

ดัชนีภาวะการเงินไทย

ด้วยความซับซ้อนของตลาดเงินและตลาดทุนในปัจจุบัน การใช้เครื่องมือทางการเงินตัวใดตัวหนึ่งเพื่อวัดและวิเคราะห์ภาวะการเงิน (Financial Condition) อาจทำให้ได้ผลการวิเคราะห์ที่ไม่สมบูรณ์นัก ใน In-focus ฉบับนี้ อีไอซี ได้เริ่มนำเอาเครื่องมือทางการเงินที่มีผลต่อตลาดเงินและตลาดทุน มาสร้างดัชนีภาวะการเงิน (EIC FCI: Financial Condition Index) เพื่อใช้ประกอบการวิเคราะห์ภาวะการเงินของไทยให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น





ดัชนีภาวะ การเงินไทย

สะท้อนภาวะของตลาดเงิน ซึ่งประกอบด้วยเครื่องมือใช้
ทางการเงินต่าง ๆ โดยภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลง
(easing) ทำให้ประชาชนสามารถบริโภคหรือลงทุน
ได้มากขึ้น แต่ภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้น (tightening)
ทำให้ประชาชนมีต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้นซึ่งทำให้
การบริโภคและการลงทุนทำได้ยากขึ้น



ทำไมต้องสร้าง ดัชนีภาวะการเงิน (Financial Condition Index: FCI)

เพื่อประเมินสภาพแวดล้อมประกอบการตัดสินใจลงทุน
และบริโภคได้อย่างเหมาะสม และสามารถดำเนินนโยบาย
การเงินให้สอดคล้องกับภาวะเศรษฐกิจ

SCB EIC Financial Condition Index (FCI)

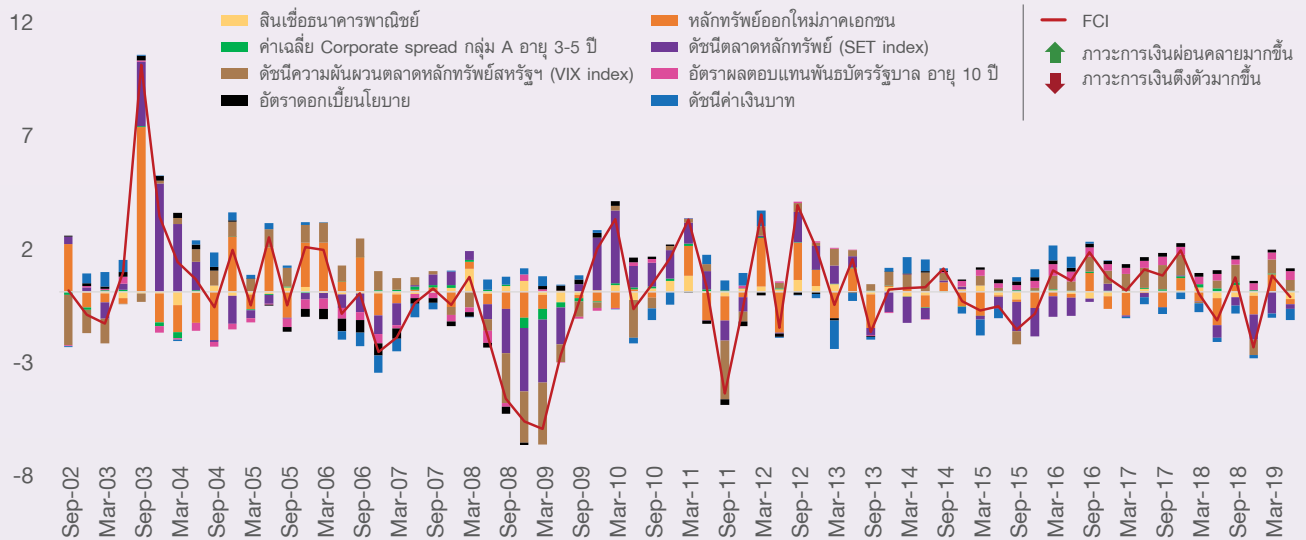
EIC ได้จัดทำ FCI เพื่อวิเคราะห์ภาวะการเงินโดยรวมว่าผ่อนคลาย
หรือตึงตัวมากขึ้น โดยพิจารณาจากตัวแปรและช่องทางการส่งผ่าน ดังนี้



ภาวะการเงินไทยยังตึงตัวกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต จากสินเชื่อที่ชะลอ เงินบาทที่แข็งค่า และตลาดหลักทรัพย์ที่โตต่ำ แต่ดอกเบี้ยที่ต่ำลงช่วยผ่อนคลายภาวะการเงินได้บ้าง

ดัชนีภาวะการเงินไทย (Financial condition index : FCI)

หน่วย : ดัชนี



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC

ข้อสรุป (stylized facts) และนัยต่อการดำเนินนโยบายและบริหารธุรกิจ



แม้อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะถูกปรับลง
แต่หากปัจจัยอื่น ๆ ไม่สามารถตอบสนอง
ก็ไมอาจทำให้ภาวะการเงินผ่อนคลายลงได้มากนัก



ภาวะการเงินของแต่ละกลุ่มธุรกิจต่างกัน
ธุรกิจใหญ่ยังคงผ่อนคลาย
แต่ SMEs ตึงตัวจากสินเชื่อที่ชะลอ



**การวางแผนธุรกิจต้องพิจารณา
สถานการณ์ต่างประเทศด้วย**
เพราะในอดีตความเสี่ยงจากต่างประเทศ
ทำให้ภาวะการเงินไทยตึงตัวรุนแรง



**การดำเนินนโยบายการเงินในปัจจุบัน
มีความท้าทายมากยิ่งขึ้น** เนื่องจากอัตรา
ดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าในอดีต และความเสี่ยงทั้งใน
และต่างประเทศเพิ่มสูงขึ้น





ทำไมต้องสร้างดัชนีภาวะการเงินไทย?

ภาวะการเงินส่งผลต่อภาวะเศรษฐกิจได้หลายช่องทาง การประเมินภาวะการเงินจึงจำเป็นต้องมองในหลายมิติ จากการวิเคราะห์ภาวะการเงินของไทย อีไอซีประเมินว่านอกจากระดับอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินแล้ว เครื่องชี้อื่น ๆ เช่น อัตราแลกเปลี่ยนที่ส่งผลต่อฐานะทางการเงินเชิงเปรียบเทียบกับประเทศคู่ค้าคู่แข่ง (relative price competitiveness) การเข้าถึงสินเชื่อและสัดส่วนหนี้เสียที่ส่งผลต่อการระดมทุนผ่านธนาคารพาณิชย์ ดัชนีตลาดหุ้นที่ส่งผลต่อฐานะการเงิน (wealth effect) ความเชื่อมั่นของนักลงทุน และความผันผวนของตลาดการเงินโลกที่ส่งผลต่อแนวโน้มเงินทุนเคลื่อนย้ายและความต้องการสินทรัพย์ทางการเงินของไทย ก็ส่งผลต่อภาวะการเงินของไทยเช่นกัน

นอกจากนี้ ภาวะการเงินยังสามารถส่งผลต่อวัฏจักรเศรษฐกิจและธุรกิจ (economic and business cycles) ได้เช่นกัน เนื่องจากปัจจัยในตลาดเงินเป็นสิ่งที่สะท้อนถึงการคาดการณ์ของนักลงทุนต่อภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบันและอนาคต ซึ่งการคาดการณ์นั้นสามารถส่งผลกลับมาถึงการตัดสินใจบริโภคและลงทุนของผู้ประกอบการในปัจจุบัน จึงเกิดเป็นความเชื่อมโยงต่อเนื่องกัน (feedback loop) ระหว่างภาวะการเงิน ภาวะเศรษฐกิจ และวัฏจักรเศรษฐกิจและธุรกิจ

ดัชนีภาวะการเงินสามารถช่วยให้พิจารณาสภาพแวดล้อมได้ครอบคลุมและเป็นระบบมากขึ้น การศึกษาพลวัตภาวะการเงินมีความสำคัญ ไม่ว่าจะเป็นต่อผู้กำหนดนโยบายที่ทำให้สามารถดำเนินนโยบายการเงินให้สอดคล้องกับภาวะเศรษฐกิจ หรือผู้ประกอบการที่สามารถประเมินสภาพแวดล้อมทางการเงินเพื่อตัดสินใจในการลงทุนหรือบริโภคได้อย่างเหมาะสม โดยหนึ่งในเครื่องมือที่ช่วยให้ประเมินภาวะการเงินได้อย่างเป็นระบบและครอบคลุม คือ ดัชนีภาวะการเงิน (financial condition index) ซึ่งสามารถบ่งชี้ถึงผลกระทบของตัวแปรทางการเงิน (financial variables) ต่าง ๆ ต่อทิศทางภาวะเศรษฐกิจ โดยตัวแปรทางการเงินที่ปรับตัวเอื้อให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจขยายตัว ทำให้ประชาชนสามารถบริโภคหรือลงทุนได้มากขึ้น สะท้อนถึงภาวะการเงินที่ผ่อนคลาย (easing) อย่างไรก็ตาม ตัวแปรทางการเงินที่ส่งผลให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจชะลอลง ประชาชนลงทุนได้ยากขึ้นหรือมีต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น สะท้อนถึงภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้น (tightening)

การศึกษาดัชนีภาวะการเงินไทย นัยต่อการดำเนินนโยบายและภาคธุรกิจ

การสร้างดัชนีภาวะการเงินสามารถทำได้หลายวิธี ทั้ง Vector Autoregression (VAR) การกำหนดสัดส่วน (weighted average) การใช้เทคนิค Principle Component Analysis (PCA) หรือการใช้แบบจำลองเศรษฐกิจมหภาค งานวิจัยที่ศึกษาภาวะการเงินในช่วงที่ผ่านมาได้นำเสนอวิธีการสร้างดัชนีภาวะการเงินที่หลากหลายแตกต่างกัน เช่น การกำหนดสัดส่วนของแต่ละตัวแปรทางการเงินต่อดัชนีรวมซึ่งในบางงานศึกษาให้สัดส่วนเท่ากัน (simple average) การใช้เทคนิค PCA ที่ช่วยลดมิติของข้อมูลลง และทำให้อธิบายชุดข้อมูลที่มีปริมาณมากด้วยจำนวนดัชนีเพียงไม่กี่ตัว หรือแม้กระทั่งการใช้แบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคเพื่อดูความเชื่อมโยงระหว่างตัวแปรทางการเงินต่อภาวะเศรษฐกิจ แล้วนำความสัมพันธ์ที่พบนั้นมาคำนวณหาสัดส่วนเพื่อใช้ผูกเป็นดัชนีภาวะการเงินต่อไป

สำหรับการคำนวณดัชนีภาวะการเงินนั้น อีไอซีได้เลือกใช้วิธี Vector autoregression ซึ่งเป็นวิธีที่สามารถอธิบายพลวัตได้เข้าใจง่าย เสนอนัยเชิงนโยบายได้ชัดเจน และเป็นวิธีที่งานวิจัยชั้นนำส่วนใหญ่เลือกใช้ อีไอซีได้เลือกใช้แบบจำลองที่นำเสนอโดย กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) มาประยุกต์ใช้ในการสร้างดัชนีภาวะการเงินของไทย โดยงานศึกษาดังกล่าวได้ทำการสร้างดัชนีภาวะการเงินสำหรับกลุ่มประเทศเอเชียผ่านเทคนิค VAR ที่สร้างดัชนีโดยการให้น้ำหนักแต่ละตัวแปรขึ้นอยู่กับผลกระทบของตัวแปรนั้น ๆ ต่อเศรษฐกิจ ซึ่งตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่อ GDP มากก็就会被ให้น้ำหนักมากตามไปด้วย โดยในแบบจำลองของอีไอซี เลือกใช้ VAR(1) ในการวัดผลกระทบของตัวแปรทางการเงินต่อ GDP ไทย (อ่านเพิ่มเติมที่ BOX: การสร้างดัชนีภาวะการเงินไทย และภาวะการเงินไทยในช่วงสองทศวรรษที่ผ่านมา) และวัดผลกระทบในระยะ 2-4 ไตรมาส หลังจากในตัวแปรทางการเงินเปลี่ยนแปลงไป (shock)¹ ซึ่งงานศึกษาทางวิชาการส่วนใหญ่ เช่น IMF (2013) วัดผลกระทบของตัวแปรทางการเงินต่อ GDP ในระยะ 2 ไตรมาส ส่วนงานศึกษา Chow (2013) วัดผลกระทบทั้งในระยะ 2 และ 4 ไตรมาส ขึ้นอยู่กับตัวแปรที่เลือกใช้ ทั้งนี้ อีไอซี ได้ปรับใช้ตัวแปรในแบบจำลองให้สอดคล้องกับบริบทของเศรษฐกิจไทยมากขึ้น และสามารถสรุปได้ใน ตารางที่ 1

ตารางที่ 1 : ตัวแปรที่ใช้ในการสร้างดัชนีภาวะการเงินไทย และความสัมพันธ์ต่อภาวะการเงิน

สรุปตัวแปรทางการเงินที่ใช้ในการสร้างดัชนีภาวะการเงินไทย			
กลุ่ม	ตัวแปร	หน่วย	ความสัมพันธ์ต่อภาวะการเงิน (หากตัวแปรเพิ่มขึ้น)
อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินและตลาดพันธบัตรรัฐบาลไทย	อัตราดอกเบี้ยนโยบาย	level	ตึงตัว
	อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี	level	ตึงตัว
อัตราแลกเปลี่ยน	ดัชนีค่าเงินบาท (NEER)	YOY growth	ตึงตัว
ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์	SET index	YOY growth	ผ่อนคลาย
Corporate spread	ค่าเฉลี่ย Corporate spread กลุ่ม A อายุ 3-5 ปี	level	ตึงตัว
การระดมทุนของภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจ	สินเชื่อธนาคารพาณิชย์	QOQ growth	ผ่อนคลาย
	หลักทรัพย์ออกใหม่ภาคเอกชน ²	QOQ growth	ผ่อนคลาย
ความไม่แน่นอนในตลาดการเงินโลก	VIX index	level	ตึงตัว

ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทย สมาคมตราสารหนี้ไทย และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตัวแปรทั้งหมดถูก standardized ก่อนที่จะใช้ในแบบจำลองและสร้างดัชนีภาวะการเงิน)

¹ อีไอซี คำนวณน้ำหนักของตัวแปรทางการเงินแต่ละตัวโดยใช้ผลกระทบสะสม (cumulative impulse response) ต่อ GDP สองไตรมาสหลังจากใส่ shock ที่ตัวแปรทางการเงินแต่ละตัว อย่างไรก็ตาม สำหรับการคำนวณน้ำหนักของอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย อีไอซี เลือกใช้ cumulative impulse response 4 ไตรมาส เนื่องจากมองว่า ผลกระทบ (impulse response) ในสองไตรมาสแรกยังน้อย ซึ่งส่วนหนึ่งอาจมองได้ว่า ตลาดอัตราดอกเบี้ยไทยยังมีเครื่องมือค่อนข้างน้อย (และการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยนโยบายใช้เวลาค่อนข้างมากในการส่งผ่านไปสู่อัตราดอกเบี้ยในตลาด) ทำให้ผลของการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่จะส่งผ่านไปยังอัตราดอกเบี้ยอื่น ๆ ในตลาดเงินมีค่อนข้างจำกัด จึงทำให้ใช้เวลาในการส่งผ่านผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริง นอกจากนี้ อีกส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายไทยที่อยู่ในระดับต่ำค่อนข้างนานและข้อมูลที่มีย้อนกลับไม่ยาวนาน จึงอาจทำให้ผลที่ได้จากแบบจำลอง VAR มีน้อยกว่า

² หลักทรัพย์ออกใหม่ภาคเอกชน ประกอบด้วย หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นกู้ ตัวสัญญาใช้เงิน ตัวแลกเงิน และตัวเงิน รวบรวมโดย ธนาคารแห่งประเทศไทย

ช่องทางการส่งผ่านของแต่ละตัวแปรทางการเงินสู่ภาวะการเงินไทย

1) อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินและตลาดพันธบัตรรัฐบาล (อัตราดอกเบี้ยนโยบาย อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย)

ในการคำนวณดัชนีภาวะการเงินนั้น ตัวแปรแรกที่เราพิจารณาคืออัตราดอกเบี้ยนโยบาย เนื่องจาก เป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นอื่น ๆ ในตลาดเงิน อีกทั้งยังมีผลต่ออัตราดอกเบี้ยชนิดต่าง ๆ ของธนาคารพาณิชย์เช่นกัน ไม่ว่าจะเป็น อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ อัตราดอกเบี้ยออมทรัพย์ รวมไปถึงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR และ MRR เป็นต้น ซึ่งอัตราดอกเบี้ยเหล่านี้ส่งผลกระทบต่อต้นทุนการระดมทุนและพฤติกรรมการบริโภค/ออมเงินของทั้งครัวเรือนและภาคธุรกิจ นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยระยะยาวก็มีความสำคัญเช่นกัน เนื่องจาก มักเป็นต้นทุนทางการเงินของสถาบันการเงินที่ต้องลงทุนในระยะยาว (เช่น บริษัทประกันภัยหรือกองทุนบำนาญ) โดยไอโอซี เลือกใช้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 10 ปี ในการคำนวณดัชนีภาวะการเงิน สำหรับพลวัตของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาวนั้น พบว่า ไม่ได้เคลื่อนไหวตามอัตราดอกเบี้ยนโยบายเสมอไป เนื่องจาก ได้รับอิทธิพลจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก โดยพบว่ามีความสัมพันธ์ (correlation) สูงถึง 0.7-0.8 นอกจากนี้ ยังได้รับอิทธิพลจากเงินทุนเคลื่อนย้ายอีกด้วย

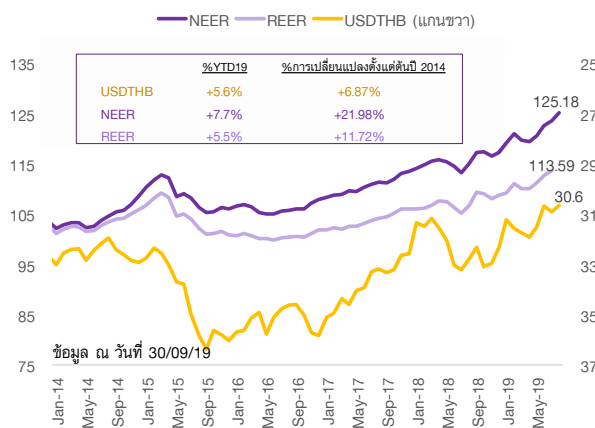
2) อัตราแลกเปลี่ยน

การที่ประเทศไทยเป็นระบบเศรษฐกิจแบบเปิดขนาดเล็ก กล่าวคือ มีการติดต่อด้านค้าขายกับประเทศอื่นค่อนข้างมากเมื่อเทียบกับขนาดเศรษฐกิจแต่สัดส่วนการค้าเมื่อเทียบกับการค้าโลกยังคงน้อย และ ธปท. มีการประกาศใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ (managed float) ตั้งแต่ปี 1997 โดยมีแนวทางบริหารจัดการอัตราแลกเปลี่ยนโดยไม่ควบคุมอัตราแลกเปลี่ยน ณ ค่าใดค่าหนึ่งโดยเฉพาะ อัตราแลกเปลี่ยนจึงเป็นปัจจัยสำคัญที่ต้องพิจารณาในการสร้างดัชนีภาวะการเงินไทย ซึ่งการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลกระทบต่อภาคส่งออกและนำเข้าสินค้าและบริการโดยตรง กล่าวคือ อัตราแลกเปลี่ยนที่แข็งค่าขึ้นจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันผู้ส่งออกไทย (price competitiveness) เนื่องจาก ราคาสินค้าและบริการของไทยปรับตัวสูงขึ้นโดยเปรียบเทียบกับสินค้าจากประเทศคู่ค้าคู่แข่ง นอกจากนี้ ยังทำให้รายได้ในรูปเงินบาทของผู้ส่งออกไทยปรับลดลงอีกด้วย (รูปที่ 1) ขณะเดียวกัน อัตราแลกเปลี่ยนที่แข็งค่าขึ้นนั้นก็ส่งผลดีต่อผู้นำเข้า ทำให้สามารถนำเข้าสินค้าและบริการได้ถูกลง โดยอัตราแลกเปลี่ยนที่สำคัญและถูกใช้เป็นสกุลเงินในการซื้อขายแลกเปลี่ยนสินค้าก็คือ เงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ อย่างไรก็ตาม ไอโอซีเลือกใช้ ดัชนีค่าเงินบาท (Nominal Effective Exchange Rate : NEER) ที่คำนวณโดย ธปท. ซึ่งสะท้อนทิศทางค่าเงินบาทเทียบกับค่าเงินของประเทศคู่ค้าคู่แข่งที่สำคัญของไทย และถูกถ่วงน้ำหนักตามสัดส่วนการค้าระหว่างกัน การใช้ดัชนีค่าเงินบาทจึงให้ภาพที่ครอบคลุมกว่าการใช้เงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐเพียงสกุลเดียว เพราะเป็นเครื่องชี้วัดความสามารถในการแข่งขันกับประเทศคู่ค้าที่สำคัญ โดยข้อมูลเดือนกันยายน ปี 2019 เทียบกับต้นปี 2014 ดัชนีค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นถึง 21.98% ขณะที่เงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าขึ้นเพียง 6.87%

รูปที่ 1 : เงินบาทที่แข็งค่าขึ้นส่งผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันของผู้ส่งออกไทย (price competitiveness) และทำให้รายได้ในรูปเงินบาทของผู้ส่งออกไทยปรับลดลง

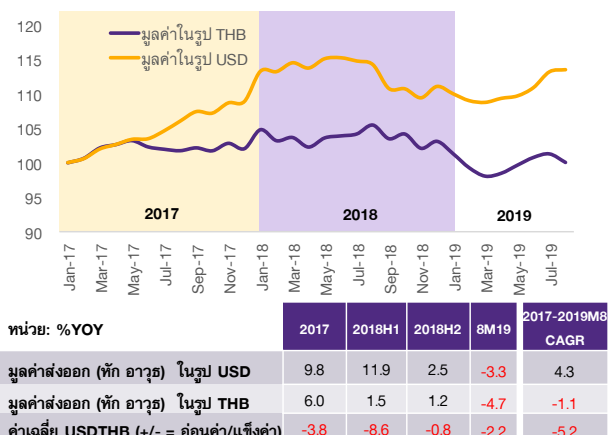
USDTHB ดัชนีค่าเงินบาท (NEER) และดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER)

หน่วย : ดัชนี หน่วย : บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ



มูลค่าส่งออกไทย

หน่วย : ดัชนี มกราคม 2017 = 100, 3MMA, SA



หมายเหตุ : ข้อมูลการขยายตัวของมูลค่าส่งออกถูกหักผลตามฤดูกาล

ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ CEIC และ MOC

3) ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ และส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (corporate spread)

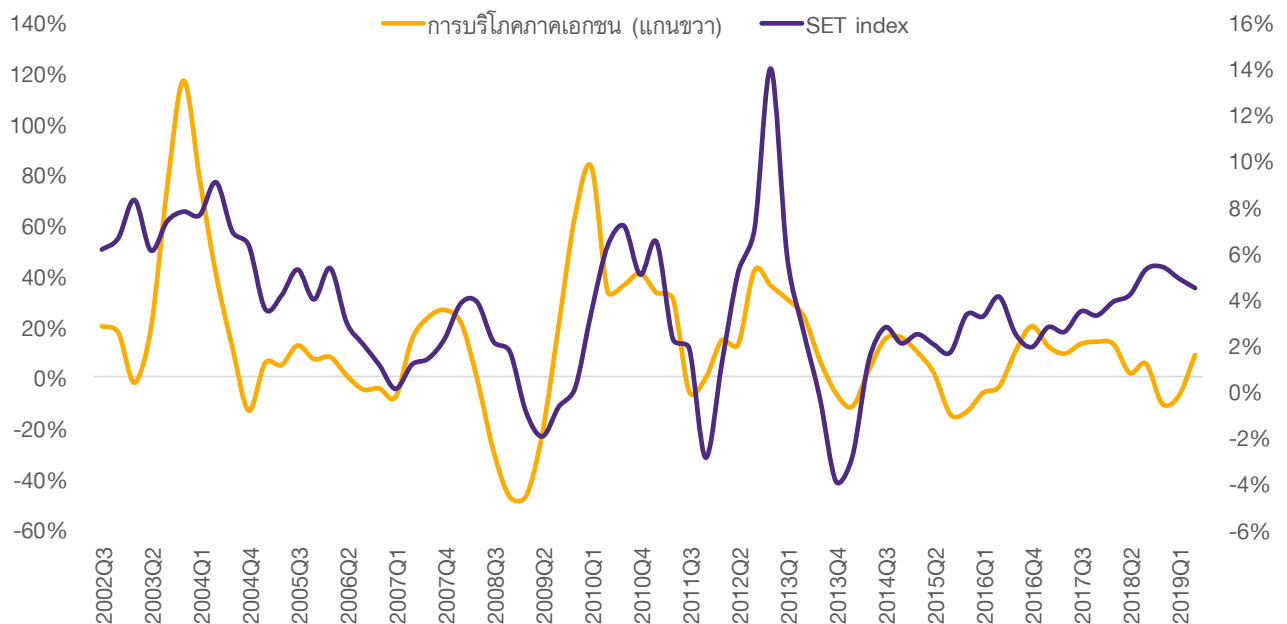
ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์เป็นอีกตัวแปรสำคัญที่งานวิจัยส่วนใหญ่เลือกใช้สำหรับการคำนวณดัชนีภาวะการเงิน เนื่องจากส่งผลกระทบต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจผ่านสองช่องทางด้วยกันได้แก่ 1) ช่องทางความมั่งคั่ง (wealth effect) กล่าวคือ เมื่อดัชนีหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นก็ทำให้ครัวเรือนที่ถือครองหลักทรัพย์ในตลาดทุนมีความมั่งคั่งมากขึ้น ครัวเรือนจึงมีแนวโน้มที่จะบริโภคสูงขึ้น (รูปที่ 2) และ 2) ช่องทางต้นทุนของเงินทุน (cost of capital) กล่าวคือ เมื่อดัชนีหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นก็จะส่งผลให้ต้นทุนการระดมทุนของภาคธุรกิจผ่านตลาดหลักทรัพย์ปรับลดลง เนื่องจากทำให้เงินสัดส่วนปันผลที่ต้องจ่ายในระยะข้างหน้าต่อมูลค่าตลาดของบริษัทปรับลดลง ภาคธุรกิจจึงมีแนวโน้มที่จะระดมทุนมากขึ้น (รูปที่ 3) นอกจากนี้ corporate spread ก็เป็นอีกตัวแปรหนึ่งที่สำคัญและถูกนำมาใช้คำนวณดัชนีภาวะการเงิน เนื่องจาก สะท้อนมุมมองของนักลงทุนต่อความสามารถในการชำระหนี้ของภาคธุรกิจที่ระดมทุนผ่านการออกหุ้นกู้ หากนักลงทุนมองว่าความสามารถในการชำระหนี้ของภาคธุรกิจมีน้อยลง นักลงทุนย่อมต้องการอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในพันธบัตรที่ออกโดยภาคธุรกิจมากขึ้นเพื่อที่จะชดเชยความเสี่ยงด้านเครดิต (credit risk premium) ดังนั้นจะส่งผลให้ต้นทุนการระดมทุนของภาคธุรกิจผ่านการออกหุ้นกู้ปรับสูงขึ้นตามไปด้วย ซึ่งจะบั่นทอนการลงทุนของภาคเอกชน โดย อีไอซี เลือกใช้ corporate spread ของกลุ่มอันดับความน่าเชื่อถือ (credit rating) A เข้ามาคำนวณดัชนีภาวะการเงินของไทย เนื่องจาก เป็นกลุ่มที่มีสัดส่วนต่อมูลค่าคงค้างของหุ้นกู้รวมทั้งหมดสูงที่สุด ซึ่งมีสัดส่วนประมาณ 50% จากหุ้นกู้ทั้งหมดทุกอันดับความน่าเชื่อถือ (ข้อมูล ณ วันที่ 23 กันยายน 2019) (รูปที่ 4)

รูปที่ 2 : เมื่อดัชนีหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นก็ทำให้ครัวเรือนที่ถือครองหลักทรัพย์ในตลาดทุนมีความมั่งคั่งมากขึ้น ครัวเรือนจึงมีแนวโน้มที่จะบริโภคสูงขึ้น

การบริโภคภาคเอกชนและดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทย

หน่วย : %YOY

หน่วย : %YOY



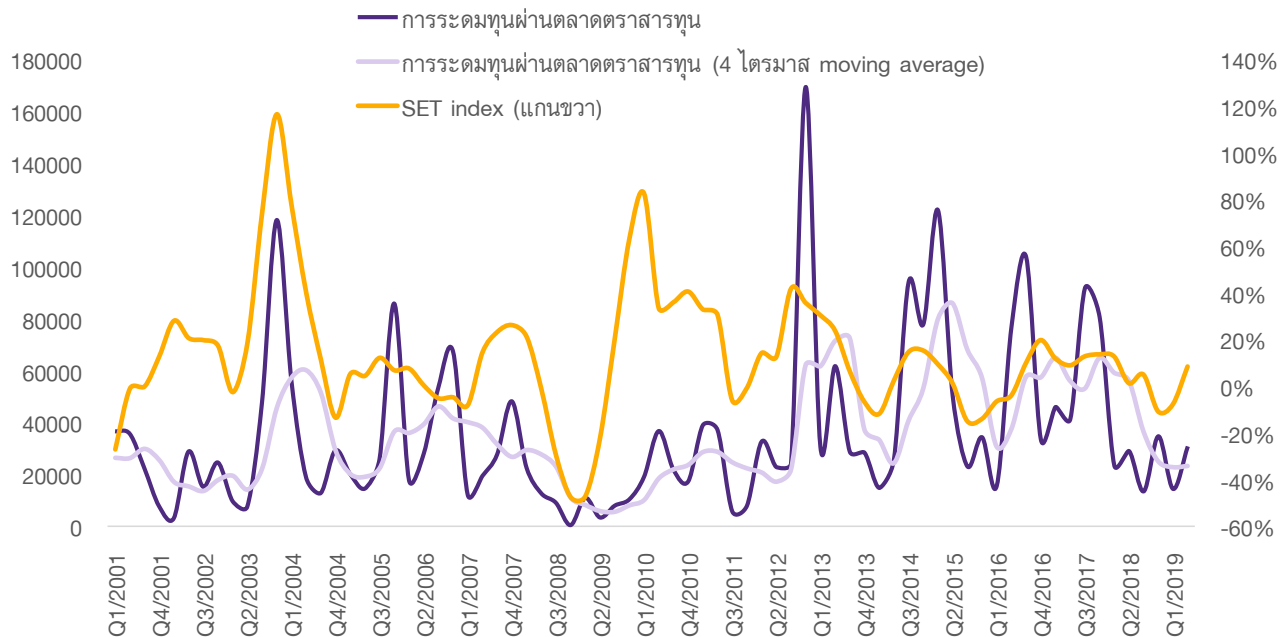
ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของสำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

รูปที่ 3 : เมื่อดัชนีหลักทรัพ์ปรับตัวสูงขึ้นส่งผลให้ต้นทุนการระดมทุนของภาคธุรกิจผ่านตลาดหลักทรัพ์ปรับลดลง ภาคธุรกิจจึงมีแนวโน้มที่จะระดมทุนมากขึ้น

การระดมทุนผ่านตลาดตราสารทุน และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทย

หน่วย: ล้านบาท

หน่วย : %YOY



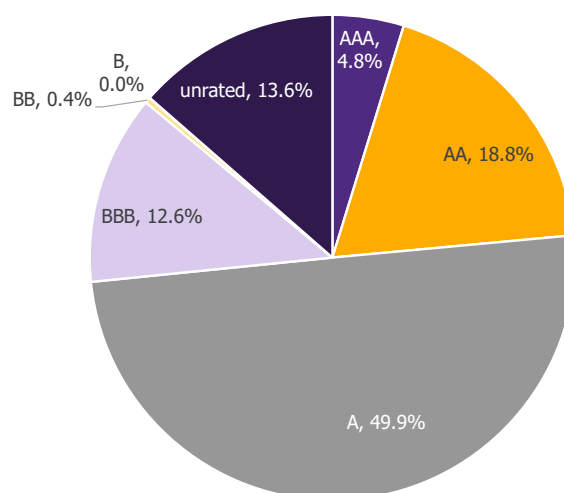
หมายเหตุ : การระดมทุนผ่านตลาดตราสารทุน นับเฉพาะหุ้นสามัญ

ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

รูปที่ 4 : มูลค่าคงค้างของหุ้นกู้ที่มีระดับความน่าเชื่อถืออยู่ในกลุ่ม A มีสัดส่วนต่อมูลค่าคงค้างของหุ้นกู้ทั้งหมดสูงที่สุด ที่ 49.9%

สัดส่วนมูลค่าหุ้นกู้แบ่งตามระดับความน่าเชื่อถือ

หน่วย : %



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA
(ข้อมูล ณ วันที่ 25 กันยายน 2019)

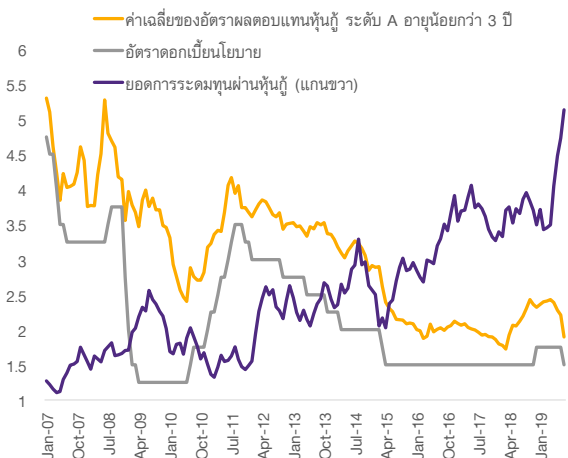
4) การระดมทุนของภาคธุรกิจ และปริมาณการขอสินเชื่อของภาคครัวเรือน

นอกจากตัวแปรทางการเงินทางด้านราคาที่ถูกกล่าวไปข้างต้นแล้ว ภาวะการเงินอีกมิติที่มีความสำคัญต่อทิศทางเศรษฐกิจเป็นอย่างมากก็คือ ปริมาณการให้สินเชื่อและความสามารถในการระดมทุนของภาคธุรกิจซึ่งเป็นสิ่งที่สะท้อนสภาพคล่องในตลาดการเงินและความสามารถในการกู้ยืมเงิน (leverage) ของผู้เล่นในตลาด โดยในเวลาที่วัฏจักรเศรษฐกิจอยู่ในช่วงขาขึ้น ครัวเรือนและภาคธุรกิจจะมีความต้องการสินเชื่อสูงขึ้นเพื่อนำมาใช้ลงทุนและขยายกิจการช่องทางที่ครัวเรือนใช้เพื่อการระดมทุนจะเป็นการขอสินเชื่อผ่านธนาคารพาณิชย์ สำหรับภาคธุรกิจนั้น นอกจากจะสามารถขอสินเชื่อได้แล้ว ยังสามารถระดมทุนผ่านทางตลาดตราสารทุนและตลาดตราสารหนี้ได้อีกด้วย โดยในเวลาที่ปริมาณสินเชื่อมีมาก หรือภาคธุรกิจสามารถระดมทุนผ่านตลาดทุนได้ง่าย ภาวะการเงินจะอยู่ในระดับผ่อนคลาย อย่างไรก็ตาม ในช่วงที่ธนาคารพาณิชย์เข้มงวดการปล่อยสินเชื่อมากขึ้น หรือภาคธุรกิจระดมทุนผ่านตลาดทุนได้ยาก ภาวะการเงินก็จะตึงตัว โดยอาจมีสาเหตุมาจากความเสี่ยงด้านเครดิตที่ปรับสูงขึ้นหรือสภาพคล่องในระบบที่มีน้อยลง นอกจากนี้ ตลาดตราสารหนี้ยังมีความสำคัญต่อการระดมทุนของภาคธุรกิจไทยมากขึ้นในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา จากข้อมูลของสมาคมตราสารหนี้ไทย พบว่า ในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่อง ต้นทุนการระดมทุนผ่านการออกตราสารหนี้ของภาคธุรกิจ (สะท้อนจากอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้) ก็อยู่ในระดับต่ำเช่นกัน จึงทำให้บริษัทไทยหันมาระดมทุนผ่านตราสารหนี้มากขึ้นต่อเนื่อง (รูปที่ 5 ซ้ายมือ) นอกจากนี้ อัตราการขยายตัวของยอดคงค้างหุ้นกู้ยังสูงกว่าอัตราการขยายตัวของยอดคงค้างสินเชื่อธุรกิจอย่างต่อเนื่อง (รูปที่ 5 ขวามือ)³

รูปที่ 5 : อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่อยู่ในระดับต่ำต่อเนื่อง ต้นทุนการระดมทุนผ่านการออกหุ้นกู้ก็อยู่ในระดับต่ำเช่นกัน ทำให้บริษัทไทยหันมาระดมทุนมากขึ้นต่อเนื่อง นอกจากนี้ อัตราการขยายตัวของยอดคงค้างหุ้นก้วยังสูงกว่าอัตราการขยายตัวของยอดคงค้างสินเชื่อธุรกิจอย่างต่อเนื่อง

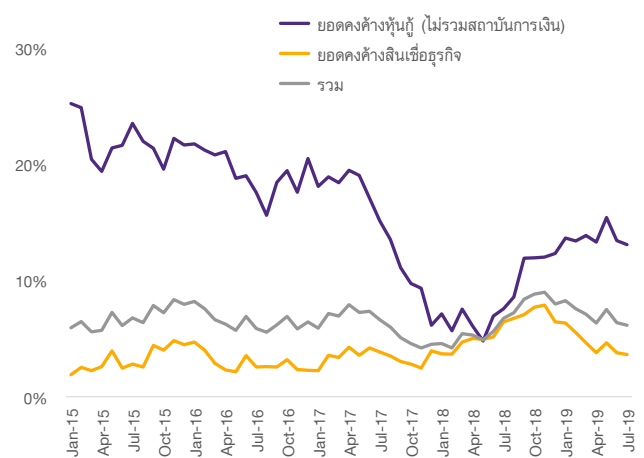
มูลค่าการระดมทุนและต้นทุนของการออกหุ้นกู้ระยะยาว
และอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

หน่วย : % หน่วย : พันล้านบาท (6MMA)



อัตราการขยายตัวของยอดคงค้างหุ้นกู้
และอัตราการขยายตัวของยอดคงค้างสินเชื่อธุรกิจ

หน่วย : %YOY



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA และธนาคารแห่งประเทศไทย

5) ความไม่แน่นอน และความเชื่อมั่นในตลาดเงินโลก

นอกจากตัวแปรทางการเงินในประเทศแล้ว ภาวะและความเสี่ยงของตลาดเงินโลกก็ส่งผลถึงภาวะการเงินไทยเช่นกัน โดยตัวแปรที่ใช้อธิบายมาพิจารณาด้วย คือ ดัชนีความผันผวนของตลาดหุ้นสหรัฐฯ (CBOE's Market Volatility Index: VIX) ซึ่งงานวิจัยส่วนใหญ่ใช้เป็นเครื่องบ่งชี้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนในตลาดเงินโลก โดยในเวลาที่ดัชนี VIX เพิ่มขึ้น จะสะท้อนถึงความผันผวนในตลาดหลักทรัพย์สหรัฐฯ ที่มีมากขึ้น ส่งผลเสียต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนโดยรวม ซึ่งความเชื่อมั่นของนักลงทุนในตลาดเงินโลกสามารถส่งผลถึงภาวะการเงินไทยได้หลายช่องทาง เช่น ในเวลาที่ความเชื่อมั่นสูงและความเสี่ยงต่ำ นักลงทุนมีความต้องการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง (risk-on) เช่น สินทรัพย์ของกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ จึงมักเห็นเงินทุนเคลื่อนย้ายไหลเข้าตลาดเงินไทยในทางกลับกัน หากความเสี่ยงในตลาดเงินโลกปรับสูงขึ้น เช่น ผลจากจากสงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงทำให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนลดลง (risk-off) ก็มักจะเห็นเงินทุนเคลื่อนย้ายไหลออกจากสินทรัพย์เสี่ยงได้

³ แม้ปริมาณสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์อาจยังขึ้นถึงภาวะการเงินได้ดี แต่ความเข้มงวดของการปล่อยสินเชื่อ (credit standards) ก็เป็นอีกมิติที่ควรคำนึงถึงเช่นกัน เนื่องจากการควบคุมปริมาณสินเชื่อที่ธนาคารพาณิชย์อนุมัติเพียงอย่างเดียวอาจไม่สะท้อนถึงความต้องการสินเชื่อของประชาชนโดยรวมได้ กล่าวคือ ธนาคารพาณิชย์อาจใช้เกณฑ์พิจารณาสินเชื่อที่เข้มงวดขึ้น ทำให้สินเชื่อที่ได้รับอนุมัติอาจมีน้อยกว่าความต้องการสินเชื่อได้ ซึ่งปัจจัยแวดล้อมดังกล่าวอาจสะท้อนถึงภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้น อย่างไรก็ตาม ด้วยข้อจำกัดทางด้านข้อมูลและเทคนิคเชิงสถิติทำให้ทางผู้จัดทำเลือกใช้ปริมาณการให้สินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ในการคำนวณดัชนีภาวะการเงินของไทย ทั้งนี้งานศึกษาในอนาคตอาจพยายามรวมข้อมูล credit standards เข้ามาร่วมพิจารณาด้วย

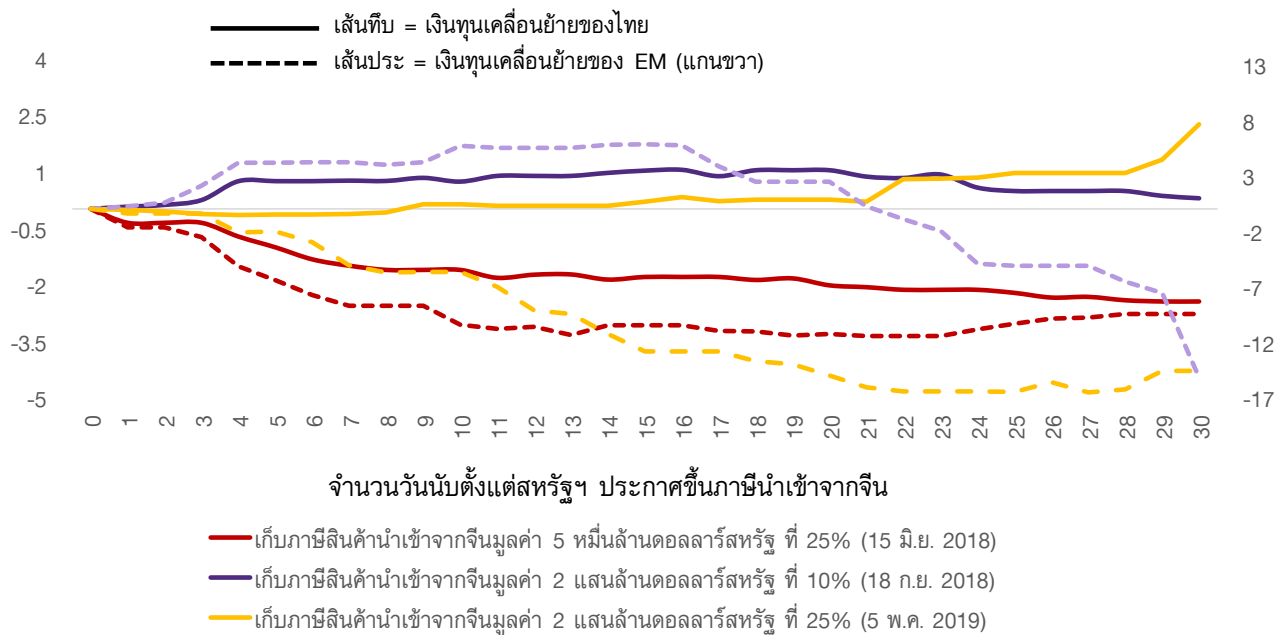
อย่างไรก็ดี เสถียรภาพด้านต่างประเทศของไทยที่แข็งแกร่งมักเป็นกันชนที่ทำให้เงินทุนเคลื่อนย้ายไหลออกจากตลาดเงินไทยในอัตราที่น้อยกว่าเมื่อเทียบกับประเทศอื่นในภูมิภาค อีกทั้งในเวลาที่มีความเชื่อมั่นของนักลงทุนลดลงไม่รุนแรงและรวดเร็วนัก (ไม่เป็น global risks-off) ก็จะมีนักลงทุนโยกเงินจากประเทศอื่นในภูมิภาคเข้ามาพักไว้ในตลาดเงินไทย ตัวอย่างเช่น ในช่วงที่สงครามการค้าปะทุขึ้นเป็นครั้งแรกในเดือนมิถุนายน ปี 2018 ความเชื่อมั่นและผลตอบแทนของสินทรัพย์เสี่ยงปรับลดลงทั่วโลก แต่กลับพบว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายไหลออกจากไทยในอัตราที่น้อยกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค ส่วนการประกาศขึ้นภาษีนำเข้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน ครั้งต่อ ๆ มาในเดือนกันยายน 2018 และพฤษภาคม 2019 พบว่า เงินทุนเคลื่อนย้ายไหลเข้าตลาดเงินไทยแต่ไหลออกจากตลาดเงินของประเทศตลาดเกิดใหม่ ๆ ส่วนใหญ่ (รูปที่ 6)

รูปที่ 6 : ในเวลาที่มีความเชื่อมั่นของนักลงทุนลดลงไม่รุนแรงและรวดเร็วนัก (ไม่เป็น global risks-off) เงินทุนเคลื่อนย้ายมีแนวโน้มไหลเข้าตลาดเงินไทย แต่ไหลออกจากตลาดเงินของประเทศตลาดเกิดใหม่ส่วนใหญ่

เงินทุนเคลื่อนย้ายของไทยและ EM ในช่วง risk-off

หน่วย : พันล้านดอลลาร์สหรัฐ

หน่วย : พันล้านดอลลาร์สหรัฐ



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ IIF

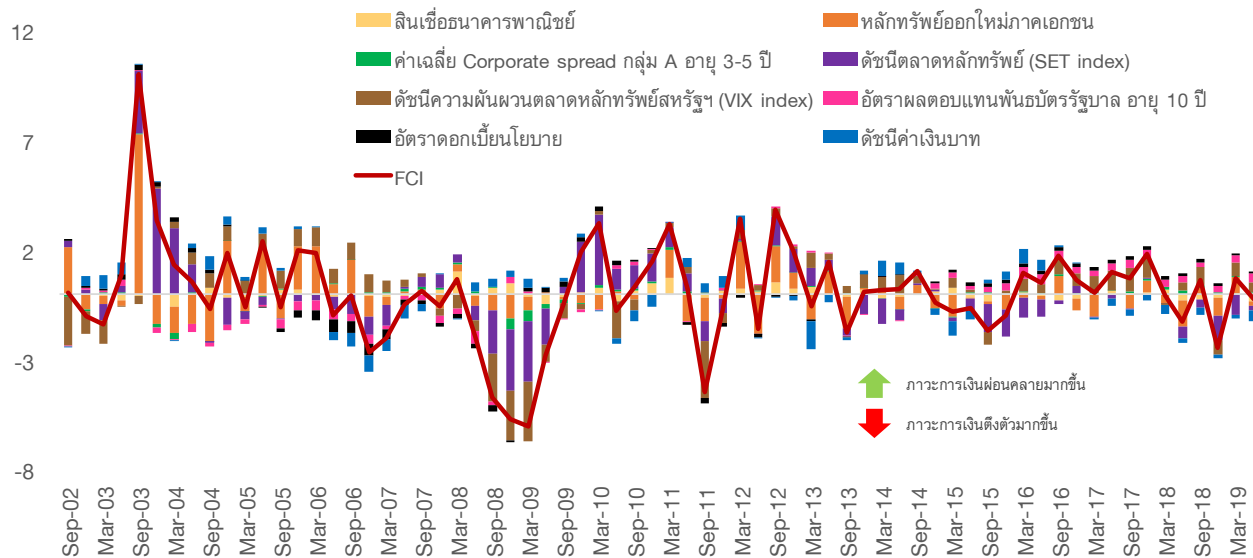
การตีความดัชนีภาวะการเงิน และความสัมพันธ์ต่อภาคเศรษฐกิจจริง

รูปที่ 7 แสดง ดัชนีภาวะการเงินไทยที่คำนวณโดยวิธี VAR และใช้ตัวแปรทางการเงินข้างต้น โดยดัชนีที่ถูกจัดทำขึ้นมานี้ถูกแปลงให้เป็นค่าโดยเปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของแต่ละตัวแปรนั้น ๆ ในอดีต (normalized variables) ซึ่งดัชนีที่ปรับสูงขึ้นหมายถึงภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลงกว่าค่าเฉลี่ยของช่วงเวลาที่ทำการศึกษา (ระหว่างปี 2002-2019) เช่น ดัชนีภาวะการเงินที่ระดับ +1 หมายถึง ภาวะการเงินโดยรวมผ่อนคลายกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตประมาณ 1 standard deviation (S.D.)

รูปที่ 7 : ดัชนีภาวะการเงินไทยที่คำนวณโดยวิธี VAR

ดัชนีภาวะการเงินไทย (FCI)

หน่วย : ดัชนี

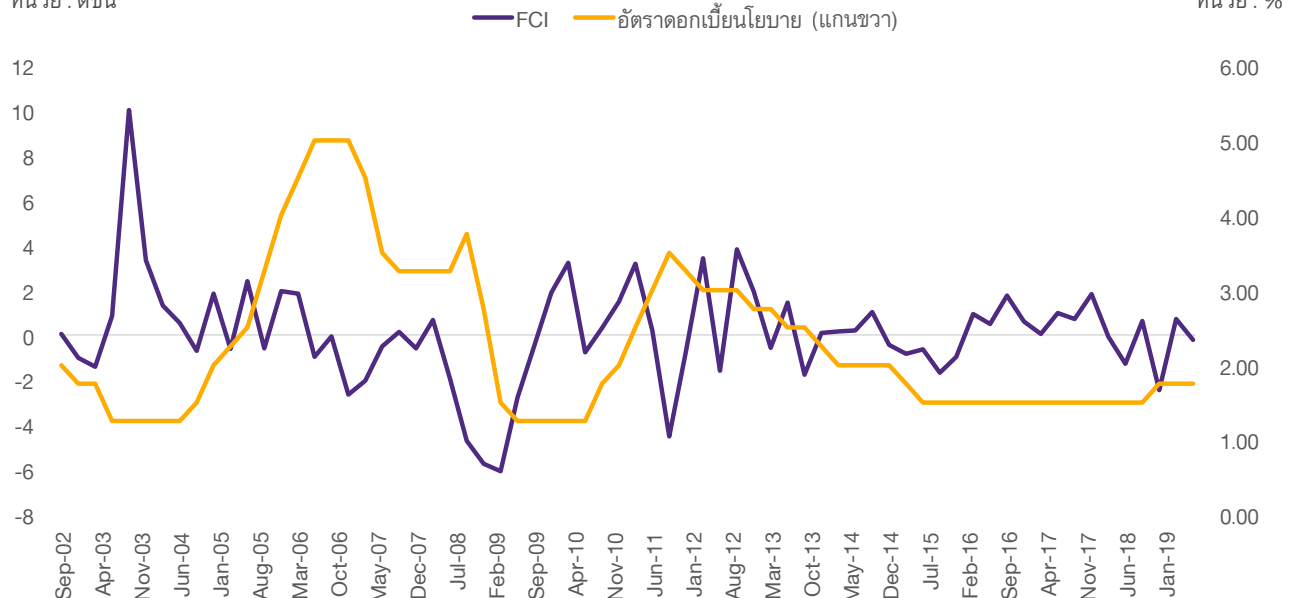


ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC

รูปที่ 8 : การประเมินภาวะการเงินไทยจำเป็นพิจารณาปัจจัยอื่น ๆ นอกเหนือจาก อัตราดอกเบี้ยนโยบายเพียงอย่างเดียว

ดัชนีภาวะการเงินไทย (FCI) และอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

หน่วย : ดัชนี



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC

อีไอซี ได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีภาวะการเงินและอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจไทย โดยใช้แบบจำลอง VAR(1) ในการดูทิศทางและขนาดของอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจหลังปรับ (shock) ค่าตัวแปรทางการเงินที่ใช้สร้างดัชนีภาวะการเงิน พบว่า หากภาวะการเงินโดยรวมดีตัวขึ้นจะส่งผลให้ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวลง โดยผลกระทบจะสูงที่สุดในไตรมาสแรก หลังจากตัวแปรทางการเงินเปลี่ยนแปลง หลังจากนั้นผลกระทบจะทยอยลดลงจนหมดไปในระยะเวลาประมาณ 2 ปี (ตารางที่ 2) นอกจากนี้ อีไอซีได้สรุปสถานการณ์จำลองในกรณีที่ตัวแปรทางการเงินต่าง ๆ เปลี่ยนไปจะส่งผลต่อภาวะเศรษฐกิจไทยอย่างไร (ตารางที่ 3)

ตารางที่ 2 : ภาวะการเงินโดยรวมที่ดีตัวขึ้นส่งผลให้ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวลง

	ผลกระทบต่ออัตราการเติบโตของ GDP เมื่อดัชนีภาวะการเงินดีตัวขึ้น 1 S.D.
1 ไตรมาสที่ข้างหน้า	-0.56 p.p.
2 ไตรมาสที่ข้างหน้า	-0.46 p.p.
3 ไตรมาสที่ข้างหน้า	-0.28 p.p.
4 ไตรมาสที่ข้างหน้า	-0.15 p.p.
5 ไตรมาสที่ข้างหน้า	-0.08 p.p.
6 ไตรมาสที่ข้างหน้า	-0.04 p.p.
7 ไตรมาสที่ข้างหน้า	-0.02 p.p.
8 ไตรมาสที่ข้างหน้า	-0.01 p.p.

ตารางที่ 3 : สถานการณ์จำลองในกรณีที่ตัวแปรทางการเงินต่าง ๆ เปลี่ยนไปจะส่งผลต่อภาวะเศรษฐกิจไทยอย่างไร (โดยกำหนดให้ตัวแปรอื่น ๆ คงที่)

	น้ำหนักใน FCI ของแต่ละตัวแปร	การเปลี่ยนแปลง ของแต่ละตัวแปร	ผลกระทบต่อ FCI	ผลกระทบต่อการ ขยายตัวของ GDP ใน 1 ปี (ppt)
การขยายตัวของหลักทรัพย์ออกใหม่ภาคเอกชน	30.4%	ขยายตัว 3%QOQ	0.11	0.07
SET index	25.5%	เพิ่มขึ้น 3%YOY	0.14	0.09
การขยายตัวของยอดคงค้างสินเชื่อ ธนาคารพาณิชย์	5.7%	ขยายตัว 3%QOQ	0.39	0.24
ค่าเฉลี่ย Corporate spread กลุ่ม A อายุ 3-5 ปี	2.5%	เพิ่มขึ้น 0.1%	-0.04	-0.02
อัตราดอกเบี้ยนโยบาย	4.2%	เพิ่มขึ้น 0.25%	-0.05	-0.03
อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล อายุ 10 ปี	5.5%	เพิ่มขึ้น 0.5%	-0.08	-0.05
ดัชนีค่าเงินบาท	8.1%	แข็งค่าขึ้น 3%YOY	-0.48	-0.30
VIX index	18.0%	เพิ่มขึ้น 3 หน่วย	-0.33	-0.21



ข้อสรุป (stylized facts) และนัยต่อการดำเนินนโยบายและบริหารธุรกิจ

1) แม้อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะถูกปรับลดลง แต่หากปัจจัยทางการเงินอื่น ๆ ไม่สามารถตอบสนอง ก็ไม่อาจช่วยให้ภาวะการเงินผ่อนคลายลงได้มากนัก ผลกระทบต่อ GDP ก็จะมีจำกัด กล่าวคือ

- การปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพียงอย่างเดียว ขณะที่ตัวแปรทางการเงินอื่น ๆ คงที่ หรือผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่สามารถส่งผ่านไปยังเครื่องชี้ภาวะการเงินด้านอื่น ๆ เช่น ธนาคารพาณิชย์ยังคงเข้มงวดต่อการปล่อยสินเชื่อ ความเชื่อมั่นและความสามารถในการระดมทุนของภาคธุรกิจมีน้อย หรือเงินบาทยังคงแข็งค่าต่อเนื่อง ภาวะการเงินโดยรวมก็ไม่สามารถผ่อนคลายลงนัก ทำให้ผลต่อการขยายตัวของ GDP มีค่อนข้างจำกัด
- ในอดีตที่ผ่านมาก็มีตัวอย่างให้เห็น คือ ระหว่างปี 2011-2015 ที่ กนง. ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงต่อเนื่อง จากที่ระดับ 3.50% มาที่ 1.50% แต่ภาวะการเงินไทยโดยรวมในปี 2015 ยังคงตึงตัวกว่าค่าเฉลี่ยในช่วง 2002-2019 เนื่องจาก การปล่อยสินเชื่อและการระดมทุนของภาคธุรกิจในขณะนั้นชะลอลง อีกทั้งอัตราแลกเปลี่ยนยังแข็งค่าขึ้นมากในช่วงครึ่งแรกของปี 2015 จึงทำให้ภาวะการเงินไม่ได้ไปในทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และปรับตัวขึ้น ส่งผลให้ GDP ขยายตัวได้ไม่สูงนัก โดยในปี 2015 ขยายตัว 3.1% อย่างไรก็ตาม ภาวะการเงินไทยที่กลับมาผ่อนคลายลงในปี 2016-2017 เป็นปัจจัยสนับสนุนให้ GDP ขยายตัวได้ 3.4% และ 4.0% ตามลำดับ
- สำหรับผลจากการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 25 bps ในไตรมาสที่ 3 ปี 2019 นี้ อีไอซี มองว่าอาจช่วยให้ภาวะการเงินผ่อนคลายลงได้ไม่มากนัก เนื่องจาก แนวโน้มสินเชื่อที่ขยายตัวชะลอลง เงินบาทที่ยังแข็งค่าต่อเนื่อง และความเสี่ยงจากต่างประเทศที่ยังมีอยู่สูง ทำให้ภาวะการเงินไทยโดยรวมอาจไม่สามารถผ่อนคลายลงได้มาก จึงอาจคล้ายกับภาวะการเงินในปี 2014-2015

2) ในช่วงเวลาเดียวกัน ภาวะการเงินของแต่ละกลุ่มธุรกิจอาจมีความแตกต่างกัน

- ตั้งแต่ปี 2018 แม้ภาวะการเงินโดยรวมของไทยจะตึงตัวขึ้น แต่ภาวะการเงินของกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ยังคงผ่อนคลาย เพราะถึงแม้สินเชื่อภาคธุรกิจจะชะลอลง แต่บริษัทยังสามารถระดมทุนผ่านการออกหุ้นกู้ได้ โดยอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยที่ปรับลดลงช่วยลดแรงกดดันจาก corporate spread ที่ปรับเพิ่มขึ้นตามความเสี่ยงของเศรษฐกิจไทย ทำให้อัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ (สะท้อนต้นทุนการระดมทุนของภาคธุรกิจผ่านตลาดตราสารหนี้) โดยรวมค่อนข้างทรงตัว โดยอีไอซีพบว่า ปริมาณการออกหุ้นกู้ในประเทศตั้งแต่ต้นปี 2019 ถึงเดือนกรกฎาคมมีมูลค่ารวมอยู่ที่ 1.15 ล้านล้านบาท ซึ่งค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับปริมาณการออกหุ้นกู้ในปี 2018 ที่ 1.64 ล้านล้านบาท

- อย่างไรก็ดี กลุ่มธุรกิจขนาดกลางและเล็ก (SMEs) และภาคครัวเรือนยังต้องเผชิญกับภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้น เนื่องจากสินเชื่อธนาคารพาณิชย์ซึ่งเป็นแหล่งระดมทุนสำคัญของกลุ่มนี้ขยายตัวชะลอตัวอย่างต่อเนื่อง ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากมาตรการของ ธปท. ที่ได้ดำเนินการไปในปี 2019 เพื่อลดความเสี่ยงด้านเสถียรภาพระบบการเงิน โดยการขยายตัวของสินเชื่อภาคธุรกิจ SME ในไตรมาส 1 และไตรมาส 2 ของปี 2019 อยู่ที่ 1.5%YOY และ -0.1%YOY ลดลงจากสิ้นปี 2018 ที่ขยายตัว 4.5%YOY ส่วนสินเชื่อที่อยู่อาศัยชะลอตัวลงจาก 9.1%YOY ในไตรมาสที่ 1 มาอยู่ที่ 7.8%YOY ในไตรมาสที่ 2 ซึ่งเป็นผลจากมาตรการ LTV ในภาคอสังหาริมทรัพย์เป็นหลัก

3) ความไม่แน่นอนและภาวะการเงินในต่างประเทศส่งผลกระทบต่อภาวะการเงินของไทยอย่างมีนัยสำคัญ การดำเนินนโยบายการเงินและการวางแผนธุรกิจจึงจำเป็นต้องพิจารณาสถานการณ์ต่างประเทศอย่างรอบคอบ

- ภาวะการเงินไทยนับตั้งแต่ปี 2002 เคยปรับตึงตัวขึ้นอย่างรุนแรงด้วยกัน 2 ครั้ง ซึ่งล้วนมีต้นตอมาจากความไม่แน่นอนในต่างประเทศคือช่วงวิกฤตการเงินโลกในปี 2008-2009 และช่วงไตรมาสที่ 3 ของปี 2011 ที่เป็นผลพวงจากวิกฤตหนี้สาธารณะของยุโรป และผลพวงจากสหรัฐฯ ถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือลง โดยความไม่แน่นอนและความเสี่ยงที่สะท้อนผ่านดัชนี VIX ปรับสูงขึ้นมาก และผลกระทบได้ส่งผ่านมายังตลาดเงินไทย ทำให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนลดลง เงินทุนเคลื่อนย้ายไหลออกจากกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่เข้าสู่สินทรัพย์ปลอดภัยโลก และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยปรับลดลงมาก ด้วยความเสี่ยงที่ทวีความรุนแรงนี้ ทำให้ภาคธุรกิจระดมทุนได้น้อยลงเช่นกัน
- อย่างไรก็ดี ในช่วงเวลาใกล้เคียงกัน ธปท. ได้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ในไตรมาส 3 ปี 2008 ก่อนที่ วิกฤตการเงินโลก (Global Financial Crisis: GFC) จะส่งผลกระทบเป็นวงกว้างทั่วโลก และในไตรมาส 1 ถึงไตรมาส 3 ปี 2011 ทำให้ภาวะการเงินปรับตึงตัวมากยิ่งขึ้นและรุนแรงดังที่รูปที่ 7 ได้แสดงดังนั้นการดำเนินนโยบายการเงินและการวางแผนดำเนินธุรกิจจึงจำเป็นต้องพิจารณาปัจจัยต่างประเทศอย่างรอบด้าน ซึ่งการลดดอกเบี้ยนโยบายรอบล่าสุดนี้ก็อาจเป็นสิ่งที่สะท้อนวิสัยทัศน์ดังกล่าวได้ เพราะนอกจากแนวโน้มเศรษฐกิจในประเทศที่ชะลอตัวลงกว่าคาดแล้ว ความเสี่ยงจากต่างประเทศยังมีแนวโน้มปรับสูงขึ้น ทำให้ความจำเป็นของการลดดอกเบี้ยนโยบายมีมากขึ้น เพื่อป้องกันไม่ให้อาชีพการเงินตึงตัวขึ้นอย่างรวดเร็วจนอาจส่งผลให้เศรษฐกิจไทยหดตัวได้



- สำหรับผู้ประกอบการนั้น การวางแผนธุรกิจจำเป็นต้องพิจารณาความไม่แน่นอนในต่างประเทศเช่นกัน เพราะถึงแม้อาจไม่ส่งผลกระทบต่อช่องทางทางการค้าขายโดยตรง แต่ความไม่แน่นอนที่เกิดขึ้นสามารถส่งผ่านช่องทางความเชื่อมั่น (VIX) และความมั่งคั่งที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าทรัพย์สินตลาดหลักทรัพย์ (SET) อีกทั้งความเสี่ยงและเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวย่อมส่งผลกระทบต่อแนวโน้มเศรษฐกิจไทย ทำให้ความเสี่ยงด้านเครดิตเพิ่มสูงขึ้น (credit spread) การปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์อาจชะลอลง และการระดมทุนผ่านตลาดทุนทำได้ยากขึ้น

4) การดำเนินนโยบายการเงินในปัจจุบันมีความท้าทายมากขึ้นจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่อยู่ระดับต่ำ การผ่อนคลายภาวะการเงินโดยรวมจึงอาจจำเป็นต้องใช้เครื่องมือนโยบายอื่น ๆ ประกอบด้วย

- ในวัฏจักรเศรษฐกิจครั้งก่อน ๆ ธปท. ต้องปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงในอัตราที่มากและรวดเร็ว จึงจะทำให้ภาวะการเงินผ่อนคลายลง และช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจได้ ตัวอย่างเช่น ในระหว่างปี 2008-2009 ธปท. ต้องปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงจากระดับ 3.75% ในไตรมาสที่ 3 ปี 2008 สู่ระดับ 1.25% ในไตรมาสที่ 2 ปี 2009 ซึ่งการผ่อนคลายนโยบายการเงินลงต่อเนื่องและคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ระดับดังกล่าวตลอดทั้งปีก็อุปสรรคกับความเสี่ยงจากต่างประเทศที่ลดลงในระยะต่อมาจึงทำให้ผลกระทบสามารถส่งผ่านไปยังตัวแปรภาวะการเงินด้านอื่น ๆ ทั้ง ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ การระดมทุนของภาคเอกชน และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรในประเทศ ให้กลับมาผ่อนคลายลงได้ โดยดัชนีภาวะการเงินปรับผ่อนคลายขึ้นจาก -6 ในไตรมาสแรกปี 2009 มาที่ระดับประมาณ +2 ณ สิ้นปี 2009 สอดคล้องกับ GDP ที่กลับมาขยายตัวจากระดับ -4.3% YOY (ณ ไตรมาส 1 ปี 2009) มาที่ +5% YOY (ณ สิ้นปี 2009)
- อย่างไรก็ตาม อัตราดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบันที่ 1.5% ทำให้ขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงินมีน้อยลง ประสิทธิภาพในการผ่อนคลายภาวะการเงินโดยรวมและกระตุ้นเศรษฐกิจจึงอาจมีจำกัด การใช้เครื่องมือนโยบายการเงินอื่น ๆ ที่ส่งผลกระทบต่อ การปล่อยสินเชื่อ การระดมทุนผ่านตลาดการเงิน หรือการชะลอการแข็งค่าของเงินบาท จึงอาจมีความจำเป็นมากขึ้น เพื่อให้ ภาวะการเงินโดยรวมผ่อนคลายลง
- นอกจากนี้ การใช้นโยบายการคลังประกอบกับการดำเนินนโยบายการเงินจะมีความจำเป็นมากขึ้น โดยอีไอซีประเมินว่า นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐผ่านมาตรการสินเชื่อ เช่น การปล่อยสินเชื่อฉุกเฉินเพื่อช่วยเหลือเกษตรกรที่เผชิญปัญหาภัยแล้ง การให้สินเชื่อดอกเบี้ยต่ำทั้งสินเชื่อที่อยู่อาศัยและสินเชื่อธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็ก (SMEs) หรือโครงการค้ำประกันของ บสย. จะช่วยเพิ่มสภาพคล่องในการดำเนินธุรกิจ ทำให้ภาวะการเงินในระยะต่อไปของประชาชนกลุ่มนี้ผ่อนคลายลงได้ ■



BOX

การสร้างดัชนีภาวะการเงินไทย และภาวะการเงินไทยในช่วงสองทศวรรษที่ผ่านมา

วิธีการสร้างดัชนีภาวะการเงินไทย

อีไอซี เลือกแบบจำลองสำหรับการสร้างดัชนีภาวะการเงินไทยโดยอ้างอิงจากงานศึกษาของ Osorio, Pongsaparn and Unsal (2011), Ho and Lu (2013) และ Chow (2013) โดยดัชนีภาวะการเงินคำนวณได้จากสมการดังต่อไปนี้

$$FCI_t = \sum_{i=1}^n w_i(x_{i,t} - \bar{x}_i)$$

โดย	FCI_t	คือ	ดัชนีภาวะการเงิน ณ เวลา t
	x_i	คือ	ตัวแปรทางการเงิน และ $\bar{x}_i$ คือ ค่าเฉลี่ยของตัวแปร x_i
	w_i	คือ	ค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของแต่ละตัวแปร x_i

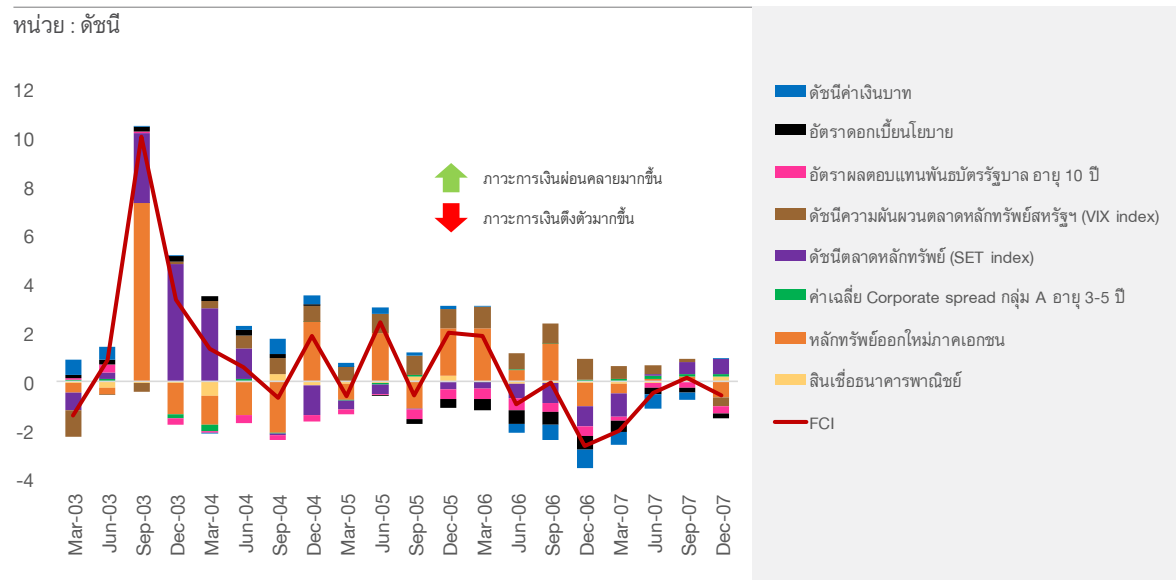
จากสมการข้างต้นสามารถอธิบายได้ว่า ดัชนีภาวะการเงินในแต่ละช่วงเวลามีค่าเท่ากับ ผลรวมของค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของส่วนต่างระหว่างตัวแปรทางการเงินในแต่ละช่วงเวลาและค่าเฉลี่ยของตัวแปรดังกล่าว โดยข้อมูลตัวแปรทางการเงินที่อีไอซีเลือกใช้เป็นข้อมูลสาธารณะที่เผยแพร่จาก ธนาคารแห่งประเทศไทย สมาคมตราสารหนี้ไทย และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนน้ำหนักของแต่ละตัวแปรที่ใช้ในการคำนวณดัชนีนั้น (w_i) คำนวณจาก ผลรวมของผลกระทบใน 2-4 ไตรมาสของตัวแปรทางการเงินต่ออัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจไทย (cumulative impulse response function ของ GDP ไทย ที่ได้จากการ shock ตัวแปรการเงินแต่ละตัว) ทั้งนี้ อีไอซีใช้ VAR(1) ซึ่งพิจารณาเกณฑ์ในการเลือก lag จาก Schwarz's Bayesian information criterion (SBIC)

ข้อดีของการใช้แบบจำลอง vector autoregression คือ สามารถพิจารณาถึงผลกระทบของตัวแปรทางการเงินต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจทั้งทางตรง (direct effect) และทางอ้อม (indirect effect) ตัวอย่างเช่น หากธนาคารกลางดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายผ่านการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจผ่านต้นทุนทางการเงินที่ปรับลดลง ในขณะที่เดียวกันการปรับลดอัตราดอกเบี้ยก็ยังส่งผลต่อตัวแปรทางการเงินอื่น ๆ ซึ่งส่งผลกระทบต่ออัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจด้วยเช่นกัน กล่าวคือ อัตราดอกเบี้ยที่ปรับลดลงทำให้ความน่าดึงดูดในการลงทุนในสินทรัพย์ภายในประเทศลดลง ซึ่งอาจเป็นผลให้เงินทุนเคลื่อนย้ายไหลออกจากไทยสู่ประเทศที่ให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่า เงินบาทก็อาจมีแนวโน้มอ่อนค่าลง เป็นผลให้รายได้ในรูปเงินบาทของผู้ส่งออกสินค้าและบริการปรับสูงขึ้นได้ ภาวะการเงินโดยรวมจึงผ่อนคลายเพิ่มขึ้นกว่าช่องทางโดยตรงเพียงอย่างเดียว โดยแบบจำลอง VAR นั้นได้พิจารณาครอบคลุมผลกระทบทั้งสองช่องทางแล้ว โดยแบบจำลองคำนวณผลกระทบของตัวแปรทางการเงินระหว่างกันด้วย

การสร้างดัชนีภาวะการเงินโดยใช้แบบจำลอง VAR ก็มีข้อจำกัดอยู่บ้างเช่นกัน เพราะไม่สามารถใส่ตัวแปรทางการเงินได้มาก และความสัมพันธ์ของตัวแปรการเงินต่อภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบันอาจแตกต่างจากในอดีตได้ กล่าวคือ การใช้แบบจำลอง VAR ทำให้ไม่สามารถพิจารณาตัวแปรทางการเงินได้มากเท่าแบบจำลองที่คำนวณโดยใช้วิธี PCA เนื่องจาก การใส่หลาย ๆ ตัวแปรพร้อมกันจะทำให้ตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเองอย่างมีนัย (multicollinearity) ซึ่งจะทำให้ค่าประมาณที่ได้มีความเอนเอียง (biased estimators) นอกจากนี้ ข้อมูลที่ใช้ยังจำเป็นต้องมีความถี่เป็นรายไตรมาสเพื่อให้สอดคล้องกับข้อมูล GDP จึงทำให้การประเมินภาวะการเงินอาจมีความล่าช้าตามข้อมูลที่เผยแพร่ได้ และข้อจำกัดสุดท้ายซึ่งแบบจำลองอื่น ๆ ส่วนใหญ่ต้องเผชิญเช่นกัน คือ น้ำหนักของแต่ละตัวแปรทางการเงินในดัชนีภาวะการเงินนั้นคงที่ในทุก ๆ ช่วงเวลา เนื่องจากการให้น้ำหนักถูกคำนวณจากความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางการเงินนั้น ๆ ต่อ GDP ซึ่งความสัมพันธ์ในปัจจุบันอาจแตกต่างจากความสัมพันธ์ในอดีตได้ ตัวอย่างเช่น ผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อภาวะการเงินไทยและเศรษฐกิจโดยรวมอาจมีน้อยลง เพราะอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินส่วนใหญ่อยู่ในระดับต่ำกว่าในอดีตค่อนข้างมาก ช่องทางการส่งผ่านและการปรับตัวของประชาชนในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยต่ำจึงอาจแตกต่างจากช่วงที่ดอกเบี้ยสูงได้

ภาวะการเงินไทยในช่วงสองทศวรรษที่ผ่านมา

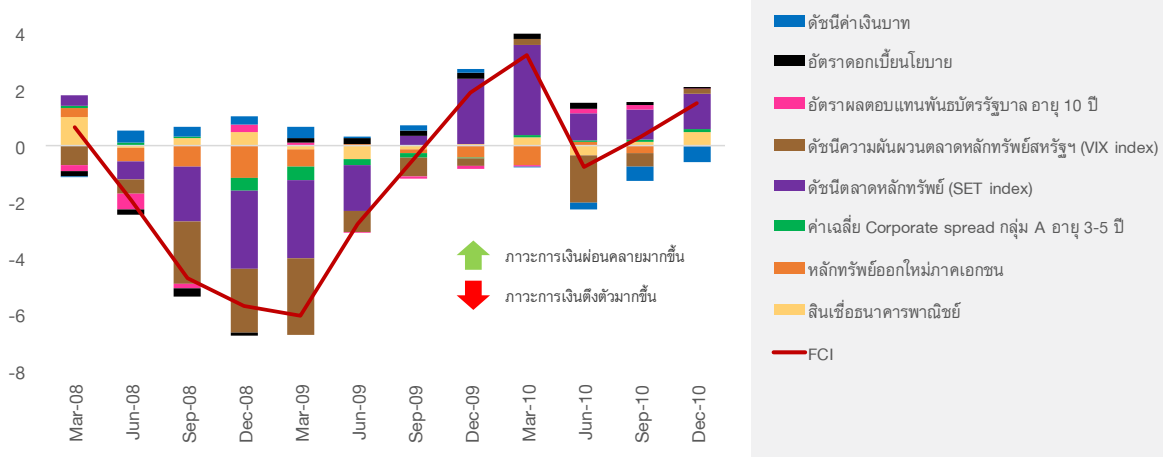
ดัชนีภาวะการเงินไทย (FCI) ตั้งแต่ปี 2003-2007



ในช่วงไตรมาสที่ 3 ปี 2003 ถึงไตรมาสที่ 2 ปี 2004 ภาวะการเงินไทยผ่อนคลายมาก ซึ่งสอดคล้องกับช่วงที่ ธปท. ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงมาสู่จุดต่ำสุดในประวัติศาสตร์ที่ 1.25% อย่างไรก็ตาม ส่วนประกอบของดัชนีภาวะการเงินได้แสดงให้เห็นว่า อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ต่ำนี้เป็นเพียงปัจจัยเสริมที่ทำให้ภาวะการเงินผ่อนคลายลงมากในช่วงดังกล่าวเท่านั้น กล่าวคือ การที่ภาคธุรกิจสามารถระดมทุนผ่านสินทรัพย์ออกใหม่ได้ในปริมาณสูงและมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ที่ขยายตัวขึ้นมากนั้นเป็นปัจจัยหลักที่ทำให้ภาวะการเงินผ่อนคลายเอื้อต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจ ซึ่งอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ต่ำเป็นปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนให้ภาคธุรกิจระดมทุนได้ง่ายขึ้น ทั้งนี้หลังจากที่ ธปท. ทายอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในปีต่อ ๆ มาและแตะระดับสูงสุดที่ 5% ในปี 2006 ดัชนีภาวะการเงินปรับลดลงมาต่ำกว่าค่าเฉลี่ย (สะท้อนถึงการตึงตัว) ซึ่งในช่วงดังกล่าว ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ก็ปรับลดลงจากปีก่อนหน้า กอปรกับการระดมทุนผ่านสินทรัพย์ออกใหม่ได้ชะลอตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวที่ปรับสูงขึ้น ภาวะการเงินโดยรวมจึงตึงตัวขึ้นตามแนวโน้มนโยบายการเงินของ ธปท. อย่างไรก็ตาม ภาวะการเงินไทยในช่วงนี้ได้รับอานิสงส์จากความผันผวนในต่างประเทศที่ต่ำ (VIX ต่ำ) ทำให้ภาวะการเงินไทยยังไม่ตึงตัวมากนัก

ดัชนีภาวะการเงินไทย (FCI) ตั้งแต่ปี 2008-2010

หน่วย : ดัชนี



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC

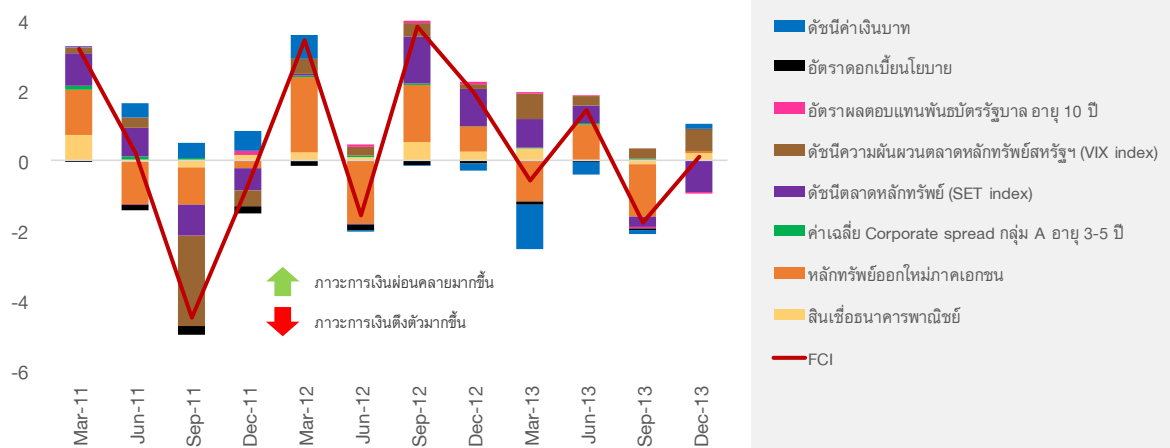
ภาวะการเงินไทยกลับมาตึงตัวมากที่สุดในช่วงปลายปี 2008 ถึงต้นปี 2009 ซึ่งมีต้นตอมาจากความเสี่ยงในต่างประเทศที่เกิด Global financial crisis โดยขณะนั้นดัชนี VIX เพิ่มขึ้นสูงชันมากอยู่ที่ระดับ 40 จากค่าเฉลี่ยระหว่างปี 2002-2019 ที่ 19 สะท้อนถึงความไม่แน่นอนในตลาดการเงินโลกที่สูงขึ้น นอกจากนี้ ความผันผวนยังส่งผลกระทบต่อตลาดเงินไทยเช่นกัน โดยดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยในปี 2008 ปรับตัวลดลง 47.6% และการระดมทุนของภาคเอกชนปรับลดลงเช่นกันในช่วงดังกล่าว ซึ่งแม้ว่า ธปท. จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายถึง 100 bps ในไตรมาสที่ 4 ของปี 2008 เพื่อลดความเสี่ยงต่อภาวะเศรษฐกิจ แต่กลับไม่สามารถทำให้ภาวะการเงินไทยผ่อนคลายลงได้ เนื่องจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวที่ยังอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องในปี 2008 ซึ่งเป็นผลจากเงินทุนที่ไหลออกและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้น เหตุการณ์ดังกล่าว จึงเป็นสิ่งที่สะท้อนได้ว่าความเสี่ยงจากต่างประเทศสามารถส่งผลมายังไทยได้อย่างมีนัย นอกจากนี้ corporate spread ของไทยก็ปรับสูงขึ้นมาก สะท้อนมุมมองของนักลงทุนต่อความสามารถในชำระหนี้ของภาคธุรกิจที่ปรับแย่ลง อย่างไรก็ตาม ภาวะการเงินไทยกลับมาผ่อนคลายอีกครั้งในปี 2010 หลังความเสี่ยงของเศรษฐกิจโลกลดลง และได้รับแรงสนับสนุนจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ถูกปรับลดลงมาอยู่จุดต่ำสุดอีกครั้งที่ 1.25% ในเดือนพฤษภาคมปี 2009 ถึง มิถุนายน ปี 2010 และตลาดหุ้นที่กลับมาขยายตัวอย่างต่อเนื่อง โดยในปี 2010 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยขยายตัวถึง 40% ซึ่งปัจจัยข้างต้นทำให้ภาคเอกชนกลับมาระดมทุนอีกครั้งในช่วงกลางปี 2010 เป็นต้นไป





ดัชนีภาวะการเงินไทย (FCI) ตั้งแต่ปี 2011-2013

หน่วย : ดัชนี



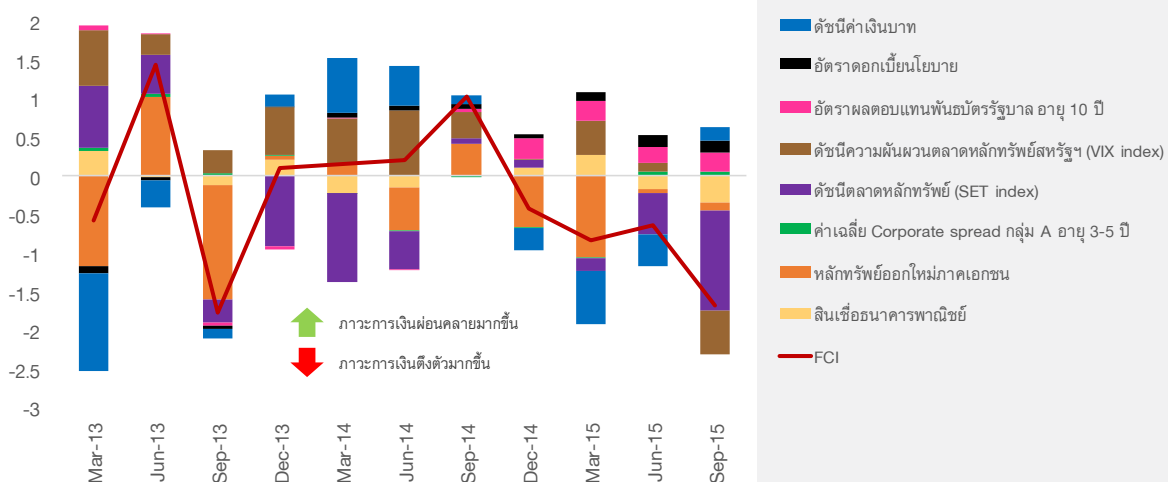
ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC

ภาวะการเงินของไทยในไตรมาส 3 ปี 2011 กลับมาตึงตัวอีกครั้งหลังจากที่ รมท. ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่อง มาอยู่ที่ 3.50% เนื่องจากได้รับแรงกดดันจากอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (ซึ่งเป็นอัตราเงินเฟ้อเป้าหมายของ รมท. ในขณะนั้น) ปรับตัวสูงขึ้นมาอยู่เหนือกรอบเป้าหมายที่ 2% ในเดือนเมษายน ปี 2011 ซึ่งอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่อยู่ในระดับค่อนข้างสูงส่งผลให้ยอดสินเชื่อหดตัวในช่วงเวลาเดียวกัน อีกปัจจัยสำคัญที่ทำให้ภาวะการเงินไทยตึงตัวต่อเนื่องในขณะนั้น คือ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยที่หดตัวลง 6%YOY และหดตัวต่อเนื่องไปจนถึงช่วงสิ้นปี ซึ่งปัจจัยสำคัญมาจากประเทศไทยประสบปัญหาอุทกภัยครั้งรุนแรง และมีการประกาศเป็นพื้นที่ภัยพิบัติฉุกเฉินตั้งแต่ปลายเดือนกรกฎาคมถึงเดือนพฤศจิกายน 2011 นอกจากนี้ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยยังได้รับผลกระทบจากความผันผวนของตลาดการเงินโลกสะท้อนจากดัชนี VIX ที่ปรับสูงขึ้นในเดือนสิงหาคมปี 2011 เนื่องจากสหรัฐฯ ถูก S&P ปรับลดความน่าเชื่อถือลงจาก AAA เป็น AA+ และปัญหาวิกฤตหนี้สาธารณะยุโรปที่ยังไม่คลี่คลาย อย่างไรก็ตาม ภาวะการเงินไทยเริ่มกลับมาผ่อนคลายในช่วงครึ่งหลังของปี 2012 หลังจากที่ รมท. ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ตลาดหุ้นรวมไปถึงความผันผวนของภาวะการเงินโลกปรับตัวดีขึ้น แต่ปัจจัยที่ทำให้ภาวะการเงินไทยในไตรมาสแรกของปี 2013 ผ่อนคลายได้ไม่มากนักมาจากดัชนีค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นเทียบกับปีก่อนมากถึง 13%



ดัชนีภาวะการเงินไทย (FCI) ตั้งแต่ปี 2013-2015

หน่วย : ดัชนี

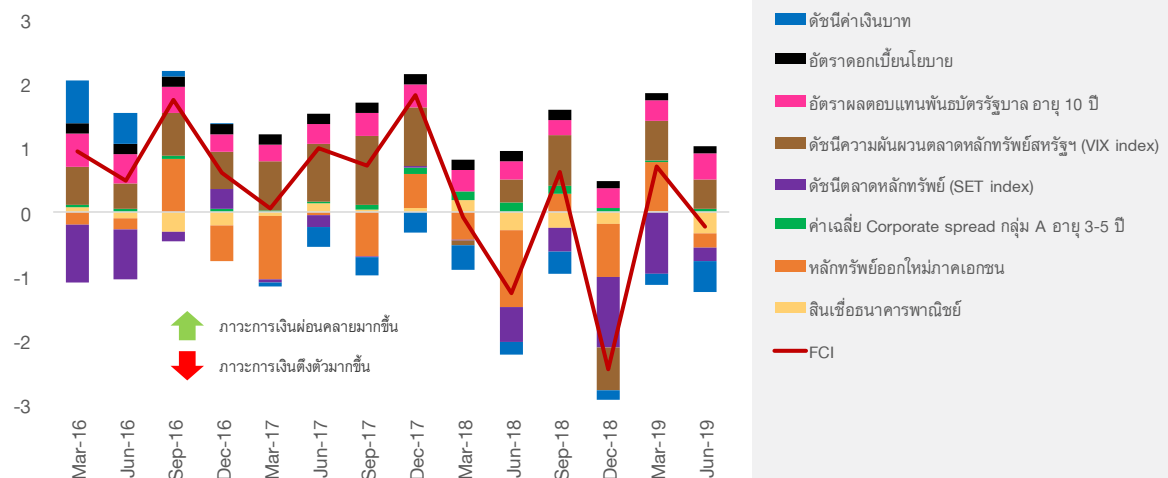


ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC

ในช่วงครึ่งหลังของปี 2013 ถึงปลายปี 2015 พบว่าภาวะการเงินของไทยโดยรวมค่อนข้างตึงตัว เนื่องจากเป็นช่วงที่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยปรับลดลง โดยนับตั้งแต่ไตรมาสแรกปี 2013 ถึงสิ้นปี 2015 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปรับตัว ลดลง 17.5% นอกจากนี้ การระดมทุนของภาคเอกชนโดยรวมก็หดตัว และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว ปรับสูงขึ้น โดยส่วนหนึ่งเป็นผลจากวิกฤตการณ์การเมืองไทยในช่วงไตรมาสที่ 3 ของปี 2013 ถึงไตรมาสที่ 3 ของปี 2014 อย่างไรก็ดี ภาวะการเงินไทยโดยรวมในช่วงนี้ยังไม่ตึงตัวเท่าช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ GFC และปี 2011 เนื่องจากได้รับ อานิสงส์จากความผันผวนของภาวะการเงินโลกที่ปรับลดลงในช่วงดังกล่าว ผนวกกับ ธปท. คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระดับต่ำอย่างต่อเนื่องที่ 1.50% ต่อปี

ดัชนีภาวะการเงินไทย (FCI) ตั้งแต่ปี 2016-2019

หน่วย : ดัชนี



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC

ในระหว่างครึ่งหลังของปี 2016 ถึง 2017 บทบาทของตลาดหลักทรัพย์ต่อภาวะการเงินไทยเริ่มลดลง เนื่องจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยขยายตัวได้ในระดับใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยในอดีตที่ประมาณ 13%YOY ทั้งนี้ภาวะการเงินของไทยโดยรวมค่อนข้างผ่อนคลาย โดยมีปัจจัยสำคัญมาจากความผันผวนในต่างประเทศที่ปรับลดลงจากปีก่อน และการคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท. ที่ 1.50% ต่อปีอย่างต่อเนื่อง ซึ่งสนับสนุนให้ยอดสินเชื่อในปี 2017 กลับมาขยายตัวได้ราว 2.1% ต่อไตรมาส ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยตั้งแต่ปี 2002 ถึง 2019 ที่ขยายตัว 1.76% ต่อไตรมาส อีกปัจจัยสำคัญที่ทำให้ภาวะการเงินไทยผ่อนคลายมาจาก อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวที่ปรับลดลงตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ ระยะยาว และเงินทุนเคลื่อนย้ายที่ไหลเข้าตลาดตราสารหนี้ไทย โดยในปี 2016 และ ปี 2017 มีเงินทุนไหลเข้าสุทธิอยู่ที่ 6.2 หมื่นล้านบาท และ 2.2 แสนล้านบาท นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินที่อยู่ในระดับต่ำประกอบกับความเสี่ยงด้านเครดิตที่น้อยจากแนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยทำให้ corporate spread อยู่ในระดับต่ำเช่นกัน จึงเป็นปัจจัยสนับสนุนให้ภาวะการเงินไทยผ่อนคลาย

ในปี 2018 ตลาดหลักทรัพย์กลับมามีบทบาททำให้ภาวะการเงินไทยตึงตัว เนื่องจาก ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงถึง 11% ในปี 2018 ตามความเชื่อมั่นที่ลดต่ำลง โดยมีปัจจัยหลักจากความไม่แน่นอนในต่างประเทศ ไม่ว่าจะเป็นสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนที่ยืดเยื้อและทวีความรุนแรงต่อเนื่อง ความกังวลต่อภาวะเศรษฐกิจถดถอยในสหรัฐฯ หลังอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะยาวอยู่ต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น (inverted yield curve) และความเสี่ยงภูมิรัฐศาสตร์โลก เช่น สถานการณ์ Brexit และการเมืองในยุโรป จึงส่งผลให้ความผันผวนของตลาดการเงินโลก (VIX) ปรับตัวสูงขึ้น สำหรับปัจจัยในประเทศที่ทำให้ภาวะการเงินไทยตึงตัวคือการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท. ในเดือนธันวาคม ปี 2018 จาก 1.50% มาอยู่ที่ 1.75% การชะลอตัวลงของสินเชื่อซึ่งเป็นผลจากมาตรการ LTV ที่ทำให้สินเชื่อที่อยู่อาศัยขยายตัวชะลอลงมาก และดัชนีค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้น โดยพบว่าดัชนีค่าเงินบาทปรับแข็งค่าขึ้นถึง 17% นับจากสิ้นปี 2016 ทั้งนี้สิ่งที่ทำให้ภาวะการเงินไทยในช่วงครึ่งแรกของปีนี้ตึงตัวน้อยลง มาจากปัจจัยต่างประเทศ ทั้งแนวโน้มการดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายลงของประเทศเศรษฐกิจหลัก และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ที่ปรับลดลง ซึ่งส่งผลต่อเนื่องมาสู่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาวที่ลดลงอย่างต่อเนื่องเช่นกัน ■