

# FAQ

FOCUSED AND QUICK

Issue 136

September 10, 2018

## จับชีพจรเงินเพื่อไทย: ผลกระทบจากปัจจัยเชิงวัฏจักร และปัจจัยเชิงโครงสร้างที่เปลี่ยนแปลงไป

ธนันธร มหาพรประจักษ์, นุวัต ทนุชวิญญ, วรินทิพย์ วรศักดิ์ และ อัญชลี ศิริคะเณรัตน์

บทความนี้เป็นทรัพย์สินของธนาคารแห่งประเทศไทย

การกล่าว คัด หรืออ้างอิง ข้อมูลบางส่วนตามสมควรในบทความนี้

จะต้องกระทำโดยถูกต้อง และอ้างอิงถึงผู้เขียนและธนาคารแห่งประเทศไทย โดยชัดแจ้ง

ข้อคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นความเห็นของผู้เขียน  
ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย

## บทสรุปผู้บริหาร

ในช่วง 3 – 4 ปีที่ผ่านมา อัตราเงินเฟ้อทั่วไปของไทยปรับลดลงมาอยู่ในระดับต่ำเช่นเดียวกับอัตราเงินเฟ้อโลก โดยมีสาเหตุจากทั้งปัจจัยเชิงวัฏจักร (Cyclical factor) และปัจจัยเชิงโครงสร้าง (Structural factor) โดยปัจจัยเชิงวัฏจักรที่สำคัญคือภาวะเศรษฐกิจไทยที่แม้ว่าจะอยู่ในช่วงฟื้นตัวดีขึ้นต่อเนื่อง แต่ก็ยังขยายตัวต่ำกว่าระดับศักยภาพ ทำให้แรงกดดันด้านอุปสงค์ต่ออัตราเงินเฟ้อมีจำกัด รวมถึงปัจจัยด้านอุปทาน โดยเฉพาะราคาขายปลีกน้ำมันในประเทศที่ได้รับผลจากราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกที่อยู่ในระดับต่ำตามภาวะเศรษฐกิจโลก และแม้ว่าอัตราเงินเฟ้อโลกจะเริ่มปรับเพิ่มขึ้นในปี 2560 ตามราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจากปีก่อน แต่อัตราเงินเฟ้อไทยยังเผชิญกับปัจจัยลบจากราคาอาหารสดที่หดตัวจากผลผลิตที่ออกสู่ตลาดมากตามสภาพอากาศที่เอื้ออำนวย ทำให้แรงกดดันด้านต้นทุนต่ออัตราเงินเฟ้อลดลง ขณะที่การเปลี่ยนแปลงของปัจจัยเชิงโครงสร้าง ส่วนใหญ่เป็นปัจจัยที่กดดันให้อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดเจนคือ การพัฒนาเทคโนโลยีการผลิตน้ำมันให้สามารถผลิตน้ำมันดิบออกสู่ตลาดได้มากขึ้นด้วยต้นทุนการผลิตที่ต่ำลง ทำให้ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกอยู่ในระดับต่ำโดยเปรียบเทียบและโอกาสที่ราคาน้ำมันจะเปลี่ยนแปลงเร็วและแรงเหมือนในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา มีน้อยลง นอกจากนี้ กระแสโลกาภิวัตน์ทางการค้า (Globalization) ที่ทำให้อำนาจในการขึ้นราคาสินค้าของผู้ประกอบการในประเทศทำได้ยากขึ้น รวมถึงการขยายตัวของพาณิชย์อิเล็กทรอนิกส์ (e-commerce) และการเข้าสู่สังคมสูงอายุ (Aging Society) ล้วนเป็นปัจจัยด้านลบที่กดดันอัตราเงินเฟ้อ (ตารางที่ 1)

ตารางที่ 1 สรุปปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อแรงกดดันอัตราเงินเฟ้อในช่วง 3-4 ปีที่ผ่านมา

|                   | ปัจจัยเชิงวัฏจักร  | ปัจจัยเชิงโครงสร้าง  |
|-------------------|--|--|
| หมวดอาหารสด       | <ul style="list-style-type: none"> <li>อุปทานส่วนเกินในสินค้าหมวดผักผลไม้ และปศุสัตว์</li> <li>วัฏจักรราคาสินค้าโภคภัณฑ์โลกที่อยู่ในช่วงขาลง</li> </ul>                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>การพัฒนากระบวนการและเทคโนโลยีการผลิตตลอดจนระบบชลประทาน</li> </ul>   |
| หมวดพลังงาน       | <ul style="list-style-type: none"> <li>การขยายตัวของเศรษฐกิจโลกที่ชะลอลง</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>การพัฒนาเทคโนโลยีการผลิต Shale oil ส่งผลให้อุปทานน้ำมันดิบเพิ่มขึ้น การแข่งขันสูงขึ้น และอุปทานสามารถตอบสนองต่อราคาได้เร็ว</li> </ul> |
| หมวดสินค้าพื้นฐาน | <ul style="list-style-type: none"> <li>เศรษฐกิจไทยที่ขยายตัวต่ำกว่าศักยภาพ</li> <li>ต้นทุนการผลิตทั้งในส่วนของต้นทุนสินค้าโภคภัณฑ์และค่าจ้างแรงงานเพิ่มขึ้นไม่มาก</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>กระแสโลกาภิวัตน์ (Globalization)</li> <li>การขยายตัวของ e-commerce</li> <li>การเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ (Aging society)</li> </ul>      |

หมายเหตุ: ในปัจจุบัน ปัจจัยเชิงวัฏจักรเริ่มกลับมาเป็นช่วงขาขึ้น สะท้อนจากเศรษฐกิจไทยและโลกที่เห็นทิศทางฟื้นตัวดีขึ้น นอกจากนี้ การขยายเวลาข้อตกลงลดปริมาณการผลิตของกลุ่ม OPEC และ Non-OPEC ทำให้อุปทานน้ำมันในตลาดโลกลดลง และส่งผลให้ราคาน้ำมันปรับสูงขึ้น

ปัจจัยเชิงวัฏจักรและปัจจัยเชิงโครงสร้างดังกล่าวข้างต้น ส่งผลให้พลวัตของอัตราเงินเฟ้อไทยเปลี่ยนแปลงไปจากในอดีต โดยการศึกษาในบทความนี้พบว่า (1) อัตราเงินเฟ้อถูกอธิบายโดยปัจจัยอุปทานค่อนข้างมาก ซึ่งนโยบายการเงินมีประสิทธิผลค่อนข้างจำกัดในการจัดการกับแรงกดดันด้านนี้ (2) ความสัมพันธ์ระหว่างเศรษฐกิจในประเทศกับอัตราเงินเฟ้อ (Phillips curve) ปรับลดลง และ (3) การเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อมีความหนืด (persistence) มากขึ้น สะท้อนว่าแม้เศรษฐกิจในระยะต่อไปจะฟื้นตัว แต่อาจช่วยให้อัตราเงินเฟ้อเร่งขึ้นได้ไม่มากและอาจต้องใช้เวลาการส่งผ่านผลบวกของเศรษฐกิจมายังเงินเฟ้อนานกว่าในอดีต (4) shock ต่าง ๆ ที่กระทบเงินเฟ้อในระยะหลังมีขนาดเล็กลงและมักเป็นปัจจัยที่สร้างแรงกดดันด้านลบ ทำให้ขาดปัจจัยบวกที่ช่วยให้อัตราเงินเฟ้อเร่งขึ้นเช่นในอดีต และ (5) แนวโน้มเงินเฟ้อในระยะยาวต่ำกว่าในอดีต ซึ่งเป็นผลจากการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นทั้งในไทยและต่างประเทศ ซึ่งจะสร้างแรงกดดันด้านลบต่อเงินเฟ้อต่อเนื่องในอนาคต รวมถึงมีนัยต่อการกำหนดเป้าหมายนโยบายการเงินในระยะข้างหน้าที่ต้องคำนึงถึงแนวโน้มเงินเฟ้อในระยะยาวมากขึ้น เพื่อให้เป้าหมายอยู่ในระดับที่เหมาะสมต่อเศรษฐกิจ และไม่เป็นข้อจำกัดต่อการตัดสินใจนโยบายจนส่งผลกระทบต่อการรักษาเสถียรภาพด้านอื่น ๆ

มองไปในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า ประเมินว่าอัตราเงินเฟ้อไทยมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น โดยปัจจัยเชิงวัฏจักรมีแนวโน้มกลับมาเป็นช่วงขาขึ้น ตามการขยายตัวของเศรษฐกิจไทย ทำให้อุปสงค์ในประเทศปรับตัวดีขึ้น ขณะที่การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกมีส่วนช่วยให้ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกมีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ในระยะสั้น ราคาสินค้าเกษตรยังมีความผันผวนค่อนข้างสูง ประกอบกับปัจจัยเชิงโครงสร้างจะยังเป็นแรงกดดันให้อัตราเงินเฟ้อทยอยเพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป

นอกจากนี้ การเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อในระยะต่อไปยังคงเผชิญกับพลวัตของอัตราเงินเฟ้อที่เปลี่ยนแปลงไปจากในอดีต ความสัมพันธ์ระหว่างเศรษฐกิจในประเทศกับอัตราเงินเฟ้อที่ปรับลดลง และการเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อมีความหนืดมากขึ้น อาจส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อกลับสู่เป้าหมายนโยบายการเงินได้ช้า จึงเป็นความท้าทายของผู้ดำเนินนโยบายการเงินในการดูแลให้อัตราเงินเฟ้อกลับเข้าสู่เป้าหมายในระยะเวลาที่เหมาะสม โดยในช่วงที่ผ่านมา คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ได้ดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นต่อเนื่องเพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อ อย่างไรก็ตาม อัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานานอาจทำให้นักลงทุนแสวงหาผลตอบแทนที่สูงขึ้นโดยการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง ซึ่งเพิ่มความเสี่ยงต่อเสถียรภาพระบบการเงิน ในขณะที่เศรษฐกิจที่มีแนวโน้มขยายตัวดีขึ้น ส่งผลให้ความจำเป็นของการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นมากมีลดลง ดังนั้น ในระยะต่อไป กนง. จะต้องดำเนินนโยบายที่เหมาะสมเพื่อสร้างความสมดุลระหว่างการดูแลอัตราเงินเฟ้อและการจัดการความเสี่ยงต่อเสถียรภาพระบบการเงินตลอดจนการดูแลให้เศรษฐกิจไทยขยายตัวสอดคล้องกับศักยภาพ

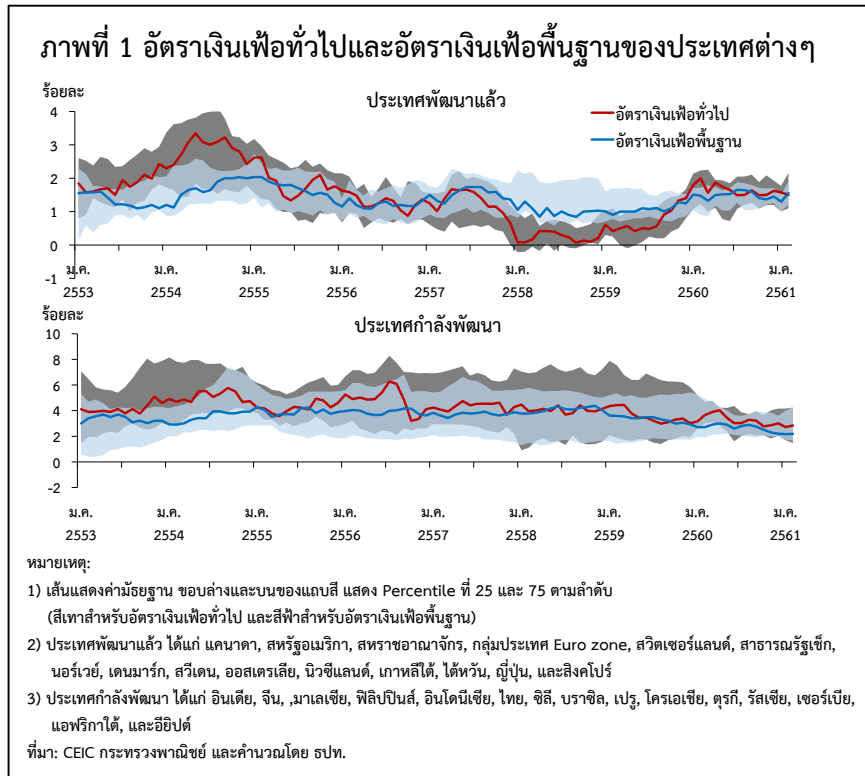
แนวโน้มเงินเฟ้อในระยะยาวที่ต่ำกว่าในอดีตมีนัยเชิงนโยบายต่อการกำหนดเป้าหมายนโยบายการเงินที่เหมาะสมในระยะข้างหน้า เนื่องจากเป้าหมายที่อยู่ในระดับสูงเกินไปอาจเป็นปัจจัยลดทอนความน่าเชื่อถือของนโยบายและทำให้นโยบายการเงินอาจต้องผ่อนคลายเป็นมากและนานเพื่อกระตุ้นเงินเฟ้อจนส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพด้านอื่น ๆ อย่างไรก็ตาม การลดเป้าหมายนโยบายการเงินมีต้นทุนต่อเศรษฐกิจเช่นเดียวกัน โดยในระยะสั้น อาจทำให้ตลาดการเงินคาดการณ์ว่านโยบายการเงินจะลดการผ่อนคลายเป็นเร็วกว่าคาด ซึ่งจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินและธนาคารพาณิชย์

ปรับสูงขึ้น และกระทบต่อเศรษฐกิจและเงินเฟ้อได้ รวมทั้งยังมีผลกระทบในระยะยาวโดยอาจเป็นการเพิ่มโอกาสในการเกิดภาวะเงินฝืดและการเกิดปัญหาอัตราดอกเบี้ยใกล้ศูนย์ (Zero lower bound) ดังนั้น จึงเป็นความท้าทายของผู้ดำเนินนโยบายในการกำหนดเป้าหมายของอัตราเงินเฟ้อที่เหมาะสมในระยะข้างหน้า

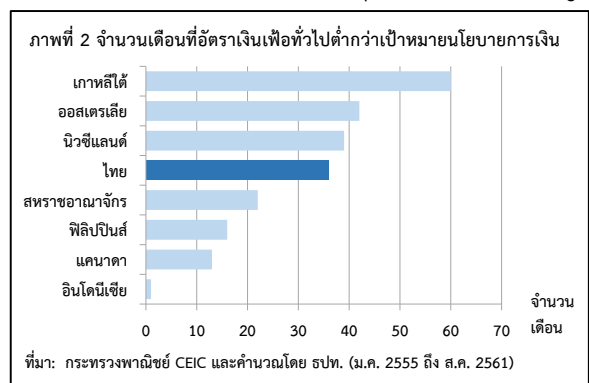
เมื่อพิจารณาพลวัตของอัตราเงินเฟ้อที่เปลี่ยนแปลงในแง่ความสำคัญของปัจจัยด้านอุปทาน และประสิทธิภาพของนโยบายการเงินในการดูแลเงินเฟ้อที่ลดลงจากอดีต ซึ่งส่งผลให้การรักษาเสถียรภาพด้านราคามีต้นทุนที่สูงขึ้น กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อแบบยืดหยุ่นที่มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้นสามารถเอื้อให้สร้างสมดุลระหว่างการดูแลเสถียรภาพด้านต่าง ๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการนำประเด็นเรื่องการดูแลเสถียรภาพระบบการเงิน เข้าเป็นส่วนหนึ่งในกระบวนการตัดสินใจดำเนินนโยบายการเงินอย่างเป็นระบบมากขึ้น ซึ่งจะช่วยให้ผู้กำหนดนโยบายสามารถประเมินความเสี่ยงต่าง ๆ ได้อย่างรอบด้าน และ Trade-off การดำเนินนโยบายได้อย่างเหมาะสม

## บทนำ

หลังปี 2557 เป็นต้นมา อัตราเงินเฟ้อทั่วโลกลดต่ำลงมากจากค่าเฉลี่ย<sup>1</sup> ช่วงปี 2553–2557 ที่ร้อยละ 2.6 มาอยู่ที่ร้อยละ 1.1 และ 1.3 ในปี 2558 และ 2559 ตามลำดับ และแม้ช่วงหลังปี 2559 อัตราเงินเฟ้อทั่วไปของประเทศต่าง ๆ จะมีแนวโน้มสูงขึ้นตามราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก แต่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (อัตราเงินเฟ้อที่ไม่รวมหมวดอาหารสดและพลังงาน) ยังคงทรงตัวในระดับต่ำต่อเนื่อง (ภาพที่ 1) สะท้อนภาพอุปสงค์ในประเทศที่ยังฟื้นตัวได้ไม่เต็มที่



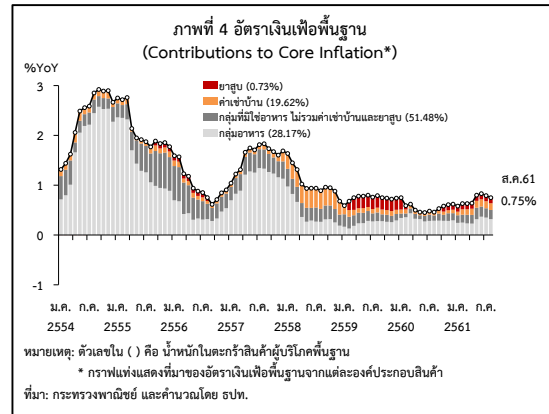
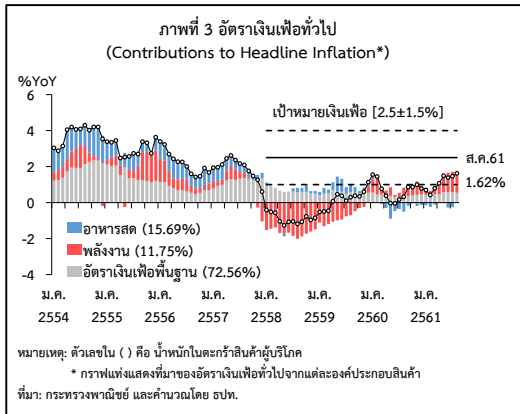
อัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับต่ำเป็นความท้าทายที่ธนาคารกลางต่าง ๆ ทั่วโลกต้องเผชิญ โดยเฉพาะของประเทศที่ดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation targeting) โดยหลายประเทศเผชิญสถานการณ์อัตราเงินเฟ้อต่ำกว่าเป้าหมายในช่วง 3-4 ปีที่ผ่านมา เช่น อังกฤษ นิวซีแลนด์ ออสเตรเลีย และเกาหลีใต้<sup>2</sup> (ภาพที่ 2) ทำให้เกิดคำถามว่าอะไรเป็นสาเหตุที่ทำให้อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานาน



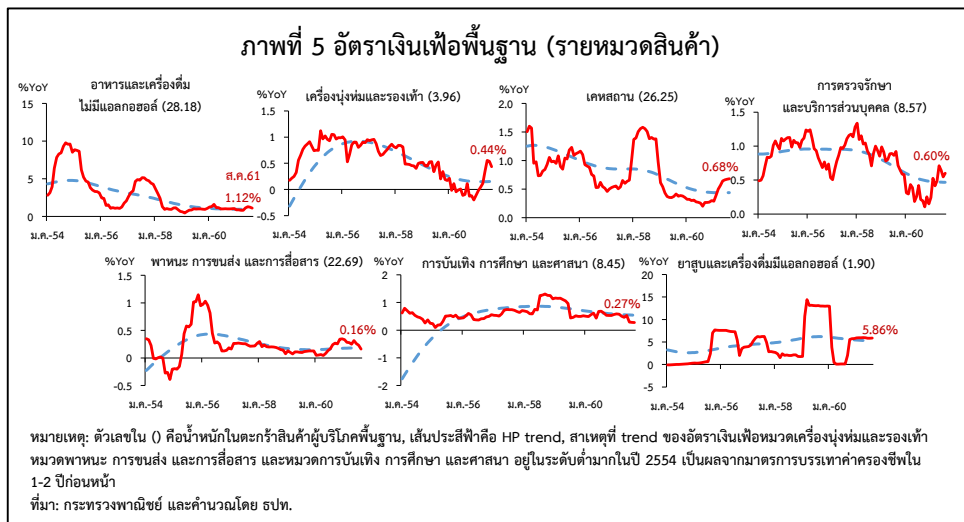
<sup>1</sup> ค่ามัธยฐานของอัตราเงินเฟ้อของประเทศพัฒนาแล้ว (Advanced economies) และประเทศกำลังพัฒนา (Emerging market economies) รวม 30 ประเทศ ทั้งประเทศที่ใช้และไม่ใช้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ

<sup>2</sup> ล่าสุด ในปี 2560 อัตราเงินเฟ้อหลายประเทศกลับสู่เป้าหมายแล้ว แต่ส่วนใหญ่ยังอยู่ในระดับต่ำกว่าค่ากลางของเป้าหมาย อีกทั้งยังมีประเด็นในเรื่องความต่อเนื่องของแรงกดดันเงินเฟ้อ

สำหรับประเทศไทย พัฒนาการของอัตราเงินเฟ้อเป็นไปในทิศทางเดียวกับอัตราเงินเฟ้อโลก โดยตั้งแต่ปี 2557 อัตราเงินเฟ้อทั่วไปได้ลดลงและอยู่ในระดับต่ำกว่าเป้าหมายนโยบายการเงินที่ร้อยละ  $2.5 \pm 1.5$  ประมาณ 24 เดือนก่อนกลับเข้าสู่ขอบล่างของเป้าหมายในเดือนธันวาคม 2559 และแม้ว่าหลังเดือนมีนาคม 2560 เป็นต้นมา อัตราเงินเฟ้อทั่วไปจะลดลงต่ำกว่าขอบล่างอีกครั้ง แต่อัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปี 2560 ยังคงมีทิศทางเพิ่มขึ้นจากปี 2559 โดยเฉลี่ยทั้งปีอยู่ที่ร้อยละ 0.67 สูงขึ้นจากปี 2559 ที่ร้อยละ 0.19 (ภาพที่ 3)



ขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานของไทยปี 2560 ยังคงทรงตัวในระดับต่ำ ที่ร้อยละ 0.56 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในช่วงปี 2553-2557 ที่ร้อยละ 1.6 โดยอยู่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยมาตั้งแต่ปี 2558 (ภาพที่ 4) และพบว่าภาวะเงินเฟ้อต่ำเกิดขึ้นค่อนข้างกระจายตัว (broad-based) ในหลายหมวดสินค้า<sup>3</sup> (ภาพที่ 5 และตารางที่ 2 ในภาคผนวก) โดยเฉพาะหมวดอาหารและเครื่องดื่มไม่มีแอลกอฮอล์ ที่อัตราเงินเฟ้อต่ำลงอย่างเห็นได้ชัดจากค่าเฉลี่ยปี 2553-2557 ที่ร้อยละ 3.94 มาอยู่ที่ร้อยละ 1 หลังปี 2558 และเนื่องจากสินค้าหมวดนี้มีน้ำหนักค่อนข้างมากในตะกร้าสินค้าที่ใช้คำนวณดัชนีราคาผู้บริโภค



<sup>3</sup> ได้แก่ (1) หมวดอาหารและเครื่องดื่มไม่มีแอลกอฮอล์ (2) เครื่องดื่มหมักและร่อนเท้า (3) เคหสถาน (4) การตรวจรักษาและบริการส่วนบุคคล (5) พาหนะ ขนส่ง และการสื่อสาร (6) การบันเทิง การศึกษา และศาสนา (7) ยาสูบและเครื่องดื่มที่มีแอลกอฮอล์ โดยมีเพียงอัตราเงินเฟ้อหมวดยาสูบและเครื่องดื่มที่มีแอลกอฮอล์เท่านั้นที่แนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นบ้าง ซึ่งเกิดจากการปรับเพิ่มภาษีสรรพสามิต

(ร้อยละ 20.45) การลดลงของอัตราเงินเฟ้อหมวดนี้จึงมีส่วนสำคัญที่ถ่วงทั้งอัตราเงินเฟ้อทั่วไปและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานให้อยู่ในระดับต่ำ

ดังนั้น เพื่อให้เข้าใจถึงปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อในปัจจุบัน รวมถึงแนวทางการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงไป บทความนี้ต้องการจับชีพจรอัตราเงินเฟ้อไทยในช่วงที่ผ่านมา เพื่ออธิบาย 1) สาเหตุที่อัตราเงินเฟ้อไทยอยู่ในระดับต่ำ 2) การเปลี่ยนแปลงในพลวัตของอัตราเงินเฟ้อไทย และ 3) การดำเนินนโยบายการเงินภายใต้พลวัตของอัตราเงินเฟ้อที่เปลี่ยนแปลงไป

## I. สาเหตุที่อัตราเงินเฟ้อไทยอยู่ในระดับต่ำ

อัตราเงินเฟ้อไทยที่อยู่ในระดับต่ำ มีสาเหตุจากทั้งปัจจัยเชิงวัฏจักร (Cyclical factor) และปัจจัยเชิงโครงสร้าง (Structural factor) โดยปัจจัยเชิงวัฏจักรเป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นและส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อเพียงระยะเวลาหนึ่ง โดยผลจะค่อย ๆ ลดลงเมื่อปัจจัยเหล่านั้นคลี่คลายหรือนโยบายการเงินมีการตอบสนองอย่างเหมาะสม ซึ่งปัจจัยเชิงวัฏจักรที่กดดันให้อัตราเงินเฟ้อไทยอยู่ในระดับต่ำเกิดจากภาวะเศรษฐกิจไทยที่ฟื้นตัวช้า ทำให้แรงกดดันด้านอุปสงค์ต่ออัตราเงินเฟ้อมีจำกัด รวมถึงแรงกดดันด้านต้นทุนที่ปรับลดลง โดยเฉพาะจากราคาน้ำมันในตลาดโลกที่ลดลงตามอุปสงค์โลกตั้งแต่ปี 2557 และราคาอาหารสดในประเทศในปี 2560 ที่ลดลงจากผลผลิตที่ออกสู่ตลาดมากเนื่องจากสภาพอากาศเอื้ออำนวย

ส่วนปัจจัยเชิงโครงสร้างหมายถึงการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างต่าง ๆ ในระบบเศรษฐกิจที่มีผลต่ออัตราเงินเฟ้อในระยะยาว โดยในช่วงที่ผ่านมา ปัจจัยเชิงโครงสร้างส่วนใหญ่เป็นปัจจัยกดดันให้อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ ตัวอย่างที่ชัดเจนคือการพัฒนาเทคโนโลยีการผลิตน้ำมันที่ทำให้ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกลดลงจากอดีตที่เคยสูงกว่า 100 ดอลลาร์ สรอ. ต่อบาร์เรล มาทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ นอกจากนี้ ยังมีปัจจัยเชิงโครงสร้างอื่น ๆ ที่สร้างแรงกดดันให้อัตราเงินเฟ้อไม่เร่งสูง เช่น กระแสโลกาภิวัตน์ทางการค้า การขยายตัวของพาณิชย์อิเล็กทรอนิกส์ (e-commerce) รวมถึงการเข้าสู่สังคมสูงอายุ โดยรายละเอียดของปัจจัยเชิงวัฏจักรและปัจจัยเชิงโครงสร้างที่ส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อมีดังนี้

### 1. ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราเงินเฟ้อหมวดพลังงานและอาหารสด

การเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อหมวดพลังงาน<sup>4</sup>และอาหารสด<sup>5</sup> เป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปของไทยในช่วงที่ผ่านมาอยู่ในระดับต่ำ โดยอัตราเงินเฟ้อหมวดพลังงานที่ติดลบในปี 2558 และ 2559 เป็นสาเหตุหลักกดดันให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปอยู่ในระดับต่ำ และแม้ในปี 2560 อัตราเงินเฟ้อหมวดพลังงานจะมีทิศทางปรับเพิ่มขึ้น แต่อัตราเงินเฟ้อหมวดอาหารสดกลับหดตัวลงและกลายเป็นปัจจัยหลักกดดันให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปปี 2560 เพิ่มขึ้นได้ไม่มาก โดยรายละเอียดของปัจจัยที่กระทบอัตราเงินเฟ้อหมวดพลังงานและอาหารสดมีดังนี้

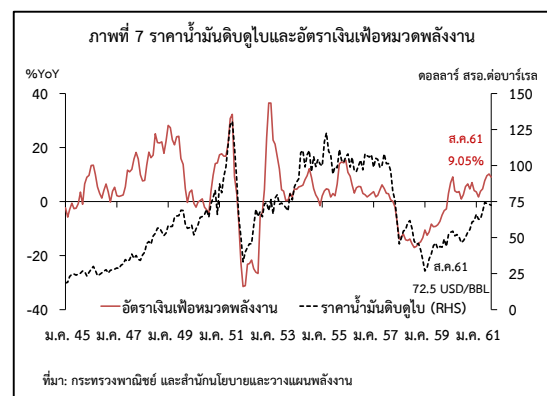
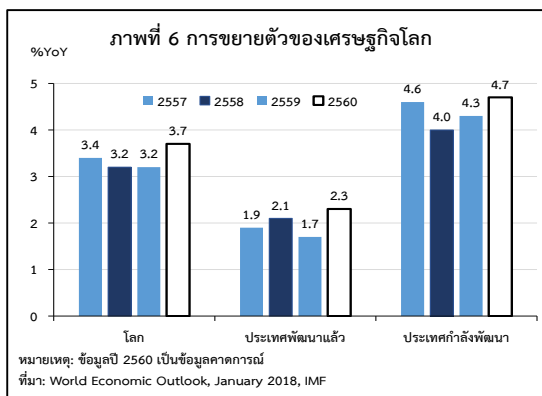
<sup>4</sup> หมวดพลังงานประกอบด้วย 1) น้ำมันเชื้อเพลิง ได้แก่ ดีเซล เบนซิน 95 แก๊สโซฮอล์ 91 แก๊สโซฮอล์ 95 แก๊สโซฮอล์ E20 แก๊สโซฮอล์ E85 ก๊าซธรรมชาติ (NGV) และ ก๊าซ LPG สำหรับยานพาหนะ 2) ค่ากระแสไฟฟ้า (FT) และ 3) ก๊าซ LPG สำหรับหุงต้ม

<sup>5</sup> หมวดอาหารสดประกอบด้วย 1) ข้าว แป้งและผลิตภัณฑ์จากแป้ง 2) เนื้อสัตว์ และสัตว์น้ำ 3) ไข่และผลิตภัณฑ์นม และ 4) ผักและผลไม้

## 1.1 ปัจจัยที่กระทบอัตราเงินเฟ้อหมวดพลังงาน

การพัฒนาเทคโนโลยีการผลิตน้ำมัน เป็นการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างครั้งสำคัญที่สร้างแรงกดดันด้านลบต่ออัตราเงินเฟ้อ ทำให้ราคาน้ำมันในตลาดโลกลดลงและอยู่ในระดับต่ำ โดยเทคโนโลยีการขุดเจาะน้ำมันจากชั้นหินดินดาน (Shale oil revolution) ที่เกิดขึ้นในสหรัฐฯ ส่งผลให้มีอุปทานน้ำมันดิบออกมาสู่ตลาดมากขึ้นภายใต้ต้นทุนการผลิตที่ค่อนข้างต่ำ และก่อให้เกิดการแข่งขันด้านราคาระหว่างผู้ผลิตและส่งออกน้ำมันในกลุ่ม OPEC กับกลุ่ม Non-OPEC มากขึ้น ทำให้อำนาจการกำหนดราคาน้ำมันในตลาดโลกของ OPEC ลดลงอย่างชัดเจน นอกจากนี้ การเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างดังกล่าวยังทำให้อุปทานน้ำมันดิบในตลาดโลกมีความยืดหยุ่นต่อการเปลี่ยนแปลงของราคามากขึ้น กล่าวคือ ผู้ผลิตสามารถผลิตน้ำมันออกมาได้มากเพียงพอและสอดคล้องกับอุปสงค์ของโลกในแต่ละช่วงเวลา<sup>6</sup> ส่งผลให้ราคาน้ำมันไม่แรงตัวเช่นในอดีต

นอกจากนี้ ในช่วง 3-4 ปีที่ผ่านมา ราคาน้ำมันยังต้องเผชิญกับแรงกดดันด้านลบจากปัจจัยเชิงวัฏจักร คือ ความต้องการใช้พลังงานที่ลดลงตามเศรษฐกิจโลกที่ฟื้นตัวช้า<sup>7</sup> (ภาพที่ 6) ก่อให้เกิดอุปทานน้ำมันดิบส่วนเกินขึ้นในปริมาณมาก ทั้งปัจจัยเชิงวัฏจักรและปัจจัยเชิงโครงสร้างข้างต้น ส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกปรับลดลงมากจากที่เคยสูงถึง 101.61 ดอลลาร์ สรอ. ต่อบาร์เรล ในไตรมาส 3 ปี 2557 มาอยู่ที่ 50.76 และ 41.28 ดอลลาร์ สรอ. ต่อบาร์เรลในช่วงปี 2558 และ 2559 ตามลำดับ (ภาพที่ 7) และกดดันราคาขายปลีกน้ำมันเชื้อเพลิงทั่วโลกให้อยู่ในระดับต่ำ



อย่างไรก็ดี ในปี 2560 ปัจจัยเชิงวัฏจักรที่กระทบต่ออัตราเงินเฟ้อหมวดพลังงานเริ่มกลับมาเป็นขาขึ้น โดยอัตราเงินเฟ้อหมวดพลังงานของไทยปี 2560 เฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 4.85 กลับมาเป็นบวกหลังจากติดลบในช่วง 2 ปีก่อนหน้า เนื่องจาก (1) ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกมีแนวโน้มสูงขึ้นตามเศรษฐกิจโลกที่ขยายตัวดีขึ้น รวมถึงผลของข้อตกลงลดปริมาณการผลิตของกลุ่ม OPEC และ

<sup>6</sup> Shale oil ตอบสนองต่อราคาน้ำมันได้เร็วกว่าการผลิตน้ำมันดิบแบบทั่วไป (Conventional oil) เนื่องจากการผลิต Conventional oil ต้องใช้เวลาศึกษาและตัดสินใจลงทุนนาน รวมถึงการขุดเจาะต้องใช้เวลาหลายปี ในขณะที่ Shale oil ใช้เวลาดังแต่ตัดสินใจลงทุนจนถึงขุดเจาะเสร็จสิ้นเพียง 2-3 เดือน (FTI Consulting, 2016)

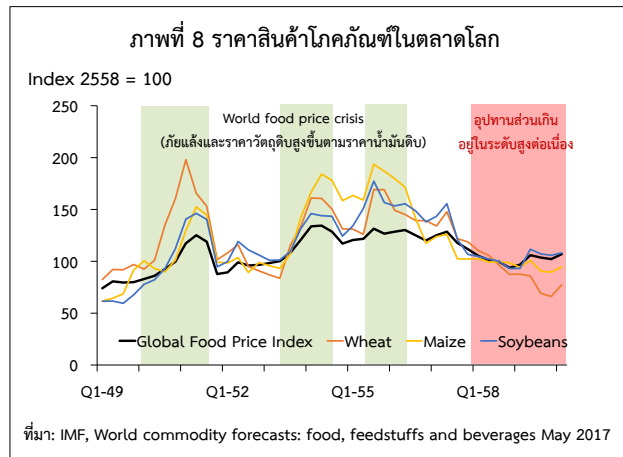
<sup>7</sup> การชะลอตัวของเศรษฐกิจจีนและประเทศตลาดเกิดใหม่ ขณะที่เศรษฐกิจประเทศพัฒนาแล้วเผชิญข้อจำกัดในการฟื้นตัวจากความไม่แน่นอนทางการเมืองต่าง ๆ เช่น การเลือกตั้งประธานาธิบดีในกลุ่มประเทศยุโรปและสหรัฐฯ รวมถึงการออกจากการเป็นสมาชิกสหภาพยุโรปของสหราชอาณาจักร (Brexit) เป็นต้น



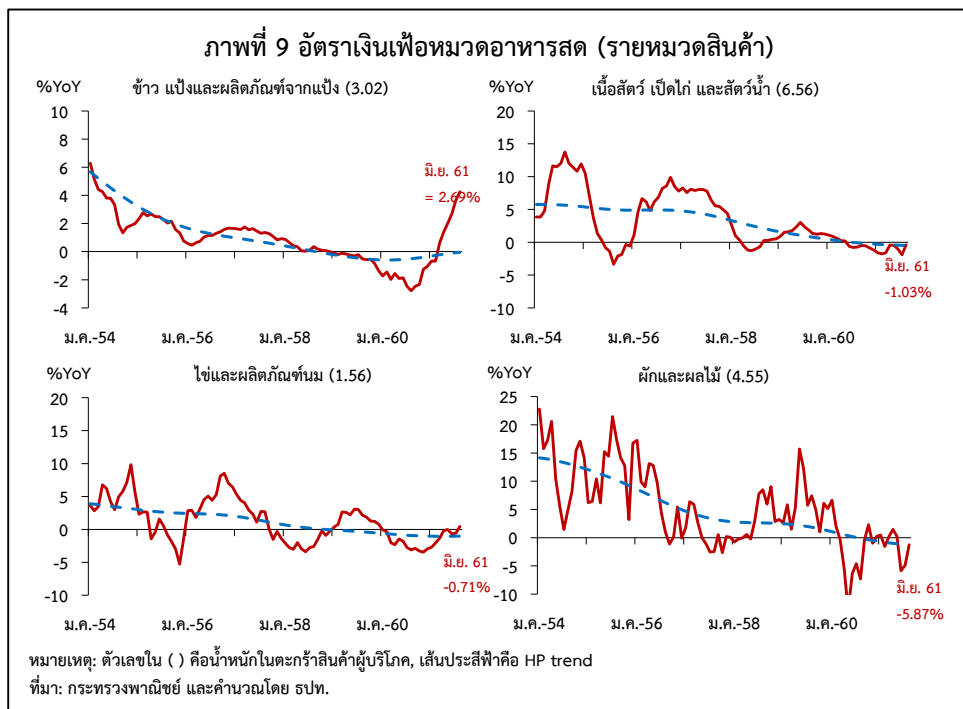
Non-OPEC ทำให้อุปทานน้ำมันในตลาดโลกลดลง (2) ค่าไฟฟ้าผันแปร (FT) ปรับสูงขึ้นตามต้นทุน  
ก๊าซธรรมชาติที่ใช้ในการผลิตไฟฟ้า

## 1.2 ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อหมวดอาหารสด

ผลของเศรษฐกิจโลกที่ฟื้นตัวช้าในช่วงปี 2558 - 2559 ทำให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ต่าง ๆ ในตลาดโลก อาทิ ข้าวโพด ข้าวสาลี กากถั่วเหลือง ทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ (ภาพที่ 8) ส่งผลให้ต้นทุนราคาอาหารสัตว์ในประเทศปรับลดลง และทำให้อัตราเงินเฟ้อหมวดอาหารสดโดยเฉพาะเนื้อสัตว์อยู่ในระดับต่ำ ส่วนปี 2560 ปัจจัยเชิงวัฏจักรที่กระทบอัตราเงินเฟ้อหมวดอาหารสดยังคงเป็นขาลง โดยมาจากปัจจัยในประเทศ เช่น (1) สภาพอากาศที่เอื้ออำนวยทำให้ผลผลิตผักและผลไม้ออกสู่ตลาดเป็นจำนวนมาก กดดันให้ราคาปรับลดลง (2) ผลผลิตข้าวที่ออกมามาก ทำให้ผู้ขายข้าวถูกต้องแข่งขันกันให้ส่วนลดทางการค้า (promotion) อีกทั้ง ยังส่งผลให้มีการปรับรูปแบบการขายตรงจากเกษตรกรสู่มือผู้บริโภค ทำให้เกิดการแข่งขันด้านราคาในตลาดมากขึ้นอีก และ (3) อุปทานปศุสัตว์ล้มตลาด โดยเฉพาะหมู หลังผู้ขายเนื้อหมูไม่สามารถส่งออกเนื้อหมูได้ตามคาด ทำให้ราคาเนื้อหมูลดลงมากในช่วงไตรมาสที่ 4 ซึ่งปัจจัยเชิงวัฏจักรขาลงเหล่านี้ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อหมวดอาหารสดปี 2560 ติดลบอยู่ที่ร้อยละ 1.38



นอกจากนี้ ปัจจัยเชิงโครงสร้างก็มีส่วนสำคัญในการอธิบายการลดลงของอัตราเงินเฟ้อในหมวดอาหารสดเช่นเดียวกัน สะท้อนจากอัตราเงินเฟ้อหมวดอาหารสดที่มีแนวโน้มต่ำลงจากอดีต



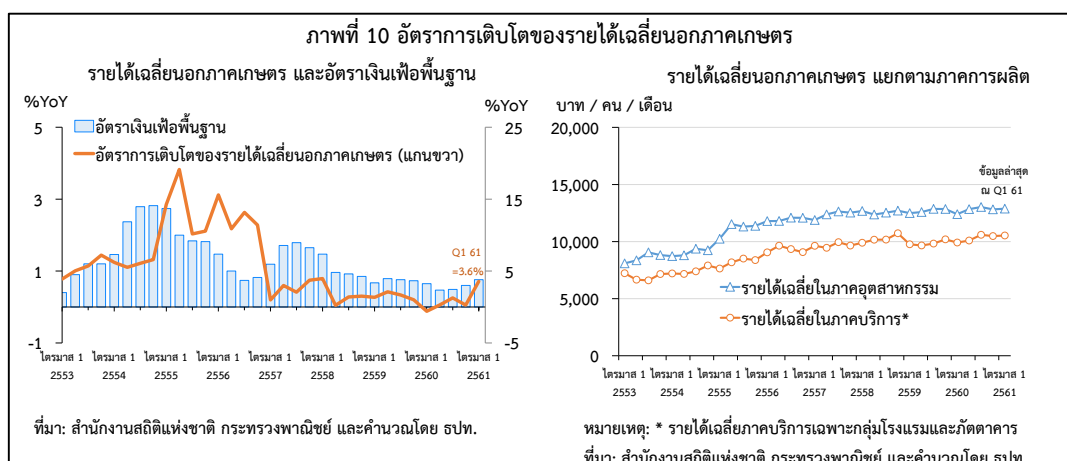
ในหลายชนิดสินค้า (ภาพที่ 9) โดยปัจจัยสำคัญคือ การพัฒนาเทคโนโลยีการผลิตที่ทำให้มีผลผลิตเพิ่มขึ้นและต้นทุนถูกลง อาทิ (1) การทำปุ๋ยชีวภาพปิด ซึ่งช่วยให้ผู้ประกอบการสามารถเลี้ยงปุ๋ยชีวภาพปริมาณมากในพื้นที่จำกัด ป้องกันผลผลิตจากโรคระบาดหรือการเปลี่ยนแปลงของสภาพอากาศ (2) การส่งเสริมและพัฒนาาระบบเกษตรพันธสัญญา (Contact Farming) ที่เอื้อให้เกิดการถ่ายทอดเทคโนโลยี และสร้างความมั่นคงทั้งด้านการขายผลผลิตและรายได้ให้แก่เกษตรกรรายย่อย รวมถึง (3) การพัฒนาระบบชลประทาน ซึ่งช่วยให้ผลผลิตสินค้าเกษตรโดยเฉพาะผักและผลไม้เพิ่มขึ้น และบรรเทาผลกระทบด้านลบต่อผลผลิตในยามเกิดปัญหาภัยแล้ง นอกจากนี้ การค้าระหว่างประเทศมีส่วนทำให้อัตราเงินเฟ้อหมวดนี้ต่ำลงเช่นเดียวกัน อาทิ การบริหารจัดการการนำเข้าพืชรูปร่างแม่พิมพ์ไก่ไข่ที่ส่งผลให้อุปทานไข่ไก่สอดคล้องกับความต้องการบริโภคและทำให้ราคาไข่ไก่มีเสถียรภาพ

## 2. ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน

ในช่วง 3-4 ปีที่ผ่านมา อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานปรับลดลงมาก และยังคงทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ แม้เศรษฐกิจในประเทศเริ่มปรับตัวดีขึ้น โดยการลดลงของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเป็นผลจากทั้งปัจจัยเชิงวัฏจักร เช่น เศรษฐกิจไทยที่ขยายตัวต่ำ และปัจจัยเชิงโครงสร้างต่าง ๆ ที่สร้างแรงกดดันด้านลบต่ออัตราเงินเฟ้ออย่างต่อเนื่อง รายละเอียดมีดังนี้

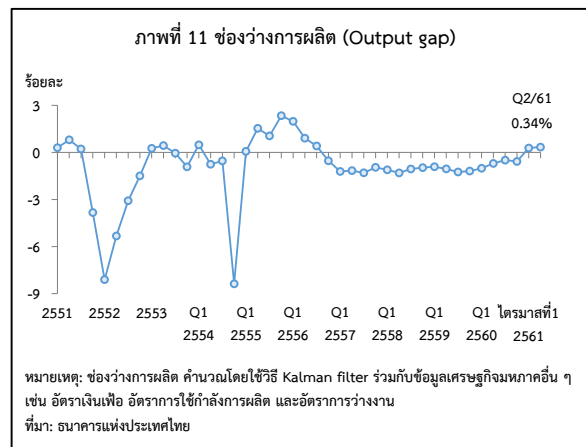
### 2.1 ปัจจัยเชิงวัฏจักรที่กระทบอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน

การลดลงของราคาพลังงานและอาหารสด ส่งผลต่อราคาสินค้าในตะกร้าเงินเฟ้อพื้นฐานผ่านต้นทุนการผลิตที่ต่ำลง ทำให้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดคือ (1) ราคาหมวดอาหารสำเร็จรูปได้รับผลกระทบจากทั้งราคาอาหารสดและก๊าซหุงต้มที่ขยายตัวชะลอลง และแม้ในปี 2560 ภาครัฐมีนโยบายลดอัตราภาษีก๊าซหุงต้ม แต่ภาครัฐเองยังมีการเข้าไปอุดหนุนราคาอยู่ค่อนข้างมาก ทำให้ราคาก๊าซหุงต้มไม่ได้เพิ่มขึ้นตามราคาตลาดโลก ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อหมวดอาหารสำเร็จรูปในปัจจุบันจึงยังทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ และ (2) ราคาหมวดค่าโดยสารสาธารณะ อัตราเงินเฟ้อหมวดพลังงานที่ลดลงส่งผลต่อราคาในหมวดนี้ค่อนข้างมาก เนื่องจากน้ำมันเชื้อเพลิงเป็นปัจจัยหลักของธุรกิจ ที่เห็นได้ชัดเจนนคือค่าเรือโดยสารที่ปรับลดลงตามราคาน้ำมันดีเซล ขณะที่ต้นทุนค่าจ้างแรงงาน ยังไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อพื้นฐานมากนัก สะท้อนจากอัตราเงินเฟ้อหมวดที่ใช้แรงงานสูงเช่นหมวดเครื่องนุ่งห่ม และบริการต่าง ๆ ยังทรงตัวในระดับต่ำ เนื่องจากตลาดแรงงานยังไม่ตึงตัว ส่งผลให้อัตราการเติบโตของผลตอบแทนแรงงานเฉลี่ย (Average earnings) อยู่ในระดับต่ำ (ภาพที่ 10 รูปด้านซ้าย)



ต้นทุนการผลิตที่อยู่ในช่วงขาลง นอกจากทำให้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในปัจจุบันอยู่ในระดับต่ำแล้ว ยังอาจส่งผลกระทบต่อ การส่งผ่านต้นทุนไปยังอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในอนาคตด้วย เนื่องจากในช่วงที่ราคาน้ำมันเป็นขาลง พบว่าผู้ประกอบการไม่ได้ปรับลดราคาสินค้าลงมากนัก ดังนั้น หากในอนาคต ต้นทุนการผลิตปรับสูงขึ้นในช่วงที่อุปสงค์ในประเทศยังไม่เข้มแข็ง ประโยชน์ที่ผู้ประกอบการได้รับจากการไม่ปรับลดราคาสินค้าในช่วงที่ต้นทุนเป็นขาลง จะมีส่วนช่วยให้ผู้ประกอบการสามารถรองรับต้นทุนในอนาคตที่สูงขึ้นได้โดยไม่ต้องขึ้นราคาสินค้า หรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง แม้วัฏจักรด้านต้นทุนการผลิตในอนาคตจะกลับมาเป็นขาขึ้น ก็อาจไม่ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานปรับเพิ่มขึ้นได้มากนัก

**วัฏจักรเศรษฐกิจที่อยู่ในช่วงขาลง เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีส่วนทำให้แรงกดดันเงินเฟ้อด้านอุปสงค์อยู่ในระดับต่ำ** โดยเศรษฐกิจไทยขยายตัวต่ำกว่าระดับศักยภาพ สะท้อนจากตัวเลขช่องว่างการผลิต (Output gap)<sup>8</sup> ที่ติดลบตั้งแต่ปี 2557 ทำให้แรงกดดันเงินเฟ้อด้านอุปสงค์ลดลง ส่วนหนึ่งเกิดจากภาระหนี้ภาคครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูงและรายได้ภาคเกษตรที่ยังอยู่ในระดับต่ำกดดันการบริโภคภาคเอกชน ขณะที่การลงทุนขยายตัวไม่มากและกระจุกอยู่ในบางอุตสาหกรรม



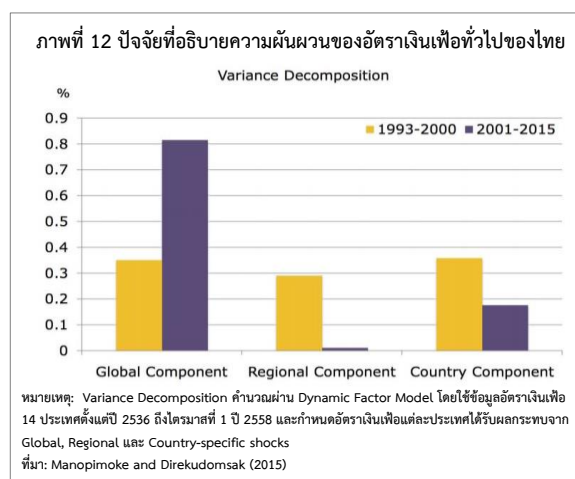
นอกจากนี้ ยังมีปัจจัยเชิงวัฏจักรอื่น ๆ ที่กระทบกับอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในบางหมวดสินค้า เช่น นโยบายรถคันแรกช่วงปลายปี 2554-2555 ที่ให้ผู้ซื้อรถยนต์สามารถนำค่าใช้จ่ามายลดภาษีได้ โดยมีเงื่อนไขคือห้ามโอนเปลี่ยนมือใน 5 ปี ทำให้อุปสงค์ต่อรถยนต์ในช่วงหลังหมดมาตรการมีจำกัด การออกรถยนต์รุ่นใหม่จึงมีน้อย ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อของหมวดรถยนต์อยู่ในระดับต่ำ อย่างไรก็ตาม ในช่วงปลายปี 2559-2560 การครอบครองรถยนต์ของผู้ใช้สิทธิ์จะทยอยครบ 5 ปี และสามารถซื้อขายเปลี่ยนมือได้ ทำให้เริ่มเห็นผู้ประกอบการออกรถยนต์รุ่นใหม่เพิ่มมากขึ้น ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อหมวดรถยนต์ปรับสูงขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 4 ปี 2560 สะท้อนผลด้านลบของนโยบายที่เริ่มหมดไป

## 2.2 ปัจจัยเชิงโครงสร้างที่สร้างแรงกดดันด้านลบต่อเงินเฟ้อพื้นฐาน

กระแสโลกาภิวัตน์ทางการค้า การขยายตัวของพาณิชย์อิเล็กทรอนิกส์ (e-commerce) และการเข้าสู่สังคมสูงอายุ ส่งผลให้ต้นทุนการผลิตต่ำลง การแข่งขันด้านราคาสูงขึ้น รวมถึงอาจทำให้การขยายตัวของอุปสงค์ในประเทศชะลอตัวลงกว่าเดิม ซึ่งเป็นแรงกดดันด้านลบต่ออัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน โดยรายละเอียดของแต่ละปัจจัยมีดังนี้

### 2.2.1 กระแสโลกาภิวัตน์ (Globalization) ทำให้เกิดการขยายตัวของการค้าระหว่าง

ประเทศ และส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อลดลง ผ่าน 3 ช่องทาง คือ (1) ช่องทางการแข่งขันด้านราคาระหว่างผู้ประกอบการในประเทศและต่างประเทศที่มากขึ้น โดยเฉพาะการแข่งขันกับสินค้าราคาถูกจากประเทศที่มีต้นทุนการผลิตต่ำ เช่น ประเทศจีน ทำให้ผู้ประกอบการในประเทศมีอำนาจในการขึ้นราคาสินค้าได้น้อยลง (Rogoff, 2003) (2) ช่องทางความเชื่อมโยงกันในรูปแบบของห่วงโซ่อุปทานโลก หรือ Global value chain<sup>9</sup> (Auer et al, 2017) ทำให้ประเทศต่าง ๆ สามารถเข้าถึงวัตถุดิบได้ง่ายและมีราคาถูก และ (3) ช่องทางการถ่ายทอดเทคโนโลยีการผลิตระหว่างประเทศ ซึ่งส่งผลต่อผลิตภาพของประเทศ และทำให้ต้นทุนการผลิตต่อหน่วยลดลง



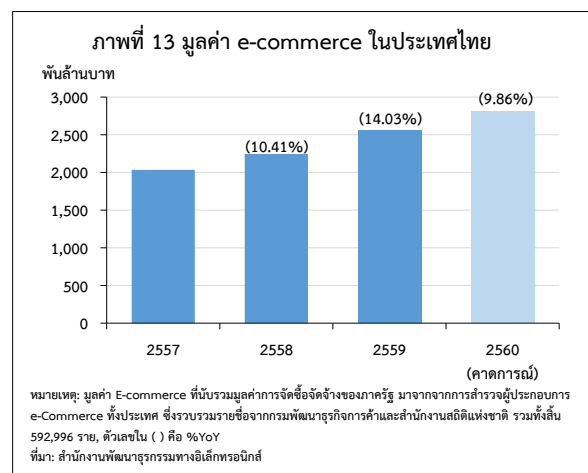
นอกจากนี้ กระแสโลกาภิวัตน์ยังทำให้ปัจจัยต่างประเทศมีอิทธิพลต่ออัตราเงินเฟ้อในประเทศมากขึ้น (Borio and Filardo, 2006; Auer et al, 2017) สะท้อนจากอัตราเงินเฟ้อของประเทศต่าง ๆ ที่เคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันมากขึ้น (Carney, 2015) และจากการศึกษากรณีประเทศไทยของ Manopimoke and Direkudomsak (2015) ที่พบว่าโลกาภิวัตน์ทำให้ปัจจัยภายนอกมีบทบาทต่อพลวัตของอัตราเงินเฟ้อไทยมากขึ้น โดยในช่วงปี 2544 - 2558 ความผันผวนของอัตราเงินเฟ้อไทยถูกกำหนดจากปัจจัยภายนอก (Global factors) ถึงร้อยละ 80 เพิ่มขึ้นมากเมื่อเทียบกับช่วง 2536-2543 ที่ร้อยละ 35 (ภาพที่ 12) ดังนั้น จึงมีโอกาสที่อัตราเงินเฟ้อโลกที่อยู่ในระดับต่ำช่วง 3-4 ปีที่ผ่านมา จะส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อไทยอยู่ในระดับต่ำตามไปด้วย

<sup>9</sup> เป็นการค้าขายสินค้าชั้นกลางที่ใช้ในการผลิตสินค้าระหว่างประเทศ

**2.2.2 การขยายตัวของพาณิชย์อิเล็กทรอนิกส์ (e-commerce)** การพัฒนาเทคโนโลยีระบบอินเทอร์เน็ตและอุปกรณ์เครื่องมือสื่อสารต่าง ๆ เช่น เทคโนโลยี 4G ทำให้ช่องทางการทำธุรกิจซื้อขายสินค้าและบริการผ่านออนไลน์ หรือที่เรียกว่าธุรกิจ e-commerce เป็นที่นิยมและมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ซึ่งการขยายตัวของธุรกิจ e-commerce อาจมีส่วนในการสร้างแรงกดดันด้านลบต่ออัตราเงินเฟ้อ โดย ECB (2015) อธิบายว่าธุรกิจ e-commerce จะส่งผลต่ออัตราเงินเฟ้อผ่าน 2 ช่องทาง คือ (1) ต้นทุนการขายสินค้าและบริการที่ต่ำลง เมื่อเทียบกับธุรกิจแบบเดิมที่ซื้อขายผ่านหน้าร้านเท่านั้น และ (2) การที่ผู้บริโภคมีทางเลือกในการบริโภคมากขึ้นและสามารถเปรียบเทียบราคาสินค้าในตลาดได้ง่ายขึ้น (Price transparency) ทำให้เกิดการแข่งขันด้านราคามากขึ้น ส่วนงานศึกษาเชิงประจักษ์ของ Yi and Choi (2005) ซึ่งใช้ข้อมูล 207 ประเทศ พบว่า หากสัดส่วนของผู้ใช้อินเทอร์เน็ตต่อจำนวนประชากรเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อลดลงร้อยละ 0.04 - 0.13 สอดคล้องกับงานศึกษาของ Ciccarelli and Osbat (2017) ที่ศึกษาเฉพาะประเทศในกลุ่ม EU และพบว่า หากสัดส่วนผู้ที่ค้นหาสินค้าและบริการจากอินเทอร์เน็ตต่อจำนวนประชากรเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อลดลงร้อยละ 0.025<sup>10</sup>

อย่างไรก็ดี งานศึกษาต่างประเทศมีการตั้งข้อสังเกตว่า ผลกระทบของ e-commerce อาจเกิดขึ้นไม่นานนัก โดย (ECB, 2015) ชี้ว่าผล e-commerce อาจหมดลง เมื่อการขยายตัวของ e-commerce ถึงจุดอิ่มตัว หรือเพิ่มขึ้นถึงระดับหนึ่งที่ทำให้กำไรของผู้ประกอบการ (Profit margin) ทรงตัว ส่วน Willis (2004) ชี้ว่าการขยายตัวของ e-commerce จะมีผลถาวรต่อระดับราคา (Price level shift) จึงกระทบอัตราเงินเฟ้อ (ซึ่งวัดการเปลี่ยนแปลงของระดับราคา) เพียงแค่ในระยะสั้นเท่านั้น

**ในกรณีของไทย** ภายใต้โมเดลประเทศไทย 4.0 ภาครัฐจะมุ่งเน้นพัฒนาเทคโนโลยีสื่อสารให้ทันสมัย อาทิ การขยายโครงข่าย 4G รวมถึงพัฒนาโครงข่ายอินเทอร์เน็ตพื้นฐานให้ครอบคลุมทั่วประเทศ เพื่อให้เกิดการขับเคลื่อนเศรษฐกิจด้วยภาคบริการสมัยใหม่มากขึ้น ซึ่ง e-commerce เป็นหนึ่งในอุตสาหกรรมที่ภาครัฐให้ความสำคัญ โดยธุรกิจ e-commerce ไทยมีการเติบโตอย่างต่อเนื่องและยังมีโอกาสที่จะขยายตัวได้อีกมาก สะท้อนจากข้อมูลสำรวจ



ในปี 2560 ของสำนักงานพัฒนาธุรกรรมทางอิเล็กทรอนิกส์ พบว่ามูลค่า e-commerce<sup>11</sup> ปรับเพิ่มขึ้นจาก 2.56 ล้านล้านบาท ในปี 2559 เป็น 2.81 ล้านล้านบาท ในปี 2560 หรือคิดเป็นอัตราการขยายตัวร้อยละ 10 หลังจากที่ยขยายตัวสูงถึงร้อยละ 14 ในปี 2559 (ภาพที่ 13)

<sup>10</sup> อย่างไรก็ตาม Cavallo and Rigobon (2016) ได้คำนวณดัชนีราคาของหลายประเทศโดยใช้ราคาออนไลน์ ซึ่งจัดเก็บโดย PriceStats ภายใต้ Billion Prices Project พบว่ามีการเคลื่อนไหวสอดคล้องดัชนีราคาที่คำนวณโดยภาครัฐของประเทศนั้น ๆ ดังนั้น ผลกระทบของ e-commerce ต่ออัตราเงินเฟ้ออาจยังไม่สามารถสรุปได้ชัดเจนเช่นเดียวกัน

<sup>11</sup> ไม่รวมมูลค่าการจัดซื้อจัดจ้างของภาครัฐ (e-Auction) โดยข้อมูลปี 2560 เป็นข้อมูลคาดการณ์จาก สำนักงานพัฒนาธุรกรรมทางอิเล็กทรอนิกส์

ทั้งนี้ แม้ในปัจจุบันรายการสินค้าและบริการที่ซื้อขายผ่าน e-commerce จะอยู่ในตะกร้าเงินเพื่อไทยค่อนข้างน้อย<sup>12</sup> ทำให้การศึกษาผลกระทบของ e-commerce ต่ออัตราเงินเฟ้อไทยทำได้ยาก แต่คาดว่า การขยายตัวของธุรกิจ e-commerce จะส่งผลทางอ้อมและเป็นแรงกดดันด้านลบต่ออัตราเงินเฟ้อไทยผ่านการแข่งขันด้านราคาที่สูงขึ้น

**2.2.3 การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างประชากรเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ (Aging society)**  
เป็นปัจจัยที่คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อศักยภาพการผลิต (Potential output) การออม การลงทุนและการบริโภคในระยะยาวของภาคเอกชน และอาจส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อได้ ทั้งนี้ ประเทศต่าง ๆ กำลังเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ<sup>13</sup> เนื่องจากอัตราการเกิดที่ต่ำลงและอายุขัยเฉลี่ยของประชากรที่สูงขึ้น ในกรณีของไทย สัดส่วนผู้สูงอายุอยู่ในระดับสูง โดยปี 2558 สัดส่วนประชากรอายุมากกว่า 60 ปีอยู่ที่ร้อยละ 15.8 ของประชากรทั้งหมด และจากการคาดการณ์ขององค์การสหประชาชาติ (UN) พบว่า สัดส่วนประชากรผู้สูงอายุของไทยจะเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 20 ซึ่งเข้าข่ายเป็นสังคมผู้สูงอายุอย่างสมบูรณ์ในปี 2565

**การศึกษาเชิงประจักษ์ในหลายประเทศ พบว่าผลกระทบของการเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุต่ออัตราเงินเฟ้อยังไม่สามารถสรุปได้ชัดเจน** โดย Shirakawa (2012), Anderson et al (2014), Carvalho et al (2016) และ Yoon et al (2014) ศึกษากรณีของประเทศญี่ปุ่น พบว่าการเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุส่งผลให้การขยายตัวทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อต่ำลงผ่าน (1) การบริโภคและการลงทุนที่ลดลงตามศักยภาพการผลิตของประเทศ (2) การขยายตัวของประชากรที่ลดลงกดดันการบริโภค และ (3) การออมของประชาชนที่เพิ่มขึ้นเพื่อเตรียมเกษียณ ซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับ Zoli (2017) ที่ศึกษาในกรณีของประเทศเกาหลีใต้<sup>14</sup> อย่างไรก็ดี ในทางตรงกันข้าม Juselius and Takats (2015) ศึกษากรณีของประเทศในกลุ่มองค์การความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (OECD) 22 ประเทศ พบว่าการเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุทำให้แรงกดดันเงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากผู้สูงอายุมีความต้องการบริโภคสูงกว่าความสามารถในการผลิต ก่อให้เกิดอุปสงค์ส่วนเกิน นอกจากนี้ กำลังแรงงานที่ลดลงอาจส่งผลให้ค่าจ้างปรับเพิ่มขึ้นและเป็นแรงกดดันด้านต้นทุนให้อัตราเงินเฟ้อปรับสูงขึ้น ขณะที่ Ciccarelli and Osbat (2017) พบว่าสังคมผู้สูงอายุจะส่งผลกระทบต่อศักยภาพการผลิตและอัตราดอกเบี้ยธรรมชาติ (Natural interest rate)<sup>15</sup> แต่หากนโยบายการเงินสามารถตอบสนองต่อเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงจากผลของโครงสร้างประชากรที่เปลี่ยนแปลงไปได้เหมาะสม การเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุจะไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อทั้งในระยะสั้นและระยะยาว

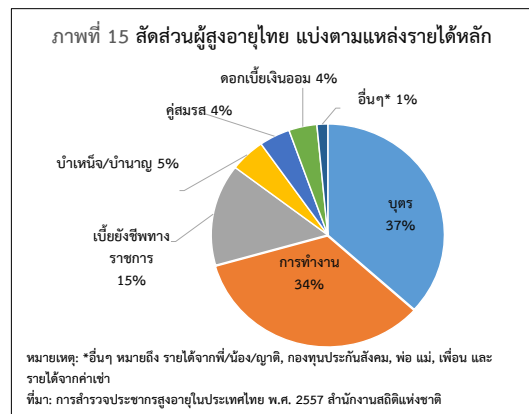
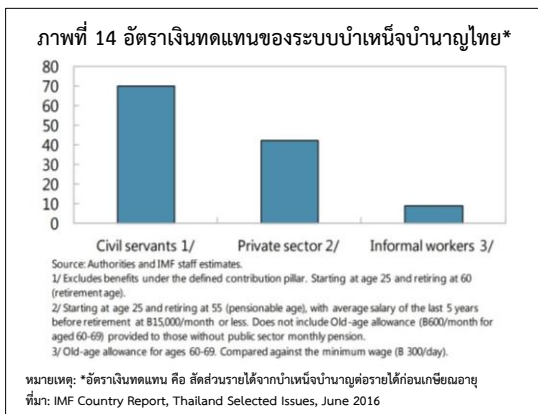
<sup>12</sup> รายการสินค้าและบริการออนไลน์ในตะกร้าเงินเพื่อไทยในปัจจุบัน คือ ค่าโดยสารเครื่องบิน ค่าทัวร์ท่องเที่ยว และค่าโรงแรมที่พัก

<sup>13</sup> องค์การสหประชาชาติ (UN) นิยามความคำว่าสังคมสูงอายุไว้ 2 ระดับ คือ 1. สังคมผู้สูงอายุ (Aging Society) หมายถึง สังคมที่มีประชากรอายุ 65 ปีขึ้นไปมากกว่าร้อยละ 7 หรือมีประชากรอายุ 60 ปี ขึ้นไปมากกว่าร้อยละ 10 ของประชากรรวม และ 2. สังคมผู้สูงอายุอย่างสมบูรณ์ (Aged Society) หมายถึง สังคมที่มีประชากรวัย 65 ปี ขึ้นไปมากกว่าร้อยละ 14 หรือประชากรวัย 60 ปีขึ้นไปมากกว่าร้อยละ 20 ของประชากรรวม

<sup>14</sup> จากการศึกษาของ Bullard et al (2002) ถึงผลกระทบของการเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุในแง่ของภาคการเมือง พบว่าผู้สูงอายุซึ่งส่วนมากเป็นผู้มีเงินออมอาจจูงใจให้ผู้ดำเนินนโยบายกำหนดอัตราดอกเบี้ยสูงและควบคุมให้อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ

<sup>15</sup> การเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุคาดว่าจะทำให้อัตราดอกเบี้ยธรรมชาติลดลง เนื่องจากอุปทานของเงินออมเพิ่มขึ้นในระยะยาว นอกจากนี้ประสิทธิภาพการผลิตที่ลดลงตามกำลังแรงงานส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงลดลงตาม แต่หากธนาคารกลางลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายสอดคล้องกับการลดลงของอัตราดอกเบี้ยธรรมชาติ ก็จะช่วยบรรเทาผลกระทบของการเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุได้ (Ciccarelli and Osbat, 2017)

ในกรณีของไทย การเป็นสังคมผู้สูงอายุของไทยมีแนวโน้มที่จะทำให้การบริโภคโดยรวมในประเทศลดลง และทำให้อัตราเงินเพื่อปรับลดลงได้ในอนาคต เนื่องจาก (1) รายได้ของผู้สูงอายุอาจไม่เพียงพอต่อการดำรงชีวิตในยามเกษียณ โดยประชากรส่วนใหญ่ซึ่งทำงานในภาคเอกชนหรือทำงานนอกระบบ (ร้อยละ 90 ของกำลังแรงงานทั้งหมด) จะมีรายได้ลดลงกว่าร้อยละ 50 หลังเกษียณอายุ (ภาพที่ 14) ขณะที่เบี้ยยังชีพที่จัดสรรให้ผู้สูงอายุในปัจจุบันยังอยู่ในระดับที่ต่ำ (2) ผู้สูงอายุต้องพึ่งพิงรายได้จากผู้อื่นสูง ทำให้เป็นภาระแก่ประชากรวัยทำงาน การสำรวจภาวะเศรษฐกิจและสังคมของครัวเรือน (Socio Economic Survey: SES) โดยสำนักงานสถิติแห่งชาติ พบว่าคนวัยเกษียณมีรายได้จากลูกหลานเป็นหลัก และมีรายได้จากการลงทุนค่อนข้างน้อย ดังนั้น การเพิ่มขึ้นของจำนวนผู้สูงอายุจะทำให้ภาระลูกหลานมากขึ้นและลดทอนกำลังซื้อของประชากรวัยทำงาน (ภาพที่ 15) นอกจากนี้ (3) จากการสำรวจความคิดเห็นของประชากรวัยทำงานเกี่ยวกับการวางแผนออมเพื่อใช้ยามเกษียณ ของสำนักงานสถิติแห่งชาติ ปี 2554 พบว่ามีผู้เตรียมตัวการออมเพื่อใช้ในวัยเกษียณไม่ถึงร้อยละ 60 ซึ่งรายได้ที่ไม่เพียงพอและไม่มีแผนการออมใช้ยามเกษียณ ทำให้การบริโภคในภาพรวมมีแนวโน้มปรับลดลงและทำให้แรงกดดันต่ออัตราเงินเพื่อปรับลดลง อย่างไรก็ตาม ในส่วนผลกระทบจากค่าจ้างที่อาจปรับสูงขึ้น คาดว่าผลกระทบของกำลังแรงงานที่ลดลงต่อค่าจ้างในกรณีของไทยจะมีผลจำกัดเนื่องจากมีแรงงานต่างด้าวสามารถทดแทนกำลังแรงงานที่ลดลงได้ส่วนหนึ่ง



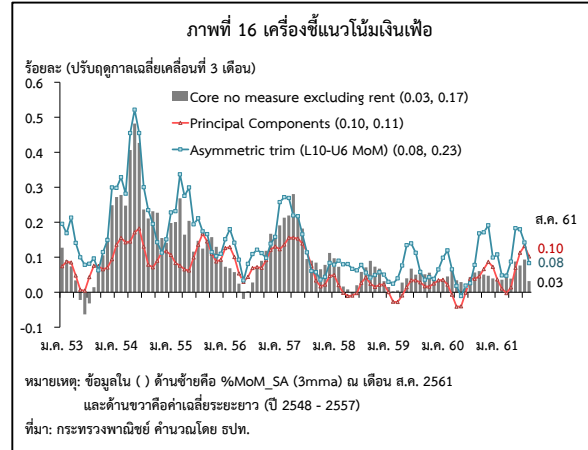
### 3. แนวโน้มเงินเพื่อในระยะต่อไป

มองไปในระยะข้างหน้า คาดว่าอัตราเงินเพื่อจะมีทิศทางทยอยปรับสูงขึ้นตามปัจจัยเชิงวัฏจักรที่เปลี่ยนมาเป็นช่วงขาขึ้น โดยในปี 2561 จะเพิ่มขึ้นจากอัตราเงินเพื่อหมวดอาหารสดเป็นสำคัญ โดยเฉพาะในสินค้าประเภทผักและผลไม้ที่สูงขึ้นจากผลของฐานต่ำที่ราคาลดลงไปมากจากสภาพอากาศที่ดีปีก่อนหน้า ในขณะที่ราคาพลังงานคาดว่าจะขยายตัวตามราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกที่มีแนวโน้มสูงขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกและข้อตกลงขยายเวลาปรับลดปริมาณการผลิตน้ำมันระหว่าง OPEC และประเทศนอกกลุ่ม OPEC ส่วนค่าไฟฟ้าผันแปร (FT) อยู่ในระดับสูงกว่าปีก่อนหน้า สำหรับอัตราเงินเพื่อพื้นฐานมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเล็กน้อย แต่เป็นผลจากการขึ้นภาษีสรรพสามิตยาสูบเป็นสำคัญ

อย่างไรก็ดี แรงกดดันเงินเพื่อด้านอุปสงค์อาจยังมีไม่มาก เนื่องจากต้องใช้เวลาอีกระยะหนึ่งก่อนที่การขยายตัวของเศรษฐกิจจะส่งผลดีจนกระทั่งทำให้การจ้างงานและรายได้ของครัวเรือนเพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่งและกระจายตัวทั่วถึงมากขึ้น นอกจากนี้ ปัจจัยเชิงโครงสร้างที่กล่าวมาข้างต้น

จะยังเป็นปัจจัยถ่วงต่อเงินเฟ้อ และส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อในระยะข้างหน้ามีแนวโน้มทยอยเพิ่มขึ้นอย่างช้า ๆ ทั้งนี้ ใน รายงานนโยบายการเงิน ฉบับเดือนมิถุนายน 2561 กนง. ประเมินการว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในปี 2561 จะเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 1.1 และ 0.7 ตามลำดับ

อัตราเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปสอดคล้องกับเครื่องชี้แนวโน้มเงินเฟ้อ (underlying inflation indicators<sup>16</sup>) ที่ ธพท. ติดตาม ซึ่งสกัดเอาปัจจัยชั่วคราวออกจากข้อมูลอัตราเงินเฟ้อและถูกนำมาใช้สะท้อนแรงกดดันเงินเฟ้อในระยะข้างหน้า (1-2 ปี) โดยข้อมูลเครื่องชี้แนวโน้มเงินเฟ้อที่ผ่านมา แม้จะสูงขึ้นบ้างในบางช่วง แต่ยังคงอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีต จึงเป็นอีกปัจจัยที่สนับสนุนว่าอัตราเงินเฟ้อในระยะข้างหน้าจะไม่ปรับเพิ่มขึ้นเร็วนัก (ภาพที่ 16)



## II. พลวัตของอัตราเงินเฟ้อไทยในปัจจุบัน

หลังจากทราบถึงปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อไทยแล้ว ในส่วนนี้จะวิเคราะห์พลวัตของอัตราเงินเฟ้อไทย ซึ่งจะช่วยให้เข้าใจการเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อทั้งในปัจจุบันและในอนาคตมากขึ้น และเป็นข้อมูลสำคัญที่ช่วยในการดำเนินนโยบายการเงินในระยะต่อไปเป็นไปอย่างเหมาะสมและทันกาล โดยจะวิเคราะห์ใน 5 มิติสำคัญดังนี้

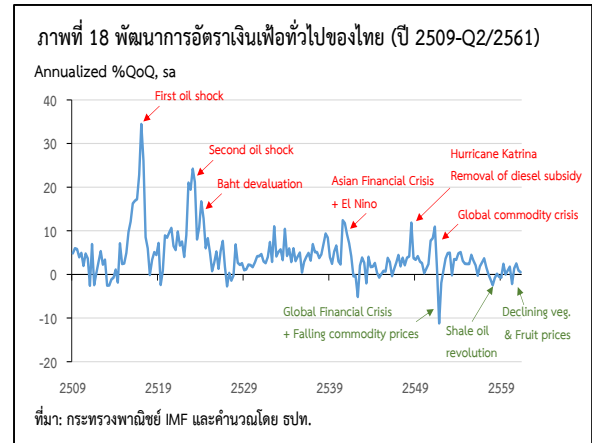
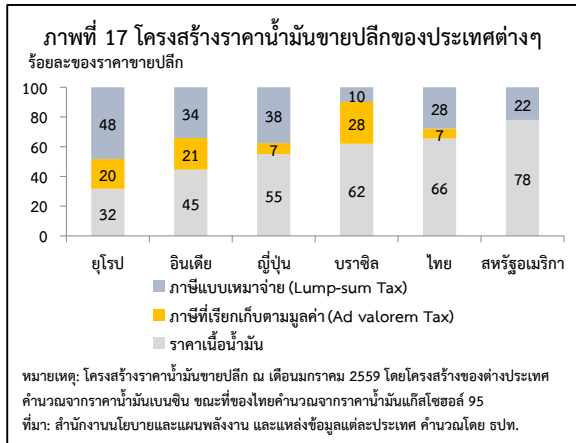
### 1. ความสำคัญของปัจจัยด้านอุปทาน

โดยปกติแล้ว อัตราเงินเฟ้อถูกกำหนดจากทั้งปัจจัยด้านอุปสงค์และอุปทาน อย่างไรก็ตาม ในกรณีของไทย ข้อมูลในอดีตชี้ให้เห็นว่าปัจจัยด้านอุปทานมีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อไทยค่อนข้างมาก สาเหตุสำคัญมาจาก (1) ตะกร้าสินค้าผู้บริโภคที่ใช้คำนวณดัชนีราคา มีสัดส่วนของสินค้าประเภทอาหารและพลังงานค่อนข้างมาก ที่ประมาณร้อยละ 48 ซึ่งราคาสินค้าเหล่านั้นมักได้รับผลกระทบจากปัจจัยด้านอุปทานเป็นหลัก เช่น ต้นทุนนำเข้าน้ำมัน ปริมาณผลผลิตอาหารสด (2) โครงสร้างราคาน้ำมันขายปลีกของไทยมีสัดส่วนของภาษีและเงินส่งเข้ากองทุนน้ำมันน้อย ส่งผลให้ราคาขายปลีกของน้ำมันในประเทศเคลื่อนไหวตามราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกค่อนข้างมาก (ภาพที่ 17) โดยการศึกษาของ Khemangkorn et al (2008) พบว่า การเร่งขึ้นของอัตราเงินเฟ้อไทยในช่วงปี 2507-2551 ล้วนเป็นผลมาจากปัจจัยด้านอุปทานทั้งสิ้น ทั้งการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันดิบ ภัยแล้งที่กระทบราคาสินค้าโภคภัณฑ์ประเภทอาหาร การอ่อนค่าของเงินบาทที่ทำให้ต้นทุนการนำเข้าสูงขึ้น รวมถึงการยกเลิกการตรึงราคาน้ำมันดีเซลที่ส่งผลต่อต้นทุนค่าโดยสาร

<sup>16</sup> เครื่องชี้แนวโน้มเงินเฟ้อที่ ธพท. ติดตาม ประกอบด้วย (1) อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่ไม่รวมค่าเช่าบ้านและผลจากมาตรการภาครัฐ เช่น รถไฟฟรี รถเมล์ฟรี (2) เครื่องชี้แนวโน้มเงินเฟ้อที่คำนวณโดยการหา Principal component ซึ่งเป็นแนวโน้มเงินเฟ้อรวมที่สะท้อนการเคลื่อนไหวร่วม (co-movement) ของเงินเฟ้อรายหมวดย่อยต่างๆ ได้ดี และ (3) เครื่องชี้แนวโน้มเงินเฟ้อที่หักรายการสินค้าและบริการที่ราคาเปลี่ยนแปลงมากในช่วงเวลานั้นโดยวิธีการ trimmed mean (อธิพงษ์ และจตุมา, FAQ ฉบับที่ 93, 2557)



ซึ่งปัจจัยด้านอุปทานยังมีความสำคัญต่อเนื่องและส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อลดลงมาอยู่ในระดับต่ำในช่วง 3-4 ปีที่ผ่านมา (ภาพที่ 18) และเมื่อคำนวณแหล่งที่มา (Contribution) ของความผันผวนของอัตราเงินเฟ้อทั่วไปของไทยตั้งแต่ปี 2543 พบว่าประมาณครึ่งหนึ่งเป็นผลจากความผันผวนของอัตราเงินเฟ้อหมวดพลังงาน ในขณะที่ความผันผวนของอัตราเงินเฟ้อหมวดอาหารสดอธิบายได้ประมาณร้อยละ 15-20 (ตารางที่ 3 ในภาคผนวก)



ปัจจัยด้านอุปทานที่กดดันอัตราเงินเฟ้ออย่างต่อเนื่อง เป็นความท้าทายต่อการดำเนินนโยบายการเงิน เนื่องจากนโยบายการเงินมีประสิทธิผลค่อนข้างจำกัดในการจัดการกับปัจจัยด้านอุปทาน และหากธนาคารกลางต้องการตอบสนองต่อปัจจัยดังกล่าวเพื่อดูแลให้อัตราเงินเฟ้อมีเสถียรภาพ อาจต้องแลกกับ trade-off ต่อเสถียรภาพด้านอื่น ๆ เช่น การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจและเสถียรภาพระบบการเงิน ทำให้การดำเนินนโยบายการเงินเพื่อรักษาสมดุลระหว่างเสถียรภาพด้านต่าง ๆ ทำได้ยากขึ้น

## 2. ความสัมพันธ์ระหว่างเศรษฐกิจในประเทศและอัตราเงินเฟ้อ (Phillips curve)

การศึกษาเชิงประจักษ์ในต่างประเทศ โดยเฉพาะประเทศที่พัฒนาแล้ว พบว่าหลังจากปี 2543 การตอบสนองของอัตราเงินเฟ้อต่อปัจจัยเศรษฐกิจในประเทศมีลดลงและในบางประเทศไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (BIS (2016), Blanchard et al (2015)) หรืออาจกล่าวได้ว่า Phillips curve มีความชันลดลง ซึ่งยังไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจนถึงสาเหตุที่ทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราเงินเฟ้อกับเศรษฐกิจในประเทศปรับลดลง โดยอาจเป็นผลจากนโยบายการเงินที่เน้นดูแลเสถียรภาพด้านราคามากขึ้น จึงทำให้ปัจจัยต่าง ๆ ส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อน้อยลง (Mishkin, 2007) หรือเกิดจากกระแสโลกาภิวัตน์ที่ให้อัตราเงินเฟ้อตอบสนองต่อปัจจัยภายนอกหรือเศรษฐกิจต่างประเทศมากขึ้น และส่งผลให้ความสำคัญของเศรษฐกิจในประเทศลดลง (Bean, 2006)

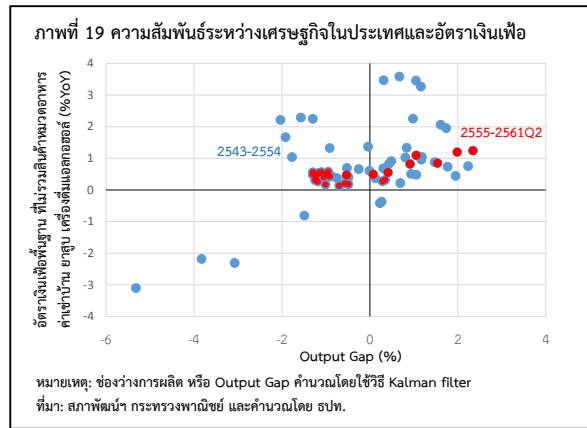
ในกรณีของไทย Manopimoke and Direkudomsak (2015) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราเงินเฟ้อทั่วไปและปัจจัยเศรษฐกิจในประเทศผ่านแบบจำลอง New Keynesian Phillips curve พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้งสองได้ลดลงมากและไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในระยะหลัง (ช่วงปี 2550-2558) บทความนี้ได้ศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวเพิ่มเติมโดยพิจารณาใช้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่ไม่รวมสินค้าหมวดอาหาร เครื่องดื่มที่มีแอลกอฮอล์ และยาสูบ ( $\pi_{core}^e$ ) แทน

อัตราเงินเฟ้อทั่วไป เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานใช้วัดผลกระทบของแรงกดดันด้านอุปสงค์ต่ออัตราเงินเฟ้อได้ดีกว่า โดยศึกษาผ่านสมการ

$$\pi_t^{\text{core}} = \text{constant} + \beta_0 \pi_{t-1}^{\text{core}} + \beta_1 \tilde{y}_t + \beta_2 \pi_t^{\text{energy}} + \epsilon_t \quad (\text{Traditional Phillips Curve})$$

โดย  $\tilde{y}_t$  คือ Output gap และ  $\pi_t^{\text{energy}}$  คืออัตราเงินเฟ้อหมวดพลังงาน ใช้ข้อมูลรายไตรมาสตั้งแต่ปี 2548 ถึงไตรมาสที่ 4 ของปี 2560 (ผลการศึกษาเป็นไปตามตารางที่ 4 ในภาคผนวก) โดยพบว่าวัฏจักรเศรษฐกิจในประเทศไทยของไทยยังสามารถใช้อธิบายพลวัตอัตราเงินเฟ้อไทยได้แต่มีผลไม่มากนัก โดย Output gap ที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 ทำให้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่ใช้ในสมการข้างต้นสูงขึ้นเพียงร้อยละ 0.35 – 0.45 ต่อปี โดยค่าที่ได้ใกล้เคียงกับผลการศึกษาของ Blanchard et al (2015) ในกรณีของประเทศที่พัฒนาแล้ว ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำลงมาจากอดีต และหาก

พิจารณาความสัมพันธ์ระหว่าง Output gap กับอัตราเงินเฟ้อในระยะหลัง (จุดสีแดงในภาพที่ 19) จะเห็นรูปของ Phillips curve ที่มีความชันค่อนข้างต่ำสอดคล้องกับผลของสมการข้างต้น ซึ่งความสัมพันธ์ระหว่างเศรษฐกิจในประเทศกับอัตราเงินเฟ้อที่น้อยเป็นสิ่งบ่งชี้ว่าแม้ในระยะต่อไปเศรษฐกิจไทยจะฟื้นตัวต่อเนื่องจน Output gap ปิดลง อัตราเงินเฟ้ออาจปรับเพิ่มขึ้นไม่มากนัก นอกจากนี้ หากพิจารณาภายใต้บริบททางเศรษฐกิจในปัจจุบัน มีความเป็นไปได้ที่ความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งสองในระยะหลังอาจยังมีน้อยลงอีกจากปัจจัยเชิงโครงสร้างที่ทำให้การแข่งขันสูงขึ้น ตลอดจนภาวะต้นทุนการผลิตที่ยังอยู่ในระดับต่ำ แรงจูงใจที่ผู้ประกอบการจะขึ้นราคาสินค้าและบริการจึงมีไม่มาก



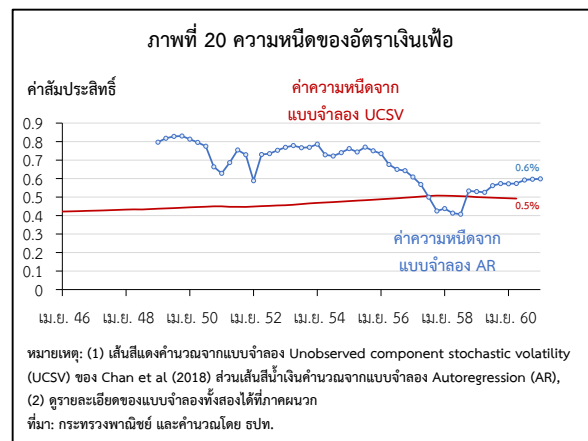
นอกจากนี้ ความชันของ Phillips curve ที่ค่อนข้างต่ำนั้นยังสะท้อนว่าการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะมีผลต่ออัตราเงินเฟ้อน้อยลงกว่าในอดีต การดูแลเสถียรภาพด้านราคาต้องเผชิญกับต้นทุนที่สูงขึ้น และสร้างความกังวลเกี่ยวกับประสิทธิผลของนโยบายการเงินในการดูแลอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ที่เป้าหมาย กล่าวคือ ภายใต้บริบทที่อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ หากธนาคารกลางต้องการดูแลให้อัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น อาจต้องผ่อนคลายนโยบายการเงินมากและต่อเนื่องกว่าในอดีต ซึ่งอาจทำให้เศรษฐกิจขยายตัวร้อนแรงเกินไปจนนำไปสู่การสะสมความเสี่ยงต่อเสถียรภาพระบบการเงิน จึงเป็นความท้าทายของผู้กำหนดนโยบายในการตัดสินใจดำเนินนโยบายการเงินให้เหมาะสม

### 3. ความหนักของอัตราเงินเฟ้อ

ความหนักของอัตราเงินเฟ้อเป็นตัวสะท้อนความสามารถของการเปลี่ยนแปลงราคาสินค้าและบริการในปัจจุบัน ซึ่งในทางทฤษฎี ความหนักจะถูกอธิบายผ่านพฤติกรรมการตั้งราคาของผู้ประกอบการ อัตราเงินเฟ้อที่มีความหนักสูงสะท้อนว่าอัตราเงินเฟ้อในอดีตมีอิทธิพลต่อระดับอัตราเงินเฟ้อในปัจจุบันมาก หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ผู้ประกอบการให้ความสำคัญกับการเปลี่ยนแปลงของราคาในอดีตในการพิจารณาขึ้นราคาสินค้าและบริการในปัจจุบันมากกว่าที่จะ

ยึดโยงกับเป้าหมายเงินเพื่อที่ธนาคารกลางกำหนด ทำให้ราคาสินค้าไม่ค่อยแตกต่างจากอดีตมากนัก อัตราเงินเฟ้อจึงเคลื่อนไหวอยู่ในระดับเดิมเป็นเวลานาน และทำให้ปัจจัยต่าง ๆ ที่เข้ามากระทบอัตราเงินเฟ้อจะมีผลต่ออัตราเงินเฟ้อนานขึ้น ซึ่งจากการศึกษาของ Ciccarelli and Osbat (2017) และ BIS (2017) พบว่าปัจจัยต่าง ๆ ที่ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อลดลงมาอยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานาน ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อทั้งในประเทศที่พัฒนาแล้วและกำลังพัฒนาในระยะหลังมีความหนืดมากขึ้น

สำหรับกรณีของไทย บทความนี้ได้วัดความหนืดของอัตราเงินเฟ้อผ่าน 2 แบบจำลอง ได้แก่ (1) Unobserved component stochastic volatility (UCSV) model ซึ่งอ้างอิงจากงานศึกษา Chan et al (2015) และ (2) Autoregressive (AR) model<sup>17</sup> ผลการศึกษาจากทั้งสองแบบจำลอง พบว่าอัตราเงินเฟ้อของไทยมีความหนืดมากขึ้นเช่นเดียวกับกรณีต่างประเทศ โดยผลจาก UCSV model ชี้ว่าอัตราเงินเฟ้อหนืดขึ้นตั้งแต่ปี 2552 ในขณะที่ผลจาก AR model พบว่าความหนืดสูงขึ้นตั้งแต่ปี 2557 ซึ่งความหนืดของอัตราเงินเฟ้อไทยที่เพิ่มขึ้นนั้น คาดว่าเป็นผลจากปัจจัยเชิงวัฏจักรและปัจจัยเชิงโครงสร้างต่าง ๆ ที่สร้างแรงกดดันด้านลบต่ออัตราเงินเฟ้อติดต่อกันหลายปี ในขณะที่นโยบายการเงินเองก็มีประสิทธิผลจำกัดในการรับมือกับภาวะเงินเฟ้อต่ำดังกล่าว เนื่องจาก shock ที่เกิดขึ้นมาจากปัจจัยด้านอุปทานเป็นสำคัญ (ภาพที่ 20)



อัตราเงินเฟ้อไทยที่มีความหนืดมากขึ้น เป็นอีกหนึ่งเหตุผลที่ช่วยอธิบายว่าเหตุใดอัตราเงินเฟ้อของไทยจึงทรงตัวอยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานาน และยังส่งผลให้ในระยะต่อไปอัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มที่จะกลับเข้าสู่เป้าหมายนโยบายการเงินได้ช้าลง แม้ผลลบของปัจจัยเชิงวัฏจักรต่าง ๆ ที่ได้กล่าวมาข้างต้นจะเริ่มหมดไปแล้วก็ตาม

นอกจากนั้น ความหนืดของอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นถือเป็นความท้าทายของผู้ดำเนินนโยบายการเงิน โดยเฉพาะในภาวะปัจจุบันที่อัตราเงินเฟ้อเบี่ยงเบนออกจากเป้าหมายนโยบายการเงินเป็นระยะเวลานาน อาจทำให้สาธารณชนเกิดข้อสงสัยเกี่ยวกับความสามารถของนโยบายการเงินในการดูแลอัตราเงินเฟ้อให้กลับสู่เป้าหมาย ซึ่งหากสาธารณชนโดยเฉพาะผู้ประกอบการขาดความเชื่อมั่นในประสิทธิภาพของนโยบายการเงิน และหันมาตั้งราคาสินค้าและบริการโดยอ้างอิงจากข้อมูลอัตราเงินเฟ้อในอดีต แทนที่จะอ้างอิงจากเป้าหมายนโยบายการเงิน ก็จะทำให้อัตราเงินเฟ้อมีความหนืดมากขึ้นไปอีก และทำให้นโยบายการเงินต้องทำงานหนักขึ้นเพื่อดูแลอัตราเงินเฟ้อให้กลับสู่เป้าหมาย อย่างไรก็ตาม บทความนี้ได้ประเมินความเชื่อมั่นของสาธารณชนต่อการดำเนินนโยบายการเงินไทย ผ่านดัชนีการคาดการณ์เงินเฟ้อของสาธารณชนทั้งในระยะสั้นและระยะยาว โดยผลประเมินล่าสุดพบว่า นโยบายการเงินไทยยังมีความสามารถในการยึดเหนี่ยวการคาดการณ์เงินเฟ้อของสาธารณชนได้ดี สะท้อนว่าสาธารณชนยังมีความเชื่อมั่นต่อการดำเนินนโยบายการเงิน

<sup>17</sup> ดูรายละเอียดของแบบจำลองได้ที่ภาคผนวก

ซึ่งผลการศึกษาจะนำเสนอในบทต่อไปในหัวข้อ ความสามารถในการยืดหยุ่นการคาดการณ์เงินเฟ้อของสาธารณชน

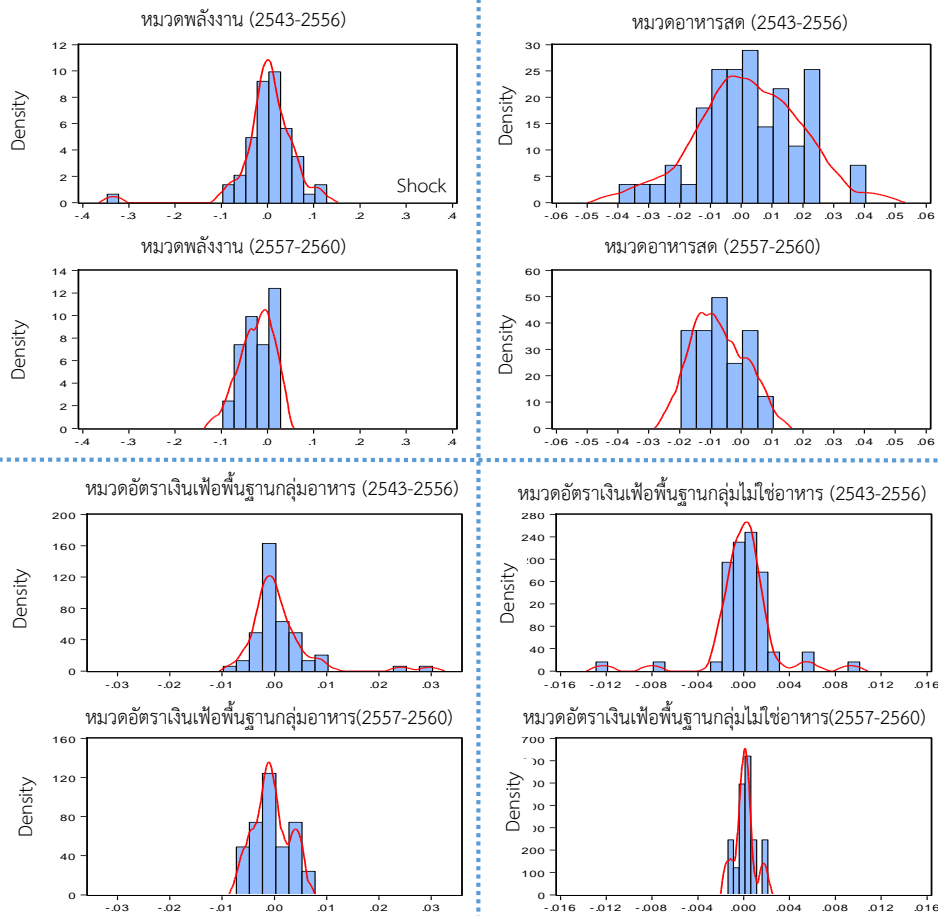
#### 4. ขนาดและทิศทางของ shock ที่เข้ามากระทบเงินเฟ้อ

อีกประเด็นหนึ่งที่อาจช่วยให้เข้าใจถึงการเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อไทยในช่วงที่ผ่านมา มากขึ้นคือการพิจารณาขนาดและทิศทางของ shock ต่ออัตราเงินเฟ้อ บทความนี้พิจารณา shock ต่ออัตราเงินเฟ้อใน 4 หมวดย่อย ได้แก่ (1) หมวดอาหารสด (2) หมวดพลังงาน (3) อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานกลุ่มอาหาร (Food in core inflation) และ (4) อัตราพื้นฐานกลุ่มที่ไม่ใช่อาหาร (Non-food in core inflation) โดยสมมติให้อัตราเงินเฟ้อแต่ละหมวดเคลื่อนไหวตาม Autoregressive moving average (ARMA) process<sup>18</sup> ผลการศึกษา (ภาพที่ 21) พบว่า shock ของอัตราเงินเฟ้อแต่ละหมวดเมื่อเทียบระหว่างช่วงก่อนกับหลังปี 2557 จะมีลักษณะแตกต่างกันค่อนข้างมาก โดยในหมวดอาหารสด (ช่องขวาบน) และพลังงาน (ช่องซ้ายบน) จะเห็นได้ชัดเจนว่า shock ในช่วงหลังปี 2557 มีขนาดเล็กลงและเป็น shock ด้านลบแทบทั้งสิ้น สะท้อนภาพของปัจจัยด้านอุปทานทั้งปัจจัยเชิงวัฏจักรและเชิงโครงสร้างที่สร้างแรงกดดันด้านลบต่ออัตราเงินเฟ้อทั้งสองหมวดนี้อย่างต่อเนื่อง และทำให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปลดลงมาอยู่ในระดับต่ำ ต่างจากในอดีตที่เกิด shock ขนาดใหญ่ในด้านบวกอยู่บ่อยครั้ง

---

<sup>18</sup> บทความนี้ ใช้แบบจำลองอนุกรมเวลาแบบตัวแปรเดี่ยว (Univariate Time-series Model) เนื่องจากเป็นแบบจำลองอย่างง่ายที่ใช้ค่อนข้างแพร่หลายในการอธิบายข้อมูล time-series และอัตราเงินเฟ้อแต่ละหมวดถูกอธิบายโดยปัจจัยเฉพาะค่อนข้างมาก ซึ่งยากที่จะหาตัวแปรมาอธิบาย

## ภาพที่ 21 การกระจายตัวของ shock ที่กระทบอัตราเงินเฟ้อ

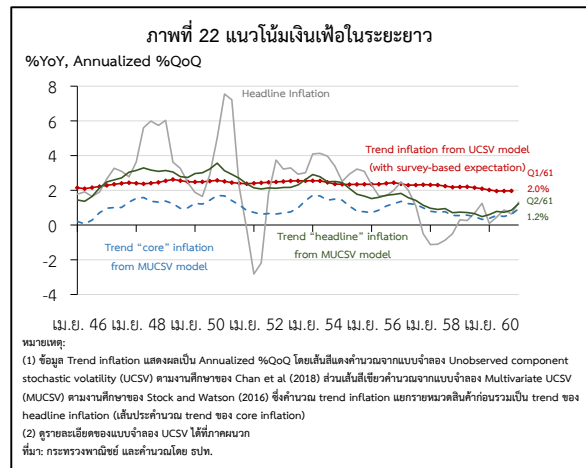


หมายเหตุ: เปรียบเทียบ Shock ที่กระทบอัตราเงินเฟ้อหมวดต่าง ๆ ในช่วงปี 2543-2556 กับช่วงปี 2557-2560 โดยแบ่งเป็น 4 หมวดย่อย ได้แก่ หมวดพลังงาน หมวดอาหารสด หมวดอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานกลุ่มอาหาร และ หมวดอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานกลุ่มที่ไม่ใช่อาหาร ซึ่ง Shock ที่ได้มาจากค่า residuals ของการสมมติให้การเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อแต่ละหมวดเป็นไปตาม autoregressive moving-average process โดยเลือกแบบจำลองที่ให้ค่า AIC ต่ำที่สุดและใช้ dummy variable ตามความเหมาะสมเพื่อจัดการกับ outliers

สำหรับอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานกลุ่มอาหาร (ช่องซ้ายล่าง) พบว่า ความผันผวน (variance) ของ shock ใกล้เคียงอดีต แต่สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไปคือการขาด shock ขนาดใหญ่ที่จะสร้างแรงกดดันด้านบวกให้อัตราเงินเฟ้อเหมือนเช่นในอดีตที่มีการปล่อยลอยตัวราคาก๊าซหุงต้มในปี 2556 และเกิดโรคระบาดหมูในปี 2554 ซึ่งส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อหมวดนี้เร่งขึ้นมาก ดังนั้น ในภาวะปัจจุบันที่ราคาอาหารสดและก๊าซหุงต้มมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป จึงมีโอกาสูงที่อัตราเงินเฟ้อหมวดนี้จะยังทรงตัวในระดับต่ำเช่นเดียวกับในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา และท้ายที่สุด ในส่วนของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานหมวดที่ไม่ใช่อาหาร (ช่องขวาล่าง) พบว่า shock ไม่เบี่ยงไปทางใดทางหนึ่ง แต่มีขนาดเล็กลงจากในอดีตค่อนข้างมาก ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อหมวดนี้ผันผวนน้อยลงและขาดปัจจัยที่จะทำให้อัตราเงินเฟ้อเร่งขึ้นได้เช่นเดียวกัน ทั้งนี้ ในภาวะที่อัตราเงินเฟ้อไทยทรงตัวอยู่ระดับต่ำและมีความหนืดสูงเช่นนี้ shock ขนาดใหญ่ที่เข้ามาสร้างแรงกดดันด้านบวกต่อเงินเฟ้อ จะมีส่วนสำคัญที่จะเป็นแรงขับให้อัตราเงินเฟ้อตลอดจนการคาดการณ์เงินเฟ้อเร่งขึ้นได้

## 5. แนวโน้มเงินเฟ้อ (Trend inflation) ในระยะยาว

แนวโน้มเงินเฟ้อในระยะยาวเป็นตัวบ่งชี้ระดับของอัตราเงินเฟ้อเมื่อผลกระทบของ shock ในระยะสั้นหมดไป โดยอัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องหลายปีก่อให้เกิดคำถามว่าแนวโน้มเงินเฟ้อในระยะยาวนั้นจะต่ำลงจากอดีตหรือไม่ บทความนี้คำนวณแนวโน้มเงินเฟ้อในระยะยาวจาก UCSV model ที่ได้กล่าวมาข้างต้น รวมถึง Multivariate UCSV (MUCSV) model ซึ่งอ้างอิงจากงานศึกษาของ Stock and Watson (2016) และคำนวณแนวโน้มเงินเฟ้อแยกในรายหมวดสินค้าและบริการก่อนที่ผู้รวมกันเป็นแนวโน้มของอัตราเงินเฟ้อทั่วไป ซึ่งทั้งสองวิธีนี้จะช่วยแยกองค์ประกอบที่เป็นแนวโน้ม (trend) และวัฏจักร (cycle) ของอัตราเงินเฟ้อออกจากกัน ผลการศึกษาพบว่า มีโอกาสที่แนวโน้มเงินเฟ้อในระยะยาวจะอยู่ต่ำกว่าในอดีต (ภาพที่ 22) โดยแนวโน้มที่คำนวณจาก MUCSV model (เส้นเรียบสีเขียว) ลดลงอย่างมากจากที่เคลื่อนไหวอยู่ที่ระดับสูงกว่าร้อยละ 2 ในช่วงก่อนปี 2556 มาอยู่ที่ร้อยละ 1.2 และเมื่อพิจารณาแนวโน้มของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานโดยใช้แบบจำลองเดียวกัน (เส้นประสีฟ้า) พบว่าไม่ได้ปรับลดลงมากจากอดีต จึงสะท้อนว่าหมวดสินค้าและบริการที่เผชิญกับการเปลี่ยนแปลงของแนวโน้มเงินเฟ้ออย่างชัดเจนคือหมวดพลังงานและอาหารสด ส่วนแนวโน้มเงินเฟ้อที่คำนวณโดย UCSV model ซึ่งอาศัยข้อมูลอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ที่ได้จากการสำรวจมาประกอบกับข้อมูลจริงของอัตราเงินเฟ้อในการประมาณค่าแนวโน้ม ผลที่ได้พบว่าแนวโน้มเงินเฟ้อลดลงประมาณร้อยละ 0.5 จากเดิมร้อยละ 2.3-2.6 ในช่วงปี 2548-2558 มาอยู่ที่ร้อยละ 2 ในปัจจุบัน



แนวโน้มเงินเฟ้อในระยะยาวที่ปรับลดลง เป็นผลจากการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นทั้งในไทยและประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก ทำให้อัตราเงินเฟ้อในหลายหมวดสินค้าต่ำลงจากอดีต อีกทั้งยังเป็นผลลัพธ์ของพลวัตของอัตราเงินเฟ้อไทยที่เปลี่ยนแปลงไปตามที่ได้วิเคราะห์ไว้ก่อนหน้านี้ ไม่ว่าจะเป็นจะเป็นความหนืดที่สูงขึ้นซึ่งทำให้อัตราเงินเฟ้อต่ำเป็นเวลานาน ผลจากการฟื้นตัวของอุปสงค์ในประเทศต่ออัตราเงินเฟ้อที่มีอยู่น้อย รวมถึงประสิทธิผลของนโยบายการเงินที่มีค่อนข้างจำกัดในการรับมือกับเงินเฟ้อต่ำจากปัจจัยด้านอุปทาน ซึ่งการลดลงของแนวโน้มเงินเฟ้อในระยะยาวนำมาซึ่งความท้าทายต่อการตัดสินใจนโยบายการเงินที่มีภารกิจในการนำอัตราเงินเฟ้อกลับสู่เป้าหมายนโยบายการเงินในระยะปานกลาง และมีนัยต่อการกำหนดเป้าหมายนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า ที่อาจต้องคำนึงถึงแนวโน้มเงินเฟ้อในระยะยาวมากขึ้น เพื่อให้เป้าหมายอยู่ในระดับที่เหมาะสม ไม่เป็นข้อจำกัดในการตัดสินใจนโยบายจนส่งผลกระทบต่อการรักษาเสถียรภาพด้านต่าง ๆ

โดยสรุป พลวัตของอัตราเงินเฟ้อไทยได้เปลี่ยนแปลงไปในหลายมิติ โดยล้วนสะท้อนอัตราเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มกลับสู่เป้าหมายนโยบายการเงินได้ช้าลง และในระยะยาว อัตราเงินเฟ้ออาจอยู่ในระดับที่ต่ำลงจากอดีต ซึ่งสร้างความท้าทายให้กับผู้ดำเนินนโยบายการเงินทั้งในเรื่องการตัดสินใจนโยบายอัตราดอกเบี้ยตลอดจนการกำหนดเป้าหมายของนโยบายในระยะต่อไป นอกจากนี้

อัตราเงินเฟ้อไทยที่ได้รับอิทธิพลมาจากปัจจัยด้านอุปทาน และประสิทธิภาพของนโยบายการเงิน ในการดูแลเงินเฟ้อที่อาจมีน้อยลง ส่งผลให้การรักษาเสถียรภาพด้านราคาทำได้ยากขึ้นและต้องเผชิญกับต้นทุนสูง ดังนั้น การดำเนินนโยบายการเงินในอนาคตจึงจำเป็นต้องพัฒนาปรับปรุงกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อแบบยืดหยุ่นที่ใช้อยู่ในปัจจุบันให้สอดคล้องกับพลวัตของอัตราเงินเฟ้อที่เปลี่ยนแปลงไป

### III. ความท้าทายในการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้พลวัตของอัตราเงินเฟ้อที่เปลี่ยนแปลงไป

ภายใต้พลวัตของอัตราเงินเฟ้อที่เปลี่ยนแปลงไปข้างต้น ผู้กำหนดนโยบายต้องเผชิญกับความท้าทายต่าง ๆ ทั้งในระยะสั้นที่ต้องตัดสินใจนโยบายการเงินอย่างเหมาะสมเพื่อ trade-off การรักษาเสถียรภาพด้านราคา กับต้นทุนต่อเสถียรภาพด้านอื่น ๆ ภายใต้บริบทที่อัตราเงินเฟ้อต่ำจากปัจจัยด้านอุปทานและปัจจัยเชิงโครงสร้าง นอกจากนี้ ในระยะข้างหน้า อาจต้องทบทวนความเหมาะสมของเป้าหมายนโยบายการเงิน ตลอดจนพัฒนาปรับปรุงกรอบนโยบายการเงินที่ใช้อยู่ให้มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น

#### 1. การดำเนินนโยบายการเงินอย่างเหมาะสมเพื่อให้อัตราเงินเฟ้อกลับสู่เป้าหมาย

การวิเคราะห์ข้างต้นสะท้อนภาพอัตราเงินเฟ้อไทยที่มีแนวโน้มทยอยเพิ่มขึ้นได้อย่างช้า ๆ ทั้งจากผลของปัจจัยเชิงโครงสร้างที่สร้างแรงกดดันด้านลบต่ออัตราเงินเฟ้อ รวมถึงการเปลี่ยนแปลงของพลวัตของอัตราเงินเฟ้อในมิติต่าง ๆ นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นที่ยอมรับมาเป็นการสร้างแรงกระตุ้นด้านอุปสงค์เพื่อดูแลให้อัตราเงินเฟ้อกลับสู่เป้าหมายนโยบายการเงิน ที่ผ่านมากอง. ได้ใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นต่อเนื่องเพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและดูแลให้อัตราเงินเฟ้อกลับสู่เป้าหมาย โดยได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 0.5% มาอยู่ที่ 1.5% ช่วงต้นปี 2558 และได้คงอัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในระดับต่ำจนถึงปัจจุบัน

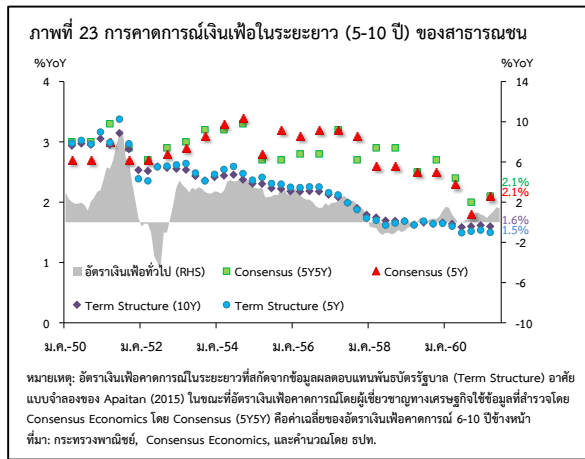
อย่างไรก็ดี นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายเป็นพิเศษและต่อเนื่องนั้น แม้จะส่งผลดีต่อการรักษาเสถียรภาพด้านราคา แต่ในอีกด้านหนึ่ง อาจก่อให้เกิดการสะสมความเสี่ยงต่อเสถียรภาพระบบการเงิน เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานานเพิ่มแรงจูงใจให้นักลงทุนแสวงหาผลตอบแทนที่สูงขึ้นโดยการลงทุนในสินทรัพย์ความเสี่ยงสูง ซึ่งอาจนำไปสู่การประเมินความเสี่ยงต่ำกว่าที่ควรจะเป็น และเป็นการสะสมความเสี่ยงในระบบการเงินได้ นอกจากนี้ หาก Output gap ปิดลงจะส่งผลให้ความจำเป็นในการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นพิเศษเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจลดน้อยลง แต่หาก กนง. เริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเร็วเกินไป ก็อาจส่งผลกระทบต่อฟื้นตัวของอัตราเงินเฟ้อได้ และทำให้อัตราเงินเฟ้อกลับสู่เป้าหมายล่าช้าออกไปอีก ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความน่าเชื่อถือของนโยบายและความสามารถในการยึดเหนี่ยวการคาดการณ์เงินเฟ้อ ดังนั้น ในระยะข้างหน้า กนง. จึงต้องตัดสินใจอย่างเหมาะสมเพื่อสร้างความสมดุลระหว่างการดูแลอัตราเงินเฟ้อให้กลับสู่เป้าหมายกับการจัดการความเสี่ยงต่อเสถียรภาพระบบการเงิน ตลอดจนการดูแลให้เศรษฐกิจไทยขยายตัวสอดคล้องกับศักยภาพ

#### 2. ความสามารถในการยึดเหนี่ยวการคาดการณ์เงินเฟ้อของสาธารณชน

การยึดเหนี่ยวการคาดการณ์เงินเฟ้อของสาธารณชนถือเป็นหัวใจสำคัญของการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์มีผลต่อการตั้งราคาสินค้าและบริการตลอดจนค่าจ้างของผู้ประกอบการ ดังนั้น นโยบายการเงินที่มีความน่าเชื่อถือ

จะช่วยยืดเหนี่ยวอัตราเงินเพื่อคาดการณ์อยู่ในระดับใกล้เคียงกับเป้าหมายนโยบายการเงินที่ตั้งไว้ และส่งผลให้อัตราเงินเพื่อเคลื่อนไหวอย่างมีเสถียรภาพตามไปด้วย อย่างไรก็ตาม ในบริบทปัจจุบัน อัตราเงินเพื่อทั่วไปที่อยู่ต่ำกว่าเป้าหมายนโยบายการเงินเป็นเวลานาน และมีความหนืดสูงขึ้น ย่อมสร้างความกังวลต่อความน่าเชื่อถือของนโยบายการเงินและความสามารถในการยืดเหนี่ยว การคาดการณ์เงินเพื่อของสาธารณชน จึงเป็นสิ่งที่ กนง. ติดตามและประเมินผลกระทบเป็นระยะ

การติดตามการคาดการณ์เงินเพื่อระยะยาว (5-10 ปีข้างหน้า) ของสาธารณชน สามารถพิจารณาเครื่องชี้จากหลายแหล่ง ทั้งจากการสำรวจการคาดการณ์โดยผู้เชี่ยวชาญทาง เศรษฐกิจ (Consensus Economics) และที่สกัดจากแบบจำลองที่อาศัยข้อมูลผลตอบแทนพันธบัตร รัฐบาล<sup>19</sup> พบว่าอัตราเงินเพื่อคาดการณ์ ระยะยาวทั้งสองประเภทมีแนวโน้มลดลง แต่ ยังไม่สะท้อนความกังวลของสาธารณชนต่อ ความน่าเชื่อถือของนโยบายการเงินมากนัก (ภาพที่ 23) โดยอัตราเงินเพื่อคาดการณ์ ระยะยาวที่สกัดจากแบบจำลองอยู่ต่ำกว่า ค่ากลางของเป้าหมายนโยบายการเงิน ค่อนข้างมากเนื่องจากปรับลดลงมาก ในปี 2557 ซึ่งเป็นปีแรกที่อัตราเงินเพื่อ เริ่มต่ำลง แต่การเคลื่อนไหวค่อนข้างทรงตัว



อยู่ในระดับเดิมตลอด 2 ปีที่ผ่านมา สะท้อนว่าผลของอัตราเงินเพื่อที่ต่ำกว่าเป้าหมายไม่ได้ทำให้ การคาดการณ์เงินเพื่อของสาธารณชนปรับลดลง ส่วนอัตราเงินเพื่อคาดการณ์ระยะยาวโดย ผู้เชี่ยวชาญทางเศรษฐกิจ แม้จะลดลงอย่างต่อเนื่องในช่วง 3 - 4 ปีที่ผ่านมา ซึ่งคาดว่าเป็นผลจาก ข้อมูลจริงอัตราเงินเพื่อที่ยังทรงตัวอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่อง รวมถึงการปรับลดประมาณการอัตรา เงินเพื่อต่อเนื่องทั้งของ ธปท. และหน่วยงานเศรษฐกิจอื่น ๆ อย่างไรก็ตาม การลดลงดังกล่าวเป็น การลดลงจากระดับที่ค่อนข้างสูง (ประมาณร้อยละ 3 ระหว่างปี 2553-57) และในปัจจุบันอยู่ต่ำกว่า ค่ากลางของเป้าหมายนโยบายการเงินไม่มากนัก สะท้อนว่าความสามารถในการยืดเหนี่ยว การคาดการณ์เงินเพื่อของสาธารณชนยังไม่ได้ถูกกระทบมาก

ในระยะต่อไป การสื่อสารจะเป็นปัจจัยที่สำคัญมากในการช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนิน นโยบายการเงิน เนื่องจากการสื่อสารเป็นเครื่องมือที่ใช้แสดงความโปร่งใส (Transparency) และ ความรับผิดชอบ (Accountability) ของผู้ดำเนินนโยบาย การสื่อสารที่ชัดเจนถึงสาเหตุของ การตัดสินใจนโยบายจึงเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยยืดเหนี่ยวการคาดการณ์เงินเพื่อของสาธารณชน ได้ดีขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในภาวะปัจจุบันที่อัตราเงินเพื่ออยู่ในระดับต่ำ ซึ่งหากในระยะข้างหน้า อัตราเงินเพื่อที่ยังทรงตัวอยู่ในระดับต่ำหรือปรับเพิ่มขึ้นล่าช้า ก็มีโอกาสที่อัตราเงินเพื่อคาดการณ์ จะปรับลดลงและสร้างแรงกดดันด้านลบเพิ่มเติมต่ออัตราเงินเพื่อ ซึ่งที่ผ่านมา กนง. ได้สื่อสารเกี่ยวกับ

<sup>19</sup> การคาดการณ์เงินเพื่อจากแบบจำลอง Macro-finance term structure model อาศัยข้อมูลผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลและ ตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคต่าง ๆ อาทิ ผลผลิตมวลรวมที่แท้จริง (Real GDP) อัตราเงินเพื่อและอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น อย่างไรก็ตาม เครื่องชี้ดังกล่าวมีข้อจำกัดที่สำคัญ คือผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอาจได้รับผลกระทบจากปัจจัยเฉพาะทั้งจากฝั่งอุปสงค์และ อุปทานในตลาดพันธบัตรและความผันผวนในตลาดการเงิน ทำให้ยากในการสกัดองค์ประกอบที่สะท้อนการคาดการณ์เงินเพื่อ ออกมา (อัญชลี, 2016)



การดำเนินนโยบายการเงิน เพื่อให้สาธารณชนมีความเชื่อมั่นว่า กนง. มีเจตนารมณ์และความแน่วแน่ (commitment) ในการรักษาเสถียรภาพด้านราคา ควบคู่ไปกับเสถียรภาพด้านอื่น ๆ ซึ่งจะมีผลช่วยให้การคาดการณ์เงินเฟ้อของสาธารณชนให้อยู่ในระดับใกล้เคียงกับเป้าหมายของนโยบายการเงิน ไม่ลดลงไปมากตามอัตราเงินเฟ้อที่อยู่ระดับต่ำ

### 3. การพัฒนารอบการดำเนินนโยบายการเงินให้สอดคล้องกับพลวัตเงินเฟ้อที่เปลี่ยนแปลงไป

ภายใต้พลวัตของอัตราเงินเฟ้อไทยที่ถูกกำหนดโดยปัจจัยด้านอุปทานค่อนข้างมาก ในขณะที่ประสิทธิผลของนโยบายการเงินในการจัดการกับความผันผวนของอัตราเงินเฟ้อมีข้อจำกัด การพัฒนารอบเป้าหมายเงินเฟ้อจึงมีความสำคัญมากเพื่อให้นโยบายการเงินสามารถสร้างสมดุลของการรักษาเสถียรภาพด้านต่าง ๆ อย่างเหมาะสม

ธปท. ดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อแบบยืดหยุ่นมาตั้งแต่ปี 2543 และมีการพัฒนารอบนโยบายอย่างต่อเนื่องโดย (1) กำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อให้มีช่วงค่าความยืดหยุ่น (Tolerance band) ที่เพียงพอต่อการรองรับความผันผวนของอัตราเงินเฟ้อในระยะสั้น ซึ่งจะช่วยลดโอกาสที่นโยบายการเงินจะต้องตอบสนองมากเกินไปต่อการเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อ โดยเฉพาะที่เป็นผลจากปัจจัยด้านอุปทาน จนอาจกระทบต่อเสถียรภาพด้านอื่น ๆ (2) ได้มีการพัฒนาเป้าหมายนโยบายการเงินเพิ่มเติมในปี 2559 โดยมีการสื่อสารเพื่อกำหนดช่วงเวลาให้อัตราเงินเฟ้อจะเข้าสู่เป้าหมายให้นานขึ้นเป็นระยะปานกลาง ซึ่งสอดคล้องกับระยะเวลาในการส่งผ่านผลของนโยบายการเงินไปสู่เศรษฐกิจ ซึ่งมีส่วนสำคัญที่เอื้อให้นโยบายการเงินสามารถสร้างสมดุลของการรักษาเสถียรภาพต่าง ๆ ได้ในระยะสั้น และ (3) ได้มีการสื่อสารอย่างต่อเนื่องว่า กนง. ให้ความสำคัญกับการดูแลเสถียรภาพด้านการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจและระบบการเงินควบคู่ไปกับการดูแลเสถียรภาพด้านราคา และ กนง. ได้นำประเด็นเรื่องการดูแลเสถียรภาพระบบการเงินเข้ามาเป็นส่วนหนึ่งในกระบวนการตัดสินใจนโยบายการเงิน ซึ่งจะช่วยให้สามารถติดตามความเสี่ยงในภาคการเงินได้อย่างทันทั่วทั้งที่และเข้าใจการ trade-off ระหว่างการรักษาเสถียรภาพด้านต่าง ๆ มากขึ้น ทำให้การตัดสินใจนโยบายมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น

### 4. การกำหนดเป้าหมายนโยบายการเงินที่เหมาะสม

พลวัตของอัตราเงินเฟ้อไทยที่มีแนวโน้มต่ำกว่าอดีต ซึ่งทำให้อัตราเงินเฟ้ออยู่ต่ำกว่าเป้าหมายนโยบายการเงินเป็นเวลานาน มีนัยต่อการกำหนดเป้าหมายนโยบายการเงินที่เหมาะสมในระยะข้างหน้า เนื่องจากเป้าหมายที่อยู่ในระดับสูงเกินไปอาจเป็นปัจจัยลดทอนความน่าเชื่อถือของนโยบายและส่งผลกระทบต่อเงินเฟ้อในระยะยาวมากและนานเพื่อกระตุ้นเงินเฟ้อจนอาจส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพด้านอื่น ๆ ได้

อย่างไรก็ดี แม้ว่าการลดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อลงจะช่วยให้เป้าหมายสอดคล้องกับแนวโน้มเงินเฟ้อในระยะยาวมากขึ้น แต่ก็มีต้นทุนหลายประการทั้งในระยะสั้นและระยะยาว โดยต้นทุนในระยะสั้นที่สำคัญ คือการที่ตลาดการเงินอาจคาดว่า กนง. จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเร็วกว่าเดิม ซึ่งจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินและของธนาคารพาณิชย์ปรับสูงขึ้น และกระทบต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในประเทศตลอดจนการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อ นอกจากนี้ ยังมีต้นทุนในระยะยาว คือการเพิ่มโอกาสในการเกิดภาวะเงินฝืด เนื่องจากการลดเป้าหมายเงินเฟ้อจะทำให้โอกาสที่อัตราเงินเฟ้อจะอยู่ใกล้ศูนย์มีมากขึ้น ซึ่งภาวะเงินฝืดนั้นมีความน่ากลัวไม่แพ้ภาวะเงินเฟ้อสูง เพราะสามารถ

ส่งผลให้เศรษฐกิจชะลอตัวรุนแรงและยืดเยื้อได้ ต้นทุนที่สำคัญอีกประการหนึ่งคือ ทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ระดับดุลยภาพปรับลดลงตาม<sup>20</sup> และเพิ่มโอกาสที่อัตราดอกเบี้ยจะเข้าใกล้ศูนย์ (Zero lower bound) ดังนั้น เมื่อต้องเผชิญกับวิกฤตเศรษฐกิจ ชีตความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงิน (Policy space) หรือการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในยามวิกฤตจะมีจำกัด ดังนั้น จึงเป็นความท้าทายของทางการในการพิจารณากำหนดเป้าหมายนโยบายการเงินที่เหมาะสมในอนาคต ซึ่งต้องคำนึงถึงผลกระทบต่าง ๆ อย่างรอบคอบ เพื่อให้นโยบายการเงินสามารถบรรลุเป้าหมายสูงสุด คือ การเจริญเติบโตอย่างเข้มแข็งและยั่งยืนของเศรษฐกิจ

## บทสรุป

อัตราเงินเฟ้อไทยที่อยู่ในระดับต่ำในช่วงหลายปีที่ผ่านมา มีสาเหตุจากทั้งปัจจัยเชิงวัฏจักร และปัจจัยเชิงโครงสร้าง โดยปัจจัยเชิงวัฏจักรที่สำคัญคือภาวะเศรษฐกิจไทยในช่วงฟื้นตัวอย่างช้า ๆ และขยายตัวต่ำกว่าระดับศักยภาพ ทำให้แรงกดดันด้านอุปสงค์ต่ออัตราเงินเฟ้อมีจำกัด รวมถึงปัจจัยด้านอุปทานที่ราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับต่ำตามภาวะเศรษฐกิจโลก และราคาอาหารสดที่หดตัวค่อนข้างมากโดยเฉพาะในปี 2560 จากผลผลิตที่ออกสู่ตลาดมากตามสภาพอากาศที่เอื้ออำนวย ทำให้แรงกดดันด้านต้นทุนต่ออัตราเงินเฟ้อปรับลดลง ขณะที่การเปลี่ยนแปลงของปัจจัยเชิงโครงสร้างกดดันให้อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ ที่เห็นได้ชัดเจนคือ การพัฒนาเทคโนโลยีการผลิตน้ำมันให้สามารถผลิตน้ำมันดิบออกสู่ตลาดได้มากขึ้นภายใต้ต้นทุนการผลิตที่ต่ำ และทำให้อุปทานที่ราคาน้ำมันจะเปลี่ยนแปลงเร็วและแรงเหมือนในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา มีน้อยลง ส่วนปัจจัยเชิงโครงสร้างอื่น ๆ อาทิ กระแสโลกาภิวัตน์ทางการค้า ที่ทำให้อำนาจในการขึ้นราคาสินค้าของผู้ประกอบการในประเทศทำได้ยากขึ้น รวมถึงการขยายตัวของ e-commerce และการเข้าสู่สังคมสูงอายุ ล้วนเป็นปัจจัยด้านลบที่กดดันอัตราเงินเฟ้อในระยะต่อไป

เมื่อมองไปข้างหน้า อัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจากปัจจัยเชิงวัฏจักรที่กลับมาเป็นช่วงขาขึ้นจะทำให้อัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น แต่ปัจจัยเชิงโครงสร้างจะยังเป็นแรงกดดันให้อัตราเงินเฟ้อทยอยเพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป นอกจากนี้ การเร่งขึ้นของอัตราเงินเฟ้อในระยะต่อไปยังเผชิญข้อจำกัดเพิ่มเติมจากพลวัตของอัตราเงินเฟ้อที่เปลี่ยนแปลงไปจากในอดีต ทั้ง (1) เงินเฟ้อต่ำจากปัจจัยด้านอุปทาน ซึ่งนโยบายการเงินมีประสิทธิผลจำกัดในการดูแล (2) ความสัมพันธ์ระหว่างเศรษฐกิจในประเทศกับอัตราเงินเฟ้อที่ปรับลดลง (3) การเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อที่มีความหนืดมากขึ้น (4) ปัจจัย (shock) ที่กระทบเงินเฟ้อมีขนาดเล็กและเบี่ยงไปทางด้านต่ำ และ (5) แนวโน้มเงินเฟ้อในระยะยาวที่ลดลงจากอดีต ซึ่งปัจจัยทั้งหมดส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อกลับสู่เป้าหมายนโยบายการเงินได้ช้าลง และสร้างความท้าทายให้แก่ผู้ดำเนินนโยบายการเงินในการรักษาเสถียรภาพด้านราคา

ภายใต้พลวัตของอัตราเงินเฟ้อไทยที่เปลี่ยนแปลงไปจากอดีต กนง. ต้องเผชิญกับความท้าทายต่าง ๆ ทั้งในระยะสั้นที่ต้องตัดสินใจนโยบายการเงินอย่างเหมาะสมเพื่อ trade-off

<sup>20</sup> เป้าหมายอัตราเงินเฟ้อที่ลดลงจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายดุลยภาพ (neutral policy interest rate) ปรับลดลงตามไปด้วย เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายถูกกำหนดจากผลรวมของอัตราดอกเบี้ยนโยบายดุลยภาพที่แท้จริง (real neutral policy rate) กับอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ในระยะยาว ซึ่งขึ้นอยู่กับเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อเป็นสำคัญ

เสถียรภาพด้านราคากับต้นทุนต่อเสถียรภาพด้านอื่น ๆ โดยเฉพาะในภาวะที่อัตราเงินเฟ้อต่ำจากปัจจัยด้านอุปทานและปัจจัยเชิงโครงสร้าง ทั้งนี้ การสื่อสารการดำเนินนโยบายการเงินให้มีความชัดเจนจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้แก่สาธารณชนในการดูแลเสถียรภาพด้านราคาและลดความสับสนเกี่ยวกับการดำเนินนโยบายการเงิน ซึ่งจะมีส่วนสำคัญในการยึดเหนี่ยวการคาดการณ์เงินเฟ้อของสาธารณชนต่อไป นอกจากนี้ ในระยะยาว ด้วยอัตราเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มต่ำลงจากอดีต ผู้ดำเนินนโยบายการเงินต้องเผชิญกับความท้าทายในการกำหนดเป้าหมายนโยบายการเงินที่เหมาะสม ซึ่งต้องคำนึงประโยชน์และต้นทุนของการกำหนดเป้าหมาย ณ ระดับต่าง ๆ อย่างรอบคอบ และที่สำคัญภายใต้พลวัตอัตราเงินเฟ้อไทยที่ได้รับอิทธิพลมากจากปัจจัยด้านอุปทาน กอปรกับการตอบสนองของอัตราเงินเฟ้อต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจน้อยลงและช้าลงเมื่อเทียบกับในอดีต ส่งผลให้การรักษาเสถียรภาพด้านราคาทำได้ยากขึ้นและต้องเผชิญกับต้นทุนสูง ผู้กำหนดนโยบายจึงต้องพัฒนากรอบเป้าหมายเงินเฟ้อแบบยืดหยุ่นที่ใช้อยู่ในปัจจุบันให้ดีขึ้นเพื่อให้สามารถรักษาสถิติของการรักษาเสถียรภาพด้านต่าง ๆ ได้อย่างมีประสิทธิภาพสูงสุด

---

บทความนี้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดี เพราะคำแนะนำและความคิดเห็นที่เป็นประโยชน์จากคณะผู้บริหารในสายนโยบายการเงิน คุณจาตุรงค์ จันทังษ์ ดร.สุรัช แทนบุญ คุณศุภพิณรัตน์ วงศ์สินศิริกุล คุณจิรพรรณ โอฬารธนาเศรษฐ์ คุณไพบุลย์ พงษ์ไพเชษฐ และ ดร.ยรรยง ไทยเจริญ ที่ช่วยให้งานนี้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น คณะผู้เขียนขอขอบพระคุณทุกท่านเป็นอย่างสูง มา ณ ที่นี้

## Reference

อธิพงษ์ สายแก้ว และจตุติมา บุญยั้งยงสถิตย์, 2557. เครื่องชี้แนวโน้มเงินเฟ้อ. FAQ ฉบับที่ 93. ธนาคารแห่งประเทศไทย.

อัญชลี ศิริคะณรัตน์, 2559. การประเมินเครื่องชี้การคาดการณ์เงินเฟ้อของไทย. FAQ ฉบับที่ 109. ธนาคารแห่งประเทศไทย.

Anderson, M.D., Botman, D.P. and Hunt, M.B., 2014. Is Japan's Population Aging Deflationary? (No. 14-139). International Monetary Fund.

Auer, R., Borio, C. and Filardo, A., 2017. The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains (No. 602). Bank for International Settlements.

Bank for International Settlements, 2016. Recent developments in the global economy. Note for meeting of Governors. September 2016. (Confidential)

Bank for International Settlements, 2017. Recent developments in the global economy. Note for meeting of Governors. March 2017 (Confidential)

Bean, Charlie, 2006, "Globalization and Inflation," Speech to the LSE Economic Society, London School of Economics, October 2006.

Blanchard, O., Cerutti, E. and Summers, L., 2015. Inflation and activity—Two explorations and their monetary policy implications (No. w21726). National Bureau of Economic Research.

Borio, C. and Filardo, A., 2007. Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation (No. 227). Bank for International Settlements.

Carney, M. (2015). Inflation in a globalised world. In speech at the Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.

Carvalho, C., Ferrero, A., & Nechio, F. (2016). Demographics and real interest rates: Inspecting the mechanism. *European Economic Review*, 88, 208-226.

Cavallo, A. and Rigobon, R., 2016. The billion prices project: Using online prices for measurement and research. *The Journal of Economic Perspectives*, 30(2), pp.151-178.

Chan, J., Clark, T. and Koop, G., 2015. A New Model of Inflation, Trend Inflation, and Long-Run Inflation Expectations (No. 1520). Federal Reserve Bank of Cleveland.

Ciccarelli, M., Osbat, C., 2017. Low inflation in the euro area: Causes and consequences. *European Central Bank Occasional Paper Series No 181*.

ECB (2015), *Economic Bulletin*, Issue 2.

FTI Consulting, 2016. *Oil Price Drivers: Bottom of the Barrel?*

- Juselius, J. and Takats, E., 2015. Can demography affect inflation and monetary policy? (No. 485). Bank for International Settlements.
- Khemangkorn, V., Poshyananda Mallikamas, R. and Sutthasri, P., 2008. Inflation Dynamics and Implications on Monetary Policy (No. 2008-02). Economic Research Department, Bank of Thailand.
- Luangaram, P. and Wongwachara, W., 2017. More Than Words: A Textual Analysis of Monetary Policy Communication (No. 54). Puey Ungphakorn Institute for Economic Research.
- Manopimoke, P. and Direkudomsak, W., 2015, November. Thai inflation dynamics in a globalized economy. In Bank of Thailand Symposium Paper.
- Mishkin, F.S., 2007. Inflation dynamics. *International Finance*, 10(3), pp.317-334.
- Rogoff, K., 2003. Globalization and global disinflation. *Economic Review-Federal Reserve Bank of Kansas City*, 88(4), p.45.
- Shirakawa, M., 2012. Demographic Changes and Macroeconomic Performance: Japanese Experiences. *Monetary and Economic Studies*, 30, pp.19-38.
- Stock, J.H. and Watson, M.W., 2016. Core inflation and trend inflation. *Review of Economics and Statistics*, 98(4), pp.770-784.
- Willis, J.L., 2004. What impact will e-commerce have on the US economy? *Economic Review-Federal Reserve Bank of Kansas City*, 89(2), p.53.
- Yi, M.H. and Choi, C., 2005. The effect of the Internet on inflation: Panel data evidence. *Journal of Policy Modeling*, 27(7), pp.885-889.
- Yoon, M.J.W., Kim, M.J. and Lee, J., 2014. Impact of demographic changes on inflation and the macroeconomy (No. 14-210). International Monetary Fund.
- Zoli, M.E., 2017. Korea's Challenges Ahead—Lessons from Japan's Experience. International Monetary Fund.

## ภาคผนวก

### แบบจำลอง Unobserved component stochastic volatility

- (1) แบบจำลอง Univariate ที่อ้างอิงมาจากงานศึกษาของ Chan et al (2015) เรื่อง “A New Model of Inflation, Trend Inflation, and Long-Run Inflation Expectations” ซึ่งใช้ข้อมูลอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ในระยะยาวที่ได้มาจากการสำรวจมาช่วยในการประมาณค่าแนวโน้มเงินเฟ้อ (trend inflation)

$$\begin{aligned}\pi_t - \pi_t^* &= b_t(\pi_{t-1} - \pi_{t-1}^*) + v_t \\ z_t &= d_{0t} + d_{1t}\pi_t^* + \varepsilon_{z,t} + \varphi\varepsilon_{z,t-1} \\ \pi_t^* &= \pi_{t-1}^* + n_t\end{aligned}$$

โดยที่  $\pi_t$  คืออัตราเงินเฟ้อทั่วไป  $\pi_t^*$  คือ trend inflation  $z_t$  คืออัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ในระยะยาวที่ได้มาจากการสำรวจ ในที่นี้ ใช้ข้อมูลจาก Consensus Economics และสมมติให้  $b_t$ ,  $d_{0t}$  และ  $d_{1t}$  ซึ่งเป็นค่าสัมประสิทธิ์สามารถเปลี่ยนแปลงได้ข้ามช่วงเวลา (Time-varying parameter) ส่วน  $v_t$ ,  $n_t$  และ  $\varepsilon_{z,t}$  สมมติให้มีคุณสมบัติ i.i.d. (Independent and identically distributed) โดยที่ค่าความผันผวนของ  $v_t$  และ  $n_t$  เปลี่ยนแปลงได้ข้ามช่วงเวลา (Stochastic volatility) แบบจำลองนี้ใช้ Bayesian Estimation ในการประมาณค่า

- (2) แบบจำลอง Multivariate ที่อ้างอิงมาจากงานศึกษาของ Stock and Watson (2016) เรื่อง “Core Inflation and Trend Inflation” ซึ่งคำนวณ trend inflation แยกรายหมวดสินค้าก่อนรวมเป็น trend ของ headline inflation ในที่นี้ ผู้เขียนแบ่งสินค้าและบริการออกเป็น 9 หมวด นอกจากนี้ คุณลักษณะพิเศษอีกประการของแบบจำลองนี้คือ สามารถตรวจจับ outliers ที่เข้ามากระทบราคาสินค้าและบริการแต่ละหมวดได้

$$\begin{aligned}\pi_{i,t} &= \pi_{i,t}^* + v_{i,t} \\ \pi_{i,t}^* &= \pi_{i,t-1}^* + n_{i,t} \\ v_{i,t} &= s_{i,t} * \varepsilon_{i,t}\end{aligned}$$

โดยที่ subscript  $i$  บ่งชี้ข้อมูลของหมวดสินค้าหมวด  $i$   $s_{i,t}$  คือ outliers ส่วน  $n_{i,t}$  และ  $\varepsilon_{i,t}$  สมมติให้มีคุณสมบัติ i.i.d. โดยที่ค่าความผันผวนเปลี่ยนแปลงได้ข้ามช่วงเวลา แบบจำลองนี้ใช้ Bayesian Estimation ในการประมาณค่า สำหรับการคำนวณ trend ของ headline inflation จะใช้สูตร  $\pi_t = w_{i,t} * \pi_{i,t}$  โดย  $w_i$  คือน้ำหนักของสินค้าหมวดนั้น ๆ ในตะกร้าเงินเฟ้อของกระทรวงพาณิชย์ ณ ปีฐาน 2558 แต่มีข้อสมมติเพิ่มเติมคือกำหนดให้  $\pi_{i,t} \geq 0$

## แบบจำลอง Autoregression

$$\pi_t = \mu + \sum_{j=1}^k \alpha_j \pi_{t-j} + Energy_{t-1} + Freshfood_{t-1} + \varepsilon_t \quad \text{เมื่อ } k = 4$$

โดยที่  $\pi_t$  คือ การเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน (ที่หักผลจากมาตรการภาครัฐ)<sup>21</sup> เทียบกับไตรมาสก่อนหน้า (Quarter-on-quarter)  $Energy_t$  คือ การเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาพลังงานเทียบกับไตรมาสก่อนหน้า  $Freshfood_t$  คือ การเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาอาหารสดเทียบกับไตรมาสก่อนหน้า แบบจำลองนี้ใช้การประมาณค่าความหนืดของอัตราเงินเฟ้อซึ่งวัดจาก  $\sum_{j=1}^k \alpha_j$  ทั้งนี้ เพื่อที่จะพิจารณาการเปลี่ยนแปลงของค่าความหนืดในแต่ละช่วงเวลา สมการข้างต้นจะถูก estimate ในลักษณะ 10-year rolling regression

ตารางที่ 2 ข้อมูลอัตราเงินเฟ้อ (รายหมวดสินค้า)

| หมวดสินค้า                          | ค่าเฉลี่ยในอดีต<br>2553-57 | 2558   | 2559  | 2560  | 2560  |       | 2561  |       |       |
|-------------------------------------|----------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                                     |                            |        |       |       | H1    | H2    | ม.ค.  | ก.พ.  | มี.ค. |
| อัตราเงินเฟ้อทั่วไป                 | 2.84                       | -0.90  | 0.19  | 0.67  | 0.67  | 0.66  | 0.69  | 0.42  | 0.79  |
| อัตราเงินเฟ้อหมวดพลังงาน            | 5.77                       | -14.54 | -7.22 | 4.85  | 4.65  | 5.05  | 3.57  | 1.70  | 3.80  |
| อัตราเงินเฟ้อหมวดอาหารสด            | 6.47                       | 0.71   | 2.47  | -1.38 | -1.23 | -1.53 | -0.93 | -1.53 | -0.67 |
| อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน                | 1.59                       | 1.05   | 0.74  | 0.56  | 0.56  | 0.55  | 0.59  | 0.63  | 0.63  |
| - อาหารและเครื่องดื่มไม่มีแอลกอฮอล์ | 3.94                       | 1.50   | 0.87  | 1.14  | 1.26  | 1.02  | 0.88  | 0.88  | 0.82  |
| - เครื่องนุ่งห่มและรองเท้า          | 0.80                       | 0.59   | 0.39  | -0.02 | 0.04  | -0.09 | -0.11 | -0.03 | 0.04  |
| - เคนสถาน                           | 1.12                       | 1.42   | 0.41  | 0.28  | 0.30  | 0.26  | 0.29  | 0.39  | 0.50  |
| - การตรวจรักษาและบริการส่วนบุคคล    | 0.90                       | 0.99   | 0.80  | 0.27  | 0.31  | 0.22  | 0.24  | 0.53  | 0.42  |
| - พาหนะ การขนส่ง และการสื่อสาร      | 0.34                       | 0.19   | 0.11  | 0.17  | 0.07  | 0.27  | 0.33  | 0.28  | 0.28  |
| - การบันเทิง การศึกษา และศาสนา      | 0.50                       | 0.96   | 0.79  | 0.56  | 0.55  | 0.58  | 0.59  | 0.58  | 0.50  |
| - ยาสูบและเครื่องดื่มที่มีแอลกอฮอล์ | 3.69                       | 2.08   | 12.04 | 2.98  | 2.92  | 3.23  | 5.92  | 5.95  | 5.95  |

หมายเหตุ: ค่าเฉลี่ยในอดีตของอัตราเงินเฟ้อหมวดเครื่องดื่มและรองเท้า และหมวดการบันเทิง การศึกษา และศาสนา ใช้ข้อมูลปี 2554-57 เนื่องจากตัวเลขในปี 2553 ตีคลบมากอันเป็นผลจากมาตรการบรรเทาค่าครองชีพ  
ที่มา: กระทรวงพาณิชย์ และคำนวณโดย ธปท.

<sup>21</sup> มาตรการภาครัฐในที่นี้ ได้แก่ (1) การลดภาษีสรรพสามิตน้ำมันในช่วงปี 2551-2552 (2) การลดค่าใช้จ่ายด้านน้ำประปา (3) การลดค่าใช้จ่ายด้านไฟฟ้า (4) การลดค่าใช้จ่ายเดินทางรถโดยสารประจำทาง (5) การลดค่าใช้จ่ายเดินทางโดยรถไฟชั้น 3 (6) นโยบายเรียนฟรี 15 ปี และ (7) การปรับเพิ่มภาษีสรรพสามิตสุราและยาสูบ

ตารางที่ 3 Contribution ของความผันผวนของอัตราเงินเฟ้อไทย

|  | 2543-2560 | 2552-2560 |
|--|-----------|-----------|
| Variance ของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (X)             | 5.94%     | 7.90%     |
| Variance ของอัตราเงินเฟ้อหมวดพลังงาน (Y)         | 50.11%    | 53.25%    |
| Variance ของอัตราเงินเฟ้อหมวดอาหารสด (Z)         | 14.34%    | 20.23%    |
| Covariance ของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานและหมวดพลังงาน | 14.84%    | 1.18%     |
| Covariance ของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานและหมวดอาหารสด | 7.92%     | 9.35%     |
| Covariance ของอัตราเงินเฟ้อหมวดพลังงานและอาหารสด | 6.85%     | 8.10%     |
| Total  | 100.0%    | 100.00%   |

หมายเหตุ: (1)  $VAR(aX+bY+cZ) = a^2 VAR(X) + b^2 VAR(Y) + c^2 VAR(Z) + 2ab*COV(X,Y) + 2ac*COV(X,Z) + 2bc*COV(X,Z)$

โดยที่ a, b และ c คือน้ำหนักในตะกร้าเงินเฟ้อของสินค้าหมวดต่าง ๆ

(2) ใช้อัตราเงินเฟ้อ (Annualized %QoQ)

ที่มา: กระทรวงพาณิชย์ และคำนวณโดย ธปท.

ตารางที่ 4 ผลการประมาณค่าความสัมพันธ์ Phillips Curve ของไทย

ตัวแปรตาม: อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่ไม่รวมอาหาร ค่าเช่าบ้าน ยาสูบ และเครื่องดื่มมีแอลกอฮอล์ (Annualized %QoQ, sa)

| ตัวแปรอธิบาย                   | (1)     | (2)    | (3)     | (4)     |
|--------------------------------|---------|--------|---------|---------|
| ค่าคงที่                       | มี      | ไม่มี  | มี      | ไม่มี   |
| อัตราเงินเฟ้อในไตรมาสที่ผ่านมา | 0.19    | 0.32** | 0.14    | 0.26*** |
| Output Gap                     | 0.49*** | 0.38** | 0.45*** | 0.35**  |
| อัตราเงินเฟ้อหมวดพลังงาน       |         |        | 0.02*** | 0.02*** |
| Adjusted R-squared             | 0.45    | 0.41   | 0.52    | 0.48    |
| Number of Observations         | 51      | 51     | 51      | 51      |

หมายเหตุ: ข้อมูลปี 2548 ถึงไตรมาสที่ 3 ปี 2560 และใช้ dummy variable ในสมการข้างต้นในช่วงที่มีการยกเลิก

การตรึงราคาน้ำมันดีเซล (2548Q3) เกิดน้ำท่วม (2554Q4) และวิกฤตเศรษฐกิจ (2552Q1)

สำหรับ \*, \*\*, \*\*\* บ่งชี้ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ