

รายงานการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (ฉบับย่อ)
ครั้งที่ 4/2556 วันที่ 28-29 พฤษภาคม 2556 ธนาคารแห่งประเทศไทย
เผยแพร่ ณ วันที่ 12 มิถุนายน 2556

กรรมการที่เข้าร่วมประชุม

นายประสาร ไตรรัตน์วรกุล (ประธาน) นางผ่องเพ็ญ เรืองวีรยุทธ (รองประธาน) นางทองอุไร ลิ้มปิติ
นายอำพน กิตติอำพน นายศิริ การเจริญดี นายณรงค์ชัย อัครเศรณี และนายอัศวิน คงสิริ

ภาวะตลาดการเงิน

เงินดอลลาร์ สรอ. มีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับค่าเงินสกุลหลักและสกุลภูมิภาค จากตัวเลขเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ที่ส่งสัญญาณการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในภาคแรงงาน ประกอบกับตลาดมีการคาดการณ์ความเป็นไปได้ที่สหรัฐฯ จะทยอยปรับลดวงเงินการทำธุรกรรม QE ในระยะต่อไป สำหรับเงินบาทอ่อนค่าลงเล็กน้อยเมื่อเทียบกับการประชุมครั้งก่อน แม้ในช่วงต้นเดือนเมษายนเงินบาทแข็งค่าขึ้นเร็วจากเงินทุนไหลเข้าทั้งในตลาดพันธบัตรและตลาดหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม เงินบาทกลับมาอ่อนค่าลงต่อเนื่องนับแต่ช่วงปลายเดือนเมษายน เนื่องจากความกังวลว่าทางการจะออกมาตรการดูแลเงินทุนเคลื่อนย้ายและแนวโน้มของเงินดอลลาร์ สรอ. ที่แข็งค่าขึ้น

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลทุกระยะปรับลดลง จากทั้งความต้องการลงทุนในพันธบัตรที่เพิ่มขึ้นจากนักลงทุนต่างประเทศในช่วงต้นเดือนเมษายน และการคาดการณ์ถึงความเป็นไปได้ในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงปลายเดือนเมษายนถึงพฤษภาคม ทั้งนี้ โดยส่วนใหญ่ตลาดคาดว่า กนง. จะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในการประชุมครั้งนี้ เนื่องจาก (1) เศรษฐกิจโลกยังคงชะลอตัวและต้องใช้เวลาในการฟื้นตัว ซึ่งอาจกระทบต่อการส่งออกไทยในระยะต่อไป (2) เศรษฐกิจไทยในไตรมาสที่ 1 ของปี 2556 ขยายตัวต่ำกว่าคาด และ (3) อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ

คณะกรรมการฯ อภิปรายถึงสถานการณ์เงินทุนเคลื่อนย้ายในตลาดพันธบัตรไทยเทียบกับประเทศในภูมิภาค รวมทั้งสาเหตุที่ทำให้ในระยะหลังมีเงินทุนไหลเข้าตลาดพันธบัตรของมาเลเซียในปริมาณที่มากขึ้น เมื่อเทียบกับไทยที่มีเงินไหลออกสุทธิจากตลาดพันธบัตรใน 2 สัปดาห์แรกของเดือนพฤษภาคม ว่าส่วนหนึ่งอาจเกิดจากการโยกย้ายเงินลงทุนกลับไปลงทุนในมาเลเซีย หลังจากที่สถานการณ์การเมืองในมาเลเซียมีความชัดเจนมากขึ้นภายหลังการเลือกตั้งในวันที่ 5 พฤษภาคม ทั้งนี้ กรรมการฯ ท่านหนึ่ง ตั้งข้อสังเกตว่าขนาดของตลาดมาเลเซียที่ใหญ่กว่าของไทย อาจช่วยให้สามารถรองรับปริมาณเงินทุนที่มากโดยไม่ทำให้ค่าเงินมาเลเซียริงกิตผันผวนมากเกินไปนัก

ภาวะเศรษฐกิจต่างประเทศ

เศรษฐกิจโลกในภาพรวมขยายตัวชะลอลงเล็กน้อยจากการประชุมครั้งก่อน โดยในไตรมาสที่ 1 ของปี 2556 เศรษฐกิจส่วนใหญ่ขยายตัวต่ำกว่าคาด แต่ในระยะต่อไปเศรษฐกิจโลกยังมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปใกล้เคียงกับการประชุมครั้งก่อน โดยเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง ซึ่งแรงขับเคลื่อนหลักมาจากการบริโภคภาคเอกชน อย่างไรก็ตาม ในระยะต่อไป เศรษฐกิจสหรัฐฯ อาจได้รับผลกระทบมากขึ้นจากการปรับขึ้นภาษีและการปรับลดงบประมาณภาครัฐโดยอัตโนมัติ ส่วนเศรษฐกิจญี่ปุ่นขยายตัวดีกว่าคาด

จากการบริโภคภาคเอกชนที่เริ่มได้รับผลบวกจากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล รวมทั้งการส่งออกที่ปรับดีขึ้นตามอุปสงค์จากสหรัฐฯ เป็นหลัก ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนและรายได้ของแรงงานที่ยังอยู่ในระดับต่ำถือเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจญี่ปุ่นในระยะต่อไป เศรษฐกิจกลุ่มประเทศยูโรยังคงอ่อนแอและหดตัวต่อเนื่องจากปัญหาเชิงโครงสร้าง โดยประเทศหลักในกลุ่ม เช่น เยอรมนี ขยายตัวต่ำกว่าคาดการณ์แรงส่งจากการบริโภคภาคเอกชนที่แผ่วลง ขณะที่ประเทศหลักอื่นๆ เช่น ฝรั่งเศส อิตาลี และสเปนยังหดตัวต่อเนื่อง สำหรับเศรษฐกิจจีนและเอเชียขยายตัวต่ำกว่าคาด โดยเศรษฐกิจจีนและกลุ่มประเทศเอเชียเหนือ ได้แก่ ไต้หวัน เกาหลีใต้ และฮ่องกง ชะลอตัวตามอุปสงค์ในประเทศเป็นหลัก ขณะที่เศรษฐกิจของประเทศอาเซียนชะลอตัวตามการส่งออก ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจจีน แต่อุปสงค์ในประเทศยังขยายตัวดีและเป็นแรงขับเคลื่อนหลักต่อการเติบโตของเศรษฐกิจ สำหรับแรงกดดันเงินเฟ้อของประเทศส่วนใหญ่ปรับลดลง

ธนาคารกลางหลายประเทศในภูมิภาคปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจากการชะลอตัวของอุปสงค์ในประเทศเป็นสำคัญ

คณะกรรมการฯ อภิปรายถึง (1) การประเมินความสำเร็จของการดำเนินนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของญี่ปุ่นต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้ออาจยังเร็วเกินไป ส่วนหนึ่งเนื่องจากในปัจจุบันอัตราเงินเฟ้อของญี่ปุ่นยังอยู่ในระดับที่ต่ำมาก และการกระตุ้นอุปสงค์ในประเทศผ่านการปรับโครงสร้างทางเศรษฐกิจอาจต้องใช้เวลา ประกอบกับการวัดความมั่งคั่ง (Wealth) ที่เพิ่มขึ้นของนักลงทุน ซึ่งเป็นผลจากนโยบายการเข้าซื้อสินทรัพย์ในตลาดเงินของธนาคารกลางญี่ปุ่น (Q-Squared) นั้นค่อนข้างยาก อย่างไรก็ตาม มีข้อสังเกตว่า การดำเนินมาตรการ Q-squared เพื่อหวังให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตร (Yield) ปรับลดลง อาจได้ผลตรงกันข้าม หากนโยบายนี้ส่งผลให้มีการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นซึ่งจะทำให้ Yield ปรับเพิ่มขึ้นได้เช่นในช่วงที่ผ่านมา ขณะที่ผลการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการอ่อนค่าของเงินเยน และผลเชิงจิตวิทยานับว่ามีประสิทธิภาพในระดับหนึ่ง (2) เงินทุนเคลื่อนย้ายที่ไหลเข้าไทยอาจไม่ได้เป็นผลจากนโยบาย Q-squared ของญี่ปุ่นเป็นหลัก เนื่องจากเงินทุนของญี่ปุ่นส่วนใหญ่ไหลออกไปลงทุนในประเทศพัฒนาแล้ว เช่น สหรัฐฯ และกลุ่มประเทศยุโรป รวมทั้งยังลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของญี่ปุ่นเอง (3) สาเหตุที่อัตราเงินเฟ้อของหลายประเทศทั่วโลกยังอยู่ในระดับต่ำ แม้จะอยู่ในภาวะที่ปริมาณเงินในระบบเพิ่มขึ้นตามการดำเนินนโยบาย QE ของหลายประเทศ ส่วนหนึ่งอาจเกิดจากประสิทธิภาพของการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ รวมทั้งการดำเนินนโยบายการเงินที่มีความเป็นอิสระมากขึ้น ทำให้มีส่วนช่วยยืดเหนี่ยวการคาดการณ์เงินเฟ้อของประชาชนและลดแรงกดดันเงินเฟ้อได้อย่างดี และ (4) การพิจารณาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจในปัจจุบันอาจไม่สามารถอาศัยเครื่องชี้ด้านอัตราเงินเฟ้อเพียงอย่างเดียวเช่นในอดีต เนื่องจากนับแต่ปี 2543 ธนาคารกลางต่างๆ ทั่วโลกประสบความสำเร็จในการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อควบคุมอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับต่ำ ส่งผลให้ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราเงินเฟ้อกับภาวะเศรษฐกิจเริ่มไม่ชัดเจนอย่างในอดีต ดังนั้น การประเมินเสถียรภาพเศรษฐกิจการเงินจึงจำเป็นต้องอาศัยตัวชี้วัดอื่นๆ เพิ่มเติมเช่น การเติบโตของสินเชื่อ และราคาที่อยู่อาศัย หากการขยายตัวของสินเชื่อและราคาที่อยู่อาศัยอยู่ในระดับสูง อาจส่งสัญญาณว่าเศรษฐกิจมีความเสี่ยงด้านเสถียรภาพการเงิน แม้อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำก็ตาม

ภาวะเศรษฐกิจในประเทศ

เศรษฐกิจไทยในไตรมาสที่ 1 ของปี 2556 ขยายตัวร้อยละ 5.3 เมื่อเทียบกับระยะเดียวกันปีก่อน ต่ำกว่าที่คาดไว้ในการประชุมครั้งก่อนจากอุปสงค์ในประเทศ โดยเฉพาะการบริโภคภาคเอกชนที่ชะลอตัวลง ส่วนหนึ่ง

คาดว่ามาจากภาระหนี้สินที่เพิ่มขึ้นของภาคครัวเรือนที่มีส่วนให้ผู้บริโภคมีภาระมั่งคั่งการใช้จ่ายมากขึ้น และรายได้ที่น้อยลงตามราคาสินค้าเกษตร เช่นเดียวกับการลงทุนภาคเอกชนที่ชะลอลง ตามเศรษฐกิจโลกที่ฟื้นตัวช้ากว่าคาด ส่งผลให้อุตสาหกรรมเพื่อการส่งออกมีกำลังการผลิตเหลือและยังไม่จำเป็นต้องเร่งลงทุน การใช้จ่ายภาครัฐส่งผลต่อเศรษฐกิจน้อยกว่าที่ประเมินไว้เดิมจากความล่าช้าของการใช้จ่ายโดยรัฐบาลท้องถิ่น การส่งออกยังขยายตัวได้อย่างค่อยเป็นค่อยไป อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานและทั่วไปชะลอลงจากปัจจัยด้านต้นทุน อย่างไรก็ตาม การเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างของการบริโภคน้ำมันเชื้อเพลิงจากการที่รัฐบาลประกาศยกเลิกการผลิตน้ำมันเบนซิน 91 เมื่อเดือนมกราคม 2556 ส่วนหนึ่งมีผลให้ตัวเลขการบริโภคภาคเอกชนโดยรวมออกมาต่ำกว่าที่คาดมาก ซึ่งกรรมการฯ ได้คำนึงถึงปัจจัยดังกล่าวในการประเมินแรงส่งของเศรษฐกิจในระยะต่อไปแล้ว

ในระยะต่อไป คาดว่าเศรษฐกิจจะยังขยายตัวได้ จากปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่อยู่ในเกณฑ์ดีต่อเนื่อง ทั้งการจ้างงาน รายได้นอกภาคเกษตร และความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและนักลงทุน ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้การบริโภคภาคเอกชนขยายตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี นอกจากนี้ การลงทุนภาคเอกชนที่บางส่วนถูกเลื่อนออกไปน่าจะกลับมาลงทุนมากขึ้น หากเศรษฐกิจโลกฟื้นตัวได้ตามที่คาด ขณะที่เม็ดเงินที่เบิกจ่ายจากรัฐบาลกลางแล้วแต่ยังไม่ทันลงสู่เศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาจะทยอยมีผล อย่างไรก็ตาม **ตัวเลขเศรษฐกิจในไตรมาสที่ 1 ที่ออกมาต่ำกว่าที่คาด ส่งผลให้ประมาณการเศรษฐกิจปี 2556 ปรับลดลงจากการประชุมครั้งก่อน** สำหรับแรงกดดันด้านเงินเฟ้อต่ำกว่าประมาณการเดิมตามราคาน้ำมันที่มีแนวโน้มลดลง แต่การส่งผ่านต้นทุนไปยังราคาน่าจะทยอยสูงขึ้นตามการฟื้นตัวของอุปสงค์ในประเทศ

กรรมการฯ ท่านหนึ่งเห็นว่าในระยะต่อไปประเด็นสำคัญที่ควรติดตาม ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างของเศรษฐกิจไทย เช่น (1) ความตึงตัวในตลาดแรงงานที่ทำให้ธุรกิจบางส่วนต้องลงทุนในเครื่องจักรใหม่เพื่อทดแทนแรงงานที่หายากขึ้น โดยไม่ได้ใช้ประโยชน์จากเครื่องจักรเดิมอย่างเต็มที่ ดังนั้น ในช่วงของการเปลี่ยนผ่านนี้ อัตราากำลังการผลิตจึงอาจไม่สะท้อนศักยภาพที่แท้จริงของเศรษฐกิจได้มากนัก และ (2) ปัจจุบันการท่องเที่ยวโดยเฉพาะจากนักท่องเที่ยวเอเชีย รวมทั้งภาคการบริการเติบโตได้ดีต่อเนื่อง และอาจพัฒนากลายเป็นแหล่งที่มาสำคัญของการขยายตัวทางเศรษฐกิจทดแทนภาคการส่งออกได้ นอกจากนี้ กรรมการฯ อีกท่านหนึ่งได้สอบถามถึงปัจจัยทางเศรษฐกิจที่จะเป็นกลไกหลักในการสร้างรายได้ให้กับประเทศในระยะต่อไป ซึ่งฝ่ายเลขานุการฯ เรียนเสนอว่า ปัจจุบันปัจจัยพื้นฐานที่จะสนับสนุนกิจกรรมทางเศรษฐกิจยังอยู่ในเกณฑ์ดี ความต้องการสินเชื่อยังอยู่ในระดับสูง แม้ในภาวะที่รายได้ภาคการเกษตรลดลง ความยืดหยุ่นของตลาดแรงงานไทยก็ได้ช่วยให้แรงงานในภาคการเกษตรสามารถถ่ายเทมายังภาคการผลิตอื่นได้ไม่มากนัก นอกจากนี้ ผู้ประกอบการและผู้ส่งออกก็มีการปรับตัวเพื่อรองรับทิศทางของค่าเงินบาทได้ดีขึ้นกว่าในอดีตด้วย

ความเสี่ยงด้านเสถียรภาพการเงินยังต้องติดตามอย่างใกล้ชิด จากหนี้สินภาคครัวเรือนที่ยังขยายตัวสูงต่อเนื่องจากสินเชื่ออุปโภคบริโภคเป็นสำคัญ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อภาคการบริโภคและการขยายตัวของเศรษฐกิจได้มากขึ้นในระยะต่อไป รวมทั้งเป็นการสะสมความเปราะบางและลดทอนความสามารถของภาคครัวเรือนในการรองรับความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นด้วย ในประเด็นนี้ กรรมการฯ หลายท่านเห็นว่า (1) ภาพรวมงบการเงินของภาคครัวเรือน เช่น ประเภทของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการค้ำประกันหนี้ภาคครัวเรือนอาจสร้างความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจในระดับที่ต่างกัน และ (2) หนี้ภาคครัวเรือนนอกระบบซึ่งคาดว่าจะมีอยู่มากพอสมควร เป็นประเด็นที่ควรศึกษาเพิ่มเติมและติดตามในระยะต่อไป สำหรับตลาดอสังหาริมทรัพย์ก็คึกคักขึ้น ส่วนหนึ่งจากการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้าง แต่ก็พบว่ามีความเสี่ยงการซื้อเพื่อเก็งกำไรในบางพื้นที่ สะท้อนจากจำนวนผู้กู้ที่ซื้ออสังหาริมทรัพย์ครั้งที่ 2 เป็นต้นไปที่สูงขึ้น

การดำเนินนโยบายที่เหมาะสม

คณะกรรมการฯ ประเมินว่า แม้ภาพรวมเศรษฐกิจไทยในปีนี้จะยังคงขยายตัวเนื่องจากมีปัจจัยพื้นฐานอยู่ในเกณฑ์ดี แต่มีความเสี่ยงมากขึ้นจากตัวเลขเศรษฐกิจในไตรมาสที่ 1 ซึ่งออกมาต่ำกว่าที่คาดมาก ขณะที่อัตราเงินเฟ้อยังอยู่ในกรอบเป้าหมาย ภายใต้ภาวะที่ความเสี่ยงด้านการขยายตัวทางเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น ขณะที่ความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อลดลง นโยบายการเงินจึงสามารถผ่อนคลายเพิ่มเติมได้เพื่อลดความเสี่ยงต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจ

คณะกรรมการฯ ได้หารือเกี่ยวกับทางเลือกที่เหมาะสมในการดำเนินนโยบายการเงิน และมีข้อสรุปดังนี้

(1) **เศรษฐกิจโลกฟื้นตัวล่าช้ากว่าที่คาด** โดยเฉพาะเศรษฐกิจจีนและเอเชียขยายตัวต่ำกว่าที่คาด และอาจส่งผลกระทบต่อการฟื้นตัวของภาคการส่งออกไทย ขณะที่ภาวะการเงินโลกยังมีความผันผวนสูง และอาจส่งผลกระทบต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนเข้าสู่ภูมิภาครวมทั้งไทย ตลอดจนอาจทำให้ค่าเงินบาทมีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว

(2) **เศรษฐกิจไทยในไตรมาสที่ 1 ของปี 2556 ขยายตัวต่ำกว่าที่คาดมาก** จากการชะลอลงของการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนเป็นสำคัญ ประกอบกับความล่าช้าของแรงกระตุ้นภาคการคลัง ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อแรงส่งของเศรษฐกิจไทยในระยะต่อไปได้ ทั้งนี้ กรรมการฯ บางท่าน เห็นควรให้ติดตามแนวโน้มของการลงทุนภาครัฐ โดยเฉพาะการลงทุนในโครงการขนาดใหญ่ รวมทั้งการลงทุนภาคเอกชนอย่างใกล้ชิด เนื่องจากยังคงมีความเสี่ยงที่จะล่าช้าออกไปอีก

(3) **แรงกดดันด้านเงินเฟ้อลดลงจากการประชุมครั้งก่อน** จากปัจจัยด้านต้นทุน ได้แก่ ราคาน้ำมันและราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ลดลงตามภาวะเศรษฐกิจโลก

(4) **ความเสี่ยงด้านเสถียรภาพการเงินยังคงมีอยู่** จากสินเชื่อและหนี้ภาคครัวเรือนที่ยังขยายตัวในระดับสูงต่อเนื่อง และอาจส่งผลกระทบต่อภาคการบริโภคและการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระยะต่อไปได้ ประกอบกับภาวะตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่ยังคงคึกคัก ส่วนหนึ่งจากการซื้อเพื่อลงทุนและเก็งกำไร

กรรมการฯ บางท่านเห็นว่าเศรษฐกิจไทยยังคงมีความเสี่ยงจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนอยู่ อันสืบเนื่องมาจากปัจจัยของอัตราดอกเบี้ย ซึ่งส่งผลกระทบต่อความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนได้ ในขณะที่กรรมการฯ บางท่านมีความเห็นเพิ่มเติมว่า ภายใต้สถานการณ์ความเสี่ยงด้านเสถียรภาพการเงิน รวมทั้งความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้าย คณะกรรมการฯ อาจสามารถพิจารณาดำเนินมาตรการหรือนโยบายอื่นๆ เช่น มาตรการด้านเงินทุนเคลื่อนย้าย หรือ มาตรการด้าน Macro-prudential ควบคู่ไปกับการดำเนินนโยบายด้านอัตราดอกเบี้ย โดยจะเลือกพิจารณาตามความเหมาะสมและความจำเป็นต่อสถานการณ์

คณะกรรมการฯ จึงมีมติเป็นเอกฉันท์ให้ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงร้อยละ 0.25 จากร้อยละ 2.75 เป็นร้อยละ 2.50 ต่อปี โดยจะติดตามพัฒนาการของเศรษฐกิจไทยและความเสี่ยงด้านเสถียรภาพการเงินรวมทั้งเงินทุนเคลื่อนย้ายอย่างใกล้ชิด และพร้อมที่จะดำเนินนโยบายที่เหมาะสมตามสถานการณ์

สายนโยบายการเงิน

12 มิถุนายน 2556