

## ประชุม กนง.วันที่ 21 ส.ค.

คาด กนง. คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อเนื่อง ภายใต้สัญญาณ  
บวกเศรษฐกิจของประเทศพัฒนาแล้ว

ECONOMIC BRIEF

ปีที่ 19 ฉบับที่ 3446

วันที่ 16 สิงหาคม 2556

### ▶ ประเด็นสำคัญ

- ศูนย์วิจัยกสิกรไทย ประเมินว่า คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) น่าจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 2.50% ต่อเนื่อง หลังพัฒนาการทางเศรษฐกิจของประเทศพัฒนาแล้วเริ่มมีสัญญาณถึงการฟื้นตัวที่ชัดเจนขึ้น
- มองไปข้างหน้า การปรับเปลี่ยนมุมมองการดำเนินนโยบายการเงินของเฟด คงจะเป็นปัจจัยหลักที่อาจจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของตลาดการเงินไทย ก่อนที่ตลาดจะค่อยๆ ปรับจุดสนใจเข้าสู่ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจของประเทศ
- ทั้งนี้ ระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบัน ค่อนข้างเหมาะสมต่อการดูแลเสถียรภาพ และเพียงพอในการสนับสนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยในระยะข้างหน้า

ศูนย์วิจัยกสิกรไทย ประเมินว่า ในการประชุมรอบที่หกของปี 2556 ในวันที่ 21 สิงหาคม 2556 คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) น่าจะมีมติคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 2.50% ท่ามกลางสัญญาณเชิงบวกต่อการฟื้นตัวของประเทศที่พัฒนาแล้วขนาดใหญ่ ที่น่าจะช่วยส่งเสริมการขยายตัวของเศรษฐกิจโลก และการค้าระหว่างประเทศในช่วงครึ่งปีหลัง รวมทั้งคงช่วยลดผลกระทบของการชะลอตัวของเศรษฐกิจจีนลงบางส่วน ขณะที่ทางเลือกในการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ กนง. เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจค่อนข้างจำกัด จากสถานะหนี้ภาคครัวเรือนที่ปรับสูงขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งอาจสร้างความเสี่ยงต่อเสถียรภาพของเศรษฐกิจในระยะยาวได้

### ➤ พัฒนาการเชิงบวกของประเทศพัฒนาแล้ว และโครงการลงทุนขนาดใหญ่ของภาครัฐน่าจะช่วย ประคับประคองความต่อเนื่องของเศรษฐกิจไทยในระยะข้างหน้า

จากพัฒนาการของเศรษฐกิจประเทศพัฒนาแล้วขนาดใหญ่ที่เริ่มมีทิศทางปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง ไม่ว่าจะเป็นเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่มีพัฒนาการของการฟื้นตัวที่ค่อนข้างชัดเจน รวมถึงเศรษฐกิจญี่ปุ่นที่มีการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของ BOJ และแผนการฟื้นฟูประเทศของนายกรัฐมนตรี ซินโซ อาเบะ ก็เริ่มช่วยสร้างความเชื่อมั่น

ว่าเศรษฐกิจญี่ปุ่นน่าจะกลับมาขยายตัวอย่างมีเสถียรภาพอีกครั้ง นอกจากนี้ เศรษฐกิจในยุโรปก็เริ่มมีพัฒนาการเชิงบวก และสามารถหลุดพ้นภาวะถดถอยที่เป็นมาอย่างต่อเนื่องถึง 12 ไตรมาส โดยกลับมาขยายตัว 0.3% QoQ ในไตรมาส 2/2556 ทำให้คาดว่าผลจากการฟื้นตัวที่เด่นชัดขึ้นของเศรษฐกิจประเทศ G3 ที่มีสัดส่วนของขนาด GDP เกินกว่า 50% ของ GDP โลก น่าจะค่อยๆ ส่งผ่านไปยังปริมาณการค้าระหว่างประเทศ ซึ่งรวมไปถึงภาคการส่งออกของไทยให้ทยอยปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2556 เป็นต้นไป หลังจากที่ชะลอตัวอย่างมีนัยสำคัญในช่วงที่ผ่านมา อันเป็นผลกระทบจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจจีน

มองไปข้างหน้า โครงการลงทุนขนาดใหญ่ของภาครัฐที่คาดว่าจะเริ่มทยอยเกิดขึ้นในปีหน้า ก็น่าจะเป็นอีกปัจจัยที่จะช่วยประคองความต่อเนื่องของการขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทย แม้ว่าการขยายตัวของการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนอาจจะแผ่วลงไปบ้าง หลังจากที่ขยายตัวไปมากในช่วงก่อนหน้า นอกจากนี้ การลงทุนเพื่อรองรับการเข้าสู่ประชาคมอาเซียนในช่วงปลายปี 2558 ก็คงมีส่วนช่วยหนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยเช่นกัน เนื่องจากประเทศไทยนั้นเป็นประตูสำคัญไปสู่ประเทศเพื่อนบ้าน เช่น พม่า ลาว และกัมพูชาซึ่งมีศักยภาพในการขยายตัวของเศรษฐกิจในระดับสูง

## ➤ การปรับเปลี่ยนมุมมองการดำเนินนโยบายการเงินของเฟด คงจะเป็นปัจจัยหลักที่อาจจะส่งผลต่อตลาดการเงิน และสร้างความท้าทายในการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศเกิดใหม่รวมทั้งประเทศไทย

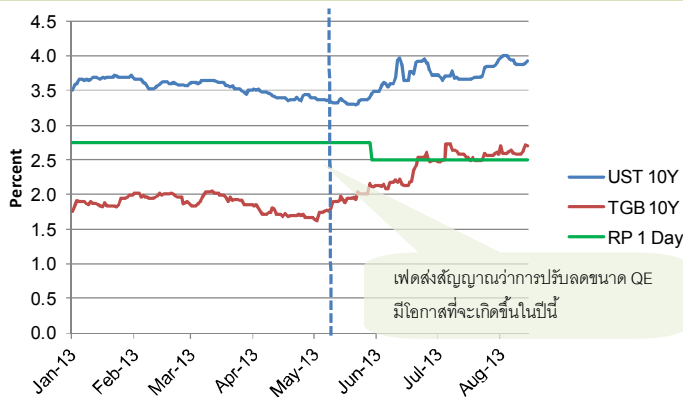
ท่าทีการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางประเทศเศรษฐกิจขนาดใหญ่ โดยเฉพาะธนาคารกลางสหรัฐฯ (เฟด) นั้น ส่งผลต่อตลาดเงินและตลาดทุนทั่วโลก โดยนับตั้งแต่แถลงการณ์ของประธานเฟดต่อสภาคองเกรสในวันที่ 22 พ.ค. 56<sup>1</sup> ล่าสุดเจ้าหน้าที่เฟดหลายๆ ท่านได้ออกมาแสดงความเห็นถึงโอกาสที่เฟดจะเริ่มปรับลดขนาดการซื้อสินทรัพย์ลงในช่วงปลายปีนี้ อันทำให้ตลาดเริ่มปรับเปลี่ยนคาดการณ์และส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวในปัจจุบันทรงตัวอยู่ที่ระดับสูงสุดในรอบ 2 ปี ซึ่งบ่งชี้ว่าช่วงเวลาให้อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำเป็นพิเศษใกล้จะถึงเวลาสิ้นสุดแล้ว ในขณะที่กระแสแห่งการเปลี่ยนแปลงนี้ก็ได้ส่งผลมายังภูมิภาคเอเชีย โดยเฉพาะกระแสเงินทุนเคลื่อนย้ายที่เริ่มไหลออกจากภูมิภาคอันส่งผลให้ค่าเงินในหลายๆ ประเทศกลับมาอ่อนค่าลง รวมทั้ง อัตราผลตอบแทนพันธบัตรในภูมิภาคเอเชียโดยเฉพาะพันธบัตรระยะกลางและระยะยาวปรับตัวสูงขึ้น

ทั้งนี้ คงต้องยอมรับว่า อัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันนั้น อยู่ในระดับที่ต่ำกว่าระดับปกติ ซึ่งเป็นผลจากการดำเนินนโยบายแบบพิเศษ (Unconventional Monetary Policy) หรือที่รู้จักกันในชื่อ “มาตรการผ่อนคลายนโยบายการเงิน” (QE) นั้น ได้ส่งผลต่อสภาพคล่องในตลาดโลกให้ปรับเพิ่มขึ้นอย่างมาก

<sup>1</sup>“In the next few meetings, we could take a step down in our pace of purchase”, Bernanke said in a question-and-answer session with the Joint Economic Committee.

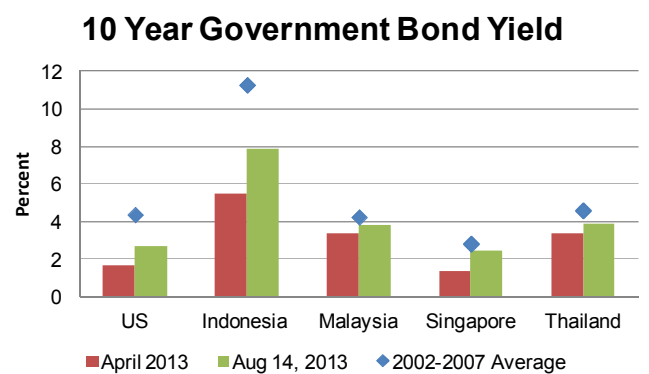
อันช่วยกดดันให้อัตราดอกเบี้ยโดยเฉพาะตลาดเกิดใหม่ทรงตัวอยู่ในระดับต่ำเช่นเดียวกัน ทั้งนี้ หากเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีพัฒนาการดีขึ้นอย่างต่อเนื่องและมีความแข็งแกร่งเพียงพอ ก็อาจทำให้เฟดตัดสินใจทยอยถอยออกจากมาตรการ QE โดยการปรับลดขนาดการซื้อสินทรัพย์ลง อันคงจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรของประเทศต่างๆ ปรับตัวสูงขึ้นจนเข้าสู่ระดับปกติ ซึ่งคงเป็นความท้าทายต่อประเทศในตลาดเกิดใหม่ รวมทั้งไทยที่จะต้องรับมือกับการเปลี่ยนแปลงที่อาจเกิดขึ้นนี้ในไม่ช้า ไม่ว่าจะเป็นผลกระทบทางด้านกระแสเงินทุน ค่าเงิน หรือดอกเบี้ย

การส่งสัญญาณถึงการปรับลดขนาดการซื้อพันธบัตรของเฟด  
กดดันให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวปรับตัวสูงขึ้น



ที่มา: Bloomberg, BOT, and KResearch

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรในปัจจุบันยังต่ำกว่า  
ช่วงก่อนที่สหรัฐฯ จะออกมาตราการ QE



➔ ระดับอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบัน ค่อนข้างเหมาะสมต่อการดูแลเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ ตลอดจนสนับสนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยในระยะข้างหน้า

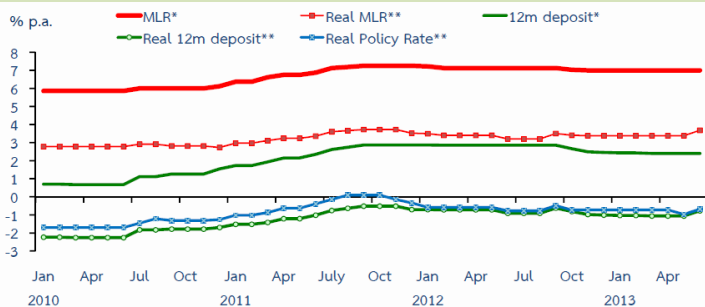
อัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยในปัจจุบันที่ร้อยละ 2.50 ถือว่าอยู่ในระดับที่เหมาะสมต่อการดูแลเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ และน่าจะเพียงพอต่อการดูแลการขยายตัวของเศรษฐกิจที่ปัจจุบัน จากต้นทุนการเงินที่ยังคงอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ โดยในปัจจุบัน เศรษฐกิจไทยได้รับแรงกดดันส่วนหนึ่งจากปัจจัยชั่วคราว อาทิ ภาคการส่งออกที่เผชิญแรงถ่วงจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจจีน ซึ่งน่าจะค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้นในระยะข้างหน้าตามภาวะเศรษฐกิจโลกที่คาดว่าจะขยายตัวดีขึ้น ในขณะที่การลงทุนภาครัฐก็อาจประสบกับความล่าช้าจากปัญหาทางเทคนิค อันอาจเริ่มทยอยดำเนินการได้ตามแผนที่วางไว้ได้ในปีหน้า นอกเหนือจากการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนที่คงเติบโตชะลอลงเข้าสู่ระดับปกติมากขึ้น ทั้งนี้ หากพิจารณาในระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยในปัจจุบันนั้น จะพบว่ายังคงอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงเมื่อเทียบกับประเทศในภูมิภาค เช่น มาเลเซีย (3.00%) และเกาหลีใต้ (2.50%) เป็นต้น ขณะที่อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงก็อยู่ในระดับติดลบ อันสะท้อนทิศทางและท่าทีของนโยบายการเงินของไทยว่ายังคงเป็นแบบผ่อนคลายเป็น

บริการทุกระดับประทับใจ

ขณะที่ เมื่อพิจารณาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจในระยะยาว พบว่า การปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็วของหนี้ภาครัฐเรือนที่ปัจจุบันอยู่ที่ 77.5% ของ GDP เทียบกับร้อยละ 63.0% ของ GDP ในปี 2553 ทำให้การผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม อาจนำไปสู่ความเสี่ยงต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจในระยะยาวได้ ท่ามกลางสัดส่วนการชำระหนี้ต่อรายได้ (Debt-Service Ratio) ที่ปัจจุบันสูงถึง 33.8% ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความอ่อนไหวของความสามารถในการชำระหนี้ของครัวเรือนต่อความผันผวนทางเศรษฐกิจที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต

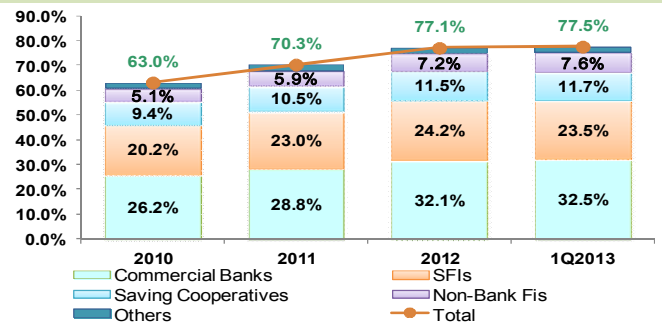
ทั้งนี้ ทางการไทยคงต้องจับตาดูท่าทีนโยบายการเงินและพัฒนากิจการทางเศรษฐกิจของประเทศ เศรษฐกิจแกนหลักอย่างใกล้ชิด เนื่องจากมีผลโดยตรงต่อกระแสเงินทุนเคลื่อนย้าย ค่าเงินบาท สภาพคล่องและภาพรวมเศรษฐกิจไทย โดย ศูนย์วิจัยกสิกรไทยมองว่า หากเศรษฐกิจไทยเริ่มปรับตัวในทิศทางที่ชะลอลงมากเกินไป ทางการก็ควรมีเครื่องมือในการบริหารจัดการเพื่อให้เศรษฐกิจสามารถประคองการขยายตัวได้อย่างต่อเนื่อง และการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายคงเป็นเครื่องมือลำดับท้ายๆ ที่ทางการจะพิจารณาใช้ ท่ามกลางแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยอันดับต่ำที่ใกล้จะสิ้นสุดลง ซึ่งจะจำกัดทางเลือกเชิงนโยบายของทางการไทยในระยะข้างหน้า

### อัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันน่าจะสามารถสนับสนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจได้ในระดับหนึ่ง



ที่มา: Bloomberg, BOT, and KResearch

### หนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูงคงจำกัดทางเลือกเชิงนโยบายของทางการไทย



#### Disclaimer

รายงานวิจัยฉบับนี้จัดทำเพื่อเผยแพร่ทั่วไป โดยจัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลต่างๆ ที่น่าเชื่อถือ แต่บริษัทฯ มิอาจรับรองความถูกต้อง ความน่าเชื่อถือ หรือความสมบูรณ์เพื่อใช้ในทางการค้าหรือประโยชน์อื่นใด บริษัทฯ อาจมีการเปลี่ยนแปลงปรับปรุงข้อมูลได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า ทั้งนี้ผู้ใช้ข้อมูลต้องใช้ความระมัดระวังในการใช้ข้อมูลต่างๆ ด้วยวิจารณญาณของตนเองและรับผิดชอบในความเสี่ยงเองทั้งสิ้น บริษัทฯ จะไม่รับผิดชอบผู้ใดในความเสี่ยงใดๆ จากการใช้ข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลในรายงานฉบับนี้จึงไม่ถือว่าเป็นการให้ความเห็นหรือคำแนะนำในการตัดสินใจทางธุรกิจ แต่อย่างใดทั้งสิ้น