<u>รายงานการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (ฉบับย่อ)</u>
ครั้งที่ 2/2557 วันที่ 12 มีนาคม 2557 ธนาคารแห่งประเทศไทย
เผยแพร่ ณ วันที่ 26 มีนาคม 2557

<u>กรรมการที่เข้าร่วมประชุม</u>

นายประสาร ไตรรัตน์วรกุล (ประธาน) นางผ่องเพ็ญ เรืองวีรยุทธ (รองประธาน) นางทองอุไร ลิ้มปิติ นายศิริ การเจริญดี นายณรงค์ชัย อัครเศรณี นายอัศวิน คงสิริ และนายอาคม เติมพิทยาไพสิฐ

<u>ภาวะตลาดการเงิน</u>

เงินบาทมีเสถียรภาพและปรับตัวแข็งค่าขึ้น จากหลายปัจจัย ได้แก่ (1) การเลือกตั้งเมื่อวันที่ 2 กุมภาพันธ์ ผ่านไปด้วยดี และสถานการณ์การเมืองในระยะต่อมาเริ่มลดความรุนแรงลง (2) เงินดอลลาร์สหรัฐฯ โน้มอ่อนค่าลงตามตัวเลขเศรษฐกิจที่อ่อนแอกว่าที่ตลาดคาด และ (3) ความเชื่อมั่นในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่และตัวเลขเศรษฐกิจเอเชียปรับดีขึ้น โดยนับตั้งแต่ต้นเดือนมีนาคมเป็นต้นมา เริ่มมีเงินทุนไหลกลับเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และตลาดพันธบัตรของไทยหลังจากไหลออกมากในช่วงก่อนหน้า โดยเฉพาะตลาดหลักทรัพย์ที่มีเงินทุนไหลเข้าสุทธิแล้วในเดือนมีนาคม ด้าน**อัตราผลตอบแทนพันธบัตรปรับลดลงต่อเนื่อง** จากความต้องการของกลุ่มนักลงทุนสถาบันในประเทศและการคาดการณ์ปริมาณพันธบัตรรัฐบาลออกใหม่ว่าจะอยู่ในระดับต่ำจากโครงการลงทุนของภาครัฐที่มีแนวโน้มล่าช้าออกไป ขณะที่ตลาดส่วนใหญ่คาดการณ์ว่า กนง. อาจปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในการประชุมครั้งนี้ เนื่องจากเศรษฐกิจไทยยังมีแนวโน้มชะลอตัว ขณะที่แรงกดดันด้านเงินเฟ้อยังไม่น่ากังวล สำหรับการประกาศคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ กนง. ในการประชุมครั้งก่อนซึ่งผิดจากตลาดคาดการณ์ไม่ส่งผลต่อค่าเงินบาทมากนัก ขณะที่อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินปรับเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อย

คณะกรรมการฯ เห็นว่าความผันผวนของตลาดการเงินโลกลดลงจากการประชุมครั้งก่อน โดยการที่สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือประกาศคง Outlook ของไทยส่งผลบวกต่อความมั่นใจของนักลงทุนต่างชาติ อย่างไรก็ดี กรรมการหลายท่านประเมินว่ายังจำเป็นต้องติดตามปัจจัยเสี่ยงต่างๆ เช่น ปัจจัยด้านการเมือง หนี้ภาคครัวเรือน ซึ่งอาจมีผลต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจและการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในระยะต่อไป ด้านการแข็งค่าของเงินบาทเมื่อเทียบกับเงินภูมิภาคในช่วงที่ผ่านมาส่วนหนึ่งยังสามารถอธิบายได้ด้วยปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ สะท้อนจากการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยที่มีแนวโน้มลดลง ขณะที่ดัชนีค่าเงินบาท (NEER) ซึ่งสะท้อนความสามารถในการแข่งขันเมื่อเทียบกับประเทศภูมิภาคแล้ว แข็งขึ้นเพียงเล็กน้อยและยังอยู่ในเกณฑ์สนับสนุนเศรษฐกิจ

<u>ภาวะเศรษฐกิจต่างประเทศ</u>

เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่อง ตามการขยายตัวของกลุ่มเศรษฐกิจหลัก โดย**เศรษฐกิจสหรัฐฯ** ขยายตัวต่อเนื่อง แม้การฟื้นตัวในภาคที่อยู่อาศัยเริ่มชะลอลงบ้างจากอัตราดอกเบี้ยที่ปรับสูงขึ้น สำหรับตัวเลขเศรษฐกิจที่ชะลอลงจากสภาพอากาศที่หนาวเย็นไม่ส่งผลกระทบต่อแนวโน้มการฟื้นตัว ธนาคารกลางสหรัฐฯ ยังคงแนวทางการปรับลดมูลค่าการซื้อสินทรัพย์ในการประชุมครั้งล่าสุดและรักษาอัตราดอกเบี้ยต่ำต่อเนื่อง **เศรษฐกิจกลุ่มยูโร**ขยายตัวได้ต่อเนื่อง และความเสี่ยงที่จะเข้าสู่ภาวะเงินฝืดยังอยู่ในระดับต่ำ **เศรษฐกิจญี่ปุ่น** อุปสงค์ในประเทศขยายตัวเร่งขึ้นในช่วงก่อน

ขึ้นภาษีการบริโภค ซึ่งส่งผลให้การผลิตและการนำเข้าเร่งขึ้น ขณะที่การบริโภคมีแนวโน้มชะลอลงในระยะต่อไปหลังการปรับขึ้นภาษีในเดือนเมษายน **เศรษฐกิจจีน**ยังคงขยายตัวต่อเนื่อง แต่อุปสงค์ในประเทศเริ่มมีสัญญาณชะลอลงตามการลงทุนที่มีแนวโน้มชะลอลงจากนโยบายปฏิรูปภาคการคลังระดับท้องถิ่นและภาคการเงิน **เศรษฐกิจเอเชีย** การส่งออกปรับดีขึ้นตามการฟื้นตัวของกลุ่มเศรษฐกิจหลัก ขณะที่อุปสงค์ในประเทศยังขยายตัวในเกณฑ์ดี แต่มีสัญญาณชะลอลงในกลุ่มประเทศอาเซียนจากการชะลอลงของการลงทุนและการบริโภคภาครัฐ

อัตราแลกเปลี่ยนของกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ซึ่งอ่อนค่าลงจากผลกระทบของ QE tapering เริ่มกลับมาแข็งค่าขึ้น โดยส่วนใหญ่เป็นประเทศที่มีการออกมาตรการเพื่อรองรับความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายและอัตราแลกเปลี่ยน เช่น อินเดีย มาเลเซีย อินโดนีเซีย และบราซิล สำหรับแรงกดดันด้านเงินเฟ้อโดยรวมยังอยู่ในระดับต่ำ แม้อัตราเงินเฟ้อในเอเชียเริ่มปรับสูงขึ้นบ้าง และธนาคารกลางส่วนใหญ่คงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เนื่องจากเศรษฐกิจในประเทศปรับดีขึ้น

คณะกรรมการฯ อภิปรายถึงเศรษฐกิจจีนว่ายังมีความเสี่ยงจากภาคการคลังระดับท้องถิ่นและภาคการเงินจากปัญหา Shadow Banking ซึ่งประเมินได้ยากเพราะข้อมูลที่จำกัด ทำให้นักวิเคราะห์ในภาคเอกชนมีความเห็นแตกต่างกันค่อนข้างมาก แต่เห็นความพยายามต่อเนื่องของทางการจีนที่จะแก้ไขปัญหาเชิงโครงสร้างดังกล่าวผ่านการปล่อยให้กลไกตลาดทำหน้าที่มากขึ้น ซึ่งการปฏิรูปเศรษฐกิจของจีนอาจส่งผลกระทบต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระยะสั้นบ้าง แม้จะส่งผลบวกในระยะยาว

<u>ภาวะเศรษฐกิจในประเทศ</u>

เศรษฐกิจไทยในไตรมาสที่ 4 ของปี 2556 ขยายตัวใกล้เคียงกับที่ประมาณการ จากการส่งออกสินค้าที่โดยรวมปรับดีขึ้น ช่วยชดเชยอุปสงค์ในประเทศที่หดตัวมากกว่าคาด ข้อมูลล่าสุดชี้ว่าแรงส่งของเศรษฐกิจมีน้อยลงตามการใช้จ่ายภายในประเทศและการท่องเที่ยวที่ได้รับผลกระทบมากขึ้นจากเหตุการณ์ทางการเมือง ขณะที่การส่งออกสินค้าฟื้นตัวชัดเจนขึ้น ในระยะต่อไปหากสถานการณ์ทางการเมืองยังคงยืดเยื้อ คาดว่าจะส่งผลลบเพิ่มเติมต่อการบริโภคภาคเอกชนจากความเชื่อมั่นที่เปราะบางมากขึ้น ประกอบกับกำลังซื้อของภาคครัวเรือนมีแนวโน้มลดลงจากปัจจัยด้านรายได้และภาระหนี้สะสมที่ยังอยู่ในระดับสูง สำหรับการลงทุนภาคเอกชนยังเลื่อนออกไปเนื่องจากผู้ประกอบการมีความกังวลมากขึ้นเกี่ยวกับความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจและการเมือง การใช้จ่ายและลงทุนภาครัฐยังมีความไม่แน่นอน ขณะที่การท่องเที่ยวคาดว่าจะได้รับผลกระทบชัดเจนขึ้นโดยเฉพาะในกลุ่มนักท่องเที่ยวเอเชียที่มีความอ่อนไหวสูง อย่างไรก็ดี การส่งออกสินค้ามีสัญญาณดีขึ้นต่อเนื่องตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก โดยเฉพาะกลุ่มสินค้าเพื่อการบริโภคในกลุ่มเศรษฐกิจหลัก และจะเป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจในระยะต่อไป สำหรับอัตราเงินเฟ้อปรับสูงขึ้นต่อเนื่องตามการส่งผ่านต้นทุนไปยังราคาอาหารสำเร็จรูป

เศรษฐกิจไทยในปี 2557 มีแนวโน้มขยายตัวต่ำกว่าที่ประเมินไว้ในการประชุมครั้งก่อน จากแรงส่งของอุปสงค์ในประเทศที่อ่อนแรงกว่าคาด แม้การส่งออกคาดว่าจะมีส่วนช่วยขับเคลื่อนเศรษฐกิจได้มากขึ้น **คณะกรรมการฯ จึงปรับลดประมาณการการขยายตัวทางเศรษฐกิจไทยในปี 2557 จากเดิมที่ประมาณร้อยละ 3 เป็นร้อยละ 2.7 สำหรับปี 2558 คาดว่าจะขยายตัวที่ร้อยละ 4.8**

ด้านประมาณการอัตราเงินเฟ้อปรับสูงขึ้นจากการส่งผ่านต้นทุนก๊าซหุงต้มไปยังราคาอาหารสำเร็จรูป แต่แรงกดดันด้านอุปสงค์ยังอยู่ในระดับต่ำตามภาวะเศรษฐกิจ

ประเด็นหลักด้านเสถียรภาพทางการเงินที่มีการหารือในการประชุมครั้งนี้คือความสามารถของภาคต่างๆ ในการรองรับการชะลอตัวของเศรษฐกิจ โดยภาคธุรกิจและภาคอสังหาริมทรัพย์มีการปรับตัวและยังสามารถรองรับความเสี่ยงได้ในระดับหนึ่ง สะท้อนจากฐานะทางการเงินที่โดยรวมยังอยู่ในเกณฑ์ดี อย่างไรก็ดี ภาคครัวเรือนมีการสะสมความเปราะบางในช่วงก่อนหน้า จึงต้องติดตามผลกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ที่เริ่มด้อยลงบ้าง ซึ่งอาจมีผลต่อการบริโภคของภาคครัวเรือนในระยะต่อไป ทั้งนี้ ภาวะการเงินโดยรวมยังเอื้อต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจ สะท้อนจากเป้าหมายการปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงินที่ยังสอดคล้องกับการขยายตัวของเศรษฐกิจและต้นทุนการกู้ยืมที่ไม่เป็นอุปสรรคต่อการดำเนินธุรกิจ สำหรับภาคการคลังยังมีปัญหาเชิงโครงสร้างที่ควรได้รับการแก้ไข โดยเฉพาะการเพิ่มประสิทธิภาพทั้งด้านรายได้และการใช้จ่าย

คณะกรรมการฯ เห็นพ้องกันว่าความไม่แน่นอนของสถานการณ์ทางการเมืองภายในประเทศยังเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจ โดยอาจส่งผลต่อการใช้จ่ายและการลงทุนภาครัฐ และกระทบความเชื่อมั่นซึ่งจะมีผลต่อการตัดสินใจบริโภคและลงทุนของภาคเอกชน อย่างไรก็ดี การส่งออกมีแนวโน้มฟื้นตัวช้าๆ ตามเศรษฐกิจโลกที่ค่อยๆ ปรับดีขึ้น

มองไปข้างหน้า ภายใต้เศรษฐกิจที่ยังมีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่อง คณะกรรมการฯ เห็นว่ามีประเด็นที่ควรติดตาม ดังนี้ (1) สภาพคล่องและความสามารถในการชำระหนี้ของภาคเอกชนที่อาจเปราะบางมากขึ้น โดยเฉพาะในกลุ่มธุรกิจขนาดกลางและเล็ก อย่างไรก็ดี ปัจจุบันพบว่าธนาคารพาณิชย์เริ่มมีการปรับตัวเพื่อรองรับความเสี่ยงดังกล่าวบ้างแล้ว อีกทั้งต้นทุนการระดมทุนของภาคเอกชนในภาพรวมยังอยู่ในระดับต่ำและไม่เป็นอุปสรรคในการดำเนินธุรกิจ (2) ความสามารถในการจัดเก็บรายได้ของภาครัฐที่อาจต่ำกว่าเป้าหมายในปีนี้ และในระยะยาวการจัดเก็บรายได้ยังต่ำกว่าประเทศที่พัฒนาแล้วมาก (3) การชะลอตัวของเศรษฐกิจอาจส่งผลต่อการพัฒนาประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันของภาคเอกชน จึงมีความจำเป็นต้องประเมินผลกระทบในระยะยาวควบคู่กับพัฒนาการเศรษฐกิจในระยะสั้นด้วย

<u>การดำเนินนโยบายที่เหมาะสม</u>

คณะกรรมการฯ ประเมินว่าการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยมีความเสี่ยงสูงขึ้นกว่าการประชุมครั้งก่อน ภายใต้ภาวะที่สถานการณ์การเมืองยังยืดเยื้อและมีความไม่แน่นอนสูง และได้อภิปรายถึง**ความจำเป็นและประสิทธิผลในการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมเพื่อพยุงเศรษฐกิจในระยะสั้น เมื่อเทียบกับต้นทุนต่อเสถียรภาพการเงินและเสถียรภาพราคา** โดยกรรมการส่วนใหญ่เห็นว่า**นโยบายการเงินสามารถผ่อนคลายเพิ่มเติมเพื่อลดความเสี่ยงและเพิ่มแรงสนับสนุนให้กับเศรษฐกิจ รวมทั้งเอื้อให้ภาวะการเงินผ่อนคลายต่อเนื่องในช่วงที่เศรษฐกิจยังต้องใช้เวลาในการฟื้นตัว** ในภาวะที่แรงกดดันด้านราคาที่ยังอยู่ในระดับต่ำ และความเสี่ยงเสถียรภาพการเงินในบางด้านที่ลดลงจากการชะลอตัวของสินเชื่อและภาวะตลาดการเงินโลกที่มีเสถียรภาพมากขึ้น

กรรมการ 4 ท่านเห็นควรให้ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงร้อยละ 0.25 เนื่องจากเห็นว่า (1) นโยบายการเงินควรมีบทบาทช่วยพยุงเศรษฐกิจในภาวะที่ความเสี่ยงต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจไทย

เพิ่มสูงขึ้นท่ามกลางปัญหาทางการเมืองที่ยังยืดเยื้อ และแรงส่งทางเศรษฐกิจทั้งจากการใช้จ่ายของภาคเอกชน ภาครัฐ และการส่งออกที่ยังต้องใช้เวลาในการฟื้นตัว (2) อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานแม้จะปรับสูงขึ้นตามต้นทุนราคาอาหารสำเร็จรูปเป็นหลัก แต่ยังอยู่ในระดับต่ำใกล้ค่ากลางของเป้า อีกทั้งแรงกดดันจากทั้งอุปสงค์ในประเทศและราคาน้ำมันในตลาดโลกยังมีจำกัด เงินเฟ้อจึงไม่น่าจะเป็นความเสี่ยงสำคัญในขณะนี้ (3) ภาวะตลาดการเงินโลกที่เริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้นช่วยลดความเสี่ยงจากเงินทุนเคลื่อนย้ายและอัตราแลกเปลี่ยน และ (4) การลดดอกเบี้ยในครั้งนี้จะช่วยลดภาระทางการเงินให้แก่ภาคเศรษฐกิจที่อาจได้รับผลกระทบมากเป็นพิเศษจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจ เช่น ธุรกิจขนาดกลางและเล็ก และสนับสนุนความพยายามของสถาบันการเงินในการช่วยเหลือกลุ่มดังกล่าว

กรรมการ 3 ท่านเห็นควรให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ร้อยละ 2.25 ต่อปี เนื่องจากเห็นว่า (1) นโยบายการเงินและอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันยังอยู่ในเกณฑ์ผ่อนปรนและสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ (2) การคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้สอดคล้องกับการคาดการณ์เงินเฟ้อในช่วงที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเร่งขึ้น (3) สร้างความเชื่อมั่นต่อเสถียรภาพทางการเงินในภาวะที่ตลาดการเงินโลกกำลังปรับตัวต่อนโยบาย QE tapering ที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง และ (4) อุปสรรคต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยในปัจจุบันมาจากความไม่แน่นอนทางการเมืองเป็นหลักและไม่ได้เกิดจากภาวะการเงินที่ตึงตัว การผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมจึงอาจมีประสิทธิผลจำกัดในการกระตุ้นเศรษฐกิจ จึงเห็นควรให้รักษา Policy Space ไว้เพื่อใช้ในจังหวะเวลาที่เหมาะสม และเมื่อสามารถมั่นใจได้ว่านโยบายการเงินจะแสดงศักยภาพเต็มที่ในการฟื้นฟูเศรษฐกิจ

คณะกรรมการฯ จึงมีมติ 4 ต่อ 3 เสียงให้ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงร้อยละ 0.25 จากร้อยละ 2.25 เป็นร้อยละ 2.00 ต่อปี

สายนโยบายการเงิน
26 มีนาคม 2557