

## ผลกระทบของวิกฤตการณ์ซัพไพล์ต่อประเทศไทย

อ.ดร.กรกรณ์ย์ ชิวะตระกูลพงษ์\*

อ.ดร.สมประวิณ มั่นประเสริฐ\*



### บทคัดย่อ

วิกฤตการณ์ซัพไพล์ที่เกิดขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกาได้สร้างความปั่นป่วนให้กับภาคการเงินและเศรษฐกิจในประเทศต่างๆ ทั่วโลกอย่างรุนแรงซึ่งมีความเป็นไปได้ที่ประเทศไทยจะได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์ครั้งนี้อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ดังนั้นงานศึกษาชิ้นนี้จึงตั้งประเด็นเพื่อวิเคราะห์ถึงช่องทางการส่งผ่านผลกระทบของวิกฤตการณ์ซัพไพล์ต่อระบบเศรษฐกิจไทย รวมถึงการประเมินผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นต่อภาคเศรษฐกิจจริงภายในประเทศ

การส่งผ่านผลกระทบจากวิกฤตการณ์ซัพไพล์มายังระบบเศรษฐกิจไทยเกิดได้ 3 ช่องทาง ได้แก่ 1) ผลกระทบที่ส่งผ่านทางภาคการเงินของประเทศไทย 2) ผลกระทบที่ส่งผ่านทางตลาดทุน และ 3) ผลกระทบที่ส่งผ่านการค้าระหว่างประเทศ งานศึกษาชิ้นนี้พบว่าผลกระทบของวิกฤตการณ์ซัพไพล์ที่มีต่อภาคการเงินและสถาบันการเงินของประเทศไทยนั้นมียังจำกัด ทั้งนี้เนื่องจากสถาบันการเงินในประเทศไทยมีนโยบายในการปล่อยสินเชื่อและการลงทุนอย่างรัดกุม รวมถึงมี

\* อาจารย์ประจำคณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

มาตรการควบคุมสถาบันการเงินอย่างเข้มงวดนับตั้งแต่เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในปี ค.ศ. 1997 อย่างไรก็ดีตาม งานศึกษาชิ้นนี้คาดว่ามีความเป็นไปได้ที่วิกฤตการณ์ซับไพรม์จะกระทบภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงของประเทศไทยอย่างรุนแรง โดยส่งผ่านทางตลาดทุน และการค้าระหว่างประเทศ เนื่องจากการปรับตัวลดลงอย่างรุนแรงของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่งผลกระทบต่อสถานะทางสินทรัพย์ของภาคเอกชน (Wealth Effect) และเพิ่มความผันผวนในตลาดทุนและระบบเศรษฐกิจ อีกทั้งประเทศไทยยังคงเป็นประเทศที่พึ่งพิงการส่งออกสูง จึงทำให้ผลกระทบจากการชะลอตัวของการส่งออกทั้งทางตรงและทางอ้อมที่ส่งผ่านผู้ผลิตชั้นกลางอยู่ในระดับที่สูงหากเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในประเทศสหรัฐอเมริกาและอื่นๆ ดังนั้นวิกฤตการณ์ซับไพรม์อาจส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงของประเทศไทยได้



## Abstract

The outset of the subprime crisis in February 2007 has brought economic turmoil to the US so as other countries, including Thailand. This paper shows how the subprime mortgage problem can be amplified and transmitted to the US financial and real sectors. Importantly, propagation channels and possible impact to the Thai economy will be explored. We found that transmission of the US subprime crisis to the Thai economy will exhibit in three channels, namely, financial sector, capital market and international trade. The paper finds that diffusion of the crisis to Thailand through domestic banking sector will be limited. This is because Thai financial institutions have been conservative and adopting strict regulations for their investment and lending after the Asian economic meltdown in 1997. In contrast, it has been shown that the capital market and international trade channels will play major roles. High exposures of international trade and strong capital market linkages with the rest of the world will lead Thailand affected by the subprime crisis.

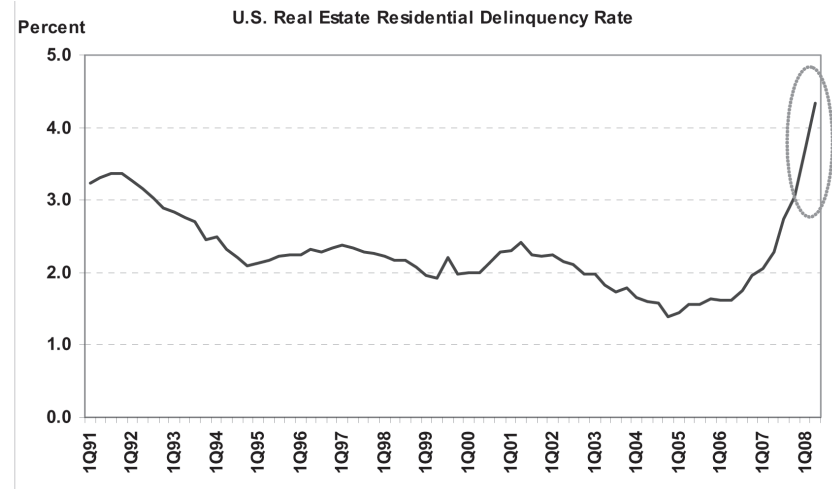
## 1. บทนำ

ในช่วงเดือนที่ผ่านมา ระบบการเงินและเศรษฐกิจทั่วทั้งโลกตกอยู่ในภาวะระส่ำระสายสืบเนื่องมาจากวิกฤตการณ์ทางการเงินที่มีจุดเริ่มต้นมาจากประเทศสหรัฐอเมริกาที่เรียกว่าวิกฤตการณ์ซับไพรม์ (Subprime Crisis) ซึ่งส่งผลกระทบต่อเนื่องถึงการล้มละลายของบริษัทผู้ให้สินเชื่อด้านอสังหาริมทรัพย์ (Mortgage Companies) เป็นจำนวนมาก เหตุการณ์ดังกล่าวยังส่งผลกระทบต่อลูกค้านำไปถึงการล้มละลายของวาณิชธนกิจขนาดใหญ่ในประเทศสหรัฐอเมริกา และก่อให้เกิดปัญหาการขาดสภาพคล่องอย่างรุนแรงของบริษัททางการเงินหลายแห่งจนตกอยู่ในภาวะล้มละลาย ส่งผลให้รัฐบาลของหลายประเทศ เช่น ยุโรป ญี่ปุ่น เกาหลี จีน และรัสเซีย ต้องเข้าไปช่วยเหลือสถาบันการเงินภายในประเทศของตนเอง สิ่งเหล่านี้อาจลูกกลายมาเป็นวิกฤตเศรษฐกิจครั้งใหญ่อีกครั้งของโลกที่อาจเทียบเท่ากับภาวะเศรษฐกิจถดถอยอย่างรุนแรง (The Great Depression) ในช่วงทศวรรษที่ 1930s ถึงต้นทศวรรษ 1940s ดังนั้นจึงมีความจำเป็นที่เราควรจะศึกษาถึงผล

กระทบของวิกฤตการณ์ซับไพรม์ที่อาจมีต่อประเทศไทย เพื่อเตรียมการรับมือกับวิกฤตเศรษฐกิจในครั้งนี้ ให้มีผลกระทบต่อประเทศไทยน้อยที่สุดเท่าที่จะเป็นไปได้

## 2. สาเหตุของวิกฤตการณ์ซับไพรม์

สัญญาณอันตรายของวิกฤตการณ์ซับไพรม์เริ่มต้นขึ้นตั้งแต่ช่วงกลางปี 2006 และลูกกลายกลายเป็นปัญหาใหญ่สำหรับระบบการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกา ในช่วงเดือนกุมภาพันธ์ปี ค.ศ. 2007 เมื่อข่าวการล้มละลายของบริษัทผู้ให้สินเชื่อด้านอสังหาริมทรัพย์ (Mortgage Companies) และอัตราการค้างชำระหนี้ (Delinquency Rate) สูงเป็นประวัติการถูกพาดหัวในหนังสือพิมพ์เกือบทุกฉบับ ปัญหาที่เกิดขึ้นเน้นหนักไปที่สินเชื่อประเภทซับไพรม์ (Subprime Mortgages) ซึ่งเป็นสินเชื่อด้านอสังหาริมทรัพย์ที่มีคุณภาพต่ำกว่าสินเชื่อตามปกติหรือที่เรียกว่า สินเชื่อประเภทไพรม์ (Prime Mortgages) กล่าวอีกนัยหนึ่งคือสินเชื่อประเภทซับไพรม์จะมีความเป็นไปได้ในการได้รับเงินคืนชำระต่ำกว่าปกติตนเองต้นเหตุของวิกฤตการณ์ซับไพรม์เกิดจากหลายสาเหตุประกอบกันดังนี้



ที่มา: Bloomberg

ภาพประกอบที่ 1: อัตราการค้างชำระสินเชื่อบ้านของประเทศสหรัฐอเมริกา

1. ภาวะฟองสบู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์ของ ประเทศสหรัฐอเมริกา นับตั้งแต่ช่วงปีค.ศ. 1997 เมื่อ ราคาอสังหาริมทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาได้ปรับตัว สูงขึ้นคิดเป็นร้อยละ 124 ระหว่างปี ค.ศ. 1997-2006 จนกระทั่งเกิดภาวะฟองสบู่แตกในช่วงปี 2006 ทำให้ มูลค่าของสินทรัพย์ที่เป็นหลักประกันของสินเชื่อตลอดจน ความสามารถในการชำระหนี้ของผู้กู้ลดลง

2. ความหย่อนยานในมาตรฐานการปล่อยสินเชื่อ ประเภทซับไพรม์จากการแข่งขันของบริษัทให้สินเชื่อที่สูง ประกอบกับระดับอัตราดอกเบี้ยต่ำในช่วงดังกล่าว (อัตรา ดอกเบี้ยนโยบาย FED Funds Rate ลดลงจากที่ระดับ ร้อยละ 6.5 ในปีค.ศ. 2000 เหลือเพียงร้อยละ 1.75 ในปีค.ศ. 2001) ดังจะเห็นได้จากส่วนชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium) ของสินเชื่อประเภทซับไพรม์ ที่ลดลง เป็นอย่างมาก จากเดิมที่ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ย สินเชื่อประเภทไพรม์และซับไพรม์อยู่ที่ 280bps ในปี ค.ศ. 2001 แต่กลับลดลงไปที่ 130bps ในปีค.ศ. 2007 อีกทั้งการให้สินเชื่อซับไพรม์ส่วนมากจะเป็นไปในลักษณะ ที่เรียกว่าสินเชื่อบ้านแบบปรับดอกเบี้ยได้ (Adjustable-Rate Mortgage : ARM) ซึ่งเป็นการอนุญาตให้ผู้กู้ สามารถชำระแต่ดอกเบี้ยเพียงอย่างเดียวในช่วงระยะ แรกของการเริ่มกู้ ทำให้ผู้กู้มีภาระในการผ่อนชำระที่ สูงมากในภายหลัง

3. การเอื้อประโยชน์จากกฎหมายของประเทศ สหรัฐอเมริกาที่อนุญาตให้ใช้สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย เท่านั้นสามารถใช้ในการขอลดหย่อนภาษีเงินได้ และ รวมถึงกฎหมาย The Glass-Steagall Act ที่อนุญาต ให้มีการแยกพาณิชย์ธนกิจออกมาจากรณาการพาณิชย์ได้ ส่งผลให้มีสถาบันการเงินที่เน้นทำธุรกรรมที่มีความเสี่ยงสูง

4. การขาดมาตรฐานในการกำกับดูแลและการให้ สินเชื่อประเภทซับไพรม์และการออกตราสารประเภทที่มี การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นทุน (Securitization)

5. การปรับตัวเพิ่มขึ้นของระดับอัตราดอกเบี้ยใน ช่วงต่อมาอย่างต่อเนื่อง ซึ่งส่งผลให้ความสามารถในการ ชำระหนี้ของผู้กู้ซับไพรม์ลดลง

6. ความล้มเหลวของบริษัทจัดอันดับความ น่าเชื่อถือ (Credit Rating Agencies) ในการจัดอันดับ ความน่าเชื่อถือของสถาบันการเงินให้สะท้อนกับความ เสี่ยงที่แท้จริง ทำให้เกิดภาวะความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) ซึ่งส่งผลต่อความเชื่อมั่น ของนักลงทุน

คำถามที่สำคัญต่อมาคือ เหตุใดปัญหาของสินเชื่อ ซับไพรม์จึงส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อระบบการ เงินของประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอื่นๆ ในโลก ดังที่เห็นกันอยู่ในปัจจุบัน

### 3. เหตุใดปัญหาสินเชื่อซับไพรม์จึงส่งผล กระทบอย่างรุนแรงต่อระบบการเงิน

หากพิจารณาถึงขนาดของสินเชื่อซับไพรม์ ในประเทศสหรัฐอเมริกาแล้ว จะเห็นได้ว่ามีมูลค่าน้อยกว่า 1 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ หากพิจารณากับอัตราการ ค้างชำระหนี้ซึ่งสูงเป็นประวัติการณ์กล่าวคือในร้อยละ 12-13 (<sup>1</sup>Kiff and Mills (2007)) ความเสียหาย จากสินเชื่อซับไพรม์จะมีมูลค่าอยู่ที่ประมาณไม่เกิน 2 แสนล้านเหรียญสหรัฐ ถึงแม้ว่าตัวเลขดังกล่าวจะมี มูลค่าสูง แต่เมื่อเปรียบเทียบกับผลิตภัณฑ์มวลรวมใน ประเทศของสหรัฐอเมริกาพบว่า มูลค่าดังกล่าวยังคงคิด เป็นสัดส่วนค่อนข้างต่ำ นั่นคือเพียงร้อยละ 1.42 ของ GDP ประเทศสหรัฐอเมริกา และเมื่อเปรียบเทียบกับ ขนาดของมูลค่าตลาดหุ้นในสหรัฐอเมริกา ความเสียหาย ของสินเชื่อซับไพรม์คิดเป็นสัดส่วนเพียงร้อยละ 1.252 (<sup>2</sup>Adrian and Shin (2007)) เท่านั้น ดังนั้นคำถาม ที่สำคัญคืออะไรเป็นสาเหตุที่ทำให้ความเสียหายจาก สินเชื่อซับไพรม์ส่งผลกระทบต่อระบบการเงิน ตลอดจน ตลาดทุนของประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอื่นๆ ในโลก ได้มากมายอย่างที่ปรากฏอยู่

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 สถาบันการเงินมักจะไม่ลงบันทึกธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับตราสารที่ถูกค้ำประกันด้วยสินเชื่อประเภทซับไพรม์ในหมวดสินทรัพย์ของบริษัท (Off Balance Sheet) แต่จะนำสินทรัพย์เหล่านี้ไปรวมอยู่ในหน่วยงานที่จัดตั้งขึ้นมาเพื่อการลงทุน “(Structure Investment Vehicles: SIVs)” ซึ่งโดยทั่วไป SIVs จะทำธุรกรรมในลักษณะของการหาเงินทุนผ่านการกู้ยืมด้วยการออกตราสารระยะสั้นที่เรียกว่าตราสารเพื่อการพาณิชย์ที่ได้รับการหนุนหลังจากสินทรัพย์ (Asset-Backed Commercial Paper: ABCP)” และซื้อตราสารระยะยาวที่ค้ำประกันโดยสินเชื่อซับไพรม์และสินเชื่อประเภทอื่นๆ เนื่องจากธุรกรรมใน SIVs จะไม่ปรากฏอยู่ในงบการเงินของสถาบันการเงิน ดังนั้น นักลงทุน จึงไม่สามารถทราบถึงความเสี่ยงที่แท้จริงของสถาบันการเงินนั้นๆ ได้ ประกอบกับช่วงที่ผ่านมาตั้งแต่ปี ค.ศ. 2005 อัตราดอกเบี้ยในสหรัฐอเมริกาอยู่ในระดับที่ต่ำมาก จึงทำให้นักลงทุนมีความต้องการลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงขึ้น ทำให้การขยายตัวของ CDOs และ SIVs นั้นขยายตัวมากขึ้นตามไปด้วย

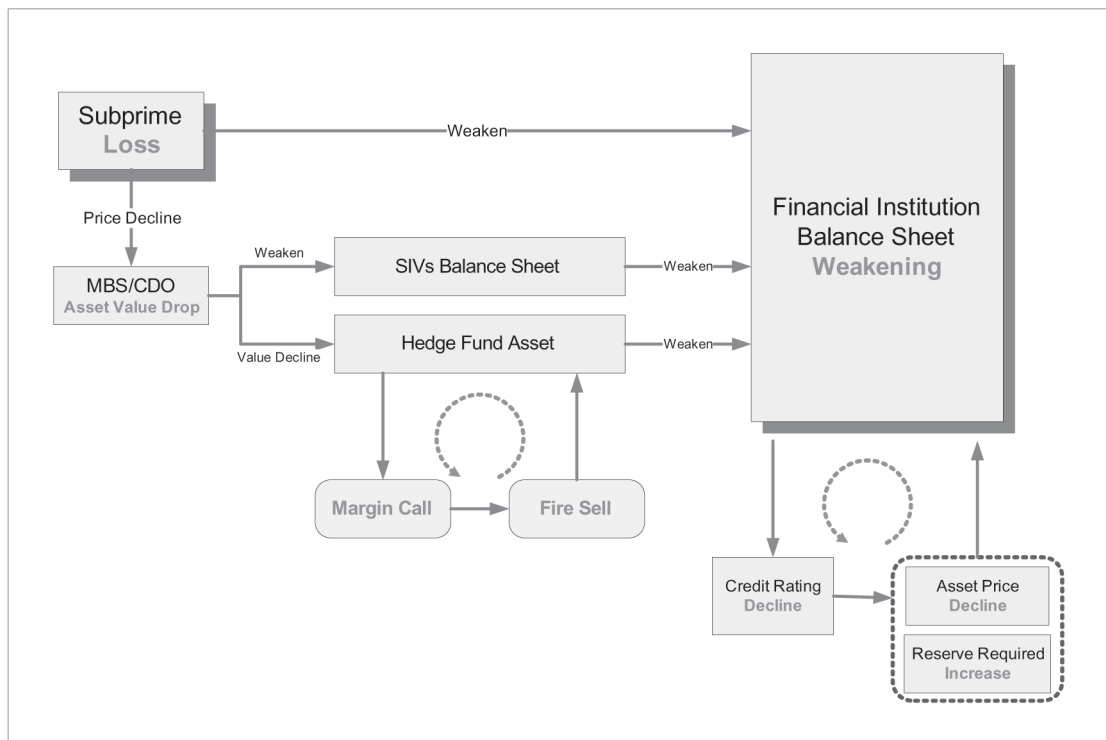
เมื่อสินเชื่อประเภทซับไพรม์ซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่ใช้ในการค้ำประกันการออกตราสารประเภท MBS และ CDOs เกิดปัญหากลายเป็นหนี้ด้อยคุณภาพอย่างหนัก สิ่งดังกล่าวจึงส่งผลกระทบต่อเนื้อหาราคาของ MBS และ CDOs ปรับลดลงเป็นอย่างมาก นอกจากนี้ การปรับลดลงของราคา MBS และ CDOs ยังสืบเนื่องมาจากความซับซ้อนของตราสารซึ่งทำให้เกิดปัญหาข้อมูลไม่สมบรูณ์ระหว่างผู้ออกตราสารและนักลงทุน (Asymmetric Information) เนื่องจากนักลงทุนไม่สามารถทราบถึงมูลค่าที่แท้จริงของตราสารที่ตนเองลงทุนอยู่ได้ รวมถึงการที่ตราสารมีลักษณะเป็น OTC ทำให้ขาดสภาพคล่อง

หลังจากที่ราคาของตราสารประเภท MBS และ CDOs ปรับลดลงอย่างหนักและต่อเนื่อง ประกอบกับความเสถียรและความไม่แน่นอนของผลตอบแทนของตราสาร นักลงทุนจึงเลือกที่จะไม่ลงทุนในตราสารที่เกี่ยวข้องกับสินเชื่อซับไพรม์และพยายามที่จะขายตราสารที่มีอยู่ในหน่วยลงทุนของตน การกระทำดังกล่าวส่งผลกระทบต่อเนื้อหาราคา ABCP ซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญสำหรับ SIVs จึงทำให้เกิดสภาพขาดสภาพคล่องและเงินทุนอย่างรุนแรงใน SIVs จนกระทั่งสถาบันการเงินที่เป็นเจ้าของ SIVs นั้นๆ จำเป็นต้องนำ SIVs เหล่านี้กลับเข้ามาในงบการเงินของบริษัทแม่ ทำให้สถาบันการเงินหลายแห่งต้องตัดขาดทุนจาก SIVs และลดสินทรัพย์ลงเป็นจำนวนมาก ซึ่งส่งผลกระทบต่อเนื้อหาราคาหุ้นของสถาบันการเงินและสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องตกเป็นจำนวนมาก ทั้งสองปัจจัยนี้เป็นสาเหตุให้สถาบันการเงินหลายแห่งถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือลง สิ่งดังกล่าว ส่งผลกระทบต่อเนื้อหาราคาหุ้นต่อไป 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 การขาดทุนของกองทุนฯ จึงส่งผลกระทบต่อขนาดของสินทรัพย์และสภาพคล่องของสถาบันการเงินเช่นเดียวกัน ผลกระทบจากทั้ง SIVs และกองทุนป้องกันความเสี่ยงทำให้สถาบันการเงินหลายแห่งต้องลดขนาดสินทรัพย์คิดเป็นมูลค่ามหาศาลเมื่อเทียบกับมูลค่าของสินเชื่อประเภทซับไพรม์ วงจรการขยายตัวของปัญหาสินเชื่อซับไพรม์สามารถแสดงได้ดังภาพประกอบที่ 2



ที่มา: คณะผู้วิจัย

ภาพประกอบที่ 2: การกระจายตัวของปัญหาซับไพรม์ไปยังสถาบันการเงิน



ภาวะการขาดสภาพคล่องของสถาบันการเงิน มูลค่าของสินทรัพย์ที่ลดลง และการลดอันดับความน่าเชื่อถือทำให้สถาบันการเงินจำเป็นต้องระดมทุนอย่างมาก และจากการที่ราคาหุ้นในกลุ่มสถาบันการเงินตกต่ำ เนื่องจากนักลงทุนขาดความเชื่อมั่นในระบบการเงินของสหรัฐอเมริกา ทำให้การระดมทุนโดยการเพิ่มทุนนั้นไม่เพียงพอ สถาบันการเงินจึงจำเป็นต้องพึ่งพิงเงินจากตลาดเงิน อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างมากส่งผลต่อเนื้อให้ระดับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคาร เช่น LIBOR ปรับตัวสูงขึ้นอย่างมากซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงภาวะการขาดสภาพคล่องและการตั้งตัวของระบบการเงินในสหรัฐอเมริกาและอีกหลายประเทศในโลก

การขาดทุนที่เกิดขึ้นมหาศาลทำให้สถาบันการเงินหลายแห่งจำเป็นต้องทำการลดขนาดของสินทรัพย์เป็นจำนวนมาก เช่น ธนาคาร Wachovia ต้องลดมูลค่าสินทรัพย์ลงถึง 1,600 ล้านดอลลาร์สหรัฐ บริษัท Citigroup ต้องลดขนาดสินทรัพย์ลงถึง 18,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ บริษัท Merrill Lynch ลดขนาดสินทรัพย์ลงสูงถึง 24,400 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ในขณะที่บริษัท Morgan Stanley ลดขนาดสินทรัพย์ลง 9,400 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เป็นต้น สิ่งดังกล่าวนำไปสู่สภาวะการขาดสภาพคล่องอย่างหนักในตลาดการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งสถาบันการเงินที่ไม่สามารถระดมเงินทุนมาชดเชยกับการขาดทุนจะต้องอยู่ในภาวะล้มละลายหรือต้องถูกควบรวมหรือถูกซื้อกิจการไปอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ เช่น บริษัท Bear Stearns ที่ถูกซื้อโดยบริษัท JP Morgan โดยมีธนาคารกลางของสหรัฐฯ ค้ำประกันเมื่อวันที่ 7 ก.ย. 2008 และการล้มละลายของบริษัท Lehman Brothers ในวันที่ 14 ก.ย. 2008 รวมถึงการที่บริษัท AIG ขาดสภาพคล่องอย่างรุนแรงจนเกือบจะล้มละลายและต้องอาศัยเงินกู้ฉุกเฉินจากธนาคารกลางสหรัฐฯ ซึ่งมีมูลค่าสูงถึง 85,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

อย่างไรก็ดี ปัญหาดังกล่าวไม่ได้จำกัดอยู่เพียงแค่สหรัฐอเมริกาเท่านั้น วิกฤตการณ์ซับไพรม์ได้ก่อตัวขึ้นที่ภูมิภาคอื่นๆ ของโลกเช่นกัน สถาบันการเงินและกองทุนในหลายประเทศของโลก โดยเฉพาะในภูมิภาคยุโรป เช่นประเทศอังกฤษ ฝรั่งเศส เยอรมัน มีการลงทุนในตราสารที่เกี่ยวข้องกับสินเชื่อประเภทซับไพรม์หรือสถาบันการเงินในสหรัฐอเมริกาเป็นจำนวนมากเช่นกัน ดังนั้น เมื่อเกิดวิกฤตการณ์ซับไพรม์ขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกา ผลกระทบดังกล่าวจึงส่งผ่านเป็นลูกโซ่ให้หลายประเทศของโลกเกิดปัญหาในระบบการเงินและสถาบันการเงินเช่นเดียวกันกับที่เกิดขึ้นในสหรัฐอเมริกา

สาเหตุที่ทำให้สถาบันการเงินในสหรัฐอเมริกาและอีกหลายประเทศปั่นป่วนนอกเหนือไปจากปัญหาโดยตรงจากสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับซับไพรม์ที่มีมูลค่าลดลงอย่างมากดังที่ได้กล่าวไว้ในข้างต้นแล้ว ยังมีผลกระทบจากการที่สถาบันการเงินส่วนมากมีการดำเนินธุรกรรมระหว่างกันไว้เป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะธุรกรรมเกี่ยวกับตราสารอนุพันธ์ ทั้งนี้ สถาบันการเงินในสหรัฐอเมริกามีสินทรัพย์ที่เป็นตราสารอนุพันธ์มากถึง 180 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งในจำนวนนี้มีสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 90 เป็นตราสารในลักษณะ OTC ดังนั้น การที่สถาบันการเงินแห่งหนึ่งประสบภาวะขาดสภาพคล่องอย่างหนักจนถึงขั้นล้มละลายจึงสามารถส่งผลกระทบต่อเนื่องถึงสภาพคล่องของสถาบันการเงินอื่นๆ ได้อย่างรวดเร็ว ตัวอย่างเช่น ในกรณีของ AIG ซึ่งมีการทำสัญญาค้ำประกันหนี้เสีย (Credit Default Swaps: CDS) ให้กับสถาบันการเงินต่างๆ สัญญาที่ AIG ทำไว้นั้นก่อให้เกิดการขาดทุนอย่างหนักสืบเนื่องมาจากสินเชื่อประเภทซับไพรม์และ AIG ต้องหาเงินทุนมาเพื่อค้ำประกันสัญญาหนี้เสียที่ขาดทุนเป็นจำนวนมาก จนเกิดการขาดสภาพคล่องอย่างหนัก และต้องรับความช่วยเหลือจากธนาคารกลางของสหรัฐฯ ในที่สุด

นอกจากนี้ การบังคับขายสินทรัพย์ของกองทุนที่ประสบภาวะขาดทุน ทำให้ต้องขายสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงเช่นหุ้น ประกอบเข้ากับภาวะการขาดความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง โดยเฉพาะสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับสถาบันการเงิน ส่งผลให้ตลาดหุ้นของสหรัฐอเมริกาปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง จนดัชนีดาวโจนส์ปรับตัวลงมาต่ำที่สุดนับจากเหตุการณ์ 9/11 เป็นต้นมา และส่งผลกระทบต่อเอเซียไปยิ่งตลาดหุ้นอื่นๆ ทั่วโลก เนื่องจากความกลัวว่าวิกฤตการณ์ดังกล่าวจะลามมาสู่ประเทศของตน ร่วมกับการไหลออกของเงินทุนจากกองทุนและนักลงทุนต่างประเทศ เมื่อราคาหุ้นและสินทรัพย์อื่นๆ มีมูลค่าลดลง ก็ยิ่งส่งผลกระทบต่อกลับไปยิ่งมูลค่าของสินทรัพย์ และสภาพคล่องของสถาบันการเงิน

กล่าวโดยสรุปคือ วิกฤตการณ์ซับไพรม์ส่งผลกระทบต่ออย่างรุนแรงต่อทั้งสถาบันการเงิน ตลาดเงิน และตลาดทุนทั่วทั้งโลก โดยเฉพาะในสหรัฐอเมริกาและยุโรป ซึ่งสามารถลุกลามไปสู่ภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง และอาจนำไปสู่วิกฤตทางเศรษฐกิจที่รุนแรงมากได้ ในส่วนต่อไป จะทำการศึกษาถึงผลกระทบของวิกฤตการณ์ที่จะเกิดขึ้นได้ต่อภาคเศรษฐกิจของประเทศสหรัฐอเมริกา จากนั้นในส่วนต่อไป ไปจึงจะทำการวิเคราะห์ถึงช่องทางการส่งผ่านผลกระทบรวมถึงระดับของผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นต่อระบบเศรษฐกิจไทย



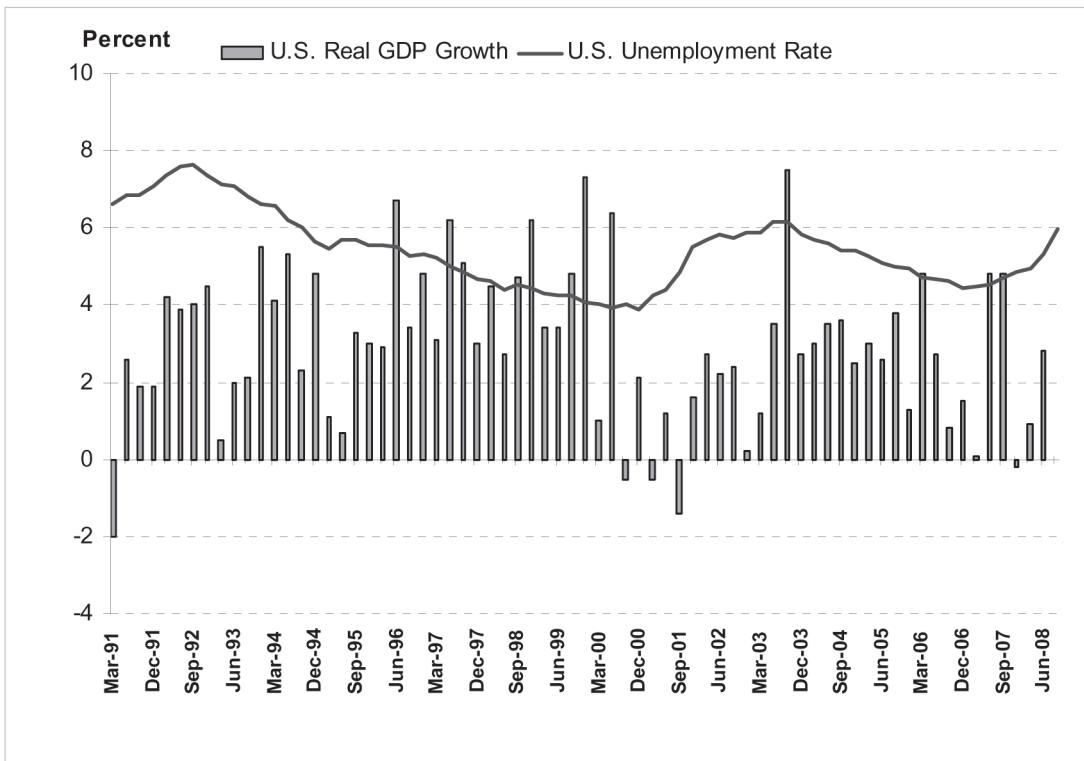
ภาพประกอบที่ 3: การปรับตัวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์



#### 4. ผลกระทบของวิกฤตซับไพรม์ต่อภาคเศรษฐกิจจริงของสหรัฐอเมริกา

หากพิจารณาถึงภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงของสหรัฐอเมริกาแล้ว จะพบว่าสัญญาณของเศรษฐกิจถดถอยเพิ่งเกิดขึ้นในไตรมาสที่ 3 ของปี ค.ศ. 2008 เท่านั้น ที่ผ่านมามีประเทศสหรัฐอเมริกาจะมีอัตราการว่างงานที่เพิ่มขึ้น แต่ก็ยังคงมีการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น ความปั่นป่วนในตลาดเงินและตลาดทุนที่ผ่านมามีเป็นเพียงการสะท้อนภาวะการขาดสภาพคล่องอย่างรุนแรงและการตั้งตัวของสินเชื่อในภาคการเงินของสหรัฐอเมริกาเท่านั้น ในขณะที่การก้าวสู่สภาวะเศรษฐกิจถดถอยที่แท้จริงของสหรัฐอเมริกาเพิ่งจะเริ่มต้นขึ้นเท่านั้น

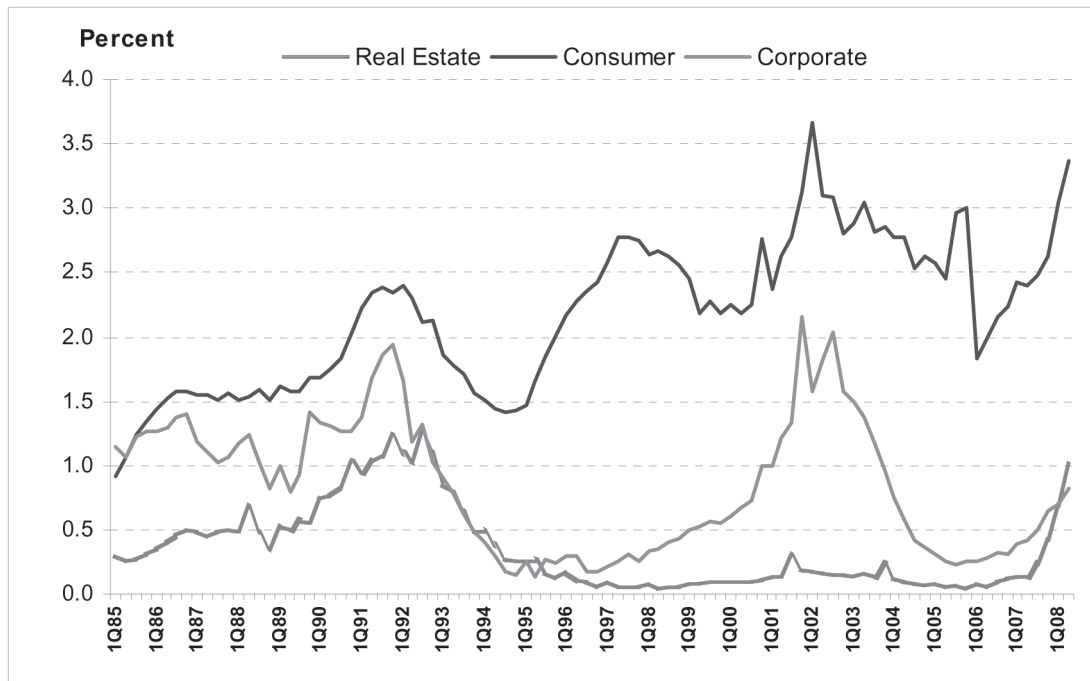
อย่างไรก็ตาม สัญญาณการถดถอยของเศรษฐกิจประเทศสหรัฐอเมริกาส่วนหนึ่งที่สะท้อนตัวรุนแรงและอาจกระทบให้อัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมเงินสูงขึ้นและสถาบันการเงินต้องเพิ่มมาตรฐานในการปล่อยสินเชื่อ ทำให้การขออนุมัติสินเชื่อเป็นไปได้ยาก อีกทั้งส่งผลให้ความสามารถในการชำระหนี้ของผู้บริโภค การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset) และการใช้จ่ายเพื่อการบริโภคของครัวเรือนจึงมีแนวโน้มลดลง เนื่องจากการใช้อสังหาริมทรัพย์ในการค้ำประกันเงินกู้เป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญของทั้งผู้บริโภคและธุรกิจ อีกทั้งแรงกดดันจากอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นและมาตรฐานการให้สินเชื่อที่เข้มงวดขึ้น ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ของสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ประเภทไพรม์ รวมถึงสินเชื่อ



ภาพประกอบที่ 4: อัตราการเติบโตผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศและอัตราการว่างงานของสหรัฐอเมริกา

ผู้บริโภค (Consumer Loan) และสินเชื่อสำหรับภาคธุรกิจ (Corporate Loan) จากข้อมูลในปัจจุบันจะเห็นได้ว่า อัตราการตัดจำหน่าย (Charge-off Rate) ของสินเชื่อส่วนบุคคลในสหรัฐอเมริกาสูงขึ้นและเป็นอัตราที่สูงที่สุดนับตั้งแต่ปีค.ศ. 2002 ในขณะที่สินเชื่อเพื่อธุรกิจนั้นปรับตัว

สูงสุดนับตั้งแต่ปีค.ศ. 2004 ซึ่งหากสินเชื่อในภาคธุรกิจและผู้บริโภคมีปัญหาเหมือนเช่นสินเชื่อประเภทซับไพรม์แล้ว ผลกระทบต่อสภาพคล่องในระบบการเงินจะยิ่งสูงขึ้นไปกว่าที่เป็นอยู่อย่างมาก



ที่มา: Federal Reserve

**ภาพประกอบที่ 5:** อัตราการตัดจำหน่าย (Charge-off Rate) ของสินเชื่อในสหรัฐอเมริกา

ปัญหาความตึงตัวและการขาดสภาพคล่องของภาคการเงินรวมทั้งความเชื่อมั่นของบริโภคที่หายไป ประกอบกับการปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องของราคาหุ้น อาจส่งผลให้อุปสงค์รวมในด้านการใช้จ่ายลดลง จะเห็นได้จากอัตราการใช้จ่ายใช้สอยของผู้บริโภคของสหรัฐอเมริกาที่ปรับตัวลดลงร้อยละ 3 ในไตรมาสที่ 2 ของปี ค.ศ. 2008 ซึ่งเป็นการปรับตัวลดลงเป็นครั้งแรก

นับจากปี ค.ศ. 1990 (ก่อนจะเกิดเศรษฐกิจถดถอยในช่วงปี 1991) และเป็นการปรับตัวลดลงต่ำที่สุดนับตั้งแต่ปีค.ศ. 1981 เป็นต้นมา โดยการใช้จ่ายของผู้บริโภคนั้นคิดเป็น 2 ใน 3 ของ GDP ทั้งหมดของประเทศสหรัฐอเมริกา ดังนั้นจึงยากที่จะหลีกเลี่ยงเศรษฐกิจถดถอยที่กำลังจะเกิดขึ้นเมื่อการใช้จ่ายของผู้บริโภคมีการปรับตัวลดลงอย่างหนักเช่นนี้

นอกจากนั้น อัตราการว่างงานของสหรัฐอเมริกา ยังเพิ่มสูงขึ้นอย่างมาก โดยในเดือนกันยายน 2008 อัตราการว่างงานของสหรัฐอเมริกาเพิ่มสูงขึ้นถึงร้อยละ 6.1 ซึ่งเป็นการปรับตัวเพิ่มขึ้นคิดเป็นร้อยละ 32 เมื่อเทียบกับ ปีค.ศ. 2007 การว่างงานที่เพิ่มสูงขึ้นนี้จะยิ่งเป็นแรงผลักดันทำให้การจับจ่ายใช้สอยของผู้บริโภคลดลง ในส่วนของภาคการผลิตนั้น ประเทศสหรัฐอเมริกาเริ่มมีการหดตัวในภาคการผลิต ดังจะเห็นได้จากดัชนีโรงงาน (Factory Index) ของ The Institute for Supply Management (ISM) ที่ปรับตัวลดลงจาก 49.90 ในเดือนสิงหาคม มาอยู่ที่ 43.50 ในเดือนกันยายน ซึ่งเป็นการปรับตัวลดลงมาอยู่ในระดับที่ต่ำที่สุดนับตั้งแต่เดือนตุลาคม 2001 โดยที่ดัชนีที่ระดับ 50 เป็นเส้นแบ่งระหว่างการขยายตัวและการหดตัวของภาคการผลิต

กล่าวโดยสรุปแล้ว เมื่อพิจารณาผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงทั้งหมดนับตั้งแต่การขาดสภาพคล่องของภาคการเงิน ต้นทุนเงินทุนที่เพิ่มสูงขึ้น การลงทุนที่ลดลง ราคาหุ้นที่ลดลงเป็นอย่างมาก การจับจ่ายใช้สอยของผู้บริโภคที่ลดลง ภาคการผลิตที่หดตัวลง การว่างงานที่เพิ่มสูงขึ้น ตลอดจนความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ลดลง ย่อมส่งผลให้ระบบเศรษฐกิจของประเทศสหรัฐอเมริกาเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยอย่างไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ และหากรัฐบาลประเทศสหรัฐอเมริกา ยังไม่สามารถออกนโยบายเพื่อสร้างเสถียรภาพให้แก่ภาคการเงิน รวมถึงกระตุ้นเศรษฐกิจที่แท้จริงได้แล้ว เราอาจจะได้เห็นวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่รุนแรงอีกครั้งในประวัติศาสตร์ของประเทศสหรัฐอเมริกา

## 5. ผลกระทบจากวิกฤตการณ์ซัพพลายต่อภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศไทย

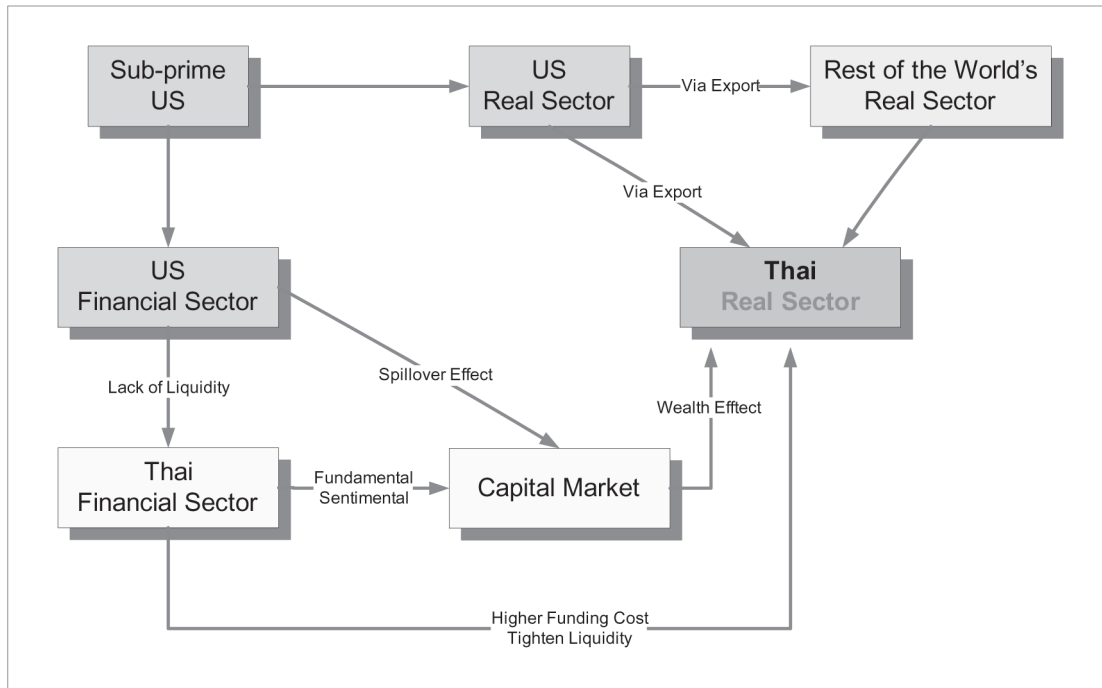
ผลกระทบจากวิกฤตการณ์ซัพพลายที่เกิดขึ้นทั้งในสหรัฐอเมริกาและประเทศอื่นๆ สามารถส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริงของระบบเศรษฐกิจไทยได้ทั้งสิ้น

3 ช่องทางด้วยกัน ได้แก่ 1. ช่องทางที่ส่งผ่านสภาพตั้งตัวของตลาดการเงินซึ่งส่งผลกระทบต่อ การขยายตัวของสินเชื่อ การลงทุน และการใช้จ่ายของภาคเอกชน 2. ช่องทางที่ส่งผ่านความผันผวนและการลดลงของมูลค่าหุ้นในตลาดทุนซึ่งจะส่งผลกระทบต่อ ยังสถานะทางสินทรัพย์ของภาคเอกชนและภาคครัวเรือน ซึ่งมีแนวโน้มทำให้หน่วยเศรษฐกิจมีความสามารถในการใช้จ่ายลดลง และ 3. ช่องทางที่ส่งผ่านอุปสงค์จากภายนอกประเทศที่มีต่อสินค้าของไทย สืบเนื่องมาจากการชะลอตัวของระบบเศรษฐกิจโลก

### ช่องทางที่ 1: การส่งผ่านผลกระทบโดยช่องทางภาคการเงิน

ช่องทางแรกคือการส่งผ่านผลกระทบจากวิกฤตการณ์ทางการเงินที่เกิดขึ้นในปัจจุบันมาสู่ประเทศไทย ได้โดยตรงและสามารถเกิดขึ้นได้อย่างรวดเร็ว คือ การส่งผ่านผลกระทบของปัญหาที่เกิดขึ้นในตลาดการเงินโลกมายังระบบเศรษฐกิจของประเทศไทย นั่นคือ หากภาวะการตั้งตัวของสภาพคล่องที่เกิดขึ้นในโลกส่งผลให้สภาพคล่องในตลาดการเงินของประเทศไทยเกิดการตั้งตัวด้วยเช่นกัน สิ่งดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อ ยังภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศไทยได้อย่างรุนแรง นั่นคือการตั้งตัวของสภาพคล่องจะจำกัดการขยายตัวของสินเชื่อ การลงทุน และการใช้จ่ายของภาคเอกชนภายในประเทศ ซึ่งทำให้อุปสงค์รวมภายในประเทศลดลง (Demand Contraction) และอาจก่อภาวะถดถอยของเศรษฐกิจไทยในวงกว้างต่อไป

ดังนั้น การประเมินสถานะความเสี่ยงของตลาดการเงินภายในประเทศไทยซึ่งรวมถึงระดับการเชื่อมโยงที่มีต่อตลาดการเงินโลกและภูมิคุ้มกัน/โครงสร้างความสัมพันธ์/การป้องกันความเสี่ยง ทางการเงินที่มีต่อ ช่องทางการเชื่อมโยงนั้นๆ จึงมีความสำคัญสำหรับการวิเคราะห์ผลกระทบที่จะเกิดขึ้นต่อภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศไทย

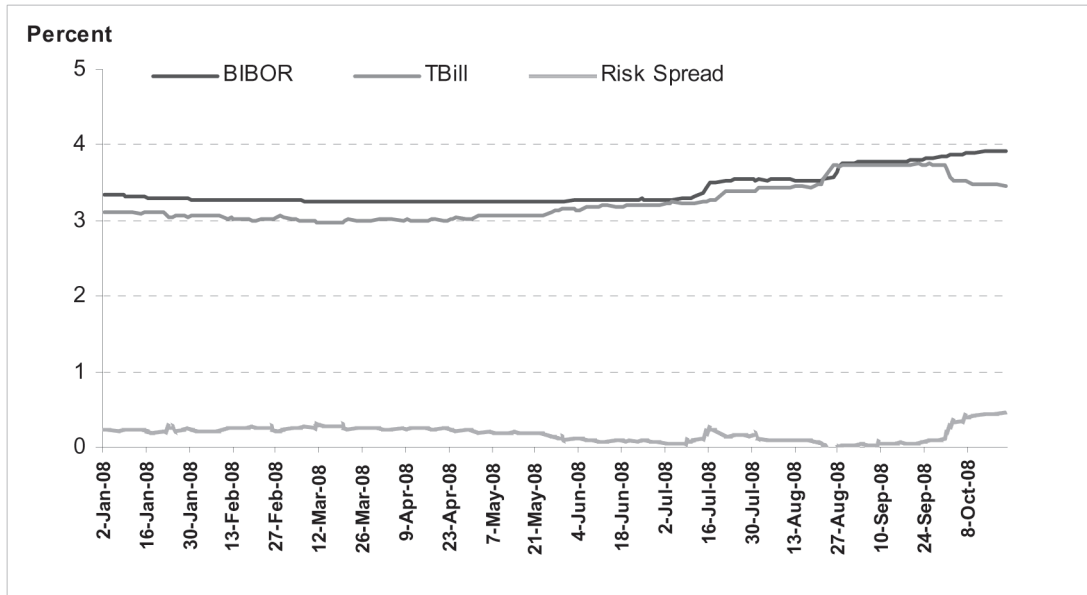


ที่มา: คณะผู้วิจัย

**ภาพประกอบที่ 6:** ช่องทางการส่งผ่านผลกระทบจากวิกฤตการณ์ซับไพรม์ในสหรัฐอเมริกามายังประเทศไทย

ระบบการเงินและสถาบันการเงินในประเทศไทย ปัจจุบันยังได้รับผลกระทบโดยตรงจากวิกฤตการณ์ซับไพรม์เพียงเล็กน้อยเท่านั้น โดยประเทศไทยเริ่มเกิดภาวะสภาพคล่องตึงตัวขึ้น 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 ในขณะที่

เดียวกัน ผลต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ย BIBOR ระยะเวลา 1 เดือน และอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล 1 เดือน เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากเดิมที่ระดับร้อยละ 0.03 ในช่วงต้นเดือนกันยายนที่ผ่านมา มาอยู่ที่ระดับร้อยละ 0.45 ในเดือนตุลาคม ซึ่งแสดงให้เห็นว่าความเสี่ยงในการกู้ยืมระหว่างสถาบันการเงิน (Credit Risk) เริ่มที่จะเพิ่มสูงขึ้นและเริ่มส่งสัญญาณสะท้อนความเชื่อมั่นที่ลดลงของการกู้ยืมเงินระหว่างสถาบันทางการเงินในประเทศ



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

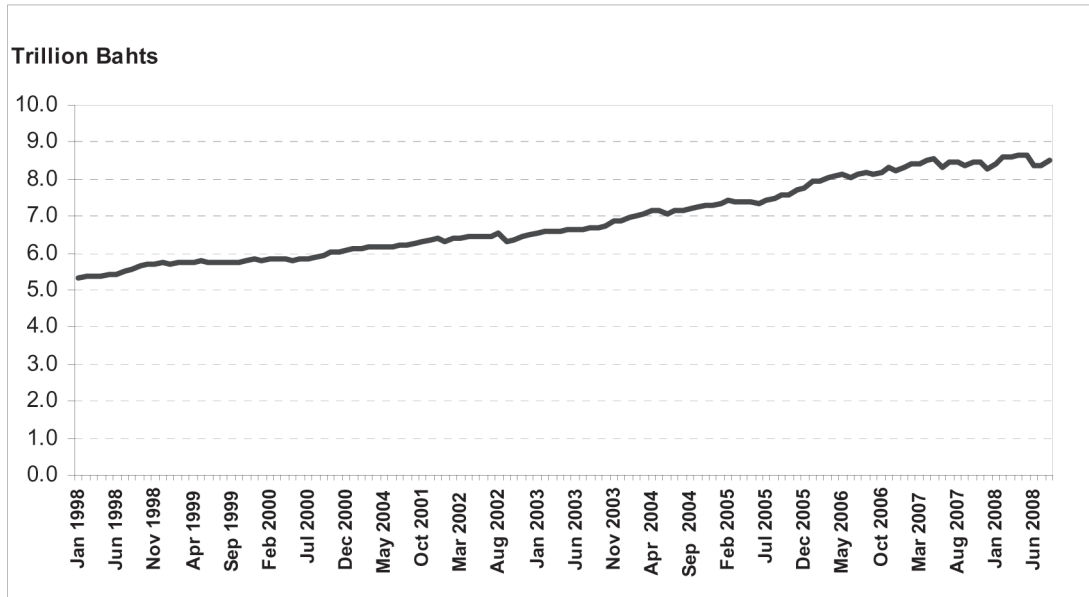
ภาพประกอบที่ 7: อัตราดอกเบี้ย BIBOR อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล (1 เดือน) และผลต่างความเสี่ยง

อย่างไรก็ดี การปรับตัวขึ้นของความเสี่ยงในการกู้ยืมระหว่างสถาบันการเงินภายในประเทศยังคงอยู่ในระดับต่ำมาก เมื่อเทียบกับประเทศสหรัฐอเมริกาที่กำลังประสบกับปัญหาอยู่ ดังนั้นจะเห็นได้ว่าถึงแม้สถานะของตลาดการเงินประเทศไทยได้เริ่มส่งสัญญาณของสภาพคล่องตึงตัว แต่ระดับดังกล่าวยังคงอยู่ในระดับที่ไม่น่าเป็นห่วง เนื่องจากประเทศไทยยังมีสินทรัพย์สภาพคล่องสูงถึง 1.12 ล้านล้านบาท และมีการเติบโตของอุปทานของเงินอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา จึงน่าจะสามารถรับมือกับปัญหาสภาพคล่องตึงตัวในตลาดการเงินโลก เนื่องจากวิกฤตการณ์ซัพไพรม์ได้

ในส่วนของภาคสถาบันการเงินนั้น นับตั้งแต่เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในช่วงปี.ศ. 1997 เป็นต้นมา ทางสถาบันการเงินของประเทศไทยมีการดำเนินนโยบายในการปล่อยสินเชื่อและการลงทุนที่รัดกุม โดยสถาบันการเงินไทยมีอัตราส่วนเงินกู้ต่อเงินฝาก (Loan to Deposit

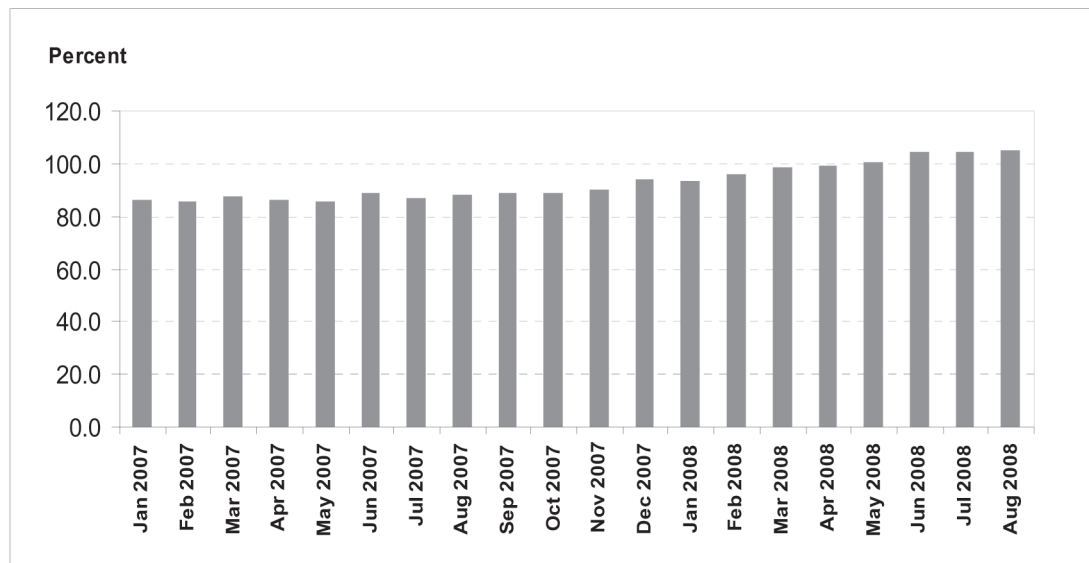
Ratio) ที่ระดับร้อยละ 104.77 ซึ่งถือว่าเป็นสัดส่วนต่ำ โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากเทียบกับอัตราส่วนเดียวกันในช่วงปี.ศ. 1997 ก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน ซึ่งมีอัตราส่วนร้อยละ 143.26 อีกทั้งธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทยมีหนี้ด้อยคุณภาพอยู่เป็นสัดส่วนไม่มากนัก ในช่วงที่ผ่านมาถึงแม้มีการขยายตัวของการปล่อยกู้อย่างต่อเนื่อง แต่การเติบโตของการปล่อยกู้เป็นไปในระดับที่มีเสถียรภาพ และไม่มากจนเกินไป อีกทั้งในปี.ศ. 2008 ธนาคารพาณิชย์มีสัดส่วนหนี้สงสัยจะสูญต่อสินทรัพย์ (Gross NPL/Total Asset) ที่ระดับร้อยละ 6.43 ซึ่งต่ำมาก โดยเฉพาะเมื่อเทียบกับระดับหนี้สงสัยจะสูญต่อสินทรัพย์ร้อยละ 31.04 ในช่วงปี.ศ. 1998 ที่เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน นอกจากนี้ สถาบันการเงินไทยยังมีการดำรงสำรองสินทรัพย์สภาพคล่องไว้ถึงร้อยละ 11.7 ซึ่งสูงกว่าเกณฑ์มาตรฐานที่ตั้งไว้คือร้อยละ 6 เป็นอย่างมาก

กรณีรายได้ ชีว:ตระกูลพงษ์ และคณะ/ผลกระทบของวิกฤตการณ์ซับไพรม์ต่อประเทศไทย



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

ภาพประกอบที่ 8: ปริมาณเงินในความหมายกว้าง (Broad Money)



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

ภาพประกอบที่ 9: สัดส่วนการปล่อยสินเชื่อต่อเงินฝากของธนาคารพาณิชย์



ในส่วนของความเสียหายของสถาบันการเงินต่อต่างประเทศ (Foreign Exposure) เมื่อพิจารณาจากการก่อหนี้ต่างประเทศ (Foreign Liabilities) ที่เคยสร้างปัญหาให้กับสถาบันการเงินของไทยในช่วงวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในปี ค.ศ. 1997 เนื่องจากสถาบันการเงินหลายแห่งได้ทำการกู้ยืมหนี้ระยะสั้นจากต่างประเทศมาปล่อยกู้ระยะยาวในประเทศ และเมื่อเกิดความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนอย่างรุนแรง และภาวะการขาดความเชื่อมั่นในสถาบันการเงินไทยในช่วงนั้น ทำให้สถาบันการเงินขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน อีกทั้งเกิดสถานะขาดสภาพคล่องอย่างรุนแรง จนทำให้สถาบันการเงินหลายแห่งต้องปิดตัวลงไป อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาข้อเท็จจริงในปัจจุบัน จากข้อมูล ณ เดือนกรกฎาคม 2008 สถาบันการเงินไทยมีการพึ่งพิงเงินทุนจากต่างประเทศในสัดส่วนที่ต่ำมาก โดยมีสัดส่วนหนี้ต่างประเทศต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเพียงร้อยละ 0.90 และเป็นหนี้ต่างประเทศระยะสั้นเพียงร้อยละ 0.58 ดังนั้นจึงเห็นได้ว่า สถาบันการเงินไทย พึ่งพิงเงินทุนจากเงินฝากในประเทศเป็นส่วนใหญ่ จึงยากที่จะเกิดปัญหาจากหนี้ต่างประเทศเหมือนในช่วงปี ค.ศ. 1997

ในส่วนของสินทรัพย์ต่างประเทศนั้น (Foreign Assets) สถาบันการเงินไทยมีการดำเนินนโยบายการปล่อยกู้และการลงทุนในต่างประเทศอย่างระมัดระวัง โดยเริ่มมีการขยายตัวในสินทรัพย์ต่างประเทศในช่วงปี ค.ศ. 2006-2007 และเน้นหนักไปที่การปล่อยกู้ระหว่างธนาคารและการลงทุนในตลาดการเงิน อย่างไรก็ตาม จากวิกฤตการณ์ซับไพรม์ที่เริ่มก่อตัวขึ้นตั้งแต่ต้นปี ค.ศ. 2007 ทำให้สถาบันการเงินไทยปรับนโยบายลดการลงทุนในสินทรัพย์ต่างประเทศลงตั้งแต่กันยายนปี ค.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 ของปี ค.ศ. 2008

กล่าวโดยสรุปแล้ว ระบบการเงินและสถาบันการเงินของประเทศไทย ณ ปัจจุบันยังมีสถานะเข้มแข็งต่อวิกฤตการณ์ซับไพรม์ที่เกิดขึ้น แม้ว่าจะมีสัญญาณของสภาพคล่องตึงตัวอันเป็นผลจากภาวะการขาดสภาพคล่องทั่วโลก ทั้งนี้เนื่องจากสถาบันการเงินของประเทศไทยมีนโยบายในการปล่อยสินเชื่อและการลงทุนอย่างรัดกุม เนื่องจากได้รับบทเรียนมาจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในปี ค.ศ. 1997 อีกทั้งยังมีสัดส่วนของสินทรัพย์และหนี้สินต่างประเทศที่ต่ำมาก จึงยากที่วิกฤตการณ์ทางซับไพรม์จะส่งผลกระทบต่อสถาบันการเงินในประเทศไทยได้

อย่างไรก็ดี ปัญหาที่อาจส่งผลกระทบต่อสถาบันการเงินไทยได้นั้นยังมีอยู่ 2 ประการด้วยกัน ประการแรกคือความเปราะบางของสถาบันการเงินในภาวะที่ผู้ฝากเงินหรือผู้ลงทุนขาดความเชื่อมั่นในระบบการเงิน ดังที่แสดงให้เห็นในงานศึกษาต่างๆ เช่น Caplin and Leahy (1994), Cole and Kehoe (1996), Masson (1999) กล่าวคือในสภาวะปกติ สถาบันการเงินจะมีสภาพคล่องอย่างเหลือเฟือสำหรับการดำเนินการ แต่ในสภาวะที่เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินที่ผู้ฝากเงินขาดความเชื่อมั่นใน

<sup>1</sup> ได้แก่ ธนาคารกรุงเทพ ธนาคารกสิกรไทย ธนาคารไทยพาณิชย์ ธนาคารทหารไทย ธนาคารกรุงไทย และ ธนาคารอยุธยา

<sup>2</sup> Fitch Ratings Thailand Special Report, September 2008

สถาบันการเงิน และแหกกันไปถอนเงินฝากของตนเอง ก็อาจนำมาสู่การขาดสภาพคล่องอย่างรุนแรงของสถาบันการเงิน จนทำให้ถึงขั้นล้มละลายได้ (Self-fulfillment Equilibrium) ทั้งนี้เนื่องจากปัญหาข้อมูลไม่สมบูรณ์ ทำให้ผู้ฝากเงินไม่สามารถทราบถึงความเสียหายที่แท้จริงของสถาบันการเงินได้ อย่างไรก็ตาม เนื่องจากในปัจจุบันประเทศไทยยังมีการรับประกันเงินฝากเต็มจำนวน และจะลดวงเงินประกันเหลือ 1 ร้อยล้านบาทในปีค.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 ดังเห็นได้จากหนี้ต่างประเทศที่ก่อโดยภาพธุรกิจคิดเป็นร้อยละ 1.3 ของสินเชื่อที่ให้กับภาคธุรกิจเท่านั้น โดยหนี้ต่างประเทศระยะสั้นคิดเป็นร้อยละ 44 ของหนี้ต่างประเทศภาคธุรกิจทั้งหมด ดังนั้นธุรกิจไทยจึงได้รับผลกระทบต่อความตึงตัวของตลาดการเงินโลกเพียงเล็กน้อยเท่านั้น เนื่องจากมีการพึ่งพิงเงินทุนจากในประเทศเป็นหลัก

ผลกระทบของตลาดเงินต่อภาคธุรกิจจึงมีเพียงต้นทุนของเงินทุนที่สูงขึ้นเล็กน้อยในช่วงที่ผ่านมา และสถาบันการเงินอาจเพิ่มมาตรฐานในการปล่อยสินเชื่อที่เข้มงวดขึ้นจากความเสี่ยงที่เพิ่งสูงขึ้น ซึ่งอาจทำให้การลงทุนและการใช้จ่ายใช้สอยลดลงบ้าง อย่างไรก็ตาม ผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงผ่านช่องทางตลาดเงินนั้นยังไม่ปรากฏชัดเจน

กล่าวโดยสรุปจะพบว่า การส่งผ่านผลกระทบของวิกฤตการณ์ซัพไพร์มมายังภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศไทยผ่านช่องทางภาคการเงินน่าจะอยู่ในระดับไม่มากนัก เนื่องจากการเชื่อมโยงทางการเงินของประเทศไทยกับโลกยังคงอยู่ในระดับต่ำ และที่ผ่านมามาตราฐานทางการเงินภายในประเทศได้ดำเนินนโยบายในการปล่อยสินเชื่อและการลงทุนที่รัดกุม ประกอบกับสถานะทางสภาพคล่องภายในประเทศที่ยังคงอยู่ในระดับสูง และความเสียหายในการกู้ยืมเงินระหว่างธนาคารภายในประเทศยังคงอยู่ในระดับต่ำ สิ่งดังกล่าวทำให้ปัญหาการขาดสภาพคล่องภายในประเทศซึ่งเป็นสิ่งที่จะไปจำกัดการขยายตัวของสินเชื่อ การลงทุน และการใช้จ่ายภาคเอกชน ไม่น่าจะเกิดขึ้นในวงกว้างของระบบเศรษฐกิจไทย

## ช่องทางที่ 2: การส่งผ่านผลกระทบโดยช่องทางตลาดทุน

ช่องทางที่ส่งผ่านผลกระทบวิกฤตการณ์ทางการเงินโลกมายังประเทศไทยอีกช่องทางหนึ่งคือการส่งผลกระทบผ่านทางตลาดทุน ในภาวะการณ์ปัจจุบัน นักลงทุนได้ปรับรสนิยมทางความเสี่ยงโดยได้ลดการให้นำหนักการลงทุนผ่านตลาดทุนที่มีความเสี่ยงสูง การขายหุ้นของนักลงทุนทำให้ตลาดหุ้นมีความผันผวนและมีการปรับตัวลงของมูลค่าหุ้นในตลาดอย่างกว้างขวาง สิ่งดังกล่าวส่งผลกระทบต่อสถานะทางสินทรัพย์ของภาคเอกชนและครัวเรือน (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 เมื่อเปรียบเทียบกับตลาดอื่นๆ โดยผลกระทบที่ส่งผ่านจากต่างประเทศคิดเป็นร้อยละ 41.8 ของผลกระทบทั้งหมด ส่วนตลาดที่มีผลกระทบต่อประเทศไทยมากที่สุด ได้แก่ ฮองกง (ร้อยละ 7.8) อินเดีย (ร้อยละ 7.6) สหรัฐอเมริกา (ร้อยละ 6.3) และเกาหลี (ร้อยละ 4.6) ดังนั้น ตลาดทุนของประเทศไทยจึงได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์ซับไพรม์อย่างหนักแม้ว่าระบบการเงินและภาคเศรษฐกิจของประเทศไทยยังไม่ได้รับผลกระทบจากซับไพรม์อย่างเห็นได้ชัด

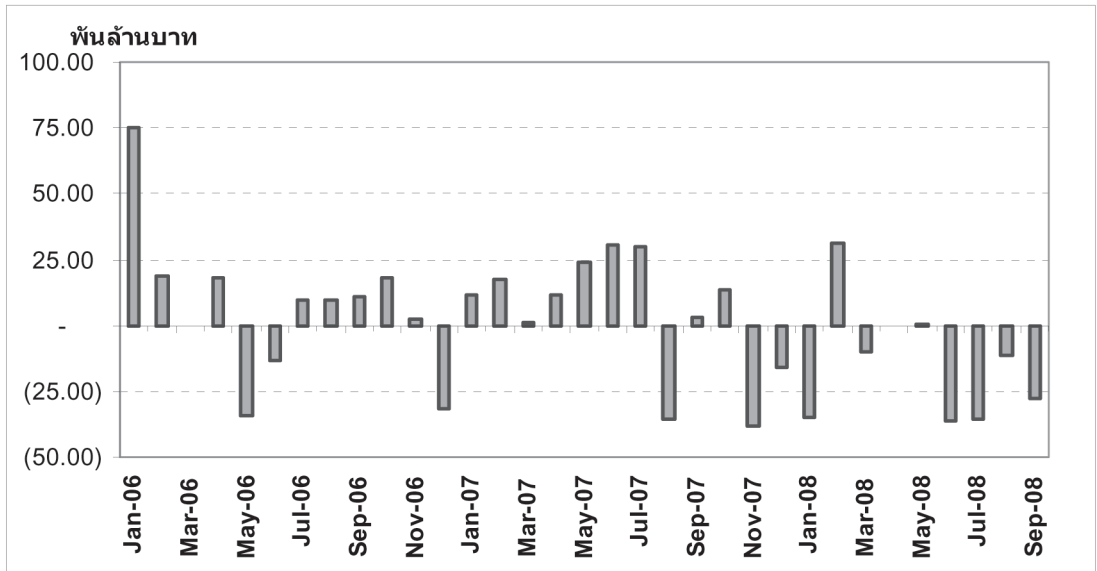
สาเหตุประการหนึ่งที่ทำให้ผลกระทบส่งผ่านจากต่างประเทศเป็นไปได้มากนั้น เนื่องมาจากตลาดทุนของประเทศไทยมีขนาดเล็ก ทำให้สัดส่วนการลงทุนจากนักลงทุนต่างชาติที่สูงเมื่อเทียบกับตลาดอื่นๆ หลังจากเกิดวิกฤตการณ์ซับไพรม์ขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกาและส่งผ่านไปยังประเทศต่างๆ ในโลก นักลงทุนและกองทุนต่างชาติที่ลงทุนในตราสารที่เกี่ยวข้องกับซับไพรม์ประสบปัญหาขาดทุนและมูลค่าสินทรัพย์ลดลงอย่างหนัก จนต้องทำการเทขายสินทรัพย์อื่นๆ ในบัญชีการลงทุน (Portfolio) ของตน อีกทั้งวิกฤตการณ์ซับไพรม์ที่เกิดขึ้นทำให้ความต้องการในการลงทุนสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง

(Risk Appetite) ของนักลงทุนลดลง จึงมีการปรับบัญชีการลงทุนเพื่อลดการลงทุนในตลาดกำลังพัฒนา (Emerging Markets) ซึ่งมีความเสี่ยงสูงกว่าตลาดอื่นๆ ดังจะเห็นได้จากการที่นักลงทุนต่างชาติมีมูลค่าการขายหลักทรัพย์ไทยสุทธิต่อเนื่องมานับตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน 2007 เป็นต้นมา ซึ่งทำให้ตลาดหุ้นไทยมีการปรับตัวลดลงมาตลอด เนื่องจากกำลังซื้อจากนักลงทุนและสถาบันในประเทศ มีไม่เพียงพอที่จะต้านทานแรงเทขายจากนักลงทุนต่างประเทศไทย

### 2. ผลกระทบจากปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental)

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

แนวคิดอีกประการหนึ่งเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานคือ ราคาหลักทรัพย์สะท้อนถึงการคาดการณ์สถานะเศรษฐกิจถดถอยหรือวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้น ดังจะเห็นได้จากการที่ราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในปีค.ศ. 2007 Kaminsky, Lizondo และ Reinhart (1998) พบว่าราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์เป็นตัวชี้วัดอย่างหนึ่งของวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่กำลังเกิดขึ้น ดังนั้นการปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องของตลาดหลักทรัพย์ในช่วงที่ผ่านมาตั้งแต่ต้นปีค.ศ. 2008 อาจสะท้อนให้เห็นถึงการคาดการณ์ภาวะเศรษฐกิจถดถอยที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตอันใกล้ได้



ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ภาพประกอบที่ 10: มูลค่าการซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. ความอ่อนไหวของนักลงทุน (Investor's Sentiment)

การปรับตัวลดลงของราคาหุ้นในหลายครั้ง โดยเฉพาะในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ไม่ได้สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าพื้นฐานที่แท้จริงของบริษัทนั้น ๆ แต่เกิดเนื่องจากความอ่อนไหวของนักลงทุนที่ต่อเหตุการณ์หรือข้อมูลในขณะนั้น ซึ่งเราสามารถอธิบายความอ่อนไหวของนักลงทุนได้เป็น 3 ประการ กล่าวคือ

- ข้อมูลข่าวสารไม่สมมาตร (Asymmetric Information)

ในสถานการณ์ที่เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ และมีภาวะข้อมูลข่าวสารไม่สมมาตรนั้น นักลงทุนไม่สามารถประเมินถึงความเสี่ยงที่แท้จริงของบริษัทได้ ดังนั้นจึงประเมินสถานการณ์ของบริษัทต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ทำให้เกิดการเทขายหลักทรัพย์ในราคาที่ต่ำกว่าความเป็นจริง

- ปัญหาความไม่แน่นอน (Uncertainty)

ในช่วงที่ผ่านมา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเกิดภาวะความไม่แน่นอนที่มาจากทั้งสภาพเศรษฐกิจโลกที่มีความผันผวนอย่างรุนแรง และการขาดเสถียรภาพของการเมืองในประเทศ ความไม่แน่นอนดังกล่าวส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์ จึงทำการเทขายหลักทรัพย์ที่มีอยู่หรือชะลอการลงทุน

- พฤติกรรมการตัดสินใจของนักลงทุน (Agent Decision Making)

มีงานศึกษาที่ทำการศึกษาถึงพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุน และพบว่า ในสถานการณ์ทั่วไป นักลงทุนจะมีความทรงจำไม่สมบูรณ์ (Imperfect Recall) อย่างไรก็ตามวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในตลาดหนึ่ง สามารถเรียกความทรงจำในอดีตที่เกิดขึ้นในวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่เคยเกิดขึ้นได้ ทำให้นักลงทุน

หวาดวิตกและทำการเทขายหุ้นแม้ว่าจะยังไม่เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจขึ้นในประเทศไทยก็ตาม

ปัจจัย 3 ประการที่กล่าวมาข้างต้นมีผลต่อจิตวิทยาของนักลงทุน และเมื่อประกอบกับการเทขายหุ้นอย่างต่อเนื่องของนักลงทุนต่างประเทศในช่วงที่ผ่านมาจากผลกระทบส่งผ่านที่ได้กล่าวมาแล้ว ทำให้เกิดพฤติกรรมหมู่ (Herding Behavior) ในการเทขายหลักทรัพย์ในประเทศไทย ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของประเทศไทยยังปรับตัวต่ำลงไปอีก แม้ว่าผลกระทบจากวิกฤตการณ์ซับไพรม์ต่อภาคการเงินและเศรษฐกิจของประเทศไทยจะยังไม่ปรากฏชัดเจนก็ตาม

อย่างไรก็ตาม การปรับตัวลดลงของราคาหลักทรัพย์สามารถเป็นปัจจัยส่งผ่านไปยังภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงของประเทศไทยได้ ทั้งนี้เนื่องจากหุ้นเป็นเครื่องมือในการลงทุนที่สำคัญประการหนึ่งของนักลงทุนเอกชนทั้งภาคธุรกิจและครัวเรือน ดังนั้นการปรับตัวลดลงของราคาหลักทรัพย์ สามารถส่งผลกระทบต่อสถานะทางสินทรัพย์ของภาคเอกชนและครัวเรือน (Wealth Effect) ได้ ทำให้หน่วยเศรษฐกิจมีความสามารถในการใช้จ่ายใช้สอยและลงทุนลดลง

จากงานศึกษาของ IMF ในปี ค.ศ. 2008 พบผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ต่อสถานะทางสินทรัพย์ของภาคเอกชนและครัวเรือนอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ การลดลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดกำลังพัฒนาร้อยละ 10 จะก่อให้เกิดการลดลงในการบริโภคของภาคเอกชนเท่ากับร้อยละ 0.12 ในระยะสั้น และ 0.15 ในระยะยาว ในขณะที่การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ร้อยละ 10 จะส่งผลให้การลงทุนของภาคเอกชนลดลงร้อยละ 1<sup>5</sup> ดังนั้น การปรับตัวลดลง

ของดัชนีราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปัจจุบันถึงร้อยละ 50<sup>6</sup> จะส่งผลทำให้การบริโภคลดลงประมาณร้อยละ 0.6 และทำให้การลงทุนภาคเอกชนลดลงร้อยละ 5 เมื่อพิจารณาพร้อมกับสัดส่วนการบริโภคและการลงทุนใน GDP ของประเทศไทย (คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 52.3 และร้อยละ 22.6 ในปีค.ศ. 2007 ตามลำดับ) จะเห็นได้ว่าการปรับตัวลดลงของราคาหุ้นในประเทศไทย จะส่งผลให้ GDP ลดลงประมาณร้อยละ 1.4

ผลกระทบของตลาดหุ้นที่มีต่อภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงอีกประการหนึ่งจะส่งผ่านมายังความผันผวนที่สูงขึ้นของตลาดหุ้น (Stock Market Volatility) ดังจะเห็นได้ว่าในช่วงที่ผ่านมา โดยเฉพาะในเดือนตุลาคม ตลาดหุ้นของประเทศไทยมีความผันผวนเป็นอย่างมาก จนถึงต้องมีการบังคับใช้กลไกการปิดทำการซื้อขายชั่วคราว (Circuit Breaker) ถึง 2 ครั้งในวันที่ 10 ตุลาคมที่ผ่านมา ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์สามารถส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงผ่าน 2 ช่องทาง ช่องทางแรก อธิบายได้จากทฤษฎีการลงทุนของนักเศรษฐศาสตร์นีโอคลาสสิกที่กล่าวว่า อัตราผลตอบแทนที่ต้องการจากการลงทุน (Required Rates of Return) จะเพิ่มสูงขึ้นเมื่อความผันผวนในราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น ทั้งนี้เนื่องจากความผันผวนในราคาหลักทรัพย์สามารถสะท้อนให้เห็นถึงความเสี่ยงในระบบเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้น ดังนั้นต้นทุนในการหาเงินทุน (Funding Cost) จึงเพิ่มสูงขึ้นและลดแรงจูงใจในการลงทุนของธุรกิจ นอกจากนั้นความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ทำให้การเพิ่มทุนในตลาดหลักทรัพย์ทำได้ยาก จึงส่งผลกระทบต่อการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรลดลง งานศึกษาของ Barro (1990) พบว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่แท้จริงเป็นตัวแปรอธิบายการลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกาอย่างมีนัยสำคัญ

<sup>3</sup> IMF Global Financial Stability Report, October 2008

<sup>4</sup> ณ เดือนตุลาคม 2551

อีกประการหนึ่งคือ ความผันผวนในตลาดหลักทรัพย์ยังส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงผ่านการคาดการณ์ของนักลงทุนและผู้บริโภค ความผันผวนในราคาหลักทรัพย์สะท้อนให้เห็นถึงความผันผวนในพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในปัจจุบันและอนาคต ซึ่งทำให้ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและนักลงทุนลดลง ส่งผลต่อเนื่องให้การใช้จ่ายใช้สอยหรือลงทุนของภาคเอกชนลดลงตามไปด้วย

### ช่องทางที่ 3: การส่งผ่านผลกระทบโดยช่องทางการค้าระหว่างประเทศ

ผลกระทบจากวิกฤตการณ์ทางการเงินโลกที่จะนำมาสู่ภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศไทยช่องทางสุดท้ายได้แก่ การลดลงของอุปสงค์ภายนอกประเทศที่มีต่อสินค้าของไทย สืบเนื่องมาจากการชะลอตัวของระบบเศรษฐกิจโลก นั่นคือ การส่งผ่านผลกระทบเกิดขึ้นผ่านภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศที่ประสบปัญหาและมีความเชื่อมโยงทางการค้ากับประเทศไทยอยู่ในระดับสูง งานของ Eichengreen, Rose และ Wyplosz (1996) ได้ทำการศึกษาผลจากการกระจายตัวของวิกฤตการณ์ทางการเงินจากประเทศต่างๆ พบว่าการส่งผ่านผลของวิกฤตการณ์จะเกิดขึ้นได้เมื่อประเทศมีการเชื่อมโยงทางการค้าระหว่างกันมาก อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการเชื่อมโยงทางการค้าระหว่างประเทศคงมิได้จำกัดอยู่เพียงแค่การชะลอตัวของเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าที่ประสบกับปัญหาวิกฤตการณ์ทางการเงินเท่านั้น ทั้งนี้เนื่องจากความสัมพันธ์ด้านกระบวนการผลิตและห่วงโซ่อุปทานที่ซับซ้อนที่เกิดขึ้นระหว่างประเทศต่างๆ ซึ่งอาจทำให้ผลกระทบจากการชะลอตัวของระบบเศรษฐกิจหนึ่งๆ กระจายตัวไปสู่การค้าระหว่างประเทศในวงกว้างได้

ในความเป็นจริงแล้ว รูปแบบของการค้าระหว่างประเทศที่เกิดขึ้นมีทั้งวัตถุประสงค์เพื่อนำไปบริโภคขั้นสุดท้ายและเพื่อนำไปเป็นสินค้าขั้นกลางเพื่อการผลิตต่อ

ดังนั้น การเชื่อมโยงทางการค้าระหว่างประเทศเกิดขึ้นได้ทั้งการเชื่อมโยงทางตรงและการเชื่อมโยงทางอ้อม กล่าวคือ การเชื่อมโยงการค้าทางตรงคือการที่ประเทศไทยมีการค้าระหว่างประเทศกับประเทศคู่ค้าโดยตรง เช่นการที่ประเทศไทยมีการส่งออกและนำเข้าสินค้ากับสหรัฐอเมริกา เป็นต้น ส่วนการเชื่อมโยงทางอ้อมเกิดขึ้นผ่านการเชื่อมโยงทางการกระบวนการผลิตของสินค้า เช่นประเทศไทยส่งออกสินค้าวัตถุดิบให้กับประเทศจีน ซึ่งประเทศจีนนำไปประกอบเป็นสินค้าขั้นสุดท้ายและส่งออกไปยังประเทศสหรัฐอเมริกาอีกขั้นหนึ่ง ดังนั้น ถึงแม้หากประเทศไทยค้าขายโดยตรงกับประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นสัดส่วนเพียงร้อยละ 12.62 ของมูลค่าส่งออกรวมในปีค.ศ. 2008 แต่ผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการชะลอตัวของสหรัฐอเมริกาอาจส่งผลในทางอ้อมต่อการส่งออกโดยรวมของประเทศไทยได้อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากประเทศผู้นำเข้าสินค้าของไทยหลายประเทศเป็นผู้ผลิตรายใหญ่ของโลกและมีความเชื่อมโยงทางการค้ากับประเทศสหรัฐอเมริกาอยู่ในระดับสูง ดังนั้น การศึกษาความเชื่อมโยงทางการค้าระหว่างประเทศของไทยกับประเทศอื่นๆ ทั้งทางตรงและทางอ้อมจึงมีส่วนสำคัญในการประเมินผลกระทบการส่งผ่านช่องทางการค้าระหว่างประเทศได้ชัดเจนยิ่งขึ้น

จากการการศึกษาของ Bank for International Settlements (BIS) พบว่า ร้อยละ 70 ของมูลค่าการนำเข้าของจีนคือสินค้าขั้นกลางที่ถูกนำเข้ามาเพื่อการผลิตต่อ ในจำนวนนั้น กว่าร้อยละ 57 ของการนำเข้าสินค้าวัตถุดิบทั้งหมดนั้นมาจากประเทศญี่ปุ่นและประเทศกำลังพัฒนาในเอเชียซึ่งรวมถึงประเทศไทยด้วย นอกจากนั้น สินค้าส่งออกของจีนส่วนใหญ่เป็นสินค้าขั้นสุดท้ายและสินค้าทุน จากการประมาณการโดย BIS พบว่า ในปีค.ศ. 2005 สินค้าที่ประเทศจีนส่งออกไปยังสหรัฐอเมริกาคว่าร้อยละ 72 เป็นสินค้าขั้นสุดท้ายเพื่อการบริโภคและการลงทุน สิ่งดังกล่าวยังปรากฏในโครงสร้างทางการค้าระหว่างจีนกับกลุ่มประเทศยุโรปด้วย



เช่นกัน นั่นคือ กวาร์ร้อยละ 68 ที่จีนส่งออกไปยังกลุ่มประเทศยุโรปจะเป็นสินค้าขั้นสุดท้ายเพื่อการบริโภคและการลงทุน ดังนั้น เราอาจกล่าวได้ว่า ความสัมพันธ์ระหว่างภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้กับสหรัฐอเมริกาและยุโรปได้เปลี่ยนแปลงไปเมื่อมีประเทศจีนเข้ามามีบทบาทในการค้าโลก ปัจจุบันรูปแบบการค้า/การผลิตระหว่างประเทศเกิดขึ้นโดยกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้เป็นผู้ส่งออกสินค้าวัตถุดิบให้กับประเทศจีนเป็นผู้ผลิต และส่งสินค้าขั้นสุดท้ายต่อไปให้กับประเทศสหรัฐอเมริกาและกลุ่มประเทศยุโรป

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

งานศึกษาของ Park (2007) ได้ใช้แบบจำลอง The Oxford Economics' Global Model ซึ่งเป็นแบบจำลองที่ถูกสร้างขึ้นโดยมีองค์ประกอบที่สะท้อนการส่งออกของ Shocks จากระบบเศรษฐกิจหนึ่งผ่านช่องทางตัวแปรเศรษฐศาสตร์มหภาค และที่สำคัญยังมีองค์ประกอบที่เป็นช่องทางการส่งผ่านการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศ งานวิจัยดังกล่าวมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบจากการที่ระบบเศรษฐกิจของประเทศสหรัฐอเมริกาชะลอตัวลงต่อระบบเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ซึ่งรวมถึงประเทศไทยด้วย ทั้งนี้ การศึกษาต้องการวิเคราะห์ถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นผ่านการชะลอตัวลงของการส่งออกทั้งทางตรงและทั้ง

ทางอ้อมที่เกิดขึ้นผ่านการส่งออกสินค้าขั้นกลางของกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ไปยังประเทศจีน

ผลการศึกษาพบสิ่งที่น่าสนใจ คือ การชะลอตัวลงของประเทศสหรัฐอเมริกาสามารถส่งผลกระทบต่อ การเติบโตของกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ได้อย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ การที่ประเทศสหรัฐอเมริกามีอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นช้ากว่าปกติ (เมื่อเทียบกับกรณีฐาน) ร้อยละ 1 จะทำให้อัตราการเติบโตของกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้เพิ่มขึ้นในอัตราที่ช้าลงประมาณร้อยละ 0.50 ต่อปี ทั้งนี้ช่องทางการส่งผ่านเกิดขึ้นทางการชะลอตัวของการส่งออกเป็นสำคัญ

ยิ่งไปกว่านั้น การศึกษายังพบว่าผลการส่งผ่าน Shocks จะยิ่งรุนแรงขึ้นเกือบเท่าตัวหากการชะลอตัวในการนำเข้าสินค้าของประเทศสหรัฐอเมริกาส่งผลกระทบต่อ การลงทุนของประเทศจีนชะลอตัวลง สิ่งดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ซึ่งแน่นอนรวมถึงประเทศไทยด้วย การศึกษาแสดงให้เห็นว่า อัตราการเติบโตของกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้จะชะลอตัวในอัตราเกือบจะเท่ากับร้อยละ 1 ต่อปี ทั้งนี้การส่งออกจะถูกกระทบอย่างมาก โดยอาจจะเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงถึงร้อยละ 1.5 - 1.9 ต่อปี

ผลการศึกษาจากงานวิจัยของ Park (2007) ได้ชี้ประเด็นสำคัญให้เห็นว่าการเชื่อมโยงทางตรงระหว่างกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้กับประเทศสหรัฐอเมริกามีน้อยลง แต่การเชื่อมโยงสุทธิ ซึ่งรวมถึงการเชื่อมโยงการค้าทางอ้อมผ่านห่วงโซ่การผลิตระหว่างประเทศนั้นยังมีนัยสำคัญอยู่ และสามารถส่งผลกระทบต่อ การเติบโตทางเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ได้อย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน สิ่งดังกล่าวสะท้อนให้เห็นความกังวลที่อาจเกิดขึ้นได้ จากการส่งผ่านผลกระทบของวิกฤตการณ์ซัพไพล์มที่เกิดขึ้นมายังประเทศไทยผ่านช่องทางภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศสหรัฐอเมริกา

## 6. unสรุป

วิกฤตการณ์ซับไพรม์ที่เริ่มต้นขึ้นจากปัญหาการต่อคุณภาพของสินเชื่อบริษัทซับไพรม์ เป็นจำนวนมากนับตั้งแต่ปีค.ศ. 2006 และได้ลุกลามจนสร้างความปั่นป่วนให้แก่ภาคการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกา ยุโรป และอื่นๆ อีกเป็นจำนวนมาก จนเกิดภาวะการขาดสภาพคล่องอย่างรุนแรงในตลาดการเงินของโลก และการปรับตัวลงของมูลค่าหลักทรัพย์ในตลาดทุนทั่วโลก จนเริ่มสื่อให้เห็นถึงภาวะเศรษฐกิจถดถอยที่ยากจะเลี้ยวได้ของประเทศสหรัฐอเมริกา ดังจะเห็นได้จากอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่ลดลง การหดตัวของภาคการผลิตอย่างรุนแรง การบริโภคที่ลดลง และอัตราการว่างงานที่เพิ่มสูงขึ้น จึงเป็นไปได้ยากที่ประเทศไทยจะหลีกเลี่ยงผลกระทบจากซับไพรม์สู่ภาคเศรษฐกิจของประเทศ

วิกฤตการณ์ซับไพรม์สามารถส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงของประเทศไทยโดยผ่าน 3 ช่องทางประการแรกคือผ่านทางภาคการเงินของประเทศไทย หากวิกฤตการณ์ส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องและเสถียรภาพของระบบการเงินของประเทศไทย อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาพบว่า ณ ปัจจุบัน ระบบการเงินของประเทศไทยได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์ซับไพรม์เพียงเล็กน้อยเท่านั้น โดยมีสัญญาณเริ่มต้นของสภาพคล่องตึงตัวในช่วงที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม สถาบันการเงินของประเทศไทยยังมีเสถียรภาพสูง ทั้งนี้เนื่องจากมีนโยบายการปล่อยสินเชื่อและการลงทุนอย่างระมัดระวัง อีกทั้งยังมีการลงทุนในสินทรัพย์ต่างประเทศ โดยเฉพาะประเภทตราสารอนุพันธ์เป็นสัดส่วนที่ต่ำมาก และยังมี การพึ่งพิงแหล่งเงินทุนภายในประเทศเป็นหลัก ทำให้ภาคการเงินของประเทศไทยมีความเข้มแข็งอยู่ และน่าจะมีความภูมิคุ้มกันต่อวิกฤตการณ์ซับไพรม์ได้เป็นอย่างดี

ช่องทางการส่งผ่านที่สองคือการส่งผ่านทางตลาดทุน โดยผ่านทางสถานะทางสินทรัพย์ของเอกชนและครัวเรือน (Wealth Effect) และความผันผวน (Volatility) ของ

ตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งจะเห็นได้ว่า ที่ผ่านมามีตลาดทุนของประเทศไทยเป็นส่วนเศรษฐกิจที่ได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์ซับไพรม์อย่างรุนแรงที่สุด อันจะเห็นได้จากการปรับตัวลดลงของดัชนีราคาหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่อง จนมาอยู่ที่ระดับต่ำสุดในรอบ 5 ปี อีกทั้งยังมีความผันผวนในราคาหลักทรัพย์ที่สูงมากอีกด้วย ซึ่งจากการศึกษาพบว่า ผลกระทบของราคาหลักทรัพย์ที่ลดลงจะทำให้ผู้บริโภคลดการใช้จ่ายใช้สอย และภาคเอกชนลดการลงทุน อันส่งผลต่อเนื่องให้อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจในประเทศลดลงได้ถึงร้อยละ 1.4 อีกทั้งความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นนั้น ยังทำให้ต้นทุนของเงินทุนสูงขึ้นและส่งผลกระทบต่อเนื่องให้การลงทุนของภาคเอกชนและการบริโภคยิ่งลดลงไปอีก

ช่องทางสุดท้ายคือส่งผ่านไปยังการค้าระหว่างประเทศของไทยทั้งที่เป็นการค้าทางตรงและทางอ้อมที่ส่งผ่านผู้ผลิตชั้นกลาง จากการศึกษาข้อเท็จจริงพบว่า ถึงแม้ในปัจจุบันสัดส่วนการค้าโดยตรงระหว่างประเทศไทยและสหรัฐอเมริกาจะน้อยลงและถูกชดเชยโดยการค้าระหว่างประเทศที่เกิดขึ้นภายในกลุ่มเอเชียตะวันออก แต่ “ระดับความสัมพันธ์” ทางเศรษฐกิจระหว่างไทยและสหรัฐอเมริกาก็มิได้ลดลง การเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นเป็นเพียงการเปลี่ยนแปลงใน “รูปแบบความสัมพันธ์” มากกว่า หากพิจารณาภาพรวมทั้งหมดจะพบว่า การเชื่อมโดยทางการค้าสู่ทวิระหว่างประเทศไทยและสหรัฐอเมริกายังคงอยู่ในระดับสูง ดังนั้นการถดถอยของระบบเศรษฐกิจอเมริกาจะสามารถส่งผลกระทบต่อการส่งออกของประเทศไทยได้อย่างมีนัยสำคัญ

กล่าวโดยสรุปแล้ว งานศึกษาชิ้นนี้คาดว่าวิกฤตซับไพรม์จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศไทย โดยเป็นผลอันเนื่องมาจากการปรับตัวลดลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดทุนและความผันผวนที่สูงขึ้น อีกทั้งการส่งออกที่ลดลงจากอุปสงค์ทางตรงและทางอ้อมผ่านทางความต้องการของสินค้านี้

## 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, 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.