



ฉบับที่ 19/2562

## เรื่อง รายงานนโยบายการเงิน ฉบับเดือนมีนาคม 2562

ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) เปิดเผยแพร่รายงานนโยบายการเงิน ฉบับเดือนมีนาคม 2562 ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อเสริมสร้างความเข้าใจของสาธารณชนเกี่ยวกับแนวทางการดำเนินนโยบายการเงิน และการประเมินภาวะเศรษฐกิจของคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) สาระสำคัญสรุปได้ดังนี้

### การดำเนินนโยบายการเงินในช่วงไตรมาสที่ 1 ปี 2562

คณะกรรมการฯ ประเมินว่าเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัวใกล้เคียงศักยภาพจากแรงส่งของอุปสงค์ในประเทศ แม้จะเติบโตน้อยกว่าที่ประเมินไว้เดิมบ้างจากอุปสงค์ต่างประเทศที่ชะลอตัว อัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นใกล้เคียงประมาณการเดิม อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานปรับลดลงเล็กน้อยแต่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป ระบบการเงินมีความเสี่ยงในบางจุดที่อาจสร้างความเปราะบางให้กับเสถียรภาพของระบบการเงินในอนาคต คณะกรรมการฯ ได้ชี้แจงน้ำหนักปัจจัยต่าง ๆ อย่างรอบด้านในการดำเนินนโยบายการเงินที่เหมาะสม โดยในการประชุมวันที่ 6 กุมภาพันธ์ 2562 มีมติ 4 ต่อ 2 เสียง ให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ร้อยละ 1.75 ต่อปี โดยมีกรรมการ 1 ท่านลาประชุม และในการประชุมวันที่ 20 มีนาคม 2562 มีมติเป็นเอกฉันท์ให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ร้อยละ 1.75 ต่อปี ทั้งนี้ในการประชุมครั้งล่าสุด คณะกรรมการฯ เห็นว่านโยบายการเงินที่ผ่อนคลายในระดับปัจจุบันมีส่วนช่วยสนับสนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจและสอดคล้องกับกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ ประกอบกับความไม่แน่นอนของภาวะเศรษฐกิจโลกและปัจจัยในประเทศที่สูงขึ้นในปัจจุบัน คณะกรรมการฯ จึงเห็นควรให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้เพื่อรอประเมินผลกระทบจากปัจจัยต่าง ๆ ให้ชัดเจนขึ้น และเห็นว่าการลดความเสี่ยงด้านเสถียรภาพระบบการเงินในช่วงต่อไปยังจำเป็นต้องได้รับการดูแลด้วยเครื่องมือที่หลากหลายทั้งอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสม มาตรการกำกับดูแลรายสถาบันการเงิน (microprudential) และมาตรการดูแลเสถียรภาพระบบการเงิน (macroprudential)

สำหรับในระยะข้างหน้า การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะปรับอย่างค่อยเป็นค่อยไปตามพัฒนาการของข้อมูลเป็นสำคัญ (data dependent) โดยคณะกรรมการฯ จะประเมินการขยายตัวของเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อ และเสถียรภาพระบบการเงิน รวมทั้งปัจจัยเสี่ยงต่าง ๆ อย่างใกล้ชิด เพื่อประกอบการดำเนินนโยบายการเงินที่เหมาะสมในระยะต่อไป

### การประเมินแนวโน้มเศรษฐกิจการเงินเพื่อประกอบการดำเนินนโยบายการเงิน

#### 1. เศรษฐกิจโลก

เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มขยายตัวชะลอตัว แต่ยังใกล้เคียงระดับศักยภาพ การบริโภคภาคเอกชนของเศรษฐกิจประเทศคู่ค้าส่วนใหญ่ยังขยายตัวได้ สอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดแรงงานที่ยังแข็งแกร่งและแรงสนับสนุนจากภาครัฐในบางประเทศ แต่ข้อมูลในไตรมาสที่ 4 ปี 2561 และต่อเนื่องในไตรมาสที่ 1 ปี 2562 ของหลายประเทศสะท้อนว่าเศรษฐกิจขยายตัวต่ำกว่าที่ประเมินไว้ โดยได้รับผลกระทบจากปริมาณการค้าโลกที่ขยายตัวชะลอตัว รวมทั้งจากปัจจัยเฉพาะของบางประเทศ เช่น ผลกระทบชั่วคราวจากการปิดทำการของหน่วยงานภาครัฐ (government shutdown) ในสหรัฐฯ ความยืดหยุ่นของปัญหาทางการเมืองในยุโรปที่

ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่น รวมทั้งความไม่แน่นอนของนโยบายกีดกันทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน คณะกรรมการฯ จึงปรับลดข้อสมมติอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจประเทศคู่ค้าลง โดยในปี 2562 และ 2563 ขยายตัวเท่ากันที่ร้อยละ 3.2 อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจประเทศคู่ค้ามีโอกาสขยายตัวต่ำกว่ากรณีฐาน ตามความไม่แน่นอนของการเจรจาทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน และการเจรจาข้อตกลงเพื่อออกจากสหภาพยุโรปของสหราชอาณาจักร (Brexit) สำหรับปัจจัยเสี่ยงอื่นที่ยังต้องติดตาม ได้แก่ ความไม่แน่นอนของมาตรการกีดกันทางการค้าที่อาจกระทบห่วงโซ่การผลิตโลก ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ (geopolitical risks) รวมถึงปัญหาเศรษฐกิจการเงินของจีน

ธนาคารกลางส่วนใหญ่คงแนวนโยบายการเงินในระดับเดิมและรอประเมินสถานการณ์ตามพัฒนาการของข้อมูล (data dependent) ขณะที่ธนาคารกลางบางแห่งส่งสัญญาณการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในลักษณะค่อยเป็นค่อยไป (dovish) มากขึ้น โดยธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) คาดว่าจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 1 ครั้งในปี 2562<sup>1/</sup> จากเดิมที่ประเมินไว้ 2 ครั้ง ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ยุติการเข้าซื้อพันธบัตรเพิ่ม ณ สิ้นปี 2561 ตามที่ประกาศไว้ แต่ยังคงซื้อเพื่อทดแทนพันธบัตรที่ครบกำหนด (roll-over) และคาดว่าจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปตลอดปี 2562 รวมทั้งมีแผนจะเพิ่มสภาพคล่องในระบบการเงินผ่านมาตรการ targeted longer-term refinancing operations (TLTROs) ขณะที่ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BOJ) จะยังคงเข้าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและระยะยาวต่อไปอีกระยะหนึ่ง ส่วนธนาคารกลางในภูมิภาคหลายแห่ง อาทิ ธนาคารกลางของฟิลิปปินส์และอินโดนีเซียเริ่มหันมาคงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย หลังจากที่ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่องในปี 2561 ขณะที่ธนาคารกลางอื่น ๆ เช่น ธนาคารกลางของเกาหลีใต้ มาเลเซีย ออสเตรเลีย ยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เนื่องจากเศรษฐกิจมีแนวโน้มเติบโตชะลอลงจากปี 2561 อัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มลดลง และความไม่แน่นอนของมาตรการกีดกันทางการค้า

เงินทุนไหลเข้าตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ (emerging markets: EMs) เนื่องจากความเสี่ยงในตลาดการเงินโลกปรับลดลง โดยเป็นผลจากการสื่อสารแนวนโยบายการเงินของ Fed ในลักษณะ dovish พัฒนาการที่ดีขึ้นของการเจรจาทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน รวมทั้งความเสี่ยงของ no-deal Brexit ที่ปรับลดลงในช่วงต้นปี 2562 อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนในบางช่วง มองไปข้างหน้า ตลาดการเงินโลกยังมีความผันผวนสูง เงินทุนเคลื่อนย้ายของกลุ่มประเทศ EMs อาจผันผวนได้ทั้งด้านไหลเข้าและไหลออก จากทิศทางนโยบายการเงินของประเทศอุตสาหกรรมหลัก ความไม่แน่นอนของมาตรการกีดกันทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนที่ยังมีต่อเนื่องในระยะยาว ความไม่แน่นอนของผลการเจรจาข้อตกลง Brexit สถานการณ์ทางการเมืองในกลุ่มประเทศยุโรป รวมถึงความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์

## 2. ภาวะการเงินและเสถียรภาพระบบการเงินไทย

ภาวะการเงินไทยยังคงผ่อนคลาย อัตราดอกเบี้ยสินเชื่อบริษัทใหม่ทรงตัวในระดับต่ำ แม้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นจะทยอยปรับเพิ่มขึ้นสอดคล้องกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ขณะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะปานกลางและยาวเคลื่อนไหวผันผวนจากปัจจัยทั้งในและต่างประเทศ สินเชื่อภาคเอกชนขยายตัวต่อเนื่องทั้งสินเชื่อภาคธุรกิจและภาคครัวเรือน รวมทั้งภาคธุรกิจระดมทุนผ่านตราสารหนี้และตราสารทุนอย่างต่อเนื่อง ส่วนเงินบาทต่อดอลลาร์ สรอ. แข็งค่าขึ้นในช่วงต้นของไตรมาสในทิศทางเดียวกับเงินสกุลภูมิภาค จาก (1) การอ่อนค่าของค่าเงินดอลลาร์ สรอ. หลังจาก Fed สื่อสารแนวนโยบายการเงินในลักษณะ dovish มากขึ้น

<sup>1/</sup>การประชุม ณ วันที่ 19 มีนาคม 2562 ก่อนที่คณะกรรมการนโยบายการเงินของสหรัฐฯ (FOMC) จะประชุมในวันที่ 20 มีนาคม 2562 ซึ่งผลการประชุมสื่อสารแนวนโยบายการเงินที่ dovish กว่าที่ตลาดคาดไว้มาก

(2) โอกาสเกิด no-deal Brexit ปรับลดลงในช่วงต้นของไตรมาส รวมถึง (3) การเจรจาทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนมีพัฒนาการที่ดีขึ้น ทั้งนี้ เงินบาทแข็งค่าในอัตราที่มากกว่าเงินสกุลภูมิภาค เนื่องจากดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยยังเกินดุลสูงและนักลงทุนมองว่าเงินบาทมีความเสี่ยงต่ำ ต่อมาในปลายเดือนกุมภาพันธ์ 2562 เงินบาทต่อดอลลาร์ สรอ. ปรับอ่อนค่าลง เนื่องจากข้อมูลเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ออกมาดีกว่าที่ตลาดคาด ประกอบกับนักลงทุนกังวลต่อความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ระหว่างสหรัฐฯ และเกาหลีเหนือ รวมถึงความกังวลต่อสถานการณ์การเลือกตั้งในประเทศไทย สำหรับดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER) แข็งค่าขึ้น

**ระบบการเงินมีความเสี่ยงในบางจุดที่อาจสร้างความเปราะบางให้กับเสถียรภาพของระบบการเงินในอนาคต** ได้แก่ (1) การก่อหนี้ของภาคครัวเรือนที่ปรับสูงขึ้นโดยเฉพาะสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์และสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย (2) พฤติกรรมแสวงหาผลตอบแทนที่สูงขึ้น (search for yield) ที่ยังมีต่อเนื่องในภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำซึ่งอาจนำไปสู่การประเมินความเสี่ยงที่ต่ำกว่าที่ควร (underpricing of risks) โดยเฉพาะสหกรณ์ออมทรัพย์และกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ (3) ความเสี่ยงในภาคอสังหาริมทรัพย์ อาทิ ความไม่แน่นอนของอุปสงค์จากเงินในตลาดอาคารชุดไทย และยังคงติดตามการปรับตัวของตลาดอสังหาริมทรัพย์และสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยภายหลังมาตรการปรับปรุงหลักเกณฑ์การกำกับดูแลสินเชื่อที่อยู่อาศัยมีผลบังคับใช้ในเดือนเมษายน 2562

### 3. แนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อของไทย

**เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัวชะลอลงที่ร้อยละ 3.8 และ 3.9 ในปี 2562 และ 2563 ตามลำดับ** ต่ำกว่าที่ประเมินไว้ในรายงานนโยบายการเงินฉบับก่อน โดยแรงส่งจากอุปสงค์ต่างประเทศชะลอลงตามเศรษฐกิจประเทศคู่ค้าและปริมาณการค้าโลกที่ชะลอตัว ส่งผลให้การส่งออกสินค้าและบริการมีแนวโน้มขยายตัวชะลอลงขณะที่อุปสงค์ในประเทศยังคงเป็นแรงขับเคลื่อนที่สำคัญ

**การส่งออกสินค้ามีแนวโน้มขยายตัวชะลอลงตามอุปสงค์โลก** โดยปริมาณการส่งออกชะลอลงสอดคล้องกับการขยายตัวของเศรษฐกิจประเทศคู่ค้าและปริมาณการค้าโลก มองไปข้างหน้า การส่งออกสินค้าของไทยจะมีปัจจัยสนับสนุนจากการย้ายฐานการผลิตของผู้ประกอบการบางรายมายังไทย การย้ายคำสั่งซื้อสินค้าจากจีนมายังไทย รวมถึงแนวโน้มการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยี 5G ในหลายประเทศ ซึ่งอาจส่งผลดีต่อการส่งออกชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ของไทยในระยะต่อไป

**การส่งออกบริการโดยรวมขยายตัวชะลอลง ตามค่าใช้จ่ายนักท่องเที่ยวต่อคนที่ปรับลดลงเป็นสำคัญ** แม้จำนวนนักท่องเที่ยวจะปรับเพิ่มขึ้น โดยภาวะเศรษฐกิจโลกที่มีแนวโน้มชะลอตัวส่งผลให้ค่าใช้จ่ายนักท่องเที่ยวต่อคนปรับลดลงโดยเฉพาะนักท่องเที่ยวจีน รวมทั้งจำนวนวันพักของนักท่องเที่ยวยุโรปที่สั้นลง ทั้งนี้ ประมาณการจำหน่ายนักท่องเที่ยวในปี 2562 และ 2563 ปรับเพิ่มขึ้นอยู่ที่ 40.4 และ 42.0 ล้านคน ตามลำดับ จากความเชื่อมั่นของนักท่องเที่ยวต่างชาติต่อมาตรฐานความปลอดภัยของไทยที่ปรับดีขึ้น รวมถึงผลดีจากการขยายระยะเวลามาตรการยกเลิกค่าธรรมเนียมการตรวจลงตรา ณ ด่านตรวจคนเข้าเมือง (visa on arrival: VOA) ออกไปจนถึงสิ้นเดือนเมษายน 2562

**การบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง** แม้จะชะลอลงบ้างจากหมวดสินค้าคงทนที่เร่งไปมากแล้วในปี 2561 โดยได้รับแรงสนับสนุนจากรายได้ครัวเรือนทั้งในและนอกภาคเกษตรที่มีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ปรับดีขึ้น และนโยบายช่วยเหลือจากภาครัฐ อย่างไรก็ตาม หนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูงยังคงเป็นปัจจัยฉุดรั้งการบริโภค นอกจากนี้ แนวโน้มการใช้เครื่องจักรทดแทนแรงงานในกระบวนการผลิต (automation) และอัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับต่ำทำให้ผู้ประกอบการไม่จำเป็นต้องเพิ่มค่าจ้างมากนัก ส่งผลให้กำลังซื้อของครัวเรือนขยายตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป

**การลงทุนภาคเอกชนมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง** จากการลงทุนในหมวดเครื่องจักรและอุปกรณ์เป็นสำคัญ โดยมีแรงสนับสนุนจากการขยายกำลังการผลิตและการย้ายฐานการผลิตมาไทยของอุตสาหกรรม

ฮาร์ดดิสก์ไดรฟ์ รวมถึงอุตสาหกรรมอื่น ๆ ที่ได้รับผลกระทบจากมาตรการกีดกันทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และ จีน ซึ่งจะเป็นแรงส่งให้กับภาคการส่งออกไทยในระยะต่อไป รวมทั้งภาคเอกชนจะลงทุนในโครงการร่วมลงทุน ภาครัฐและภาคเอกชน (public private partnership: PPP) เพิ่มขึ้น

**ภาครัฐมีส่วนช่วยขับเคลื่อนเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง** โดยเฉพาะการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานด้าน คมนาคมของภาครัฐทั้งรถไฟทางคู่และรถไฟฟ้า อย่างไรก็ตาม การลงทุนภาครัฐขยายตัวชะลอลงจากการประเมิน ครั้งก่อน เนื่องจากความล่าช้าของการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของรัฐวิสาหกิจบางแห่ง การปรับรูปแบบการลงทุน ในโครงการ PPP บางโครงการให้เอกชนดำเนินการมากขึ้น รวมถึงการจัดสรรงบประมาณปี 2563 สำหรับค่าใช้จ่าย เงินคงคลังที่สูงกว่าคาดทำให้สัดส่วนงบลงทุนและงบประจำปรับลดลง

**อัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นใกล้เคียงเดิม** ราคาอาหารสดที่มีแนวโน้มสูงขึ้นจากภัยแล้งที่อาจ รุนแรงขึ้น ช่วยชดเชยอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่ปรับลดลงตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่ขยายตัวชะลอลง อย่างไรก็ตาม ราคาคงคลังเงินเฟ้อด้านอุปสงค์ยังมีแนวโน้มสูงขึ้นอย่างช้า ๆ ส่วนหนึ่งสะท้อนจากช่องว่างการผลิตที่จะทยอยปิดใน ระยะต่อไป คณะกรรมการฯ จึงประมาณการอัตราเงินเฟ้อทั่วไปปี 2562 และ 2563 ที่ร้อยละ 1.0 และ 1.1 ตามลำดับ และประมาณการอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานปี 2562 และ 2563 ที่ร้อยละ 0.8 และ 0.9 ตามลำดับ

**ประมาณการเศรษฐกิจยังมีความเสี่ยงที่จะต่ำกว่ากรณีฐาน** จาก (1) การขยายตัวของเศรษฐกิจ ประเทศคู่ค้าอาจต่ำกว่าคาด อาทิ มาตรการกีดกันทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนที่อาจกลับมารุนแรงขึ้น ความไม่แน่นอนของการเจรจา Brexit มาตรการภาษีนำเข้ารถยนต์และชิ้นส่วนของสหรัฐฯ และความเสี่ยงด้าน ภูมิรัฐศาสตร์ และ (2) การลงทุนภาคเอกชนอาจขยายตัวต่ำกว่าคาดจากความไม่แน่นอนทางการเมือง อย่างไรก็ตาม โอกาสที่เศรษฐกิจไทยอาจขยายตัวสูงกว่ากรณีฐานมาจาก (1) เศรษฐกิจจีนอาจชะลอลงน้อยกว่าคาดจาก มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของทางการจีน และ (2) อุปสงค์ในประเทศอาจขยายตัวมากกว่าคาดจาก (2.1) การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ โครงการ PPP และการลงทุนภาคเอกชนที่อาจเกิดขึ้นเร็วกว่าคาด (2.2) ความไม่แน่นอนทางการเมืองที่อาจคลี่คลายเร็ว รวมทั้ง (2.3) มาตรการภาครัฐที่ช่วยสนับสนุนการใช้จ่าย ภาคเอกชนเพิ่มเติม สำหรับประมาณการอัตราเงินเฟ้อทั่วไปและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานยังมีความเสี่ยงที่จะต่ำ กว่ากรณีฐานเช่นกัน สอดคล้องกับความเสี่ยงของประมาณการเศรษฐกิจ

ธนาคารแห่งประเทศไทย

3 เมษายน 2562

ข้อมูลเพิ่มเติม: ส่วนกลยุทธ์นโยบายการเงิน

โทร. 0 2283 6186, 0 2356 7872

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