



ฉบับที่ 1/2563

## เรื่อง รายงานนโยบายการเงิน ฉบับเดือนธันวาคม 2562

ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) เปิดเผยรายงานนโยบายการเงิน ฉบับเดือนธันวาคม 2562 ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อเสริมสร้างความเข้าใจของสาธารณชนเกี่ยวกับแนวทางการดำเนินนโยบายการเงิน และการประเมินภาวะเศรษฐกิจของคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) สาระสำคัญสรุปได้ดังนี้

### การดำเนินนโยบายการเงินในช่วงไตรมาสที่ 4 ปี 2562

เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัวต่ำกว่าที่ประเมินไว้และต่ำกว่าระดับศักยภาพจากการส่งออกที่ลดลงเป็นสำคัญ ซึ่งส่งผลไปสู่การจ้างงานและอุปสงค์ในประเทศ อัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปีนี้มีแนวโน้มต่ำกว่าที่ประเมินไว้ และต่ำกว่ากรอบเป้าหมาย แต่การขยายตัวของเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อจะทยอยปรับดีขึ้นในปี 2563 ขณะที่ความเสี่ยงเสถียรภาพระบบการเงินได้รับการดูแลไปแล้วบางส่วน แต่ยังมีความเสี่ยงในบางจุดที่อาจสร้างความเปราะบางให้กับเสถียรภาพระบบการเงินในอนาคต ในการประชุมวันที่ 6 พฤศจิกายน 2562 คณะกรรมการฯ มีมติ 5 ต่อ 2 เสียงให้ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงร้อยละ 0.25 ต่อปี จากร้อยละ 1.50 เป็นร้อยละ 1.25 ต่อปี และมีมติเอกฉันท์ในวันที่ 18 ธันวาคม 2562 ให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ร้อยละ 1.25 ต่อปี ทั้งนี้ ในการประชุมล่าสุด คณะกรรมการฯ เห็นว่านโยบายการเงินที่ผ่อนคลายจากการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายสองครั้งในช่วงที่ผ่านมา จะช่วยสนับสนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจและเอื้อให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปกลับสู่กรอบเป้าหมาย ด้านค่าเงินบาทเคลื่อนไหวทั้งสองทิศทางและสอดคล้องกับสกุลเงินภูมิภาคมากขึ้น แต่คณะกรรมการฯ ยังคงกังวลต่อเงินบาทที่ยังแข็งค่าเมื่อเทียบกับประเทศคู่ค้าคู่แข่ง จึงเห็นควรให้ติดตามสถานการณ์อัตราแลกเปลี่ยนและเงินทุนเคลื่อนย้ายอย่างใกล้ชิดท่ามกลางความไม่แน่นอนที่มีอยู่สูง รวมถึงให้ติดตามประสิทธิภาพของการผ่อนคลายกฎเกณฑ์กำกับดูแลการแลกเปลี่ยนเงินเพื่อให้เงินทุนไหลออกและพิจารณาความจำเป็นในการดำเนินมาตรการเพิ่มเติม สำหรับการดูแลความเสี่ยงด้านเสถียรภาพระบบการเงินในระยะต่อไปจะต้องพิจารณาทั้งอัตราดอกเบี้ยนโยบาย มาตรการ microprudential และมาตรการ macroprudential ควบคู่กับมาตรการเชิงโครงสร้าง เช่น การปรับโครงสร้างหนี้ โดยใช้ร่วมกันอย่างเหมาะสมและตรงจุด

ในระยะข้างหน้า คณะกรรมการฯ จะติดตามพัฒนาการของข้อมูลทั้งการขยายตัวทางเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อ เสถียรภาพระบบการเงิน รวมทั้งปัจจัยเสี่ยงต่างๆ เพื่อประกอบการดำเนินนโยบายการเงินที่เหมาะสมในระยะต่อไป (data dependent) โดยพร้อมใช้เครื่องมือเชิงนโยบายที่มีอยู่อย่างเหมาะสม รวมทั้งจะติดตามปัญหาเชิงโครงสร้างที่กระทบกับความสามารถในการแข่งขันและแนวโน้มการขยายตัวของเศรษฐกิจในอนาคต ซึ่งต้องได้รับการแก้ไขอย่างจริงจังจากทุกภาคส่วน

### การประเมินแนวโน้มเศรษฐกิจการเงินเพื่อประกอบการดำเนินนโยบายการเงิน

#### 1. เศรษฐกิจโลก

แนวโน้มเศรษฐกิจโลกมีพัฒนาการในทิศทางที่ดีขึ้น แม้ขยายตัวชะลอลงในปี 2562 แต่จะเริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้นในปี 2563 โดยเฉพาะภาคการผลิตที่มีแนวโน้มปรับดีขึ้นตามปริมาณการค้าโลก การฟื้นตัวของวัฏจักรอิเล็กทรอนิกส์ และความเชื่อมั่นที่ปรับดีขึ้นหลังจากสหรัฐฯ และจีนบรรลุข้อตกลงการค้าระยะแรกอย่างไม่เป็นทางการ คณะกรรมการฯ จึงปรับลดข้อสมมติอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจประเทศคู่ค้าลง

เป็นร้อยละ 2.7 ในปี 2562 และคงข้อสมมติการขยายตัวในปี 2563 ที่ร้อยละ 2.7 อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจประเทศคู่ค้ายังมีโอกาสขยายตัวต่ำกว่ากรณีฐานตามความเสี่ยงด้านเสถียรภาพระบบการเงินโลกที่มีแนวโน้มเปราะบางมากขึ้น โดยอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่จะอยู่ในระดับต่ำลงเป็นเวลานานขึ้น (lower for longer) จะมีส่วนสนับสนุนการก่อหนี้และเพิ่มความเสี่ยงของพฤติกรรมแสวงหาผลตอบแทนที่สูงขึ้น ซึ่งอาจนำไปสู่การประเมินความเสี่ยงต่ำกว่าที่ควร (underpricing of risks) นอกจากนี้ การกีดกันทางการค้ายังมีความไม่แน่นอนโดยอาจยืดเยื้อและรุนแรงขึ้น รวมถึงความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ที่อาจรุนแรงและขยายวงกว้าง อาจส่งผลกระทบต่อการผลิต การส่งออก และปริมาณการค้าโลก รวมถึงความเชื่อมั่นและการลงทุนในระยะต่อไป

ธนาคารกลางส่วนใหญ่มีทิศทางดำเนินการดำเนินนโยบายการเงินผ่อนคลายนโยบายการเงิน (dovish) เพื่อสนับสนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจ โดยธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ปรับลดอัตราดอกเบี้ยในเดือนตุลาคม 2562 เป็นร้อยละ 1.50 - 1.75 ทั้งนี้คาดว่า Fed จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายตลอดปี 2563 ขณะที่ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ประกาศใช้มาตรการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมในเดือนพฤศจิกายน 2562 ส่วนธนาคารกลางญี่ปุ่น (BOJ) มีแนวโน้มผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมหากเศรษฐกิจมีทิศทางชะลอตัวอย่างมีนัยสำคัญ เช่นเดียวกับธนาคารกลางอื่นในภูมิภาคที่ปรับลดอัตราดอกเบี้ยเพิ่มเติมเพื่อสนับสนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มปรับลดลง อาทิ ธนาคารกลางอินโดนีเซีย (BI) ธนาคารกลางฟิลิปปินส์ (BSP) ธนาคารกลางอินเดีย (RBI) ธนาคารกลางเกาหลีใต้ (BOK) และธนาคารกลางออสเตรเลีย (RBA)

## 2. ภาวะการเงินและเสถียรภาพระบบการเงินไทย

ภาวะการเงินไทยโดยรวมผ่อนคลายนมากขึ้นจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในเดือนพฤศจิกายน สะท้อนจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงที่ปรับลดลงจากไตรมาสก่อน และยังคงอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับกลุ่มประเทศ EMs อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินไทยทั้งอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น อัตราผลตอบแทนตราสารหนี้ภาคเอกชน และอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมของ ธพ. บางประเภทปรับลดลงสอดคล้องกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ส่วนอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวปรับเพิ่มขึ้นสอดคล้องกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ จากความเชื่อมั่นในตลาดการเงินโลกที่ดีขึ้นหลังการบรรลุข้อตกลงการค้าระยะแรกระหว่างสหรัฐฯ และจีนอย่างไม่เป็นทางการ การระดมทุนของภาคเอกชนขยายตัวชะลอต่อเนื่อง ทั้งสินเชื่อธุรกิจและสินเชื่อภาคครัวเรือนตามภาวะเศรษฐกิจและความระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงิน ด้านเงินบาทต่อดอลลาร์ สรอ. แข็งค่าขึ้นจากสิ้นไตรมาสก่อน อย่างไรก็ตาม เงินบาทเคลื่อนไหวทั้งสองทิศทางและสอดคล้องกับสกุลเงินภูมิภาคมากขึ้น หลังจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายและการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพื่อเอื้อให้เงินทุนไหลออกในเดือนพฤศจิกายน สำหรับดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER) แข็งค่าขึ้นจากไตรมาสก่อน

ระบบการเงินมีความเสี่ยงในบางจุดที่อาจสร้างความเปราะบางให้กับเสถียรภาพระบบการเงินในอนาคต ได้แก่ (1) ความสามารถในการบริหารสภาพคล่องและการชำระหนี้ของภาคครัวเรือนที่ลดลงในภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว (2) อุปทานคงค้างในตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่ในระดับสูงโดยเฉพาะอาคารชุด เริ่มส่งผลให้ราคาอาคารชุดปรับลดลง และ (3) แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้งในและต่างประเทศที่จะอยู่ในระดับต่ำลงเป็นเวลานานขึ้น (lower for longer) ส่งผลให้พฤติกรรมแสวงหาผลตอบแทนที่สูงขึ้น (search for yield) ยังมีต่อเนื่อง ซึ่งอาจนำไปสู่การประเมินความเสี่ยงที่ต่ำกว่าที่ควร (underpricing of risks) โดยเฉพาะสหกรณ์ออมทรัพย์และกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่

### 3. แนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อของไทย

เศรษฐกิจไทยในภาพรวมมีแนวโน้มขยายตัวต่ำกว่าระดับศักยภาพและต่ำกว่าที่ประเมินไว้เดิม โดยคาดว่าจะขยายตัวร้อยละ 2.5 และ 2.8 ในปี 2562 และ 2563 ตามลำดับ ทั้งนี้ ปริมาณการส่งออกสินค้ามีแนวโน้มฟื้นตัวช้ากว่าที่คาด ตามปริมาณการค้าโลกที่ชะลอลงจากการกีดกันทางการค้า รวมถึงการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างของเศรษฐกิจไทยที่กระทบต่อภาคการส่งออก ขณะที่การใช้จ่ายภาครัฐและการลงทุนภาคเอกชนมีแนวโน้มขยายตัวต่ำกว่าที่ประเมินไว้ อย่างไรก็ตาม การบริโภคภาคเอกชนในปี 2562 ขยายตัวดีกว่าที่ประเมินไว้จากผลดีของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจระยะสั้นจากภาครัฐ แต่มีแนวโน้มชะลอลงในปี 2563 ตามปัจจัยด้านรายได้ครัวเรือนที่ชะลอลงและภัยแล้ง สำหรับในปี 2564 คาดว่าเศรษฐกิจไทยจะขยายตัวดีขึ้นต่อเนื่อง ตามโครงการ PPP และโครงการลงทุนของภาครัฐบางโครงการที่เลื่อนไปดำเนินการในปี 2564 รายละเอียดมีดังนี้

มูลค่าการส่งออกสินค้าของไทยในปี 2562 มีแนวโน้มหดตัวมากกว่าที่ประเมินไว้ โดยปริมาณการค้าโลกมีแนวโน้มชะลอลงตามภาวะเศรษฐกิจโลกและการกีดกันทางการค้าระหว่างประเทศ นอกจากนี้ การส่งออกไทยได้รับผลกระทบเพิ่มเติมจาก (1) ปัจจัยเชิงโครงสร้าง อาทิ การสูญเสียส่วนแบ่งตลาดในอาเซียนให้กับจีน (trade diversion loss) รวมถึงการสูญเสียความได้เปรียบในแง่ต้นทุนการผลิต (2) เงินบาทที่แข็งค่าขึ้น (3) ราคาสินค้าส่งออกกลุ่มที่เคลื่อนไหวตามราคาน้ำมันดิบต่ำกว่าที่ประเมินไว้ อย่างไรก็ตาม การส่งออกของไทยในระยะต่อไปจะกลับมาขยายตัวได้เล็กน้อยในปี 2563 ตามแรงสนับสนุนจากการค้าโลกที่ปรับดีขึ้น วัฏจักรสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ที่มีแนวโน้มทยอยฟื้นตัว รวมถึงการบรรลุข้อตกลงทางการค้าระยะแรกระหว่างสหรัฐฯ และจีนอย่างไม่เป็นทางการที่จะนำไปสู่การลดและยกเลิกภาษีสินค้านำเข้าที่บังคับใช้ในช่วงก่อนหน้า

การส่งออกบริการมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง ตามจำนวนนักท่องเที่ยวต่างประเทศในเกือบทุกสัญชาติส่วนหนึ่งได้รับผลดีจากมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวของภาครัฐผ่านการขยายระยะเวลามาตรการยกเลิกราคาธรรมเนียมการตรวจลงตรา ณ ด่านตรวจคนเข้าเมือง (visa on arrival: VOA) ไปจนถึงสิ้นเดือนเมษายน 2563 แม้การใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวต่อคนมีแนวโน้มชะลอลงบ้างตามภาวะเศรษฐกิจโลกที่ขยายตัวช้า

การบริโภคภาคเอกชนในระยะสั้นได้รับแรงสนับสนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ แต่คาดว่าจะเติบโตชะลอลงในระยะถัดไป หลังผลของมาตรการทยอยหมดลงและรายได้ครัวเรือนอ่อนแอลงโดยแนวโน้มการจ้างงานและชั่วโมงการทำงานลดลงต่อเนื่อง รวมทั้งมีแนวโน้มลดลงในหลายสาขาธุรกิจมากขึ้น ขณะที่รายได้เกษตรกรในปี 2563 มีแนวโน้มหดตัวตามปริมาณผลผลิตเนื่องจากภัยแล้ง นอกจากนี้ หนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูงยังคงเป็นปัจจัยกีดกันการบริโภคภาคเอกชน

การลงทุนภาคเอกชนมีแนวโน้มขยายตัวต่ำกว่าที่ประเมินไว้ จากผลกระทบของการส่งออกสินค้าที่ชะลอลงมีความชัดเจนขึ้น ความสามารถในการทำกำไรและความเชื่อมั่นต่อการลงทุนของภาคธุรกิจปรับลดลงต่อเนื่อง อีกทั้งมีการเลื่อนแผนลงทุนโครงการร่วมลงทุนของรัฐและเอกชน (public-private partnership: PPP) อย่างไรก็ตาม การลงทุนภาคเอกชนในระยะต่อไปจะได้รับแรงสนับสนุนจากการทยอยฟื้นตัวของภาคการส่งออกโครงการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานอื่นๆ ที่ยังมีต่อเนื่อง รวมถึงการลงทุนในโครงข่าย 5G

การใช้จ่ายภาครัฐมีแนวโน้มขยายตัวต่ำกว่าที่ประเมินไว้ ตามความสามารถในการก่อหนี้ผูกพันงบประมาณรายจ่ายข้ามปีของหน่วยงานภาครัฐตาม พ.ร.บ. วิธีกรงบประมาณฉบับใหม่ การลงทุนของรัฐวิสาหกิจที่ล่าช้ากว่าที่ประเมินไว้ และการปรับลดกรอบงบลงทุนของรัฐวิสาหกิจในปี 2563

อัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปี 2562 และ 2563 มีแนวโน้มต่ำกว่ากรอบเป้าหมายและต่ำกว่าที่ประเมินไว้ จากปัจจัยด้านอุปทานเป็นสำคัญ ได้แก่ (1) ราคาหมวดพลังงานในช่วงที่ผ่านมา และข้อสมมติราคาน้ำมันดิบ ในระยะข้างหน้าต่ำกว่าที่เคยประเมินไว้ และ (2) การปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำในปี 2563 น้อยกว่าที่เคยประเมินไว้ นอกจากนี้ อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานอยู่ในระดับต่ำจากแรงกดดันด้านอุปสงค์ที่ชะลอลง อย่างไรก็ตาม อัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีแนวโน้มปรับสูงขึ้นจากร้อยละ 0.7 ในปี 2562 เป็นร้อยละ 0.8 ในปี 2563 และอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานมีแนวโน้มปรับสูงขึ้นจากร้อยละ 0.5 ในปี 2562 เป็นร้อยละ 0.7 ในปี 2563 สอดคล้องกับแนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและผลของการปรับขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำ และคาดว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปจะเข้าสู่กรอบเป้าหมายในช่วงครึ่งหลังของปี 2564

ความเสี่ยงของประมาณการเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อยังคงโน้มไปด้านต่ำ ทั้งนี้ โอกาสที่เศรษฐกิจไทยอาจขยายตัวต่ำกว่ากรณีฐานมาจาก (1) ปริมาณการค้าโลกและเศรษฐกิจคู่ค้าที่อาจชะลอลงกว่าคาดจากการกีดกันทางการค้าซึ่งอาจกลับมารุนแรงขึ้น (2) พ.ร.บ. งบประมาณรายจ่ายประจำปีงบประมาณ พ.ศ. 2563 ที่ล่าช้าอาจกระทบต่อการใช้จ่ายภาครัฐมากกว่าคาด รวมถึงการดำเนินนโยบายของรัฐบาลที่อาจล่าช้าและขาดความต่อเนื่อง และ (3) รายได้ครัวเรือนที่ชะลอลงอาจส่งผลกระทบต่อการบริโภคภาคเอกชนมากกว่าที่คาด รวมถึงผลกระทบจากภัยแล้งที่รุนแรงขึ้น และ (4) ความเสี่ยงด้านเสถียรภาพระบบการเงินโลกที่อาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจในระยะปานกลาง อย่างไรก็ตาม โอกาสที่เศรษฐกิจไทยอาจขยายตัวสูงกว่ากรณีฐานมาจาก (1) เศรษฐกิจคู่ค้าที่อาจขยายตัวมากกว่าคาดจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมของภาครัฐ การกีดกันทางการค้าระหว่างประเทศในระยะถัดไปอาจคลี่คลายลง รวมถึงวัฏจักรสินค้าอิเล็กทรอนิกส์อาจฟื้นตัวเร็วและแรงกว่าคาด และ (2) อุปสงค์ในประเทศที่อาจขยายตัวมากกว่าคาดจากการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ และโครงการ PPP ซึ่งอาจจูงใจให้ภาคเอกชนลงทุนมากขึ้นและเร็วขึ้น รวมถึงกรณีที่ภาครัฐอาจออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม สำหรับประมาณการอัตราเงินเฟ้อทั่วไปและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานยังมีความเสี่ยงที่จะต่ำกว่ากรณีฐานเช่นกัน สอดคล้องกับความเสี่ยงของประมาณการเศรษฐกิจ

ธนาคารแห่งประเทศไทย

2 มกราคม 2563

ข้อมูลเพิ่มเติม: ส่วนกลยุทธ์นโยบายการเงิน

โทร. 0 2356 7872, 0 2283 6186

E-mail: [MPStrategyDiv@bot.or.th](mailto:MPStrategyDiv@bot.or.th)