

การปรับนโยบายการเงินเข้าสู่ภาวะปกติของสหรัฐอเมริกา: ผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยและมาตรการป้องกัน

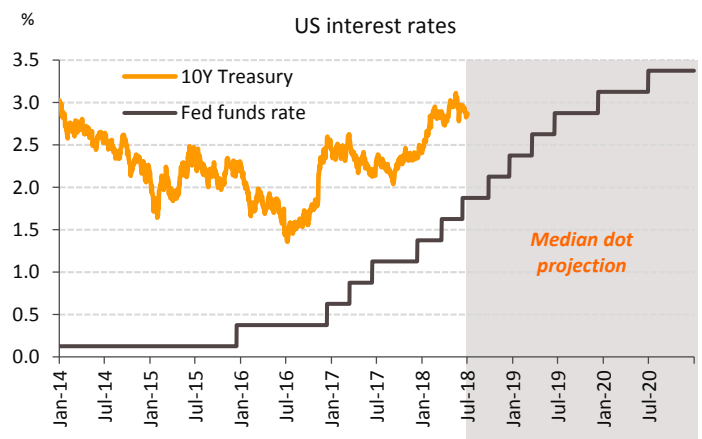
ธนาคารกลางสหรัฐฯ เริ่มปรับนโยบายการเงินเข้าสู่ภาวะปกติ โดยทยอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นอย่างต่อเนื่อง ไม่เพียงส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ เท่านั้น หากยังส่งผลข้างเคียงต่อประเทศอื่นๆ โดยเฉพาะกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ซึ่งรวมถึงประเทศไทยอีกด้วย ผลกระทบต่อเศรษฐกิจของแต่ละประเทศจะแตกต่างกันขึ้นอยู่กับปัจจัยสำคัญสามประการ ได้แก่ ระบบอัตราแลกเปลี่ยน การเชื่อมโยงทางการค้า และความเปราะบางของเศรษฐกิจ สำหรับประเทศไทย ด้วยเสถียรภาพที่เข้มแข็งทั้งในภาคการเงินและภาคต่างประเทศ ไทยจึงมีสถานะที่ดีกว่าประเทศตลาดเกิดใหม่อื่นๆ ในการรับมือกับผลกระทบจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ ดังกล่าว ทั้งนี้ วิจัยกรุงศรีคาดว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เพื่อบรรเทาผลกระทบจากการไหลออกของกระแสทุนต่างชาติและชะลอความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน ทั้งยังช่วยรักษาเสถียรภาพระบบการเงิน ตลอดจนหลีกเลี่ยงมิให้ทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินของไทยกับประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชียฉีกออกจากกันมากเกินไป

หลังจากที่ธนาคารกลางทั่วโลกดำเนินนโยบายการเงินผ่อนคลายเป็นเวลานาน การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ ถือเป็นจุดเปลี่ยนสำคัญที่ชี้ว่านโยบายการเงินทั่วโลกเริ่มทยอยกลับเข้าสู่ภาวะปกติ ภาวะดังกล่าวก่อให้เกิดความผันผวนในตลาดการเงินต่างๆ ทั้งในตลาดอัตราแลกเปลี่ยน ตลาดตราสารหนี้ และตลาดหุ้น ตลอดจนสินทรัพย์เสี่ยงอื่นๆ นอกจากนี้ ต้นทุนการกู้ยืมที่สูงขึ้นและการอ่อนค่าของอัตราแลกเปลี่ยนได้ส่งผลกระทบต่อภาระหนี้ของทั้งภาครัฐและเอกชน บทความ *Research Intelligence*^{1/} ฉบับนี้ประเมินผลกระทบของการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ ต่อกิจกรรมเศรษฐกิจของไทย และวิเคราะห์ความสามารถของไทยในการรับมือกับสถานการณ์ดังกล่าว รวมถึงพิจารณานโยบายการเงินที่เหมาะสมของธนาคารแห่งประเทศไทยที่จะช่วยบรรเทาผลกระทบที่อาจเกิดขึ้น

สถานการณ์ปัจจุบัน

นับตั้งแต่เดือนธันวาคม 2558 ธนาคารกลางสหรัฐฯ ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายมาแล้ว 7 ครั้ง (รวมทั้งสิ้นร้อยละ 1.75) ทั้งยังส่งสัญญาณปรับขึ้นอีก 2 ครั้งในช่วงที่เหลือของปีนี้ และคาดว่าอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มที่จะปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจนกระทั่งปี 2563 ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ปรับเพิ่มขึ้นและค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้น โดยในไตรมาส 2/2561 ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปีปรับเพิ่มขึ้นสูงกว่าร้อยละ 3 เป็นครั้งแรกในรอบ 4 ปี (ภาพที่ 1) ในช่วงเวลาเดียวกัน ค่าเงินสกุลเอเชียอ่อนค่าลงอย่างรวดเร็ว ขณะที่ดัชนีตลาดหุ้นทั่วภูมิภาคก็ปรับลงแรง ท่ามกลางกระแสเงินทุนไหลออกทั้งจากตลาดตราสารหนี้และตลาดหุ้น (ภาพที่ 2)

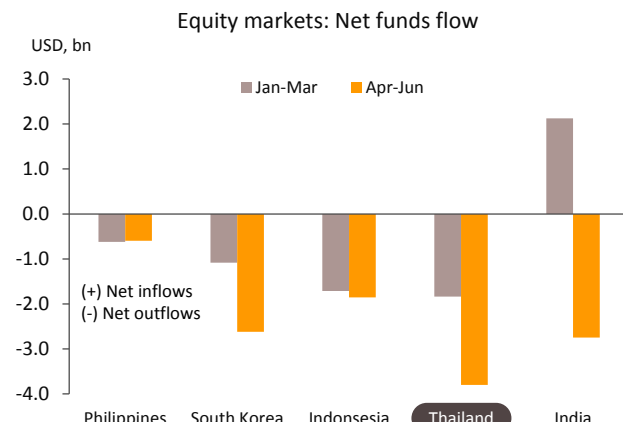
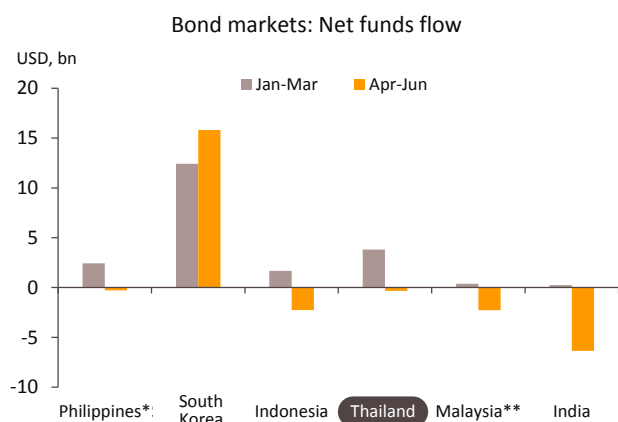
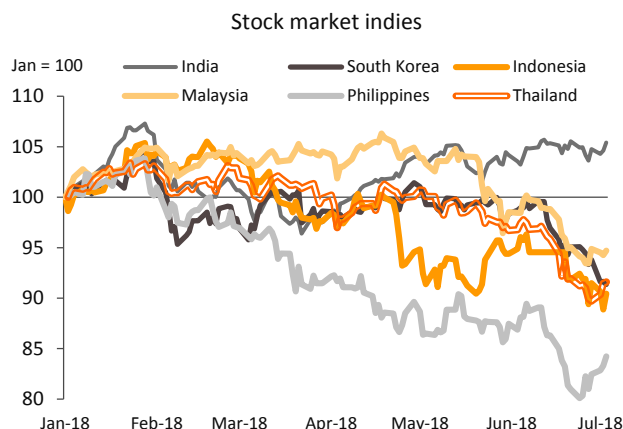
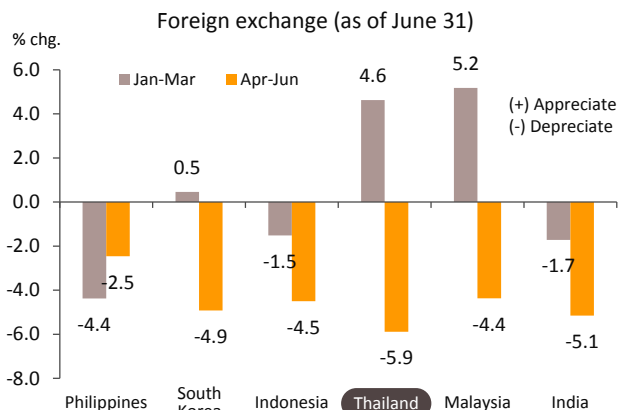
ภาพที่ 1: ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปีปรับเพิ่มขึ้นสูงกว่าร้อยละ 3 เป็นครั้งแรกในรอบ 4 ปี



Source: US Federal Reserve, Bloomberg, Krungsri Research

1/ ผู้เขียนขอขอบคุณนักศึกษานิเทศศาสตร์จากมหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ วิทยาเขตวังน้อยที่ช่วยหาข้อมูลในการเขียนบทความฉบับนี้

ภาพที่ 2: ในช่วงไตรมาส 2 ค่าเงินสกุลเอเชียอ่อนค่าลงอย่างรวดเร็ว ขณะที่ดัชนีตลาดหุ้นทั่วภูมิภาคก็ปรับลงแรง ท่ามกลางกระแสเงินทุนไหลออกทั้งจากตลาดตราสารหนี้และตลาดหุ้น



Source: Bloomberg, Krungsri Research

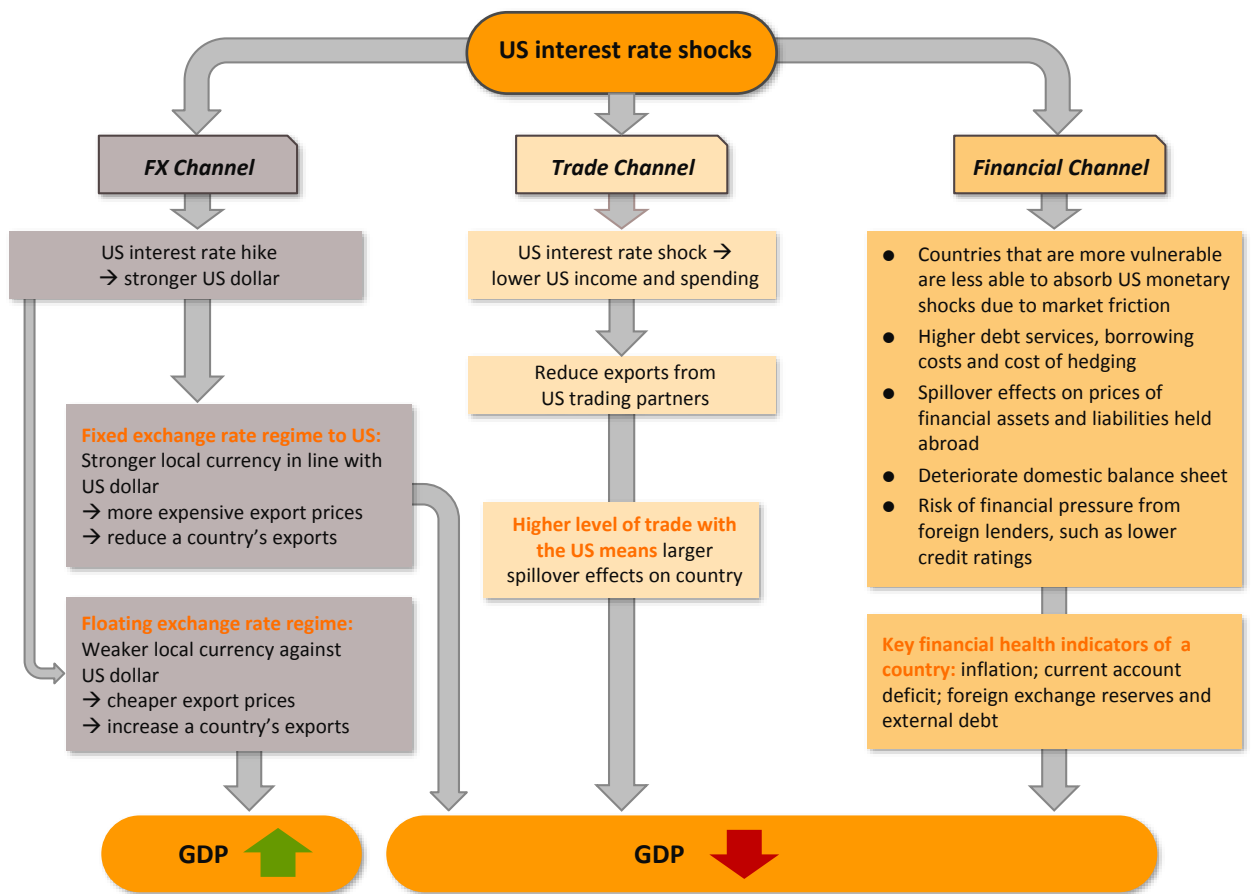
การประเมินผลกระทบ

1. กลไกการส่งผ่านผลกระทบ

ผลข้างเคียงจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ สามารถส่งผ่านได้ 3 ช่องทางคือ ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ช่องทางการค้า และช่องทางตลาดการเงิน

ในการวิเคราะห์ผลกระทบของการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ ต่อกิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศ เราพิจารณาการส่งผ่านผลกระทบจาก 3 ช่องทาง ได้แก่ ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ช่องทางการค้า และช่องทางตลาดการเงิน ซึ่งจะเห็นว่าในทุกช่องทางล้วนส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจประเทศอื่นทั้งสิ้น (ภาพที่ 3) สำหรับช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ประเทศที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ ค่าเงินของประเทศนั้นจะแข็งค่ามากขึ้นตามค่าเงินดอลลาร์ ทำให้ประเทศนั้นสูญเสียความสามารถในการแข่งขันและส่งออกได้น้อยลง ซึ่งจะชะลออัตราการเติบโตของเศรษฐกิจในที่สุด สำหรับช่องทางการค้า อุปสงค์จากสหรัฐฯ ที่ลดลงส่งผลโดยตรงต่อการส่งออกของประเทศคู่ค้า ส่วนช่องทางตลาดการเงิน ต้นทุนการกู้ยืมมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น (โดยเฉพาะหนี้ในสกุลเงินดอลลาร์) ส่งผลให้ภาวะการเงินโดยรวมตึงตัวมากขึ้น ซึ่งส่งผลกระทบต่อกิจกรรมเศรษฐกิจ ทั้งนี้ มีเพียงกรณีเดียวที่ประเทศคู่ค้าของสหรัฐฯ จะได้รับประโยชน์จากนโยบายทางการเงินที่เข้มงวดมากขึ้น คือประเทศที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว เนื่องจากประเทศนั้นๆ จะได้รับประโยชน์จากการส่งออกที่เพิ่มขึ้นตามราคาส่งออก (ในรูปดอลลาร์สหรัฐฯ) ที่ลดลง อย่างไรก็ตาม ผลเชิงบวกดังกล่าวในที่สุดแล้วจะถูกหักล้างโดยผลด้านลบผ่านช่องทางการค้าและตลาดการเงิน

ภาพที่ 3: ผลข้างเคียงจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ ทั้ง 3 ช่องทางคือ ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ช่องทางการค้า และช่องทางตลาดการเงินล้วนส่งผลทางลบต่อเศรษฐกิจประเทศอื่นทั้งสิ้น



Source: US Federal Reserve, Krungsri Research

2. ผลกระทบทางเศรษฐกิจ

ประเทศพัฒนาแล้วที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่และ/หรือมีขนาดการค้ากับสหรัฐฯ สูง และประเทศตลาดเกิดใหม่ที่เสถียรภาพเศรษฐกิจเปราะบางจะได้รับผลกระทบจากการปรับขึ้นดอกเบี้ยของสหรัฐฯ มากที่สุด

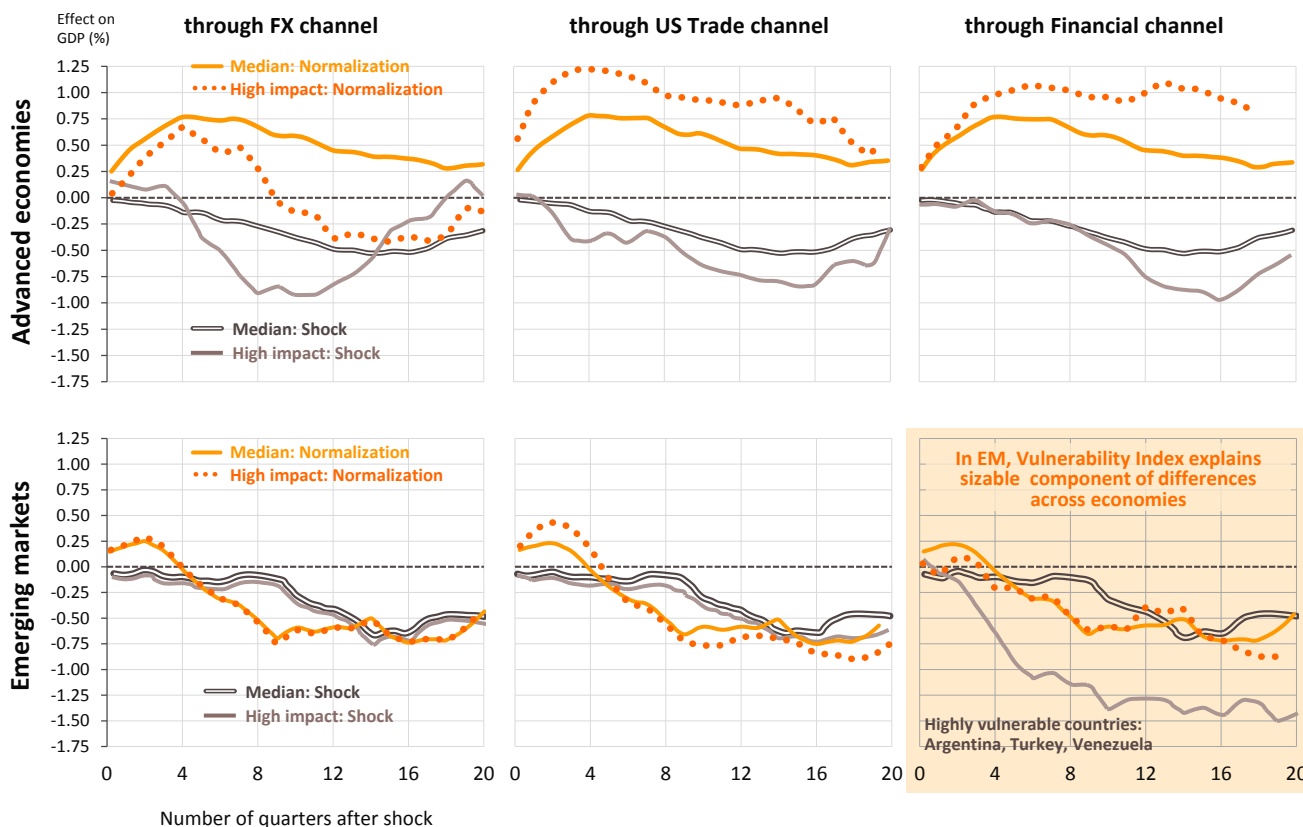
งานวิจัยของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Matteo Iacoviello และ Gaston Navarro, May 2018) ได้ศึกษาผลกระทบจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ ต่ออัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP) ของประเทศพัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่รวม 50 ประเทศ โดยแบ่งเป็น 2 เหตุการณ์ ได้แก่ (1) กรณีปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเข้าสู่ภาวะปกติ (Normalization) เพื่อให้สอดคล้องกับภาวะเศรษฐกิจที่ปรับดีขึ้น และ (2) กรณีปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยแบบไม่คาดฝัน (Interest rate shocks) ในแต่ละกรณี ผลกระทบต่อ GDP ของแต่ละประเทศจะแตกต่างกันขึ้นอยู่กับระบบอัตราแลกเปลี่ยน ขนาดการค้ากับสหรัฐฯ และเสถียรภาพภาคการเงินและต่างประเทศ (พิจารณาจากดุลบัญชีเดินสะพัด, ทุนสำรองระหว่างประเทศ, หนี้ต่างประเทศ และอัตราเงินเฟ้อ)

ผลการศึกษาสำคัญ:

- 1) **กรณีปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเข้าสู่ภาวะปกติ** ผลทางบวกในระยะสั้นจะหนุนให้ GDP ของประเทศพัฒนาแล้วปรับเพิ่มขึ้นผ่านทั้ง 3 ช่องทาง สำหรับกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ GDP จะปรับเพิ่มขึ้นในระยะ 4-5 ไตรมาสแรก หลังจากนั้นผลทางลบจะกลบผลทางบวกทำให้ GDP ปรับลดลงในที่สุด
- 2) **กรณีปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยแบบไม่คาดฝันร้อยละ 1** ภายใน 3 ปี GDP จะลดลงเฉลี่ยร้อยละ 0.5 สำหรับกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว และร้อยละ 0.8 สำหรับกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ โดยกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว ผลทางลบต่อ GDP จะรุนแรงขึ้นในประเทศที่ตรึงอัตราแลกเปลี่ยนกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ หรือประเทศที่มีขนาดการค้ากับสหรัฐฯ สูง สำหรับประเทศตลาดเกิดใหม่ เสถียรภาพภาคการเงินและต่างประเทศเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดขนาดของผลกระทบ ประเทศที่เสถียรภาพภาคการเงินและต่างประเทศไม่เข้มแข็ง GDP จะลดลงอย่างมีนัยสำคัญ (ภาพที่ 4)

ภาพที่ 4: กรณีปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยแบบไม่คาดฝัน กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่จะได้รับผลกระทบเชิงลบต่อ GDP รุนแรงกว่ากลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว

Impact of US interest rate hikes on GDP



Note: "Median" is the impact on GDP in countries where index for all channels is equal to 'median value'. It serves as benchmark in the analysis of each channel. For FX channel, "Median" in advanced economies represents floating FX regime while that in EM represents fixed FX regime. "High" is the impact on an economy where the value of each index - (i) exchange rate regime, (ii) exports to US plus imports from US, and (iii) vulnerability index - is in the 95th percentile.

Source: US Federal Reserve Board (Matteo Iacoviello and Gaston Navarro, 2018), Krungsri Research

กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ที่มีภาวะเงินเฟ้อสูงจะได้รับผลกระทบเชิงลบต่อ GDP รุนแรงที่สุด

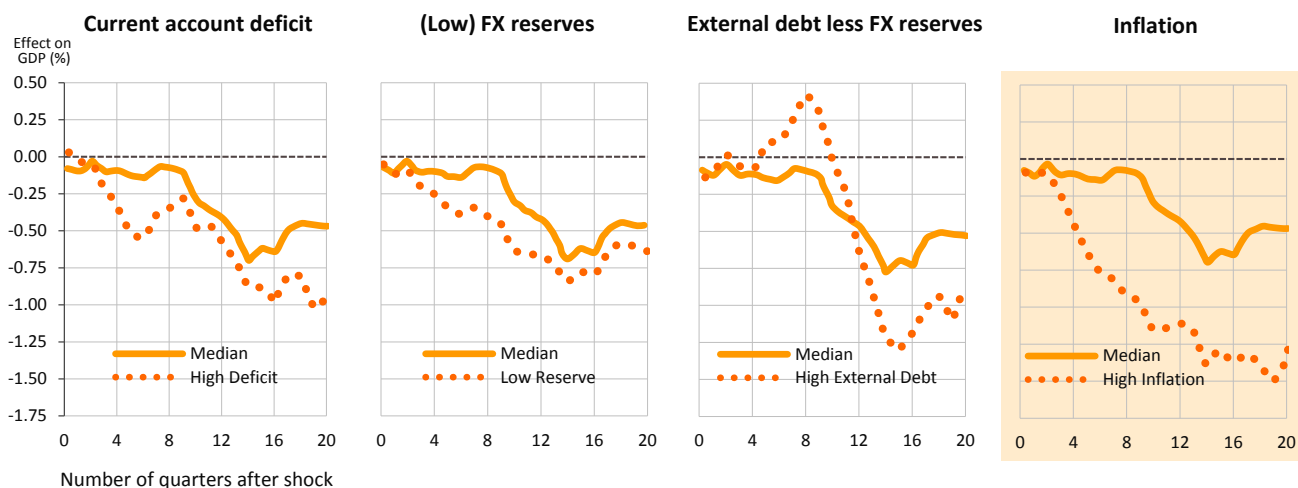
ตัวแปรทางเศรษฐกิจที่ใช้ในการวัดเสถียรภาพภาคการเงินและต่างประเทศมีทั้งสิ้น 4 ตัวแปร ประกอบด้วย ดุลบัญชีเดินสะพัด (ร้อยละของ GDP), ทุนสำรองระหว่างประเทศ (ร้อยละของ GDP), หนี้ต่างประเทศ (ร้อยละของ GDP) และอัตราเงินเฟ้อ (ภาพที่ 5) ตัวแปรทางเศรษฐกิจดังกล่าวจะเป็นปัจจัยกำหนดขนาดของผลทางลบต่อ GDP ของประเทศตลาดเกิดใหม่ โดยอัตราเงินเฟ้อมีน้ำหนักในการอธิบายผลทางลบมากที่สุด

ผลกระทบต่อประเทศตลาดเกิดใหม่:

- ภายใน 1 ปีหลังจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ ประเทศเกิดใหม่ที่มีอัตราเงินเฟ้อสูงจะได้รับผลทางลบทำให้ GDP ลดลงร้อยละ 0.5 และผลกระทบจะทวีความรุนแรงขึ้นอีกเมื่อเวลาผ่านไป
- ภายใน 5 ปี GDP จะลดลงร้อยละ 1.5 ทั้งนี้ สาเหตุที่อัตราเงินเฟ้อเป็นตัวแปรสำคัญในการกำหนดขนาดของผลกระทบ เนื่องจากภาวะเงินเฟ้อสูงสะท้อนปัญหาเชิงโครงสร้างด้านฐานะการเงินของรัฐบาล ซึ่งจะจำกัดความสามารถของประเทศในการตอบสนองต่อเหตุการณ์ไม่คาดฝันที่อาจเกิดขึ้น (Potential shocks) ในทำนองเดียวกัน ประเทศที่ขาดดุลบัญชีเดินสะพัดมากหรือมีทุนสำรองระหว่างประเทศต่ำขณะที่มีหนี้ต่างประเทศสูงก็จะเสี่ยงต่อวิกฤตการเงินหากเจ้าหนี้ต่างประเทศเรียกคืนเงินกู้

ภาพที่ 5: กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ที่มีภาวะเงินเฟ้อสูงจะได้รับผลกระทบเชิงลบต่อ GDP รุนแรงที่สุด

Emerging markets: US interest rate shock impact on GDP (by component)



Large current account deficit

- Foreign lenders would be less willing to extend credit
- Trigger sharp capital outflows
- Raise incidence and severity of a crisis

Foreign reserves and external debt

- Captures sensitivity of an economy to adverse shocks
- Assesses external vulnerability of a country through credit rating agencies and international organizations

High inflation

- Indicate structural problems in government finance
- Increase sensitivity to a country's borrowing costs to changing interest rates
- Key determinant of sovereign ratings

Note: "Median" is the impact on GDP in countries where index for all channels is equal to 'median value'. "High" is the impact on an economy where value for each index – (i) current account deficit, (ii) FX reserves, (iii) external debt, and (iv) inflation – is in the 95th percentile.

Source: US Federal Reserve Board (Iacoviello, Matteo and Gaston Navarro (2018)), Krungsri Research

ไทยมีเสถียรภาพทางการเงินเข้มแข็ง เอื้อให้สามารถรับมือกับความผันผวนของตลาดการเงินโลกได้ดีกว่าประเทศตลาดเกิดใหม่อื่นๆ

วิจัยกรุงศรีจัดทำดัชนีความเปราะบางทางเศรษฐกิจ (Vulnerability Index) คำนวณจากตัวแปรทางเศรษฐกิจ 4 ตัวแปร โดยการเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเท่ากัน ได้แก่ ยอดขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ทุนสำรองระหว่างประเทศ หนี้ต่างประเทศ และอัตราเงินเฟ้อ ภาพที่ 6 แสดงดัชนีความเปราะบางของประเทศตลาดเกิดใหม่ 24 ประเทศ ซึ่งเป็นข้อมูลอนุกรมเวลาย้อนหลัง 36 ปี ตั้งแต่ปี 2525 ถึง 2560 พบว่าในบรรดาประเทศที่ทำการศึกษา เวเนซุเอลา อาร์เจนตินาและตุรกีเป็นประเทศที่มีความเปราะบางมากที่สุด จึงไม่น่าแปลกใจว่าเหตุใดทั้งสามประเทศถึงปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพื่อชะลอการไหลออกของเงินทุน โดยเฉพาะอาร์เจนตินาที่กำลังเผชิญวิกฤตการเงินและได้ขอการสนับสนุนทางการเงินจากต่างประเทศ สำหรับกลุ่มประเทศภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้หรืออาเซียน อินโดนีเซียมีความเปราะบางมากที่สุด เนื่องจากมีอัตราเงินเฟ้อสูงและเงินทุนสำรองระหว่างประเทศต่ำ ด้วยเหตุนี้ ธนาคารกลางอินโดนีเซียจึงได้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างรวดเร็ว (ปรับขึ้นสามครั้งในระหว่างเดือนพฤษภาคมและมิถุนายน ปรับเพิ่มขึ้นรวมร้อยละ 1.0) เพื่อตอบสนองต่อการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ

ในบรรดาประเทศที่ทำการศึกษา ไทยมีความเข้มแข็งของเสถียรภาพทางการเงินอยู่ในอันดับที่ 2 รองจากไต้หวัน นับตั้งแต่วิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 เป็นต้นมา เสถียรภาพภาคการเงินและต่างประเทศของไทยปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง ซึ่งทำให้ไทยได้รับผลกระทบจากภายนอกน้อยกว่าประเทศตลาดเกิดใหม่อื่นๆ ทั้งนี้ การเปลี่ยนจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ไปเป็นแบบลอยตัว รวมทั้งการมีส่วนร่วมในห่วงโซาการผลิตของโลกที่เพิ่มมากขึ้น ทำให้ไทยได้านิสงค์จากการขยายตัวของอุปสงค์ต่างประเทศที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ส่งผลทำให้ไทยเกินดุลบัญชีเดินสะพัดเกือบทุกปี และมีทุนสำรองระหว่างประเทศเพิ่มพูนขึ้นอย่างมาก ประกอบกับมีหนี้ต่างประเทศและอัตราเงินเฟ้อต่ำ วิจัยกรุงศรีจึงคาดว่า ไทยจะได้รับผลกระทบจากการปรับขึ้นดอกเบี้ยของสหรัฐฯ น้อยกว่าประเทศตลาดเกิดใหม่อื่นๆ

ในช่วงปี 2557-2560 ไทยเกินดุลบัญชีเดินสะพัดทุกปี เฉลี่ยร้อยละ 10.2 ของ GDP ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยร้อยละ 0.4 ของกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ในช่วงเวลาเดียวกัน และคาดว่าปีนี้ไทยจะเกินดุลบัญชีเดินสะพัดเป็นปีที่ 5 ติดต่อกันที่ 4.52 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือคิดเป็นร้อยละ 8.8 ของ GDP (ยอดรวมการเกินดุลบัญชีเดินสะพัด 5 เดือนแรกของปีนี้อยู่ที่ 1.73 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ขณะเดียวกัน ณ สิ้นปี 2560 ไทยมีทุนสำรองระหว่างประเทศอยู่ที่ 2.03 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ คิดเป็นร้อยละ 44.9 ของ GDP ซึ่งสูงมากเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของประเทศตลาดเกิดใหม่ที่ร้อยละ 23.4% และมีหนี้ต่างประเทศที่ 1.44 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ คิดเป็นร้อยละ 32.6 ของ GDP ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของประเทศตลาดเกิดใหม่ที่ร้อยละ 41.9 ขณะที่อัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยในช่วงปี 2557-2560 ของไทยอยู่ที่ร้อยละ 0.5 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของประเทศตลาดเกิดใหม่ที่ร้อยละ 8.7 อย่างมาก

ภาพที่ 6: ไทยมีความเข้มแข็งของเสถียรภาพทางการเงินอยู่ในอันดับที่ 2 รองจากไต้หวัน จากการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดต่อเนื่อง มีทุนสำรองระหว่างประเทศจำนวนมาก มีหนี้ต่างประเทศน้อย และมีอัตราเงินเฟ้อต่ำ

Rank		1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
1	Taiwan																																					Taiwan
2	Thailand																																					Thailand
3	Botswana																																					Botswana
4	Israel																																					Israel
5	China																																					China
6	Philippines																																					Philippines
7	Malaysia																																					Malaysia
8	Vietnam																																					Vietnam
9	Peru																																					Peru
10	India																																					India
11	Hungary																																					Hungary
12	Poland																																					Poland
13	Brazil																																					Brazil
14	Jordan																																					Jordan
15	Mexico																																					Mexico
16	Indonesia																																					Indonesia
17	El Salvador																																					El Salvador
18	Chile																																					Chile
19	Colombia																																					Colombia
20	South Africa																																					South Africa
21	Ecuador																																					Ecuador
22	Turkey																																					Turkey
23	Argentina																																					Argentina
24	Venezuela																																					Venezuela

Vulnerable Healthy

Note: *Vulnerability index is constructed by gauging four indicators -- current account balance (% of GDP), foreign reserves (% of GDP), inflation (% YoY) and external debt (difference with foreign reserves as % of GDP) -- which reflect the financial health and resilience to external shocks.

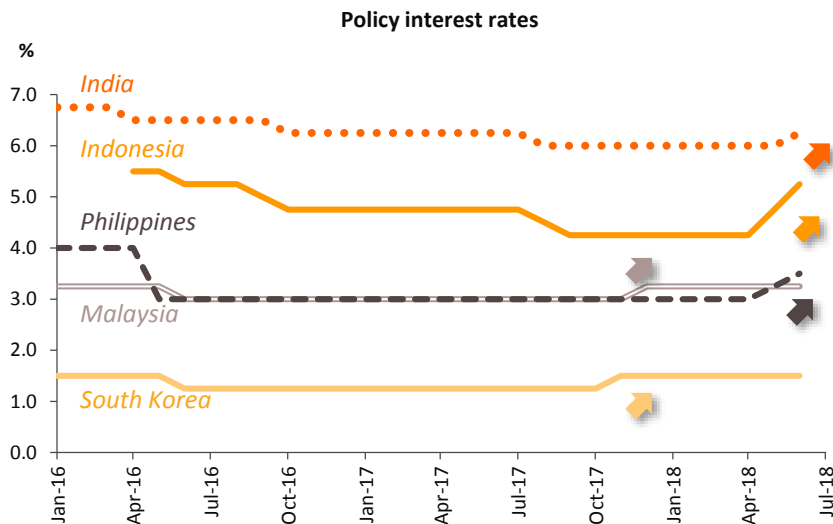
Source: World Bank, Bank of Thailand (BOT), CEIC, Krungsri Research

แม้จะมีแรงกดดันจากสถานการณ์ที่ทุกประเทศกำลังปรับนโยบายการเงินกลับเข้าสู่ภาวะปกติ แต่ไทยไม่จำเป็นต้องเร่งปรับนโยบายให้สอดคล้องในระยะเวลานี้

ในระยะสั้นแม้ผลกระทบจากการปรับนโยบายการเงินกลับเข้าสู่ภาวะปกติของสหรัฐฯ ผ่านช่องทางการค้าจะจำกัด ทว่าผลกระทบผ่านช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนและตลาดการเงินได้ส่งผลกระทบต่อกิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศตลาดเกิดใหม่ กล่าวคือ การที่เงินทุนไหลออกฉับพลันและค่าเงินอ่อนค่าลงทำให้กระทบต่อภาวะตลาดหุ้นและพันธบัตร ส่งผลให้บัญชีดุลของทั้งภาครัฐและเอกชนในประเทศ (Domestic balance sheets) อ่อนแอลง ทั้งนี้ ไม่เฉพาะแค่ธนาคารกลางของประเทศที่มีความเปราะบางเท่านั้นที่มีการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงิน หากประเทศที่มีเสถียรภาพภาคการเงินอยู่ในเกณฑ์ดีอย่าง อินเดีย ฟิลิปปินส์ มาเลเซีย และเกาหลีใต้ ได้เริ่มทยอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยแล้วเช่นกัน เพื่อมิให้ทิศทางนโยบายการเงินระหว่างสหรัฐฯ กับประเทศอื่นๆ ฉีกออกจากกันมากเกินไป ซึ่งอาจทำให้ภาวะเงินทุนไหลออกเลวร้ายยิ่งขึ้น (ภาพที่ 7) โดยในไตรมาส 2/2561 สกุลเงินของประเทศเหล่านี้อ่อนค่าลงร้อยละ 2.5-5.1 และเงินทุนไหลออกจากตลาดหุ้นของแต่ละประเทศเฉลี่ยราว 2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

ในขณะที่ไทยยังไม่เริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย แม้ว่าค่าเงินบาทจะอ่อนค่าถึงร้อยละ 5.9 ในไตรมาส 2/2561 (พลิกจากที่แข็งค่าร้อยละ 4.6 ในไตรมาส 1/2561) เนื่องจากภาวะไหลออกของเงินทุนจากทั้งตลาดหุ้น (3.8 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) และตลาดตราสารหนี้ (339 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ตามที่ได้กล่าวไปในส่วนก่อนหน้านี้ ไทยมีเสถียรภาพภาคการเงินที่เข้มแข็งจึงอ่อนไหวต่อการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ น้อยกว่าประเทศอื่นๆ ทำให้ไม่จำเป็นต้องรีบดำเนินนโยบายตอบสนองอย่างเร่งด่วน จึงไม่แปลกใจที่ทำไมผู้กำหนดนโยบายของไทยทั้งธนาคารแห่งประเทศไทยและกระทรวงการคลังสื่อสารบ่อยครั้งว่าการปรับเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินจะพิจารณาจากพื้นฐานเศรษฐกิจในประเทศมากกว่าปัจจัยจากต่างประเทศ

ภาพที่ 7: ธนาคารกลางหลายแห่งในภูมิภาคเอเชียได้เริ่มทยอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยแล้ว แต่ไทยไม่จำเป็นต้องรีบดำเนินนโยบายตอบสนองอย่างเร่งด่วน



Source: Bloomberg, Krungsri Research

นโยบายตอบสนอง

การปรับอัตราดอกเบี้ยน่าจะเป็นเครื่องมือที่เหมาะสมที่สุดในขณะนี้

ธนาคารแห่งประเทศไทยมีเครื่องมือทางนโยบายการเงินหลากหลายเพื่อใช้ในการสกัดเงินทุนไหลออก หนึ่งในนั้นคือ **มาตรการควบคุมเงินทุนเคลื่อนย้าย (Capital Controls)** แต่ประสบการณ์ในปี 2549 ได้สอนเราว่ามาตรการนี้ส่งผลกระทบและกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติ ส่วนมาตรการที่นิยมใช้กันอย่างแพร่หลายในปัจจุบันเพื่อรักษาเสถียรภาพระบบการเงิน (Financial Stability) ได้แก่ **มาตรการดูแลเสถียรภาพระบบการเงินเฉพาะจุด (Macroprudential measures)** อาทิ มาตรการจำกัดการก่อหนี้ต่างประเทศของสถาบันการเงิน หรือมาตรการเพิ่มสัดส่วนการป้องกันความเสี่ยงเงินตราต่างประเทศ เพื่อช่วยลดทอนความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน อย่างไรก็ตาม มาตรการนี้เป็นมาตรการป้องกันความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต (Pre-emptive measures) มากกว่าจะช่วยสกัดการไหลออกของเงินทุนต่างประเทศซึ่งเป็นสถานการณ์ที่เกิดขึ้นในขณะนี้ ส่วน **มาตรการแทรกแซงตลาดอัตราแลกเปลี่ยน** เป็นอีกเครื่องมือที่ช่วยชะลอความเร็วของการอ่อนค่าของเงินบาท แต่ก็เป็มาตรการชั่วคราวเท่านั้น เพราะหากดำเนินการต่อเนื่องอาจสุ่มเสี่ยงที่จะทำให้ทุนสำรองระหว่างประเทศลดลงอย่างรวดเร็วซึ่งส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพภาคต่างประเทศในที่สุด

การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ดูเหมือนจะเป็นทางเลือกที่เหมาะสมที่สุดเพื่อรับมือกับสถานการณ์ปัจจุบัน การปรับขึ้นดอกเบี้ยไม่เพียงช่วยชะลอการไหลออกของเงินทุนและการอ่อนค่าของเงินบาทเท่านั้น หากยังช่วยรักษาเสถียรภาพระบบการเงินอีกด้วย เช่น ช่วยชะลอพฤติกรรมแสวงหาผลตอบแทนที่สูงขึ้น (search for yield) ซึ่งอาจนำไปสู่การประเมินความเสี่ยงต่ำกว่าที่ควร (underpricing of risk) ดังนั้น การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยจึงเป็นเครื่องมือที่มีประสิทธิภาพมากที่สุดเพราะเป็นเครื่องมือหนึ่งเดียวที่ตอบสนองได้ถึง 2 เป้าหมายอันได้แก่ การรักษาเสถียรภาพด้านราคา (ผ่านอัตราแลกเปลี่ยน) และเสถียรภาพระบบการเงิน สอดคล้องกับมุมมองของคณะกรรมการนโยบายการเงินที่ระบุไว้ในรายงานการประชุมวันที่ 20 มิถุนายน 2561 ว่า “คณะกรรมการฯ เห็นว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นเครื่องมือที่ช่วยป้องกัน (preventive) ไม่ให้ปัญหารุนแรงมากขึ้นจนกระทบต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจการเงินในวงกว้าง และต้องใช้ควบคู่กับมาตรการดูแลเสถียรภาพระบบการเงินเฉพาะจุด (macroprudential measures)”

วิจัยกรุงศรีคงมุมมองว่า กนง. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยร้อยละ 0.25 ในไตรมาส 4/2561

แม้ว่าธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ไม่จำเป็นต้องรีบปรับนโยบายการเงินกลับเข้าสู่ภาวะปกติเหมือนเช่นธนาคารกลางอื่นๆ ในประเทศตลาดเกิดใหม่ แต่เราเชื่อว่าการเริ่มดำเนินการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยถือเป็นการส่งสัญญาณว่า ธปท. มีความเชื่อมั่นต่อแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อมากขึ้น ซึ่งอาจส่งผลเชิงจิตวิทยาทำให้ภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจมีความมั่นใจที่จะใช้จ่ายและลงทุน วิจัยกรุงศรียังคงมุมมองว่า ธปท. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายร้อยละ 0.25 ในไตรมาส 4/2561 เพื่อให้สอดคล้องกับภาวะเศรษฐกิจที่ปรับดีขึ้นในปัจจุบัน กล่าวคือ (1) เศรษฐกิจมีแนวโน้มขยายตัวเกินกว่าระดับศักยภาพในช่วงครึ่งปีหลัง (2) อัตราเงินเฟ้อคาดว่าจะอยู่ในกรอบเป้าหมายตลอดช่วง 12 เดือนข้างหน้า เนื่องจากการขยายตัวเริ่มกระจายสู่ภาคเศรษฐกิจต่างๆ ทั่วถึงมากขึ้น นอกจากนี้ การทยอยลดการผ่อนคลายนโยบายการเงินจะช่วยหลีกเลี่ยงมิให้ทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินของไทยกับประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชียอีกออกจากกันมากเกินไป ทั้งนี้ ธปท. เริ่มส่งสัญญาณชัดเจนมากขึ้นว่าอาจปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระยะเวลาอันใกล้ โดยรายงานการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) วันที่ 20 มิถุนายน 2561 ระบุว่า “คณะกรรมการฯ ได้อภิปรายเกี่ยวกับเงื่อนไขและจังหวะเวลาที่เหมาะสมของการเริ่มปรับนโยบายการเงินให้เข้าสู่ภาวะปกติในอนาคต โดยเห็นว่าหากเศรษฐกิจยังคงมีแนวโน้มขยายตัวได้ดีต่อเนื่องและแนวโน้มเงินเฟ้อสามารถอยู่ในกรอบเป้าหมายได้ชัดเจนขึ้น ความจำเป็นที่จะต้องใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายมากในระดับปัจจุบันจะเริ่มลดลง และการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อสร้าง policy space ในอนาคตจะมีความสำคัญมากขึ้น”

ประเด็นเด่นส่งท้าย

การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐฯ ไม่เพียงส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ เท่านั้น หากยังส่งผลข้างเคียงต่อประเทศอื่นๆ โดยเฉพาะกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ซึ่งรวมถึงประเทศไทยอีกด้วย ผลกระทบต่อเศรษฐกิจของแต่ละประเทศจะแตกต่างกันขึ้นอยู่กับปัจจัยสำคัญสามประการ ได้แก่ ระบบอัตราแลกเปลี่ยน การเชื่อมโยงทางการค้า และความเปราะบางของเศรษฐกิจ สำหรับประเทศไทย ด้วยเสถียรภาพที่เข้มแข็งทั้งในภาคการเงินและภาคต่างประเทศ (เกินดุลบัญชีเดินสะพัดระดับสูง มีทุนสำรองระหว่างประเทศจำนวนมาก ขณะที่หนี้ต่างประเทศน้อย และมีอัตราเงินเฟ้อต่ำ) ไทยจึงมีสถานะที่ดีกว่าประเทศตลาดเกิดใหม่อื่นๆ ในการรับมือกับผลกระทบจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยดังกล่าว ทั้งนี้ วิจัยกรุงศรีคาดว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เพื่อบรรเทาผลกระทบจากการไหลออกของกระแสทุนต่างชาติและชะลอความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน ทั้งยังช่วยรักษาเสถียรภาพระบบการเงิน ตลอดจนหลีกเลี่ยงมิให้ทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินของไทยกับประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชียอีกออกจากกันมากเกินไป

“แม้เศรษฐกิจไทยจะมีเสถียรภาพเข้มแข็งและคาดว่าจะได้รับผลกระทบจากความผันผวนของตลาดการเงินโลกน้อยกว่าประเทศตลาดเกิดใหม่อื่นๆ แต่ทุกคนไม่ควรประมาท บทเรียนในอดีตจากวิกฤติปี 2540 สอนเราว่าความประมาทสามารถสร้างความเสียหายได้มากมายเพียงใด” นายวิรไท สันติประภพ (29 มิถุนายน 2561)

วิจัยกรุงศรี

ดร.สมประวิณ มันประเสริฐ

พรพรรณ โศภณสุพัทธ์

ทีมวิจัยเศรษฐกิจ

- ศรันต์ สุนันทสถาพร
- สุจิต ชัยวิชญชาติ
- จุไรลักษณ์ พลศรี
- สร้อยสนธิ์ หล่อสุวรรณกุล
- ลูกหิน วราโชติเศรษฐ์
- ธนาพร ศรีคล้าย

ทีมวิจัยอุตสาหกรรม

- เชษฐา เชื้อสุวรรณ
- ธเนศ มหัทธนาลัย
- พูลสุข นิลกิจศรานนท์
- ปิยะนุช สถาพงศ์ภักดี
- นรินทร์ ต้นไพบูลย์
- พุทธชาติ ลุนคำ
- นิรติศัย ทุมวงษา
- วรณา ยงพิศาลภพ
- พัชรา กลิ่นชวนชื่น

ทีมพัฒนางานวิจัย

- ดลลัภลักษณ์ ธนดิษฐ์สุวรรณ
- รชฏ เลียงจันทร์
- อภากร นพริตยาภรณ์

ทีมบริหารระบบข้อมูลวิจัย

- สุวัจน์ สมนะสงค์
- ธมณ เสริญสุขสกุล
- เชิดศักดิ์ ศรีชัยตัน
- วงศกร แก้วอุดทั้ง

ผู้บริหารสายงานวิจัยและหัวหน้าทีมวิจัยเศรษฐกิจ

ผู้บริหารฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและอุตสาหกรรม

หัวหน้าทีมวิเคราะห์เศรษฐกิจเชิงกลยุทธ์

หัวหน้าทีมพยากรณ์เศรษฐกิจและวิเคราะห์ความเสี่ยงมหภาค

เศรษฐกิจอาเซียน

เศรษฐกิจอาเซียน (เศรษฐกิจภูมิภาค)

เศรษฐกิจ

เศรษฐกิจ

หัวหน้าทีมวิจัยธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมการผลิต

หัวหน้าทีมวิจัยธุรกิจบริการและอสังหาริมทรัพย์

นักวิเคราะห์อาวุโส (Healthcare, Modern Trade, ICT)

นักวิเคราะห์อาวุโส (Transportation & Logistics, Industry Risk Ratings)

นักวิเคราะห์อาวุโส (Power Generation, Biofuel, Chemical & Plastic Products)

นักวิเคราะห์ (Tourism Sectors, Real Estate in Upcountry)

นักวิเคราะห์ (Construction Contractor, Construction Materials)

นักวิเคราะห์ (Automobile, Electronics & Electrical Appliances, Beverages)

นักวิเคราะห์ (Real Estate in BMR)

นักวิเคราะห์อาวุโส (Financial Sectors)

นักวิเคราะห์ (Oil & Gas, Petrochemicals, Industry Scenario Analysis)

นักวิเคราะห์

เจ้าหน้าที่บริหารงานทั่วไป

เจ้าหน้าที่บริหารงานทั่วไป

เจ้าหน้าที่ระบบข้อมูลวิจัย

เจ้าหน้าที่ระบบข้อมูลวิจัย

สนใจสมัครรับอีเมลได้ที่ krungsri.research@krungsri.com

คำสงวนสิทธิ์

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชนที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม วิจัยกรุงศรีมิอาจรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวได้ ทั้งนี้ขอคิดเห็นที่ปรากฏเป็นความคิดเห็นของวิจัยกรุงศรี ไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับ บมจ. ธนาคารกรุงศรีอยุธยา และขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็น หรือประมาณการต่างๆ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า