

# FAO

**FOCUSED AND QUICK**

**ISSUE 83**

**September 4, 2013**

## **INTERNATIONAL SPILLOVERS ของการดำเนินและยุติมาตรการ QE**

**ธนกรณ์ ศิริชัยวงศ์ และ วิศิษฐ์ สินสัตตยกุล**

ข้อคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นความเห็นของผู้เขียน  
ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย



การดำเนินมาตรการ QE นั้น นอกจากจะมีผลโดยตรงต่อประเทศผู้ดำเนินนโยบายแล้วยังกระทบต่อประเทศอื่นๆ ด้วย ภายใต้ความเชื่อมโยงทางการเงินนั้นหมายความว่า ถ้ามีการยุติมาตรการ QE ก็ส่งผลกระทบต่อประเทศอื่นเช่นกัน

Source: [Pulling the rug] n.d. [image online] Available at: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6a518006-cd49-11e1-92c1-00144feabd0.html#slide9>>

## บทคัดย่อ

ภายหลังวิกฤตเศรษฐกิจการเงินโลกปี 2008 ธนาคารกลางของประเทศเศรษฐกิจหลักที่เกิดวิกฤตได้ใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายนโยบายพิเศษ ซึ่งรวมถึงมาตรการเชิงปริมาณหรือ QE เพื่อรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจในยามที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ใกล้ระดับศูนย์ (zero lower bound) แต่เนื่องจากเศรษฐกิจการเงินระหว่างประเทศมีความเชื่อมโยงกันมากขึ้นทำให้ QE ไม่เพียงส่งผลกระทบต่อประเทศที่ดำเนินนโยบายเท่านั้น แต่ยังส่งผลกระทบต่อประเทศอื่นๆ อีกด้วย ผลการศึกษาที่ผ่านมาพบว่า ความรุนแรงของผลกระทบจากมาตรการ QE ในประเทศเศรษฐกิจหลักต่อประเทศตลาดเกิดใหม่ (EMEs) ขึ้นอยู่กับปัจจัยในประเทศ EMEs เป็นสำคัญ สำหรับประเทศไทยที่มีเงินทุนไหลเข้ามากในช่วงก่อนหน้า ส่วนหนึ่งเป็นเพราะมีพื้นฐานดี ประกอบกับความเสถียรด้านเศรษฐกิจและการเมืองที่ลดลง ทำให้นักลงทุนเชื่อมั่นในเศรษฐกิจไทยมากขึ้น ถึงแม้ในระยะหลังจะเริ่มมีการไหลออกของเงินทุนหลังจากที่มีการคาดการณ์การลดปริมาณการทำ QE แต่หากประเทศยังสามารถรักษาบรรยากาศการลงทุนและพัฒนาปัจจัยพื้นฐานของประเทศอย่างต่อเนื่อง รวมถึงสร้างความมั่นใจแก่นักลงทุนในการแก้ไขปัญหาเชิงโครงสร้างระยะยาวของประเทศได้ ก็จะช่วยลดโอกาสที่จะเกิดภาวะเงินทุนไหลออกอย่างฉับพลันจากปัจจัยภายนอกที่อาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยได้

## บทนำ

ย้อนกลับไปวิกฤตเศรษฐกิจการเงินสหรัฐฯ ที่ปะทุขึ้นเมื่อ 5 ปีที่แล้ว ทำให้สหรัฐฯ และหลายประเทศเศรษฐกิจหลักเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยรุนแรง ธนาคารกลางสหรัฐฯ ได้ดำเนินการลดอัตราดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่องจนถึงระดับศูนย์ (zero lower bound) แต่ก็ยังไม่เพียงพอที่จะทำให้หลุดพ้นจากภาวะวิกฤต จึงทำให้ธนาคารกลางต้องพึ่งพานโยบายการเงินแบบ unconventional monetary policy

เพื่อผลักดันให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ สามารถกลับมาฟื้นตัวได้โดยเร็ว มาตรการผ่อนคลายนโยบายการเงินแบบพิเศษ (Quantitative Easing) หรือเรียกสั้นๆ ว่า “QE” เป็นหนึ่งในวิธีการของนโยบายการเงินแบบพิเศษที่มีเป้าหมายไม่ต่างกับนโยบายการเงินแบบปกติ คือ เพื่อรักษาเสถียรภาพโดยรวมของเศรษฐกิจ ทั้งในแง่เสถียรภาพด้านการเงินและการกระตุ้นด้านอุปสงค์เพื่อให้เกิดการจ้างงานและให้เศรษฐกิจกลับมาขยายตัวได้

แต่เครื่องมือและวิธีการที่ใช้แตกต่างจากปกติ อย่างไรก็ตาม การดำเนินนโยบายการเงินแบบพิเศษนี้ไม่สามารถทำได้เป็นระยะเวลานาน เพราะมีต้นทุนสูง โดยเฉพาะในด้านการสร้างความบิดเบือนในระบบเศรษฐกิจและการเงินจนอาจกระทบต่อเสถียรภาพโดยรวมของเศรษฐกิจได้ อีกทั้งผลกระทบจากการดำเนินนโยบายเหล่านี้ไม่เพียงจำกัดในประเทศผู้ใช้นั้น แต่ยังส่งผ่านไปยังประเทศอื่นๆ อีกด้วย ในระยะข้างหน้า การดำเนินนโยบายการเงินจึงจำเป็นต้องกลับเข้าสู่ปกติ ซึ่งการถอนมาตรการเหล่านี้ก็จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจการเงินทั้งในประเทศและต่างประเทศด้วยเช่นกัน

บทความนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์การส่งผ่านผลกระทบของมาตรการ QE ไปยังประเทศอื่นๆ โดยเฉพาะประเทศตลาดเกิดใหม่รวมทั้งไทย เพื่อที่จะนำไปสู่นัยต่อเศรษฐกิจของประเทศตลาดเกิดใหม่เมื่อประเทศเศรษฐกิจหลักเริ่มถอนมาตรการเหล่านี้ โดยบทความแบ่งออกเป็น 3 ส่วน คือ (1) แนวคิดและหลักการของนโยบายการเงินแบบพิเศษ (2) ผลกระทบของการดำเนินมาตรการ QE ต่อประเทศอื่นๆ และ (3) นัยของการยุติมาตรการ QE ที่จะส่งผลกระทบต่อประเทศอื่นๆ

## 1. แนวคิดและหลักการของนโยบายการเงินแบบพิเศษ (unconventional monetary policy)

เนื่องจากข้อจำกัดของนโยบายการเงินแบบปกติ ที่ธนาคารกลางไม่สามารถลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมให้ต่ำกว่าศูนย์เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจได้ นโยบายการเงินแบบพิเศษจึงเข้ามามีบทบาทสำคัญในการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศหลักซึ่งประสบปัญหาเศรษฐกิจถดถอย โดยญี่ปุ่นเป็นประเทศแรกที่เริ่มใช้นโยบายการเงินแบบพิเศษในปี 2001 เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจและต่อสู้กับปัญหาเงินฝืด ตามมาด้วย สหรัฐฯ กลุ่มยูโร และอังกฤษ ในช่วงหลังเกิดวิกฤตการเงินโลกปี 2008 เป็นต้นมา

การดำเนินนโยบายการเงินแบบพิเศษมีลักษณะสำคัญ คือ เป็นการใช้อัตราดอกเบี้ยด้านปริมาณที่ธนาคารกลางสามารถควบคุมได้เพื่อปรับภาวะการเงินในประเทศ หรือเครื่องมือด้านจิตวิทยาซึ่งต้องอาศัยความน่าเชื่อถือของธนาคารกลางในการยึดเหนี่ยวการคาดการณ์ โดยสามารถแบ่งได้เป็น 3 รูปแบบ ดังนี้

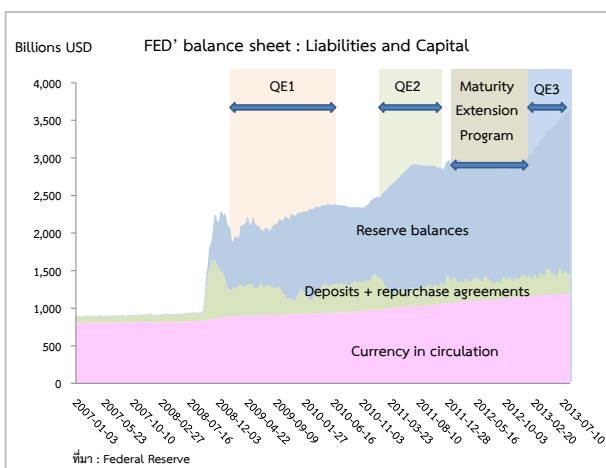
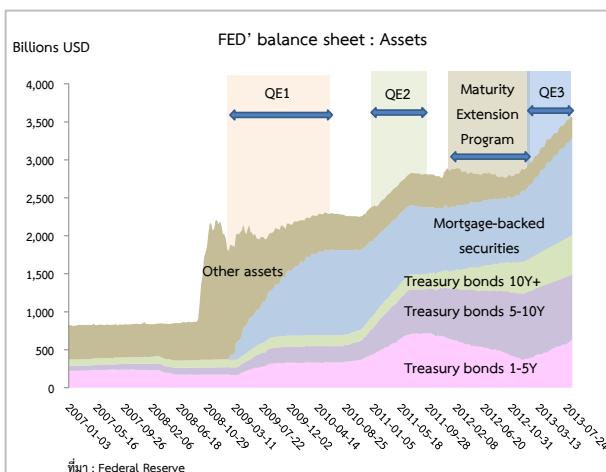
1) การประกาศตรึงอัตราดอกเบี้ยในระดับต่ำในระยะยาว (forward guidance) ซึ่งอาจผูกโยงกับเงื่อนไขด้านเวลาหรือสภาวะทางเศรษฐกิจบางประการ โดยมีเป้าหมาย คือ เพื่อยึดเหนี่ยวการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยของตลาดให้เป็นไปตามที่ธนาคารกลางต้องการ หากนักลงทุนคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะอยู่ในระดับต่ำไปอีกนาน ก็จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวลดลงมาด้วย ทำให้ภาวะการเงินโดยรวมผ่อนคลายมากขึ้น ต้นทุนทางการเงินที่ลดลงจะกระตุ้นให้เกิดการลงทุนและใช้จ่ายมากขึ้น ตัวอย่างที่เห็นได้ชัด คือ ในคำแถลงของ Fed ปลายปี 2008 ที่กล่าวว่าจะตรึงอัตราดอกเบี้ยไว้ในระดับต่ำไปอีกระยะหนึ่งจนกว่าจะมั่นใจว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ ฟื้นตัวดีขึ้น และในปี 2012 Fed ได้ระบุชัดเจนขึ้นว่าจะดำเนินมาตรการต่อไปจนกว่าอัตราการว่างงานจะต่ำกว่าระดับร้อยละ 6.5 ข้อดีของวิธีการนี้ คือ มีความยืดหยุ่นในการดำเนินและยุติมาตรการ และต้นทุนต่ำ อย่างไรก็ตาม ประสิทธิภาพของวิธีการนี้ขึ้นอยู่กับความน่าเชื่อถือของธนาคารกลางเป็นสำคัญ

2) การเพิ่มขนาดงบดุลของธนาคารกลาง (Quantitative Easing: QE)<sup>1</sup> เป็นนโยบายการเงินเชิงปริมาณผ่านการเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์และหนี้สินในงบดุลของธนาคารกลางเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ (ภาพที่ 1) โดยสามารถแบ่งเป็น 2 รูปแบบหลัก คือ (1) การซื้อสินทรัพย์จากสถาบันการเงินและเปลี่ยนเป็นเงินสดที่สถาบันการเงินฝากไว้กับธนาคารกลาง (bank reserve) เพื่อลดอัตราดอกเบี้ยในตลาดและผ่อนคลายภาวะการเงินโดยรวม และ (2) การซื้อสินทรัพย์แบบเจาะจงในตลาดที่มีปัญหา ตัวอย่างเช่น หลักทรัพย์ประเภท mortgage-backed securities เพื่อเพิ่มสภาพคล่องและลด risk premium ในตลาดอสังหาริมทรัพย์ เป็นต้น การที่ Fed เข้าซื้อสินทรัพย์เหล่านี้โดยตรงส่งผลให้ปริมาณและโครงสร้างสินทรัพย์ที่มีอยู่ในตลาดเปลี่ยนแปลงไป ซึ่งจะทำให้ราคาสินทรัพย์ปรับสูงขึ้นและอัตราผลตอบแทนลดลง<sup>2</sup> รวมทั้งอาจส่งผลให้นักลงทุนปรับพอร์ตการลงทุนใหม่ โดยหันไปลงทุนในสินทรัพย์อื่นทดแทน เช่น พันธบัตรระยะยาวของภาคเอกชนหรือลงทุนตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งจะดันให้สินทรัพย์เหล่านั้นมีราคาสูงขึ้นด้วย โดยรวมแล้วต้นทุนการกู้ยืมที่ลดลงและความมั่งคั่งที่เพิ่มขึ้นจากราคาสินทรัพย์ที่สูงขึ้นก็จะช่วยกระตุ้นความต้องการลงทุนและการใช้จ่ายของภาคเอกชน นอกจากนี้วิธีการนี้จะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นต่อสาธารณชนว่าทางการจะตรึงอัตราดอกเบี้ยในตลาดไว้ในระดับต่ำจริง

<sup>1</sup> ในบางงานศึกษา เช่น Borio and Disyatat (2012) ได้จัดให้การแทรกแซงค่าเงินของธนาคารกลางเป็นรูปแบบหนึ่งของวิธีการนี้ เนื่องจากการดำเนินการนโยบายโดยใช้งบดุลของธนาคารกลางเช่นกัน (balance sheet policy) โดยสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นอยู่จะเป็นรูปเงินตราต่างประเทศ

<sup>2</sup> ภายใต้สมมติฐานว่าสินทรัพย์แต่ละประเภทไม่สามารถทดแทนกันได้โดยสมบูรณ์ (Imperfect substitutes)

ภาพที่ 1 งบดุลของธนาคารกลางสหรัฐฯ



3) การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนสินทรัพย์ในงบดุลของธนาคารกลาง โดยขนาดของงบดุลไม่มีการเปลี่ยนแปลง ธนาคารกลางถือสินทรัพย์หลายประเภท ในจำนวนมาก การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการถือครองสินทรัพย์ของธนาคารกลางโดยไม่มีการเพิ่มขนาดของงบดุลสามารถส่งผลต่อโครงสร้างผลตอบแทนของสินทรัพย์ในตลาด เช่น การดำเนินมาตรการ maturity extension program หรือที่เรียกว่า “operation twist” ของธนาคารกลางสหรัฐฯ ในปี 2011 - 2012 โดยการเข้าซื้อตราสารหนี้ระยะกลางและระยะยาว และขายสินทรัพย์ระยะสั้นออกไป เพื่อลดอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ระยะกลางและระยะยาวในช่วงที่ term premium ของสินทรัพย์ได้เพิ่มขึ้นสูงมากหลังจากวิกฤต

ตารางที่ 1 การดำเนินนโยบายการเงินแบบพิเศษของสหรัฐฯ

มาตรการ	รูปแบบ	วิธีการ	วัตถุประสงค์หลัก
Forward guidance (เป็นระยะ ตั้งแต่ ม.ค. 2552)	การประกาศตรึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้อยู่ในระดับต่ำในระยะยาว	Forward guidance ครั้งแรก (Jan 2009) FOMC ระบุว่า “likelihood that economic conditions would warrant exceptionally low levels of the federal funds rate for some time” และในการประชุมครั้งล่าสุด (Jul 2013) ระบุว่า “this exceptionally low range for the federal funds rate will be appropriate at least as long as the unemployment rate remains above 6.5 percent”	เพื่อส่งสัญญาณว่า นโยบายการเงินจะผ่อนคลายต่อไปเป็นเวลานาน เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ
QE1 (ธ.ค. 2551 – มี.ค. 2553)	การเพิ่มขนาดงบดุลของธนาคารกลาง	เข้าซื้อ MBS จำนวน 1.25 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ. เพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้กับสถาบันการเงิน และตลาด (จำกัดปริมาณ)	ช่วยให้ภาคการเงินและตลาดอสังหาริมทรัพย์กลับสู่ภาวะปกติ
QE2 (พ.ค. 2553 – มิ.ย. 2554)	การเพิ่มขนาดงบดุลของธนาคารกลาง	เข้าซื้อ Treasury Bonds ระยะยาว จำนวน 6 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ. (จำกัดปริมาณ)	ลดอัตราดอกเบี้ยตลาดในระยะยาว เพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวของตลาดแรงงานและการลงทุน
QE3 (ตั้งแต่ ก.ย. 2555 เป็นต้นมา)	การเพิ่มขนาดงบดุลของธนาคารกลาง	เข้าซื้อ MBS และ Treasury Bond ระยะยาว เดือนละ 8.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ. (จำกัดวงเงินในแต่ละเดือน)	เพื่อตรึงอัตราดอกเบี้ยในระดับต่ำต่อไป จนกว่าจะเห็นตลาดแรงงานฟื้นตัว トラบที่แรงกดดันเงินเพื่อไม่สูงขึ้นมาก
Maturity Extension Program (ก.ย. 2554 – ธ.ค. 2555)	การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนสินทรัพย์ในงบดุลของธนาคารกลาง	ซื้อ Treasury Bond อายุตั้งแต่ 6-30ปี และขาย Treasury Bond อายุต่ำกว่า 3 ปี	กดอัตราดอกเบี้ยระยะกลางและยาวให้ต่ำลงเพื่อกระตุ้นการลงทุนและการบริโภค

ข้อดีประการหนึ่งของวิธีการนี้เมื่อเทียบกับ QE คือ ไม่เป็นการเพิ่มภาระทางการเงินให้กับ Fed และช่วยลดความเสี่ยงที่จะเกิดแรงกดดันเงินเฟ้อในระยะต่อไป เนื่องจากไม่ได้มีการเพิ่มขนาดงบดุลธนาคารกลาง

ตั้งแต่วิกฤตเศรษฐกิจการเงินสหรัฐฯ ปี 2008 Fed ได้เข้ามาดำเนินนโยบายการเงินแบบพิเศษทั้ง 3 วิธี (ตารางที่ 1) โดยเฉพาะ QE ซึ่งได้ประกาศใช้ทั้งสิ้น 3 ครั้งจนถึงปัจจุบัน<sup>2</sup> และทำให้งบดุลของ Fed เพิ่มขึ้นเป็น 4 เท่าจากก่อนวิกฤต (ภาพที่ 1) โดยสำหรับ QE ครั้งที่ 3 นั้น มีอีกชื่อเรียกว่า “QE infinity” เนื่องจากไม่จำกัดเวลาและปริมาณการเข้าซื้อสินทรัพย์

<sup>2</sup> นอกเหนือจาก QE ธนาคารกลางสหรัฐฯ ได้ดำเนินนโยบาย Credit easing หรือ CE ตั้งแต่ต้นปี 2008 ซึ่งเป็นการซื้อสินทรัพย์หรือให้สินเชื่อเฉพาะกับภาคที่มีปัญหาในช่วงก่อน QE1 ทำให้ “Other assets” ของ Fed เพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว

อย่างไรก็ดี ในสถานการณ์ปัจจุบันที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ เริ่มมีสัญญาณการฟื้นตัวดีขึ้น ตลาดจึงคาดการณ์ว่า Fed จะยุติมาตรการ QE ในเร็ววัน นี้ ทำให้เกิดความกังวลเกี่ยวกับผลกระทบจากการยุติมาตรการ QE ต่อทั้งเศรษฐกิจสหรัฐฯ และประเทศอื่นๆ โดยเฉพาะประเทศตลาดเกิดใหม่ ดังนั้น การวิเคราะห์ถึงผลกระทบและช่องทางการส่งผ่านมาตรการ QE ไปยังประเทศอื่นๆ (international spillovers) จะช่วยสร้างความเข้าใจเพื่อเตรียมพร้อมรับมือกับการเปลี่ยนแปลงที่จะเกิดขึ้นได้

## 2. International spillovers ของการดำเนิน และการยุติมาตรการ QE

มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ(QE) ไม่เพียงแต่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจภายในประเทศของประเทศเศรษฐกิจหลักที่ดำเนินมาตรการเท่านั้น แต่ยังส่งผลในวงกว้างต่อประเทศอื่นๆ อีกด้วย ซึ่งแต่ละกลุ่มประเทศมีมุมมองในเรื่องนี้แตกต่างกัน ประเทศเศรษฐกิจหลักมองว่า QE จะช่วยฟื้นความเชื่อมั่นในตลาดการเงินโลกที่ลดลงมากหลังเกิดวิกฤตการเงินในสหรัฐฯ ทำให้ตลาดการเงินทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้นในภาวะวิกฤตและกระตุ้นให้เศรษฐกิจโลกยังเติบโตต่อไปได้ ซึ่งจะทำให้ประเทศอื่นๆ ได้รับอานิสงส์ผ่านการค้าและการลงทุนที่กระเตื้องขึ้นกว่ากรณีไม่มี QE ในทางตรงกันข้าม ประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ (EMEs) โดยเฉพาะประเทศในเอเชียและละตินอเมริกา กลับมองว่า QE ส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจและการเงินของประเทศผู้ได้รับเงินทุน ไม่ว่าจะมาจากความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้าย การแข็งค่าของค่าเงินสกุลท้องถิ่นเมื่อเทียบกับสกุลเงินหลัก รวมถึงความเสี่ยงที่จะเกิดความไม่สมดุลในระบบเศรษฐกิจจากราคาสินทรัพย์ต่างๆ ที่ปรับสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว<sup>4</sup>

### 2.1 ช่องทางหลักในการส่งผ่านผลกระทบจากมาตรการ QE ไปยังประเทศอื่นๆ (transmission channels)

**ช่องทางที่ 1 การปรับสัดส่วนหรือพอร์ตการลงทุน (portfolio rebalancing channel)** การที่ Fed เข้าซื้อสินทรัพย์ตราสารหนี้จำนวนมากในตลาดส่งผลให้ปริมาณของสินทรัพย์ประเภทนี้ลดลง ราคา

สินทรัพย์ปรับสูงขึ้น ในขณะที่ผลตอบแทนจากการถือสินทรัพย์ปรับลดลง จึงทำให้นักลงทุนต้องหาสินทรัพย์อื่นเข้าทดแทน แต่เนื่องจากสินทรัพย์แต่ละประเภทมีสภาพคล่องและระดับความเสี่ยงที่แตกต่างกันทำให้ไม่สามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ (imperfect substitutes) นักลงทุนจึงต้องปรับพอร์ตการลงทุนทั้งด้านขนาดและองค์ประกอบให้สมดุลกับมูลค่าพอร์ตที่เปลี่ยนแปลงไป โดยหันมาถือสินทรัพย์ของประเทศ EMEs ที่ให้ผลตอบแทนสูงมากขึ้น ส่งผลให้ราคาสินทรัพย์ในประเทศเหล่านี้ปรับสูงขึ้น และอัตราผลตอบแทนปรับลดลงเช่นกัน

**ช่องทางที่ 2 การส่งสัญญาณของธนาคารกลาง (signaling channel)** การดำเนินมาตรการ QE และ forward guidance เป็นการส่งสัญญาณของธนาคารกลางในประเทศหลักที่ทำให้ตลาดคาดการณ์ว่า (1) อัตราดอกเบี้ยในประเทศหลักจะอยู่ในระดับต่ำไปอีกนาน และ (2) การฟื้นตัวของเศรษฐกิจประเทศหลักยังต้องใช้เวลานาน ซึ่งทำให้ตลาดเชื่อว่า growth differential และ asset return differential จะยังต่ำต่อเนื่องเมื่อเทียบกับประเทศ EMEs ส่งผลให้นักลงทุนหันมาถือสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงมากขึ้นในประเทศ EMEs เพื่อแลกกับผลตอบแทนที่สูงกว่า (search for yields)

**ช่องทางที่ 3 พฤติกรรมกล้าเสี่ยงของนักลงทุน (risk-taking channel)** การที่ Fed เข้าซื้อสินทรัพย์ทั้งตราสารหนี้ของรัฐบาลและภาคเอกชน ในภาวะที่ตลาดการเงินโลกมีความเสี่ยงสูง ช่วยให้นักลงทุนคลายความกังวลและกล้ารับความเสี่ยงที่มากขึ้นด้วย สะท้อนจากรisk premium ที่ปรับลดลง ราคาสินทรัพย์จึงปรับสูงขึ้น และส่งผลให้งบดุลของภาคสถาบันการเงินและภาคธุรกิจมีสถานะเข้มแข็งขึ้น อีกทั้งยังช่วยให้ภาวะสภาพคล่องในระบบโดยรวมปรับดีขึ้นอีกด้วย ทั้งหมด

<sup>4</sup> ล่าสุดเมื่อวันที่ 22-24 สิงหาคม 2556 กรรมการ Fed หลายคนออกมาให้สัมภาษณ์ในเชิงว่าการดำเนินหรือยุติ QE ของสหรัฐอยู่จะให้ความสำคัญกับเศรษฐกิจสหรัฐฯ เป็นอันดับแรก โดยไม่คำนึงถึงผลกระทบต่อประเทศอื่นๆ

เป็นปัจจัยสนับสนุนให้มีความต้องการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงรวมถึงสินทรัพย์ในประเทศ EMEs มากขึ้น อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงที่ตามมาก็คือ การทำ QE ในขนาดที่มากและเป็นเวลานานอาจทำให้นักลงทุนประเมินความเสี่ยงของสินทรัพย์ต่างๆ ต่ำกว่าความเป็นจริง (mispricing of risk) จนเกิดการสะสมความเปราะบางขึ้นในภาคการเงินได้

**ช่องทางที่ 4 อัตราแลกเปลี่ยน (exchange rate channel)** ผลข้างเคียงของการดำเนินมาตรการ QE มีแนวโน้มทำให้เงินดอลลาร์สหรัฐฯ อ่อนค่าลง จึงทำให้สินทรัพย์ที่อยู่ในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีความน่าสนใจลดลงตามไปด้วย นักลงทุนจึงต้องการถือสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปสกุลเงินอื่นมากขึ้น โดยเฉพาะสกุลเงินของประเทศ EMEs ที่มีแนวโน้มแข็งค่า ซึ่งนอกจากจะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าแล้ว นักลงทุนยังได้กำไรจากการแข็งค่าของค่าเงินสกุลนั้นเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ อีกต่อหนึ่งด้วย

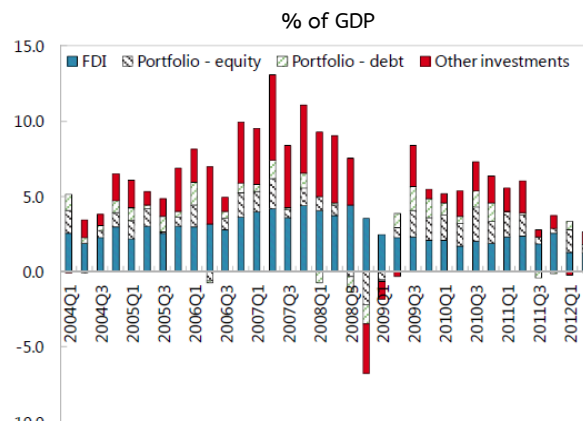
## 2.2 หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับ international spillovers ของมาตรการ QE

การศึกษาในต่างประเทศเกี่ยวกับ international spillovers ของ QE เริ่มได้รับความสนใจมากขึ้น โดยเฉพาะหลังจากที่หลายประเทศในกลุ่ม EMEs ประสบกับภาวะเงินทุนไหลเข้าอย่างรุนแรง และค่าเงินสกุลท้องถิ่นแข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วง 2010 - ต้นปี 2013 ซึ่งหลายฝ่ายมองว่า ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการดำเนินมาตรการ QE ในประเทศหลัก ข้อสังเกตที่สำคัญจากการศึกษาที่ผ่านมาพบว่า

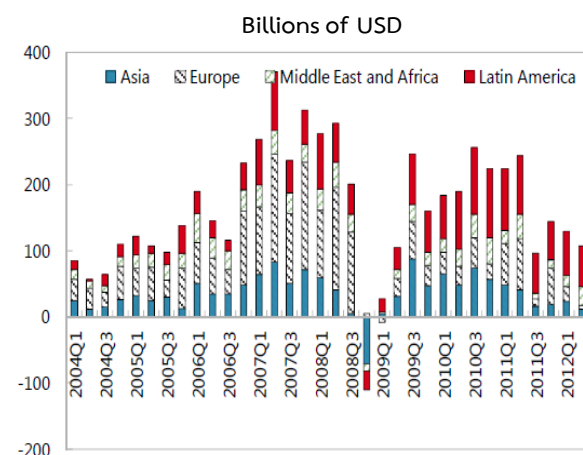
**ประการแรก** ระดับของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่เข้ามายังประเทศ EMEs โดยรวม ไม่ได้สูงกว่าในช่วงก่อนเกิดวิกฤต แต่หากแบ่งตามภูมิภาคจะพบว่า เงินทุนที่ไหลเข้ามายังละตินอเมริกา รวมถึงเอเชียบางประเทศในกลุ่มอาเซียน เช่น ไทย อินโดนีเซีย และ

มาเลเซีย เพิ่มขึ้นกว่าในช่วงก่อนวิกฤต ขณะที่ลดลงในยุโรปตะวันออก (ภาพที่ 2)

ภาพที่ 2 เงินทุนไหลเข้าสู่สินทรัพย์ในประเทศ EMEs แยกตามประเภทและภูมิภาค



ที่มา: IMF Report, Unconventional Monetary Policies – Recent Experience and Prospects, April 2013

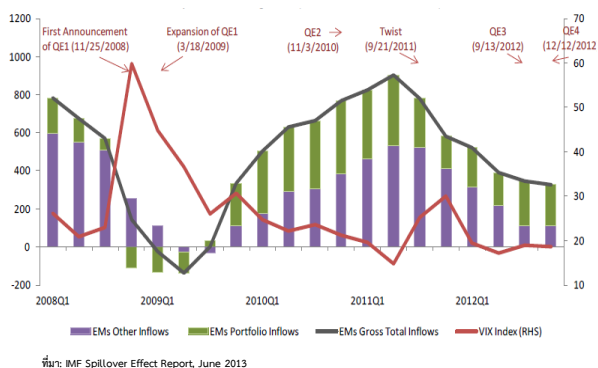


ที่มา: IMF Report, Unconventional Monetary Policies – Recent Experience and Prospects, April 2013

**ประการที่สอง** announcement effect ของ QE1 มีผลกระทบต่อราคาสินทรัพย์ในประเทศ EMEs มากกว่าครั้งอื่นๆ ผ่านช่องทางจิตวิทยาของนักลงทุน เนื่องจากการเข้าแทรกแซงตลาดโดยใช้นโยบายการเงินแบบ unconventional ครั้งแรกๆ ซึ่งเป็นการ surprise ตลาดทำให้ราคาสินทรัพย์ตอบสนองค่อนข้างมาก อีกทั้งการดำเนินมาตรการ QE1 ในจังหวะที่ตลาดการเงินโลกตกอยู่ในภาวะวิกฤตรุนแรงก็ช่วยลดความตื่นตระหนกของตลาดได้ค่อนข้างมากสะท้อนจาก VIX index ที่ลดลงอย่าง

รวดเร็วหลังการประกาศใช้ QE1 (ภาพที่ 3) ในขณะที่ QE ครั้งอื่นๆ ที่ตามมา มีผลต่อราคาสินทรัพย์น้อยลง (ตารางที่ 2) เนื่องจากเศรษฐกิจการเงินโลกเริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้นแล้ว และตลาดได้คาดการณ์ไปล่วงหน้าแล้วจากคำแถลงของประธาน Fed ที่ออกมาก่อนหน้านี้ อย่างไรก็ตาม พบว่าราคาสินทรัพย์ของไทยไม่ได้รับผลกระทบจาก QE announcement มากนักเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของเอเชีย โดยเฉพาะหลังการประกาศ QE1 ที่ราคาสินทรัพย์ไทยปรับสวนทางกับประเทศเพื่อนบ้าน เนื่องจากเป็นช่วงที่มีปัญหาการเมืองภายในประเทศรุนแรง โดยเกิดเหตุการณ์ยึดสนามบินที่เริ่มในวันที่ 24 พฤศจิกายน 2551 ซึ่งเป็นช่วงเดียวกับการประกาศ QE1 (25 พฤศจิกายน 2551)

ภาพที่ 3 เงินทุนไหลเข้าในประเทศ EMEs ไม่รวมเงินลงทุนโดยตรง (ผลรวมเคลื่อนที่รายไตรมาส (Billions of USD))



ตารางที่ 2 การเปลี่ยนแปลงของราคาสินทรัพย์ภายในสองวันหลังการประกาศ QE<sup>1</sup>

	Announcement date	Gov't 2-year yields (bps)		Gov't 10-year yields (bps)		Sov'gn CDS % change		Equity prices % change		FX against USD % change <sup>3</sup>		Commodity prices % change
		ASIA <sup>2</sup>	THAI	ASIA <sup>2</sup>	THAI	ASIA <sup>2</sup>	THAI	ASIA <sup>2</sup>	THAI	ASIA <sup>2</sup>	THAI	
US-QE1	25/11/2008	-115.3	5.7	-12	15	-5.5	7.4	3.24	-0.52	0.46	-0.85	3.73
US-QE2	3/11/2010	-56.4	3.1	-13.6	-1.5	-4.6	-4.2	1.8	2.6	0.11	0.34	2.91
US-QE3	13/9/2012	-64.5	3.6	8.3	5.4	n.a.	n.a.	1.7	1.7	0.78	0.19	-1.24
US-possible sooner-than-expected QE tapering	22/5/2013	55.4	2.3	33.5	7.3	9.1	4.8	-1.5	-2.34	-0.32	-0.27	-0.25
JP QE-square	4/4/2013	-101	-1	-44.26	-5.7	n.a.	n.a.	-1.3	-3.8	-0.02	0.31	0.74

หมายเหตุ: <sup>1</sup> การเปลี่ยนแปลงของราคาสินทรัพย์ ณ วันที่ t+2 เทียบกับราคาสินทรัพย์ ณ วัน announcement date (t)  
<sup>2</sup> ค่าเฉลี่ยของจีน อินเดีย สิงคโปร์ อินโดนีเซีย เกาหลีใต้ มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ และไทย  
<sup>3</sup> หมายถึงสกุลเงินที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ

ที่มา: Bloomberg

**ประการที่สาม** operations ของ QE มีผลเช่นกัน โดยเฉพาะหากดำเนินมาตรการดังกล่าวในช่วงเวลาที่เศรษฐกิจการเงินโลกอยู่ในภาวะวิกฤต ซึ่งช่วยให้ภาวะการเงินมีเสถียรภาพมากขึ้น เนื่องจากการเข้าซื้อสินทรัพย์ของ Fed เพื่อเพิ่มสภาพคล่องในตลาดช่วยทำให้ตลาดกลับเข้าสู่ภาวะปกติจากการศึกษาของ ECB พบว่า QE operations เนื่องจากมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของนักลงทุนผ่านสภาพคล่องและงบดุลของภาคเอกชนที่ปรับดีขึ้น อาจมีผลมากกว่า announcement effects

**ประการที่สี่** แม้ในระยะสั้น ประเทศต่างๆ อาจได้รับผลกระทบจาก push factor ของ QE คล้ายๆ กัน นั่นก็คือจากอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำในประเทศเศรษฐกิจหลัก และ global risk ที่ลดลง แต่ผลกระทบในระยะปานกลางและระยะยาวอาจแตกต่างกันไป ขึ้นอยู่กับ pull factors หรือปัจจัยเฉพาะในแต่ละประเทศที่ส่งผลต่อ risk perception ของนักลงทุนต่อประเทศนั้นๆ เช่น ความน่าเชื่อถือของนโยบายการเงินและการคลัง แนวทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน รวมถึงโครงสร้างเชิงสถาบันอื่นๆ ซึ่งจะช่วยลดการเกิดผลกระทบเชิงลบ (negative externalities) จาก QE spillovers ได้<sup>5</sup> การศึกษาของ ECB ยังพบเช่นเดียวกันว่าความรุนแรงของผลกระทบจะขึ้นอยู่กับความเสี่ยงเฉพาะของแต่ละประเทศ ขณะที่มาตรการระยะสั้นของประเทศ EMEs ที่พยายามจะสกัดกั้นผลกระทบจาก global spillovers นี้มักไม่ได้ผล

<sup>5</sup> การศึกษาของ IMF พบว่า global push factor เช่น global liquidity และ global risk เป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายในตลาดพันธบัตรของประเทศ EMEs โดยเฉพาะในช่วงที่เกิดวิกฤต ขณะที่ความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายในตลาดทุนจะขึ้นอยู่กับปัจจัยเฉพาะของแต่ละประเทศมากกว่า



**Box 1: ผลด้านลบของมาตรการ QE**

มาตรการ QE ได้รับการยอมรับว่าช่วยทำให้ตลาดการเงินกลับเข้าสู่ภาวะปกติและลด tail risk ในระบบการเงินโลกได้ แต่ประสิทธิผลของมาตรการ QE ในการกระตุ้นเศรษฐกิจยังคงไม่สามารถพิสูจน์ได้ชัดเจน ในขณะเดียวกันหลายฝ่ายทั้งนักวิชาการหรือแม้แต่กรรมการบางคนใน Fed เองก็เริ่มให้ความสำคัญมากขึ้นกับความเสี่ยงที่อาจเกิดจากการใช้มาตรการนี้ยาวนานเกินไป ได้แก่

**1. ความเสี่ยงต่อการสะสมความไม่มีเสถียรภาพในภาคการเงิน** การที่ธนาคารกลางซื้อสินทรัพย์จำนวนมากและตรึงดอกเบี้ยไว้ในระดับต่ำเป็นเวลานาน อาจทำให้ราคาสินทรัพย์ในตลาดเพิ่มสูงขึ้นรวดเร็วจนเกินกว่าปัจจัยพื้นฐานและอาจเกิดภาวะฟองสบู่ได้ในสินทรัพย์บางประเภท นอกจากนี้ ต้นทุนที่ต่ำกว่าปกติของสถาบันการเงินอาจนำไปสู่มาตรฐานการปล่อยกู้ที่หย่อนเกินไป หรือการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงโดยขาดความระมัดระวัง จนกลายเป็นความเปราะบางของภาคสถาบันการเงิน ซึ่งความเสี่ยงที่กล่าวมานี้ อาจเกิดขึ้นในประเทศอื่นๆ ที่ได้รับ spillover effects จากมาตรการนี้ด้วย

**2. ลดแรงจูงใจในการแก้ไขปัญหาที่แท้จริง** QE เป็นมาตรการแก้ปัญหาในเชิงวัฏจักร (cyclical) แต่ต้นตอที่แท้จริงที่นำไปสู่วิกฤตเกิดจากปัญหาด้านโครงสร้างของภาคสถาบันการเงินซึ่งสะสมมาช้านาน นอกจากนี้ การที่ธนาคารกลางประกันว่าจะเป็ lender of last resort ยังก่อให้เกิดปัญหา moral hazard และลดแรงจูงใจของภาครัฐและเอกชนโดยเฉพาะสถาบันการเงินในการปฏิรูปโครงสร้างเพื่อแก้ไขปัญหาที่แท้จริง

**3. ประสิทธิภาพของนโยบายการเงินแบบปกติลดลง** QE ลดทอนความสามารถของนโยบายการเงินแบบปกติในการยึดเหนี่ยวการคาดการณ์ราคา เนื่องจากการทำ QE เปรียบเสมือนการยกเลิกเป้าหมายเดิม เช่น เป้าหมายเงินเฟ้อ ที่เป็นหลักยึดของนโยบายการเงินแบบปกติ นอกจากนี้ การที่สถาบันการเงินและนักลงทุนคุ้นเคยกับภาวะการเงินที่ผ่อนคลายพิเศษเป็นระยะเวลาหนึ่งแล้ว การเปลี่ยนผ่านกลับไปสู่นโยบายการเงินแบบปกติ อาจทำให้ตลาดสับสนต่อการส่งสัญญาณของธนาคารกลาง ซึ่งอาจบั่นทอนความสามารถของนโยบายอัตราดอกเบี้ยในการควบคุมภาวะการเงิน

**3. นัยต่อ QE tapering effects สำหรับประเทศ EMEs**

จากผลการศึกษา spillover effects ของมาตรการ QE ข้างต้น สามารถนำไปสู่นัยในการประเมินผลของการชะลอหรือยุติมาตรการ QE ได้ระดับหนึ่งว่าจะส่งผลกระทบต่อประเทศ EMEs อย่างไร ในช่วงที่ผ่านมา ข้อมูลข่าวสารใหม่ๆ โดยเฉพาะถ้อยแถลงของประธาน Fed และการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ทำให้นักลงทุนตีความมีความเป็นไปได้ที่ Fed อาจยกเลิกมาตรการ QE เร็วกว่าที่ตลาดคาดไว้ ซึ่งได้ส่งผลให้เกิดการไหลออกของเงินทุนจากประเทศ EMEs อย่างค่อนข้างชัดเจน ในระยะต่อไป คาดว่าผลกระทบของการลดการทำ QE ต่อประเทศ EMEs จะมากขึ้นเพียงใด ขึ้นอยู่กับปัจจัยดังต่อไปนี้

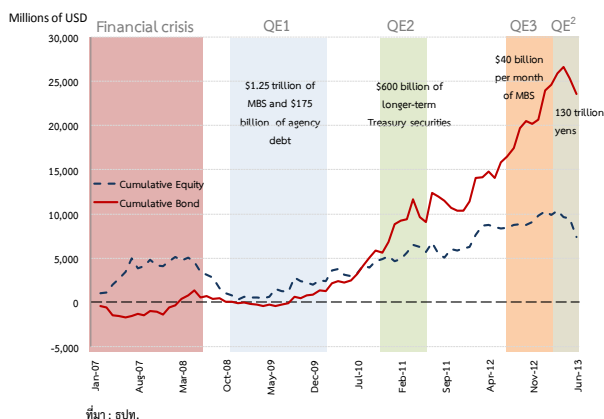
**1) การประกาศลดหรือยุติมาตรการ QE เป็นไปตามที่ตลาดคาดไว้แล้วหรือไม่** โดยทั่วไป Fed พยายามที่จะไม่ surprise ตลาด โดยจะส่งสัญญาณทิศทางการดำเนินนโยบายในระยะข้างหน้าอยู่เสมอ ซึ่งหากเป็นเช่นนั้นแล้ว ตลาดจะคาดการณ์ถึงผลที่จะเกิดขึ้นได้และไม่ทำให้เกิดเป็น shock ต่อราคาสินทรัพย์และภาวะเงินทุนเคลื่อนย้ายในประเทศ EMEs มากนัก ยกเว้นในกรณีที่ตลาดอาจตีความคลาดเคลื่อนจากสิ่งที่ Fed สื่อสารก็อาจทำให้เกิด disruptive response ได้

**2) ในยามที่ Fed เริ่มดำเนินการลดขนาดของ QE ลงจริงๆ ก็อาจส่งผลกระทบต่อตลาดบ้างผ่านสภาพคล่องและราคาสินทรัพย์ที่ลดลง** ซึ่งอาจมีผลต่อบุคคลและ risk taking ของผู้เล่นในตลาด แต่คาดว่าผลกระทบจะอยู่ในวงจำกัด เนื่องจาก (1) ตลาดบางส่วนมีการคาดการณ์ไปล่วงหน้าบ้างแล้ว (2) การทยอยถอนมาตรการของ Fed น่าจะมีลักษณะค่อยเป็นค่อยไป เพื่อให้กระทบตลาดน้อยที่สุด และ (3) ในปัจจุบัน ภาวะเศรษฐกิจโลกโดยรวมมีสัญญาณฟื้นตัวจากวิกฤต ประกอบกับสถานะการเงินของหลาย

ประเทศที่เคยประสบปัญหาด้านสภาพคล่องเริ่มปรับดีขึ้นแล้ว ทำให้การใช้หรือการถอนมาตรการ QE ไม่น่าจะมีผลต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจโลกโดยรวมมากนัก

**3) ขนาดของผลกระทบ โดยเฉพาะผลต่อโอกาสในการเกิด sudden reversal ของเงินทุนเคลื่อนย้ายจะมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับปัจจัยภายในประเทศเป็นสำคัญ** เพราะเป็นตัวชี้วัดความเสี่ยงของประเทศนั้นๆ ในเวลาที่เศรษฐกิจโลกเริ่มฟื้นตัว นักลงทุนมีตัวเลือกให้ลงทุนได้มากขึ้น ก็ทำให้ต้นทุนในการลงทุนปรับสูงขึ้น และ pricing of risk กลับมาเป็นปกติ โดยประเทศที่มีความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะเงินทุนไหลออกฉับพลันได้ คือ ประเทศที่มีการสะสมความเปราะบางไว้สูงในช่วงที่ผ่านมา เช่น เกิดภาวะฟองสบู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์และสินเชื่อ หรือขาดดุลบัญชีเดินสะพัดสูงต่อเนื่อง เป็นต้น

ภาพที่ 4 เงินลงทุนในหลักทรัพย์สะสมสุทธิจากต่างประเทศ แยกตามประเภทหลักทรัพย์



สำหรับประเทศไทย ที่ผ่านมามองเห็นว่า เงินทุนที่ไหลเข้ามายังประเทศไทยเพิ่มสูงขึ้นเรื่อยๆ (ภาพที่ 4) แต่ส่วนหนึ่งเป็นเพราะพื้นฐานเศรษฐกิจที่ปรับดีขึ้น ประกอบกับความเสี่ยงด้านเศรษฐกิจและการเมืองที่ลดลงในระยะหลัง ทำให้ประเทศไทยเป็นที่สนใจของนักลงทุนมากขึ้น แม้ว่าในช่วงหลังจากที่มีข่าวเรื่อง QE tapering ประกอบกับภาวะเศรษฐกิจไทยเริ่มชะลอตัวลงทำให้มีการไหลออกของเงินทุน

หากประเทศไทยยังสามารถรักษาบรรยากาศการลงทุนและพัฒนาปัจจัยพื้นฐานของประเทศอย่างต่อเนื่อง รวมถึงให้ความมั่นใจกับนักลงทุนในการแก้ไขปัญหาเชิงโครงสร้างระยะยาวของประเทศได้ ก็จะช่วยลดโอกาสที่จะเกิดภาวะเงินทุนไหลออกฉับพลันในระยะต่อไปจากปัจจัยภายนอกซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยได้

## สรุป

หลังจากวิกฤตเศรษฐกิจการเงินที่เกิดขึ้นกับประเทศต่างๆ ทำให้ธนาคารกลางของประเทศเหล่านั้นได้ใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายนพิเศษรวมทั้งมาตรการเชิงปริมาณหรือ QE เพื่อรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม จากความเชื่อมโยงทางเศรษฐกิจการเงินระหว่างประเทศที่มีมากขึ้น ทำให้ QE ไม่เพียงส่งผลกระทบต่อประเทศที่ดำเนินนโยบายเท่านั้น แต่ส่งผลถึงประเทศอื่นๆ อีกด้วย ผลการศึกษาที่ผ่านมาพบว่า ความรุนแรงของผลกระทบจากมาตรการ QE ในประเทศหลักต่อประเทศตลาดเกิดใหม่ (EMEs) ขึ้นอยู่กับปัจจัยในประเทศ EMEs เป็นสำคัญ สำหรับประเทศไทย พื้นฐานเศรษฐกิจไทยที่แข็งแกร่งจะช่วยลดผลกระทบจาก shock ภายนอกที่มาจากการลดมาตรการ QE ในประเทศหลักได้ในทางตรงกันข้าม หากเศรษฐกิจไทยอ่อนแอ มีปัจจัยเสี่ยงทั้งด้านเศรษฐกิจและการเมืองที่ทำให้ให้นักลงทุนขาดความเชื่อมั่นในอนาคตเศรษฐกิจไทย ผลกระทบจากการยุติมาตรการ QE หรือ shock ใดๆ ก็ตามที่มีผลกระทบต่อประเทศ ก็เป็นเพียง trigger หนึ่งที่น่านำไปสู่ความเสียหายรุนแรงของเศรษฐกิจได้เช่นกัน

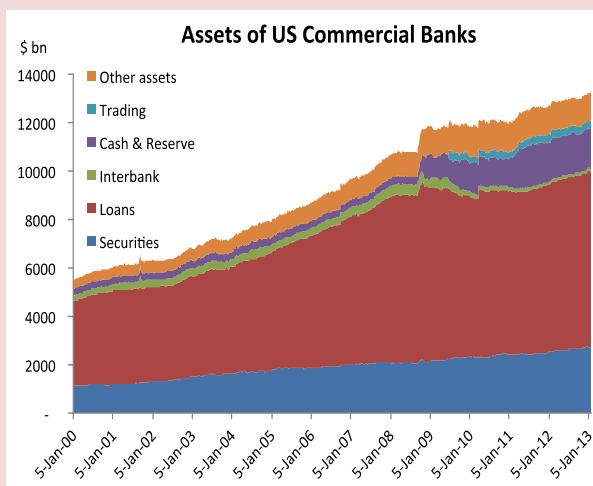
## Box 2: ประเด็นที่มักเข้าใจผิดเกี่ยวกับ QE

**Myth #1:** “QE คือการที่ Fed อัดฉีดเงินจำนวนมหาศาลเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจ ทำให้สภาพคล่องในโลกสูงขึ้น”<sup>6</sup>

**Fact:** การที่ Fed เข้าซื้อสินทรัพย์ตราสารหนี้จากธนาคารพาณิชย์ เป็นการเครดิตบัญชีของธนาคารพาณิชย์ที่ฝากไว้กับ Fed ด้วยเงินสด ทำให้ขนาดงบดุลของ Fed ขยายขึ้นทั้งสินทรัพย์ (ตราสารหนี้) และหนี้สิน (เงินสดสำรอง) ขณะที่งบดุลของระบบธนาคารพาณิชย์ยังเท่าเดิม เนื่องจากในแง่ของงบดุลของธนาคารพาณิชย์ มาตรการ QE เป็นเพียงการเปลี่ยนสัดส่วนการถือสินทรัพย์จากตราสารหนี้เป็นเงินสดเท่านั้น ซึ่งไม่มีการเพิ่มสินทรัพย์หรือแหล่งเงินทุนให้กับธนาคารพาณิชย์แต่อย่างใด ยกเว้นในกรณีที่ธนาคารพาณิชย์นำเงินสดที่มีไปแปรสภาพเป็นสินทรัพย์ประเภทอื่น เช่น ปล่อยสินเชื่อหรือเข้าซื้อตราสารหนี้อื่นๆ มากขึ้น ซึ่งจะทำให้เกิด money multiplier ที่สร้างเงิน (broad money) ให้กับระบบเศรษฐกิจ ซึ่งสภาพคล่องที่มีมากขึ้นนี้อาจทำให้เกิดความต้องการสินทรัพย์เสี่ยงมากขึ้นด้วย ในทางตรงกันข้าม หากธนาคารพาณิชย์เลือกที่จะดำรงเงินสดนั้นไว้ในรูปของเงินสำรองส่วนเกิน มาตรการ QE ก็จะไม่ส่งผลกระทบต่อกระบวนการสร้างเงินดังกล่าว ดังนั้นแม้ว่านโยบาย QE จะมีปริมาณมากเพียงใดก็ไม่สามารถส่งผลโดยตรงต่อ global liquidity ได้หากระบบธนาคารพาณิชย์ไม่มีความต้องการที่จะขยายงบดุลผ่านการปล่อยสินเชื่อและการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงต่างๆ

เมื่อพิจารณาข้อมูลจากงบดุลของระบบธนาคารพาณิชย์ในสหรัฐฯ (ภาพที่ 5) พบว่าแม้ Fed ดำเนินมาตรการ QE แต่ขนาดงบดุลของระบบธนาคารพาณิชย์กลับขยายตัวต่ำกว่าเดิมค่อนข้างชัดเจน เพราะธนาคารพาณิชย์ปล่อยสินเชื่อลดลงในช่วงภาวะวิกฤต และเพิ่มการดำรงสินทรัพย์เงินสดในรูปเงินสำรองส่วนเกินที่ฝากไว้กับ Fed มากขึ้น ส่งผลให้ broad money ไม่ได้เพิ่มขึ้นตามปริมาณธุรกรรม QE จึงไม่ปรากฏว่า QE ทำให้เกิด global liquidity เพิ่มขึ้นโดยตรง

ภาพที่ 5 สินทรัพย์และหนี้สินของธนาคารพาณิชย์ของสหรัฐฯ



ที่มา: Federal Reserve

**Myth #2:** “QE ในประเทศหลักเป็นการทำเพื่อให้ค่าเงินสกุลหลักอ่อนค่าลง ซึ่งจุดชนวน currency war”

**Fact:** เป้าหมายของการทำ QE ของ Fed และธนาคารกลางประเทศเศรษฐกิจหลักอื่นๆ เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจและการจ้างงาน และดึงภาคการเงินให้กลับมาทำงานได้ตามปกติหลังประสบภาวะวิกฤต โดยปกติการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายก็มีความเป็นไปได้ที่จะทำให้ค่าเงินของประเทศนั้นๆ อ่อนค่าลง อีกทั้งเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ที่มีพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งกว่า เงินทุนจึงมีแนวโน้มไหลออกจากประเทศหลักไปสู่ประเทศตลาดเกิดใหม่ ทำให้สกุลเงินหลักอ่อนค่าลงอีกทางหนึ่งด้วย ด้วยวัตถุประสงค์ที่เป็นไปเพื่อรักษาเสถียรภาพของเศรษฐกิจภายในประเทศ การอ่อนค่าของค่าเงิน ซึ่งเป็นเพียงผลข้างเคียงของการดำเนินมาตรการ QE จึงไม่ถึงเป็นความตั้งใจนำประเทศเข้าสู่ currency war กับประเทศอื่นๆ นอกจากนี้ ในกรณีของสหรัฐฯ ซึ่งเป็นประเทศที่ไม่ได้พึ่งพาการส่งออกแต่พึ่งพาอุปสงค์ในประเทศเป็นหลัก การอ่อนค่าของเงินดอลลาร์ สรอ. จึงไม่ได้มีผลต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ มากนัก อย่างไรก็ตาม การที่สกุลเงินอื่นแข็งค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์ สรอ. อาจมีผลต่อประเทศที่พึ่งพาการส่งออก

<sup>6</sup> จากบทความวิเคราะห์ในเอกสารประกอบการประชุม กนง. จัดทำโดยทีมกลยุทธ์นโยบายการเงิน 1 ฝ่ายนโยบายเศรษฐกิจการเงิน

## References :

Krishnamurthy, Arvind and Annette Vissing-Jorgensen (2011), "The effects of quantitative easing on interest rates: Channels and implications for policy," NBER Working Paper Series 17555.

Bernanke, Ben S. and Vincent R. Reinhart (2003), "Conducting monetary Policy at very Low Short-Term Interest Rates," Dec. 13, 2003.

IMF Spillover Report 2013 (2013), "Analytical underpinnings and other background, Unconventional monetary policies."

Ball, Laurence M. (2012), "Ben Bernanke and the zero bound", NBER Working Paper Series 17836.

Fratzscher, Marcel, Marco Lo Duca, and Roland Straub (2012), "A global monetary tsunami? On the spillovers of US Quantitative Easing," ECB Paper, October.

Joyce, Michael, David Miles, Andrew Scott and Dimitri Vayanos (2012), "Quantitative easing and unconventional monetary policy: An introduction," *The Economic Journal*, 122 (November), F271–F288.

Chen, Qianying, Andrew Filardo, Dong He and Feng Zhu (2011), "International spillovers of central bank balance sheet policies", BIS Paper No 66.

ผู้เขียนขอขอบคุณหลายท่านในสายนโยบายการเงิน สำหรับคำแนะนำที่เป็นประโยชน์ ทำให้งานศึกษานี้ สมบูรณ์ยิ่งขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่ง คุณพรวิภา ตั้งเจริญมั่นคง คุณณชา อนันต์โชติกุล คุณภริชัย รุ่งเจริญกิจกุล คุณนุวัตติ หนูขวัญ และคุณกันตภณ ศรีชาติ



ธนภรณ์ หิรัญวงศ์

เศรษฐกรอาวุโส

ฝ่ายนโยบายเศรษฐกิจการเงิน

สายนโยบายการเงิน

[DhanapoH@bot.or.th](mailto:DhanapoH@bot.or.th)

วิทิต สิ้นสัตยกุล

เศรษฐกร

ฝ่ายนโยบายเศรษฐกิจการเงิน

สายนโยบายการเงิน

[WititS@bot.or.th](mailto:WititS@bot.or.th)