



ความเสี่ยงสงครามการค้าสูงขึ้น และแนวโน้มนโยบายการเงินโลก ผ่อนคลายมากขึ้น

2 สิงหาคม 2019



- ความเสี่ยงสงครามการค้ากลับมาสูงขึ้นหลังประธานาธิบดีทรัมป์ประกาศเตรียมที่จะขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจีนที่เหลืออีก 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐที่ 10% ในวันที่ 1 กันยายนนี้ ด้วยสัดส่วนที่ค่อนข้างสูงของสินค้าผู้บริโภค ทำให้การขึ้นภาษียุโรปน่าจะส่งผลกระทบต่อผู้บริโภคและอัตราเงินเฟ้อในสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก รวมถึงส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจจีนและเศรษฐกิจโลกเป็นวงกว้างอีกด้วย สำหรับผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทย อีไอซีประเมินว่า หากแรงกระตุ้นจากภาครัฐมีไม่มากและเร็วพอ ผลของการขึ้นภาษีดังกล่าวอาจทำให้เศรษฐกิจไทยปี 2019 ขยายตัวต่ำกว่า 3%
- จากความเสี่ยงของสงครามการค้าที่มีมากขึ้น อีไอซีเชื่อว่า ธนาคารกลางหลักเตรียมผ่อนคลายนโยบายเพิ่มเติม โดยอีไอซียังคงมุมมองว่า Fed ยังมีโอกาสปรับลดอัตราดอกเบี้ยได้อีก 25 bps ในปีนี้ นอกจากนี้ ECB อาจผ่อนคลายนโยบายมากขึ้น (ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และกลับมาทำ QE) ในการประชุมเดือนกันยายน 2019 และ BOJ ที่ส่งสัญญาณเตรียมผ่อนคลายนโยบายมากขึ้นหากความเสี่ยงด้านต่ำต่อเศรษฐกิจสูงขึ้น
- อีไอซีจะยังคงมุมมองว่า กนง. จะยังคงดอกเบี้ยนโยบายทั้งปี 2019 ที่ 1.75% แต่ความเสี่ยงสงครามการค้าที่เพิ่มขึ้นทำให้ความน่าจะเป็นที่จะมีการลดดอกเบี้ยนโยบาย 25 bps ในช่วงปลายปีเพิ่มขึ้นจาก 30% เป็น 40% สำหรับการลดปริมาณการออกพันธบัตรระยะสั้นของ ธปท. ในเดือนสิงหาคมลงอีกนั้น ได้ทำให้ยอดคงค้างพันธบัตรระยะสั้นมีแนวโน้มปรับลดลงเล็กน้อย ดังนั้นโอกาสเกิด J-curve ในเดือนสิงหาคมน่าจะยังมีค่อนข้างน้อย สำหรับในเดือนกันยายนนั้น จะมีพันธบัตร ธปท. ครบกำหนดชำระมากขึ้น หาก ธปท. ออกประมูลพันธบัตรในปริมาณเดียวกันกับเดือนสิงหาคม อีไอซีประเมินว่า ยอดคงค้างพันธบัตรระยะสั้นจะลดลงอย่างมีนัยเมื่อเทียบกับยอดคงค้างในเดือนสิงหาคม และจะทำให้โอกาสที่จะเกิดสถานการณ์ J-curve มีสูงขึ้น

■ ความเสี่ยงสงครามการค้าที่กลับมาสูงขึ้น

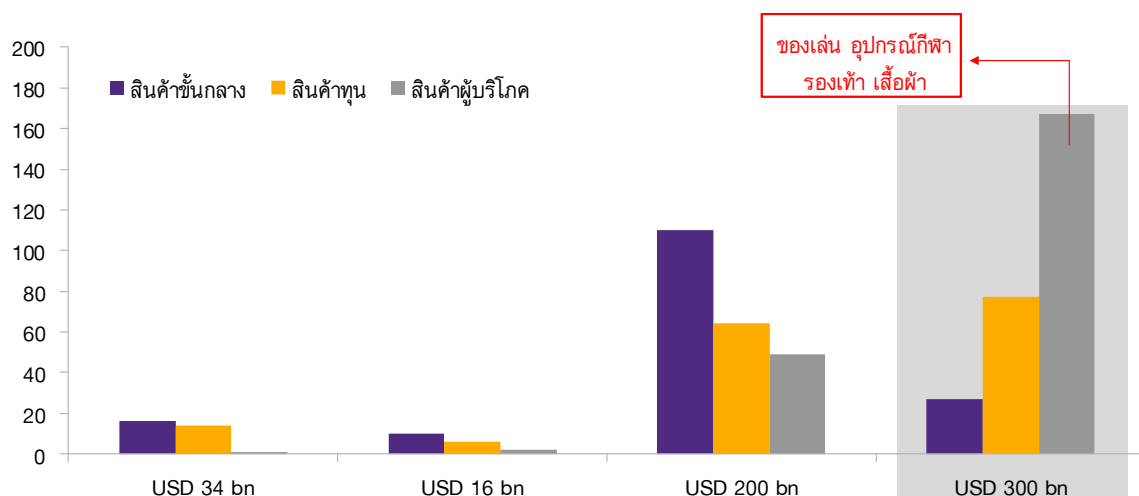
รับมือประกาศจะขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจีนที่เหลืออีก 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐที่ 10% ในวันที่ 1 กันยายน เนื่องจากการเจรจาการค้ากับจีนรอบล่าสุดยังไม่มีความคืบหน้า โดยการประกาศครั้งนี้เกิดขึ้นหลังจากการเจรจาระหว่างเจ้าหน้าที่ของสหรัฐฯ และจีน ครึ่งล่าสุดมีความคืบหน้าค่อนข้างน้อย การประกาศจะขึ้นภาษีครั้งนี้จึงทำให้ความไม่แน่นอนในระยะต่อไปสูงขึ้น

การเก็บภาษีรอบนี้จะส่งผลกระทบต่อผู้บริโภคในสหรัฐฯ มากขึ้น และส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจจีนเป็นวงกว้าง

หากพิจารณารายการสินค้าที่ประกาศในเดือนพฤษภาคม พบว่า มีสัดส่วนสินค้าผู้บริโภคสูงถึง 62% ของมูลค่าทั้งหมด 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยสินค้าสำคัญ ได้แก่ เครื่องแต่งกายและรองเท้า ของเล่น และสมาร์ทโฟน ที่มีสัดส่วนคิดเป็น 20%, 10%, และ 17% ของสินค้านำเข้าจีนมูลค่า 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐตามลำดับ จึงอาจกดดันให้ราคาสินค้าในสหรัฐฯ และอัตราเงินเฟ้อสูงขึ้นได้ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผู้บริโภคสหรัฐฯ โดยตรง ในส่วนของเศรษฐกิจจีนนั้น มีแนวโน้มชะลอลงเพิ่มเติมและมีโอกาสแตะกรอบล่างที่ 6% ในปีนี้ เนื่องจาก ความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจและผู้บริโภคมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่อง สะท้อนจากการส่งออกจีนที่เริ่มหดตัวในครึ่งแรกของปี การผลิตภาคอุตสาหกรรมชะลอตัว และยอดค้าปลีกที่ขยายตัวต่ำสุดในรอบ 16 ปี

รูปที่ 1 : สินค้าจีนที่ถูกประกาศขึ้นภาษี 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ ส่วนใหญ่เป็นสินค้าผู้บริโภค

หน่วย : พันล้านดอลลาร์สหรัฐ



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ IMF Goldman Sachs และ JPMorgan

ความเสี่ยงด้านต่ำต่อการส่งออกไทย การท่องเที่ยว และการลงทุนภาคเอกชน สูงขึ้น จากประมาณ

การเฝ้าระวังของอีไอซี เราได้มีการทำ Scenario analysis ไว้ โดยสมมติฐานในกรณีฐาน (base case scenario) ของเราคือสหรัฐฯ ไม่มีการตั้งกำแพงภาษีเพิ่มเติมบนสินค้านำเข้าจากจีนที่เหลือมูลค่าประมาณ 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยเราประเมินว่า การส่งออกในปี 2019 จะหดตัว -1.6% และ เศรษฐกิจปี 2019 จะชะลอตัวเหลือ 3.1% (ดูรายละเอียดในตารางที่ 1)

หากสหรัฐฯ มีการขึ้นภาษีดังกล่าวจริง จะตรงกับสมมติฐานของกรณีเลวร้าย (worse case scenario) ที่เราเคยประเมินไว้ ซึ่งจะส่งผลทำให้ การส่งออกหดตัว การท่องเที่ยวและการลงทุนชะลอตัว มากกว่าคาดซึ่งผลกระทบ

อาจส่งผ่านไปยังการจ้างงาน รายได้ และการบริโภคในระยะต่อไป อย่างไรก็ตาม อีไอซีเชื่อว่าในกรณีเลวร้ายนี้ รัฐบาลน่าจะออกมาตราการกระตุ้นเศรษฐกิจมากขึ้นและเร็วขึ้นโดยมาตรการภาครัฐในการกระตุ้นเศรษฐกิจจะอยู่ในรูปเงินโอนไปให้ประชาชนจับจ่ายใช้สอย เนื่องจากเป็นช่องทางที่จะให้เม็ดเงินเข้าสู่เศรษฐกิจได้เร็วที่สุด จึงทำให้การบริโภคภาคเอกชนยังสามารถขยายตัวได้ใกล้เคียงกับกรณีฐานได้ โดยอีไอซีมองว่า ในกรณีเลวร้ายนี้เศรษฐกิจไทยอาจขยายตัวชะลอลงมาอยู่ที่ 2.9%

ตารางที่ 1 : เศรษฐกิจไทยภายใต้สถานการณ์ค่าในกรณีต่าง ๆ

	หน่วย	กรณีที่ 1	กรณีฐาน	กรณีเลวร้าย	กรณีเลวร้ายที่สุด
สมมติฐานสงครามการค้า		เก็บภาษีที่ 25% ในสินค้านำเข้าจากจีนมูลค่า 2.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ			
		ไม่มีการเก็บภาษีเพิ่มเติม	ไม่มีการเก็บภาษีเพิ่มเติม	เก็บภาษีเพิ่มเติมมูลค่า \$3 แสนล้าน ที่ 10%	เก็บภาษีเพิ่มเติมมูลค่า \$3 แสนล้าน ที่ 25%
วงเงินมาตรการภาครัฐ		8 หมื่นล้านบาท	2 หมื่นล้านบาท	2.5 หมื่นล้านบาท	3 หมื่นล้านบาท
Real GDP	%YOY	3.3	3.1	2.9	2.7
การบริโภคภาคเอกชน	%YOY	4.8	3.9	3.9	3.8
การลงทุนภาคเอกชน	%YOY	3.8	3.7	3.4	3.0
มูลค่าการส่งออก (USD)	%YOY	-1.6	-1.6	-2.3	-3.1
มูลค่าการนำเข้า (USD)	%YOY	-2.1	-2.7	-3.4	-4.1
จำนวนนักท่องเที่ยว	%YOY	4.8	4.8	3.8	2.8
ดอกเบี้ยนโยบาย (สั้นปี)	%	1.75	1.75	1.50	1.50
อัตราเงินเฟ้อทั่วไป	%	0.9	0.9	0.9	0.9

อีไอซียังคงมุมมองว่า กนง. น่าจะยังคงดอกเบี้ยนโยบายทั้งปี แต่ความเสี่ยงของสงครามการค้าทำให้เราเพิ่มความน่าจะเป็นที่ กนง. จะลดดอกเบี้ยในช่วงปลายปีจาก 30% เป็น 40% หากมาตรการกระตุ้นทางการคลังไม่ใหญ่และเร็วพอ และมีความเสี่ยงที่เศรษฐกิจไทยปี 2019 จะขยายตัวต่ำกว่า 3% อีไอซีเชื่อว่าคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) จะ พิจารณาลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 25 bps มาอยู่ที่ 1.50% ในช่วงปลายปี 2019 ได้ ซึ่งความเสี่ยงจากสงครามการค้าที่เพิ่มขึ้นนี้ทำให้เราเพิ่มความน่าจะเป็นที่ กนง. จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยจาก 30% เป็น 40% สำหรับการประชุม กนง. ในวันที่ 7 สิงหาคมที่จะถึงนี้ อีไอซียังคงประเมินว่า กนง. จะยังคงดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 1.75%

■ ธนาคารกลางหลักเตรียมผ่อนคลายนโยบายเพิ่มเติม

ในการประชุมเดือน กรกฎาคม Fed ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง พร้อมประกาศยุติการลดขนาดงบดุล โดยถึงแม้คณะกรรมการ FOMC จะยังคงมองว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคง “ขยายตัวในอัตราที่ชะลอลง” และตลาดแรงงานที่ยังคง “แข็งแกร่ง” แต่ Fed มีมติให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 25 bps (จากกรอบ 2.25%-2.50% เป็น 2.00%-2.25%) พร้อมทั้งประกาศยุติการลดขนาดงบดุลเร็วขึ้นกว่ากำหนดการ 2 เดือนโดยเริ่มต่ออายุสินทรัพย์ (fully-reinvest) ในเดือนสิงหาคม โดยมีสาเหตุจาก

1. อัตราเงินเฟ้อและการคาดการณ์เงินเฟ้อที่ปรับลดลงและอยู่ต่ำกว่ากรอบเป้าหมาย คณะกรรมการ FOMC แสดงความกังวลต่อแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อเงินที่อยู่ระดับต่ำจากถ้อยคำที่ว่า “muted inflation pressures” ซึ่งตัวเลขทั้งอัตราเงินเฟ้อทั่วไป (PCE inflation) ต่ำกว่าเป้าหมายของ Fed ที่ 2% ถึง 8 เดือนติดต่อกัน โดยล่าสุดในเดือนมิถุนายน อยู่ที่ 1.4%YOY ต่ำกว่าเป้าหมายค่อนข้างมาก นอกจากนี้ คณะกรรมการยังมองว่าคาดการณ์เงินเฟ้อของตลาดก็อยู่ในระดับต่ำด้วยเช่นกัน “market-based inflation compensation remain low”
2. การขยายตัวทางเศรษฐกิจที่มีความเสี่ยงด้านต่ำ (downside risk) จากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกและความไม่แน่นอนของสงครามการค้า โดยในรายงานผลการประชุมและคำสัมภาษณ์ของนาย Powell ได้พูดอย่างชัดเจนเกี่ยวกับความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นผลมาจากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว สงครามการค้าที่ยังมีความไม่แน่นอนสูงและส่งผลกระทบมากขึ้น และการชะลอตัวของภาคการผลิตในสหรัฐฯ โดยในเดือนกรกฎาคม ตัวเลขดัชนีฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของสหรัฐฯ อยู่ที่ 50.4 ปรับลดลงจากต้นปีที่ 53.8

การกลับมาของความกังวลสงครามการค้า เพิ่มโอกาสที่ Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยอีก 25 bps ในปีนี้

อีไอซีคงมุมมอง Fed ลดดอกเบี้ยอีก 25 bps ในช่วงที่เหลือของปี โดยมีสาเหตุจาก

1. ความกังวลต่อความไม่แน่นอนของสงครามการค้าและการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกที่ยังคงมีต่อเนื่อง: การกลับมาประกาศเพิ่มกำแพงภาษีสำหรับสินค้านำเข้าจากจีนในส่วนของที่เหลือทั้งหมดที่อัตรา 10% เพิ่มความเสี่ยงด้านลบต่อแนวโน้มเศรษฐกิจโลก และสหรัฐฯ นอกจากนี้ในรายงานแถลงของ FOMC พบว่ากังวลต่อความไม่แน่นอนของสงครามการค้าและผลกระทบจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกอย่างต่อเนื่องจากถ้อยคำที่กล่าวว่า “uncertainties about this outlook remain” นอกจากนี้ FOMC ก็ยังคงคำแถลงจากประชุมครั้งก่อนที่ว่า “will act as appropriate to sustain the expansion” ซึ่งนายพาวเวลล์ประธาน Fed ยังกล่าวเพิ่มเติมในช่วงแถลงการณ์ว่าอาจปรับลดดอกเบี้ยในรอบนี้อาจมากกว่า 1 ครั้ง
2. อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ ระดับปัจจุบัน ยังไม่ผ่อนคลายเท่าที่ควร: แม้ Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในการประชุมครั้งนี้ ซึ่งทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงของ Fed ปรับลดลง มาอยู่ที่ 0.65% จาก 0.90% อย่างไรก็ดี อัตราดอกเบี้ยที่ระดับดังกล่าวนี้ยังคงสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริง¹ (natural rate of interest) ซึ่งอยู่ที่ 0.42 (คำนวณโดยแบบจำลองของ Holston Laubach and Williams 2017) จึงอาจกล่าวได้ว่า อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ ระดับปัจจุบันยังไม่ผ่อนคลายเท่าที่ควร
3. โอกาสที่อัตราเงินเฟ้อจะกลับเข้าสู่เป้าหมายในปีนี้ยังต่ำ จากแนวโน้มราคาน้ำมันที่ยังไม่ฟื้นตัว: โดยหากพิจารณาจากรายงานการประชุมครั้งก่อน พบว่า ปัจจัยที่ทำให้อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ ปรับลดลงในปีนี้อาจมาจากราคาน้ำมันที่ลดลง โดยอีไอซีมองว่า แนวโน้มของราคาน้ำมันยังไม่เอื้อต่อการฟื้นตัวของอัตราเงินเฟ้อในระยะข้างหน้า เนื่องจาก ได้รับแรงกดดันจากอุปสงค์น้ำมันโลกที่มีแนวโน้มปรับตัวลดลงจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก และอุปทานน้ำมันจากผู้ผลิตในสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น สะท้อนจากจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันเฉลี่ยในช่วง 5 เดือนแรกของปี 2019 ขยายตัว 4%YOY
4. คณะกรรมการส่วนหนึ่งมองว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราว่างงานและอัตราเงินเฟ้อลดลง (flattened Philip curve): จากคำแถลงของ Powell ใน semiannual monetary policy สะท้อนมุมมองว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราว่างงานและอัตราเงินเฟ้อมีน้อยลง กล่าวคือ อัตราว่างงานของสหรัฐฯ ที่ปรับลดลงอย่างต่อเนื่องอาจจะไม่ทำให้อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ ปรับสูงขึ้นได้มากนักเหมือนในอดีต ดังนั้นการลดดอกเบี้ยนโยบายจึงมีความจำเป็นมากขึ้นเพื่อผลักดันให้อัตราเงินเฟ้อกลับเข้าสู่เป้าหมายได้

¹ อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ทำให้การขยายตัวทางเศรษฐกิจอยู่ ณ ระดับศักยภาพ และอัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับเป้าหมาย

Box : Insurance cut vs Easing cut

อีไอซีมองว่า การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในครั้งนี้เป็นเพียง “insurance cut” (เพื่อลดความเสี่ยงการชะลอตัวของเศรษฐกิจ คล้ายในปี 1998) ซึ่งต่างจาก “easing cycle” (วัฏจักรการลดอัตราดอกเบี้ย เหมือนเมื่อปี 2000 และ 2007) โดยในช่วง 2 ทศวรรษที่ผ่านมา มีวัฏจักรการลดอัตราดอกเบี้ย (easing cycle) 2 ครั้ง คือ ระหว่างปี 2001-2003 ที่เกิด dotcom crisis และระหว่างปี 2007-2008 ที่เกิด global financial crisis ซึ่งในช่วงดังกล่าว Fed ต้องปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงถึง 550 bps และ 500 bps ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี อีไอซีมองว่าการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในรอบนี้จะ เป็นในลักษณะของ insurance cut เนื่องจากในปัจจุบันเศรษฐกิจสหรัฐฯ แม้จะชะลอตัวลงและมีความเสี่ยงจากสงครามการค้าที่อาจทวีความรุนแรงขึ้น แต่ยังมีโอกาสค่อนข้างน้อยที่จะเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย (recession) โดยการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในรอบนี้จึงน่าจะเกิดขึ้นเพียง 50-75 bps เท่านั้น เพื่อสร้างกันชนป้องกันความเสี่ยงให้แก่เศรษฐกิจ นอกจากนี้ นาย Alan Greenspan อดีตประธาน Fed ยังชี้ อีกว่า insurance cut นั้นเคยเกิดขึ้นมาก่อนแล้ว คือ ในปี 1995 และในปี 1998 ซึ่งในรอบดังกล่าว Fed ได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอย่างละ 75 bps (โดยลดครั้งละ 25 bps)

อย่างไรก็ตาม อีไอซีมองว่า “Insurance cut” ในรอบนี้อาจน้อยกว่าในปี 1998 เนื่องจาก อัตราเงินเฟ้อและคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ ยังไม่ปรับลดลงมากเท่ากับในช่วงนั้น รวมถึงภาวะการเงินยังไม่ตึงตัวมากนัก และขีดจำกัดในการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (policy space) ของ Fed มีน้อยลง โดยเมื่อพิจารณาภาวะเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในปี 1998 พบว่า อัตราเงินเฟ้อทั่วไปในขณะนั้นอยู่ในระดับต่ำที่ 0.9% และคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อของตลาดก็ปรับลดลงถึง 74 bps² ภายในระยะเวลา 2 เดือนก่อนที่ Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยนโยบายในขณะนั้นก็ค่อนข้างสูงที่กรอบ 5.25%-5.50% จึงทำให้ Fed สามารถปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงมาได้มาก อย่างไรก็ตาม ภาวะเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในขณะนี้แตกต่างจากในปี 1998 ค่อนข้างมาก โดยแม้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปจะปรับลดลงมาที่ 1.4% YOY ในเดือนพฤษภาคม 2019 แต่ยังคงสูงกว่าปี 1998 ค่อนข้างมาก และค่าเฉลี่ยคาดการณ์เงินเฟ้อของปี 2019 ก็ปรับลดลงจากปี 2018 เพียง 20 bps³ ส่วนในด้านภาวะการเงินของสหรัฐฯ นั้น ก็ยังคงผ่อนคลายกว่าสะท้อนจากดัชนีภาวะการเงินที่คำนวณโดย Chicago Fed โดยก่อน Fed ปรับลดดอกเบี้ยในปี 1998 ดัชนีภาวะการเงินอยู่ที่ -0.14 ขณะที่ปัจจุบันอยู่ที่ -0.84 (ตัวเลขน้อยหมายถึงภาวะการเงินผ่อนคลาย) นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 2.00%-2.25% ยังคงต่ำกว่าในอดีตมาก ทำให้ความสามารถในการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (policy space) มีน้อยกว่า ดังนั้นอีไอซีจึงมองว่าการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปีนี้อาจเกิดขึ้นเพียง 2 ครั้ง (รวมกัน 50 bps)

² สะท้อนจาก 10-year breakeven inflation (เนื่องจากยังไม่มีข้อมูล 5y5y breakeven inflation ในขณะนั้น)

³ สะท้อนจาก 5y5y breakeven inflation

นอกจาก Fed ที่ผ่อนคลายนโยบายการเงินแล้ว ธนาคารกลางของประเทศเศรษฐกิจหลักอื่นก็มีแนวโน้มดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายนโยบายมากขึ้นเช่นกัน

1. **อีไอซี มองว่า ECB อาจผ่อนคลายนโยบายมากขึ้นในการประชุมเดือนกันยายน 2019** โดยในการประชุมนโยบายการเงินของ ECB รอบล่าสุด ณ วันที่ 25 กรกฎาคม แม้คณะกรรมการจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย แต่ได้ส่งสัญญาณว่าจะผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม โดยสื่อสารว่า หากอัตราเงินเฟ้อในระยะกลางมีแนวโน้มต่ำกว่าเป้าหมายอย่างต่อเนื่อง ECB ก็พร้อมที่จะเลือกใช้เครื่องมือตามความเหมาะสม เพื่อให้ให้อัตราเงินเฟ้อปรับสู่ระดับเป้าหมายได้อย่างยั่งยืน โดยเครื่องมือเชิงนโยบายประกอบด้วย 1) การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 2) forward guidance ที่มีการสื่อสารเกี่ยวกับแนวโน้มการดำเนินนโยบายในระยะข้างหน้าที่จะทำให้ตลาดคาดการณ์ได้ 3) ระบบ Tiering system ที่สามารถกำหนดให้ธนาคารพาณิชย์จ่ายดอกเบี้ยเงินฝาก (negative interest rate) ในอัตราที่ต่างกันขึ้นอยู่กับปริมาณเงินสำรองส่วนเกินที่ฝาก และ 4) การเข้าซื้อพันธบัตรผ่านมาตรการ Asset purchase programme (APP) โดยอีไอซีมองว่า ECB มีโอกาสปรับลดอัตราดอกเบี้ย (deposit facility rate) ลง 10-20 bps ในการประชุมเดือนกันยายน 2019 พร้อมใช้ระบบ tiering system อีกทั้งน่าจะมีการประกาศมาตรการ APP รอบใหม่ โดยมีวงเงินประมาณ 250-300 พันล้านดอลลาร์สหรัฐด้วยเช่นกัน
2. **BOJ มีแนวโน้มผ่อนคลายนโยบายมากขึ้น หากเศรษฐกิจเผชิญความเสี่ยงด้านต่ำเพิ่มขึ้น** โดยในการประชุมนโยบายการเงินของ BOJ ณ วันที่ 29-30 กรกฎาคม 2019 คณะกรรมการมีมติให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้เท่าเดิม และยังคงถอยคำแถลงที่ว่า “จะรักษาระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระดับต่ำพิเศษอย่างน้อยจนถึงช่วงฤดูใบไม้ผลิ 2020” อย่างไรก็ตาม BOJ มีการสื่อสารถึงโอกาสที่อาจผ่อนคลายนโยบายการเงินมากขึ้นได้ โดยกล่าวว่า จะสามารถปรับเปลี่ยนการดำเนินนโยบายการเงินตามความเหมาะสมเพื่อที่จะรักษาแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อให้บรรลุเป้าหมาย ซึ่งในการประชุมครั้งนี้ คณะกรรมการได้เพิ่มถ้อยคำที่แสดงความกังวลต่อสถานการณ์ความเสี่ยงด้านต่ำ (downside risk) ที่มีสูงขึ้น และอาจส่งผลต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อ โดยอีไอซีมองว่า BOJ น่าจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อไปจนถึงปี 2021 และอาจเพิ่มวงเงินทำ QE หากเศรษฐกิจหรือเงินเฟ้อขยายตัวต่ำกว่าที่ประเมิน

■ จับตามองวงเงินประมูลพันธบัตร สปท. ระยะสั้นในเดือนกันยายน ซึ่งจะเป็นปัจจัยสำคัญต่อสถานการณ์ J-curve ในระยะข้างหน้า

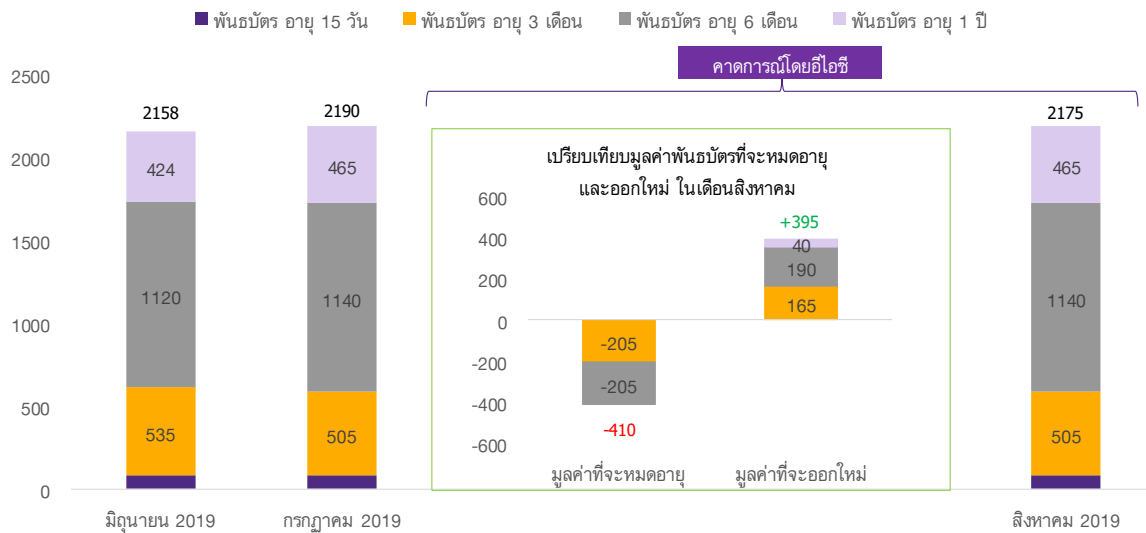
อัปเดตปริมาณพันธบัตร สปท. ในเดือนสิงหาคม

หลังจากที่ ธปท. ได้ประกาศลดปริมาณการออกพันธบัตรระยะสั้นในเดือนสิงหาคมลงอีก ทำให้นักลงทุนบางกลุ่มมองว่า ธปท. ตั้งใจใช้มาตรการลดการออกพันธบัตรเพื่อหวังผลให้เงินบาทอ่อนค่าลงอีกหรือไม่ อีไอซี จึงได้นำข้อมูลยอดคงค้างพันธบัตร ธปท. ระยะสั้น (พันธบัตรที่มีอายุ ณ วันที่ออกไม่เกิน 1 ปี) มาพิจารณาประกอบกับประกาศของ ธปท. เกี่ยวกับปริมาณพันธบัตรที่ออกในแต่ละเดือน พบว่า

1. ยอดคงค้างพันธบัตร ธปท. ระยะสั้นในเดือนกรกฎาคม ยังคงเพิ่มขึ้นจากเดือนมิถุนายน ดังที่ อีไอซี ได้คาดการณ์ไว้ในรายงานฉบับก่อน โดยหากดูที่ยอดคงค้างพันธบัตรอายุ 3 เดือน จะพบว่า ปรับลดลง 3 หมื่นล้านบาท ขณะที่พันธบัตรอายุ 6 เดือน ปรับเพิ่มขึ้น 2 หมื่นล้านบาท ส่วนพันธบัตรอายุ 1 ปี ปรับเพิ่มขึ้นประมาณ 4.1 หมื่นล้านบาท เนื่องจาก ไม่มีพันธบัตรอายุ 1 ปี ครบกำหนดชำระในเดือนกรกฎาคมที่ผ่านมา ทำให้โดยรวมแล้ว พันธบัตร ธปท. ระยะสั้นเพิ่มขึ้นประมาณ 3.2 หมื่นล้านบาท ในเดือนกรกฎาคม (รูปที่ 2)

รูปที่ 2 : ยอดคงค้างพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย

หน่วย : พันล้านบาท



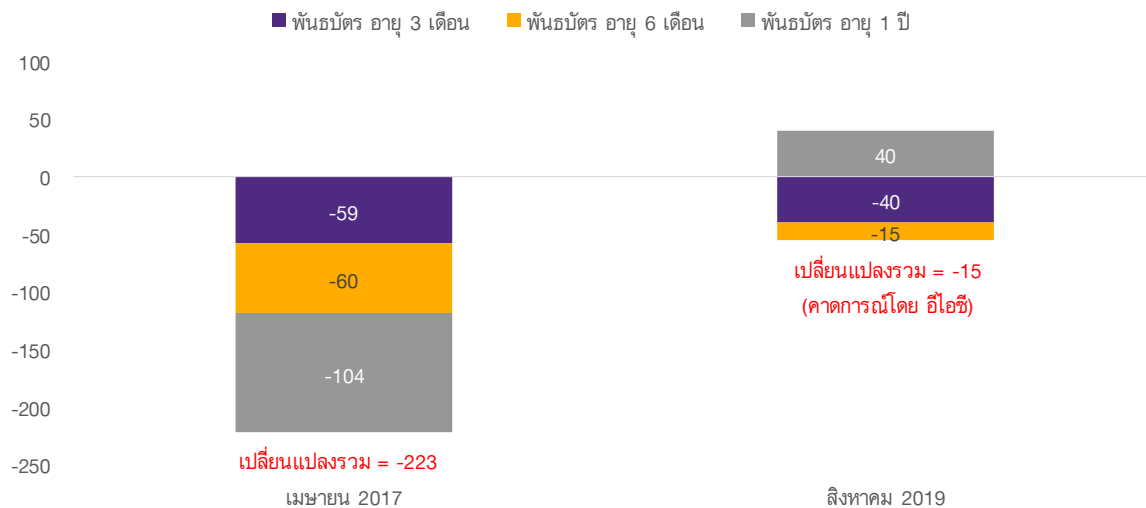
ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA และ ธนาคารแห่งประเทศไทย

2. คาดยอดคงค้างพันธบัตร ธปท. ระยะสั้นในเดือนสิงหาคม มีแนวโน้มปรับลดลงอีกเล็กน้อย หากเปรียบเทียบยอดคงค้างพันธบัตรอายุ 3 และ 6 เดือนที่จะหมดอายุในเดือนสิงหาคมนี้ กับปริมาณพันธบัตรที่ ธปท. จะออกเพิ่มขึ้นมาชดเชย พบว่า ยอดคงค้างพันธบัตรอายุ 3 เดือน จะลดลงถึง 4 หมื่นล้านบาท และยอดคงค้างพันธบัตรอายุ 6 เดือน จะลดลง 1.5 หมื่นล้านบาท⁴ อย่างไรก็ตาม ธปท. ได้ออกพันธบัตรอายุ 1 ปี ในเดือนสิงหาคมเพิ่มเติมอีก 4 หมื่นล้านบาท จึงทำให้ยอดคงค้างพันธบัตร ธปท. ระยะสั้นโดยรวมลดลงเพียง 1.5 หมื่นล้านบาทเท่านั้น (รูปที่ 2)
3. อีไอซีคาดว่าสถานการณ์ J-curve จะยังไม่เกิดในเดือนสิงหาคมนี้ เพราะยอดคงค้างพันธบัตร ธปท. ลดลงเพียงเล็กน้อยเท่านั้น โดยถึงแม้ว่ายอดคงค้างของพันธบัตร ธปท. อายุ 3 และ 6 เดือน ในเดือนสิงหาคมจะปรับลดลง 5.5 หมื่นล้านบาท ซึ่งมากกว่าในเดือนกรกฎาคมที่ยอดคงค้างของพันธบัตรอายุ 3 และ 6 เดือน ปรับลดลงเพียง 1 หมื่นล้านบาท แต่ อีไอซี มองว่า ปริมาณพันธบัตรที่ลดลงในเดือนนี้ยังคงน้อยมากเมื่อเทียบกับเหตุการณ์ในเดือนเมษายนปี 2017 ที่นำไปสู่สถานการณ์ J-curve ซึ่งในขณะนั้น ยอดคงค้างของพันธบัตรอายุ 3 และ 6 เดือน ลดลงประมาณ 1.18 แสนล้านบาท นอกจากนี้ หากพิจารณายอดคงค้างของพันธบัตรอายุ 1 ปีด้วยแล้วจะพบว่า ลดลงรวมกว่า 2.23 แสนล้านบาท ซึ่งสูงกว่ายอดคงค้างของเดือนสิงหาคมที่คาดว่าจะลดลงเพียง 1.5 หมื่นล้านบาท (รูปที่ 3)

⁴ ทั้งนี้พันธบัตร ธปท. ที่จะหมดอายุในวันที่ 1 สิงหาคม 2019 มีมูลค่ารวม 8 หมื่นล้านบาท (แบ่งเป็นอายุ 3 เดือน มูลค่า 3.5 หมื่นล้านบาท และอายุ 6 เดือน มูลค่า 4.5 หมื่นล้านบาท) แต่พันธบัตรที่หมดอายุดังกล่าวถูกชดเชยด้วยพันธบัตร ธปท. ที่ประมูลไปเมื่อวันที่ 30 กรกฎาคม (ซึ่งมีวันชำระเงินตรงกับวันที่ 1 สิงหาคม) รวมมูลค่า 7.5 หมื่นล้านบาท จึงทำให้ยอดคงค้างทั้งหมดลดลงไม่มากนัก

รูปที่ 3 : เปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงของยอดคงค้างพันธบัตร รพท. ในเดือนเมษายน 2017 และเดือนสิงหาคม 2019

หน่วย : พันล้านบาท



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA และ ธนาคารแห่งประเทศไทย

4. สำหรับในเดือนกันยายนนั้น จะมีพันธบัตร รพท. ครบกำหนดชำระเพิ่มขึ้นจากเดือนก่อน ปริมาณการออกประมูลพันธบัตร รพท. จึงมีความสำคัญและอาจมีภัยต่อสถานการณ์ J-curve โดยพบว่าในแต่ละสัปดาห์พันธบัตรอายุ 3 เดือนจะครบกำหนดชำระ 4 หมื่นล้านบาท ขณะที่พันธบัตรอายุ 6 เดือนจะครบกำหนดชำระ 5 หมื่นล้านบาท ซึ่งเป็นมูลค่าที่สูงกว่าในเดือนกรกฎาคมและสิงหาคม ดังนั้นจึงมีโอกาสที่ รพท. อาจปรับเพิ่มวงเงินประมูลขึ้นได้ เพราะจะมีความต้องการพันธบัตรเพิ่มขึ้นในเดือนกันยายน อย่างไรก็ดี หาก รพท. ยังคงออกประมูลพันธบัตรในอัตราที่น้อยลงเหมือนในช่วงสองเดือนที่ผ่านมา ก็จะทำให้ยอดคงค้างลดลงอย่างมีนัย และอาจนำไปสู่สถานการณ์ J-curve ในระยะต่อไปได้ อีไอซี จึงได้จัดทำ scenario analysis เพื่อจำลองสถานการณ์การออกประมูลพันธบัตรของ รพท. ซึ่งจะส่งผลต่อยอดคงค้างพันธบัตร ดังนี้

- หาก รพท. ปรับเพิ่มวงเงินประมูลพันธบัตรขึ้น ก็จะเลี่ยงสถานการณ์ J-curve ได้ โดยอีไอซีประเมินว่า รพท. อาจต้องเพิ่มวงเงินประมูลขึ้นประมาณ 1-1.5 หมื่นล้านบาท (ตารางที่ 2: scenario A) เพื่อให้ยอดคงค้างพันธบัตร รพท. ระยะสั้นไม่ลดลงมาก โดยใน scenario นี้ ยอดคงค้างทั้งหมดจะลดลงเพียง 5.6 หมื่นล้านบาท ซึ่งเป็นปริมาณที่ลดลงไม่มากนัก นอกจากนี้ หากย้อนกลับไปดูในช่วงปลายไตรมาสแรกและไตรมาสสองของปีนี้ จะพบว่ายอดคงค้างพันธบัตร รพท. ก็ลดลงค่อนข้างมากเช่นกัน โดยในเดือนมีนาคม ลดลง 4.6 หมื่นล้านบาท และในเดือนมิถุนายน ลดลง 9.3 หมื่นล้านบาท แต่ก็ยังไม่เกิดสถานการณ์ J-curve ทั้งนี้อีไอซีมองว่า scenario นี้มีโอกาสเกิดขึ้นได้มากที่สุด
- หาก รพท. ออกประมูลพันธบัตรในปริมาณเดียวกันกับเดือนสิงหาคม ยอดคงค้างจะลดลงอย่างมีนัย โอกาสเกิดสถานการณ์ J-curve จึงมีสูงขึ้นกว่าในปัจจุบัน อีไอซี ประเมินว่า ในกรณีนี้ (ตารางที่ 2: scenario B) จะทำให้ยอดคงค้างพันธบัตร รพท. ระยะสั้น ลดลงประมาณ 1.46 แสนล้านบาท ซึ่งต่ำกว่าในเดือนสิงหาคมอย่างมีนัย ปริมาณพันธบัตรจะน้อยกว่าความต้องการของตลาดค่อนข้างมาก โอกาสเกิดสถานการณ์ J-curve จึงมีสูงขึ้นกว่าในเดือนสิงหาคม

- หาก ธปท. ปรับลดวงเงินประมูลพันธบัตรลงในอัตราเดียวกันกับในเดือนสิงหาคม และอาจทำให้มีโอกาสเกิดสถานการณ์ J-curve ได้มากที่สุด โดย อีไอซี สมมติให้ ธปท. ยังคงลดวงเงินประมูลพันธบัตรอายุ 3 เดือน และ 6 เดือน อีก 5 หมื่นล้านบาทต่อสัปดาห์ (ตารางที่ 2: scenario C) ซึ่งจะทำให้ยอดคงค้างพันธบัตร ธปท. ระยะสั้น ลดลงประมาณ 1.86 แสนล้านบาท โอกาสเกิดสถานการณ์ J-curve จึงมีมากที่สุด ใน scenario นี้ อย่างไรก็ตาม สถานการณ์ J-curve ก็น่าจะยังไม่รุนแรงเท่าในเดือนเมษายน ปี 2017 เพราะ ยอดคงค้างยังลดลงในอัตราที่น้อยกว่า ทั้งนี้อีไอซีมองว่า ธปท. น่าจะไม่ลดปริมาณการออกพันธบัตรลงเหมือนในกรณีนี้ เพราะต้องการเลี่ยงสถานการณ์ J-curve อีกทั้งแรงกดดันที่มีต่อการแข็งค่าของเงินบาทก็ลดลงมาบ้างแล้ว

ตารางที่ 2 : Scenario analysis ปริมาณการออกพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย

หน่วย : พันล้านบาท

อายุของพันธบัตร	ยอดรวมการออกพันธบัตร ธปท. ในแต่ละเดือน			
	สิงหาคม 2019	กันยายน 2019		
		Scenario A: เพิ่มวงเงินประมูล (มีโอกาสเกิดขึ้นมากที่สุด)	Scenario B: คงวงเงินประมูล (มีโอกาสเกิดขึ้นปานกลาง)	Scenario C: ลดวงเงินประมูล (มีโอกาสเกิดขึ้นน้อยสุด)
3 เดือน	130	160	130	110
6 เดือน	150	200	150	130
1 ปี	40	50	40	40
การเปลี่ยนแปลงของยอดคงค้าง	-15	-56	-146	-186

ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA และ SET

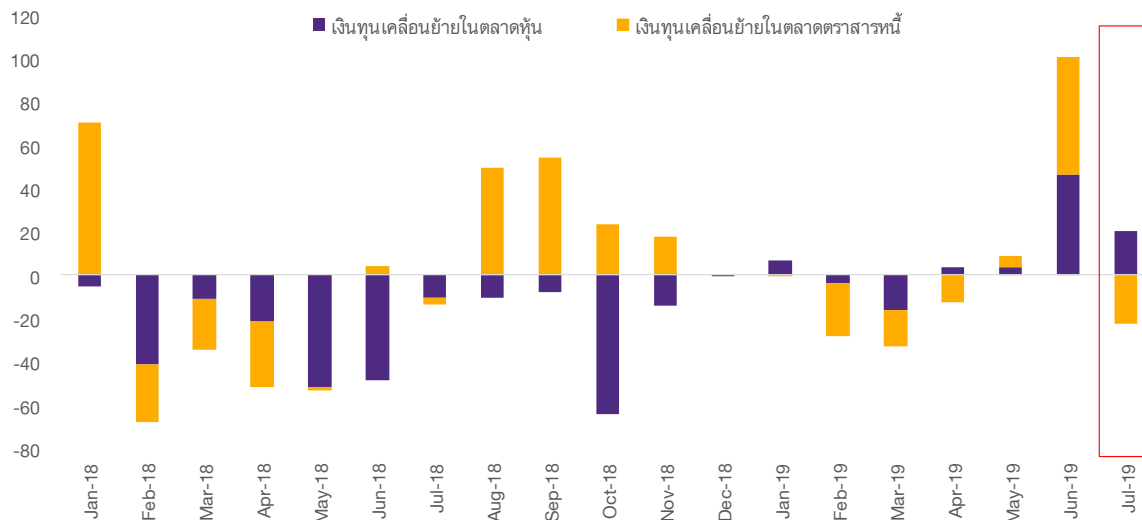
อีไอซีมองว่า มีโอกาสสูงที่ ธปท. จะปรับเพิ่มวงเงินการประมูลพันธบัตรในเดือนกันยายน เพื่อเลี่ยงสถานการณ์ J-curve ที่อาจนำไปสู่ search-for-yield ได้ เนื่องจาก หากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นลดต่ำลงมาก ก็อาจนำไปสู่การประเมินความเสี่ยงต่ำกว่าที่ควร (underpricing of risk) และเกิดพฤติกรรมค้นหาผลตอบแทนที่สูงขึ้น (search-for-yield behavior) โดยเฉพาะในกลุ่มผู้ประกอบการรายใหญ่ที่ระดมทุนผ่านตลาดตราสารหนี้มากที่สุด ซึ่งประเด็นดังกล่าวนี้เป็นสิ่งที่ ธปท. เป็นห่วงและต้องการป้องกันไม่ให้เกิดมากขึ้น เพื่อรักษาเสถียรภาพระบบการเงินให้อยู่ในเกณฑ์ดีต่อไป นอกจากนี้ การเพิ่มวงเงินประมูลพันธบัตรก็จะเป็นสิ่งที่สะท้อนได้ว่า การลดปริมาณในช่วงที่ผ่านมาอาจยังไม่เป็นมาตรการที่หวังผลถึงการอ่อนค่าของเงินบาท แต่เป็นเพียงการปรับฐานะสภาพคล่องของตลาดพันธบัตรรัฐบาลไทยตามที่ ธปท. ได้กล่าวไว้เท่านั้น

สำหรับมาตรการควบคุมเงินทุนไหลเข้าที่ ธปท. ได้ประกาศใช้เมื่อวันที่ 12 กรกฎาคม 2019 นั้น พบว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายไหลออกจากตลาดการเงินไทยเล็กน้อย กล่าวคือ ในเดือนกรกฎาคม มีเงินทุนไหลออกจากตลาดพันธบัตรรัฐบาลไทยประมาณ 2.3 หมื่นล้านบาท และไหลเข้าตลาดหุ้นไทย 2 หมื่นล้านบาท (รูปที่ 4) ขณะที่ในเดือนมิถุนายน พบว่ามีเงินทุนไหลเข้าตลาดพันธบัตรรัฐบาลไทยถึง 5.4 หมื่นล้านบาท และไหลเข้าตลาดหุ้นไทย 4.6 หมื่นล้านบาท จึงอาจสะท้อนได้ว่า มาตรการดังกล่าวช่วยชะลอการไหลเข้าของเงินทุนต่างชาติได้ โดยเฉพาะในตลาดพันธบัตรรัฐบาลไทย อย่างไรก็ตาม มาตรการที่ประกาศใช้อาจไม่ได้เป็นเพียงปัจจัยเดียวที่ทำให้เงินทุนไหลออกจากตลาดการเงินไทย แต่อาจมีปัจจัยอื่นร่วมด้วย เช่น ภาวะ risk-off ลดลง ทำให้ความต้องการถือพันธบัตร

ไทยน้อยลง ผลตอบแทนของตลาดหุ้นในประเทศเศรษฐกิจหลักปรับเพิ่มขึ้น หรือค่าเงินดอลลาร์สหรัฐกลับมาแข็งค่า เป็นต้น

รูปที่ 4 : เงินทุนเคลื่อนย้ายในตลาดการเงินไทย

หน่วย : พันล้านบาท



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA และ SET

โดย : ดร. กำพล อดิเรกสมบัติ (kampon.adireksombat@scb.co.th)

ผู้อำนวยการอาวุโส Economic and Financial Market Research

วชิรวัฒน์ บานชื่น (wachirawat.banchuen@scb.co.th)

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

พงศกร ศรีสากุล (pongsakorn.srisakawkul@scb.co.th)

นักวิเคราะห์

Economic Intelligence Center (EIC)

ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)

EIC Online: www.scbeic.com

