

รายงานการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (ฉบับย่อ)  
ครั้งที่ 8/2556 วันที่ 27 พฤศจิกายน 2556 ธนาคารแห่งประเทศไทย  
เผยแพร่ ณ วันที่ 11 ธันวาคม 2556

กรรมการที่เข้าร่วมประชุม

นายประสาร ไตรรัตน์วรกุล (ประธาน) นางผ่องเพ็ญ เรืองวิริยกุล (รองประธาน) นางทองอุไร ลิ้มปิติ  
นายอาคม เติมพิทยาไพสิฐ นายศิริ การเจริญดี นายณรงค์ชัย อัครเศรณี และนายอัศวิน คงศิริ

ภาวะตลาดการเงิน

การคาดการณ์ของตลาดถึงช่วงเวลาในการทยอยปรับลดธุรกรรม QE ของสหรัฐฯ (QE Tapering) เป็นปัจจัยหลักที่ส่งผลต่อทิศทางของค่าเงินสกุลหลักและสกุลภูมิภาค โดยเงินดอลลาร์ สรอ. แข็งค่าขึ้นจากการประชุมครั้งก่อนตามการคาดการณ์ของตลาดว่า QE Tapering อาจเกิดเร็วขึ้น เนื่องจากมุมมองของ FOMC ต่อเศรษฐกิจที่เผยแพร่ออกมาช่วงปลายเดือนตุลาคม ปรับดีขึ้น รวมทั้งตัวเลขเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ออกมาดีกว่าที่ตลาดคาด โดยเฉพาะตัวเลขการจ้างงาน ส่งผลให้เงินสกุลภูมิภาคและเงินบาทโดยรวมอ่อนค่าต่อเนื่อง โดยเงินบาทได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายในประเทศด้วย ได้แก่ ความไม่สงบทางการเมืองและตัวเลขเศรษฐกิจไทยที่ออกมาต่ำกว่าที่ตลาดคาด ส่งผลให้เงินทุนไหลออกจากทั้งตลาดหลักทรัพย์และตลาดพันธบัตรไทยค่อนข้างมากในเดือนพฤศจิกายน

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยเคลื่อนไหวผันผวนตามภาวะตลาดการเงินโลก โดยปรับเพิ่มขึ้นสอดคล้องกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ตามการคาดการณ์ QE Tapering ที่อาจเกิดเร็วขึ้น อย่างไรก็ดี ในเดือนพฤศจิกายน นักลงทุนต่างประเทศขายพันธบัตรระยะสั้นของไทยเป็นหลัก ส่วนหนึ่งจากการอ่อนค่าของเงินบาท ทั้งนี้ ผู้ร่วมตลาดส่วนใหญ่คาดว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในการประชุมครั้งนี้ ก่อนจะเริ่มทยอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงครึ่งหลังของปี 2557 ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย

กรรมการบางท่านเห็นว่าประเด็นที่ควรติดตามต่อเนื่อง ได้แก่ ผลกระทบของการส่งออกและนำเข้าทองคำต่อการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและค่าเงินบาท ซึ่งเป็นผลให้นักลงทุนต่างประเทศบางส่วนอาจมีความกังวลต่อความเสี่ยงด้านเสถียรภาพต่างประเทศของไทย ซึ่งในความเป็นจริงหากหักการส่งออกและนำเข้าทองคำแล้วดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยยังคงเกินดุลอยู่ กรรมการจึงเห็นสมควรให้สื่อสารเพื่อสร้างความเข้าใจในประเด็นนี้มากขึ้น

ภาวะเศรษฐกิจต่างประเทศ

เศรษฐกิจโลกฟื้นตัวต่อเนื่องโดยเศรษฐกิจประเทศหลัก (G3) เป็นแรงส่งสำคัญ และในปี 2557 มีแนวโน้มขยายตัวสูงกว่าปีนี้ โดยเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในไตรมาสที่ 3 ขยายตัวดีกว่าที่ตลาดคาด จากปัจจัยชั่วคราวคือการสะสมสินค้าคงคลัง แนวโน้มฐานะทางการเงินที่ปรับดีขึ้นของภาคครัวเรือนและสถาบันการเงินจะเป็นแรงสนับสนุนหลักต่อการใช้จ่ายภาคเอกชนและการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในระยะต่อไป อย่างไรก็ดี ความไม่แน่นอนของภาคการคลังสหรัฐฯ รวมทั้งความไม่ชัดเจนของ QE Tapering ยังเป็นความเสี่ยงสำคัญที่อาจกระทบภาวะเศรษฐกิจการเงินโลก เศรษฐกิจกลุ่มประเทศยูโรฟื้นตัวอย่างช้าๆ จากอุปสงค์ในประเทศหลัก และแนวโน้มการส่งออกที่ค่อยๆ ปรับดีขึ้น

แต่ปัญหาการเมืองและภาคสถาบันการเงินที่ยังอ่อนแอยังเป็นอุปสรรคสำคัญต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ เศรษฐกิจญี่ปุ่นชะลอลงในไตรมาสที่ 3 ของปี 2556 จากการส่งออกที่หดตัวและการบริโภคภาคเอกชนที่ชะลอตัว แต่เศรษฐกิจยังมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง โดยมีอุปสงค์ในประเทศและมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐเป็นแรงส่งสำคัญ เศรษฐกิจจีนขยายตัวได้ดีในทุกภาคเศรษฐกิจ แต่อัตราการขยายตัวในระยะต่อไปคาดว่าจะไม่สูงมากเท่าในอดีตตามแนวนโยบายของทางการที่มุ่งเน้นเสถียรภาพเศรษฐกิจในระยะยาวมากขึ้น ขณะที่เศรษฐกิจเอเชียโดยรวมยังคงขยายตัวได้อย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยการส่งออกของประเทศในกลุ่มเอเชียเหนือฟื้นตัวได้เร็วกว่าการส่งออกของกลุ่มอาเซียน เนื่องจากเป็นการส่งออกสินค้าในหมวดเทคโนโลยีชิ้นปานกลางและสูง รวมทั้งการส่งออกสินค้าที่เป็นส่วนสำคัญในห่วงโซ่อุปทานซึ่งได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของอุปสงค์ในเศรษฐกิจประเทศหลักและจีน สำหรับประเทศที่มีปัญหาการขาดดุลการค้าและการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด โดยเฉพาะอินเดียและอินโดนีเซีย ยังเป็นกลุ่มที่เสี่ยงต่อการไหลออกของเงินทุนมากกว่าประเทศอื่น

**แรงกดดันเงินเฟ้อของประเทศส่วนใหญ่ยังอยู่ในระดับต่ำ** ส่งผลให้ธนาคารกลางส่วนใหญ่คงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ยกเว้นธนาคารกลางอินเดียและอินโดนีเซียที่ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อลดแรงกดดันเงินเฟ้อที่เร่งขึ้นและการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเพิ่มขึ้น ขณะที่ธนาคารกลางยุโรปปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในภาวะที่อัตราเงินเฟ้อชะลอตัว

คณะกรรมการฯ อภิปรายถึง (1) มาตรการปฏิรูปเศรษฐกิจของจีน (3<sup>rd</sup> Plenum) ซึ่งเน้นบทบาทของกลไกตลาดและเสถียรภาพเศรษฐกิจในระยะยาวมากขึ้น โดยเห็นว่ามาตรการสำคัญที่อาจมีผลกระทบต่อไทยได้โดยตรง และเห็นควรให้ติดตามอย่างใกล้ชิด ได้แก่ การปล่อยให้เงินหยวนและอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินเคลื่อนไหวตามกลไกตลาดมากขึ้น ประกอบกับการเปิดเสรีเงินทุนเคลื่อนย้ายทั้งขาเข้าและขาออกของจีน ซึ่งส่วนหนึ่งเชื่อมโยงถึงการใช้เงินหยวนเป็นสื่อกลางในการทำธุรกรรมทางการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศอย่างกว้างขวาง และ (2) ปัญหาเชิงโครงสร้างของจีนและญี่ปุ่น โดยปัญหาที่สำคัญของจีน คือการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตโดยเฉพาะผ่านการเพิ่มมูลค่าของสินค้า การลดช่องว่างรายได้ระหว่างคนจนและคนรวย รวมทั้งปัญหาธุรกรรม Shadow Banking ขณะที่ปัญหาเชิงโครงสร้างของญี่ปุ่น ทั้งรายจ่ายภาครัฐด้านสวัสดิการสังคม และระดับหนี้สาธารณะที่สูง รวมทั้งประสิทธิภาพการผลิตที่ลดลงโดยเฉพาะจากประสิทธิภาพของแรงงานอาจเป็นอุปสรรคต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจญี่ปุ่นในระยะต่อไป

### ภาวะเศรษฐกิจในประเทศ

**เศรษฐกิจไทยในไตรมาสที่ 3 ของปี 2556 ขยายตัวต่ำกว่าคาดจากการใช้จ่ายภายในประเทศทั้งภาครัฐและเอกชน** การส่งออกสินค้ายังไม่ฟื้นตัวชัดเจนนัก ขณะที่การท่องเที่ยวยังขยายตัวดี ในระยะต่อไปการบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มขยายตัวต่ำกว่าที่คาดไว้เดิม โดยภาระหนี้สะสมที่อยู่ในระดับสูงส่งผลให้ผู้บริโภคอาจลดการบริโภคสินค้าที่ไม่จำเป็น ประกอบกับความเชื่อมั่นของผู้บริโภคลดลง เช่นเดียวกับการลงทุนภาคเอกชนที่ยังไม่ฟื้นตัว เนื่องจากธุรกิจบางส่วนยังรอความชัดเจนของการฟื้นตัวของอุปสงค์ทั้งในและต่างประเทศและความไม่แน่นอนของโครงการลงทุนขนาดใหญ่ของรัฐ ขณะที่การส่งออกคาดว่าจะค่อยๆ ปรับดีขึ้นตามอุปสงค์โลกที่ฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปภายใต้ข้อจำกัดด้านการแข่งขันและระดับเทคโนโลยีที่ทำให้การส่งออกไทยอาจไม่ได้รับประโยชน์จาก

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกเต็มที่ สำหรับอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานและทั่วไปในเดือนตุลาคมเร่งขึ้นเล็กน้อยตามราคาอาหารและเครื่องดื่ม แต่แรงกดดันด้านราคาโดยรวมยังอยู่ในระดับต่ำ

**เศรษฐกิจไทยโดยรวมจึงมีแนวโน้มขยายตัวต่ำกว่าที่คาดไว้เดิม และมีความเสี่ยงสูงขึ้น** จากการลงทุนของภาครัฐที่อาจล่าช้ากว่าที่ประเมิน และความเชื่อมั่นภาคเอกชนที่อาจเปราะบางยิ่งขึ้น จากเหตุการณ์ความไม่สงบทางการเมือง รวมทั้งแนวโน้มของ QE Tapering ของสหรัฐฯ ที่ยังคงสร้างความไม่แน่นอนและกระทบความเชื่อมั่นของนักลงทุน คณะกรรมการฯ จึงปรับลดประมาณการเศรษฐกิจสำหรับปี 2556 และ 2557 ลงจากร้อยละ 3.7 เป็นประมาณร้อยละ 3 ในปี 2556 โดยยังไม่ได้รวมผลกระทบเพิ่มเติมที่อาจมีจากสถานการณ์การเมืองในระยะข้างหน้า ส่วนอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจปี 2557 ก็ปรับลดลงเช่นกันจากร้อยละ 4.8 เป็นประมาณร้อยละ 4 สำหรับแรงกดดันด้านราคายังอยู่ในระดับต่ำตามทิศทางภาวะเศรษฐกิจ

**ความเป็นห่วงเรื่องเสถียรภาพการเงินลดลง** เนื่องจากอัตราการขายสินเชื่อภาคเอกชนรวมทั้งสินเชื่อภาคครัวเรือนปรับตัวชะลอลงต่อเนื่อง แต่ยังอยู่ในเกณฑ์ที่สนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ ส่วนหนึ่งสะท้อนจากการที่สถาบันการเงินยังมีความพร้อมที่จะปล่อยสินเชื่อและความต้องการสินเชื่อยังมีอยู่ ด้านคุณภาพสินเชื่อโดยรวมยังอยู่ในเกณฑ์ดี แต่สินเชื่อครัวเรือนรายย่อยเริ่มมีสัญญาณการผิดนัดชำระหนี้เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ดี สถาบันการเงินได้เพิ่มความระมัดระวังในการให้สินเชื่อโดยเฉพาะผู้กู้รายบุคคลมากขึ้น ซึ่งจะช่วยลดทอนความเสี่ยงดังกล่าวได้ในระดับหนึ่ง สำหรับภาคอสังหาริมทรัพย์ชะลอความร้อนแรงลงจากช่วงต้นปี โดยทั้งผู้ซื้อและผู้ประกอบการมีการปรับตัวเพื่อลดความเสี่ยงลง

กรรมการเห็นพ้องกันว่าเศรษฐกิจยังขาดแรงส่งที่ชัดเจน จากข้อจำกัดที่ยังเป็นอุปสรรคต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ เช่น ภาระหนี้สะสมของครัวเรือนและความสามารถในการแข่งขันในตลาดโลกที่ลดลง ประกอบกับความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจที่สูงขึ้น การขยายตัวของเศรษฐกิจในระยะต่อไปจึงน่าจะมาจากการฟื้นตัวของอุปสงค์ภาคเอกชนจากฐานที่ต่ำในปีนี้ (Technical rebound) รวมทั้งจะมีแรงสนับสนุนจากการส่งออกที่คาดว่าจะค่อยๆ ปรับดีขึ้นตามแนวโน้มเศรษฐกิจโลก แม้การฟื้นตัวของการส่งออกยังต้องประสบกับข้อจำกัดเชิงโครงสร้างก็ตาม ในภาวะเช่นนี้ นโยบายเศรษฐกิจมหภาคจึงต้องทำหน้าที่ในการสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ โดยเฉพาะการเร่งรัดโครงการลงทุนภาครัฐให้สามารถดำเนินตามแผนที่วางไว้ สำหรับเสถียรภาพเศรษฐกิจการเงิน กรรมการเห็นว่ามีความเสี่ยงลดลง ตามการชะลอตัวของสินเชื่อซึ่งกำลังปรับตัวเข้าสู่ระดับที่สมดุลกับภาวะเศรษฐกิจมากขึ้น หลังจากขยายตัวในเกณฑ์สูงตลอดช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา อย่างไรก็ดี ในช่วงที่เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอลง ความเสี่ยงในการผิดชำระหนี้อาจจะมีมากขึ้น จึงต้องเฝ้าติดตามและประเมินความเสี่ยงดังกล่าวต่อไป

### **การดำเนินนโยบายที่เหมาะสม**

คณะกรรมการฯ ประเมินว่าเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัวต่ำกว่าที่ประเมินไว้เดิม และมีความเสี่ยงสูงขึ้นกว่าการประชุมครั้งก่อน ขณะที่สินเชื่อภาคครัวเรือนมีแนวโน้มขยายตัวในอัตราที่ชะลอลง กรรมการส่วนใหญ่เห็นว่านโยบายการเงินจึงสามารถผ่อนคลายเป็นเพิ่มเติมเพื่อลดความเสี่ยงและสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย ภายใต้แรงกดดันด้านราคาที่ยังอยู่ในระดับต่ำ

**กรรมการ 6 ท่านเห็นควรให้ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงร้อยละ 0.25** เนื่องจาก (1) ความเสี่ยงต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยในระยะต่อไปเพิ่มสูงขึ้น อีกทั้งยังเป็นช่วงที่ต้องใช้เวลาปรับตัวเข้าสู่แนวโน้มปกติของการขยายตัว โดยอุปสงค์ในประเทศยังคงมีแนวโน้มอ่อนแอ ขณะที่การส่งออกยัง

ไม่ได้รับผลบวกจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกอย่างเต็มที่เนื่องจากข้อจำกัดเชิงโครงสร้าง ทั้งยังมี  
กรรมการบางท่านเห็นว่ามีความเสี่ยงที่เศรษฐกิจโลกจะไม่ฟื้นตัวตามที่คาดด้วย นอกจากนี้  
สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองอาจส่งผลซ้ำเติมความเชื่อมั่นและการใช้จ่ายภาคเอกชน ภาค  
การท่องเที่ยว รวมทั้งอาจส่งผลให้การใช้จ่ายและการลงทุนภาครัฐมีแนวโน้มล่าช้าออกไปอีก  
(2) อัตราเงินเฟ้อแม้จะขยับสูงขึ้นเล็กน้อยตามการทยอยปรับราคา LPG แต่ยังอยู่ในระดับต่ำใกล้เคียง  
ล่างของเป้า จึงไม่น่าจะเป็นความเสี่ยงสำคัญในขณะนี้ (3) ความเสี่ยงด้านเสถียรภาพการเงินลดลง  
บ้าง สะท้อนจากสินเชื่อภาคเอกชนที่ขยายตัวในอัตราที่ชะลอลงสอดคล้องกับทิศทางเศรษฐกิจ  
ประกอบกับเริ่มเห็นกระบวนการปรับตัวของผู้กู้และผู้ให้กู้ โดยสถาบันการเงินมีแนวโน้มระมัดระวังใน  
การปล่อยกู้เพิ่มมากขึ้น อย่างไรก็ตาม วัฏจักรหนี้ครัวเรือนยังอยู่ในระดับที่ต่ำ การติดตามผลกระทบของการลดอัตราดอกเบี้ย  
ต่อกระบวนการปรับตัวด้านเสถียรภาพการเงินอย่างใกล้ชิด

กรรมการบางท่านให้ข้อสังเกตว่าแนวโน้มนโยบายการเงินอาจมีบทบาทเพิ่มเติมได้ในขณะนี้ แต่ประสิทธิภาพ  
ในการชดเชยแรงสนับสนุนที่ลดลงจากนโยบายการคลังนั้นยังมีจำกัด

**กรรมการ 1 ท่านเห็นควรให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ร้อยละ 2.50 ต่อปี** เนื่องจากเห็นว่า  
นโยบายการเงินในปัจจุบันยังผ่อนปรนเหมาะสมอยู่ โดยเศรษฐกิจไทยในปีหน้ามีแนวโน้มปรับตัวเข้าสู่  
ภาวะปกติ ขณะที่ความเสี่ยงด้านเสถียรภาพการเงินยังมีอยู่และอัตราเงินเฟ้อปัจจุบันที่อยู่ในระดับต่ำ  
ส่วนหนึ่งเป็นผลจากมาตรการของภาครัฐ นอกจากนี้ นโยบายการเงินที่ผ่อนปรนมากและยาวนาน  
เกินไปอาจส่งผลกระทบต่อการออมในระยะยาว

**คณะกรรมการฯ จึงมีมติ 6 ต่อ 1 เสียงให้ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงร้อยละ 0.25 จาก  
ร้อยละ 2.50 เป็นร้อยละ 2.25 ต่อปี**

สายนโยบายการเงิน  
11 ธันวาคม 2556