการมีความจำเริญทางเศรษฐกิจที่เพียงพอ อาจวัดได้จาก ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ(gross domestic product) กล่าวได้ว่า นโยบายการเงินมีบทบาทต่อความจำเริญทางเศรษฐกิจ โดยก่อให้เกิดผลกระทบต่ออัตราการลงทุนในสินค้าทุน ทั้งนี้เพราะนโยบายการเงินก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในต้นทุนของเงินทุน และการเปลี่ยนแปลงในปริมาณของสินเชื่อ ดังนั้นอัตราการเจริญเติบโตที่เพียงพออาจถือได้ว่าคืออัตราที่สอดคล้องกับความเต็มใจของประชาชนในอันที่จะเสียสละการบริโภคในปัจจุบัน เพื่อก่อให้เกิดการผลิตสินค้าทุนมากขึ้น

การที่ได้บรรลุจุดมุ่งหมายนี้อาจถือได้ว่าได้ประสบผลสำเร็จในการทำให้มาตรฐานการครองชีพและคุณภาพชีวิตของประชากรของประเทศดีขึ้นเรื่อยๆ และนอกจากนี้ยังเป็นเครื่องแสดงถึงฐานะทางเศรษฐกิจที่กว้างขวางในสายตาของต่างประเทศ

4.4 การมีความสมดุลในดุลการชำระเงิน (Equilibrium in the Balance of Payments)

การมีความสมดุลในดุลการชำระเงิน หมายถึง การที่ประเทศไม่ประสบกับปัญหาการขาดดุลการค้าและดุลการชำระเงิน หรือปัญหาการเกินดุลการค้าและดุลการชำระเงินอย่างใดอย่างหนึ่งที่รุนแรงซึ่งจะมีผลทำให้ค่าของเงินของประเทศนั้นเมื่อเปรียบเทียบกับค่าของทองคำหรือค่าของเงินตราต่างประเทศอื่นๆ หรืออีกนัยหนึ่งค่าภายนอกของเงินของปรแทศนั้นไม่อยู่ในความสมดุลหรือขาดเสถียรภาพ ดังนั้นการที่ค่าเงินของประเทศนั้นเมื่อเปรียบเทียบกับค่าของทองคำหรือค่าของเงินตราต่างประเทศอื่นๆจะอยู่ในความสมดุลหรือมีเสถียรภาพก็ต่อเมื่อประชาชนของประเทศนั้นปรารถนาที่จะใช้จ่าย หรือให้กู้ยืมแก่ต่างประเทศเป็นจำนวนที่ใกล้เคียงกันกับที่ชาวต่างประเทศปรารถนาที่จะใช้จ่ายและให้กู้ยืมแก่ประเทศนั้น

การที่ได้บรรลุจุดมุ่งหมายนี้ อาจถือได้ว่าได้ประสบผลสำเร็จในการส่งเสริมความสัมพันธ์ทางเศรษฐกิจกับต่างประเทศ ซึ่งเป็นผลให้มีการเคลื่อนย้ายแรงงาน การค้า และการเงินระหว่างประเทศโดยเสรี ซึ่งก็จะเป็นผลให้สามารถขยายนโยบายเศรษฐกิจภายในประเทศได้อย่างเสรี

เครื่องบ่งชี้ถึงการมีความสมดุลในดุลการชำระเงิน อาจพิจารณาได้จากฐานะดุลการชำระเงินทั้งหมดของประเทศ แต่สำหรับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ใช้ฐานะดุลบัญชีเดินสะพัดเป็นเครื่องชี้ โดยที่ฐานะดุลบัญชีเดินสะพัด ประกอบด้วย บัญชีดุลการค้า บัญชีดุลบริการ และบัญชีดุลเงินโอนและเงินบริจาค รัฐบาลให้ความสนใจในฐานะดุลบัญชีเดินสะพัดเป็นอย่างมากและให้ความสำคัญมากกว่าฐานะบัญชีดุลการชำระเงิน ทั้งนี้เนื่องมาจาก ดุลบัญชีเดินสะพัดแสดงถึงการเคลื่อนย้ายทรัพยากรระหว่างประเทศสุทธิ ซึ่งบ่งบอกถึงกิจกรรมการค้าของประเทศโดยตรง นอกจากนี้ฐานะดุลบัญชีเดินสะพัดยังสะท้อนให้เห็นถึงช่องว่างระหว่างการลงทุนและการออมในประเทศ อันนำไปสู่ความจำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องอาศัยเงินออมจากต่างประเทศมาปิดช่องว่างดังกล่าวนี้ หรืออาจกล่าวได้อีกนัยหนึ่งว่า การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเป็นตัวชี้ให้เห็นว่าประเทศนั้นๆจำเป็นต้องอาศัยเงินออมจากต่างประเทศมาจุนเจือเพื่อใช้ลงทุนในประเทศเป็นจำนวนเท่าไร แสดงได้ดังนี้

จากเอกลักษณ์รายจ่ายประชาชาติ

$$Y = C + I + (X - M)$$

เมื่อ Y = รายจ่ายประชาชาติ

C = รายจ่ายเพื่อการอุปโภคบริโภคของเอกชนและรัฐบาล

I = รายจ่ายเพื่อการลงทุนของภาคเอกชนและรัฐบาล

X = มูลค่าสินค้าและบริการส่งออก (รวมเงินโอนและเงินบริจาครับ)

M = มูลค่าสินค้าและบริการนำเข้า (รวมเงินโอนและเงินบริจาคจ่าย)

X - M = ดุลบัญชีเดินสะพัด

จากเอกลักษณ์รายได้ประชาชาติ

$$Y = C + S$$

เมื่อ S = เงินออมในประเทศ

เนื่องจากรายได้ประชาชาติจะต้องเท่ากับรายจ่ายประชาชาติเสมอ ดังนั้น

$$C + I + (X - M) = C + S$$

หรือ $$X - M = S - I$$

นั่นคือ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อ การใช้จ่ายเพื่อการลงทุนสูงกว่าเงินออมในประเทศ และจำนวนการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดย่อมเท่ากับช่องว่างระหว่างเงินออมและเงินลงทุนเสมอ

ประสิทธิภาพการดำเนินนโยบายการเงิน

ประสิทธิภาพการดำเนินนโยบายการเงินในที่นี้ พิจารณาถึงประสิทธิภาพของเครื่องมือนโยบาขการเงินต่อความคล่องตัวในการที่จะนำมาใช้และความมีประสิทธิภาพมากน้อยเพียงใดเมื่อเปรียบเทียบกัน โดยที่ประสิทธิภาพในที่นี้ หมายถึง ความสามารถในอันที่จะก่อให้เกิดผลกระทบต่อตัวแปรที่เป็นเป้าหมายทางการเงิน เครื่องชี้ของนโยบายการเงิน และตัวแปรที่เป็นเป้าหมายทางเศรษฐกิจ ตามที่ธนาคารกลางต้องการ โดยหลักเกณฑ์ที่จะใช้ในการเปรียบเทียบประกอบด้วย ความคล่องตัว (flexibility) ความแม่นยำ (precision) ความสามารถในอันที่จะควบคุมปริมาณเงินและผลกระทบต่อเป้าหมายเศรษฐกิจ โดยในที่นี้จะพิจารณาถึงเครื่องมือของนโยบายการเงิน สามชนิด คือ การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาด การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลาง และการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา ดังนี้

1. ความคล่องตัว

ความคล่องตัว หมายถึง การที่ธนาคารกลางนำเครื่องมือทางการเงินมาใช้ได้โดยง่ายหรือผ่านขั้นตอนการอนุมัตินอยลำดับขั้นในการนำเครื่องมือทางการเงินนั้นๆมาใช้ ซึ่งโดยปกติทั่วไปแล้ว การซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลในตลาดเป็นเครื่องมือของนโยบายการเงินที่มีความคล่องตัวมากกว่าเครื่องมือชนิดอื่นๆ ทั้งนี้เพราะ ในประเทศที่มีตลาดการเงินซึ่งพัฒนาและเจริญก้าวหน้ามากแล้ว การซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลในตลาดจะเป็นการกระทำซึ่งต่อเนื่องกันไปในระยะเวลาและขนาด กล่าวคือ เมื่อธนาคารกลางพิจารณาเห็นว่า สภาวะทางการเงินของระบบเศรษฐกิจในขณะหนึ่งขณะใดนั้นยังมีความไม่เหมาะสม ธนาคารกลางก็อาจจะทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ได้อย่างรวดเร็ว และในปริมาณเท่าใดก็ได้โดยไม่ต้องมีการประกาศล่วงหน้า ความคล่องตัวนี้ทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์เป็นมาตรการที่เหมาะสมที่จะใช้ในการป้องกัน (defensive measure) หรือลบล้างการเปลี่ยนแปลงใดๆที่เกิดจากปัจจัยภายนอก ซึ่งอยู่นอกเหนืออำนาจการควบคุมของธนาคารกลาง เช่น การเปลี่ยนแปลงในปริมาณทองคำของประเทศ การเปลี่ยนแปลงการใช้จ่ายของรัฐบาล การเปลี่ยนแปลงในความต้องการถือเงินสดของประชาชน ฯลฯ ธนาคารกลางก็สามารถที่จะดำเนินการโดยการใช้มาตรการการซื้อขายหลักทรัพย์ในขนาดและในเวลาที่เหมาะสม เพื่อลบล้างผลที่จะเกิดขึ้นจากปัจจัยเหล่านี้ การใช้วิธีการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นเครื่องมือที่ช่วยให้ธนาคารกลางสามารถควบคุมเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ได้ และดังนั้นธนาคารกลางก็สามารถควบคุมปริมาณเงินได้ แต่การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย และการเปลี่ยนแปลงอัตราแลก

เปลี่ยนเงินตรา มิได้เป็นเครื่องมือที่มีความคล่องตัวนัก และถ้าธนาคารกลางเพิ่มอัตราดอกเบี้ยขึ้นครั้งใดก็มักจะเป็นที่โจษจันกันในวงการการเงินว่าธนาคารกลางกำลังใช้มาตรการการเงินที่เข้มงวด ซึ่งเป็นเครื่องแสดงถึงว่าอาจจะมีการใช้มาตรการที่เข้มงวดอื่นๆตามมาอีก นอกจากนี้ การตัดสินใจในการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยและ/หรือการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราที่ได้กระทำไปแล้ว เป็นการยากที่ธนาคารกลางจะเปลี่ยนแปลงในระยะที่ใกล้ๆกันต่อมาได้ เพราะสิ่งนี้จะเป็นเครื่องแสดงถึงว่า ธนาคารกลางได้มีการตัดสินใจที่ผิดพลาดหรือไม่ถูกต้อง ด้วยเหตุนี้จึงอาจกล่าวได้ว่า ในทางปฏิบัติ การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยและการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนไม่ได้เป็นเครื่องมือที่มีความคล่องตัวในการนำมาใช้เท่าใดนักในระยะสั้น แต่เมื่อเปรียบเทียบระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยและการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนแล้ว การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยอาจจะมีความคล่องตัวมากกว่า ส่วนการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนมีความคล่องตัวน้อยกว่าเพราะเกี่ยวเนื่องกับฐานะการเงินและการค้าระหว่างประเทศโดยเฉพาะฐานะดุลบัญชีเดินสะพัด

2. ความแม่นยำ

ความแม่นยำ หมายถึง ความสามารถของเครื่องมือทางการเงินอันจะก่อให้เกิดผลกระทบต่อเป้าหมายทางการเงินในขนาดหรือปริมาณที่ถูกต้องตรงตามต้องการ ซึ่งโดยปกติแล้วการซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลในตลาด ทำให้ธนาคารกลางสามารถที่จะก่อให้เกิดผลกระทบต่อเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์และฐานเงินได้อย่างค่อนข้างถูกต้องแม่นยำ ดังเช่น เมื่อธนาคารกลางทำการซื้อหรือขายหลักทรพย์ในตลาด เงินฝากและเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์จะเพิ่มขึ้นหรือลดลงเป็นจำนวนเท่ากับมูลค่าของการซื้อหรือการขายนั้น ดังนั้น ถ้าธนาคารกลางต้องการที่จะทำให้ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น เช่น 100 ล้านบาท ธนาคารกลางก็เพียงแต่ทำการซื้อหลักทรัพย์รัฐบาล 100 ล้านบาท การที่เครื่องมือนี้ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรทางการเงิน เช่น เงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ได้ในลักษณะเช่นนี้ ทำให้เครื่องมือนี้มีความแม่นยำในการนำมาใช้ ในทางตรงกันข้ามการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยมิได้มีคุณสมบัติเช่นนั้น ถ้าธนาคารกลางต้องการลดเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ลงโดยใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ย ธนาคารกลางก็อาจจะเพิ่มอัตราดอกเบี้ย ตลอดจนขอร้องมิให้ธนาคารพาณิชย์ทำการกู้ยืมจากธนาคารกลางมากจนเกินไป แต่ผลของการใช้มาตรการนี้จะก่อให้เกิดการลดลงในการกู้ยืมเงินจากธนาคารกลาง และการลดลงในเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ ตลอดจนฐานเงินได้มากน้อยขนาดไหน เป็นการยากที่จะกะประมาณได้ล่วงหน้า

3. ความสามารถในการที่จะควบคุมปริมาณเงิน

เครื่องมือทั้ง 3 ชนิดนี้ต่างก็ไม่ได้ให้อำนาจแก่ธนาคารกลางอย่างสมบูรณ์ในการควบคุมปริมาณเงิน สำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดนั้น การที่ธนาคารกลางซื้อหลักทรัพย์ในตลาดจะทำให้เงินสำรองของธนาคารพาณิชย์เพิ่มขึ้นเป็นจำนวนที่เท่ากัน ถ้าธนาคารพาณิชย์ใช้เงินสำรองที่เพิ่มขึ้นนี้ไปในการให้กู้ยืมและลงทุนเพิ่มขึ้น ปริมาณเงินก็จะเพิ่มขึ้นมาก แต่ถ้าธนาคารพาณิชย์เลือกที่จะไม่ใช้เงินนี้ ปริมาณเงินก็จะไม่เปลี่ยนแปลงแต่ประการใด ในทางตรงกันข้าม เมื่อธนาคารกลางขายหลักทรัพย์ซึ่งทำให้เงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ลดลง ถ้าธนาคารพาณิชย์ลดการให้กู้ยืมและการลงทุนลง ปริมาณเงินก็จะลดลงมาก แต่ถ้าธนาคารพาณิชย์ยังคงให้กู้ยืมอยู่โดยยอมให้เงินสำรองส่วนเกินที่มีอยู่ลดลง หรือกู้ยืมจากธนาคารกลางเพื่อทำให้เงินสำรองกลับเข้าสู่ระดับเดิม ปริมาณเงินก็จะไม่ลดลงมากเท่าที่ควร ดังนั้น จึงอาจกล่าวได้ว่า มีปัจจัยอยู่ 2 ประการที่จำกัดผลของการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดที่จะมีต่อเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ ปัจจัยแรกก็คือ เงินสำรองส่วนเกินของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งทำให้ยังเป็นแหล่งเงินที่ธนาคารพาณิชย์จะใช้ปรับเงินสำรองให้เหมาะสม เมื่อการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ทำให้เงินสำรองของธนาคารพาณิชย์เพิ่มขึ้นหรือลดลง ปัจจัยที่สองก็คือ การที่ธนาคารพาณิชย์สามารถกู้ยืมเงินจากธนาคารกลางได้ ซึ่งทำให้ธนาคารพาณิชย์สามารถนำมาปรับเงินสำรองให้เหมาะสมได้เช่นกัน

การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยโดยธนาคารกลาง ก็อาจจะถูกลบล้างโดยการกระทำของธนาคารพาณิชย์ได้เช่นกัน เมื่อธนาคารกลางต้องการเพิ่มปริมาณเงินโดยการลดอัตราดอกเบี้ย ธนาคารกลางจะประสบความสำเร็จ ถ้าธนาคารพาณิชย์ทำการกู้ยืมจากธนาคารกลางเพิ่มขึ้น ในทางทฤษฎีแล้ว ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางและปริมาณการกู้ยืมจากธนาคารกลางจะเป็นไปในทางผกผัน เพราะอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางเป็นต้นทุนของการกู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้กับปริมาณการกู้ยืมจากธนาคารกลางจะเป็นไปในทางเดียวกัน เพราะอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้เป็นรายได้ของธนาคารพาณิชย์ ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ของธนาคารพาณิชย์กับอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลาง ก็คือผลกำไรของธนาคารพาณิชย์ การเพิ่มอัตราดอกเบี้ยโดยธนาคารกลางมักกระทำกันในเวลาที่เศรษฐกิจรุ่งเรือง ซึ่งเป็นขณะที่อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้กำลังสูงขึ้นด้วย ถ้าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้สูงขึ้นมากกว่าการเพิ่มขึ้นในอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลาง ผลกำไรของธนาคารพาณิชย์ก็จะเพิ่มขึ้น ผลที่มีต่อปริมาณเงินจึงน้อยกว่าที่ควรจะเป็น ในทางตรงกันข้าม การลดอัตราดอกเบี้ยมัก

เป็นวิธีการที่ธนาคารกลางใช้ในเวลาที่เศรษฐกิจซบเซา ซึ่งเป็นเวลาที่อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ลดลง ถ้าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ลดลงมากกว่าการลดลงในอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลาง ผลกำไรของธนาคารพาณิชย์ก็จะลดลง ซึ่งทำให้ธนาคารพาณิชย์มีแนวโน้มที่จะทำการกู้ยืมจากธนาคารกลางน้อยลง ดังนั้น ผลที่มีต่อปริมาณเงินจึงน้อยกว่าที่ควรจะเป็นเช่นกัน

ด้วยเหตุนี้จึงทำให้อำนาจของธนาคารกลางในการใช้เครื่องมือทางการเงินดังกล่าวเพื่อควบคุมปริมาณเงินค่อนข้างจำกัด เพราะธนาคารพาณิชย์มีอำนาจที่จะลบล้างการกระทำของธนาคารกลางได้

4. ผลกระทบต่อเป้าหมายทางเศรษฐกิจ

ดังได้กล่าวมาแล้วว่า นโยบายการเงินมีจุดมุ่งหมายที่จะใช้มาตรการต่างๆทางการเงินในการทำให้บรรลุจุดมุ่งหมายทางเศรษฐกิจที่สำคัญๆของประเทศซึ่งได้แก่ การมีเสถียรภาพของระดับราคาสินค้า การมีการจ้างงานเต็มที่ การมีความจำเริญทางเศรษฐกิจเพียงพอ และการมีความสมดุลในดุลการชำระเงิน และเนื่องจากเราไม่สามารถที่จะทำให้บรรลุจุดมุ่งหมายทางเศรษฐกิจต่างๆเหล่านี้พร้อมๆกันได้ การดำเนินนโยบายการเงินจึงต้องมีการประนีประนอม หรือมีการแลกกันระหว่างจุดมุ่งหมายต่างๆในลักษณะที่จะให้เป็นผลดีที่สุดต่อเศรษฐกิจของประเทศ แต่การศึกษาที่ผ่านมานักเศรษฐศาสตร์ไม่ค่อยจะมีความมั่นใจเท่าใดนักว่าขนาดของผลกระทบนี้เป็นเท่าใดกันแน่ ในอดีตนักเศรษฐศาสตร์สำนักต่างๆก็มีความคิดเห็นแตกต่างกันออกไปเกี่ยวกับขนาดของผลกระทบนี้ โดยนักเศรษฐศาสตร์สำนักเคนส์ระยะแรกๆ (Early Keynesians) กะประมาณว่าขนาดของผลกระทบของนโยบายการเงินนั้นน้อยกว่าที่นักเศรษฐศาสตร์สำนักการเงินนิยมกะประมาณในบางกรณีที่เป็นกรณีพิเศษ นักเศรษฐศาสตร์สำนักเคนส์เชื่อว่านโยบายการเงินไม่ก่อให้เกิดผลกระทบใดๆต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจเลย แต่อย่างไรก็ตามในระยะเวลาต่อมา การกะประมาณขนาดของผลกระทบของนักเศรษฐศาสตร์ทั้งสองสำนักเริ่มจะมีความใกล้เคียงกันมากขึ้น กล่าวคือ ในปลายทศวรรษ 1960 การศึกษาเชิงประจักษ์ของนักเศรษฐศาสตร์ทั้งสองสำนักซึ่งต่างก็กระทำกันโดยอิสระพบว่า ขนาดของผลกระทบนี้อยู่ในอัตราส่วน 5 : 1 ซึ่งหมายถึงว่า ถ้ามีการเปลี่ยนแปลงในปริมาณเงิน 1 ดอลลาร์สหรัฐฯ ผลิตภัณฑ์ประชาชาติเบื้องต้นในรูปของตัวเงินจะเปลี่ยนแปลงไป 5 ดอลลาร์สหรัฐฯ (Wrightsman, 1976)