



การประมาณการวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ของประเทศไทย

Estimation of Thailand's Real Estate Cycle

พิริยะ ผลพิรุฬห์ * Piriya Pholphirul

บทคัดย่อ

รายงานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ในการประมาณวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ของประเทศไทย จากผลที่ได้พบว่า วัฏจักรในช่วงของขาขึ้นกินเวลาประมาณ 22.25 เดือน ในขณะที่วัฏจักรในช่วงขาลงกินเวลานานกว่า คือ 44 เดือน โดยทั้งวัฏจักรหนึ่งตั้งแต่จุดต่ำสุดจนถึงจุดต่ำสุดกินเวลาโดยเฉลี่ยประมาณ 69.25 เดือน โดยตัวแปรที่ขึ้น่าที่มีนัยสำคัญต่อวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ของประเทศไทยได้แก่ ดัชนีราคาวัสดุก่อสร้าง ปริมาณเงิน (M2) ดัชนีหลักทรัพย์ ของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และสินเชื่อผู้ซื้อบ้าน เมื่อเปรียบเทียบระหว่างวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ที่ประมาณการออกมาได้กับวัฏจักรเศรษฐกิจของประเทศไทยพบว่า ในช่วงเวลาขาขึ้น วัฏจักรอสังหาริมทรัพย์จะเป็นตัวนำวัฏจักรเศรษฐกิจประมาณ 14.3 เดือน แต่ทว่า ในช่วงขาลงพบว่าผลที่ได้กลับแตกต่างจากการศึกษาขึ้นอื่นที่ทำในกรณีศึกษาของต่างประเทศก็คือ วัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ของประเทศไทยเป็นตัวนำวัฏจักรเศรษฐกิจโดยวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในประเทศไทยสองครั้งหลังคือในช่วงปี ค.ศ.1980 และปี ค.ศ.1997 นั้นต่างเกิดขึ้นจากวิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์ทั้งสิ้น ในขณะที่การถดถอยทางเศรษฐกิจในช่วงเวลาอื่น ๆ พบว่าวัฏจักรเศรษฐกิจในช่วงขาลงกลับเป็นตัวนำวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์

คำสำคัญ: วัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ วัฏจักรเศรษฐกิจ ประเทศไทย

* รองศาสตราจารย์ คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
118 ถนนเสรีไทย แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กรุงเทพฯ 10240
E-mail: piriya.p@nida.ac.th

Abstract

This paper estimates the real estate cycle in Thailand. From the estimated results, we find that duration of the expansion period in the real estate cycle in Thailand was approximately 25.25 months while the contraction period lasted much longer (44.00 months). The duration of the trough to trough cycle is estimated to be approximately 69.25 months. The significant leading indicators for the real estate cycle are construction price index, money supply (M2), property stock index, and post-credit finance. By comparing to Thailand's economic cycle, real estate cycle leads the trough and the peak in the business/economic cycle by approximately 14.3 months and 20.3 months respectively. In expansion periods, the real estate cycle are always found to lead the business/economic cycle. However, which is different from other studies, it is not clear in the contractionary periods that the real estate cycle leads the business cycle. We found that real estate crises led to economic crises in early 1980s and in 1997 while in other contractionary periods an economic recession is the one that led to a contraction in real estate sector.

Keywords : Real Estate Cycle, Real Business Cycle, Thailand

บทนำ

วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ (Economic crisis) ที่เกิดขึ้นไม่ว่าจะเกิดกับประเทศใดก็ตามได้สร้างผลกระทบทางลบต่อประเทศชาตินั้น ๆ อย่างมากมายมหาศาล ไม่ว่าจะเป็นปัญหาของการลดลงของรายได้ครัวเรือน การล้มละลายของบริษัทไม่ว่าจะเป็นในภาคธุรกิจที่แท้จริงหรือในภาคธุรกิจบริการ โดยปัญหาวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจเหล่านี้ได้นำมาสู่ปัญหาทางด้านสังคมต่าง ๆ ตามมาเช่น ปัญหาการว่างงาน ปัญหาอาชญากรรม และปัญหาทางสุขภาพ เป็นต้น นักเศรษฐศาสตร์ นักวิชาการ และนักวิเคราะห์หลายฝ่ายได้พยายามศึกษาถึงปัจจัยที่ทำให้เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจนี้ โดยจากการศึกษาได้พบว่าปัจจัยที่ทำให้เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจนั้นแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศ และในแต่ละช่วงเวลา ปัจจัยที่ก่อให้เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจและ “ภาวะของฟองสบู่ (Bubbles)” จริงแล้วนั้นเกิดขึ้นจากการขยายตัวของเศรษฐกิจอย่างรวดเร็ว ซึ่งปัจจัยที่กำหนดการเจริญเติบโตอย่างรวดเร็วนี้มาจากทั้งปัจจัยพื้นฐานในประเทศ รวมถึงปัจจัยสนับสนุนอื่น ๆ จากภายนอกประเทศจนในบางครั้งขาดการกำกับดูแลและควบคุมอย่างเหมาะสม นอกจากนี้ยังได้มีการศึกษาและยอมรับกันอย่างแพร่หลายว่าการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างรวดเร็ว และ ขาดการควบคุมนี้เองสามารถนำมาสู่การ “เก็งกำไร” (Speculation) ในตลาดซื้อขายสินทรัพย์ต่าง ๆ ซึ่งปรากฏการณ์เก็งกำไรดังกล่าวนี้ก่อให้เกิดความไม่มีประสิทธิภาพในตลาด (Market inefficiency) รวมถึงการบิดเบือนของตลาด (Market distortion) ตามมา

¹ ศึกษาวิจัยที่เกี่ยวข้องเช่น Bernanke (1983), Bernanke and Gertler (1995) และ Kiyotaki and Moore (1997)

² Allen and Gale (2000) และ Abreu and Brunnermeier (2003) ได้ศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลต่อการขยายตัวของภาวะฟองสบู่และผลกระทบของภาวะการบิดเบือนของฟองสบู่ต่อระบบเศรษฐกิจ

นอกจากนี้ยังมีการศึกษาวิเคราะห์กันอย่างแพร่หลายว่าการปล่อยสินเชื่อที่ไม่มีประสิทธิภาพและขาดการพิจารณาอย่างละเอียดรอบคอบจากสถาบันการเงินยังเป็นปัจจัยหลักที่ทำให้เกิดการเก็งกำไรดังกล่าว³ โดยทั่วไปแล้วสินทรัพย์ที่มีระดับการเก็งกำไรสูงจะเป็นสินทรัพย์ที่มีการ “ซื้อขายง่ายคล่อง” และมีสภาพคล่องทางตลาดสูง (market liquidity) เช่น หุ้น พันธบัตร ที่ดิน บ้านและเคหะสถานต่าง ๆ เป็นต้น ภาวะการณ์เก็งกำไรในสินทรัพย์ต่าง ๆ เหล่านี้ นำมาสู่สภาวะการบิดเบือนของตลาดและนำมาสู่การสร้างระดับของฟองสบู่ให้สูงขึ้นตามมา (Speculative bubble) ดังนั้นภาวะฟองสบู่ในภาคสินทรัพย์ (Asset price bubble) ที่เกิดขึ้นนี้เองได้ส่งผลสู่การล่มสลายของตลาด (Market crash) และวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจตามมาภายหลังจากที่ฟองสบู่แตกแล้ว (Bubble burst)²

ในกรณีของประเทศไทยเองนั้นก็เป็นที่ยอมรับกันว่าวิกฤตการณ์เศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในปี 2540 ที่ผ่านมามีผลกระทบจากการที่ฟองสบู่แตกด้วยเช่นกัน โดยเริ่มแรกจากฟองสบู่ใน “ภาคอสังหาริมทรัพย์” ซึ่งฟองสบู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์ (Bubble in real estate) นี้เองได้ส่งผลสู่วิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์ (Real estate crisis) และส่งผลต่อเนื่องสู่วิกฤตการณ์ธนาคาร (Banking crisis) วิกฤตการณ์ทางการเงิน (Currency and financial crisis) และวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ (Economic crisis) ต่อมาตามลำดับ³ ปัญหาส่วนใหญ่ที่ก่อให้เกิดภาวะฟองสบู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์ก็คือการที่สถาบันการเงินนั้นได้ปล่อยสินเชื่อทั้งแก่ผู้สร้างบ้านและผู้ซื้อบ้านมากเกินไป โดยสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อนั้นได้กระทำโดยการส่วนใหญ่จากธนาคารพาณิชย์ ซึ่งสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อที่สูงมากในสมัยนั้นเกิดจากกระบวนการทางวิเทศธนกิจหรือ Bangkok International Banking Facilities (BIBF's) ซึ่งทำให้มีการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศอย่างมากมายซึ่งนำมาสู่การปล่อยกู้ในประเทศที่สูง โดยเฉพาะการปล่อยกู้ในภาคอสังหาริมทรัพย์ในช่วงปี 2535 ซึ่งจากการปล่อยกู้ในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่สูงนี้ทำให้ราคาของอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยเพิ่มขึ้นสูงสุดในช่วงเดือนธันวาคม 2536 (Collins and Senhadji, 2002)⁴ แต่อย่างไรก็ดีการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ก็ยังคงปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องและรวดเร็วจนกระทั่งเกิดวิกฤติในปี 2540 ที่ผ่านมา ซึ่งคำถามที่นักวิเคราะห์ต้องการคำตอบแรกคือ วิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์สามารถนำมาสู่วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจได้อย่างไร คำถามนี้สามารถตอบได้จากการประมาณการมูลค่าของภาคอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยโดยเฉพาะเขตกรุงเทพและปริมณฑลในช่วงปี 2540 ว่ามีมูลค่าสูงถึง 2.2 ล้านล้านบาท โดยที่ประมาณสามในสี่นั้นเป็นอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอยู่อาศัย โดยมูลค่าของ stock ของอสังหาริมทรัพย์ทั้งหมดในประเทศนั้นมีมูลค่ามากกว่ามูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในจังหวัด (Gross Provincial Product) กรุงเทพมหานคร หรือมีมูลค่าสูงถึงประมาณ 45 เปอร์เซ็นต์ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ในขณะนั้นเลยทีเดียว ดังนั้นวิกฤติทางด้านอสังหาริมทรัพย์ที่เกิดขึ้นจึงมีผลกระทบอย่างรุนแรงมากต่อเศรษฐกิจทั้งหมดโดยรวมของไทย

ในด้านของภาคสถาบันการเงิน Corsetti, Pesanti, and Roubini (1998) ได้ศึกษาหาความสัมพันธ์ของมูลค่าอสังหาริมทรัพย์ต่อสภาวะของธนาคารพาณิชย์เปรียบเทียบระหว่างประเทศต่าง ๆ ใน ASEAN โดยการศึกษาได้วิเคราะห์ว่าธนาคารพาณิชย์ไทยได้รับผลกระทบของ Property exposure สูงถึง 30-40 เปอร์เซ็นต์ของมูลค่าทรัพย์สินทั้งหมดของธนาคาร นอกจากนั้นมูลค่าหลักทรัพย์ค้ำประกันที่เป็นอสังหาริมทรัพย์ยังมีสัดส่วนถึง 80-95 เปอร์เซ็นต์ของการปล่อยสินเชื่อทั้งหมดของธนาคาร ดังนั้นผลกระทบของฟองสบู่แตกในภาคอสังหาริมทรัพย์จึงมีผลกระทบทางตรง

³ ดูได้จาก Renaud (2000)

⁴ การไหลเข้าเงินทุนจากต่างประเทศยังกระตุ้นต่อการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์แก่บริษัทในภาคธุรกิจอื่นนอกเหนือจากภาคอสังหาริมทรัพย์ โดยบริษัทต่าง ๆ เหล่านี้มีสภาพในการเป็น credit constraint firm (Veerathai, 2003) โดยกรณีดังกล่าวเกิดขึ้นในลักษณะเดียวกันกับประเทศในแถบลาตินอเมริกา (Herrera and Perry, 2001)

ต่อการลดลงของทรัพย์สินในธนาคารพาณิชย์นั้น ๆ นอกจากนี้ธุรกิจอื่น ๆ ที่มีความจำเป็นในการขอสินเชื่อจากสถาบันการเงินยังต้องใช้ข้อสักริมทรัพย์ เช่น ที่ดินและสิ่งปลูกสร้างต่าง ๆ เป็นสินทรัพย์ค้ำประกันหลัก (Collateral) ในการขอสินเชื่อ ดังนั้นผลกระทบอีกทางหนึ่งของภาวะของฟองสบู่แตกในภาคอสังหาริมทรัพย์ ยังส่งผลให้มูลค่าของสินทรัพย์ค้ำประกันลดลงกว่าเงินที่ขอกู้ หรือทำให้บริษัทที่ขอกู้ต้องขายทอดสินทรัพย์ค้ำประกันเหล่านั้นเพื่อชำระส่วนต่างของเงินกู้ (Margin requirement) การขายทอดสินทรัพย์ค้ำประกันเพื่อลดส่วนต่างของ margin นี้เองได้ส่งผลให้ราคาของอสังหาริมทรัพย์ลดลงมากขึ้นตามมา

ดังนั้นในปัจจุบัน ได้เกิดความกังวลจากหลาย ๆ ฝ่ายว่าการเจริญเติบโตอย่างรวดเร็วทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะในภาคอสังหาริมทรัพย์เองอาจเป็นปัจจัยที่ทำให้เกิดปรากฏการณ์ฟองสบู่ขึ้นได้อีกครั้งหนึ่ง ดังนั้นการศึกษาและพัฒนา “ตัวชี้นำ” (Leading indicators) รวมถึงระบบสัญญาณเตือนภัย (Warning system) สำหรับการคาดการณ์การเกิดวิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์ในอนาคตจึงเป็นสิ่งจำเป็น แต่อย่างไรก็ตามการศึกษาและพัฒนาเครื่องมือดังกล่าวยังไม่ได้รับการพัฒนาอย่างต่อเนื่องเท่าที่ควร ซึ่งตัวชี้วัดหรือระบบแบบจำลองเตือนภัยของการเกิดวิกฤตมีรูปแบบการศึกษาที่แตกต่างกันและมีตัวชี้นำที่แตกต่างกัน ไม่ว่าจะเป็นวิกฤตการณ์ทางธนาคาร วิกฤตการณ์ทางการเงินและวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ดังนั้นสำหรับประเทศไทยเอง สามารถกล่าวได้ว่ายังไม่มีแบบจำลองสำหรับการเตือนภัยของการเกิดวิกฤตการณ์ในภาคอสังหาริมทรัพย์เลย สาเหตุใหญ่นั้นก็เนื่องมาจากการขาดแคลนข้อมูลที่สำคัญอันจำเป็นเพื่อนำมาใช้ในการวิเคราะห์ รวมถึงข้อมูลบางประเภทยังไม่ได้รับการเปิดเผยมากเท่าที่ควรจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง ดังนั้นจึงทำให้ความสามารถของแบบจำลองสำหรับระบบเตือนภัยในภาคดังกล่าวถูกลดความสำคัญลงตามมา

แต่อย่างไรก็ตามนักวิเคราะห์ในตลาด นักวิชาการ หรือแม้กระทั่งนักวิจัยในภาคเอกชนเองส่วนใหญ่ยังอาศัย “ตัวชี้นำ” เป็นเพียงเครื่องมือหลักในการวิเคราะห์สภาวะของอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าว แต่เนื่องจากการใช้ตัวชี้นำเพียงอย่างเดียวยังมีจุดอ่อนอยู่มากในเรื่องของความแม่นยำในการเตือนภัยการเกิดภาวะฟองสบู่ในอนาคต รวมถึงการคาดการณ์แนวโน้มที่ฟองสบู่จะแตกด้วยเช่นกันเนื่องจากตัวชี้นำเป็นเพียงเครื่องมือที่ใช้อธิบายปัจจัยเคลื่อนไหวทางด้านอุปสงค์และอุปทาน (Demand and supply) สำหรับตลาดอสังหาริมทรัพย์เท่านั้น ดังนั้นการตัดสินใจเลือกใช้ตัวชี้นำที่เหมาะสมยังคงค่อนข้างยากในทางปฏิบัติ

ดังนั้นจุดประสงค์ของงานวิจัยชิ้นนี้ก็เพื่อศึกษาถึงการสร้างแบบจำลองสำหรับวิเคราะห์ถึงปัจจัยกำหนดระบบวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงการสร้างแบบจำลองสำหรับระบบเตือนภัยของการเกิดวิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์ในอนาคต ผู้จัดทำมีความหวังว่าการศึกษาวิจัยชิ้นนี้น่าจะมีประโยชน์ต่อนักวิชาการ ผู้วางนโยบาย ภาคเอกชน รวมถึงหน่วยงานต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องอันจะนำองค์ความรู้ไปประกอบการตัดสินใจในธุรกิจ รวมถึงการวิเคราะห์และการศึกษาในภาคธุรกิจนี้ต่อไปในอนาคต

ในส่วนที่ 2 ของงานวิจัยจะอธิบายถึงสภาพตลาดอสังหาริมทรัพย์เพื่อที่อยู่อาศัยของไทยในช่วงก่อนการเกิดวิกฤตการณ์และหลังจากเกิดวิกฤตการณ์ทางอสังหาริมทรัพย์ โดยในส่วนนี้คณะวิจัยได้รวบรวมข้อมูลจากหน่วยงานต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง รวมถึงจากการสัมภาษณ์ผู้ประกอบการบ้าน และจากงานวิจัยอื่น ๆ ที่มีมาในอดีต โดยเนื้อหาในส่วนที่ 2 นี้จะเป็นการอธิบายถึงแนวโน้มและการปรับตัวของภาคอสังหาริมทรัพย์เพื่อที่อยู่อาศัยของไทยในอดีตที่ผ่านมา อันรวมไปถึงที่ปัจจัยที่นำไปสู่การเกิดวิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์ และสภาพของตลาดภายหลังจากที่เกิด

⁵ Edison, Luangaram, and Miller, 2000 และ Luangram and Miller, 2004

วิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์ที่ผ่านมา ในส่วนที่ 3 เป็นการศึกษาทฤษฎีวิวัจจักรอสังหาริมทรัพย์ซึ่งเริ่มต้นจากการศึกษาถึงทฤษฎีวิวัจจักรอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงการคำนวณหาแนวโน้มของอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ไทยจากการใช้ตัวพ้องวัจจักร *Gross Income Multiplier (GIM)* นอกจากนั้นยังพยายามศึกษาหาตัวแปรชี้้นำเพื่อใช้ในการอธิบายวัจจักรดังกล่าว ซึ่งการศึกษาวัจจักรอสังหาริมทรัพย์นี้จะเน้นศึกษาในระดับมหภาค (*Macroeconomic Real Estate Cycle*) เท่านั้น โดยเป็นการศึกษาในรูปแบบของตลาดอสังหาริมทรัพย์ทั้งหมดของประเทศ โดยไม่ได้เน้นถึงวัจจักรในระดับจุลภาค (*Microeconomic Real Estate Cycle*) อันเป็นการศึกษาในส่วนย่อยของตลาดเช่น ตลาดบ้านหรือตลาดคอนโดมิเนียมแต่เพียงอย่างเดียว⁶ ท้ายที่สุดส่วนที่ 4 ของงานวิจัยนี้อธิบายถึงข้อพึงสังเกตและบทสรุปของงานวิจัย

วิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์ไทย (Thailand's Real Estate Crisis)

วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจมักเกิดขึ้นจากปัจจัยที่แตกต่างกัน ในกรณีของประเทศไทยเองนั้น เชื่อว่าภาคอสังหาริมทรัพย์เป็นสาเหตุหลักในการทำให้เกิดวิกฤตการณ์ดังกล่าวที่ผ่านมา สาเหตุต่อเนื่องมาจากการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยที่มีการเจริญเติบโตอย่างรวดเร็วด้วยอัตราเฉลี่ยประมาณ 7.3 เปอร์เซ็นต์ต่อปีในช่วงปี 2508-2523 และประมาณ 7.8 เปอร์เซ็นต์ต่อปีในช่วงปี 2524-2539 ดังนั้นตลาดอสังหาริมทรัพย์ไทยในช่วงเริ่มแรกจึงได้มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว ต่อเนื่องตามมาเพื่อสอดคล้องกับการขยายตัวของปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจมหภาค

แต่อย่างไรก็ดี การศึกษาทางด้านตลาดอสังหาริมทรัพย์นั้นมีความยากในทางปฏิบัติอยู่มาก ประการแรกก็คือสินค้าในภาคอสังหาริมทรัพย์นั้นมีความแตกต่างกันอย่างมาก (*Product Heterogeneity*) โดยปัจจัยที่กำหนดความแตกต่างนั้นมาจากหลายปัจจัยด้วยกันคือ ประเภทของอสังหาริมทรัพย์ บริเวณที่ตั้งของอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงอาณาบริเวณและพื้นที่ที่ก่อสร้าง อายุของอสังหาริมทรัพย์ ส่วนประกอบต่าง ๆ ของอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงปัจจัยอื่นทั้งภายในและภายนอกที่กำหนดอุปสงค์และอุปทานของตัวอสังหาริมทรัพย์เองเป็นต้น ในการที่จะวิเคราะห์ถึงสภาพตลาดนั้นสามารถที่จะแยกวิเคราะห์ได้สองช่วงคือในช่วงก่อนวิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์และหลังวิกฤตการณ์ดังกล่าว

ตลาดอสังหาริมทรัพย์ไทยก่อนเกิดวิกฤต

ตลาดอสังหาริมทรัพย์ไทยได้มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมากในช่วงกว่าทศวรรษที่ผ่านมา โดยเฉพาะตั้งแต่ช่วงปี 2529-2530 จนถึงช่วงก่อนวิกฤตการณ์เศรษฐกิจในปี 2540 ที่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ได้มีขยายตัวอย่างรวดเร็ว แต่ถึงแม้ว่าธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ไทยจะขยายตัวอย่างต่อเนื่องในช่วงก่อนการเกิดวิกฤต อุตสาหกรรมนี้ยังขาดซึ่งข้อมูลข่าวสาร การกำกับดูแลอย่างเหมาะสมจากทางภาครัฐบาล รวมถึงการกำหนดกฎระเบียบข้อบังคับต่างๆ ในการปล่อยสินเชื่อจากสถาบันการเงินและการลงทุนของผู้ประกอบการสร้างบ้าน ในสมัยนั้นมีผู้ประกอบการสร้างบ้านทั้งมืออาชีพและมือสมัครเล่นได้หันมาลงทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์กันอย่างแพร่หลาย รวมถึงมีการปล่อยสินเชื่อกันง่าย อันส่งผลให้การลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์เพื่อที่อยู่อาศัยมีการขยายตัวอย่างอย่างรวดเร็วตั้งแต่ช่วงปี 2529-2530 นอกจากนี้ สืบเนื่องจากการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของจำนวนประชากรในเขตกรุงเทพและปริมณฑล โดยจากการสำรวจในปี 2537 ประชากรในประเทศไทยมีทั้งหมด 58.3 ล้านคน โดย 8.7 ล้านคน (หรือประมาณ 15 เปอร์เซ็นต์) อาศัยอยู่ในเขตกรุงเทพมหานคร ซึ่งการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของจำนวนประชากรนี้เองส่งผลให้รูปแบบของที่อยู่อาศัยของ

⁶ ในการศึกษาส่วนใหญ่ของวัจจักรอสังหาริมทรัพย์จะเป็นการศึกษาในระดับมหภาค ในขณะที่การศึกษาในระดับจุลภาคจะใช้มากในการตัดสินใจในระดับภาคธุรกิจ (*Micro decision making*) ซึ่ง Pyhrr, Roulac, and Born (1999) ได้อธิบายถึงความสัมพันธ์ของวัจจักรอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวทั้งในระดับมหภาคและระดับจุลภาค

ประชากรไทย โดยเฉพาะในเขตกรุงเทพมหานคร ได้เปลี่ยนแปลง ไปจากเดิม โดยประชากรบางส่วนเลือกที่จะย้ายเข้ามาอยู่ที่อยู่อาศัยในรูปแบบของคอนโดมิเนียมและบ้านเดี่ยวมากขึ้น ในขณะที่การอยู่อาศัยในรูปแบบของห้องแถวได้ลดน้อยลง

ในส่วนของผู้ประกอบการบ้านพบว่า รูปแบบของการสร้างบ้านยังเปลี่ยนแปลงไปด้วยเช่นกัน โดยในช่วงปี 2527 บริษัทที่ลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบของบริษัทสร้างบ้านจัดสรรเป็นสัดส่วนเพียงแค่ 12 เปอร์เซ็นต์ของจำนวนบ้านทั้งหมดในตลาด แต่สัดส่วนดังกล่าวได้เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วเป็น 83 เปอร์เซ็นต์ในปี 2539 ส่งผลให้มีการสร้างบ้านเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในเขตกรุงเทพและปริมณฑล โดยเฉลี่ยปีละประมาณ 34 เปอร์เซ็นต์ หรือจากประมาณ 30,000 ยูนิตในช่วงปี 2517-2518 เป็น 129,688 ยูนิตในปี 2534 และสูงสุดถึง 172,419 ยูนิตในปี 2538 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่สามารถสังเกตได้ถึงระดับของอุปทานส่วนเกิน (Excess supply) ในตลาดบ้าน ณ จุดสูงสุด ซึ่งที่อยู่อาศัยส่วนใหญ่ที่สร้างเพิ่มขึ้นเป็น ในลักษณะของการสร้างโดยผู้ประกอบการบ้านเช่น บ้านจัดสรร อพาร์ตเมนต์และคอนโดมิเนียม เป็นต้น⁷

แต่อย่างไรก็ดี ถึงแม้ว่าจะมีสัญญาณของการเกิดบ้านว่างที่สูงขึ้น ก็ยังคงมีการสร้างบ้านเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องเนื่องจากปัญหาของอุปทานส่วนเกินยังไม่แสดงผลอย่างชัดเจนเนื่องอสังหาริมทรัพย์เป็นธุรกิจที่มักจะเกิดความล่าช้า (Lag) ในการปรับตัว โดยการล่าช้าในการปรับตัวนี้เกิดขึ้นได้ทั้งจากทางด้านอุปสงค์ของการซื้อบ้านและอุปทานของการสร้างบ้าน แต่อย่างไรก็ดี ปัญหาอุปทานส่วนเกินในตลาดที่อยู่อาศัยเริ่มที่จะส่อเค้ามากขึ้นในช่วงปี 2539 อันนำมาสู่การลดลงของราคาบ้านอย่างรวดเร็ว โดยจำนวนที่อยู่อาศัยที่สร้างขึ้นใหม่ดังกล่าวได้ลดลงอย่างรวดเร็วด้วยเช่นกัน จาก 145,355 ยูนิตในปี 2540 เป็น 63,864 ยูนิตและ 33,382 ยูนิตในปี 2541 และ 2542 ตามลำดับ โดยการลดลงดังกล่าวเป็นการลดลงจากจำนวนบ้านที่สร้างโดยผู้ประกอบการเป็นหลัก

ในการสร้างบ้านที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วนี้ก็ยิ่งส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของราคาที่ดินตามมาด้วยเช่นกัน โดยการเพิ่มสูงขึ้นของราคาที่ดินส่วนหนึ่งย่อมมาจากการเก็งกำไรในตลาดที่ดินด้วย ซึ่งจากการเพิ่มขึ้นของราคาที่ดินนี้เองเป็นแรงกระตุ้นในการทำให้มีเก็งกำไรค่าที่ดินมากขึ้น ในหลายบริษัท โดยเฉพาะบริษัทอสังหาริมทรัพย์ที่ถือครองที่ดินเป็นจำนวนมากจึงมีสินทรัพย์มากขึ้น จากการที่ราคาที่ดินที่ถือครองนั้นสูงขึ้น นอกจากนี้ภาคธุรกิจทั่วไปที่ถือครองที่ดินยังสามารถนำที่ดินที่มีมูลค่าสูงนั้นมาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันในการขอสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์ได้ง่ายยิ่งขึ้น

ดังนั้นเมื่อเกิดวิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์ขึ้น วิกฤตการณ์ดังกล่าวได้ส่งผลกระทบทางตรงต่อผู้ถือครองอสังหาริมทรัพย์นั้น (Property owners) อยู่สองกรณี โดยในกรณีแรกคือจากการที่มูลค่าที่ลดลงของบ้านได้ส่งผลถึงความมั่งคั่งที่แท้จริง (Real wealth) ของผู้ถือครองสินทรัพย์บ้านลดลง ในกรณีที่สองมีผลกระทบต่อหลายฝ่าย โดยผลกระทบอย่างแรกคือภาคครัวเรือนที่มีการถือครองอสังหาริมทรัพย์ซึ่งถือเป็นทรัพย์สินของครัวเรือนนั้น ๆ การลดลงของราคาอสังหาริมทรัพย์ภายหลังการเกิดวิกฤตฟองสบู่แตกจึงได้ส่งผลกระทบต่อการลดลงของฐานะของครัวเรือน ซึ่งทำให้ภาคครัวเรือนต้องประสบปัญหาอย่างหนักในการบริหารการเงิน โดยการลดลงของระดับฐานะ

⁷ ที่อยู่อาศัยที่สร้างใหม่มีค่าจำกัดความในกรณีนี้ว่าเป็นจำนวนที่อยู่อาศัยที่สร้างเสร็จไม่ต่ำกว่า 70 เปอร์เซ็นต์ทั้งนี้ที่อยู่อาศัยที่สร้างโดยผู้ประกอบการ (เรียกว่า “จัดสรร” ในกรณีของบ้านเดี่ยว) และเจ้าของบ้านสร้างเอง (เรียกว่า “สร้างเอง”)

ดังกล่าวส่งผลต่อการบริโภคที่ลดลงในครัวเรือน ในด้านของภาคธุรกิจเองยังได้รับผลกระทบจากการที่บริษัททั่วไปมีสถานะที่เป็น *credit constraint firm* โดยบริษัทจำเป็นต้องขอสินเชื่อจากภาคสถาบันการเงินเพื่อนำมาใช้สำหรับการลงทุนเป็นหลัก โดยบริษัทผู้กู้โดยทั่วไปจะใช้อสังหาริมทรัพย์ต่างๆ เช่น ที่ดิน อาคารสำนักงาน หรือโรงงาน เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันในการขอสินเชื่อ ดังนั้นมูลค่าของอสังหาริมทรัพย์ที่ลดลงจากภาวะฟองสบู่แตกส่งผลต่อการลดลงของมูลค่าหลักทรัพย์ค้ำประกันตามมา โดยยังส่งผลทำให้บริษัทเหล่านั้นต้องประสบปัญหาขาดแคลนเงินทุนอย่างรุนแรง (*Financial constraint*) หลายบริษัทจำเป็นต้องปิดกิจการลง หลายบริษัทลดการผลิตหรือชะลอการลงทุน ในขณะที่อีกหลายบริษัทจำเป็นต้องขายทอดอสังหาริมทรัพย์นั้นเพื่อนำไปชำระหนี้ (*Debt repayment*) ในกรณีของผู้ประกอบการสร้างบ้านเองยังประสบปัญหาของการขาดแคลนทุนทรัพย์เพื่อดำเนินโครงการต่อ โดยส่งผลให้ผู้ประกอบการหลายรายต้องหยุดสร้างไป ตารางดังกล่าวแสดงถึงหลักประกันและจำนวนสินเชื่อที่ปล่อยสำหรับการใช้หลักประกันในแต่ละประเภท โดยจะเห็นได้ว่าที่ดินและสิ่งก่อสร้างบนที่ดินถูกใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันหลักในการขอสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์

เมื่อเกิดภาวะวิกฤตเราได้พบว่าภาระของหนี้เสียได้สูงขึ้นอย่าง ส่วนหนึ่งมาจากการที่ผู้ประกอบการหลายรายไม่ได้นำเงินที่กู้ไปพัฒนาโครงการตามที่ขอกู้ แต่นำเงินไปใช้เพื่อการอื่นจนเกิดปัญหาโครงการทิ้งร้างมากมายดังจะเห็นได้จากจำนวนบ้านร้างและคิกร้างที่ยังคงสูงอยู่ในปัจจุบัน ในกรณีของธนาคารพาณิชย์เองนั้นยังได้รับผลกระทบตามมาจาก บริษัทที่ขอสินเชื่อไม่สามารถชำระคืนได้ตามกำหนด ส่งผลให้ปริมาณหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (*Non performing loan*) ขยับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว และส่งผลต่อสถานะการลดลงของสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์และความสามารถในการปล่อยกู้ที่ลดลงของธนาคารตามมามากด้วย ปัจจัยดังกล่าวส่งผลให้ราคาของอสังหาริมทรัพย์ลดลงอย่างรวดเร็วเป็นระลอกที่สอง (*Over-shooting effect*) ซึ่งหลายฝ่ายได้วิเคราะห์ว่ามูลค่าของการสูญเสียในกรณีที่สองนี้มีมูลค่าที่เพิ่มขึ้นและสูงกว่าผลกระทบจากกรณีอย่างแรกมาก⁸

ตารางที่ 1: ปริมาณสินเชื่อและหลักทรัพย์ค้ำประกันการขอสินเชื่อ 5 อันดับแรก: กันยายน 2546

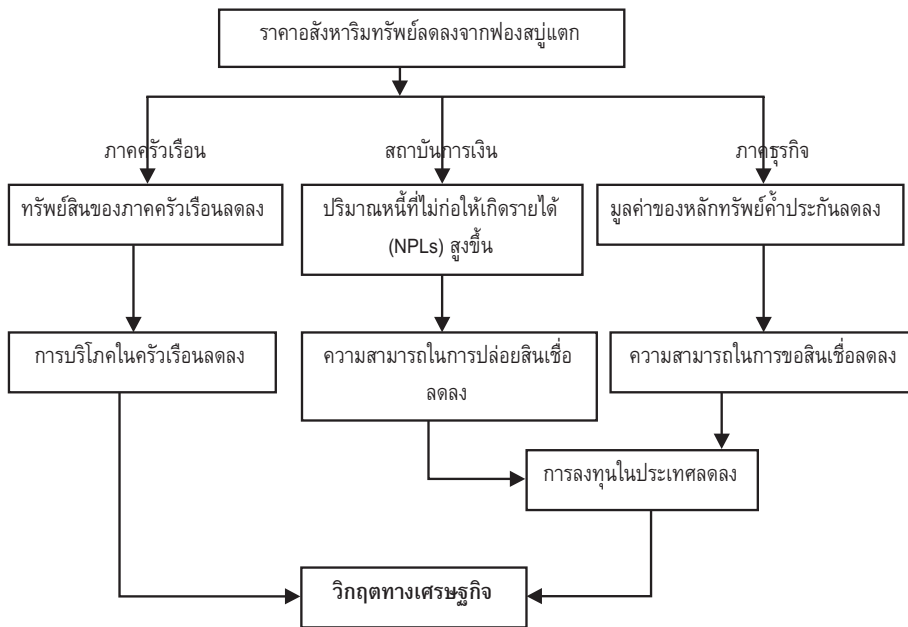
Code	หลักทรัพย์ค้ำประกัน	วงเงินอนุมัติสินเชื่อ (พันบาท)
911	ที่ดิน และอื่น ๆ	2,036,479,936
831	หนี้เงินกู้และเงินเบิกเกินบัญชี	986,847,022
114	ที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้าง	720,537,336
919	อื่นๆ ทั่วไป	476,889,274
240	ภาครัฐบาล	290,701,871

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

⁸ ผลกระทบในกรณีที่สองนี้มีผลกระทบที่แตกต่างกันไปในแต่ละประเภทของอสังหาริมทรัพย์ โดยผลกระทบจะเกิดขึ้นมากกับประเภทอสังหาริมทรัพย์เชิงพาณิชย์ เช่น ดิเกอว่ สำนักงาน หรือที่อยู่อาศัยในรูปแบบของคอนโดมิเนียมซึ่งมีการประมาณการว่าผลกระทบดังกล่าวในภาคอสังหาริมทรัพย์เพื่อการค้าพาณิชย์มีมากกว่าผลกระทบต่ออสังหาริมทรัพย์เพื่อที่อยู่อาศัยถึงประมาณ 3 เท่า (Renaud, Zhang, and Koeberle, 1998)

ผลกระทบอีกทางหนึ่งมาจากต้นทุนทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นจากการที่ “ภาวะบ้านว่าง” หรืออุปทานส่วนเกิน (Excess supply) สูงขึ้นในตลาดอสังหาริมทรัพย์ได้สะท้อนถึงการบิดเบือนการจัดสรรทางด้านทรัพยากรอย่างบิดเบือน (Misallocation of resources) ยังนำมาสู่การบิดเบือนของราคาร้านในตลาด (Price distortion) ซึ่งต้นทุนทางเศรษฐกิจในส่วนนี้ไม่ได้รับการพิจารณาตามหลักการทางบัญชี แต่ถ้าพิจารณาตามหลักแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์แล้ว จะพบว่าต้นทุนทางเศรษฐกิจดังกล่าวมีมูลค่ามหาศาล ซึ่งจำนวนที่สูญเสียดังกล่าวเป็นส่วนที่ไหลออกไปจากระบบ (Deadweight loss) ดังนั้น จึงสามารถกล่าวได้ว่าวิกฤตการณ์ในตลาดอสังหาริมทรัพย์ไทยที่ผ่านมาในอดีตได้ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของระบบเศรษฐกิจและการเงินของประเทศ

ภาพที่ 1: ผลกระทบของวิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์ต่อระบบเศรษฐกิจ



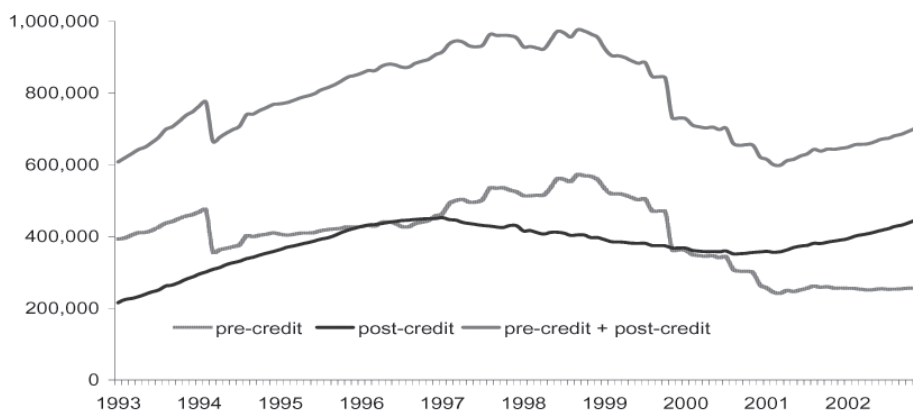
บทบาทของการปล่อยสินเชื่อต่อวิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์

การปล่อยสินเชื่อของภาคสถาบันการเงินเป็นอีกปัจจัยหลักที่ทำให้เกิดการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่สูงขึ้นอย่างรวดเร็ว การลงทุนที่สูงขึ้นก็กระทบกับการเจริญเติบโตทางด้านเศรษฐกิจและการเจริญเติบโตทางด้านการตลาดเงิน และตลาดทุนอย่างรวดเร็วจึงเป็นปัจจัยในการกระตุ้นทางด้านอุปสงค์ของการซื้อที่อยู่อาศัยตามมา ยังส่งผลสืบเนื่องให้การซื้อบ้านและที่อยู่อาศัยเป็นเสมือนการซื้อเพื่อการลงทุนและเก็งกำไรมากกว่าการซื้อเพื่อการอยู่อาศัยจริง จากข้อมูลในอดีตที่ผ่านมา สามารถอธิบายได้ว่าธนาคารพาณิชย์ได้ปล่อยสินเชื่อสู่ภาคอสังหาริมทรัพย์ในสัดส่วนที่สูงเทียบกับปริมาณการปล่อยสินเชื่อทั้งหมด แต่อย่างไรก็ดี การปล่อยสินเชื่อในภาคอุตสาหกรรมดังกล่าวดูเหมือนจะไม่ได้ผ่านการศึกษาวิเคราะห์ถึงแนวโน้มของอุตสาหกรรมนี้อย่างละเอียดถี่ถ้วน การปล่อยสินเชื่อจากภาคสถาบันการเงินที่สูงเกินกว่าความจำเป็นนี้ จึงเป็นเสมือนปัจจัยกระตุ้นสำคัญอันนำมาสู่ภาวะการลงทุนและการเก็งกำไรในภาคอสังหาริมทรัพย์ต่อมา

นอกจากนี้ยังมีการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศเข้าสู่ในภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์นี้ด้วยเช่นกัน โดยในระหว่างปี 2536-2538 พบว่าประมาณ 45 เปอร์เซ็นต์ของปริมาณการลงทุนมาจากการลงทุนทางตรงสุทธิจากต่างประเทศ และประมาณ 15 เปอร์เซ็นต์ของเงินทุนที่ไหลเข้ามานั้นเป็นการลงทุนผ่านระบบ BIBF นอกจากนี้เงินทุนอีก 5 เปอร์เซ็นต์จาก BIBF ยังได้ไหลเข้าไปสู่ในภาคของอุปกรณ์ก่อสร้างและอีก 15 เปอร์เซ็นต์ของเงินลงทุนดังกล่าวได้ไหลไปสู่ภาคการเงินและสถาบันการเงินที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ (Real estate finance) (Renaud, 2000) และเนื่องจากโครงสร้างทางการเงินของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ใช้สินเชื่อ (Credit) ในสัดส่วนที่สูงจากระบบธนาคาร ดังนั้นสิ่งที่พบ คือการปล่อยกู้ให้กับภาคอสังหาริมทรัพย์มีสัดส่วนและปริมาณที่สูงขึ้นอย่างมาก โดยมีมูลค่าสูงถึงประมาณ 800,000 ล้านบาทในช่วงปลายปี 2539 หรือประมาณ 9 เปอร์เซ็นต์ของปริมาณการปล่อยสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์ทั้งหมด หรือประมาณ 26 เปอร์เซ็นต์ของปริมาณการปล่อยสินเชื่อของบริษัทเงินทุนในประเทศแต่อย่างไรก็ดีเมื่อคำนวณหาสัดส่วนของการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ต่อภาคอสังหาริมทรัพย์พบว่าสัดส่วนดังกล่าวนั้น ได้เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วตั้งแต่ปี 2528-2529 จนกระทั่งมีสัดส่วนสูงที่สุดถึงประมาณ 20 เปอร์เซ็นต์ของมูลค่าสินเชื่อทั้งหมดของธนาคารพาณิชย์ ในช่วงปี 2536 โดยจากการเปรียบเทียบระหว่างสินเชื่อแก่ผู้ซื้อบ้านและสินเชื่อแก่ผู้ประกอบการบ้านพบว่า สินเชื่อแก่ผู้ประกอบการบ้านในช่วงก่อนวิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์มีสัดส่วนสูงกว่าสินเชื่อแก่ผู้ซื้อบ้านถึงประมาณ 5 เปอร์เซ็นต์ในปี 2534 แต่หลังปี 2543 พบว่าสินเชื่อแก่ผู้ซื้อบ้านเริ่มขยับตัวสูงกว่า

การปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงินสู่ภาคอสังหาริมทรัพย์ส่วนใหญ่มาจากธนาคารพาณิชย์แต่อย่างไรก็ดีสัดส่วนดังกล่าวได้ลดลงอย่างต่อเนื่องจาก 70.61 เปอร์เซ็นต์ในปี 2534 เป็น 53.03 เปอร์เซ็นต์ในปี 2545 เช่นเดียวกับการปล่อยสินเชื่อจากบริษัทเงินทุนและบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่มีสัดส่วนลดลงอย่างต่อเนื่องเช่นกันจาก 8.53 เปอร์เซ็นต์ในปี 2534 เป็น 0.90 เปอร์เซ็นต์ในปี 2545 ในขณะที่ธนาคารอาคารสงเคราะห์ซึ่งเป็นสถาบันการเงินอันดับสอง ในการปล่อยสินเชื่อในภาคธุรกิจดังกล่าวได้มีสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 20.48 เปอร์เซ็นต์ ในปี 2534 เป็น 39.05 เปอร์เซ็นต์ในปี 2545 เช่นเดียวกับธนาคารออมสินที่เริ่มขยายการปล่อยสินเชื่อสูง ภาคอสังหาริมทรัพย์ตั้งแต่ปี 2540 จนกระทั่งการปล่อยสินเชื่อของธนาคารออมสินดังกล่าวมีสัดส่วนประมาณ 6.98 เปอร์เซ็นต์

ภาพที่ 2: สัดส่วนการปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงินไทยต่อภาคการสร้างบ้านและอสังหาริมทรัพย์



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

ตารางที่ 2: สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยของจำแนกตามสถาบันการเงิน (หน่วย: ล้านบาท)

สถาบันการเงิน	2536	2537	2538	2539	2540	2541	2542	2543	2544	2545
ธนาคารพาณิชย์	225,903	305,937	370,581	432,867	455,409	417,897	386,008	361,172	356,032	400,371
สัดส่วน (%)	69.13	68.30	65.22	61.94	58.06	54.97	54.83	53.45	52.71	53.03
ธนาคารออมสิน	648	768	1,486	4,987	22,088	24,224	23,066	26,844	35,040	52,698
สัดส่วน (%)	0.20	0.17	0.26	0.71	2.82	3.19	3.28	3.97	5.19	6.98
ธนาคารอาคารสงเคราะห์	69,594	98,217	139,321	195,776	275,803	294,011	280,884	275,737	274,454	294,843
สัดส่วน (%)	21.30	21.93	24.52	28.02	35.16	38.68	39.90	40.80	40.63	39.05
บริษัทเงินทุน	27,932	40,669	54,205	62,619	28,697	22,177	12,648	10,886	9,672	6,814
สัดส่วน (%)	8.55	9.08	9.54	8.96	3.66	2.92	1.80	1.61	1.43	0.90
บริษัทเครดิตฟองซิเอร์	2,701	2,346	2,584	2,576	2,392	1,865	1,362	1,107	268	226
สัดส่วน (%)	0.83	0.52	0.45	0.37	0.30	0.25	0.19	0.16	0.04	0.03
รวม	326,778	447,937	568,177	698,825	784,389	760,174	703,968	675,746	675,466	754,952

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

นอกจากนี้การเจริญเติบโตอย่างรวดเร็วของตลาดหลักทรัพย์ยังเป็นปัจจัยสำคัญอีกประการหนึ่งที่มีส่วนกระตุ้นทางด้านอุปทานในภาคอสังหาริมทรัพย์ โดยเฉพาะกับบริษัทอสังหาริมทรัพย์และบริษัทวัสดุก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีกำไรเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วจากมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทที่สูงขึ้นจากการขยายตัวอย่างรวดเร็วของธุรกิจดังกล่าว โดยกล่าวได้ว่าในช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์อยู่ในช่วงของขาขึ้น บริษัทอสังหาริมทรัพย์ทั้งหมด 46 แห่ง รวมถึงบริษัทอื่นๆ ที่ทำธุรกิจเกี่ยวเนื่องกับภาคอสังหาริมทรัพย์ (เช่น บริษัทค้าวัสดุก่อสร้างและรับเหมาก่อสร้าง) อีก 35 แห่ง ได้รายงานว่าอัตราส่วนของ Leverage to Debt Ratio ของบริษัทเหล่านี้มีค่าสูงถึง 150 เปอร์เซ็นต์เทียบกับบริษัทอื่นๆ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นจะเห็นได้ว่า ความเฟื่องฟูในธุรกิจนี้ได้สะท้อนถึงราคาหุ้นของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วจากการสำรวจดัชนีของตลาดอสังหาริมทรัพย์จึงจะเห็นได้ว่า ดัชนีหลักทรัพย์ในกลุ่มของอสังหาริมทรัพย์ได้มีการเคลื่อนไหวสูงกว่าดัชนีอื่นๆ มาก ซึ่งดัชนีในอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวนี้ได้เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วตามการเจริญเติบโตอย่างรวดเร็วของตลาดเนื่องจากสัดส่วนของตลาดส่วนใหญ่ ในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ได้ถูกควบคุมจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งสิ้น ไม่ว่าจะเป็น Land and House, Q-House, สุภาลัย, หรือ แสนลิรี เป็นต้น

นอกจากนี้การเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของดัชนีหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวยังบ่งบอกถึงสภาวะการเก็งกำไรฟองสบู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์อีกด้วย สาเหตุเนื่องมาจากว่ามูลค่าของหุ้นบริษัทได้เพิ่มขึ้นจากการที่ทรัพย์สินที่บริษัทถือครองในรูปของบ้าน สิ่งก่อสร้าง และที่ดินเหล่านั้นมีมูลค่าเพิ่มขึ้นจากสภาวะการเก็งกำไรดังกล่าว ดัชนีหลักทรัพย์ในหมวดของอสังหาริมทรัพย์ได้เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงปี 2530 และสูงสุดถึงประมาณ 2,200 จุดในเดือนธันวาคม 2536 จนกระทั่งดัชนีดังกล่าวได้ตกลงอย่างรวดเร็วและรุนแรงจากการแตกของฟองสบู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์

ตลาดอสังหาริมทรัพย์ไทยภายหลังวิกฤต

หลังจากการที่ตลาดอสังหาริมทรัพย์ได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงของการแตกของฟองสบู่ตลาดก็ยังสามารถฟื้นตัวอย่างรวดเร็วจนกระทั่งถึงปัจจุบัน สาเหตุหลักสืบเนื่องมาจากการที่เศรษฐกิจมหภาคโดยรวมได้ผ่าน ณ จุดต่ำสุดมาแล้วและอยู่ในช่วงของการฟื้นตัว (Recovery process) การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจมหภาคดังกล่าวส่งผลทางตรงต่อทั้งอุปสงค์ของการซื้อบ้าน รวมถึงอุปทานของการซื้อบ้านที่เพิ่มขึ้น โดยนโยบายของรัฐบาลสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจมหภาคดังกล่าวได้แก่นโยบายการปรับโครงสร้างสถาบันการเงินและการออกกฎหมายล้มละลาย นอกจากนี้ยังมีปัจจัยที่เกื้อหนุนต่อการกระตุ้นการลงทุนทางด้านอสังหาริมทรัพย์อื่นๆ ยังมาจากนโยบายของรัฐบาล โดยส่วนหนึ่งได้สืบเนื่องมาจากนโยบายการกระตุ้นทางด้านอสังหาริมทรัพย์ของรัฐบาลเองอีกด้วย โดยนโยบายแรกได้ผ่านการกระตุ้นทางด้านนโยบายการเงินและนโยบายการคลัง ในส่วนของนโยบายการเงินที่สำคัญคือมาตรการคงที่อัตราดอกเบี้ยต่ำซึ่งช่วยให้ประชาชนหรือผู้ซื้อบ้านมีต้นทุนการลงทุนและการผ่อนซื้อบ้านที่ลดลง โดยปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำอยู่ที่ร้อยละ 0.75-1.25 ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์อยู่ที่ประมาณร้อยละ 5.5-6.25 ดังนั้นต้นทุนค่าเสียโอกาสของการฝากเงิน และต้นทุนของการกู้เงินมีต้นทุนที่ต่ำมาก

นอกจากนี้ในส่วนของสถาบันการเงินเองยังมีการแข่งขันการให้สินเชื่อระหว่างกัน โดยแต่ละสถาบันการเงินมีเงื่อนไขในการชำระหนี้ที่สามารถดึงดูดใจผู้กู้ เช่นการปล่อยกู้ในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำหรืออัตราดอกเบี้ยคงที่ในช่วง 1-3 ปีแรก โดยจากข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทยได้รายงานว่าการปล่อยสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ทั้งระบบ ณ สิ้นปี 2546 มีประมาณ 844,079 ล้านบาท (มาจากภาคธนาคารพาณิชย์ 446,916 ล้านบาทและมาจากธนาคารอาคารสงเคราะห์ 314,236 ล้านบาท) ซึ่งปริมาณการปล่อยสินเชื่อดังกล่าวเพิ่มขึ้นประมาณ 12 เปอร์เซ็นต์ เทียบกับปี 2545 และประมาณ 25 เปอร์เซ็นต์เทียบกับปี 2544 โดยปริมาณสินเชื่อที่เพิ่มขึ้นภายหลังจากช่วงวิกฤตนี้เป็นการให้สินเชื่อแก่ผู้บริโภคในสัดส่วนที่เพิ่มขึ้นจากประมาณร้อยละ 42 ในปี 2542 เป็นประมาณร้อยละ 63 ในช่วงไตรมาสที่ 3 ในปี 2546 ในขณะที่สัดส่วนสินเชื่อดังกล่าวแก่ผู้ประกอบการลดลงอย่างมากในช่วงปีเดียวกัน

ในด้านของนโยบายการคลังที่สำคัญคือการลดค่าธรรมเนียมการโอนซึ่งผู้ซื้อบ้านจะได้ลดค่าธรรมเนียมการโอนอสังหาริมทรัพย์ตั้งแต่ปี 2545 และต่อมาจนถึงปี 2546 จากร้อยละ 2 เป็นร้อยละ 0.01 สำหรับบ้านบางประเภท แต่อย่างไรก็ดี การลดค่าธรรมเนียมดังกล่าวได้ยกเลิกไปเริ่มตั้งแต่เดือนมกราคม 2547 โดยนโยบายดังกล่าวได้ส่งผลต่อผู้ซื้อบ้านให้ตัดสินใจซื้อและทำการโอนบ้านเร็วขึ้น นอกจากนี้นโยบายของรัฐยังลดภาษีธุรกิจเฉพาะของผู้ประกอบการจากประมาณร้อยละ 3.3 เหลือประมาณร้อยละ 0.01 และลดค่าธรรมเนียมการโอนที่ดินให้แก่ผู้ประกอบการที่ซื้อที่ดินเกินจากการผ่อนชำระหนี้เดิม ส่งผลให้ผู้ประกอบการสร้างบ้านมีต้นทุนที่ดินที่ต่ำลงถึงแม้ว่าผู้ประกอบการจะต้องแบกรับต้นทุนวัสดุก่อสร้างที่มีแนวโน้มที่สูงขึ้นก็ตาม นอกจากนี้ผู้ประกอบการหลายรายยังมีการตลาดใหม่ๆ ได้แก่ “บ้านสร้างเสร็จก่อนขาย” อันสอดคล้องกับนโยบายของการเคหะแห่งชาติที่สนับสนุนผู้บริโภคให้ซื้อที่อยู่อาศัยที่สร้างเสร็จแล้วเช่นกัน

นอกจากการลงทุนทางตรงในภาคอสังหาริมทรัพย์ทางกายภาพแล้ว ได้มีการลงทุนทางอ้อมชนิดใหม่เข้ามานั่นก็คือการลงทุนในรูปของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ซึ่งเป็นการลงทุนโดยการซื้อหน่วยลงทุนสำหรับที่จะนำกองทุนนั้นมาลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ โดยสินทรัพย์ที่นำเข้ามาลงทุนในกองทุนดังกล่าวมักเป็นอสังหาริมทรัพย์ที่มีรายได้จากค่าเช่าเป็นระยะเวลายาว เช่น โรงแรม อพาร์ทเมนต์ เซอร์วิสอพาร์ทเมนต์ และอาคารสำนักงาน ทางเลือกดังกล่าวจึงส่งผลกระทบต่อการลงทุนในตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่สูงขึ้น เพียงแต่สิทธิในการเป็นเจ้าของอสังหาริมทรัพย์ในกรณีนี้จะขึ้นอยู่กับสัดส่วนของหน่วยลงทุนที่ซื้อไว้ โดยผู้ถือหน่วยลงทุนก็จะเปรียบเสมือนกับเจ้าของส่วนหนึ่งของอสังหาริมทรัพย์ประเภทต่างๆ ที่กองทุนนั้นไปลงทุน ดังนั้นการลงทุนทางด้านอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบนี้เปรียบเสมือนกับการกระจายความเสี่ยง (Diversify risk) ของการลงทุนดังกล่าวด้วยเช่นกัน

นอกจากนี้ยังมีปัจจัยอื่น ๆ ที่เกิดขึ้นหลังจากการเกิดวิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์ดังกล่าว เช่น การที่นักลงทุนจำนวนมากหันมาลงทุนในการซื้ออสังหาริมทรัพย์สำหรับการให้เช่ามากขึ้น โดยเฉพาะอสังหาริมทรัพย์ประเภทห้องเช่าหรือคอนโดมิเนียม เนื่องจากคนไทยนิยมแยกตัวเป็นครอบครัวเดี่ยวมากขึ้น กอปรกับการที่คนไทยโดยเฉพาะในเขตกรุงเทพมหานครมีชีวิตที่เร่งรีบขึ้น เรียนหนังสือมากขึ้น และทำงานหนักขึ้นทำให้อุปสงค์ของการเช่าที่อยู่อาศัย ประเภทคอนโดและอาคารชุดมีสูงขึ้นตามมานอกจากนี้ นักลงทุนที่ซื้ออสังหาริมทรัพย์ดังกล่าว เพื่อการให้เช่ายังเห็นว่าอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำมากในปัจจุบันทำให้ต้นทุนค่าเสียโอกาส (Opportunity cost) สำหรับการฝากเงินในธนาคารสูงขึ้น รวมถึงอัตราเงินกู้ที่ต่ำซึ่งแสดงถึงต้นทุนการกู้ที่ถูกลงยังเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ทำให้นักลงทุนขอู้เพื่อมาลงทุนในการซื้อเพื่อให้เช่ามากยิ่งขึ้น

ในด้านผู้ประกอบการเองยังถือได้ว่าสามารถผ่านพ้นวิกฤตมาได้ โดยเริ่มมีการแข่งขันกันมากขึ้นทั้งผู้ประกอบการที่มีขนาดใหญ่ผู้ประกอบการรายย่อย ๆ ซึ่งการแข่งขันในปัจจุบันยังเน้นในรูปแบบของคุณภาพ และมีการแตกขายของบ้านในรูปแบบต่าง ๆ มากขึ้น เช่นทาวน์เฮาส์ระดับราคาสูงที่ตั้งอยู่ใจกลางเมือง หรือบ้านในลักษณะของโฮมออฟฟิส (Home office) สำหรับรองรับลูกค้าในการใช้ชีวิตที่ต้องมีการเผชิญสภาพการแข่งขันกันมากขึ้น ปัจจัยในการกำหนด การเพิ่มขึ้นของอุปทานของการสร้างบ้านดังกล่าวยังสามารถสังเกตได้จากการแข่งขันทางด้านโฆษณาในสื่อต่าง ๆ ทั้งโทรทัศน์วิทยุและหนังสือพิมพ์ โดยจากข้อมูลธนาคารอาคารสงเคราะห์พบว่าจำนวนโครงการที่เปิดตัวใหม่ของธุรกิจบ้านจัดสรร ได้สูงขึ้นอย่างรวดเร็วจากเพียงแค่ 13 โครงการในเดือนมกราคม 2541 เป็น 227 โครงการ และ 218 โครงการในเดือนพฤศจิกายนและเดือนธันวาคม 2546 ตามลำดับ ซึ่งการเปิดตัวโครงการในธุรกิจบ้านจัดสรรนี้คิดเป็นประมาณร้อยละ 85 ของโครงการอสังหาริมทรัพย์ทั้งหมด โดยโครงการอสังหาริมทรัพย์ที่เหลือเป็นในลักษณะของโครงการพาณิชย์กรรม อาคารสำนักงาน อุตสาหกรรม อาคารชุดตากอากาศและที่ดินจัดสรร เป็นต้น

แต่อย่างไรก็ดี การเจริญเติบโตภายหลังจากการเกิดวิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์ที่ผ่านมานั้นก็ยังคงสร้างความกังวลกับหลายฝ่ายว่าเหตุการณ์ดังกล่าวอาจจะสามารถเกิดขึ้นได้อีกครั้ง มีการระมัดระวังและควบคุมปัจจัยต่าง ๆ อันจะสามารถก่อให้เกิดวิกฤตการณ์ในอนาคตมากขึ้น รวมถึงการกำหนดการจัดตั้งศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์อันเป็นก้าวที่สำคัญในการลดปัจจัยเสี่ยงสำหรับการเกิดวิกฤตการณ์ดังกล่าวในอนาคตได้อีกทางหนึ่งแต่อย่างไรก็ดี การควบคุมปัจจัยดังกล่าวที่เป็นผลในการทำให้เกิดวิกฤตการณ์ขึ้นในอดีตก็ยังไม่ได้ทำให้หลายฝ่ายแน่ใจว่าจะไม่เกิดสภาวะของฟองสบู่ในตลาดขึ้นอีก ดังนั้นการสร้างเครื่องมือสำหรับกำหนดการเคลื่อนไหวหรือวัฏจักรของตลาดอสังหาริมทรัพย์รวมถึงการค้นคว้าหาระบบเตือนภัยวิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์จึงยังคงเป็นสิ่งที่จำเป็นต้องศึกษา โดยในส่วนต่อไปของงานวิจัยเป็นการศึกษาถึงทฤษฎีวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ และตัวชี้วัดที่สามารถนำมาใช้อธิบายวัฏจักร และระยะเวลาของการขึ้นนำตัวแปรวัฏจักรดังกล่าว

การประมาณการวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ไทย

โดยทั่วไปในการศึกษาในส่วนของระบบสัญญาณเตือนภัยหรือแม้กระทั่งดัชนีชี้แนวโน้มในธุรกิจใด ๆ ก็ตามไม่ว่าจะเป็นเศรษฐกิจโดยรวมหรือในภาคย่อย ๆ ลงมาอย่างธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ผู้วิจัยจำเป็นต้องศึกษาถึงระบบวัฏจักรของธุรกิจนั้น ๆ ก่อน ดังนั้นการศึกษาถึงทฤษฎีทางด้านวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์จึงเป็นสิ่งที่จำเป็นเพื่อนำมาเป็นส่วนสำคัญหลัก ในการวิเคราะห์ถึงแนวโน้ม การปรับตัว และการเคลื่อนไหวของธุรกิจดังกล่าวตั้งแต่ในอดีตที่ผ่านมา รวมถึงทิศทางในอนาคต ดังนั้นการศึกษาวិเคราะห์ในส่วนนี้จะเป็นการศึกษาถึงการประมาณของวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ไทย และการคำนวณหาราคาพื้นฐานที่เหมาะสม นอกจากนี้ยังพยายามหาดัชนีชี้แนวโน้มค่าพื้นฐานและดัชนีพ้องต่าง ๆ เปรียบเทียบและประกอบกันไป โดยในส่วนนี้ผู้วิจัยจะใช้การศึกษาในรูปแบบของทฤษฎีและแบบจำลองประกอบกับการศึกษาเชิงข้อมูลประกอบกันไป

ทฤษฎีการวิจัยทางด้านฟองสบู่ในภาคสินทรัพย์ (Asset price bubble) ได้รับการศึกษาในต่างประเทศอย่างต่อเนื่อง โดยพื้นฐานเดิมของแต่ละงานวิจัยนั้นก็คือการพยายามอธิบายการเคลื่อนไหวของราคาสินทรัพย์ที่มีความผันผวนและอาจจะไม่สามารถอธิบายได้จากปัจจัยพื้นฐานของตัวสินทรัพย์นั่นเอง ดังนั้นในการพยายามที่จะอธิบายการเคลื่อนไหวของราคาสินทรัพย์แต่ละชนิดนั้นจำเป็นจะต้องทราบถึง “วัฏจักร” (Cycle) ของสินทรัพย์นั้น ๆ ก่อน⁹ ซึ่งสินทรัพย์แต่ละชนิดจะมีความผันผวนต่างกัน ขึ้นอยู่กับผลกระทบภายในตัวสินทรัพย์นั้นเองไม่ว่าจะเป็นปัจจัยกำหนดในการซื้อ (Demand determinants) หรือปัจจัยกำหนดในการขาย (Supply determinant) รวมถึงปัจจัยจากภายนอก เช่น นโยบายจากรัฐบาล รวมถึงภาวะความผันผวนของเศรษฐกิจโดยรวม ในภาคอสังหาริมทรัพย์เองก็เช่นกัน ได้มีการศึกษาถึงทฤษฎีวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์หรือ Real Estate Cycle Theory มาอย่างต่อเนื่อง โดยการศึกษาวัฏจักรของอุตสาหกรรมนี้ เกิดขึ้นมาจากทั้งในส่วนของนักวิชาการ นักวิเคราะห์ของบริษัท รวมถึงผู้ออกนโยบายอันเป็นการผสมผสานของการศึกษาวิเคราะห์ทั้งในรูปแบบของทฤษฎีและในลักษณะของตลาดจริง ดังนั้นในการที่จะคาดการณ์การเกิดวิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์ได้นั้นจำเป็นที่จะต้องเริ่มศึกษาถึงระบบวัฏจักรของอสังหาริมทรัพย์ก่อนซึ่งการเคลื่อนไหวของอสังหาริมทรัพย์นั้นมีความแตกต่างกันตามชนิดของอสังหาริมทรัพย์แต่ละประเภท รวมถึงแตกต่างกันไปในแต่ละ phase ของวัฏจักร¹⁰

Ashvin, Titanun, and Chaipat (2003) ได้ทำการศึกษาพฤติกรรมของวัฏจักรราคาสินทรัพย์ร่วม โดยเฉพาะในส่วนของภาคอสังหาริมทรัพย์ไว้ว่าวัฏจักรของราคาสินทรัพย์ รวมถึงอสังหาริมทรัพย์โดยปกติแล้ว ราคจะเพิ่มขึ้น ในช่วงขาขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปเป็นระยะเวลานาน และจะลดลงอย่างรวดเร็วและรุนแรงในช่วงขาลง โดยมีโอกาสประมาณร้อยละ 40 ที่การเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องของดัชนีราคาอสังหาริมทรัพย์จะตามมาด้วยการลดลงอย่างรวดเร็ว ในกรณีที่ราคาอสังหาริมทรัพย์มีการปรับตัวอย่างรุนแรง ดัชนีราคาอสังหาริมทรัพย์นี้จะลดลงประมาณร้อยละ 30 โดยการปรับตัวจากจุดสูงสุดถึงจุดต่ำสุดจะกินเวลาประมาณ 4 ปี ดัชนีอสังหาริมทรัพย์มักจะเคลื่อนไหวพร้อม ๆ กับเศรษฐกิจและรายได้ ประชาชาติ โดยที่ผลกระทบของรายได้ประชาชาติต่ออุตสาหกรรมนี้สูงมาก และในท้ายที่สุดผลกระทบของภาวะที่ฟองสบู่แตกจะแตกต่างกันในแต่ละประเทศตามโครงสร้างระบบการเงิน โดยหากประเทศมีระบบธนาคารในการระดมทุนการลดลงของราคาอสังหาริมทรัพย์จะมีผลกระทบรุนแรงมากกว่าประเทศที่อาศัยตลาดทุนในการระดมทุน

⁹ Ashvin, Titanun, and Chaipat (2003) อธิบายว่าราคาสินทรัพย์เคลื่อนไหวเป็นวัฏจักรเนื่องมาจากนักลงทุนในตลาดที่มีลักษณะที่เป็นทั้ง rational และ irrational โดยนักลงทุนที่เป็น rational จะกำหนดการซื้อขายสินทรัพย์พร้อมๆ กันซึ่งทำให้การเคลื่อนไหวของราคาสินทรัพย์อยู่ในระดับพื้นฐานคือสอดคล้องกับระดับอุปสงค์และอุปทาน นอกจากนั้นยังมีพฤติกรรมการลงทุนที่ irrational ปรากฏอยู่โดยนักลงทุนกลุ่มที่เป็น rational ไม่สามารถร่วมมือกันทำการซื้อขายพร้อมกันได้ เนื่องจากมีนักลงทุนบางส่วนมีแรงจูงใจในการเก็งกำไรและแสวงหาผลตอบแทนในระยะสั้น

¹⁰ ได้มีการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของวัฏจักรธุรกิจ (Business/economic cycle) กับวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์พบว่าวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์มักจะเคลื่อนไหวก่อนวัฏจักรธุรกิจเสมอ เนื่องจากอสังหาริมทรัพย์มีความผันผวนต่ออัตราดอกเบี้ยสูงมาก เมื่ออัตราดอกเบี้ยต่ำ จะทำให้เกิดวัฏจักรขาขึ้นต่อภาคอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งส่งผลกระทบต่อภาคอื่นเศรษฐกิจตามมา (Foldvary, 1991; Mushabbar, 2003)

ในทางทฤษฎีกล่าวว่าตลาดอสังหาริมทรัพย์มีการปรับตัวแบบคลื่นวัฏจักร คือมีการขึ้นลงของราคา โดยวัฏจักรเหล่านั้นจะกระทบถึงระดับราคาหรือมูลค่าของที่อยู่อาศัยในตลาด รวมถึงผลกระทบต่อค่าเช่าบ้านของทั้งของบ้านที่สร้างเสร็จและมีการอาศัยอยู่แล้วหรือบ้านใหม่ที่กำลังก่อสร้าง ตลาดอสังหาริมทรัพย์มีการเคลื่อนไหวในแบบพลวัต โดยการเคลื่อนไหวนั้นมาจากการเปลี่ยนแปลงจากหลายปัจจัยที่กำหนดทางด้านอุปสงค์และอุปทานของตลาดอสังหาริมทรัพย์ โดยรวม ตัวอย่างเช่นเมื่อเกิดอุปทานมากกว่าอุปสงค์ ซึ่งอุปทานส่วนเกินนี้อาจจะเกิดขึ้นได้ทั้งการที่มีการสร้างบ้านมากขึ้น หรือการที่อุปสงค์ของบ้านลดลง หรือทั้งสองอย่าง จะนำมาสู่อัตราการว่างบ้าน (Vacancy rate) ที่สูงขึ้น ผู้สร้างต้องปรับค่าเช่า รวมถึงราคายาลง ทำให้มูลค่าของบ้านลดลงอย่างรวดเร็วตามมา วัฏจักรอสังหาริมทรัพย์เกิดขึ้นได้ทั้งในตลาดบ้านที่อยู่อาศัย (Residential property) และตลาดอาคารเพื่อการพาณิชย์ (Commercial property) โดยผลกระทบต่อราคาส่งหาอสังหาริมทรัพย์นั้นย่อมมีผลกระทบต่อ เจ้าของบ้าน ผู้เช่าบ้าน นักลงทุน และผู้ปล่อยสินเชื่อหรือธนาคารพาณิชย์ต่าง ๆ โดยวัฏจักรที่ขึ้นลงของอสังหาริมทรัพย์นี้สามารถอธิบายได้ทั้งตลาดโดยรวม (National real estate value cycles) และวัฏจักรแต่ละชนิดของสิ่งก่อสร้างหรือแต่ละภูมิภาค (city or market cycle)

นอกเหนือจากการกำหนดจากอุปสงค์และอุปทานของที่อยู่อาศัย วัฏจักรอสังหาริมทรัพย์แล้วนั้น การเก็งกำไร (Speculation) ยังมีส่วนสำคัญมากอีกประการหนึ่งในการกำหนดการขึ้นหรือลงของวัฏจักร การเก็งกำไรคือการที่ผู้ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์คาดการณ์ว่าจะสามารถขาย (ซื้อ) ต่อสินทรัพย์นั้นได้ในราคาที่สูงขึ้น (ต่ำลง) กว่า ที่ซื้อมาในช่วงระยะเวลาใดเวลาหนึ่ง โดย Malpezzi and Wachter (2002) ได้วิเคราะห์ว่าการเก็งกำไรเป็นปัจจัยหลักที่นำมาสู่ภาวะความผันผวนของราคาส่งหาอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงการเก็งกำไรที่สืบเนื่องมาจากการคาดการณ์ที่ไม่สมเหตุสมผล (Irrational expectation) เป็นปัจจัยหลักอีกอย่างหนึ่งที่ทำให้เกิดภาวะฟองสบู่ นอกเหนือจากนั้นยังมีการศึกษาวิเคราะห์ว่าการปล่อยสินเชื่อในสัดส่วนที่สูงของธนาคารพาณิชย์สู่ภาคอสังหาริมทรัพย์นั้นส่งผลผลกระทบต่อราคาของภาคอสังหาริมทรัพย์ที่สูงขึ้นอย่างรวดเร็ว และเป็นปัจจัยผลักดันทำให้เกิดวิกฤตของฟองสบู่แตกในอุตสาหกรรมนี้ตามมา¹¹ ดังนั้นจากการศึกษาโดยใช้แบบจำลองการตั้งราคาสินทรัพย์โดยมาตรฐานทั่วไป (Standard asset pricing model) ราคาของอสังหาริมทรัพย์จะขึ้นอยู่กับมูลค่าของค่าเช่าที่ได้มีการคาดการณ์ไว้ในอนาคต รวมถึงปัจจัยทางด้านอัตราดอกเบี้ย โดยการศึกษาวิจัยโดยทั่วไปได้ศึกษาว่าค่าเช่าบ้านนั้นจะถูกกำหนดจากปัจจัยที่เปลี่ยนแปลงทางด้านอุปสงค์ (Demand driven) เช่น รายได้ประชาชาติ อัตราการเพิ่มของประชากร ปริมาณการขอสินเชื่อสำหรับผู้ซื้อบ้าน เป็นต้น โดยปัจจัยทางด้านอุปทานจะไม่มีผลต่อค่าเช่าบ้านมากนัก เนื่องจากอุปทานในตลาดอสังหาริมทรัพย์ส่วนใหญ่มีความยืดหยุ่นต่ำ (Relatively inelastic supply) เนื่องจากปริมาณที่ดินที่มีประมาณคงที่ (Fixed supply of land) และบ้านแต่ละหลังจะมีระยะเวลาในการก่อสร้างนาน ซึ่งจะทำให้ปริมาณของบ้านที่สร้างขึ้นไม่มีผลตอบสนองจากราคาของบ้านมากนัก ดังนั้นปัจจัยการเคลื่อนไหวของราคาส่งหาอสังหาริมทรัพย์พื้นฐานจึงถูกกำหนดจากปัจจัยทางด้านตลาด (Market demand and supply) ปัจจัยทางด้านข้อมูลข่าวสาร (Information) และปัจจัยทางด้านตลาดเงิน (Financial market) ดังนั้นปัญหาจากส่วนประกอบของปัจจัยต่าง ๆ เหล่านี้เช่น ข้อมูลข่าวสารที่ไม่สมบูรณ์ (Imperfect information) ระยะเวลาที่ยาวนาน ในการตอบสนองของอุปทาน (supply rigidities) และตลาดการเงินที่ไม่สมดุล (imbalanced financial market) สามารถนำมาสู่การเคลื่อนไหวของราคาส่งหาอสังหาริมทรัพย์ที่สูงกว่าราคาพื้นฐานที่ควรจะเป็นและนำมาสู่วิกฤตการณ์ฟองสบู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์นี้ได้ในอนาคต

¹¹ Collins and Senhadji (2002) ได้ศึกษาว่าการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์เป็นปัจจัยหลักในการทำให้เกิดภาวะฟองสบู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์

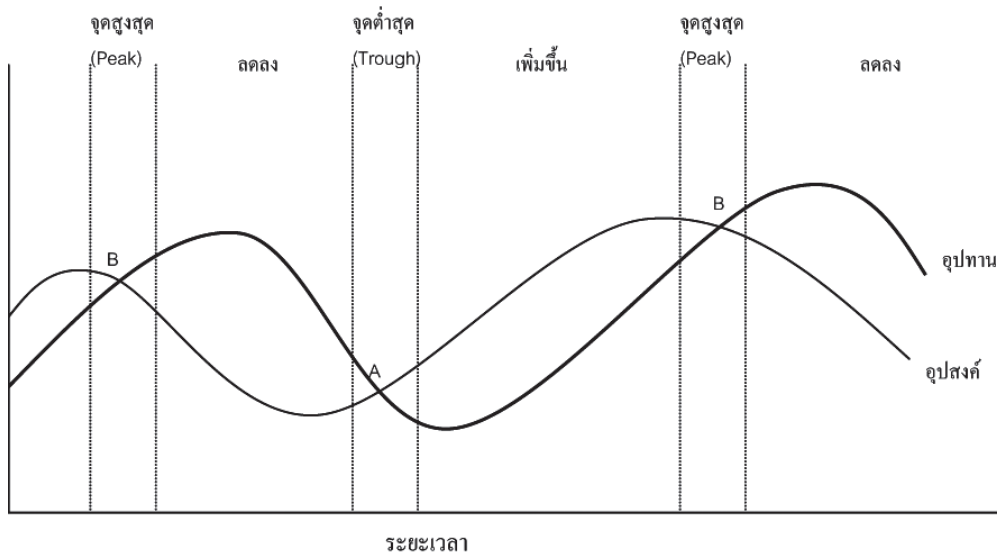
ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่า วัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ได้ถูกกำหนดมาจากสองวัฏจักรหลัก คือ วัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ทางกายภาพ (Physical Market Real Estate Cycle) ที่การเคลื่อนไหวเกิดจากทางด้านอุปสงค์และอุปทานของอสังหาริมทรัพย์เอง และ 2) วัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ทางตลาดทุน (Capital Market Real Estate Cycle) โดยแสดงถึงการเคลื่อนไหวที่เกิดจากการลงทุนและการเก็งกำไรในภาคอสังหาริมทรัพย์อันสืบเนื่องมาจากนโยบายและกลยุทธ์ในตลาดเงินและตลาดทุน ในการศึกษาวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวควรที่จะกำหนดตัวแปรเพื่อวัฏจักรอันเป็นตัวแปรที่แสดงถึงการภาวการณ์เคลื่อนไหวของตลาดอสังหาริมทรัพย์ในแต่ละช่วงเวลา ในที่นี้ผู้วิจัยเลือกที่จะใช้ “ราคาบ้าน” หรือมูลค่าของบ้านเป็นตัวแปรที่กำหนดวัฏจักรดังกล่าว โดยการที่ราคาบ้านเพิ่มขึ้นนั้นได้แสดงถึงช่วงขยายตัวของตลาดและราคาบ้านที่ลดลงย่อมแสดงถึงช่วงที่ตลาดมีการหดตัว

ซึ่งจากแนวคิดทางทฤษฎีกำหนดว่าราคาบ้านนั้นถูกกำหนดได้จากอุปสงค์และอุปทานในตลาดรวมถึงปัจจัยอื่นๆ ซึ่งช่วงที่วัฏจักรอสังหาริมทรัพย์จะขยับตัวขึ้นเนื่องมาจากอุปสงค์เพิ่มขึ้นมากกว่าอุปทาน และช่วงที่วัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ขยับตัวลดลงก็เนื่องมาจากอุปทานเริ่มเพิ่มขึ้นมากกว่าอุปสงค์ ดังนั้นในการที่สามารถอธิบายปัจจัยที่สามารถกำหนด การเคลื่อนไหวขึ้นลงของวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวก็สามารถกระทำได้โดยการดูตัวแปรทางด้านอุปสงค์และอุปทานในตลาดเปรียบเทียบกัน ซึ่งการเปรียบเทียบดังกล่าวได้สะท้อนถึงราคาของอสังหาริมทรัพย์ตามมาด้วย ซึ่งปัจจัยการเคลื่อนไหวทางด้านอุปสงค์และอุปทาน รวมถึงปัจจัยอื่นที่มีผลต่อวัฏจักรเช่น อัตราค่าเช่าบ้าน ค่าเช่าบ้าน และการลงทุนในตลาดได้สรุปดังในตารางข้างล่างต่อไปนี้

ตารางที่ 3: ปัจจัยคาดการณ์การขยับตัวของมูลค่าอสังหาริมทรัพย์ในแต่ละช่วง

ตัวชี้วัด	หดตัว	ฟื้นตัว	ขยายตัว	ถดถอย
อุปทาน	ลดลง	เริ่มกระเตื้อง	เพิ่มขึ้น	เพิ่มขึ้นมากกว่าอุปสงค์
อุปสงค์	ลดลง	เริ่มกระเตื้อง	เพิ่มขึ้นมากกว่าอุปทาน	เพิ่มขึ้น แต่เป็นไปอย่างช้าๆ
อัตราบ้านว่าง	เพิ่มขึ้นสูงมาก	ลดลงถึงจุดปกติ	ลดลงกว่าจุดปกติ	เพิ่มขึ้นเข้าสู่จุดปกติ
ค่าเช่า (I)	ลดลง	ไม่เปลี่ยนแปลง	มีอัตราขยายตัว	มีอัตราขยายตัวแต่ไม่มากนัก
การลงทุน	การซื้อขายน้อย	แทบไม่มีการซื้อขาย	มีการซื้อขายมาก	มีการซื้อขายมาก
ผลกระทบต่อมูลค่าของอสังหาริมทรัพย์	ค่าเช่าลดลง และ cap rate เพิ่มขึ้น	ค่าเช่าเพิ่มขึ้น แต่ cap rate สูงสุดแล้ว (ไม่เปลี่ยนแปลง)	ค่าเช่าเพิ่มขึ้น และ cap rate ลดลง	ค่าเช่าคงที่ หรือ ค่าเช่าลดลง แต่ cap rate เริ่มปรับตัวสูงขึ้น

ภาพที่ 3: วัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ในแต่ละช่วงเวลาจากการกำหนดโดยปัจจัยอุปสงค์และอุปทาน



แต่เนื่องจากว่าราคายบ้านที่แท้จริงอันสะท้อนถึงราคาที่ซื้อขายจริงในตลาดนั้นยังไม่สามารถที่จะหาได้ ดังนั้นการใช้ปัจจัยราคาดังกล่าวในการศึกษาถึงวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์นั้นได้ถูกใช้ในการวิเคราะห์มากยิ่งขึ้น แต่อย่างไรก็ดีการคำนวณหาราคาหรือมูลค่าของอสังหาริมทรัพย์ก็ยังสามารถกระทำได้โดยผ่านแนวคิดทาง *Income approach* โดยการกำหนดว่ามูลค่าหรือราคาของบ้านเป็นมีอยู่สององค์ประกอบ โดยองค์ประกอบแรกคือราคายบ้านถูกกำหนดจากราคาที่แท้จริงของตัวเอง (*Fundamental component*) โดยราคาที่แท้จริงดังกล่าวควรมีค่าเท่ากับผลรวมของมูลค่าส่วนลดของรายได้หรือค่าเช่าในอนาคตของบ้าน นอกเหนือจากราคาพื้นฐานของตัวบ้านเองแล้ว องค์ประกอบที่สองของราคายบ้านถูกกำหนดจากสภาวะฟองสบู่ที่เกิดจากการเก็งกำไร (*Speculative component*)

$$P(t) = B_0 \cdot e^{rt} + e^{rt} \int_{t=0}^{\infty} (I(t) - c \cdot I(t)) e^{gt} dt, \quad (1)$$

จากสมการดังกล่าวข้างต้น $P(t)$ คือ ราคาหรือมูลค่าของอสังหาริมทรัพย์ในช่วงเวลา t , I คือ รายได้หรือค่าเช่าของอสังหาริมทรัพย์โดยมีอัตราดอกเบี้ยโตเท่ากับ g ต่อปี, c คือ สัมประสิทธิ์หรือสัดส่วนของค่าใช้จ่ายในการบำรุงรักษาอสังหาริมทรัพย์, r คือ อัตราดอกเบี้ย,¹²

$$P(t) = B_0 \cdot e^{rt} + \frac{(1-c)I_0 \cdot e^{gt}}{r-g} = B_0 \cdot e^{rt} + \frac{(1-c) \cdot I(t)}{r-g} \quad (2)$$

¹² เนื่องจากราคาของอสังหาริมทรัพย์ ($P(t)$) ที่มีการประมาณการนี้มาจากค่าสัมประสิทธิ์ r , g , c , และ B_0 ที่คงที่จึงเป็นการประมาณการแบบ *Deterministic Case* ไม่ใช่แบบ *Stochastic*

จากสมการข้างต้นสามารถอธิบายได้ว่าราคาของอสังหาริมทรัพย์ได้ถูกกำหนดจาก 1) “มูลค่าพื้นฐาน” (Fundamental value/price) ของอสังหาริมทรัพย์เอง ซึ่งมูลค่าพื้นฐานดังกล่าวมาจากมูลค่าที่กำหนดโดยมูลค่าส่วนลดของค่าเช่าบ้าน $\left(\frac{(1-c) \cdot I(t)}{r-g} \right)$ และ 2) สภาวะฟองสบู่จากการเก็งกำไรในอสังหาริมทรัพย์ หรือ Speculative bubble (B) โดยมีการเจริญเติบโตเท่ากับอัตราส่วน r ($B_0 \cdot e^{rt}$) ดังนั้นในการเปรียบเทียบราคาของอสังหาริมทรัพย์กับค่าเช่าของอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวจะแสดงถึงระดับของฟองสบู่ที่เกิดขึ้นในตลาด โดยที่การเคลื่อนไหวของราคาที่สูงกว่าการเคลื่อนไหวของค่าเช่าบ้านได้แสดงว่าราคาได้เคลื่อนไหวจากปัจจัยอื่น ๆ ที่ไม่ได้จากราคาพื้นฐานของตัวอสังหาริมทรัพย์เอง แต่มาจากการเก็งกำไรในตลาด ราคาอสังหาริมทรัพย์ต่อค่าเช่าของอสังหาริมทรัพย์ $\left(\frac{P(t)}{I(t)} \right)$ สามารถประมาณการได้ดังสมการข้างล่างดังนี้

$$\frac{P(t)}{I(t)} = \frac{B_0 \cdot e^{rt}}{I(t)} + \frac{1-c}{r-g} = \frac{B_0}{I_0} \cdot e^{(r-g)t} + \frac{1-c}{r-g} \quad (3)$$

จากสมการดังกล่าวข้างต้นสามารถอธิบายได้ว่าสัดส่วนระหว่างราคาต่อค่าเช่าบ้าน (Price-rent ratio) ได้ถูกอธิบายจากทั้งปัจจัยจากการเก็งกำไรภาวะฟองสบู่ (Speculative bubbles) และปัจจัยกำหนดจากราคาพื้นฐานของตัวอสังหาริมทรัพย์เอง โดยค่า Price-rent ratio ดังกล่าวนี้นี้จะถูกรเรียกว่า “Gross Income Multiplier” (GIM) ซึ่งเป็นชื่อเรียกที่มาจากงานศึกษาวิจัยเรื่องนี้ในอดีต¹³

แต่อย่างไรก็ดีการที่จะวัดถึงระดับภาวะฟองสบู่ (B_0) นั้นยังเป็นไปได้ยากในทางปฏิบัติเนื่องจากผู้วิจัยจำเป็นต้องทราบถึงช่วงเวลาที่ฟองสบู่ก่อตัว รวมถึงระดับของฟองสบู่ หรือ “เมล็ดพันธุ์” (Bubble seed) ที่ฟองสบู่ได้ก่อตัวขึ้น แต่อย่างไรก็ดี ราคาพื้นฐานของภาคอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวสามารถที่จะคำนวณหาได้เพื่อที่จะดูการเคลื่อนไหวของค่า GIM จากปัจจัยพื้นฐานเพียงอย่างเดียว โดยผู้วิจัยเริ่มจากการสมมติให้ “ไม่มีสภาวะฟองสบู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์” ($B_0 = 0$) ดังนั้นค่า GIM ของอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวสามารถคำนวณได้จากการเคลื่อนไหวของปัจจัยอย่างหนึ่งอย่างใดหรือทั้ง 3 ปัจจัย คือ 1) อัตราดอกเบี้ย (r), 2) อัตราการเพิ่มขึ้นของค่าเช่า (g), และ 3) สัมประสิทธิ์ค่าใช้จ่ายของที่อยู่อาศัย (c)¹⁴

$$GIM = \frac{P(t)}{I(t)} = \frac{1-c}{r-g} \quad (4)$$

โดยทั่วไปวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ทางกายภาพจะมีผลกระทบโดยตรงกับอัตราค่าเช่า (I) และอัตราการเพิ่มขึ้นของค่าเช่า (g) โดยถ้าในสภาวะที่เกิดอุปทานส่วนเกิน (Excess Supply) ของบ้านมากซึ่งส่งผลถึงการเพิ่มขึ้นของอัตราบ้านว่าง (vacancy rates) จะส่งผลให้รายได้หรืออัตราค่าเช่าบ้านลดลงตามมา วัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ทางด้านตลาดทุนมีผลกระทบโดยตรงต่ออัตราดอกเบี้ย r โดยถ้าอัตราดอกเบี้ยลดลงจะส่งผลต่อความต้องการซื้อบ้านที่สูงขึ้นและนำมาสู่ราคาของบ้านที่สูงขึ้นตามมามากนั้นจึงสามารถกล่าวสรุปได้อย่างคร่าว ๆ ว่าการที่มูลค่าของอสังหาริมทรัพย์พื้นฐาน

¹³ ในบางกรณีเรียกว่า Gross Rent Multiplier (GRM)

¹⁴ Bjorklund and Soderberg (1999) ได้อธิบายว่า “Net Income Multiplier” (NIM) = $1/(r-g)$ ตามทฤษฎีนี้เป็นตัววัดที่ดีกว่า GIM ในกรณีที่ค่า “ c ” เป็นค่าคงที่หรือการเปลี่ยนแปลงไม่มาก

(Fundamental real estate value) จะเคลื่อนไหวขึ้นลงนั้น ได้ขึ้นอยู่กับ การเคลื่อนไหวของค่าเช่าบ้าน หรืออัตราดอกเบี้ย หรือทั้งสองอย่าง ตัวอย่างเช่น ถ้าค่าเช่าบ้านเพิ่มขึ้น ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยไม่มีการเปลี่ยนแปลง ก็จะทำให้มูลค่าของอสังหาริมทรัพย์นั้นเพิ่มขึ้น ในขณะเดียวกัน ถ้าค่าเช่าบ้านคงที่ แต่อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น ก็จะทำให้มูลค่าของอสังหาริมทรัพย์ลดลง ดังนั้น จึงสามารถสรุปได้อย่างคร่าว ๆ ว่าการที่มูลค่าของอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้นอย่างมาก หรืออยู่ในช่วงที่ขยายตัวมาก (Expansion) นั้น สืบเนื่องมาจากค่าเช่าบ้านที่เพิ่มขึ้น หรืออัตราดอกเบี้ยที่ลดลงในขณะเดียวกัน ดังนั้น ในการคาดการณ์วัฏจักรมูลค่าพื้นฐานของอสังหาริมทรัพย์ในอนาคต จึงสามารถทำได้จากการศึกษา หรือคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรดังกล่าว

ผู้วิจัยได้คำนวณหาราคาพื้นฐานต่อค่าเช่าที่เหมาะสม (P/I) (หรือค่า GIM) จากการรวบรวม ดัชนีค่าเช่าบ้าน (I), อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR (r), และ สัดส่วนค่าใช้จ่ายภายในบ้าน (c) เพื่อคำนวณหามูลค่า GIM ดังกล่าว เมื่อนำค่า GIM ดังกล่าวที่คำนวณได้ (GIM) มาเปรียบเทียบกับระหว่างตลาดกรุงเทพมหานครและปริมณฑลกับตลาดทั่วประเทศ พบว่าตลาดกรุงเทพมหานครจะมีราคาต่อค่าเช่าพื้นฐานเฉลี่ยสูงกว่าตลาดทั่วประเทศโดยมูลค่า GIM ของตลาดบ้านทั่วประเทศมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 5.99 ซึ่งต่ำกว่าในตลาดกรุงเทพมหานครซึ่งมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 6.43 นอกจากนี้ถ้าเปรียบเทียบในด้านของการผันผวนของราคาในตลาดยังพบว่าตลาดบ้านในกรุงเทพมหานครนั้นมีความผันผวนมากกว่าตลาดของทั่วประเทศโดยจากการคำนวณค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานซึ่งพบว่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ GIM ของตลาดบ้านในเขตกรุงเทพมหานครเท่ากับ 2.17 ในขณะที่ GIM ของทั่วประเทศเท่ากับ 1.94

นอกจากนี้ค่า GIM ที่กำหนดจากปัจจัยพื้นฐานเพียงอย่างเดียวยังมีการปรับตัวขึ้นลงเป็นวัฏจักรและเปลี่ยนแปลงตามช่วงเวลาจากตัวเลข GIM เปรียบเทียบกับช่วงเวลาก่อนวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ที่ผ่านมาพบว่ามูลค่า GIM ลดลงต่ำสุดในช่วงปี 2534-2535 และสูงสุดในช่วงปี 2537-2538 โดยจากการที่มูลค่า GIM ลดลงอย่างรวดเร็วหลังปี 2538-2541 นั้น สะท้อนถึงช่วงเวลาเดียวกับการเกิดวิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์ แต่ในทางกลับกัน ในช่วงที่ธุรกิจ อสังหาริมทรัพย์ขยายตัว (เช่นระหว่างปี 2527-2533) มูลค่าของ GIM ที่คำนวณออกมาได้ก็เพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน ดังนั้นในกรณีนี้ดัชนี GIM สามารถใช้เป็น “ตัวแปรที่ใช้วัดถึงวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์” ที่ถูกกำหนดจากปัจจัยพื้นฐานได้ดี ในระดับหนึ่ง

มูลค่าดังกล่าวกำหนดให้ไม่มีสภาวะการณ์ของการเกิดฟองสบู่รวมอยู่ด้วย ดังนั้น GIM ในจึงสะท้อนถึงวัฏจักรของภาคอสังหาริมทรัพย์ที่กำหนดโดยปัจจัยพื้นฐานของตลาด ซึ่งปัจจัยพื้นฐานดังกล่าวได้ส่งผลกระทบต่อ การเคลื่อนไหวขึ้นลงของอุปสงค์และอุปทานในตลาดอสังหาริมทรัพย์ดังที่ได้กล่าวมาแล้วตามทฤษฎีข้างต้น ซึ่งมูลค่าพื้นฐานดังกล่าว จึงสะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงหรือราคาคุณภาพของที่อยู่อาศัยในตลาด ซึ่งมูลค่าหรือราคาดังกล่าว ไม่ได้รวมปัจจัยที่กำหนดการเก็งกำไรไว้ด้วย แต่อย่างไรก็ดี เนื่องจากการคำนวณ GIM จำเป็นที่จะต้องใช้อุณหภูมิค่าเช่าบ้านเป็นหลัก ซึ่งข้อมูล ดังกล่าวในปัจจุบันยังไม่สามารถหาได้ในระดับที่สามารถนำมาคำนวณได้¹⁵

¹⁵ ดังนั้นดัชนี GIM นี้จึงไม่ได้จำแนกชนิดของอสังหาริมทรัพย์ หรือแม้กระทั่งการปรับตาม “คุณภาพ” หรือ “อายุ” ของอสังหาริมทรัพย์แต่ละชนิด แต่ถึงกระนั้นก็ตามได้มีการศึกษาของ Ratcliff (1971) และ Boykin and Gray (1994) สนับสนุนว่า GIM สามารถใช้เป็นตัวแปรที่วัดถึงมูลค่าพื้นฐานสำหรับอธิบายวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ในระดับมหภาคได้เป็นอย่างดีและเป็นตัวแปรที่แม่นยำและเชื่อถือได้สูง

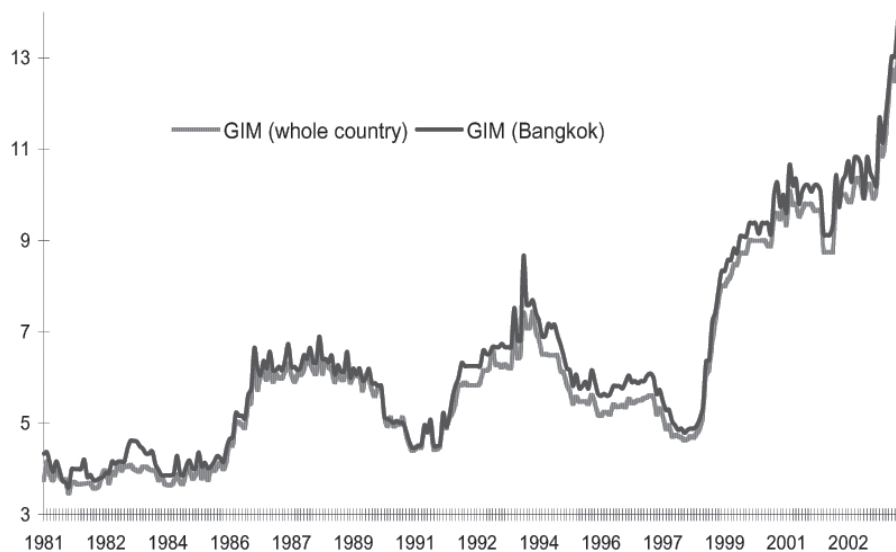
ต่อมาผู้วิจัยศึกษาหาวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ตามหลักของ *Growth Cycle Approach* โดยวิธีการนี้จะศึกษาถึงการเคลื่อนไหวของมูลค่าอสังหาริมทรัพย์ที่แท้จริง (GIM) เปรียบเทียบกับแนวโน้มในระยะยาวของวัฏจักรเอง (Long-term trend) โดยถ้าช่วงใดที่อัตราการเพิ่มขึ้นของ GIM ต่ำกว่าค่าแนวโน้มระยะยาวแสดงว่าวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์อยู่ในช่วงหดตัวแม้ว่าระดับของแนวโน้มจะเพิ่มขึ้นก็ตาม แต่ในทางกลับกันถ้าอัตราการขยายตัวของ GIM สูงกว่าแนวโน้มในระยะยาวแสดงว่าวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์อยู่ในช่วงขยายตัว¹⁶ แต่โดยทั่วไปแล้วข้อมูลตัวเลขในลักษณะของ Time series data จะเป็นในลักษณะนี้มีองค์ประกอบ 4 ส่วนคือ ส่วนที่เป็นปัจจัยฤดูกาล (Seasonal factor) แนวโน้ม (Trend) วัฏจักร (Cycle) และส่วนที่ผิดปกติ (Irregular components) ซึ่งในการวิเคราะห์วัฏจักรอสังหาริมทรัพย์จึงควรที่จะขจัดปัจจัยอื่น ๆ ของข้อมูลให้เหลือแต่เฉพาะค่าวัฏจักร และวิเคราะห์หาจุดวกกลับของวัฏจักร

ในการศึกษาหา Growth cycle approach นี้ผู้วิจัยได้ใช้โปรแกรมสำเร็จรูป Bry-Boschan Turning Point Program ที่พัฒนาขึ้น โดย National Bureau of Economic Research (NBER) ที่สหรัฐอเมริกา โดยโปรแกรมดังกล่าวได้ขจัด Irregular components ออก หาค่าแนวโน้ม และนำค่าแนวโน้มมาปรับออกจากข้อมูลที่ปรับฤดูกาล จนกระทั่งคำนวณหาจุดสูงสุด จุดต่ำสุด และแนวโน้มของวัฏจักรตามมา หลังจากที่ได้จุดต่ำสุด (Peak) จุดต่ำสุด (Troughs) ช่วงขยายตัว (Expansion phases) และช่วงหดตัว (Contraction phases) ได้ถูกคำนวณออกมาแล้ว จะสามารถดูได้ว่าส่วนของข้อมูลอนุกรมเวลาที่เบี่ยงเบนออกจากเส้นแนวโน้มหรือเส้น Phase average trend จะแสดงถึงลักษณะของตลาดอสังหาริมทรัพย์ โดยส่วนที่ต่ำกว่าเส้นแนวโน้มแสดงถึงช่วงขาลงและส่วนที่สูงกว่าเส้นแนวโน้มแสดงถึงช่วงขยายตัว โดยช่วงเวลาที่แตกต่างกันระหว่างจุดสูงสุดและจุดต่ำสุดแสดงถึงระยะเวลาของช่วงขาขึ้นหรือช่วงขาลงตามลำดับ¹⁷ ช่วงเวลาขยายตัวของวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ระยะเวลาประมาณ 25.25 เดือนแต่ช่วงระยะเวลาหดตัวนั้นจะกินระยะเวลานานกว่าคือ ประมาณ 44 เดือน โดยมูลค่าบ้านที่แท้จริงในตลาดเริ่มปรับตัวลดลงตั้งแต่เดือนธันวาคมปี 2536 โดยแสดงถึงสัญญาณของการเกิดวิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์ที่ผ่านมา โดยช่วงเวลาของการที่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์หดตัวนั้นกินระยะเวลานานกว่าช่วงอื่นคือ 89 เดือน โดยช่วงระยะเวลาของวัฏจักรจากจุดต่ำสุดถึงจุดต่ำสุด (Trough to Trough) กินระยะเวลาโดยเฉลี่ยประมาณ 69.25 เดือนหรือประมาณเกือบ 6 ปี

¹⁶ นอกจากวิธี Growth Cycle Approach แล้วยังมีอีกวิธีหนึ่งที่สามารถใช้วิเคราะห์วัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ได้คือ Classical Cycle Approach ซึ่งจะเป็นการพิจารณาระดับของกิจกรรมในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์แทนที่จะเป็นอัตราการขยายตัว แต่อย่างไรก็ตามบทวิจัยนี้เลือกใช้การศึกษา Growth Cycle Approach เนื่องจากการศึกษานี้เหมาะสมกับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่มีการขยายตัวอย่างต่อเนื่องมากกว่า

¹⁷ ในกรณียังสามารถวิเคราะห์ phase ของขาขึ้นและขาลงของวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์โดยละเอียดมากขึ้น โดยกำหนดให้ส่วนที่ต่ำกว่าเส้นแนวโน้มและลดลงแสดงถึงช่วง “หดตัวอย่างรุนแรง” (Recession) ส่วนที่ต่ำกว่าเส้นแนวโน้มและเพิ่มขึ้นแสดงถึงช่วง “ฟื้นตัว” (Recovery phase) ส่วนที่สูงกว่าเส้นแนวโน้มและเพิ่มขึ้นแสดงถึงช่วงขยายตัว (Expansion phase) และส่วนที่สูงกว่าเส้นแนวโน้ม และลดลงแสดงถึง “ช่วงหดตัว” (Contraction phase) แต่อย่างไรก็ดี งานวิจัยชิ้นนี้จะวิเคราะห์เป็นแค่ 2 phase เท่านั้นเพื่อที่จะสามารถใช้เปรียบเทียบและประกอบการงานวิจัยวัฏจักรธุรกิจที่ผ่านมาได้

ภาพที่ 4: ค่าคำนวณ GIM เปรียบเทียบระหว่างกรุงเทพมหานคร (Bangkok) กับทั่วประเทศ (Whole Country)



ตารางที่ 4: จุดต่ำสุด, จุดสูงสุด ของดัชนีพ้อยวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์

จุดต่ำสุด		จุดสูงสุด		ช่วงขยายตัว	ช่วงหดตัว	ช่วงวัฏจักร
ปี	เดือน	ปี	เดือน	เดือน	เดือน	เดือน
2523	4	2526	1	33	29	62
2528	6	2529	9	15	51	66
2533	12	2536	12	36	53	89
2541	5	2542	10	17	43	60
2546	5	-	-	-	-	-
ระยะเวลาเฉลี่ย				25.25	44	69.25

งานวิจัยชิ้นนี้เลือกใช้ตัวแปร GIM เป็นเสมือนดัชนีฟองของวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากตัวแปร GIM นี้ได้จากการประมาณการของการเปลี่ยนแปลงในราคาอสังหาริมทรัพย์ในตลาด ซึ่งแท้จริงแล้ววัฏจักรของอสังหาริมทรัพย์ ควรที่จะวัดได้จากการคาของอสังหาริมทรัพย์ทางตรงนั่นเอง แต่เนื่องจากข้อมูลทางด้านราคดังกล่าวยังอยู่ระหว่างการสร้างขึ้นมาตัวประมาณการที่กำหนดวัฏจักรอย่างตัวแปร GIM ในกรณีนี้ก็สามารถใช้เป็นดัชนีฟองได้ในระดับหนึ่ง แต่ทว่าคงสามารถใช้ได้ดีเช่นใช้ตัวแปรทางด้านราคาโดยตรงแต่อย่างไรก็ดี การที่จะทราบการขึ้นลงของดัชนีฟองวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์นี้จำเป็นต้องศึกษา “ดัชนีชี้้นำ” ประกอบกันไป โดยดัชนีชี้้นำ คือ ดัชนีที่มีลักษณะคลื่นวัฏจักรหรือระยะเวลาของการเกิดคลื่นวนกลับทั้งขาขึ้นและขาลงก่อนการเกิดจุดควมกลับของดัชนีฟองธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ โดยจากลักษณะดังกล่าวสามารถใช้ดัชนีชี้นำตลาดอสังหาริมทรัพย์นี้เป็นเครื่องมือในการพยากรณ์กำหนดทิศทางของสถานะธุรกิจดังกล่าว

การเลือกตัวแปรเพื่อนำมาใช้เป็นดัชนีชี้นำดังกล่าวนี้ควรที่จะพิจารณาจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเพื่อดูความผันผวนของตัวแปร ซึ่งส่วนเบี่ยงเบนที่สูงย่อมแสดงว่าตัวแปรนั้นมีความผันผวนสูง หรือมีความยืดหยุ่นในการปรับตัวสูง วิธีการในการพิจารณาหาตัวชี้นำวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวนี้ยังสามารถพิจารณาได้จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (cross-correlation coefficient) ระหว่างตัวแปรที่กำลังศึกษาทางฤดูกาลกับตัวแปรที่ใช้อ้างอิงว่าเป็นตัวแปรฟองวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์หรือตัวแปร GIM ในกรณีนี้ โดยถ้าค่าสัมประสิทธิ์สัมพันธ์ดังกล่าวมีค่าใกล้ 1 แสดงว่าตัวแปรนั้นมีลักษณะเป็น Pro-cyclical ซึ่งเป็นตัวแปรที่ของคลื่นวัฏจักรไปในทางเดียวกันกับวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์และถ้าค่าสัมประสิทธิ์สัมพันธ์ดังกล่าวมีค่าใกล้ -1 แสดงว่าตัวแปรนั้นมีลักษณะเป็น Counter-cyclical ซึ่งเป็นตัวแปรที่ของคลื่นวัฏจักรตรงข้ามกับวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ นอกจากนี้ในการกำหนด Lag เพื่อศึกษาหาค่าสัมประสิทธิ์สัมพันธ์ดังกล่าวยังมีความสำคัญในที่จะดูว่าตัวแปรดังกล่าวเป็นตัวแปรชี้นำหรือเป็นตัวแปรตาม หลังจากนั้น การที่จะสามารถอธิบายได้ว่าตัวแปรสามารถใช้อธิบายวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ได้ดีเพียงใดนั้นสามารถทดสอบได้โดยใช้วิธีการ Granger Causality Test ทดสอบโดยการประมาณการสมการถดถอยดังนี้

$$Y_t = a + \sum_{i=1}^k b_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^k c_i X_{t-i} + \varepsilon_t$$

โดยที่ Y_t เป็นดัชนีฟองวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ และ X_t เป็นตัวแปรชี้นำ ณ เวลาที่ t และ ε_t เป็นค่า error term โดยการที่จะทดสอบว่าค่า X ในอดีตสามารถอธิบายค่า Y ได้ดีเพียงใดนั้นจำเป็นต้องทดสอบสมมติฐานว่าตัวแปร X ดังกล่าวมีผลกระทบต่อตัวแปร Y อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยจากการใช้การศึกษาดังกล่าวข้างต้น เริ่มตั้งแต่การเลือกตัวแปร การทดสอบตัวแปรว่าชี้นำหรือไม่ และการทดสอบแบบใช้ Granger Causality Test นี้ โดยผลลัพธ์ที่ได้จากการเลือกตัวแปรชี้นำดังกล่าวได้เหลือตัวแปรที่สามารถใช้อธิบายดัชนีฟองวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์อยู่ 4 ตัวแปร ซึ่งระยะเวลาของ Lag ที่คำนวณได้จากวิธี Granger Causality Test นี้แตกต่างกันไป แต่อย่างไรก็ดีค่าที่ได้จากการใช้วิธี Granger Causality Test นี้ไม่ได้ใช้เป็นตัวกำหนดระยะเวลาที่ใช้ชี้นำจุดควมกลับสำหรับดัชนีฟองวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ GIM เนื่องจากตัวแปรดังกล่าวยังต้องนำมาจัดปัจจัยทางฤดูกาล และส่วนที่ผิดปกติออกก่อนโดยใช้โปรแกรมของ NBER เช่นเดียวกับที่ใช้ในตัวแปรฟองวัฏจักร GIM

ตารางที่ 5: ผลการทดสอบความสามารถของตัวแปรในการอธิบายวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์โดยวิธี Granger Causality

ตัวแปร	ค่าสถิติ	ช่วงเวลาของข้อมูล	ระยะเวลาล่าช้า
ดัชนีราคาวัสดุก่อสร้าง	1.64**	2528:10 – 2547:1	6 เดือน
ปริมาณเงินในระบบ M2	1.75**	2524:6 – 2547:1	11 เดือน
ดัชนีราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์	1.96**	2531:6 – 2547:1	2 เดือน
ปริมาณสินเชื่อแก่ผู้ซื้อที่อยู่อาศัย	2.33***	2536:6 – 2546: 8	12 เดือน

หมายเหตุ: ** และ *** มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 5 และร้อยละ 1 ตามลำดับ

การหาระยะเวลาชี้นำ (Leading period) นั้นสามารถหาได้จากการเปรียบเทียบระยะเวลาของการเกิดจุดวกกลับของตัวแปรที่จะนำมาใช้ในการชี้นำกับตัวดัชนีพ้องวัฏจักรที่ใช้อ้างอิง โดยในการหาจุดวกกลับของตัวแปรชี้นำในแต่ละตัวจำเป็นต้องใช้ตัวโปรแกรมสำเร็จรูป Bry-Boschan Turning Point Program เพื่อหาจุดวกกลับสูงสุดและจุดวกกลับต่ำสุดของแต่ละตัวแปรชี้นำ¹⁸

ตารางที่ 7: จุดวกกลับและจำนวนเดือนชี้นำเฉลี่ยของตัวแปรชี้นำวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์

ตัวแปร	จำนวนเดือนชี้นำจุด ณ สูงสุดเฉลี่ย
ดัชนีราคาวัสดุก่อสร้าง	4 เดือน
ปริมาณเงินในระบบ M2	27.5 เดือน
ดัชนีราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์	7 เดือน
ตัวแปร	จำนวนเดือนชี้นำ ณ จุดสูงสุดเฉลี่ย
ดัชนีราคาวัสดุก่อสร้าง	9 เดือน
ปริมาณเงินในระบบ M2	35.6 เดือน
ดัชนีราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์	2 เดือน

¹⁸ แต่ทว่าตัวแปรปริมาณสินเชื่อแก่ผู้ซื้อบ้านมีจำนวน observation ที่ไม่มากพอตามที่โปรแกรมกำหนดไว้ โดยตัวแปรสินเชื่อแก่ผู้ซื้อบ้านดังกล่าวมีจำนวนตัวแปร 120 observation (10 ปี) ในขณะที่ตัวโปรแกรมกำหนดให้ต้องมีจำนวนอย่างน้อย 180 observation จึงสามารถทำการคำนวณได้ ดังนั้น จึงไม่สามารถนำตัวแปรปริมาณสินเชื่อแก่ผู้ซื้อบ้านดังกล่าวเข้ามาใช้สำหรับการคำนวณในกรณีนี้ได้

จากผลที่ได้พบว่า การลดลงของดัชนีราคาวัสดุก่อสร้างจะส่งผลขึ้นนำวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ล่วงหน้าประมาณ 4 เดือน ณ จุดสูงสุด และการเพิ่มขึ้นของราคาวัสดุก่อสร้างจะขึ้นนำวัฏจักรล่วงหน้าประมาณ 9 เดือน ณ จุดต่ำสุด โดยระยะเวลาดังกล่าวเป็นระยะเวลาเฉลี่ยเปรียบเทียบกันในแต่ละจุดวกกลับระหว่างตัวแปรนำและตัวแปรพ้องจักรดังกล่าว ดัชนีราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์พบว่าเป็นตัวแปรที่ขึ้นนำวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ได้ในระยะเวลาที่ค่อนข้างสั้น โดยล่วงหน้าประมาณ 7 เดือน ณ จุดสูงสุด และประมาณ 2 เดือน ณ จุดต่ำสุด ในส่วนปริมาณ M2 พบว่ามีระยะเวลาในการขึ้นนำจุดวกกลับของวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์นาน เนื่องจากตัวแปร M2 นี้ไม่ได้มีผลต่อการเคลื่อนไหวของวัฏจักรโดยตรงเช่นเดียวกับตัวแปรอื่น ๆ อย่างวัสดุก่อสร้าง หรือ สินเชื่อต่อภาคอสังหาริมทรัพย์ ตัวแปร M2 ที่สูงขึ้นนี้ส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของระดับอุปสงค์รวม (Aggregate demand) ในตลาดซึ่งเป็นการเพิ่มขึ้น โดยผ่านตัวคูณทวีและจะส่งผลทางตรงต่อปริมาณการลงทุนตามมา โดยส่วนหนึ่งเป็นการลงทุนในภาคของอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งทำให้วัฏจักรอสังหาริมทรัพย์อยู่ในช่วงขาขึ้นเมื่อตัวแปร M2 นี้ได้เพิ่มขึ้น และอยู่ในช่วงขาลงเมื่อตัวแปรขึ้นนำ M2 ลดลง ซึ่งระยะเวลาดังกล่าวพบว่ากินระยะเวลานานกว่าตัวแปรอื่นที่มีผลกระทบต่อตลาดอสังหาริมทรัพย์โดยตรง

แต่อย่างไรก็ดี การเคลื่อนไหวของตัวแปรขึ้นนำเพียงอย่างเดียวก็ไม่สามารถนำมาอธิบายหรือกำหนดจุดสูงสุดและจุดต่ำสุดของวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวได้ โดยในการที่จะหาดัชนีขึ้นนำที่ถูกต้องและแม่นยำต่อวัฏจักรยิ่งขึ้นนั้นจำเป็นที่จะต้องหา “ดัชนีผสม” (Composite Index) เพื่อใช้เป็นดัชนีขึ้นนำวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวได้ ซึ่งคุณภาพของตัวแปรที่จะนำมาใช้เป็นองค์ประกอบในการสร้างดัชนีผสมเป็นอีกปัจจัยที่สำคัญ โดยตัวแปรดังกล่าวควรที่จะมีลักษณะของอนุกรมเวลารายเดือนที่มีระยะเวลาในการย้อนหลังนาน ซึ่งโดยทั่วไปควรมีระยะเวลาอย่างน้อย 15 ปี โดยสาเหตุที่ควรเป็นข้อมูลรายได้อาจให้ภาพของการวิเคราะห์ได้ง่ายกว่า นอกจากนั้น ข้อมูลที่ใช้ในการนำมาสร้างดัชนีผสม ควรจะเป็นข้อมูลที่มีความต่อเนื่อง ถูกต้อง และแก้ไขหรือเปลี่ยนแปลงไม่บ่อยนัก และที่สำคัญที่สุดตัวแปรที่เลือกมาเป็นองค์ประกอบนั้นควรมีความหลากหลาย ครอบคลุมกิจกรรมทางวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์อย่างทั่วถึง เช่นควรเป็นตัวแปรที่ขึ้นนำตลาด ทั้งในระดับอุปสงค์และอุปทาน และในด้านการเก็งกำไร รวมถึงควรเป็นตัวแปรที่ขึ้นนำรวมไปถึงระดับของเศรษฐกิจมหภาคเองอีกด้วย เนื่องจากตลาดวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์นั้นมันจะมีความอ่อนไหวต่อระบบเศรษฐกิจสูง

ดังนั้น จากเหตุผลดังกล่าวข้างต้น พบว่าประเทศไทยยังไม่มีข้อมูลทางด้านอสังหาริมทรัพย์ดีพอที่สอดคล้องกับข้อจำกัดดังกล่าว ตัวอย่างเช่นตัวแปรที่กำหนดทางด้านอุปสงค์หรืออุปทานในตลาดบ้านโดยตรงอย่างเช่น ปริมาณสินเชื่อต่อผู้ซื้อบ้านและผู้สร้างบ้าน ปริมาณการซื้อขายที่ดิน ปริมาณบ้านใหม่ที่จดทะเบียน เป็นต้น โดยข้อมูลเหล่านี้ยังมีในลักษณะที่ย้อนหลังไม่มากหรือบางตัวยังไม่ได้จัดเก็บเป็นในลักษณะของรายไตรมาสเนื่องจากความยากของการจัดเก็บ ทำให้ไม่สามารถนำข้อมูลดังกล่าวเพื่อใช้ในการคำนวณหาค่าดัชนีผสมได้ ดังนั้น ณ ปัจจุบันจึงดูเหมือนว่าจะมีเฉพาะตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคเท่านั้นที่นำมาใช้หาค่าดัชนีผสมดังกล่าวได้

ปัญหาประการต่อมาก็คือ การหาดัชนีพ้องวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ซึ่งในที่นี้การหาค่าดัชนีพ้องจากการใช้ตัวแปร GIM ดังกล่าวยังเป็นเพียงตัวแปรที่ใช้ประมาณการการเคลื่อนไหวของวัฏจักรนั้นเท่านั้น ซึ่งเป็นราคาบ้านต่อค่าเช่าที่แท้จริง ณ ระดับที่ไม่เกิดฟองสบู่ ซึ่งแท้ที่จริงแล้ว ตัวแปรที่น่าจะสามารถนำมาใช้เป็นดัชนีพ้องวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ได้ดีกว่าก็คือตัวแปรของราคาอสังหาริมทรัพย์โดยตรง แต่อย่างไรก็ดี ดัชนีราคาที่อยู่อาศัยดังกล่าวกำลังอยู่ในช่วงจัดทำ ซึ่งคาดว่าจะเสร็จและนำมาใช้ได้ในอนาคต ดังนั้น ด้วยเหตุผลดังกล่าว ในงานวิจัยฉบับนี้ตัดสินใจที่จะยังไม่สร้างดัชนีผสม ที่ใช้ขึ้นนำวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ในกรณีนี้เนื่องจากข้อมูลที่มีอยู่ในปัจจุบันยังไม่เอื้ออำนวยต่อการสร้างดัชนีดังกล่าวให้มีประสิทธิภาพ

อย่างไรก็ดี เมื่อนำค่าดัชนีพ้องวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ GIM ที่คำนวณได้มาใช้เปรียบเทียบกับวัฏจักรเศรษฐกิจ (Business/ Economic cycle) จะได้ผลสอดคล้องกับงานวิจัยของ Foldvary (1991) และ Mushabbar (2003) ว่าวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์เคลื่อนไหวก่อนวัฏจักรธุรกิจเสมอเนื่องจากอสังหาริมทรัพย์จะมีความผันผวนต่ออัตราดอกเบี้ยสูงมากเมื่ออัตราดอกเบี้ยต่ำ จะทำให้เกิดวัฏจักรขาขึ้นต่อภาคอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งส่งผลกระทบต่อการกระตุ้นเศรษฐกิจตามมา ดังนั้น เมื่อนำวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ที่คำนวณออกมาได้มาใช้เปรียบเทียบกับวัฏจักรธุรกิจที่คำนวณ โดยทางสถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทยพบว่า ในช่วงก่อนการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน (2523-2538) วัฏจักรอสังหาริมทรัพย์นั้น เกิดก่อนวัฏจักรทางธุรกิจโดยประมาณ 14.33 เดือนล่วงหน้า ณ จุดต่ำสุด และประมาณ 20.33 เดือนล่วงหน้า ณ จุดสูงสุด

แต่อย่างไรก็ดียังมีข้อเสนอแนะว่า วัฏจักรอสังหาริมทรัพย์อาจจะเป็นตัวนำวัฏจักรธุรกิจเฉพาะ ณ จุดต่ำสุดเท่านั้น แต่ไม่ได้คำตอบแน่ชัดว่าวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์จะนำวัฏจักรธุรกิจ ณ จุดสูงสุด จากข้อคิดเห็นว่าการเจริญเติบโตของตลาดอสังหาริมทรัพย์อาจมาจากการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ซึ่งถ้าเป็นในกรณีนี้จะสามารถอธิบายได้ว่า วัฏจักรธุรกิจเป็นปัจจัยนำวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ในช่วงขาขึ้นของตลาด ซึ่งข้อคิดเห็นดังกล่าวสามารถใช้ตารางเปรียบเทียบข้างล่างอธิบายได้จากตัวเลขที่ “ติดลบ” สำหรับระยะเวลาการเกิดก่อน ณ จุดสูงสุดที่วัฏจักรธุรกิจเกิดก่อนวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์อยู่ประมาณ 4 เดือนในปี 2525 และประมาณ 2 เดือนในปี 2542

ดังนั้นจะเห็นได้ว่าวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ที่คำนวณโดยใช้ค่า *GIM* นี้มีประโยชน์ในการใช้ศึกษาและคาดการณ์แนวโน้มของตลาดอสังหาริมทรัพย์ไทยต่อไปในอนาคต แต่อย่างไรก็ดี การใช้ตัวแปร *GIM* สำหรับการอธิบายวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ภายหลังการเกิดวิกฤตอาจจะไม่ได้แสดงถึงสถานะของตลาดที่อยู่อาศัยได้อย่างถูกต้อง และแม่นยำนัก เนื่องจากว่าตัวแปร *GIM* เป็นเพียงค่าที่ประมาณการขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงของ 3 ปัจจัยเท่านั้น คือ 1) ค่าเช่าบ้าน 2) อัตราดอกเบี้ย และ 3) สัมประสิทธิ์การใช้จ่ายดูแลที่อยู่อาศัย ดังนั้นมูลค่า *GIM* ที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วภายหลังปีที่เกิดวิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์นั้น เนื่องมาจากการที่อัตราดอกเบี้ยได้ปรับตัวลดลงเป็นประวัติการณ์คือ จากประมาณร้อยละ 15.25 ในช่วงต้นปี 2541 เหลือเพียงประมาณร้อยละ 5.5 ในช่วงปลายปี 2546

ตารางที่ 8: การเปรียบเทียบระหว่างวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์และวัฏจักรเศรษฐกิจ

วัฏจักรอสังหาริมทรัพย์				วัฏจักรเศรษฐกิจ				ระยะเวลาที่เกิดก่อน	
จุดต่ำสุด		จุดสูงสุด		จุดต่ำสุด		จุดสูงสุด		จุดต่ำสุด	จุดสูงสุด
ปี	เดือน	ปี	เดือน	ปี	เดือน	ปี	เดือน	เดือน	เดือน
2523	4	2526	1	2524	11	2525	9	19	-4
2528	6	2529	9	2529	1	2533	7	7	46
2533	12	2536	12	2535	5	2538	7	17	19
2541	5	2542	10	2541	5	2542	12	0	-2
2546	5	—	—	2543	6	—	—	-35	—
ระยะเวลาที่ตลาดอสังหาริมทรัพย์เกิดก่อนเฉลี่ย (ก่อนเกิดวิกฤตการณ์: 2523-2538)								14.33	20.33

วัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ที่ได้ทำการคำนวณออกมานั้นจะยังไม่สามารถใช้ในการศึกษาภาวะฟองสบู่ได้อย่างแน่ชัดเนื่องจากยังไม่มีข้อมูลทางด้านราคาอสังหาริมทรัพย์ที่เชื่อถือได้จริง การคำนวณหาจุดกลับของวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ และตัวชี้อื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องเป็นเพียงการศึกษาถึงปัจจัยที่กำหนดการขึ้นลงของตัววัฏจักรเองเท่านั้น ซึ่งเมื่ออสังหาริมทรัพย์อยู่ในช่วงของขาลงก็ไม่ได้หมายความว่าตลาดอสังหาริมทรัพย์นั้นกำลังเกิดวิกฤตแต่เป็นเพราะมาจากปัจจัยทางด้านอุปสงค์และอุปทานในตลาด แต่วิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์ที่ผ่านมาเกิดจากการที่ตลาดไม่มีเสถียรภาพดีพอกับการลงทุนสร้างบ้านอย่างมากมาจากผู้ประกอบการสร้างบ้านในขณะที่ความต้องการซื้อบ้านในตลาดไม่ได้สูงขึ้นตาม ซึ่งการเกิดอุปทานส่วนเกินในตลาดที่สูงขึ้นมากนี้ได้นำมาสู่วิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์ตามมาอย่างรวดเร็ว นอกจากนี้ วิกฤตการณ์ในภาคอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยที่ผ่านมายังเกิดจากการที่ผู้ซื้อบ้านซื้อบ้านเพื่อวัตถุประสงค์ของการเก็งกำไรแทนที่จะซื้อเพื่อตอบสนองความต้องการของการอยู่อาศัยจริง ดังนั้นราคาของที่อยู่อาศัยในตลาดจึงสูงขึ้นอย่างรวดเร็วจากปัจจัยในการเก็งกำไรดังกล่าว โดยปัจจัยดังกล่าวสามารถอธิบายได้จากตัวแปร (B) ซึ่งนำมาสู่ภาวะฟองสบู่ที่ก่อตัวขึ้นอย่างรวดเร็วและเกิดวิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์ขึ้นมา เมื่อฟองสบู่ดังกล่าวแตก

ดังนั้นในการศึกษาถึงระบบเตือนภัยสำหรับวิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์สามารถให้ผลลัพธ์ต่อการคาดการณ์การเกิดภาวะฟองสบู่ตามมา โดยสมมติว่าถ้าระบบเตือนภัยดังกล่าวได้ส่งสัญญาณของการเกิดวิกฤตการณ์ อสังหาริมทรัพย์ในอนาคต (สมมติว่าภายใน 2 ปี) ย่อมแสดงว่าภาวะฟองสบู่ได้เริ่มก่อตัวขึ้นในตลาดแล้วและในทางกลับกันถ้าแบบจำลองเตือนภัยดังกล่าวไม่ได้ส่งสัญญาณของวิกฤตการณ์ในอนาคตย่อมแสดงถึงว่าภาวะฟองสบู่อาจจะยังไม่ได้ก่อตัวหรืออาจจะก่อตัวแต่อยู่ในระดับที่ไม่สูงมากนัก

บทสรุป

ในงานวิจัยชิ้นนี้ ผู้วิจัยได้ทำการประมาณการณ์ดัชนี Gross Income Multiplier (GIM) โดยใช้เป็นดัชนีฟองของวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าว ซึ่งในการศึกษาวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ของไทยพบว่า ช่วงเวลาขยายตัวของวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์มีระยะเวลาประมาณ 25.25 เดือนแต่ช่วงระยะเวลาหดตัวนั้นจะมีระยะเวลานานกว่า คือ ประมาณ 44 เดือน โดยช่วงระยะเวลาของวัฏจักรจากจุดต่ำสุดถึงจุดต่ำสุด (Trough to Trough Cycle) กินระยะเวลาโดยเฉลี่ยประมาณ 69.25 เดือน โดยตัวแปรที่มีนัยสำคัญในการขึ้นนำวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์ไทยนั้นพบว่า มีดัชนีราคาวัสดุก่อสร้างปริมาณเงินในระบบ M2 ดัชนีราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และปริมาณสินเชื่อแก่ผู้ซื้อที่อยู่อาศัย

นอกจากนี้ เมื่อเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์กับวัฏจักรเศรษฐกิจจะพบว่าวัฏจักรอสังหาริมทรัพย์จะเข้าสู่จุดต่ำสุดและจุดสูงสุดก่อนวัฏจักรเศรษฐกิจประมาณ 14.3 เดือนและ 20.3 เดือน ตามลำดับ แต่อย่างไรก็ดี ยังไม่ได้รับผลที่แน่ชัดถึงการขึ้นนำในช่วงขาขึ้นว่าตลาดอสังหาริมทรัพย์เป็นวัฏจักรนำระบบเศรษฐกิจเสมอไปหรือไม่

ข้อควรระวังของผู้บริโภคที่สำคัญที่สุดก็คือ ความสามารถในการผ่อนชำระบ้านที่ต้องลดลงจากอัตราดอกเบี้ยที่คาดการณ์ว่าจะมีการขยับตัวสูงขึ้นในอนาคต ได้มีการศึกษาในอดีตกล่าวไว้ว่าความสามารถในการผ่อนชำระบ้านจะมีอยู่สองปัจจัยหลักคือ ข้อจำกัดทางด้านเงินค่างวด และอัตราดอกเบี้ย แต่อย่างไรก็ดีกรณีศึกษานี้ย่อมมีผลแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศขึ้นอยู่กับชนิดของสินทรัพย์ที่ผ่อนชำระ ข้อกำหนดของการวางแผนการเงินค่างวดและการผ่อนชำระ สภาพเศรษฐกิจลักษณะการปล่อยกู้ของธนาคารพาณิชย์ รวมถึงโครงสร้างทางการเงินของในแต่ละประเทศเอง นอกจากนี้ ความมั่นคงทางงาน (Job security) อันบ่งบอกถึงรายได้ที่แน่นอน (Permanent income stream) ยังเป็นส่วนสำคัญอีกประการหนึ่งในการที่ผู้ซื้อที่อยู่อาศัยจะสามารถผ่อนชำระและแบกรับการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวได้อีกด้วย

เอกสารอ้างอิง

- Abreu, Dilip and Markus Brunnermeier. (2003). "Bubbles and Crashes," *Econometrica*, Vol. 71, 173—204
- Allen, Franklin and Douglas Gale. (2000). "Bubbles and Crisis", *The Economic Journal*, Vol. 110, No.1, 236-255.
- Ashvin Ahuja, Chaipat Poonpatpibul, and Titanun Mallikamas (2003) "Asset Price Bubble and Monetary Policy: Identification and Policy Response under Inflation Targeting", *Bank of Thailand Symposium Paper, Managing the Recovery: Challenges Ahead*, August 20-21, 2003.
- Bernanke, Ben. (1983). "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", *American Economic Review*, Vol. 73, 257-276.
- Bernanke, Ben and Mark Gertler. (1995). "Inside of the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 73, 257-276.
- Bjorklund, K., and B. Soderberg. (1999). "Property Cycles, Speculative Bubbles and the Gross Income Multiplier," *Journal of Real Estate Research* Vol. 18, No. 1, 151-174.
- Boykin, J.H. and M.T. Gray. (1994). "The Relevance and Application of the Gross Income Multiplier," *The Appraisal Journal*, Vol. 52, No.2, 203-208.
- Collyns, Charles and Abdelhak Senhadji. (2002). "Lending Booms, Real Estate Bubbles, and the Asian Crisis", *IMF Working Paper*, No. WP/02/20.
- Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti, and Nouriel Roubini. (1998). "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: A Macroeconomic Overview", *Mimeo*, 1-39.
- Edison, Hali, Luangaram, Pongsak, and Marcus Miller. (2000). "Asset Bubbles, Leverage and Lifeboats: Elements of the East Asian Crisis". *Economic Journal*, vol.110, 235-255.
- Foldvary, Fred. E. (1991). "Real Estate and Business Cycle: Henry George's Theory of the Trade Cycle", *Latvia University of Agriculture, Memio*.
- Herrera, Santiago and Guillermo E. Perry. (2001). "Tropical Bubbles: Asset Prices in Latin America, 1980–2001," in *Asset Price Bubbles: Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies*, Research in Financial Services Private and Public Policy, William C. Hunter, George G. Kaufman and Michael Pomerleano, Eds, Elsevier.
- Kiyotaki, Nobushiro and John Moore. (1997). "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, Vol. 105, No. 2, 211-248.
- Luangaram, Pongsak and Markus Miller. (2004). "Asset Price Bubble and Financial Forbearance: The Role of Margin Requirement", working paper, University of Warwick, mimeo.
- Melpezzi, Stephen and Susan M. Wachter. (2002). "The Role of Speculation in Real Estate Cycles", paper prepared for the July 2002 joint meeting of the American Real Estate and Urban Economics Association, Seoul, Korea. *Mimeo*.

- Mushabbar, Maliha. (2003). "Dynamics of Real Estate Market", *Master of Science Thesis No. 181*, Department of Infrastructure, Royal Institute of Technology, Sweden.
- Pyhrr, Stephen A., Roulac, Stephen E. and Waldo L. Born. (1999). "Real Estate Cycles and Their Strategic Implications for Investors and Portfolio Managers in the Global Economy", *Journal of Real Estate Research*, Vol. 18, No. 1, 7-68.
- Ratcliff, R.U. (1971). "Don't underrate the Gross Income Multiplier", *The Appraisal Journal*, Vol. 39, No.2, 24-27
- Renaud, Bertrand, Ming Zhang, and Stefan Koeberle. (1998). "How the Real Estate Boom Undid Financial Institutions: What Can Be Done Now?" *Proceedings of the NESDB-World Bank Conference on Thailand's Dynamic Recovery and Competitiveness*, May 21-24, Bangkok.
- Renaud, Bertrand. (2000). "How Real Estate Contributed to the Thailand Financial Crisis" in Koichi Mera and Bertrand Renaud, editors, *Asia's Financial Crisis and the Role of Real Estate*, M.E. Sharpe, Armonk New York.
- Veerathai Santiprabhob. (2003). "Lesson Learned from Thailand's experience with Financial-Sector Restructuring", *Thailand Development Research Institute*.

