

**รายงานการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (ฉบับย่อ)**  
**ครั้งที่ 7/2555 วันที่ 17 ตุลาคม 2555 ธนาคารแห่งประเทศไทย**  
**เผยแพร่ ณ วันที่ 31 ตุลาคม 2555**

**คณะกรรมการที่เข้าร่วมประชุม**

นายประสาร ไตรรัตน์วรกุล (ประธานและผู้ว่าการ), นางผ่องเพ็ญ เรืองวีรยุทธ (รองประธานและรองผู้ว่าการ ด้านเสถียรภาพการเงิน), นางทองอุไร ลิ้มปิติ (รองผู้ว่าการ ด้านบริหาร), นายอำพน กิตติอำพน, นายศิริ การเจริญดี, นายณรงค์ชัย อัครเศรณี และนายอัศวิน คงสิริ

**ภาวะตลาดการเงิน**

ความเชื่อมั่นของนักลงทุนในตลาดการเงินโลกปรับตัวขึ้นเมื่อเทียบกับการประชุมครั้งก่อน จากผลการตัดสินใจของศาลรัฐธรรมนูญที่รับรองว่าเยอรมนีสามารถเข้าร่วมในกองทุนกลไกรักษาเสถียรภาพแห่งภูมิภาคยุโรป (ESM) อันมีผลทำให้การแก้ไขปัญหาหนี้สาธารณะในยุโรปมีความคืบหน้า และการประกาศมาตรการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมของธนาคารกลางยุโรป (OMT) และธนาคารกลางสหรัฐฯ (QE3) ความเชื่อมั่นที่ดีขึ้นโดยรวมทำให้มีเงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้ามายังตลาดหลักทรัพย์และตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาคเอเชียมากขึ้น ส่งผลให้เงินสกุลภูมิภาครวมถึงเงินบาทแข็งค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์ สรอ. อย่างไรก็ตาม แรงกดดันต่อค่าเงินบาทคาดว่าจะมีน้อยกว่าในช่วงที่สหรัฐฯ ใช้มาตรการ QE รอบก่อนๆ เนื่องจากตลาดเกิดใหม่อื่น โดยเฉพาะประเทศในแถบละตินอเมริกา มีอัตราผลตอบแทนการลงทุนที่จูงใจกว่า

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นปรับสูงขึ้นจากการประชุมครั้งก่อน โดยในช่วงใกล้วันประชุมทรงตัวอยู่ในระดับใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เนื่องจากตลาดประเมินว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในการประชุมครั้งนี้ ส่วนอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะกลางถึงระยะยาวเคลื่อนไหวผันผวน โดยบางช่วงปรับเพิ่มขึ้นตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ และการประกาศวงเงินการออกพันธบัตรรัฐบาลไทยที่มากกว่าที่ตลาดคาดไว้ ขณะที่บางช่วงปรับลดลงจากความต้องการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ

**ภาวะเศรษฐกิจต่างประเทศ**

เศรษฐกิจโลกโดยรวมยังอ่อนแอ แต่มีสัญญาณที่ดีขึ้นบ้างจากตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ ทั้งด้านการผลิต การจ้างงาน และความเชื่อมั่นของผู้บริโภค อย่างไรก็ตาม มาตรการ QE3 คาดว่าจะมีผลจำกัดในการกระตุ้นกิจกรรมทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ เนื่องจากธนาคารพาณิชย์ยังคงเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อ และผลดีต่อภาคอสังหาริมทรัพย์ ตลาดทุน และการลงทุนจะอาศัยเวลา โดยเฉพาะในภาวะที่สหรัฐฯ ยังเผชิญกับความไม่แน่นอนจากผลกระทบของวิกฤตในยุโรปและมีความเสี่ยงด้านการคลัง (Fiscal cliff) เศรษฐกิจกลุ่มประเทศยูโรอยู่ในภาวะถดถอยและมีความเสี่ยงที่จะอ่อนแอลงอีกในระยะต่อไป เพราะการแก้ไขปัญหาหนี้สาธารณะยังขาดความชัดเจนในทางปฏิบัติ โดยเฉพาะในกรณีของสเปนอาจทวีความรุนแรงและส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นได้มาก เศรษฐกิจภูมิภาคได้รับผลกระทบจากความอ่อนแอของอุปสงค์โลกมากกว่าที่ประเมินไว้ โดยการส่งออกไปประเทศเศรษฐกิจหลักหดตัวต่อเนื่อง และการชะลอตัวอย่างชัดเจนของเศรษฐกิจจีนจะยิ่งเพิ่มผลกระทบต่อภาคการส่งออกในระยะต่อไป อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจของบางประเทศในภูมิภาคยังขยายตัวได้ค่อนข้างดี เนื่องจากการขยายตัวของอุปสงค์ภายในประเทศชดเชยผลกระทบจากเศรษฐกิจโลกได้ส่วนหนึ่ง

แรงกดดันเงินเฟ้อโลกอยู่ในระดับต่ำสอดคล้องกับอุปสงค์โลกที่อ่อนแอ ธนาคารกลางบางแห่งได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงที่ผ่านมา โดยเฉพาะหากอัตราเงินเฟ้ออยู่ต่ำกว่าช่วงเป้าหมายของนโยบายการเงิน และเศรษฐกิจในประเทศชะลอตัวอย่างชัดเจน แต่ธนาคารกลางส่วนใหญ่ยังเลือกที่จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ก่อน

### ภาวะเศรษฐกิจในประเทศ

คณะกรรมการฯ ประเมินเศรษฐกิจไทยในไตรมาสที่ 3 ของปี 2555 ว่ายังขยายตัวได้ต่อเนื่องและในอัตราที่น่าจะใกล้เคียงกับที่คาดไว้ การบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนเป็นแรงขับเคลื่อนที่สำคัญ โดยมีปัจจัยสนับสนุนจากรายได้ภาคครัวเรือน การจ้างงาน และความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่อยู่ในเกณฑ์ดี มาตรการกระตุ้นจากภาครัฐ เช่น การลดหย่อนภาษีสำหรับรถยนต์คันแรก และภาวะการเงินที่เอื้ออำนวย โดยเฉพาะสินเชื่อที่ขยายตัวค่อนข้างสูง

คณะกรรมการฯ เห็นว่าการขยายตัวของสินเชื่อภาคธุรกิจสอดคล้องกับวัฏจักรการลงทุนในประเทศ ขณะที่การขยายตัวของสินเชื่อภาคครัวเรือนในส่วนของสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยอยู่ในระดับที่ยังไม่น่ากังวลเช่นกัน เนื่องจากมาตรฐานการปล่อยกู้ของธนาคารพาณิชย์ และความสามารถในการชำระหนี้ของผู้กู้ยังอยู่ในเกณฑ์ดี อย่างไรก็ตาม สินเชื่ออุปโภคบริโภคอื่นที่มีใช้เพื่อที่อยู่อาศัยขยายตัวสูงเป็นพิเศษในช่วงที่ผ่านมา จึงควรเฝ้าติดตามอย่างใกล้ชิด โดยเฉพาะในกลุ่มครัวเรือนที่มีรายได้ต่ำ เพื่อป้องกันความไม่สมดุลที่อาจเกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจได้อย่างทันสถานการณ์หากจำเป็น

แม้อุปสงค์ในประเทศภาคเอกชนยังขยายตัวได้ดี แต่เศรษฐกิจโลกส่งผลกระทบต่อภาคการส่งออกของไทยมากกว่าที่คาด มูลค่าการส่งออกและผลผลิตของอุตสาหกรรมเพื่อการส่งออกจึงหดตัวมากกว่าที่ประเมินไว้ ความเชื่อมั่นของผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมเพื่อการส่งออกเริ่มได้รับผลกระทบ การลงทุนในอุตสาหกรรมเพื่อการส่งออกจึงมีแนวโน้มชะลอตัวมากกว่าอุตสาหกรรมที่ผลิตเพื่อตลาดในประเทศ นอกจากนี้ เครื่องชี้ล่วงหน้าของภาคการส่งออก เช่น ยอดสั่งจองสินค้า ซึ่งภาคการส่งออกอาจจะยังไม่ฟื้นตัวภายในปีนี้แม้ในไตรมาสสุดท้ายของปีการส่งออกจะสูงขึ้นตามฤดูกาลก็ตาม

ในภาพรวมคณะกรรมการฯ ประเมินว่าเศรษฐกิจไทยในปี 2555 จะยังขยายตัวใกล้เคียงกับประมาณการเดิมที่ร้อยละ 5.7 แต่ในปี 2556 อัตราการขยายตัวปรับลดลงมาอยู่ที่ร้อยละ 4.6 จากประมาณการเดิมที่ร้อยละ 5.0 เนื่องจากเศรษฐกิจโลกส่งผลกระทบต่อภาคการส่งออกมากขึ้น และอาจส่งผลกระทบต่อเนื่องทำให้การลงทุนภาคเอกชนชะลอตัวมากขึ้น จากแนวโน้มที่จะชะลอตัวอยู่แล้วหลังจากที่ได้เร่งตัวสูงในช่วงก่อนหน้านี้เพื่อฟื้นฟูความเสียหายจากอุทกภัย นอกจากนี้ การใช้จ่ายบางส่วนของภาครัฐมีแนวโน้มจะล่าช้า โดยเฉพาะด้านการลงทุน อย่างไรก็ตาม ประมาณการนี้ยังไม่ได้รวมเม็ดเงินใหม่ภายใต้โครงการแผนยุทธศาสตร์ลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน 2.27 ล้านล้านบาท ซึ่งหากรัฐบาลสามารถเริ่มดำเนินการได้เร็วภายในปี 2556 จะช่วยเพิ่มแรงส่งให้กับเศรษฐกิจและทำให้อัตราการขยายตัวในปีหน้าสูงขึ้น ส่วนการบริโภคภาคเอกชนคาดว่าจะขยายตัวต่อเนื่อง ขณะที่แนวโน้มเงินเฟ้อทั้งปีนี้และปีหน้าไม่เปลี่ยนแปลงจากการประชุมครั้งก่อน โดยประมาณการอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในปี 2555 และ 2556 อยู่ที่ร้อยละ 2.1 และ 1.7 ตามลำดับ

## การพิจารณานโยบายการเงินที่เหมาะสม

คณะกรรมการฯ เห็นสอดคล้องกันว่า เศรษฐกิจโลกยังมีความไม่แน่นอนสูง และผลกระทบต่อประเทศในภูมิภาคมีชัดเจน ภาคการส่งออกจะได้รับผลกระทบจากการชะลอตัวของอุปสงค์ในตลาดโลกมากขึ้น แต่เศรษฐกิจไทยขยายตัวได้ต่อเนื่องจากอุปสงค์ภายในประเทศ ขณะที่แรงกดดันด้านเงินเฟ้ออยู่ในระดับที่ไม่น่ากังวล อย่างไรก็ตาม กรรมการฯ มีความเห็นแตกต่างกันในการให้น้ำหนักต่อความเสี่ยงเศรษฐกิจและความจำเป็นในการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมในครั้งนี้ ดังนี้

กรรมการฯ 5 ท่าน เห็นควรให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงร้อยละ 0.25 ต่อปี โดยประเมินว่า เศรษฐกิจภูมิภาคและเศรษฐกิจจีนที่ชะลอลงมากเกินคาดจะทำให้การส่งออกและการผลิตเพื่อการส่งออกของไทยชะลอลงอีก แม้ขณะนี้อุปสงค์ภายในประเทศเป็นแรงขับเคลื่อนภาพรวมได้ แต่อาจไม่สามารถชดเชยผลกระทบจากภาคการส่งออกในระยะต่อไป เนื่องจากการลงทุนภาคเอกชนเริ่มมีแนวโน้มแผ่วลง และแรงกระตุ้นจากมาตรการของภาครัฐ เช่น มาตรการภาษี จะทยอยหมดไป ขณะที่แผนการใช้จ่ายของภาครัฐแม้มีอยู่มากแต่คาดว่าจะเร่งใช้จ่ายได้ไม่มากในทางปฏิบัติ ดังนั้น จึงควรปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในครั้งนี้เพื่อเสริมแรงส่งของอุปสงค์ภายในประเทศ และเป็นการส่งสัญญาณให้ภาคเอกชนปรับตัวเพื่อเตรียมรับมือกับความเสี่ยงจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจในระยะต่อไป นอกจากนี้ กรรมการฯ 2 ท่านเห็นว่า การลดส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของไทยกับต่างประเทศอาจช่วยชะลอการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศได้บ้าง แม้ว่าผลดังกล่าวอาจไม่มากเนื่องจากงานวิจัยชี้ว่าที่ผ่านมาส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยมีผลต่อเงินทุนเป็นอันดับรองเมื่อเทียบกับปัจจัยอื่น เช่น การคาดการณ์แนวโน้มค่าเงิน ความเชื่อมั่นของนักลงทุนในตลาดเงินโลก และความแตกต่างของพื้นฐานและอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ

กรรมการฯ 2 ท่าน เห็นควรให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ร้อยละ 3.00 ต่อปี โดยให้เหตุผลว่า แม้เศรษฐกิจโลกยังมีความไม่แน่นอนสูง แต่เริ่มมีสัญญาณปรับดีขึ้นบ้าง และอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกในปีหน้าคาดว่าจะสูงกว่าในปีนี้อีกเล็กน้อย นอกจากนี้ ความเสี่ยงที่จะเกิดกรณีเลวร้าย (tail risks) มีน้อยลงหลังประเทศ G3 ออกมาตรการต่างๆ เพิ่มเติมในช่วงที่ผ่านมา เศรษฐกิจไทยแม้ได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจโลก แต่โดยรวมยังเติบโตอย่างสมดุล โดยอุปสงค์ในประเทศขยายตัวต่อเนื่องและอัตราเงินเฟ้ออยู่ในกรอบเป้าหมาย ทั้งนี้ การปรับลดอัตราดอกเบี้ยภายใต้ภาวะการเงินที่ผ่อนปรนและการขยายตัวของสินเชื่อที่อยู่ในระดับสูง อาจเพิ่มความเสี่ยงต่อเสถียรภาพทางการเงินในระยะต่อไป จึงควรสงวนการใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยไว้เพื่อรอความชัดเจนของความเสี่ยงในแต่ละด้าน

คณะกรรมการฯ จึงมีมติ 5 ต่อ 2 เสียงให้ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงร้อยละ 0.25 จากร้อยละ 3.00 เป็นร้อยละ 2.75 ต่อปี

สายนโยบายการเงิน  
31 ตุลาคม 2555