

# ผลกระทบของวิกฤตการณ์ซับไพรม์ต่อประเทศไทย

อ.ดร.กรกรณ์ย์ ชีวะตระกูลพงษ์

อ.ดร.สมประวิณ มั่นประเสริฐ\*

## บทคัดย่อ

วิกฤตการณ์ซับไพรม์ที่เกิดขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกาได้สร้างความปั่นป่วนให้กับภาคการเงินและเศรษฐกิจในประเทศต่าง ๆ ทั่วโลกอย่างรุนแรง ซึ่งมีความเป็นไปได้ที่ประเทศไทยจะได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์ครั้งนี้อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ดังนั้นงานศึกษาชิ้นนี้จึงตั้งประเด็นเพื่อวิเคราะห์ถึงช่องทางการส่งผ่านผลกระทบของวิกฤตการณ์ซับไพรม์ต่อระบบเศรษฐกิจไทย รวมถึงการประเมินผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นต่อภาคเศรษฐกิจจริงภายในประเทศ

การส่งผ่านผลกระทบจากวิกฤตการณ์ซับไพรม์มายังระบบเศรษฐกิจไทยเกิดได้ 3 ช่องทาง ได้แก่ 1) ผลกระทบที่ส่งผ่านทางภาคการเงินของประเทศไทย 2) ผลกระทบที่ส่งผ่านทางตลาดทุน และ 3) ผลกระทบที่ส่งผ่านการค้าระหว่างประเทศ งานศึกษาชิ้นนี้พบว่าผลกระทบของวิกฤตการณ์ซับไพรม์ที่มีต่อภาคการเงินและสถาบันการเงินของประเทศไทยนั้นมีอย่างจำกัด ทั้งนี้เนื่องจากสถาบันการเงินในประเทศไทยมีนโยบายในการปล่อยสินเชื่อและการลงทุนอย่างรัดกุม รวมถึงมีมาตรการควบคุมสถาบันการเงินอย่างเข้มงวดนับตั้งแต่เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในปี ค.ศ. 1997 อย่างไรก็ตาม งานศึกษาชิ้นนี้คาดว่ามีความเป็นไปได้ที่วิกฤตการณ์ซับไพรม์จะกระทบภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงของประเทศไทยอย่างรุนแรง โดยส่งผ่านทางตลาดทุน และการค้าระหว่างประเทศ เนื่องจากการปรับตัวลดลงอย่างรุนแรงของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่งผลกระทบต่อสถานะทางสินทรัพย์ของภาคเอกชน (Wealth Effect) และเพิ่มความผันผวนในตลาดทุนและระบบเศรษฐกิจ อีกทั้งประเทศไทยยังคงเป็นประเทศที่พึ่งพิงการส่งออกสูง จึงทำให้ผลกระทบจากการชะลอตัวของการส่งออกทั้งทางตรงและทางอ้อมที่ส่งผ่านผู้ผลิตชั้นกลางอยู่ในระดับที่สูงหากเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในประเทศสหรัฐอเมริกาและอื่น ๆ ดังนั้นวิกฤตการณ์ซับไพรม์อาจส่งผลกระทบที่รุนแรงต่อภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงของประเทศไทยได้

\* คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

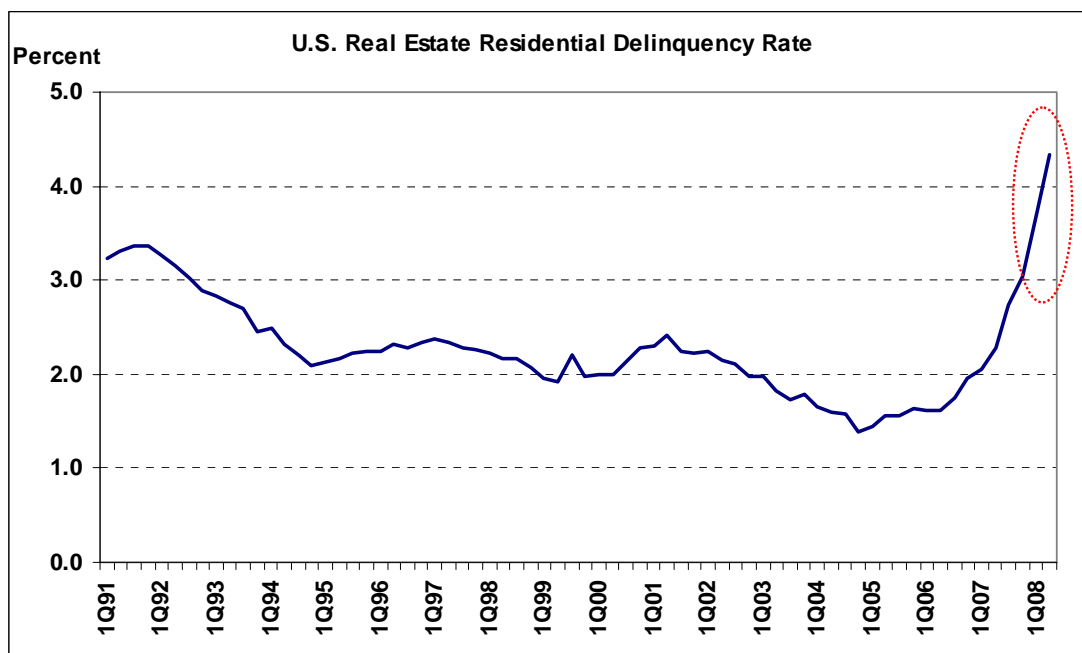
## 1. บทนำ

ในช่วงเดือนที่ผ่านมา ระบบการเงินและเศรษฐกิจทั่วทั้งโลกตกอยู่ในภาวะระส่ำระสายสืบเนื่องมาจากวิกฤตการณ์ทางการเงินที่มีจุดเริ่มต้นมาจากประเทศสหรัฐอเมริกาที่เรียกว่าวิกฤตการณ์ซับไพรม์ (Subprime Crisis) ซึ่งส่งผลกระทบต่อเนื่องถึงการล้มละลายของบริษัทผู้ให้สินเชื่อด้านอสังหาริมทรัพย์ (Mortgage Companies) เป็นจำนวนมาก เหตุการณ์ดังกล่าวยังส่งผลกระทบต่อลุกลามไปถึงการล้มละลายของวาณิชธนกิจขนาดใหญ่ในประเทศสหรัฐอเมริกา และก่อให้เกิดปัญหาการขาดสภาพคล่องอย่างรุนแรงของบริษัททางการเงินหลายแห่งจนตกอยู่ในภาวะล้มละลาย ส่งผลให้รัฐบาลของหลายประเทศ เช่น ยุโรป ญี่ปุ่น เกาหลี จีน และรัสเซีย ต้องเข้าไปช่วยเหลือสถาบันการเงินภายในประเทศของตนเอง สิ่งเหล่านี้อาจลุกลามกลายเป็นวิกฤติเศรษฐกิจครั้งใหญ่อีกครั้งของโลกที่อาจเทียบเท่ากับภาวะเศรษฐกิจถดถอยอย่างรุนแรง (The Great DepressionX ในช่วงทศวรรษที่ 1930s ถึงต้นทศวรรษ 1940s ดังนั้นจึงมีความจำเป็นที่เราควรจะต้องศึกษาถึงผลกระทบของวิกฤตการณ์ซับไพรม์ที่อาจมีต่อประเทศไทย เพื่อเตรียมการรับมือกับวิกฤติเศรษฐกิจในครั้งนี้ ให้มีผลกระทบต่อประเทศไทยน้อยที่สุดเท่าที่จะเป็นไปได้

## 2. สาเหตุของวิกฤตการณ์ซับไพรม์

สัญญาณอันตรายของวิกฤตการณ์ซับไพรม์เริ่มต้นขึ้นตั้งแต่ช่วงกลางปี 2006 และลุกลามกลายเป็นปัญหาใหญ่สำหรับระบบการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงเดือนกุมภาพันธ์ปี ค.ศ.2007 เมื่อข่าวการล้มละลายของบริษัทที่ให้สินเชื่อด้านอสังหาริมทรัพย์ (Mortgage Companies) และอัตราการค้าชำระหนี้ (Delinquency Rate) สูงเป็นประวัติการถูกพาดหัวในหนังสือพิมพ์เกือบทุกฉบับ ปัญหาที่เกิดขึ้นเน้นหนักไปที่สินเชื่อประเภทซับไพรม์ (Subprime Mortgages) ซึ่งเป็นสินเชื่อด้านอสังหาริมทรัพย์ที่มีคุณภาพต่ำกว่าสินเชื่อตามปกติ หรือที่เรียกว่าสินเชื่อประเภทไพรม์ (Prime Mortgages) กล่าวอีกนัยหนึ่งคือสินเชื่อประเภทซับไพรม์จะมีความเป็นไปได้ในการได้รับเงินคืนชำระต่ำกว่าปกตินั่นเอง ต้นเหตุของวิกฤตการณ์ซับไพรม์เกิดจากหลายสาเหตุประกอบกันดังนี้

รูปที่ 1: อัตราการค้างชำระสินเชื่อบ้านของประเทศสหรัฐอเมริกา



ที่มา: Bloomberg

1. ภาวะฟองสบู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกานับตั้งแต่ช่วงปีค.ศ. 1997 เมื่อราคาอสังหาริมทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาได้ปรับตัวสูงขึ้นคิดเป็นร้อยละ 124 ระหว่างปีค.ศ. 1997-2006 จนกระทั่งเกิดภาวะฟองสบู่แตกในช่วงปี 2006 ทำให้มูลค่าของสินทรัพย์ที่เป็นหลักประกันของสินเชื่อ ตลอดจนความสามารถในการชำระหนี้ของผู้กู้ลดลง
2. ความหย่อนยานในมาตรฐานการปล่อยสินเชื่อประเภทซับไพรม์จากการแข่งขันของบริษัทให้สินเชื่อที่สูง ประกอบกับระดับอัตราดอกเบี้ยต่ำในช่วงดังกล่าว (อัตราดอกเบี้ยนโยบาย FED Funds Rate ลดลงจากที่ระดับร้อยละ 6.5 ในปีค.ศ. 2000 เหลือเพียงร้อยละ 1.75 ในปีค.ศ. 2001) ดังจะเห็นได้จากส่วนชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium) ของสินเชื่อประเภทซับไพรม์ ที่ลดลงเป็นอย่างมาก จากเดิมที่ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อประเภทไพรม์และซับไพรม์อยู่ที่ 280bps ในปีค.ศ. 2001 แต่กลับลดลงไปที่ 130bps ในปีค.ศ. 2007 อีกทั้งการให้สินเชื่อซับไพรม์ส่วนมากจะเป็นไปในลักษณะที่เรียกว่าสินเชื่อบ้านแบบปรับดอกเบี้ยได้ (Adjustable-Rate Mortgage :ARM) ซึ่งเป็นการอนุญาตให้ผู้กู้สามารถชำระแต่ดอกเบี้ยเพียงอย่างเดียวในช่วงระยะแรกของการเริ่มกู้ ทำให้ผู้กู้มีภาระในการผ่อนชำระที่สูงมากในภายหลัง

3. การเอื้อประโยชน์จากกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาที่อนุญาตให้ใช้สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยเท่านั้นสามารถใช้ในการขอลดหย่อนภาษีเงินได้ และรวมถึงกฎหมาย The Glass-Steagall Act ที่อนุญาตให้มีการแยกพาณิชย์ธนาคารออกมาจากธนาคารพาณิชย์ได้ ส่งผลให้มีสถาบันการเงินที่เน้นทำธุรกรรมที่มีความเสี่ยงสูง
4. การขาดมาตรฐานในการกำกับดูแลและการให้สินเชื่อประเภทซับไพรม์และการออกตราสารประเภทที่มีการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นทุน (Securitization)
5. การปรับตัวเพิ่มขึ้นของระดับอัตราดอกเบี้ยในช่วงต่อมาอย่างต่อเนื่อง ซึ่งส่งผลให้ความสามารถในการชำระหนี้ของผู้กู้ซับไพรม์ลดลง
6. ความล้มเหลวของบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agencies) ในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของสถาบันการเงินให้สะท้อนกับความเสี่ยงที่แท้จริง ทำให้เกิดภาวะความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) ซึ่งส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน

คำถามที่สำคัญต่อมาคือ เหตุใดปัญหาของสินเชื่อซับไพรม์จึงส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อระบบการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอื่น ๆ ในโลกดังที่เห็นกันอยู่ในปัจจุบัน

### **3. เหตุใดปัญหาสินเชื่อซับไพรม์จึงส่งผลกระทบต่ออย่างรุนแรงต่อระบบการเงิน**

หากพิจารณาถึงขนาดของสินเชื่อซับไพรม์ในประเทศสหรัฐอเมริกาแล้ว จะเห็นได้ว่ามีมูลค่าน้อยกว่า 1 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ หากพิจารณากับอัตราการค้างชำระหนี้ซึ่งสูงเป็นประวัติการณ์กล่าวคือในร้อยละ 12-13<sup>1</sup> ความเสียหายจากสินเชื่อซับไพรม์จะมีมูลค่าอยู่ที่ประมาณไม่เกิน 2 แสนล้านเหรียญสหรัฐ ถึงแม้ว่าตัวเลขดังกล่าวจะมีมูลค่าสูง แต่เมื่อเปรียบเทียบกับผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศของสหรัฐอเมริกาพบว่า มูลค่าดังกล่าวยังคงคิดเป็นสัดส่วนค่อนข้างต่ำ นั่นคือเพียงร้อยละ 1.42 ของ GDP ประเทศสหรัฐอเมริกา และเมื่อเปรียบเทียบกับขนาดของมูลค่าตลาดหุ้นในสหรัฐอเมริกา ความเสียหายของสินเชื่อซับไพรม์คิดเป็นสัดส่วนเพียงร้อยละ 1.25<sup>2</sup> เท่านั้น ดังนั้นคำถามที่สำคัญคืออะไรเป็นสาเหตุที่ทำให้ความเสียหายจากสินเชื่อซับไพรม์ส่งผลกระทบต่อระบบการเงิน ตลอดจนตลาดทุนของประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอื่น ๆ ในโลก ได้มากมายอย่างที่ปรากฏอยู่

<sup>1</sup> Kiff and Mills (2007)

<sup>2</sup> Adrian and Shin (2007)

เพื่อที่จะตอบคำถามดังกล่าว ประการแรกจะต้องทำความเข้าใจก่อนว่า โดยทั่วไปแล้ว สินเชื่อประเภทซับไพรม์จะถูกแปลงสภาพจากสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) ในรูปแบบที่เรียกว่า การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์โดยมีสินเชื่อหนุนหลัง (Mortgage-Backed Securitization: MBS) จากนั้น MBS จะถูกจัดลำดับ และนำไปจัดเป็นกลุ่มรวมกัน (Pool) และถูกนำไปแปลงต่อเป็นตราสารที่เราเรียกว่าตราสารที่มีหนี้เป็นหลักประกัน (Collateralized Debt Obligation: CDO) ซึ่งจะเป็นหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายกันโดยตรงระหว่างสถาบันการเงินที่ออกตราสารกับนักลงทุน โดยไม่มีตลาดกลางที่ทำการแลกเปลี่ยน หรือที่เราเรียกว่าตลาดต่อรอง (Over-the-Counter Products: OTC)

นอกจากนี้ สถาบันการเงินมักจะไม่ลงบันทึกธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับตราสารที่ถูกค้าประกันด้วยสินเชื่อประเภทซับไพรม์ในหมวดสินทรัพย์ของบริษัท (Off Balance Sheet) แต่จะนำสินทรัพย์เหล่านี้ไปรวมอยู่ในหน่วยงานที่จัดตั้งขึ้นมาเพื่อการลงทุน (Structure Investment Vehicles: SIVs) ซึ่งโดยทั่วไป SIVs จะทำธุรกรรมในลักษณะของการหาเงินทุนผ่านการกู้ยืมด้วยการออกตราสารระยะสั้นที่เรียกว่าตราสารเพื่อการพาณิชย์ที่ได้รับการหนุนหลังจากสินทรัพย์ (Asset-Backed Commercial Paper: ABCP) และซื้อตราสารระยะยาวที่ค้าประกันโดยสินเชื่อซับไพรม์ และสินเชื่อประเภทอื่น ๆ เนื่องจากธุรกรรมใน SIVs จะไม่ปรากฏอยู่ในงบการเงินของสถาบันการเงิน ดังนั้น นักลงทุนจึงไม่สามารถทราบถึงความเสี่ยงที่แท้จริงของสถาบันการเงินนั้นๆ ได้ ประกอบกับช่วงที่ผ่านมานับตั้งแต่ปีค.ศ. 2005 อัตราดอกเบี้ยในสหรัฐอเมริกาอยู่ในระดับที่ต่ำมาก จึงทำให้นักลงทุนมีความต้องการลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงขึ้น ทำให้การขยายตัวของ CDOs และ SIVs นั้นขยายตัวมากขึ้นตามไปด้วย

เมื่อสินเชื่อประเภทซับไพรม์ซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่ใช้ในการค้าประกันการออกตราสารประเภท MBS และ CDOs เกิดปัญหากลายเป็นหนี้ด้อยคุณภาพอย่างหนัก สิ่งดังกล่าวจึงส่งผลกระทบต่อเนื่องให้ราคาของ MBS และ CDOs ปรับลดลงเป็นอย่างมาก นอกจากนี้ การปรับลดลงของราคา MBS และ CDOs ยังสืบเนื่องมาจากความซับซ้อนของตราสารซึ่งทำให้เกิดปัญหาข้อมูลไม่สมมาตรระหว่างผู้ออกตราสารและนักลงทุน (Asymmetric Information) เนื่องจากนักลงทุนไม่สามารถทราบถึงมูลค่าที่แท้จริงของตราสารที่ตนเองลงทุนอยู่ได้ รวมถึงการที่ตราสารมีลักษณะเป็น OTC ทำให้ขาดสภาพคล่อง

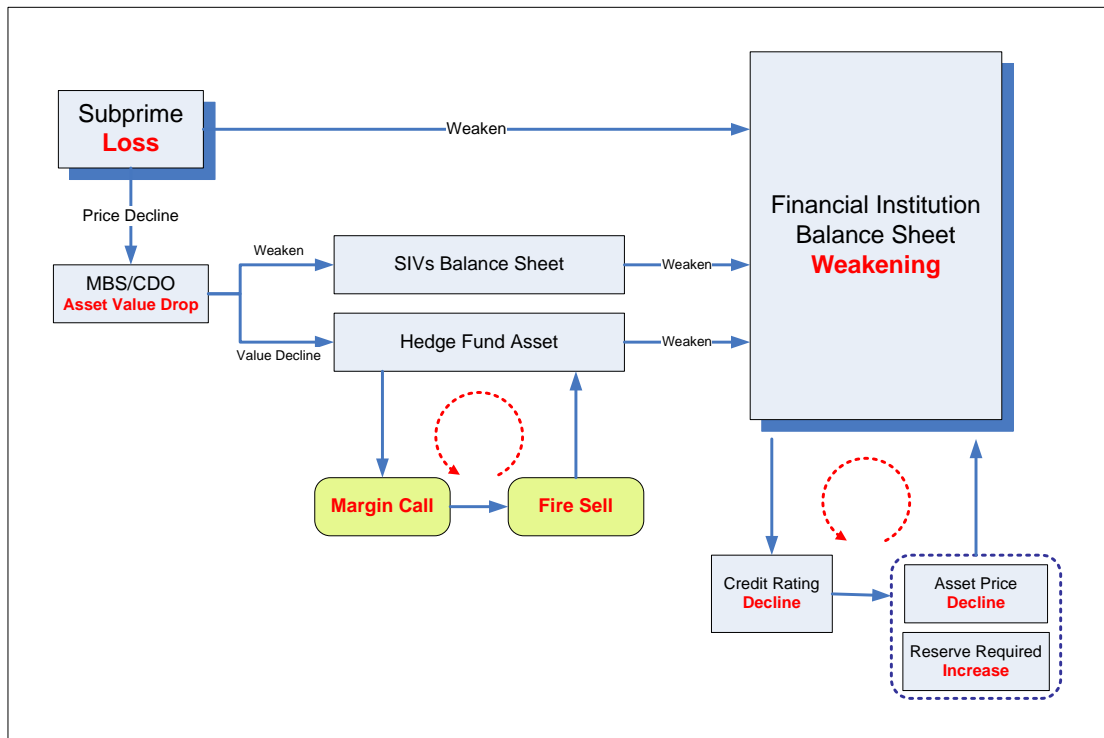
หลังจากที่ราคาของตราสารประเภท MBS และ CDOs ปรับลดลงอย่างหนักและต่อเนื่อง ประกอบกับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนของผลตอบแทนของตราสาร นักลงทุนจึงเลือกที่จะไม่ลงทุนในตราสารที่เกี่ยวข้องกับสินเชื่อบัตรเครดิตและพยายายามที่จะขายตราสารที่มีอยู่ในหน่วยลงทุนของตน การกระทำดังกล่าวส่งผลกระทบต่อเนื่องถึงตลาด ABCP ซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญสำหรับ SIVs จึงทำให้เกิดสภาพขาดสภาพคล่องและเงินทุนอย่างรุนแรงใน SIVs จนกระทั่งสถาบันการเงินที่เป็นเจ้าของ SIVs นั้นๆ จำเป็นต้องนำ SIVs เหล่านี้กลับเข้ามาในงบการเงินของบริษัทแม่ ทำให้สถาบันการเงินหลายแห่งต้องตัดขาดทุนจาก SIVs และลดสินทรัพย์ลงเป็นจำนวนมาก ซึ่งส่งผลกระทบต่อเนื่องให้ราคาหุ้นของสถาบันการเงินและสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องของตกเป็นจำนวนมาก ทั้งสองปัจจัยนี้เป็นสาเหตุให้สถาบันการเงินหลายแห่งถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือถดถอย สิ่งดังกล่าว ส่งผลกระทบต่อเนื่องในวงกว้างต่อไป นั่นคือทำให้สถาบันการเงินเหล่านั้นต้องระดมเงินทุนเพิ่มเพื่อดำรงสำรองที่เพิ่มสูงขึ้นจากอันดับความน่าเชื่อถือที่ลดลง และเป็นสาเหตุทำให้ต้นทุนของเงินทุน (Funding Cost) เพิ่มขึ้น และเกิดปัญหาขาดสภาพคล่องในหลายสถาบันการเงิน ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ผลักดันให้ราคาหุ้นและสินทรัพย์ของสถาบันการเงินยิ่งปรับตัวลดลงไปอีก และส่งผลกระทบต่อกลับมาถึงจุดเริ่มแรกคือสถาบันการเงินต้องตัดขาดทุนและลดสินทรัพย์ลงไปกว่าที่เป็นอยู่

ในอีกด้านหนึ่ง กองทุนป้องกันความเสี่ยง (Hedge Fund) หลายแห่งก็มีการลงทุนในสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับ MBS และ CDOs เป็นจำนวนมาก เมื่อราคาสินทรัพย์เหล่านี้ปรับตัวลดลงอย่างมาก กองทุนเหล่านี้จึงถูกบังคับขายสินทรัพย์หรือหาทุนมาเพิ่มในบัญชี หรือที่เรียกว่า "Margin Call" ซึ่งทำให้กองทุนจำเป็นต้องขายสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงกว่า เช่น หุ้น หุ้นกู้ พันธบัตร เพื่อชดเชยกับการลดลงของมูลค่าสินทรัพย์ที่ขาดทุนจาก MBS และ CDOs ส่งผลให้กองทุนเหล่านี้ประสบปัญหาขาดทุนอย่างหนัก นอกจากนี้ สถาบันการเงินส่วนมากยังถือหุ้น หรือทำการลงทุนในกองทุนป้องกันความเสี่ยงเหล่านี้ ดังนั้น การขาดทุนของกองทุนจึงส่งผลกระทบต่อขนาดของสินทรัพย์และสภาพคล่องของสถาบันการเงินเช่นเดียวกัน ผลกระทบจากทั้ง SIVs และกองทุนป้องกันความเสี่ยงทำให้สถาบันการเงินหลายแห่งต้องลดขนาดสินทรัพย์คิดเป็นมูลค่ามหาศาลเมื่อเทียบกับมูลค่าของสินเชื่อบัตรเครดิตประเภทบัตรเครดิต วงจรการขยายตัวของปัญหาสินเชื่อบัตรเครดิตสามารถแสดงได้ดังรูปที่ 2

ภาวะการขาดสภาพคล่องของสถาบันการเงิน มูลค่าของสินทรัพย์ที่ลดลง และการลดอันดับความน่าเชื่อถือทำให้สถาบันการเงินจำเป็นต้องระดมทุนอย่างมาก และจากการที่ราคาหุ้นในกลุ่มสถาบันการเงินตกต่ำ เนื่องจากนักลงทุนขาดความเชื่อมั่นในระบบการเงินของสหรัฐอเมริกา ทำให้การระดมทุนโดยการเพิ่มทุนนั้นไม่เพียงพอ สถาบันการเงินจึงจำเป็นต้องพึ่งพิง

เงินทุนจากตลาดเงิน อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างมากส่งผลต่อเนื้อให้ระดับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคาร เช่น LIBOR ปรับตัวสูงขึ้นอย่างมาก ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงภาวะการขาดสภาพคล่องและการตั้งตัวของระบบการเงินในสหรัฐอเมริกาและอีกหลายประเทศในโลก

รูปที่ 2: การกระจายตัวของปัญหาซับไพรม์ไปยังสถาบันการเงิน



ที่มา: คณะผู้วิจัย

การขาดทุนที่เกิดขึ้นมหาศาลทำให้สถาบันการเงินหลายแห่งจำเป็นต้องทำการลดขนาดของสินทรัพย์เป็นจำนวนมาก เช่น ธนาคาร Wachovia ต้องลดมูลค่าสินทรัพย์ลงถึง 1,600 ล้านดอลลาร์ บริษัท Citigroup ต้องลดขนาดสินทรัพย์ลงถึง 18,000 ล้านดอลลาร์ บริษัท Merrill Lynch ลดขนาดสินทรัพย์ลงสูงถึง 24,400 ล้านดอลลาร์ บริษัท Morgan Stanley ลดขนาดสินทรัพย์ลง 9,400 ล้านดอลลาร์ เป็นต้น สิ่งดังกล่าวนำไปสู่สภาวะการขาดสภาพคล่องอย่างหนักในตลาดการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งสถาบันการเงินที่ไม่สามารถระดมเงินทุนมาชดเชยกับการขาดทุนจะต้องอยู่ในภาวะล้มละลายหรือต้องถูกควบรวมหรือถูกซื้อกิจการไปอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ เช่น บริษัท Bear Sterns ที่ถูกซื้อโดยบริษัท JP Morgan โดยมีธนาคารกลางของสหรัฐฯ ค้ำประกันเมื่อวันที่ 7 ก.ย. 2008 และการล้มละลายของบริษัท Lehman Brothers ในวันที่ 14 ก.ย. 2008 รวมถึงการที่บริษัท AIG ขาดสภาพคล่องอย่างรุนแรงจนเกือบจะ

ล้มละลายและต้องอาศัยเงินกู้ฉุกเฉินจากธนาคารกลางสหรัฐฯ ซึ่งมีมูลค่าสูงถึง 85,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

อย่างไรก็ดี ปัญหาดังกล่าวไม่ได้จำกัดอยู่เพียงแค่สหรัฐอเมริกาเท่านั้น วิกฤตการณ์ซับไพร์มได้ก่อตัวขึ้นที่ภูมิภาคอื่น ๆ ของโลกเช่นกัน สถาบันการเงินและกองทุนในหลายประเทศของโลก โดยเฉพาะในภูมิภาคยุโรป เช่นประเทศอังกฤษ ฝรั่งเศส เยอรมัน มีการลงทุนในตราสารที่เกี่ยวข้องกับสินเชื่อประเภทซับไพร์มหรือสถาบันการเงินในสหรัฐอเมริกาเป็นจำนวนมากเช่นกัน ดังนั้น เมื่อเกิดวิกฤตการณ์ซับไพร์มขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกา ผลกระทบดังกล่าวจึงส่งผ่านเป็นลูกโซ่ให้หลายประเทศของโลกเกิดปัญหาในระบบการเงินและสถาบันการเงินเช่นเดียวกันกับที่เกิดขึ้นในสหรัฐอเมริกา

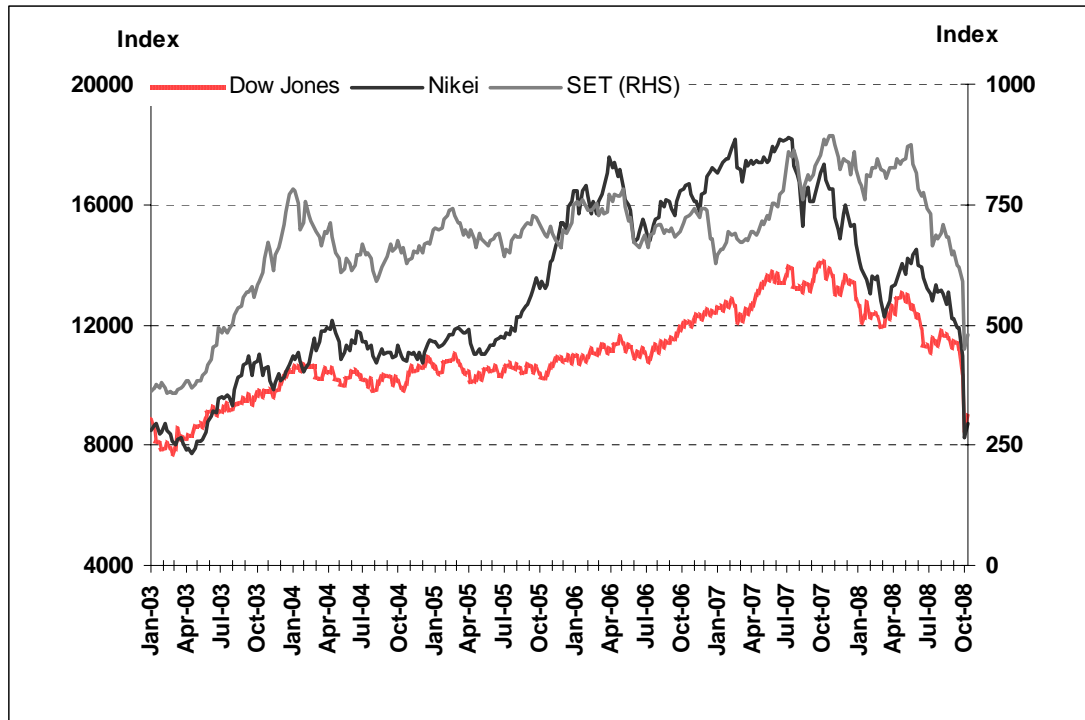
สาเหตุที่ทำให้สถาบันการเงินในสหรัฐอเมริกาและอีกหลายประเทศปั่นป่วน นอกเหนือไปจากปัญหาโดยตรงจากสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับซับไพร์มที่มีมูลค่าลดลงอย่างมากดังที่ได้กล่าวไว้ในข้างต้นแล้ว ยังมีผลกระทบจากการที่สถาบันการเงินส่วนมากมีการดำเนินธุรกรรมระหว่างกันไว้เป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะธุรกรรมเกี่ยวเนื่องกับตราสารอนุพันธ์ ทั้งนี้ สถาบันการเงินในสหรัฐอเมริกามีสินทรัพย์ที่เป็นตราสารอนุพันธ์มากถึง 180 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ ซึ่งในจำนวนนี้มีสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 90 เป็นตราสารในลักษณะ OTC ดังนั้น การที่สถาบันการเงินแห่งหนึ่งประสบภาวะขาดสภาพคล่องอย่างหนักจนถึงขั้นล้มละลายจึงสามารถส่งผลกระทบต่อเนื่องถึงสภาพคล่องของสถาบันการเงินอื่นๆ ได้อย่างรวดเร็ว ตัวอย่างเช่นในกรณีของ AIG ซึ่งมีการทำสัญญาค้ำประกันหนี้เสีย (Credit Default Swaps: CDS) ให้กับสถาบันการเงินต่างๆ สัญญาที่ AIG ทำไว้้นั้นก่อให้เกิดการขาดทุนอย่างหนักสืบเนื่องมาจากสินเชื่อประเภทซับไพร์มและ AIG ต้องหาเงินทุนมาเพื่อค้ำประกันสัญญาหนี้เสียที่ขาดทุนเป็นจำนวนมาก จนเกิดการขาดสภาพคล่องอย่างหนัก และต้องรับความช่วยเหลือจากธนาคารกลางของสหรัฐฯ ในที่สุด

นอกจากนี้ การบังคับขายสินทรัพย์ของกองทุนที่ประสบภาวะขาดทุน ทำให้ต้องเทขายสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงเช่นหุ้น ประกอบเข้ากับภาวะการขาดความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง โดยเฉพาะสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับสถาบันการเงิน ส่งผลให้ตลาดหุ้นของสหรัฐอเมริกาปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง จนดัชนีดาวโจนส์ปรับตัวลงมาต่ำที่สุดนับจากเหตุการณ์ 9/11 เป็นต้นมา และส่งผลกระทบต่อเนื่องไปยังตลาดหุ้นอื่น ๆ ทั่วโลก เนื่องจากความกลัวว่าวิกฤตการณ์ดังกล่าวจะลามมาสู่ประเทศของตน ร่วมกับการไหลออกของเงินทุนจากกองทุนและ



นักลงทุนต่างประเทศ เมื่อราคาหุ้น และสินทรัพย์อื่น ๆ มีมูลค่าลดลง ก็ยิ่งส่งผลกระทบต่อกลับไปยังมูลค่าของสินทรัพย์ และสภาพคล่องของสถาบันการเงิน

รูปที่ 3: การปรับตัวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์



ที่มา: Bloomberg

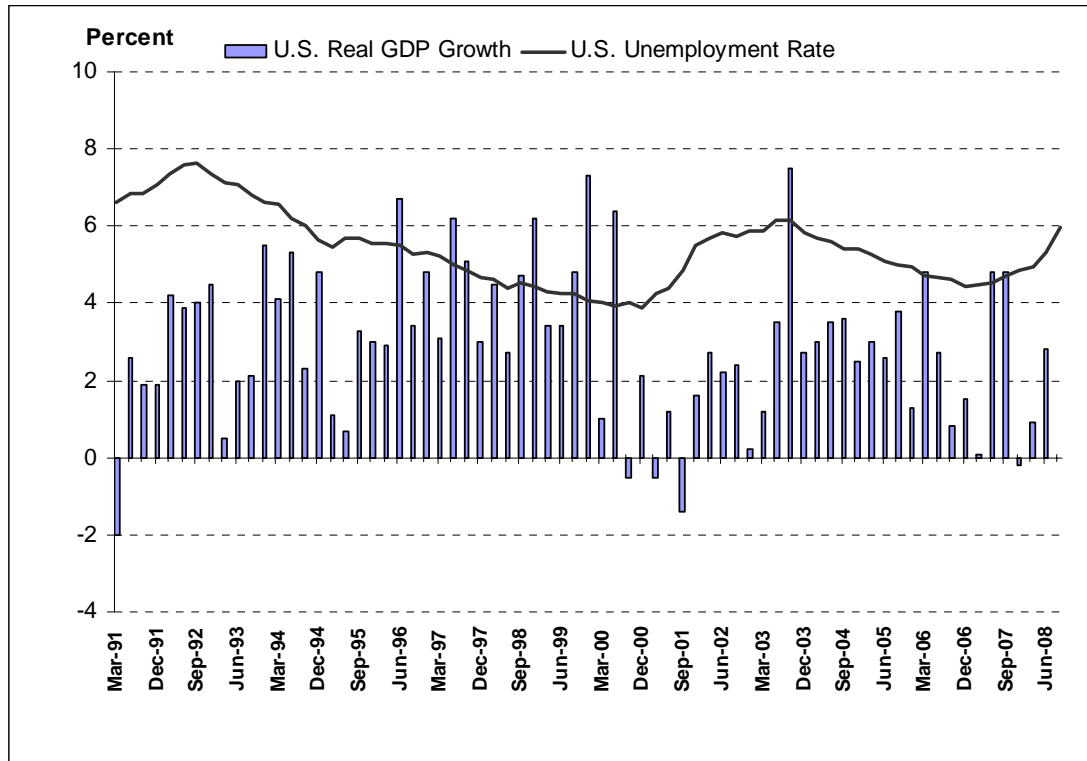
กล่าวโดยสรุปคือ วิกฤตการณ์ซับไพรม์ส่งผลกระทบต่ออย่างรุนแรงต่อทั้งสถาบันการเงิน ตลาดเงิน และตลาดทุนทั่วทั้งโลก โดยเฉพาะในสหรัฐอเมริกาและยุโรป ซึ่งสามารถลุกลามไปสู่ภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง และอาจนำไปสู่วิกฤตทางเศรษฐกิจที่รุนแรงมากได้ ในส่วนต่อไปจะทำการศึกษาถึงผลกระทบของวิกฤตการณ์ที่จะเกิดขึ้นได้ต่อภาคเศรษฐกิจของประเทศสหรัฐอเมริกา จากนั้นในส่วนตัวต่อไปจึงจะทำการวิเคราะห์ถึงช่องทางผลกระทบรวมถึงระดับของผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นต่อระบบเศรษฐกิจไทย

#### 4. ผลกระทบของวิกฤตซับไพรม์ต่อภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศสหรัฐอเมริกา

หากพิจารณาถึงภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงของสหรัฐอเมริกาแล้ว จะพบว่าสัญญาณของเศรษฐกิจถดถอยเพิ่งเกิดขึ้นในไตรมาสที่ 3 ของปี ค.ศ. 2008 เท่านั้น ที่ผ่านมาแม้ประเทศสหรัฐอเมริกาจะมีอัตราการว่างงานที่เพิ่มขึ้น แต่ก็ยังคงมีการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น ความปั่นป่วนในตลาดเงินและตลาดทุนที่ผ่านมาจึงเป็นเพียงการสะท้อนภาวะการขาด

สภาพคล่องอย่างรุนแรงและการตื่นตัวของสินเชื่อในภาคการเงินของสหรัฐอเมริกาเท่านั้น ในขณะที่การก้าวสู่สภาวะเศรษฐกิจถดถอยที่แท้จริงของสหรัฐอเมริกาเพิ่งจะเริ่มต้นขึ้นเท่านั้น

รูปที่ 4: อัตราการเติบโตผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศและอัตราการว่างงานของสหรัฐอเมริกา

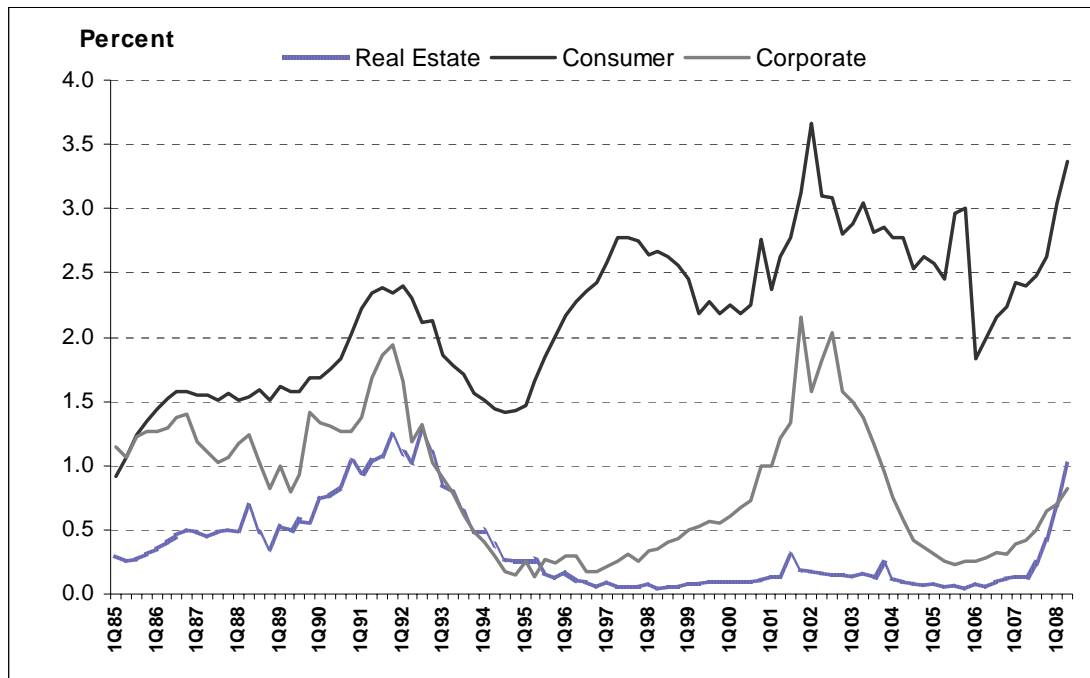


ที่มา: Bloomberg

อย่างไรก็ตาม สัญญาณการถดถอยของเศรษฐกิจประเทศสหรัฐอเมริกาส่อเค้าที่จะก่อตัวรุนแรงและอาจยาวนาน ทั้งนี้เนื่องจากปัญหาในสินเชื่อซับไพรม์ส่งผลกระทบต่ออัตราก่อเก็บภาษีเงินสูงขึ้นและสถาบันการเงินต้องเพิ่มมาตรฐานในการปล่อยสินเชื่อ ทำให้การขออนุมัติสินเชื่อเป็นไปได้ยาก อีกทั้งส่งผลให้ความสามารถในการชำระหนี้ของผู้บริโภค การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset) และการใช้จ่ายเพื่อการบริโภคของครัวเรือนจึงมีแนวโน้มลดลง เนื่องจากการใช้สังหาริมทรัพย์ในการค้ำประกันเงินกู้เป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญของทั้งผู้บริโภคและธุรกิจ อีกทั้งแรงกดดันจากอัตราก่อเก็บที่เพิ่มขึ้นและมาตรฐานการให้สินเชื่อที่เข้มงวดขึ้น ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ของสินเชื่อสังหาริมทรัพย์ประเภทไพรม์ รวมถึงสินเชื่อผู้บริโภค (Consumer Loan) และสินเชื่อสำหรับภาคธุรกิจ (Corporate Loan) จากข้อมูลในปัจจุบันจะเห็นได้ว่า อัตราการตัดจำหน่าย (Charge-off Rate) ของสินเชื่อส่วนบุคคลในสหรัฐอเมริกาสูงขึ้นและเป็นอัตราที่สูงที่สุดนับตั้งแต่ปีค.ศ. 2002 ในขณะที่สินเชื่อเพื่อธุรกิจนั้นปรับตัวสูงสุดนับตั้งแต่ปี

ค.ศ. 2004 ซึ่งหากสินเชื่อในภาคธุรกิจและผู้บริโภคมีปัญหาเหมือนเช่นสินเชื่อประเภทซิปไพรม์แล้ว ผลกระทบต่อสภาพคล่องในระบบการเงินจะยิ่งสูงขึ้นไปกว่าที่เป็นอยู่อย่างมาก

รูปที่ 5: อัตราการตัดจำหน่าย (Charge-off Rate) ของสินเชื่อในสหรัฐอเมริกา



ที่มา: Federal Reserve

ปัญหาความตึงตัวและการขาดสภาพคล่องของภาคการเงินรวมทั้งความเชื่อมั่นของบริโภคที่หายไป ประกอบกับการปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องของราคาหุ้นอาจส่งผลให้อุปสงค์รวมในด้านการใช้จ่ายลดลง จะเห็นได้จากอัตราการจ่ายใช้สอยของผู้บริโภคของสหรัฐอเมริกาที่ปรับตัวลดลงร้อยละ 3 ในไตรมาสที่ 2 ของปีค.ศ. 2008 ซึ่งเป็นการปรับตัวลดลงเป็นครั้งแรกนับจากปีค.ศ. 1990 (ก่อนจะเกิดเศรษฐกิจถดถอยในช่วงปี 1991) และเป็นการปรับตัวลดลงต่ำที่สุดนับตั้งแต่ปีค.ศ. 1981 เป็นต้นมา โดยการใช้จ่ายของผู้บริภคณั้นคิดเป็น 2 ใน 3 ของ GDP ทั้งหมดของประเทศสหรัฐอเมริกา ดังนั้นจึงยากที่จะหลีกเลี่ยงเศรษฐกิจถดถอยที่กำลังจะเกิดขึ้นเมื่อการใช้จ่ายของผู้บริโภคมีการปรับตัวลดลงอย่างหนักเช่นนี้

นอกจากนั้น อัตราการว่างงานของสหรัฐอเมริกายังเพิ่มสูงขึ้นอย่างมาก โดยในเดือนกันยายน 2008 อัตราการว่างงานของสหรัฐอเมริกาเพิ่มสูงขึ้นถึงร้อยละ 6.1 ซึ่งเป็นการปรับตัวเพิ่มขึ้นคิดเป็นร้อยละ 32 เมื่อเทียบกับปีค.ศ. 2007 การว่างงานที่เพิ่มสูงขึ้นนี้จะยังเป็นแรงผลักดันทำให้การจ่ายใช้สอยของผู้บริโภคลดลง ในส่วนของภาคการผลิตนั้น ประเทศสหรัฐอเมริกาเริ่ม

มีการหดตัวในภาคการผลิต ดังจะเห็นได้จากดัชนีโรงงาน (Factory Index) ของ The Institute for Supply Management (ISM) ที่ปรับตัวลดลงจาก 49.90 ในเดือนสิงหาคม มาอยู่ที่ 43.50 ในเดือนกันยายน ซึ่งเป็นการปรับตัวลดลงมาอยู่ในระดับที่ต่ำที่สุดนับตั้งแต่เดือนตุลาคม 2001 โดยที่ดัชนีที่ระดับ 50 เป็นเส้นแบ่งระหว่างการขยายตัวและการหดตัวของภาคการผลิต

กล่าวโดยสรุปแล้ว เมื่อพิจารณาผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงทั้งหมด นับตั้งแต่การขาดสภาพคล่องของภาคการเงิน ต้นทุนเงินทุนที่เพิ่มสูงขึ้น การลงทุนที่ลดลง ราคาหุ้นที่ลดลงเป็นอย่างมาก การจับจ่ายใช้สอยของผู้บริโภคที่ลดลง ภาคการผลิตที่หดตัวลง การว่างงานที่เพิ่มสูงขึ้น ตลอดจนความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ลดลง ย่อมส่งผลให้ระบบเศรษฐกิจของประเทศสหรัฐอเมริกาเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยอย่างไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ และหากรัฐบาลประเทศสหรัฐอเมริกายังไม่สามารถออกนโยบายเพื่อสร้างเสถียรภาพให้แก่ภาคการเงิน รวมถึงกระตุ้นเศรษฐกิจที่แท้จริงได้แล้ว เราอาจจะได้เห็นวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่รุนแรงอีกครั้งในประวัติศาสตร์ของประเทศสหรัฐอเมริกา

## **5. ผลกระทบจากวิกฤตการณ์ซับไพรม์ต่อภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศไทย**

ผลกระทบจากวิกฤตการณ์ซับไพรม์ที่เกิดขึ้นทั้งในสหรัฐอเมริกาและประเทศอื่นๆ สามารถส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริงของระบบเศรษฐกิจไทยได้ทั้งสิ้น 3 ช่องทางด้วยกัน ได้แก่ 1. ช่องทางที่ส่งผ่านสภาพตั้งตัวของตลาดการเงินซึ่งส่งผลกระทบต่อ การขยายตัวของสินเชื่อ การลงทุนและการใช้จ่ายของภาคเอกชน 2. ช่องทางที่ส่งผ่านความผันผวนและการลดลงของมูลค่าหุ้นในตลาดทุนซึ่งจะส่งผลกระทบต่อไปยังสถานะทางสินทรัพย์ของภาคเอกชนและภาคครัวเรือน ซึ่งมีแนวโน้มทำให้หน่วยเศรษฐกิจมีความสามารถในการใช้จ่ายลดลง และ 3. ช่องทางที่ส่งผ่านอุปสงค์จากภายนอกประเทศที่มีต่อสินค้าของไทย สืบเนื่องมาจากการชะลอตัวของระบบเศรษฐกิจโลก

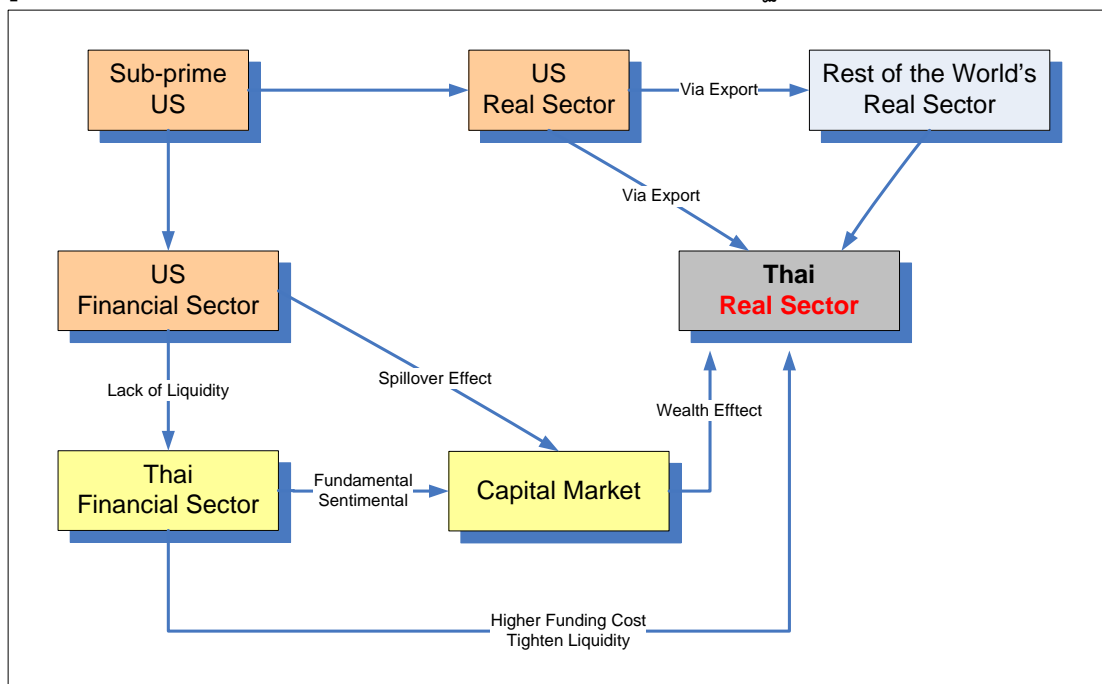
### **ช่องทางที่ 1: การส่งผ่านผลกระทบโดยช่องทางภาคการเงิน**

ช่องทางแรกที่การส่งผ่านผลกระทบจากวิกฤตการณ์ทางการเงินที่เกิดขึ้นในปัจจุบันมาสู่ประเทศไทยได้โดยตรงและสามารถเกิดขึ้นได้อย่างรวดเร็ว คือ การส่งผ่านผลกระทบของปัญหาที่เกิดขึ้นในตลาดการเงินโลกมายังระบบเศรษฐกิจของประเทศไทย นั่นคือ หากภาวะการตั้งตัวของสภาพคล่องที่เกิดขึ้นในโลกส่งผลให้สภาพคล่องในตลาดการเงินของประเทศไทยเกิดการตั้งตัวด้วยเช่นกัน สิ่งดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อไปยังภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศไทยได้อย่างรุนแรง นั่นคือการตั้งตัวของสภาพคล่องจะจำกัดการขยายตัวของสินเชื่อ การลงทุนและการใช้จ่ายของ

ภาคเอกชนภายในประเทศ ซึ่งทำให้อุปสงค์รวมภายในประเทศลดลง (Demand Contraction) และอาจก่อภาวะถดถอยของเศรษฐกิจไทยในวงกว้างต่อไป

ดังนั้น การประเมินสถานะความเสี่ยงของตลาดการเงินภายในประเทศไทยซึ่งรวมถึงระดับการเชื่อมโยงที่มีต่อตลาดการเงินโลกและภูมิภาคอื่น/โครงสร้างความสัมพันธ์/การป้องกันความเสี่ยงทางการเงินที่มีต่อช่องทางทางการเงินนั้นๆ จึงมีความสำคัญสำหรับการวิเคราะห์ผลกระทบที่จะเกิดขึ้นต่อภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศไทย

รูปที่ 6: ช่องทางการส่งผ่านผลกระทบจากวิกฤตการณ์ซับไพรม์ในสหรัฐอเมริกามายังประเทศไทย

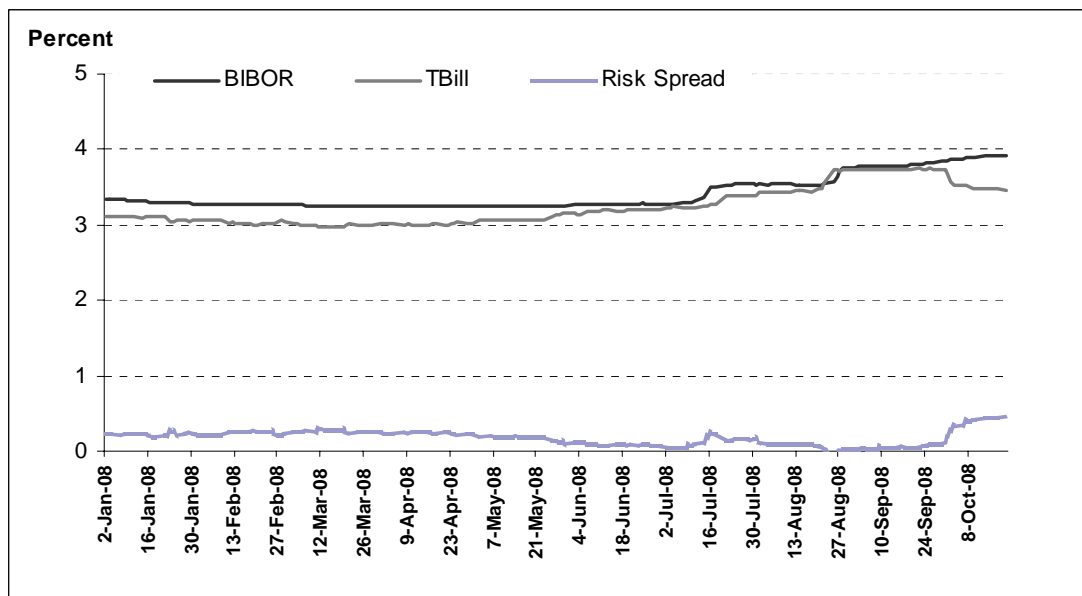


ที่มา: คณะผู้วิจัย

ระบบการเงินและสถาบันการเงินในประเทศไทย ณ ปัจจุบันยังได้รับผลกระทบโดยตรงจากวิกฤตการณ์ซับไพรม์เพียงเล็กน้อยเท่านั้น โดยประเทศไทยเริ่มเกิดสภาวะสภาพคล่องตึงตัวขึ้น ดังจะเห็นได้จากอัตรา Overnight Bangkok Interbank Offered Rate (BIBOR) ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา จนมาอยู่ที่ระดับร้อยละ 3.91 ในวันที่ 20 ตุลาคม 2008 เมื่อเปรียบเทียบกับในช่วงต้นปีที่ผ่านมาพบว่า BIBOR อยู่ที่ระดับประมาณร้อยละ 3.25 และปรับตัวขึ้นมาที่ระดับร้อยละ 3.50 ในเดือนกันยายน 2008 ในขณะเดียวกัน ผลต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ย BIBOR ระยะเวลา 1 เดือน และอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล 1 เดือนเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากเดิมที่ระดับร้อยละ 0.03 ในช่วงต้นเดือนกันยายนที่ผ่านมา มาอยู่ที่ระดับร้อยละ 0.45 ในเดือนตุลาคม ซึ่งแสดงให้เห็นว่าความเสี่ยงในการกู้ยืมระหว่างสถาบันการเงิน (Credit Risk) เริ่มที่จะ

เพิ่มสูงขึ้นและเริ่มส่งสัญญาณสะท้อนความเชื่อมั่นที่ลดลงของการกู้ยืมเงินระหว่างสถาบันทางการเงินในประเทศ

รูปที่ 7: อัตราดอกเบี้ย BIBOR อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล (1 เดือน) และผลต่างความเสี่ยง



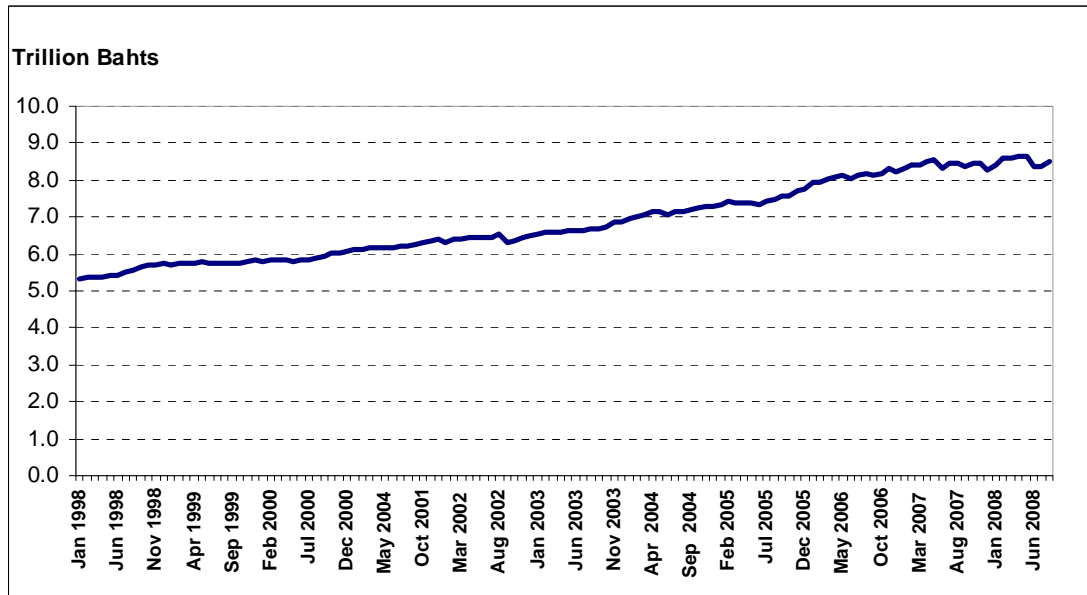
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

อย่างไรก็ดี การปรับตัวขึ้นของความเสี่ยงในการกู้ยืมระหว่างสถาบันการเงินภายในประเทศยังคงอยู่ในระดับต่ำมาก เมื่อเทียบกับประเทศสหรัฐอเมริกาที่กำลังประสบปัญหาอยู่ ดังนั้นจะเห็นได้ว่าถึงแม้สภาวะของตลาดการเงินประเทศไทยได้เริ่มส่งสัญญาณของสภาพคล่องตึงตัว แต่ระดับดังกล่าวยังคงอยู่ในระดับที่ไม่น่าเป็นห่วง เนื่องจากประเทศไทยยังมีสินทรัพย์สภาพคล่องสูงถึง 1.12 ล้านล้านบาท และมีการเติบโตของอุปทานของเงินอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา จึงน่าจะสามารถรับมือกับปัญหาสภาพคล่องตึงตัวในตลาดการเงินโลกเนื่องจากวิกฤตการณ์ซัปไพร์มได้

ในส่วนของภาคสถาบันการเงินนั้น นับตั้งแต่เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในช่วงปีค.ศ. 1997 เป็นต้นมา ทางสถาบันการเงินของประเทศไทยมีการดำเนินนโยบายในการปล่อยสินเชื่อและการลงทุนที่รัดกุม โดยสถาบันการเงินไทยมีอัตราส่วนเงินกู้ต่อเงินฝาก (Loan to Deposit Ratio) ที่ระดับร้อยละ 104.77 ซึ่งถือว่าเป็นสัดส่วนต่ำ โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากเทียบกับอัตราส่วนเดียวกันในช่วงปีค.ศ. 1997 ก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน ซึ่งมีอัตราส่วนร้อยละ 143.26 อีกทั้งธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทยมีหนี้ต่อคุณภาพอยู่เป็นสัดส่วนไม่มากนัก ในช่วงที่ผ่านมาถึงแม้มีการขยายตัวของการปล่อยกู้อย่างต่อเนื่อง แต่การเติบโตของการปล่อยกู้เป็นไปในระดับที่มีเสถียรภาพ

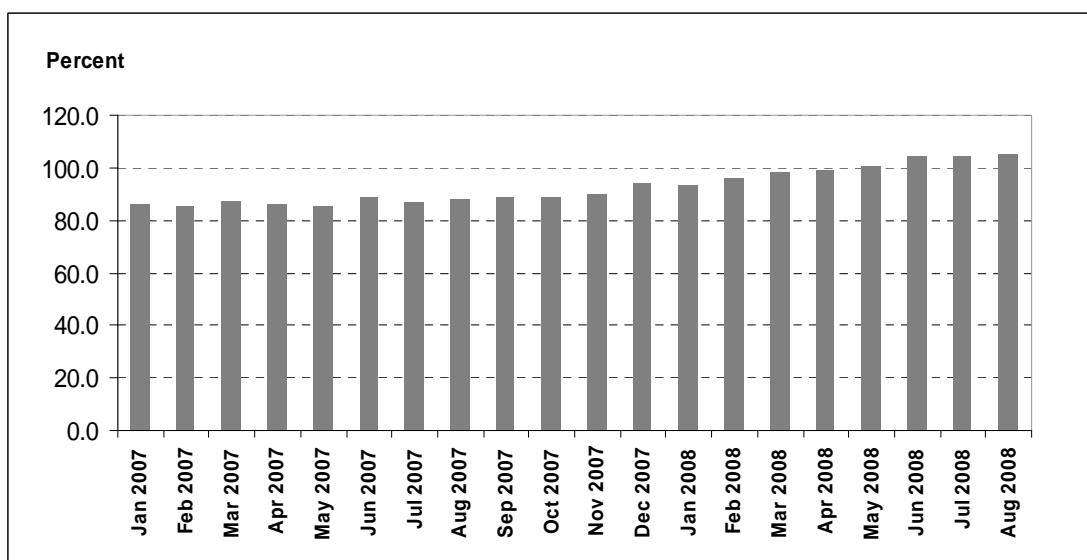
และไม่มากจนเกินไป อีกทั้งในปีค.ศ. 2008 ธนาคารพาณิชย์มีสัดส่วนหนี้สงสัยจะสูญต่อสินทรัพย์ (Gross NPL/Total Asset) ที่ระดับร้อยละ 6.43 ซึ่งต่ำมาก โดยเฉพาะเมื่อเทียบกับระดับหนี้สงสัยจะสูญต่อสินทรัพย์ร้อยละ 31.04 ในช่วงปีค.ศ. 1998 ที่เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน นอกจากนี้สถาบันการเงินไทยยังมีการดำรงสำรองสินทรัพย์สภาพคล่องไว้ถึงร้อยละ 11.7 ซึ่งสูงกว่าเกณฑ์มาตรฐานที่ตั้งไว้คือร้อยละ 6 เป็นอย่างมาก

รูปที่ 8: ปริมาณเงินในความหมายกว้าง (Broad Money)



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

รูปที่ 9: สัดส่วนการปล่อยสินเชื่อต่อเงินฝากของธนาคารพาณิชย์



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

ในส่วนของความเสี่ยงของสถาบันการเงินต่อต่างประเทศ (Foreign Exposure) เมื่อพิจารณาจากการก่อหนี้ต่างประเทศ (Foreign Liabilities) ที่เคยสร้างปัญหาให้กับสถาบันการเงินของไทยในช่วงวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในปีค.ศ. 1997 เนื่องจากสถาบันการเงินหลายแห่งได้ทำการกู้ยืมหนี้ระยะสั้นจากต่างประเทศมาปล่อยกู้ระยะยาวในประเทศ และเมื่อเกิดความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนอย่างรุนแรง และภาวะการขาดความเชื่อมั่นในสถาบันการเงินไทยในช่วงนั้น ทำให้สถาบันการเงินขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน อีกทั้งเกิดสภาวะขาดสภาพคล่องอย่างรุนแรง จนทำให้สถาบันการเงินหลายแห่งต้องปิดตัวลงไป อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาข้อเท็จจริงในปัจจุบัน จากข้อมูล ณ เดือนกรกฎาคม 2008 สถาบันการเงินไทยมีการพึ่งพิงเงินทุนจากต่างประเทศในสัดส่วนที่ต่ำมาก โดยมีสัดส่วนหนี้ต่างประเทศต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเพียงร้อยละ 0.90 และเป็นหนี้ต่างประเทศระยะสั้นเพียงร้อยละ 0.58 ดังนั้นจึงเห็นได้ว่า สถาบันการเงินไทย พึ่งพิงเงินทุนจากเงินฝากในประเทศเป็นส่วนใหญ่ จึงยากที่จะเกิดปัญหาจากหนี้ต่างประเทศเหมือนในช่วงปีค.ศ. 1997

ในส่วนของสินทรัพย์ต่างประเทศนั้น (Foreign Assets) สถาบันการเงินไทยมีการดำเนินนโยบายการปล่อยกู้และการลงทุนในต่างประเทศอย่างระมัดระวัง โดยเริ่มมีการขยายตัวในสินทรัพย์ต่างประเทศในช่วงปีค.ศ. 2006-2007 และเน้นหนักไปที่การปล่อยกู้ระหว่างธนาคารและการลงทุนในตลาดการเงิน อย่างไรก็ตาม จากวิกฤตการณ์ซับไพรม์ที่เริ่มก่อตัวขึ้นตั้งแต่ต้นปีค.ศ. 2007 ทำให้สถาบันการเงินไทยปรับนโยบายลดการลงทุนในสินทรัพย์ต่างประเทศลงตั้งแต่วันที่ 1 กันยายนปีค.ศ. 2007 โดยในปัจจุบันธนาคารหลักในประเทศไทย<sup>3</sup> มีสัดส่วนสินทรัพย์ต่างประเทศไม่ถึงร้อยละ 10 โดยมีค่าเฉลี่ยที่ร้อยละ 8.83<sup>4</sup> โดยส่วนมากเป็นการปล่อยสินเชื่อในแถบเอเชีย การลงทุนในตลาดการเงิน หรือการให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร สถาบันการเงินไทยมีการลงทุนในตราสารอนุพันธ์เป็นสัดส่วนที่ต่ำมากคือร้อยละ 0.18 และมีการลงทุนในตราสารที่เกี่ยวข้องกับ CDOs เป็นจำนวนที่น้อย คือไม่เกินร้อยละ 6 ของส่วนของผู้ถือหุ้นในแต่ละธนาคาร และส่วนมากได้ทำการตัดจำหน่ายจากบัญชีแล้วในไตรมาสที่ 2 ของปีค.ศ. 2008

กล่าวโดยสรุปแล้ว ระบบการเงินและสถาบันการเงินของประเทศไทย ณ ปัจจุบันยังมีสถานะเข้มแข็งต่อวิกฤตการณ์ซับไพรม์ที่เกิดขึ้น แม้ว่าจะมีสัญญาณของสภาพคล่องตึงตัวอันเป็นผลจากภาวะการณ์ขาดสภาพคล่องทั่วโลก ทั้งนี้เนื่องจากสถาบันการเงินของประเทศไทยมีนโยบายในการปล่อยสินเชื่อและการลงทุนอย่างรัดกุม เนื่องจากได้รับบทเรียนมาจากวิกฤตการณ์ทาง

<sup>3</sup> ได้แก่ ธนาคารกรุงเทพ ธนาคารกสิกรไทย ธนาคารไทยพาณิชย์ ธนาคารทหารไทย ธนาคารกรุงไทย และ ธนาคารอยุธยา

<sup>4</sup> Fitch Ratings Thailand Special Report, September 2008



เศรษฐกิจในปี.ศ. 1997 อีกทั้งยังมีสัดส่วนของสินทรัพย์และหนี้สินต่างประเทศที่ต่ำมาก จึงยากที่วิกฤตการณ์ทางซับไพร์มจะส่งผลกระทบต่อสถาบันการเงินในประเทศไทยได้

อย่างไรก็ดี ปัญหาที่อาจส่งผลกระทบต่อสถาบันการเงินไทยได้นั้นยังมีอยู่ 2 ประการด้วยกัน ประการแรกคือความเปราะบางของสถาบันการเงินในภาวะที่ผู้ฝากเงินหรือผู้ลงทุนขาดความเชื่อมั่นในระบบการเงิน ดังที่แสดงให้เห็นในงานศึกษาต่าง ๆ เช่น Caplin and Leahy (1994), Cole and Kehoe (1996), Masson (1999) กล่าวคือ ในสภาวะปกติ สถาบันการเงินจะมีสภาพคล่องอย่างเหลือเฟือสำหรับการดำเนินการ แต่ในสภาวะที่เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินที่ผู้ฝากเงินขาดความเชื่อมั่นในสถาบันการเงิน และแห่กันไปถอนเงินฝากของตนเอง ก็อาจนำมาสู่การขาดสภาพคล่องอย่างรุนแรงของสถาบันการเงิน จนทำให้ถึงขั้นล้มละลายได้ (Self-fulfillment Equilibrium) ทั้งนี้เนื่องจากปัญหาข้อมูลไม่สมบูรณ์ ทำให้ผู้ฝากเงินไม่สามารถทราบถึงความเสียหายที่แท้จริงของสถาบันการเงินได้ อย่างไรก็ตาม เนื่องจากในปัจจุบันประเทศไทยยังมีการรับประกันเงินฝากเต็มจำนวน และจะลดวงเงินประกันเหลือ 1 ร้อยล้านบาทในปี.ศ. 200\* ดังนั้น สิ่งดังกล่าวยังมีส่วนสำคัญในการสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ฝากเงินในประเทศไทยได้เป็นอย่างดีและอาจเป็นไปได้ยากที่จะเกิดปัญหา Bank-run ดังที่ได้กล่าวมาในข้างต้น

ปัญหาที่สำคัญประการที่สอง คือการถือหุ้นสถาบันการเงินไทยหลายแห่งโดยสถาบันการเงินต่างประเทศ เช่น ING Bank ของประเทศเนเธอร์แลนด์เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 26.41 ของธนาคารทหารไทย หรือ GE Capital ของประเทศอเมริกาเป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 32.93 ของธนาคารกรุงศรีอยุธยา หากบริษัทเหล่านี้ประสบปัญหา (เช่น ในปัจจุบัน ING ประสบปัญหาสภาพคล่องจนได้รับความช่วยเหลือด้านการเงินจากรัฐบาล 1 หมื่นล้านยูโร) และต้องถอนการลงทุนไปจากสถาบันการเงินไทย ก็อาจทำให้สถาบันการเงินเหล่านี้ประสบปัญหาในการระดมทุนเพิ่มหรือหาผู้ร่วมทุนใหม่ ซึ่งอาจเป็นไปได้ลำบากขึ้นในสภาวะการณ์ที่ระบบการเงินทั่วโลกมีความปั่นป่วนเช่นนี้

เมื่อพิจารณาไปถึงผลกระทบของภาวะการขาดสภาพคล่องในตลาดการเงินโลกที่อาจมีต่อภาคธุรกิจของประเทศไทยแล้ว จะพบว่า เนื่องจากธุรกิจของประเทศไทยมีการพึ่งพิงเงินทุนจากต่างประเทศเพียงเล็กน้อยเท่านั้น ดังเห็นได้จากหนี้ต่างประเทศที่ก่อโดยภาคธุรกิจคิดเป็นร้อยละ 1.3 ของสินเชื่อที่ให้กับภาคธุรกิจเท่านั้น โดยหนี้ต่างประเทศระยะสั้นคิดเป็นร้อยละ 44 ของหนี้ต่างประเทศภาคธุรกิจทั้งหมด ดังนั้นธุรกิจไทยจึงได้รับผลกระทบต่อความตึงตัวของตลาดการเงินโลกเพียงเล็กน้อยเท่านั้น เนื่องจากมีการพึ่งพิงเงินทุนจากในประเทศเป็นหลัก ผลกระทบของตลาดเงินต่อภาคธุรกิจจึงมีเพียงต้นทุนของเงินทุนที่สูงขึ้นเล็กน้อยในช่วงที่ผ่านมา และสถาบันการเงิน

อาจเพิ่มมาตรฐานในการปล่อยสินเชื่อที่เข้มงวดขึ้น จากความเสี่ยงที่เพิ่งสูงขึ้น ซึ่งอาจทำให้การลงทุนและการจับจ่ายใช้สอยลดลงบ้าง อย่างไรก็ตาม ผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงผ่านช่องทางตลาดเงินนั้นยังไม่ปรากฏชัดเจน

กล่าวโดยสรุปจะพบว่า การส่งผ่านผลกระทบของวิกฤตการณ์ซับไพรม์มายังภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศไทยผ่านช่องทางภาคการเงินน่าจะอยู่ในระดับไม่มาก เนื่องจากการเชื่อมโยงทางการเงินของประเทศไทยกับโลกยังคงอยู่ในระดับต่ำ และที่ผ่านมาสถาบันทางการเงินภายในประเทศได้ดำเนินนโยบายในการปล่อยสินเชื่อและการลงทุนที่รัดกุม ประกอบกับสถานะทางสภาพคล่องภายในประเทศที่ยังคงอยู่ในระดับสูง และความเสี่ยงในการกู้ยืมเงินระหว่างธนาคารภายในประเทศยังคงอยู่ในระดับต่ำ สิ่งดังกล่าวทำให้ปัญหาการขาดสภาพคล่องภายในประเทศซึ่งเป็นสิ่งที่จะไปจำกัดการขยายตัวของสินเชื่อ การลงทุน และการใช้จ่ายภาคเอกชน ไม่น่าจะเกิดขึ้นในวงกว้างของระบบเศรษฐกิจไทย

## ช่องทางที่ 2: การส่งผ่านผลกระทบโดยช่องทางตลาดทุน

ช่องทางการส่งผ่านผลกระทบวิกฤตการณ์ทางการเงินโลกมายังประเทศไทยอีกช่องทางหนึ่งคือการส่งผลกระทบผ่านทางตลาดทุน ในภาวะการณ์ปัจจุบัน นักลงทุนได้ปรับลดความความเสี่ยงโดยได้ลดการให้นำหนักการลงทุนผ่านตลาดทุนที่มีความเสี่ยงสูง การขายหุ้นของนักลงทุนทำให้ตลาดหุ้นมีความผันผวนและมีการปรับตัวลงของมูลค่าหุ้นในตลาดอย่างกว้างขวาง สิ่งดังกล่าวส่งผลกระทบต่อไปยังสถานะทางสินทรัพย์ของภาคเอกชนและครัวเรือน (Wealth Effect) จึงทำให้อาจเป็นไปได้ว่าหน่วยเศรษฐกิจจะมีความสามารถในการใช้จ่ายลดลงและอาจก่อให้เกิดการชะลอตัวของเศรษฐกิจไทยได้

ที่ผ่านมา ตลาดทุนของประเทศไทยได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์ซับไพรม์อย่างเห็นได้ชัดที่สุด โดยดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ได้ปรับตัวลดลงต่ำที่สุดในรอบ 5 ปี และปรับตัวลดลงถึงประมาณร้อยละ 50 จากต้นปีที่ผ่านมา สาเหตุที่ตลาดหุ้นไทยปรับตัวลดลงอย่างมากสามารถอธิบายได้ด้วยเหตุผล 3 ประการด้วยกัน

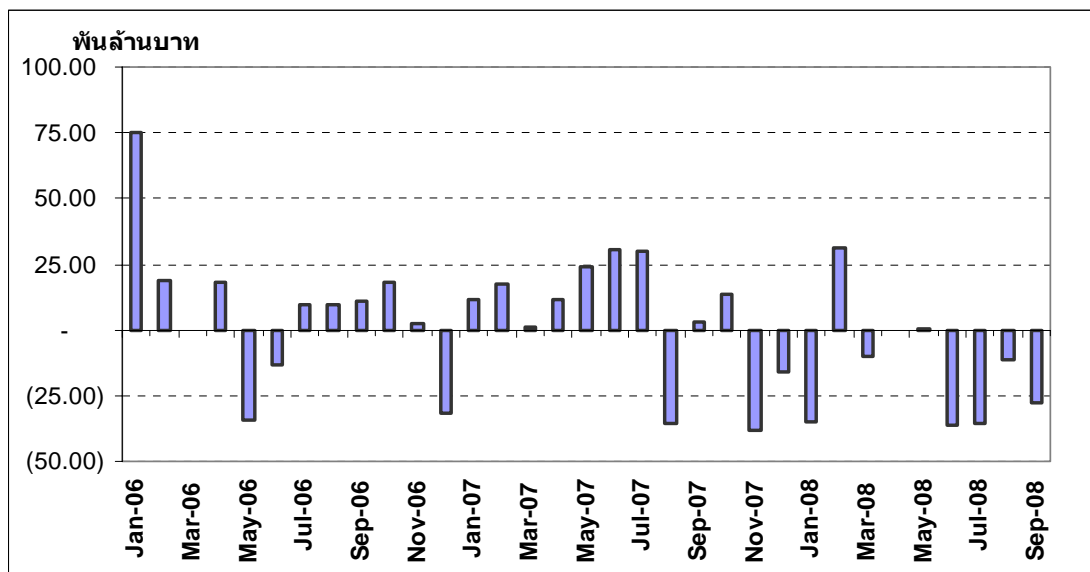
### 1. ผลกระทบที่ส่งผ่านจากต่างประเทศ (Spillover Effect)

จากงานศึกษาของ Diebold และ Yilmaz (2008) พบว่าผลตอบแทนในตลาดหุ้นไทยนั้นขึ้นอยู่กับผลตอบแทนที่ส่งผ่านมาจากประเทศอื่นเป็นอย่างมาก เมื่อเปรียบเทียบกับตลาดอื่น ๆ โดยผลกระทบที่ส่งผ่านจากต่างประเทศคิดเป็นร้อยละ 41.8 ของผลกระทบทั้งหมด ส่วนตลาดที่มี

ผลกระทบต่อประเทศไทยมากที่สุดได้แก่ ฮองกง (ร้อยละ 7.8) อินเดีย (ร้อยละ 7.6) สหรัฐอเมริกา (ร้อยละ 6.3) และเกาหลี (ร้อยละ 4.6) ดังนั้น ตลาดทุนของประเทศไทยจึงได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์ซับไพรม์อย่างหนักแม้ว่าระบบการเงินและภาคเศรษฐกิจของประเทศไทยยังไม่ได้รับผลกระทบจากซับไพรม์อย่างเห็นได้ชัด

สาเหตุประการหนึ่งที่ทำให้ผลกระทบส่งผ่านจากต่างประเทศเป็นไปได้นั้น เนื่องจากตลาดทุนของประเทศไทยมีขนาดเล็ก ทำให้สัดส่วนการลงทุนจากนักลงทุนต่างชาตินั้นสูงเมื่อเทียบกับตลาดอื่น ๆ หลังจากเกิดวิกฤตการณ์ซับไพรม์ขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกา และส่งผ่านไปยังประเทศต่าง ๆ ในโลก นักลงทุนและกองทุนต่างชาติที่ลงทุนในตราสารที่เกี่ยวข้องกับซับไพรม์ ประสบปัญหาขาดทุนและมูลค่าสินทรัพย์ลดลงอย่างหนัก จนต้องทำการเทขายสินทรัพย์อื่น ๆ ในบัญชีการลงทุน (Portfolio) ของตน อีกทั้งวิกฤตการณ์ซับไพรม์ที่เกิดขึ้นทำให้ความต้องการในการลงทุนสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง (Risk Appetite) ของนักลงทุนลดลง จึงมีการปรับบัญชีการลงทุนเพื่อลดการลงทุนในตลาดกำลังพัฒนา (Emerging Markets) ซึ่งมีความเสี่ยงสูงกว่าตลาดอื่น ๆ ดังจะเห็นได้จากการที่นักลงทุนต่างชาติมีมูลค่าการขายหลักทรัพย์ไทยสุทธิต่อเนื่องมา นับตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน 2007 เป็นต้นมา ซึ่งทำให้ตลาดหุ้นไทยมีการปรับตัวลดลงมาตลอด เนื่องจากกำลังซื้อจากนักลงทุนและสถาบันในประเทศ มีไม่เพียงพอที่จะต้านทานแรงเทขายจากนักลงทุนต่างประเทศไทย

รูปที่ 10: มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## 2. ผลกระทบจากปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental)

ราคาหลักทรัพย์ในตลาดทุนสามารถสะท้อนถึงปัจจัยพื้นฐานของบริษัท หรือสภาพเศรษฐกิจในขณะนั้นเนื่องจากราคาหลักทรัพย์อาจสะท้อนถึงผลการดำเนินงาน/กำไรของบริษัทที่เกิดขึ้น อย่างไรก็ตาม จากงานศึกษาของ Jirasakuldech, Emekter และ Rao (2008) พบว่า ราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน (Earnings) หรือเงินปันผลของบริษัท อีกทั้งยังไม่ได้สะท้อนถึงมูลค่าพื้นฐานของบริษัท (Fundamental Value) ของบริษัทผู้จดทะเบียนแต่อย่างใด

แนวคิดอีกประการหนึ่งเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานคือ ราคาหลักทรัพย์สะท้อนถึงการคาดการณ์สภาวะเศรษฐกิจถดถอยหรือวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้น ดังจะเห็นได้จากกรณีที่ราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในปี ค.ศ. 2007 Kaminsky, Lizondo และ Reinhart (1998) พบว่าราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์เป็นตัวชี้วัดอย่างหนึ่งของวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่กำลังเกิดขึ้น ดังนั้นการปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องของตลาดหลักทรัพย์ในช่วงที่ผ่านมาตั้งแต่ต้นปี ค.ศ. 2008 อาจสะท้อนให้เห็นถึงการคาดการณ์สภาวะเศรษฐกิจถดถอยที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตอันใกล้ได้

## 3. ความอ่อนไหวของนักลงทุน (Investor's Sentiment)

การปรับตัวลดลงของราคาหุ้นในหลายครั้ง โดยเฉพาะในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ไม่ได้สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าพื้นฐานที่แท้จริงของบริษัทนั้น ๆ แต่เกิดเนื่องจากความอ่อนไหวของนักลงทุนที่ต่อเหตุการณ์หรือข้อมูลในขณะนั้น ซึ่งเราสามารถอธิบายความอ่อนไหวของนักลงทุนได้เป็น 3 ประการ กล่าวคือ

### - ข้อมูลข่าวสารไม่สมมาตร (Asymmetric Information)

ในสถานการณ์ที่เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ และมีภาวะข้อมูลข่าวสารไม่สมมาตรนั้น นักลงทุนไม่สามารถประเมินถึงความเสี่ยงที่แท้จริงของบริษัทได้ ดังนั้นจึงประเมินสถานการณ์ของบริษัทต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ทำให้เกิดการเทขายหลักทรัพย์ในราคาต่ำกว่าความเป็นจริง

### - ปัญหาความไม่แน่นอน (Uncertainty)

ในช่วงที่ผ่านมา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเกิดภาวะความไม่แน่นอนที่มาจากทั้งสภาพเศรษฐกิจโลกที่มีความผันผวนอย่างรุนแรง และการขาดเสถียรภาพของการเมืองใน

ประเทศ ความไม่แน่นอนดังกล่าวส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์ จึงทำการเทขายหลักทรัพย์ที่มีอยู่หรือชะลอการลงทุน

- พฤติกรรมการตัดสินใจของนักลงทุน (Agent Decision Making)

มีงานศึกษาที่ทำการศึกษาถึงพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุน และพบว่า ในสถานการณ์ทั่วไป นักลงทุนจะมีความทรงจำไม่สมบูรณ์ (Imperfect Recall) อย่างไรก็ตาม วิฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในตลาดหนึ่ง สามารถเรียกความทรงจำในอดีตที่เกิดขึ้นใน วิฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่เคยเกิดขึ้นได้ ทำให้นักลงทุนหวาดวิตกและทำการเทขายหุ้นแม้ว่าจะ ยังไม่เกิดวิฤตการณ์ทางเศรษฐกิจขึ้นในประเทศไทยก็ตาม

ปัจจัย 3 ประการที่กล่าวมาข้างต้นมีผลต่อจิตวิทยาของนักลงทุน และเมื่อ ประกอบการการเทขายหุ้นอย่างต่อเนื่องของนักลงทุนต่างประเทศในช่วงที่ผ่านมาจากผลกระทบ ส่งผ่านที่ได้กล่าวมาแล้ว ทำให้เกิดพฤติกรรมหมู่ (Herding Behavior) ในการเทขายหลักทรัพย์ในประเทศไทย ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของประเทศไทยยิ่งปรับตัวต่ำลงไปอีก แม้ว่า ผลกระทบจากวิฤตการณ์ซับไพรม์ต่อภาคการเงินและเศรษฐกิจของประเทศไทยจะยังไม่ปรากฏ ชัดเจนก็ตาม

อย่างไรก็ตาม การปรับตัวลดลงของราคาหลักทรัพย์สามารถเป็นปัจจัยส่งผ่านไปยัง ภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงของประเทศไทยได้ ทั้งนี้เนื่องมาจากหุ้นเป็นเครื่องมือในการลงทุนที่สำคัญ ประการหนึ่งของนักลงทุนเอกชนทั้งภาคธุรกิจและครัวเรือน ดังนั้นการปรับตัวลดลงของราคา หลักทรัพย์ สามารถส่งผลกระทบต่อสถานะทางสินทรัพย์ของภาคเอกชนและครัวเรือน (Wealth Effect) ได้ ทำให้องค์กรเศรษฐกิจมีความสามารถในการจับจ่ายใช้สอยและลงทุนลดลง

จากงานศึกษาของ IMF ในปีค.ศ. 2008 พบผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงราคา หลักทรัพย์ต่อสถานะทางสินทรัพย์ของภาคเอกชนและครัวเรือนอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ การ ลดลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดกำลังพัฒนาร้อยละ 10 จะก่อให้เกิดการลดลงในการบริโภค ของภาคเอกชนเท่ากับร้อยละ 0.12 ในระยะสั้น และ 0.15 ในระยะยาว ในขณะที่การเปลี่ยนแปลง ของราคาหลักทรัพย์ร้อยละ 10 จะส่งผลให้การลงทุนของภาคเอกชนลดลงร้อยละ 1<sup>5</sup> ดังนั้น การ ปรับตัวลดลงของดัชนีราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปัจจุบันถึงร้อยละ 50<sup>6</sup> จะส่งผลทำให้การ

<sup>5</sup> IMF Global Financial Stability Report, October 2008

<sup>6</sup> ณ เดือนตุลาคม 2551

บริโภคลดลงประมาณร้อยละ 0.6 และทำให้การลงทุนภาคเอกชนลดลงร้อยละ 5 เมื่อพิจารณา รวมกับสัดส่วนการบริโภคและการลงทุนใน GDP ของประเทศไทย (คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 52.3 และร้อยละ 22.6 ในปีค.ศ. 2007 ตามลำดับ) จะเห็นได้ว่าการปรับตัวลดลงของราคาหุ้นในประเทศไทย จะส่งผลให้ GDP ลดลงประมาณร้อยละ 1.4

ผลกระทบของตลาดหุ้นที่มีต่อภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงอีกประการหนึ่งจะส่งผ่านมายัง ความผันผวนที่สูงขึ้นของตลาดหุ้น (Stock Market Volatility) ดังจะเห็นได้ว่าในช่วงที่ผ่านมา โดยเฉพาะในเดือนตุลาคม ตลาดหุ้นของประเทศไทยมีความผันผวนเป็นอย่างมาก จนถึงต้องมีการบังคับใช้กลไกการปิดทำการซื้อขายชั่วคราว (Circuit Breaker) ถึง 2 ครั้งในวันที่ 10 ตุลาคมที่ผ่านมา ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์สามารถส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงผ่าน 2 ช่องทาง ช่องทางแรกอธิบายได้จากทฤษฎีการลงทุนของนักเศรษฐศาสตร์นีโคลาสสิคที่กล่าวว่า อัตราผลตอบแทนที่ต้องการจากการลงทุน (Required Rates of Return) จะเพิ่มสูงขึ้นเมื่อความผันผวนในราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น ทั้งนี้เนื่องจากความผันผวนในราคาหลักทรัพย์สามารถสะท้อนให้เห็นถึงความเสี่ยงในระบบเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้น ดังนั้นต้นทุนในการหาเงินทุน (Funding Cost) จึงเพิ่มสูงขึ้นและลดแรงจูงใจในการลงทุนของธุรกิจ นอกจากนี้ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ทำให้การเพิ่มทุนในตลาดหลักทรัพย์ทำได้ยาก จึงส่งผลกระทบต่อการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรลดงานศึกษาของ Barro (1990) พบว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่แท้จริงเป็นตัวแปรอธิบายการลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกาอย่างมีนัยสำคัญ

อีกประการหนึ่งคือ ความผันผวนในตลาดหลักทรัพย์ยังส่งผลกระทบทางอ้อมต่อภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงผ่านการคาดการณ์ของนักลงทุนและผู้บริโภค ความผันผวนในราคาหลักทรัพย์สะท้อนให้เห็นถึงความผันผวนในพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในปัจจุบันและอนาคต ซึ่งทำให้ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและนักลงทุนลดลง ส่งผลต่อเนื่องให้การจับจ่ายใช้สอยหรือลงทุนของภาคเอกชนลดลงตามไปด้วย

### ช่องทางที่ 3: การส่งผ่านผลกระทบโดยช่องทางการค้าระหว่างประเทศ

ผลกระทบจากวิกฤตการณ์ทางการเงินโลกที่จะนำมาสู่ภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศไทย ช่องทางสุดท้าย ได้แก่ การลดลงของอุปสงค์ภายนอกประเทศที่มีต่อสินค้าของไทย สืบเนื่องมาจากการชะลอตัวของระบบเศรษฐกิจโลก นั่นคือ การส่งผ่านผลกระทบเกิดขึ้นผ่านภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศที่ประสบปัญหาและมีความเชื่อมโยงทางการค้ากับประเทศไทยอยู่ในระดับสูง งานของ Eichengreen, Rose และ Wyplosz (1996) ได้ทำการศึกษาผลจากการกระจายตัวของ

วิกฤตการณ์ทางการเงินจากประเทศต่างๆ พบว่าการส่งผ่านผลของวิกฤตการณ์จะเกิดขึ้นได้เมื่อประเทศมีการเชื่อมโยงทางการค้าระหว่างกันมาก อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการเชื่อมโยงทางการค้าระหว่างประเทศคงไม่ได้จำกัดอยู่เพียงแค่การชะลอตัวของเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าที่ประสบกับปัญหาวิกฤตการณ์ทางการเงินเท่านั้น ทั้งนี้เนื่องจากความสัมพันธ์ทางด้านกระบวนการผลิตและห่วงโซ่อุปทานที่ซับซ้อนที่เกิดขึ้นระหว่างประเทศต่างๆ ซึ่งอาจทำให้ผลกระทบจากการชะลอตัวของระบบเศรษฐกิจหนึ่งๆ กระจายตัวไปสู่การค้าระหว่างประเทศในวงกว้างได้

ในความเป็นจริงแล้ว รูปแบบของการค้าระหว่างประเทศที่เกิดขึ้นมีทั้งวัตถุประสงค์เพื่อการนำไปบริโภคขั้นสุดท้ายและเพื่อนำไปเป็นสินค้าขั้นกลางเพื่อการผลิตต่อ ดังนั้น การเชื่อมโยงทางการค้าระหว่างประเทศเกิดขึ้นได้ทั้งการเชื่อมโยงทางตรงและการเชื่อมโยงทางอ้อม กล่าวคือการเชื่อมโยงการค้าทางตรงคือการที่ประเทศไทยมีการค้าระหว่างประเทศกับประเทศคู่ค้าโดยตรง เช่นการที่ประเทศไทยมีการส่งออกและนำเข้าสินค้ากับสหรัฐอเมริกา เป็นต้น ส่วนการเชื่อมโยงทางอ้อมเกิดขึ้นผ่านการเชื่อมโยงทางการกระบวนการผลิตของสินค้า เช่นประเทศไทยส่งออกสินค้าวัตถุดิบให้กับประเทศจีน ซึ่งประเทศจีนนำไปประกอบเป็นสินค้าขั้นสุดท้ายและส่งออกไปยังประเทศสหรัฐอเมริกาอีกชั้นหนึ่ง ดังนั้น ถึงแม้หากประเทศไทยค้าขายโดยตรงกับประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นสัดส่วนเพียงร้อยละ 12.62 ของมูลค่าส่งออกรวมในปีค.ศ. 2008 แต่ผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการชะลอตัวของสหรัฐอเมริกาอาจส่งผลในทางอ้อมต่อการส่งออกโดยรวมของประเทศไทยได้อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากประเทศผู้นำเข้าสินค้าของไทยหลายประเทศเป็นผู้ผลิตรายใหญ่ของโลกและมีความเชื่อมโยงทางการค้ากับประเทศสหรัฐอเมริกาอยู่ในระดับสูง ดังนั้น การศึกษาความเชื่อมโยงทางการค้าระหว่างประเทศของไทยกับประเทศอื่นๆ ทั้งทางตรงและทางอ้อมจึงมีส่วนสำคัญในการประเมินผลกระทบการส่งผ่านช่องทางทางการค้าระหว่างประเทศได้ชัดเจนยิ่งขึ้น

จากการการศึกษาของ Bank for International Settlements (BIS) พบว่า ร้อยละ 70 ของมูลค่าการนำเข้าของจีนคือสินค้าขั้นกลางที่ถูกนำเข้ามาเพื่อการผลิตต่อ ในจำนวนนั้น กว่าร้อยละ 57 ของการนำเข้าสินค้าวัตถุดิบทั้งหมดนั้นมาจากประเทศญี่ปุ่นและประเทศกำลังพัฒนาในเอเชีย ซึ่งรวมถึงประเทศไทยด้วย นอกจากนี้ สินค้าส่งออกของจีนส่วนใหญ่เป็นสินค้าขั้นสุดท้ายและสินค้าทุน จากการประมาณการโดย BIS พบว่า ในปีค.ศ. 2005 สินค้าที่ประเทศจีนส่งออกไปยังสหรัฐอเมริกากรกว่าร้อยละ 72 เป็นสินค้าขั้นสุดท้ายเพื่อการบริโภคและการลงทุน สิ่งดังกล่าวยังปรากฏในโครงสร้างทางการค้าระหว่างจีนกับกลุ่มประเทศยุโรปด้วยเช่นกัน นั่นคือ กว่าร้อยละ 68

ที่จีนส่งออกไปยังกลุ่มประเทศยุโรปจะเป็นสินค้าขั้นสุดท้ายเพื่อการบริโภคและการลงทุน ดังนั้น เราอาจกล่าวได้ว่า ความสัมพันธ์ระหว่างภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้กับสหรัฐอเมริกาและยุโรปได้เปลี่ยนแปลงไปเมื่อมีประเทศจีนเข้ามามีบทบาทในการค้าโลก ปัจจุบันรูปแบบการค้า/การผลิตระหว่างประเทศเกิดขึ้นโดยกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้เป็นผู้ส่งออกสินค้าวัตถุดิบให้กับประเทศจีนเป็นผู้ผลิต และส่งสินค้าขั้นสุดท้ายต่อไปให้กับประเทศสหรัฐอเมริกาและกลุ่มประเทศยุโรป

ข้อมูลจาก Asian Development Bank (ADB) แสดงให้เห็นว่าสินค้าขั้นสุดท้ายที่กลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้จะถูกนำไปส่งออกให้กับประเทศนอกกลุ่มเป็นจำนวนร้อยละ 30 และใช้เองภายในกลุ่มเป็นจำนวนร้อยละ 70 นอกจากนี้ หากรวมผลทั้งการส่งออกทางตรงและทางอ้อมเข้าด้วยกัน ADB พบว่า มากกว่าร้อยละ 60 ของการส่งออกทั้งสิ้นจะถูกส่งไปยังประเทศสหรัฐอเมริกา กลุ่มประเทศยุโรปและประเทศญี่ปุ่น นอกจากนี้ งานศึกษาของ ADB และ IMF พบความสัมพันธ์ของวัฏจักรเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้และประเทศ G3 มากขึ้นหลังจากวิกฤตการณ์ทางการเงิน

งานศึกษาของ Park (2007) ได้ใช้แบบจำลอง The Oxford Economics' Global Model ซึ่งเป็นแบบจำลองที่ถูกสร้างขึ้นโดยมีองค์ประกอบที่สะท้อนการส่งผ่านผลของ Shocks จากระบบเศรษฐกิจหนึ่งผ่านช่องทางตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค และที่สำคัญยังมีส่วนประกอบที่เป็นช่องทางการส่งผ่านการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศ งานวิจัยดังกล่าวมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบจากการที่ระบบเศรษฐกิจของประเทศสหรัฐอเมริกาชะลอตัวลงต่อระบบเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ซึ่งรวมถึงประเทศไทยด้วย ทั้งนี้ การศึกษาต้องการวิเคราะห์ถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นผ่านการชะลอตัวลงของการส่งออกทั้งทางตรงและทั้งทางอ้อมที่เกิดขึ้นผ่านการส่งออกสินค้าขั้นกลางของกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ไปยังประเทศจีน

ผลการศึกษาพบสิ่งที่น่าสนใจ คือ การชะลอตัวลงของประเทศสหรัฐอเมริกาสามารถส่งผลกระทบต่อการเติบโตของกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ได้อย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ การที่ประเทศสหรัฐอเมริกามีอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นช้ากว่าปกติ (เมื่อเทียบกับกรณีฐาน) ร้อยละ 1 จะทำให้อัตราการเติบโตของกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้เพิ่มขึ้นในอัตราที่ช้าลงประมาณร้อยละ 0.50 ต่อปี ทั้งนี้ช่องทางการส่งผ่านเกิดขึ้นทางการชะลอตัวลงของการส่งออกเป็นสำคัญ

ยิ่งไปกว่านั้น การศึกษายังพบว่าผลการส่งผ่าน Shocks จะยิ่งรุนแรงขึ้นเกือบเท่าตัวหากการชะลอตัวในการนำเข้าสินค้าของประเทศสหรัฐอเมริกาส่งผลกระทบต่อการลงทุนของประเทศ



จีนชะลอตัวลง สิ่งดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ซึ่งแน่นอนรวมถึงประเทศไทยด้วย การศึกษาแสดงให้เห็นว่า อัตราการเติบโตของกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ในอัตราเกือบจะเท่ากับร้อยละ 1 ต่อปี ทั้งนี้การส่งออกจะถูกกระทบอย่างมาก โดยอาจจะเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงถึงร้อยละ 1.5 - 1.9 ต่อปี

ผลการศึกษาจากงานวิจัยของ Park (2007) ได้ชี้ประเด็นสำคัญให้เห็นว่าการถึงแม้การเชื่อมโยงทางตรงระหว่างกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้กับประเทศสหรัฐอเมริกาจะมีน้อยลง แต่การเชื่อมโยงสุทธิ ซึ่งรวมถึงการเชื่อมโยงการค้าทางอ้อมผ่านห่วงโซ่การผลิตระหว่างประเทศนั้นยังมีนัยสำคัญอยู่ และสามารถส่งผลกระทบต่ออัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ได้อย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน สิ่งดังกล่าวสะท้อนให้เห็นความกังวลที่อาจเกิดขึ้นได้จากการส่งผ่านผลกระทบของวิกฤตการณ์ซับไพรม์ที่เกิดขึ้นมายังประเทศไทยผ่านช่องทางภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศไทย

## 6. บทสรุป

วิกฤตการณ์ซับไพรม์ที่เริ่มต้นขึ้นจากปัญหาการด้อยคุณภาพของสินเชื่อประเภทซับไพรม์เป็นจำนวนมากนับตั้งแต่ปีค.ศ. 2006 และได้ลุกลามจนสร้างความปั่นป่วนให้แก่ภาคการเงินของประเทศไทย ยุโรป และอื่น ๆ อีกเป็นจำนวนมาก จนเกิดภาวะการขาดสภาพคล่องอย่างรุนแรงในตลาดการเงินของโลก และการปรับตัวลงของมูลค่าหลักทรัพย์ในตลาดทุนทั่วโลก จนเริ่มส่งผลให้เห็นถึงภาวะเศรษฐกิจถดถอยที่ยากจะเลี้ยวได้ของประเทศไทย ดังจะเห็นได้จากอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่ลดลง การหดตัวของภาคการผลิตอย่างรุนแรง การบริโภคที่ลดลง และอัตราการว่างงานที่เพิ่มสูงขึ้น จึงเป็นไปได้ยากที่ประเทศไทยจะหลีกเลี่ยงผลกระทบจากซับไพรม์สู่ภาคเศรษฐกิจของประเทศ

วิกฤตการณ์ซับไพรม์สามารถส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงของประเทศไทยโดยผ่าน 3 ช่องทาง ประการแรกคือผ่านทางภาคการเงินของประเทศไทย หากวิกฤตการณ์ส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องและเสถียรภาพของระบบการเงินของประเทศไทย อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาพบว่า ปัจจุบัน ระบบการเงินของประเทศไทยได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์ซับไพรม์เพียงเล็กน้อยเท่านั้น โดยมีสัญญาณเริ่มต้นของสภาพคล่องตึงตัวในช่วงที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม สถาบันการเงินของประเทศไทยยังมีเสถียรภาพสูง ทั้งนี้เนื่องจากมีนโยบายการปล่อยสินเชื่อและการลงทุนอย่างระมัดระวัง อีกทั้งยังมีการลงทุนในสินทรัพย์ต่างประเทศ โดยเฉพาะประเภทตราสารอนุพันธ์เป็น

สัดส่วนที่ต่ำมาก และยังมีกำบังแหล่งเงินทุนภายในประเทศเป็นหลัก ทำให้ภาคการเงินของประเทศไทยมีความเข้มแข็งอยู่ และน่าจะมีภูมิคุ้มกันต่อวิกฤตการณ์ซับไพรม์ได้เป็นอย่างดี

ช่องทางการส่งผ่านที่สองคือการส่งผ่านทางตลาดทุน โดยผ่านทางสถานะทางสินทรัพย์ของเอกชนและครัวเรือน (Wealth Effect) และความผันผวน (Volatility) ของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งจะเห็นได้ว่า ที่ผ่านมา ตลาดทุนของประเทศไทยเป็นส่วนเศรษฐกิจที่ได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์ซับไพรม์อย่างรุนแรงที่สุด อันจะเห็นได้จากการปรับตัวลดลงของดัชนีราคาหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่อง จนมาอยู่ที่ระดับต่ำสุดในรอบ 5 ปี อีกทั้งยังมีความผันผวนในราคาหลักทรัพย์ที่สูงมากอีกด้วย ซึ่งจากการศึกษาพบว่า ผลกระทบของราคาหลักทรัพย์ที่ลดลงจะทำให้ผู้บริโภคลดการใช้จ่ายใช้สอย และภาคเอกชนลดการลงทุน อันส่งผลต่อเนื่องให้อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจในประเทศลดลงได้ถึงร้อยละ 1.4 อีกทั้งความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นนั้น ยังทำให้ต้นทุนของเงินทุนสูงขึ้นและส่งผลกระทบต่อเนื่องให้การลงทุนของภาคเอกชนและการบริโภคยิ่งลดลงไปอีก

ช่องทางสุดท้ายคือส่งผ่านไปยังการค้าระหว่างประเทศของไทยทั้งที่เป็นการค้าทางตรงและทางอ้อมที่ส่งผ่านผู้ผลิตชั้นกลาง จากการศึกษาข้อเท็จจริงพบว่า ถึงแม้ในปัจจุบันสัดส่วนการค้าโดยตรงระหว่างประเทศไทยและสหรัฐอเมริกาจะน้อยลงและถูกชดเชยโดยการค้าระหว่างประเทศที่เกิดขึ้นภายในกลุ่มเอเชียตะวันออก แต่ "ระดับความสัมพันธ์" ทางเศรษฐกิจระหว่างไทยและสหรัฐอเมริกาก็มิได้ลดลง การเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นเป็นเพียงการเปลี่ยนแปลงใน "รูปแบบความสัมพันธ์" มากกว่า หากพิจารณาภาพรวมทั้งหมดจะพบว่าการเชื่อมโดยทางการค้าสุทธิระหว่างประเทศไทยและสหรัฐอเมริกายังคงอยู่ในระดับสูง ดังนั้นการถดถอยของระบบเศรษฐกิจอเมริกาจะสามารถส่งผลกระทบต่อการส่งออกรวมของไทยได้อย่างมีนัยสำคัญ

กล่าวโดยสรุปแล้ว งานศึกษาชิ้นนี้คาดว่าวิกฤตซับไพรม์จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศไทย โดยเป็นผลอันเนื่องมาจากการปรับตัวลดลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดทุนและความผันผวนที่สูงขึ้น อีกทั้งการส่งออกรวมที่จะลดลงจากอุปสงค์ทางตรงและทางอ้อมผ่านทางความต้องการของสินค้าชั้นกลาง

## Reference

- Adrian, T. and Hyn Song, S. (2007), "Liquidity and Financial Contagion", Financial Stability Review – Special issue on liquidity, Banque de France, No. 11.
- BIS 78<sup>th</sup> Annual Report 2007/2008 Bank for International Settlements.
- Caplin, A. and Leahy, J. (1994), "Business as Usual, Market Crashes, and Wisdom After the Fact", The American Economic Review 84, 548-65.
- Cole, H. and Kehoe, T. (1996), "A Self-Fulfilling Model of Mexico's 1994-95 Debt Crisis", Journal of International Economics 41, 309-30.
- Diebold, F. and Yilmaz, K. (2008), "Measuring Financial Asset Return and Volatility Spillovers, with Application to Global Equity Markets", NBER Working Paper 13811.
- Eichengreen, Rose, and Wyplosz (1996), "Contagious Currency Crises", NBER Working Paper 5081.
- Frank, N., Gonzalez-Hermosillo, B. and Hesse, H. (2008), "Transmission of Liquidity Shocks: Evidence from the 2007 Subprime Crisis", IMF Working Paper.
- Jirasakuldech, B., Emekter, R., and Rao, R. (2007), "Do Thai Stock Prices Deviate from Fundamental values", Pacific-Basin Finance Journal, 16, 298-315.
- Kaminsky, G, Lizondo, S. and Reinhart, C. (1998), "Leading Indicators of Currency Crises", IMF Staff Papers Vol 45 No. 1.
- Kiff, J. and Mills, P. (2007), "Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets", IMF Working Paper.
- Park, Cyn-Young (2007), "Can East Asia Weather a US Slowdown?", ERD Working Paper No. 95.