

Voting Record: สัญญาณชี้นำดอกเบี้ยนโยบาย

การสื่อสารของธนาคารกลางถือเป็นเครื่องมือสำคัญในการดำเนินนโยบายการเงิน ทั้งนี้ การสื่อสารที่มีประสิทธิภาพจะมีความชัดเจน (Clear) ความโปร่งใส (Transparent) และมีข้อมูลข่าวสาร (Informative) นอกจากนี้ ยังต้องสามารถส่งผลกระทบต่อตลาดที่มีต่อทิศทางนโยบายการเงินในอนาคตได้ วิจัยกรุงศรีพบว่า ผลโหวตคณะกรรมการนโยบายการเงินของไทย (Voting record) เป็นหนึ่งในเครื่องมือที่มีประสิทธิภาพเนื่องจาก (1) เป็นการสื่อสารที่ง่ายต่อการตีความ (2) ผลโหวตคณะกรรมการนโยบายการเงินมีข้อมูล (information) ที่สำคัญนอกเหนือจากการคาดการณ์ของตลาด และ (3) สามารถช่วยให้ตลาดสามารถคาดการณ์ทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบายในการประชุมครั้งถัดไปได้

เมื่อมองไปถึงการประชุมในเดือนกุมภาพันธ์ จากผลโหวตคณะกรรมการนโยบายการเงินที่ผ่านมา พบว่า คณะกรรมการนโยบายการเงินมีแนวโน้มจะคงดอกเบี้ยที่ความน่าจะเป็น 63.8% อย่างไรก็ตาม ผลโหวตของการประชุมในรอบนี้จะเป็นอีกสิ่งที่ต้องจับตามอง เนื่องจากองค์ประกอบของผลโหวตที่ต่างกันจะมีนัยต่อผลการประชุมในรอบถัดไปในเดือนมีนาคมที่แตกต่างกัน กล่าวคือ มติของ MPC 4:3 หรือ 5:2 ที่จะคงดอกเบี้ยในครั้งนี้ จะหมายถึงการส่งสัญญาณในการขึ้นอัตราดอกเบี้ยได้ในครั้งถัดไปในเดือนมีนาคม

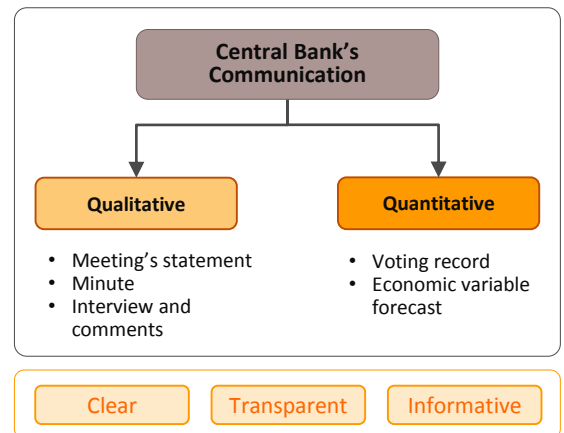
การสื่อสารของธนาคารกลางเข้ามามีบทบาทสำคัญในการดำเนินนโยบายการเงิน โดยเฉพาะหลังจากที่ธนาคารกลางหลายแห่งเผชิญข้อจำกัดในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง เช่น อัตราดอกเบี้ยที่ลดต่ำจนถึงระดับเข้าใกล้ศูนย์ (the zero lower bound: ZLB) หรือภาวะเงินเฟ้อต่ำเป็นเวลานาน

การสื่อสารของธนาคารกลางสามารถแบ่งได้เป็นสองลักษณะ (ภาพที่ 1) คือ 1) การสื่อสารที่มีลักษณะเป็นเชิงปริมาณ (quantitative information) หมายถึง การสื่อสารที่สามารถแปรเป็นตัวเลขได้ง่ายและชัดเจน (easy and clear to be quantified) เช่น ผลโหวตของคณะกรรมการนโยบายการเงิน (voting record) การคาดการณ์ตัวแปรเศรษฐกิจ (economic variable forecast) และ 2) การสื่อสารที่มีลักษณะเป็นเชิงคุณภาพ (qualitative information) เช่น ผลสรุปการประชุม (meeting's statement) รายงานการประชุม (minute)

การสื่อสารของธนาคารกลางส่งผลผ่านช่องทางการคาดการณ์ (expectation channel) (ภาพที่ 2) โดยจะส่งผลกระทบต่อคาดการณ์ของผู้เล่นในระบบเศรษฐกิจในมิติต่างๆ เช่น สภาพเศรษฐกิจ แนวโน้มเศรษฐกิจ รวมถึงทิศทางนโยบายการเงินในอนาคต ซึ่งนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงของกิจกรรมทางเศรษฐกิจทั้งในภาคเศรษฐกิจจริงและภาคการเงิน ดังนั้น การสื่อสารของธนาคารกลางที่มีประสิทธิภาพ (effective communication) ควรมีความชัดเจน (clear) โปร่งใส (transparent) และมีข้อมูลข่าวสาร (informative) เพื่อให้ตลาด (market participants) เข้าใจสิ่งที่ธนาคารกลางต้องการสื่อสารในทิศทางเดียวกัน เพื่อลดความไม่แน่นอนจากการคาดการณ์ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพของนโยบายการเงินได้

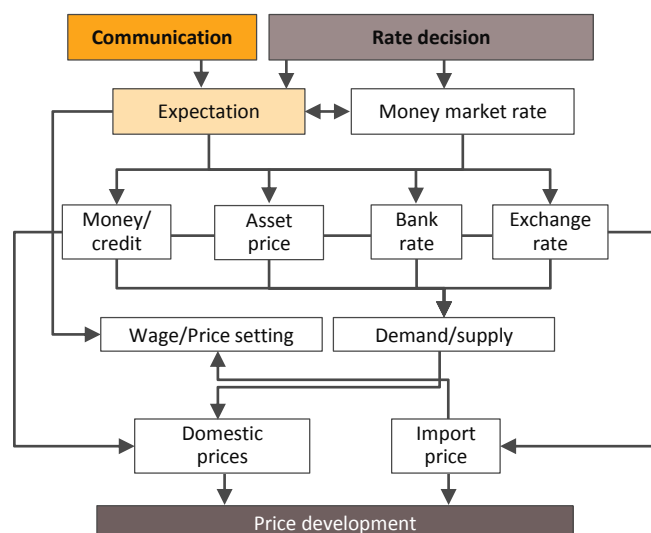
งานวิเคราะห์ชิ้นนี้จะเน้นไปที่การสื่อสารของธนาคารกลางผ่านผลโหวตของคณะกรรมการนโยบายการเงิน (MPC's voting record) เนื่องจากผลโหวตเป็นข้อมูลเชิงปริมาณ ซึ่งสามารถตีความง่ายและมีความชัดเจน (quantifiable and clear) หากผลโหวตคณะกรรมการนโยบายการเงินช่วยเพิ่มความสามารถในการคาดการณ์ทิศทางนโยบายการเงินในอนาคต จะสะท้อนได้ว่า ผลโหวตคณะกรรมการเป็นหนึ่งในเครื่องมือสื่อสารที่สำคัญของธนาคารกลางที่ช่วยส่งเสริมประสิทธิภาพของการดำเนินนโยบายการเงินให้ดียิ่งขึ้น

ภาพที่ 1: การสื่อสารของธนาคารกลาง



Source: Krungsri Research

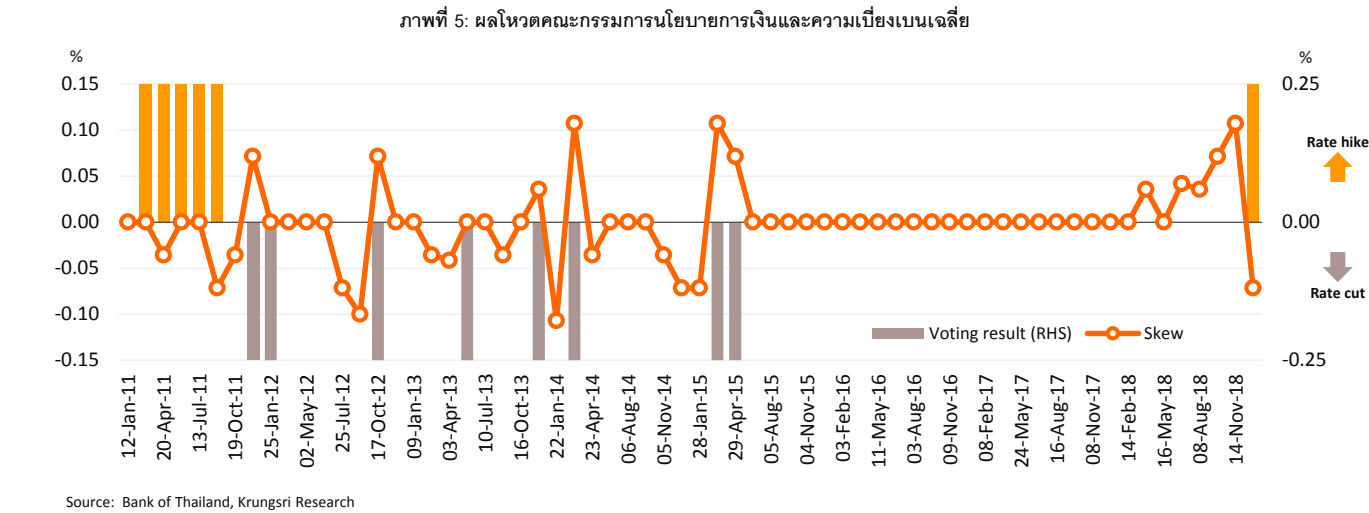
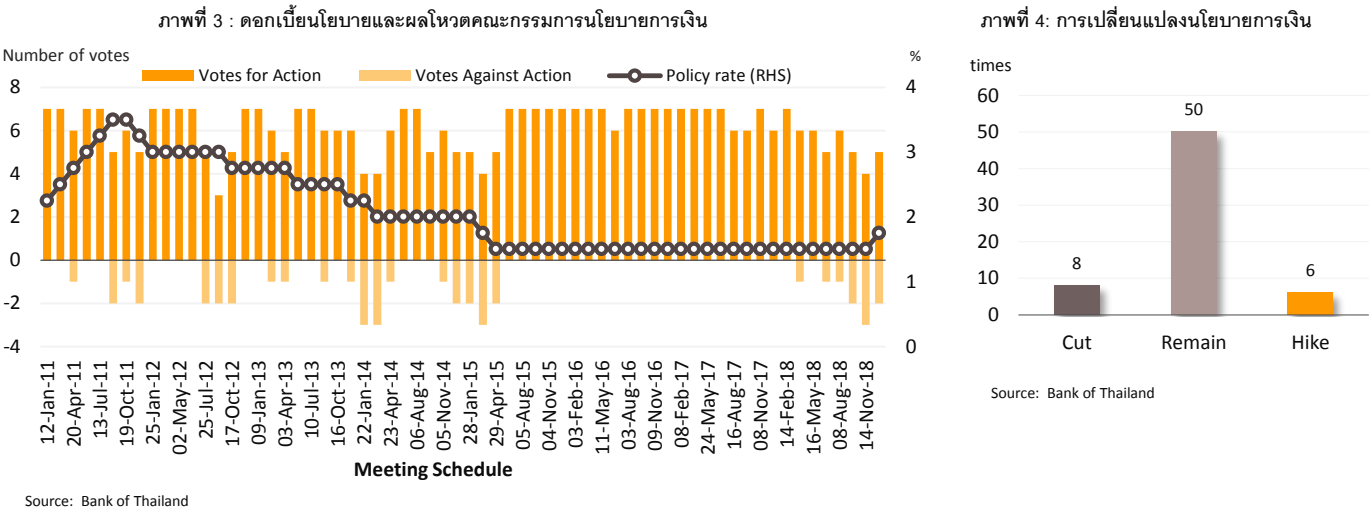
ภาพที่ 2: ช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านการคาดการณ์



Source: ECB, Krungsri Research

คณะกรรมการนโยบายการเงิน (MPC) ของธนาคารแห่งประเทศไทยประกอบด้วยสมาชิก 7 ท่าน ทำหน้าที่ตัดสินใจดอกเบี้ยนโยบายตั้งแต่ปี 2543 และได้เริ่มประกาศผลโหวตคณะกรรมการนโยบายการเงินตั้งแต่ปี 2554 ในการแถลงข่าวผลการประชุมของคณะกรรมการนโยบายการเงินพร้อมการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

นับตั้งแต่ปี 2554 จนถึงปัจจุบัน มีการประชุมทั้งหมด 64 ครั้ง (ภาพที่ 3) ผลโหวตออกมาเป็นเอกฉันท์จำนวน 39 ครั้ง (60.9%) การตัดสินใจส่วนใหญ่เป็นการคงดอกเบี้ยนโยบายเป็นจำนวน 50 ครั้ง ขึ้นดอกเบี้ยจำนวน 6 ครั้ง และลดดอกเบี้ยจำนวน 8 ครั้ง (ภาพที่ 4) ข้อสังเกตที่สำคัญคือ มักจะเห็นผลโหวตที่ต่างกันของคณะกรรมการก่อนการปรับดอกเบี้ยนโยบายในครั้งถัดไป ผลโหวตดังกล่าวสามารถแปลงเป็นตัวเลขความเบี่ยงเบนเฉลี่ยของการตัดสินใจดอกเบี้ยนโยบาย (skew) ของสมาชิกแต่ละท่านจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ประกาศ (ภาพที่ 5) โดยคำนวณจากค่าเฉลี่ยของการโหวตอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสมาชิกทั้ง 7 ท่านลบด้วยมติดอกเบี้ยนโยบายที่ประกาศ ตัวอย่างเช่น ในการประชุมรอบ 14 พฤศจิกายน 2561 คณะกรรมการนโยบายการเงินคงดอกเบี้ยที่ 1.5% ด้วยมติ 4:3ซึ่งสมาชิก 4 ท่านโหวตคงดอกเบี้ย ขณะที่อีก 3 ท่านโหวตขึ้นดอกเบี้ยเป็น 1.75% ดังนั้นค่าความเบี่ยงเบนเฉลี่ยจะมีค่าเท่ากับ $[(4*1.5+3*1.75)/7 - 1.5] = 0.11$ หากคณะกรรมการนโยบายการเงินมีมติเอกฉันท์ ค่าความเบี่ยงเบนจะเท่ากับ 0 ดังนั้น สรุปได้ว่า ค่าความเบี่ยงเบน (skew) จะหมายถึง ความไม่เห็นพ้องของคณะกรรมการนโยบายการเงิน ซึ่งมีแนวโน้มที่จะนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงของดอกเบี้ยนโยบายในอนาคต



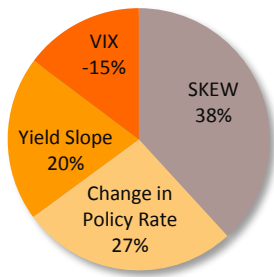
จากการทดสอบสมมติฐานข้างต้นด้วยแบบจำลองเศรษฐกิจ^{1/} พบว่า “ผลโหวตคณะกรรมการนโยบายการเงินช่วยให้ตลาดสามารถคาดการณ์ดอกเบี้ยนโยบายในระยะข้างหน้าได้” โดยหากค่าความเบี่ยงเบนเป็นบวกมากขึ้น จะแสดงถึงท่าทีของคณะกรรมการนโยบายการเงินที่มีแนวโน้มขึ้นนโยบายการเงินแบบเข้มงวดมากขึ้น (tightening monetary policy stance)

1/ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงดอกเบี้ยนโยบายจะมีลักษณะเป็นชุด (cluster) มีค่าจำกัด (limited value) และไม่ต่อเนื่อง (discrete) ดังนั้นจึงเลือกใช้แบบจำลอง Censored regression ซึ่งมีสมการดังนี้

$$\Delta i_{t+1} = \beta_1 SKEW_t + \beta_2 \Delta i_t + \beta_3 YieldSlope_t + \beta_4 VIX_t + \epsilon_{t+1}$$

ถ้าตลาดการเงินสามารถตอบสนองต่อตัวเลขเศรษฐกิจและการขึ้นนโยบายการเงินของธนาคารกลางได้อย่างสมบูรณ์ ความชันของเส้น yield curve ซึ่งหมายถึงการคาดการณ์ของตลาดต่อทิศทางเศรษฐกิจและทิศทางนโยบายการเงินควรจะอธิบายการเปลี่ยนแปลงของดอกเบี้ยนโยบายในอนาคตได้ทั้งหมด อย่างไรก็ตาม จากแบบจำลองพบว่า ความชันของเส้น yield curve อธิบายดอกเบี้ยนโยบายในการประชุมครั้งถัดไปได้ 20% ขณะที่ผลโหวตคณะกรรมการนโยบายการเงินรวมถึงแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงดอกเบี้ยที่ผ่านมา และความผันผวนของตลาดการเงิน สามารถช่วยเพิ่มการอธิบายอย่างมีนัยสำคัญประมาณ 38% 27% และ 15% ตามลำดับ (ภาพที่ 6) โดยผลโหวตคณะกรรมการนโยบายการเงินและความชันของเส้น yield curve มีความสัมพันธ์ทางบวกกับความน่าจะเป็นที่จะขึ้นดอกเบี้ย ขณะที่ความผันผวนในตลาดการเงินมีความสัมพันธ์ทางบวกกับความน่าจะเป็นที่จะลดดอกเบี้ย

ภาพที่ 6: องค์ประกอบของปัจจัยต่างๆที่ส่งผลต่อการดอกเบี้ยนโยบายในระยะข้างหน้า

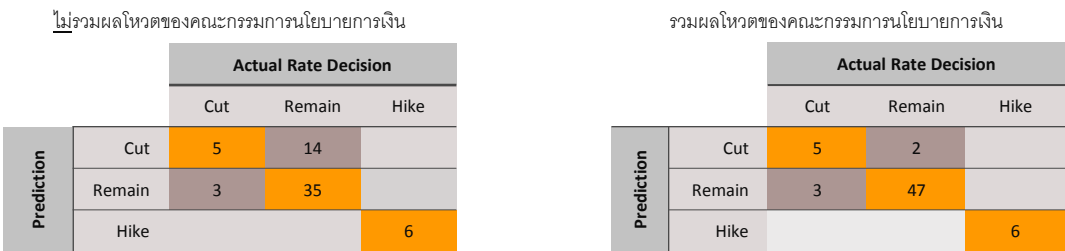


Source: Krungsri Research

ผลโหวตคณะกรรมการนโยบายการเงินที่สามารถเพิ่มการอธิบายผลการตัดสินใจดอกเบี้ยนโยบายในครั้งถัดไปสะท้อนว่า 1) ผลโหวตคณะกรรมการนโยบายการเงินมีข้อมูล (information) ที่มากกว่าการคาดการณ์ของตลาด (market participant's expectation) 2) ตลาดรับรู้ข้อมูลชุดเดียวกับที่คณะกรรมการนโยบายการเงินแต่มีการแปลผลที่ต่างกัน มีนัยว่า ผลโหวตคณะกรรมการการเงินสามารถเป็นหนึ่งในเครื่องมือสื่อสารที่สามารถขึ้นการคาดการณ์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ และเพื่อที่จะทำให้ตลาดเชื่อและนำการสื่อสารผ่านช่องทางดังกล่าวมาสร้างการคาดการณ์ได้ดีขึ้น “การสื่อสารคงเส้นคงวาและสอดคล้องกับการสื่อสารในช่องทางอื่นนับเป็นสิ่งที่จำเป็น”

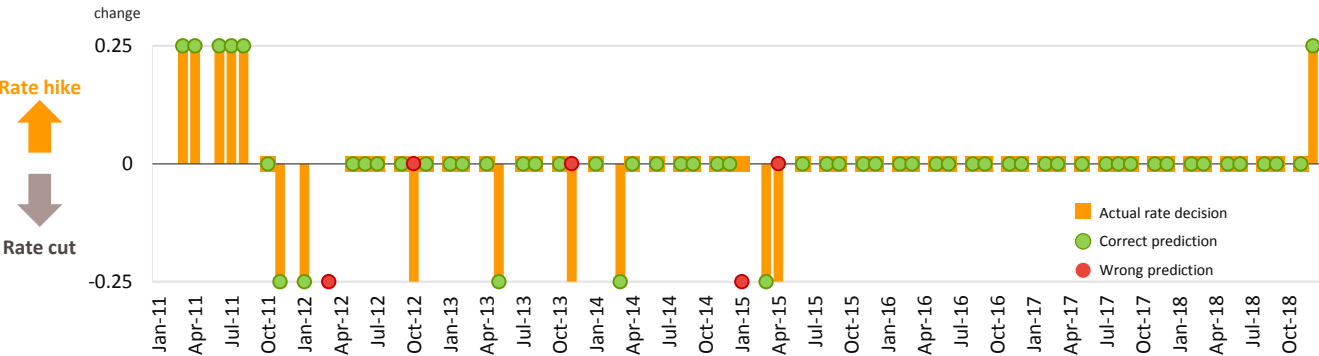
จากการประชุม 63 ครั้งที่ผ่านมา แบบจำลองที่รวมปัจจัยผลโหวตคณะกรรมการนโยบายการเงินสามารถทำนายการตัดสินใจดอกเบี้ยนโยบายถูกต้อง 58 ครั้ง โดยแบบจำลองสามารถระบุการขึ้นดอกเบี้ยนโยบายได้ทั้งหมด 6 ครั้ง (ภาพที่ 7) มีอัตราความแม่นยำ 92.1% หากเทียบกับแบบจำลองที่ไม่รวมผลโหวตคณะกรรมการนโยบายการเงินจะพบว่า แบบจำลองสามารถคาดการณ์ผลการตัดสินใจดอกเบี้ยนโยบายในครั้งถัดไปถูกต้องเพียง 46 ครั้ง หรือคิดเป็น 73% จะเห็นได้ว่า ผลโหวตคณะกรรมการนโยบายการเงิน (MPC) เป็นการสื่อสารที่ช่วยให้ตลาดสามารถคาดการณ์ผลการตัดสินใจดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไปได้ดียิ่งขึ้น

ภาพที่ 7: เปรียบเทียบผลการคาดการณ์ดอกเบี้ยนโยบายครั้งถัดไป



Source: Krungsri Research

ภาพที่ 8: ผลการคาดการณ์ดอกเบี้ยนโยบายครั้งถัดไป



Source: Krungsri Research

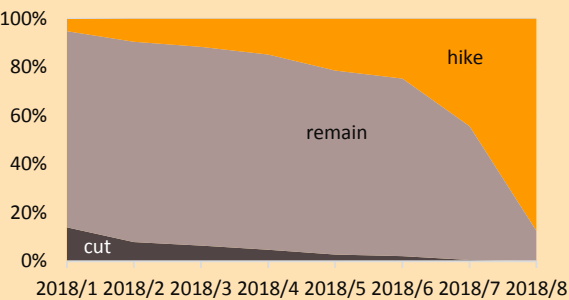
โดยสรุป การสื่อสารของธนาคารกลางผ่านช่องทางผลโหวตดอกเบี้ยนโยบาย (voting record) เป็นเครื่องมือนโยบายการเงินที่สำคัญ โดยช่วยให้ตลาดสามารถคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงของดอกเบี้ยนโยบายในระยะสั้นได้ และทำให้ตลาดรับรู้ข้อมูลที่สมบูรณ์มากขึ้น (Perfect information) ซึ่งการสื่อสารที่มีประสิทธิภาพและทำให้ตลาดได้รับข้อมูลที่ชัดเจนจะช่วยให้ธนาคารกลางสามารถประเมินการตอบสนองของตลาดต่อนโยบายการเงินได้ดียิ่งขึ้น ทั้งหมดนี้ส่งผลให้การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางมีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้นได้

จึงกล่าวได้ว่า การสื่อสารในช่องทางต่างๆ เช่น ข้อความในผลสรุปการประชุม (meeting's statement) หรือรายงานการประชุม (minute) ก็มีความสำคัญไม่ต่างกัน ดังนั้น การสื่อสารถึงแนวนโยบายการเงินในอนาคต (forward guidance) ในช่องทางที่ต่างกันจำเป็นต้องมีความชัดเจนและดำเนินไปในทิศทางเดียวกัน ทั้งนี้ เพื่อรักษาประสิทธิภาพของการดำเนินนโยบายการเงินได้ในระยะต่อไป

มุมมองวิจัยกรุงศรีต่อผลการประชุมในเดือนกุมภาพันธ์และมีนาคม

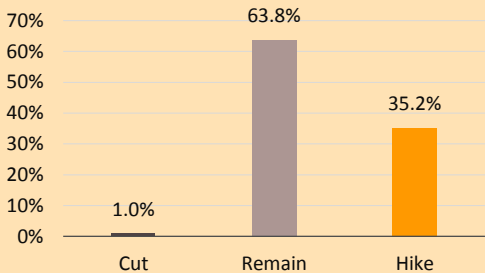
การประชุมรอบ 6 กุมภาพันธ์ 2562 จากแบบจำลองพบว่า คณะกรรมการนโยบายการเงินมีแนวโน้มคงดอกเบี้ยที่ 1.75% ที่ความน่าจะเป็น 63.8% ขณะที่ความน่าจะเป็นที่จะขึ้นดอกเบี้ยอยู่ที่ 35.2% อย่างไรก็ตาม ผลโหวตคณะกรรมการนโยบายการเงินจะเป็นอีกตัวเลขที่มีความสำคัญต่อการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายรอบถัดไป

ภาพที่ 9: ความน่าจะเป็นของการตัดสินใจดอกเบี้ยนโยบายในปี 2561



Source: Krungsri Research

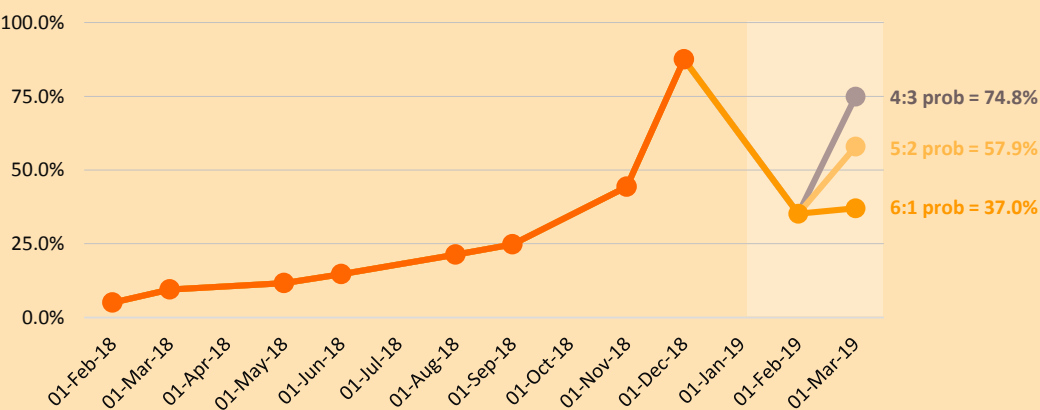
ภาพที่ 10: ความน่าจะเป็นของการตัดสินใจดอกเบี้ยนโยบายในเดือนกุมภาพันธ์ 2562



Source: Krungsri Research

การประชุมรอบ 20 มีนาคม 2562 การคาดการณ์ดอกเบี้ยนโยบายจะขึ้นกับผลโหวตรอบที่แล้ว ซึ่งหากในเดือนกุมภาพันธ์ คณะกรรมการนโยบายการเงินคงดอกเบี้ยที่ผลโหวต 6:1 ความน่าจะเป็นที่จะขึ้นดอกเบี้ยนโยบายในเดือนมีนาคมจะอยู่ที่ 37.0% และหากคณะกรรมการการเงินโหวตคงดอกเบี้ยในเดือนกุมภาพันธ์ที่มติ 5:2 ความน่าจะเป็นที่จะขึ้นดอกเบี้ยนโยบายในเดือนมีนาคมจะเพิ่มขึ้นเป็น 57.9% จะเห็นได้ว่า หากธนาคารแห่งประเทศไทยต้องการสื่อสารกับตลาด (market participants) อย่างชัดเจนและมีประสิทธิภาพ ที่จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยในเดือนมีนาคม ธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถสื่อสารกับตลาดผ่านผลโหวตของคณะกรรมการนโยบายการเงินในการประชุมรอบ 6 กุมภาพันธ์ 2562 ที่จะคงดอกเบี้ยที่มติ 5:2 หรือ 4:3 เพื่อส่งสัญญาณขึ้นการคาดการณ์ของตลาด

ภาพที่ 11: ความน่าจะเป็นของการตัดสินใจขึ้นดอกเบี้ยนโยบายในการประชุมรอบ 20 มีนาคม 2562



Source: Krungsri Research

วิจัยกรุงศรี

ดร.สมประวิณ มันประเสริฐ

พรพรรณ โศภณสุพัทธ์

ผู้บริหารสายงานวิจัยและหัวหน้าทีมวิจัยเศรษฐกิจ

ผู้บริหารฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและอุตสาหกรรม

ทีมวิจัยเศรษฐกิจ

- ศรันต์ สุนันท์สถาพร
- สุจิต ชัยวิษณุชาติ
- จุไรลักษณ์ พลศรี
- สร้อยสนธิ์ หล่อสุวรรณกุล
- สติธย์ แดงสัต์ย์
- ลูกหิน วราโชติเศรษฐ์
- ธนาพร ศรีคล้าย

หัวหน้าทีมวิเคราะห์เศรษฐกิจเชิงกลยุทธ์

หัวหน้าทีมพยากรณ์เศรษฐกิจและวิเคราะห์ความเสี่ยงมหภาค

เศรษฐกิจอาวุโส

เศรษฐกิจอาวุโส (เศรษฐกิจภูมิภาค)

เศรษฐกิจอาวุโส (เศรษฐกิจภูมิภาค)

เศรษฐกิจ

เศรษฐกิจ

ทีมวิจัยอุตสาหกรรม

- ธเนศ มหัทธนาลัย
- พูลสุข นิลกิจศรานนท์
- ปิยะนุช สถาพงศ์ภักดี
- นรินทร์ ต้นไพบูลย์
- พุทธชาติ ลุนคำ
- นิวัติชัย พุ่มวงษา
- วรณนา ยงพิศาลภพ
- พัชรา กลิ่นชวนชื่น
- ชัยวัช โชวเจริญสุข

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)

นักวิเคราะห์ (Agricultural Products, Food)

ทีมพัฒนางานวิจัย

- ตติลักษณ์ ธนดิษฐ์สุวรรณ
- รชฏ เลียงจันทร์
- อภากร นพรัตน์ภรณ์

นักวิเคราะห์อาวุโส (Financial Sectors)

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

นักวิเคราะห์

ทีมบริหารระบบข้อมูลวิจัย

- สุวัชนี สมประสงค์
- ธมณ เสริญสุขสกุล
- เชิดศักดิ์ ศรีชัยต้น
- วงศกร แก้วอุดทั้ง

เจ้าหน้าที่บริหารงานทั่วไป

เจ้าหน้าที่บริหารงานทั่วไป

เจ้าหน้าที่ระบบข้อมูลวิจัย

เจ้าหน้าที่ระบบข้อมูลวิจัย

สนใจสมัครรับอีเมลได้ที่ krungsri.research@krungsri.com

คำสงวนสิทธิ์

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชนที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม วิจัยกรุงศรีมิอาจรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวได้ ทั้งนี้ขอคิดเห็นที่ปรากฏเป็นความคิดเห็นของวิจัยกรุงศรี ไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับ บมจ. ธนาคารกรุงศรีอยุธยา และขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า