



มาตรการคณะรัฐมนตรี สกัดบาทแข็งได้มากน้อยแค่ไหน

คณะรัฐมนตรี (ครม.) มีมติเห็นชอบมาตรการเพื่อลดผลกระทบจากการแข็งค่าของเงินบาท ได้แก่

- 1) มาตรการชะลอการไหลเข้าของเงินตรา ด้วยการเก็บภาษี 15% จากดอกเบี้ยและกำไรของนักลงทุนต่างชาติที่เกิดจากการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล รัฐวิสาหกิจ และธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.)
- 2) มาตรการส่งเสริมการไหลออกของเงินตรา ด้วยการให้หน่วยงานภาครัฐเร่งเบิกจ่ายงบลงทุนที่ใช้เงินตราต่างประเทศและจัดซื้อเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า (forward)
- 3) มาตรการช่วยเหลือ SME ผู้ส่งออก ด้วยการให้ธนาคารของรัฐ (เช่น EXIM bank, ธนาคารอิสลาม, SME bank, ธนาคารกรุงไทย) สนับสนุนให้เอกชนทำการประกันความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน และเสริมสภาพคล่องให้ SME ผู้ส่งออก เช่นการให้ธนาคารของรัฐปล่อยกู้วงเงิน 5 พันล้านบาทโดยมีบริษัทประกันสินเชื่ออุตสาหกรรมขนาดย่อม (บสย.) ค้ำประกัน 50% ของวงเงินสินเชื่อโดยคิดดอกเบี้ยพิเศษ MLR-1.5% เป็นเวลา 2 ปีกำหนดชำระเงินคืนใน 5 ปี เป็นต้น

มาตรการที่น่าสนใจ และน่าจะเห็นผลเร็วที่สุดน่าจะเป็นมาตรการชะลอการไหลเข้าของเงินตรา เพราะการแข็งค่าของเงินบาทถึงราว 11% ในช่วงที่ผ่านมา แม้ว่าส่วนหนึ่งเกิดจากการอ่อนค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ราว 4% เทียบกับค่าเงินเอเชีย (Asian Dollar Index) แต่เหตุผลหลักที่ค่าเงินบาทแข็งค่าเร็วกว่าเพื่อนบ้านน่าจะมาจากการไหลเข้าของเงินตราต่างประเทศที่เพิ่มขึ้นอย่างมากในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา ซึ่งเห็นได้จากเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ (รวมฐานะสุทธิ forward ของ ธปท.) ที่เพิ่มขึ้นถึง 11.6 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงไม่ถึง 2 เดือน (1 ส.ค. – 24 ก.ย.) เทียบกับการเพิ่มขึ้น 8.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงตลอด 7 เดือนแรกของปี

ในขณะที่มาตรการเร่งการใช้จ่ายภาครัฐอาจต้องใช้เวลามากกว่าจะเห็นผลเป็นรูปธรรม ส่วนมาตรการช่วยเหลือ SME ก็เน้นการเยียวยาภาคธุรกิจมากกว่าจะเน้นผลเกี่ยวกับการแข็งหรืออ่อนค่าของเงินบาท

โดยรวม EIC มองว่ามาตรการดังกล่าวน่าจะแก้ปัญหาเงินบาทแข็งค่าได้ในระดับหนึ่ง แต่อาจไม่มากนักเนื่องจาก

1) กำไรส่วนใหญ่ที่นักลงทุนต่างชาติได้รับ เกิดจากการแข็งค่าของเงินบาทมากกว่ากำไรดอกเบี้ยหรือการเปลี่ยนแปลงของราคาดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งมาตรการดังกล่าวเน้นการลดผลตอบแทนการลงทุน ด้วยการเก็บภาษีบนกำไรและดอกเบี้ย จึงมีผลต่อผลตอบแทนโดยรวมไม่มากนัก หากดูคร่าวๆ จากผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปีที่ 2.0% ต่อปี หากเก็บภาษี 15% บนดอกเบี้ยดังกล่าว ก็จะทำให้อัตราดอกเบี้ยหลังหักภาษีลดลงไปเพียง 0.3% เหลือ 1.7% ต่อปี ซึ่งผลตอบแทนที่หายไปดังกล่าวเทียบกันไม่ได้กับกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นถึงราว 11% ซึ่งกำไรในส่วนนี้ไม่ได้ถูกเก็บภาษีแต่อย่างใด

เพื่อให้เห็นภาพชัดเจนขึ้น ขอยกตัวอย่างการคำนวณโดยใช้ราคาจริงในตลาด โดยเปรียบเทียบผลตอบแทนในกรณีที่มีและที่ไม่มีภาษี 15% ดังกล่าว (ดูรูปที่ 1) หากนักลงทุนต่างประเทศลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปีเป็นจำนวนเงิน 100 ดอลลาร์สหรัฐฯ เมื่อ 3 เดือนที่แล้ว (กลางเดือน กรกฎาคม) ก็จะมีเงินอยู่ 107.93 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในวันนี้ คิดเป็นกำไร 7.93 ดอลลาร์สหรัฐฯ แต่ถ้ามีการเก็บภาษี 15% บนดอกเบี้ยและกำไร ซึ่งภาษีดังกล่าวเก็บจากผลตอบแทนการลงทุนในตราสารหนี้เท่านั้น (ไม่คิดรวมกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน) เมื่อครบ 3 เดือนเขาจะมีเงินอยู่ 107.86 ดอลลาร์สหรัฐฯ กำไร 7.86 ดอลลาร์สหรัฐฯ หลังหักภาษี ซึ่งจะเห็นว่าใน 2 กรณีผลตอบแทนแทบไม่แตกต่าง

กันเลย โดยเหตุผลเป็นเพราะ กำไรส่วนใหญ่ถึง 7.74 ดอลลาร์สหรัฐ มาจากการแข็งค่าขึ้นของเงินบาทราว 7.7% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา

นอกจากนี้ หากเทียบกับเพื่อนบ้าน ซึ่งในนี้ขอยกตัวอย่างอินโดนีเซีย เมื่อครบ 3 เดือนผู้ลงทุนในไทยจะมีเงินอยู่ 107.86 ดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งสูงกว่าผู้ลงทุนในอินโดนีเซียที่มีเงินอยู่ 103.32 ดอลลาร์สหรัฐ เท่านั้น แม้ว่า อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอินโดนีเซีย 1 ปีจะอยู่ที่ราว 5.8% ซึ่งสูงกว่าพันธบัตรไทยที่มีผลตอบแทนอยู่ที่ราว 2.0% ทั้งนี้ เป็นเพราะการแข็งค่าของอัตราแลกเปลี่ยนของไทยที่สูงกว่าอินโดนีเซีย

2) หลายประเทศประกาศใช้มาตรการเพื่อป้องกันและลดการเก็งกำไรค่าเงิน แต่ดูเหมือนจะไม่ได้ผลมากนัก

ประเทศบราซิลและไต้หวันเป็นประเทศแรกๆ ที่เริ่มใช้มาตรการเพื่อลดการเก็งกำไรค่าเงินจากเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศจำนวนมาก โดยไต้หวันออกมาตรการห้ามกองทุนต่างประเทศฝากเงินในบัญชีฝากประจำ (time deposit) แต่ยังคงเปิดช่องทางให้ลงทุนในหุ้นและพันธบัตรได้ตามปกติ ซึ่งอาจเป็นอีกสาเหตุหนึ่งที่มาตรการดังกล่าวไม่ส่งผลให้ค่าเงินอ่อนค่าลง แต่ก็ทำให้อัตราการแข็งค่าชะลอตัวลงเล็กน้อยในช่วง 3 เดือนหลังจากการใช้มาตรการเทียบกับ 3 เดือนก่อนหน้านี้ แต่ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการอ่อนค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐ ประเทศบราซิลใช้มาตรการเก็บภาษีธุรกรรม (transaction tax) 2% จากการลงทุนจากต่างประเทศในหุ้นและตราสารหนี้ ทั้งนี้ ค่าเงินเรียลของบราซิลอ่อนตัวลงประมาณ 3% หลังจากใช้มาตรการเป็นเวลา 3 เดือน สวนทางกับการแข็งค่าถึง 11% ในช่วง 3 เดือนก่อนหน้าการใช้มาตรการ อย่างไรก็ตาม ท้ายที่สุดค่าเงินเรียลกลับสู่แนวโน้มแข็งค่าขึ้น โดยแข็งค่าขึ้นประมาณ 3% นับจากวันที่ออกมาตรการถึงปัจจุบัน จนล่าสุดบราซิลได้เพิ่มอัตราภาษีดังกล่าวจาก 2% เป็น 4% สำหรับการลงทุนในตราสารหนี้

นอกจากนี้ เกาหลีใต้ได้กำหนดเพดานการถือครอง foreign exchange derivatives ของธนาคารในประเทศและธนาคารสาขาของต่างประเทศ และจะมีการทำการตรวจสอบการบริหารจัดการเงินตราต่างประเทศของธนาคารดังกล่าว โดยต้องการลดความผันผวนของกระแสเงินทุนจากต่างประเทศและอัตราแลกเปลี่ยน เช่นเดียวกับอินโดนีเซียที่ต้องการรักษาเสถียรภาพในตลาดการเงินของประเทศโดยกำหนดให้การลงทุนในตราสารที่ออกโดยธนาคารกลางกำหนดระยะเวลาการถือครองขั้นต่ำ 1 เดือน อย่างไรก็ตาม หลังจากการประกาศใช้มาตรการพบว่าค่าเงินวอนของเกาหลีใต้ยังคงเคลื่อนไหวผันผวนสูง โดยปรับตัวขึ้นลงมากกว่าการเคลื่อนไหวของดัชนี Asia Dollar Index (ADXY Index) ในขณะที่ ค่าเงินรูเปียห์ของอินโดนีเซียยังคงแข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่อง

3) แนวโน้มการแข็งค่าของเงินในภูมิภาครวมถึงค่าเงินบาทคงยังไม่จบในเร็ววัน เพราะปัจจัยต่างๆ ใน

สหรัฐฯ ที่ผลักดันให้เงินทุนไหลเข้ามาในภูมิภาคนี้ยังคงส่งผลอย่างต่อเนื่อง การใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายมาก อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ รวมถึงการเพิ่มขึ้นของหนี้สาธารณะเพื่ออัดฉีดเม็ดเงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจของสหรัฐฯ จะผลักดันให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนไหลออกมาสู่ภูมิภาคเอเชียและ emerging markets อื่นๆ มากขึ้นอย่างต่อเนื่อง แม้ว่าจะมีความพยายามที่จะหาหรือเรื่องค่าเงินในการประชุม IMF ที่มีรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง และผู้ว่าการธนาคารกลางแต่ละประเทศเข้าร่วม แต่ดูเหมือนว่าไม่ประสบความสำเร็จเท่าที่ควร เพราะทั้งสหรัฐฯ และจีนยังคงมีมุมมองที่ต่างกันโดยสิ้นเชิง สหรัฐฯ มองว่าการควบคุมค่าเงินหยวนของจีนเป็นอุปสรรคต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก ในขณะที่จีนเองก็เห็นวาทนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายอย่างมากของสหรัฐฯ จะส่งผลให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนไม่มีเสถียรภาพ

ผลที่กำลังตามมาและคาดว่าจะมีมากขึ้นคือการแทรกแซงค่าเงินและการออกมาตรการเพื่อพยายามลดอัตราการแข็งค่าของเงินในแต่ละประเทศ เนื่องจากภาคการส่งออกซึ่งเป็นแกนหลักของเศรษฐกิจแทบจะทุกประเทศใน emerging economies ได้รับผลกระทบ ซึ่งเป็นที่น่าเห็นใจทางการเมืองจากมาตรการต่างๆ ที่ออกมาล้วนทำได้เพียงบรรเทาปัญหา ในขณะที่ต้นเหตุปัจจัยของปัญหามันจริง ๆ ไม่ได้อยู่ที่แต่ละประเทศ ทั้งนี้ การออกมาตรการยังมีแนวโน้มว่าจะระบอบและลุกลามไปยังหลายๆ ประเทศ เพราะทุกประเทศต้องพยายามปกป้องและรักษาภาคการส่งออกและเศรษฐกิจของประเทศเหมือนกัน ปัญหาสำคัญก็คือ นอกจากการใช้มาตรการดังกล่าวจะไม่ใช้การแก้ปัญหาที่ต้นเหตุและคงไม่ถึงขั้นมีผลทำให้ค่าเงินอ่อนค่าลงแล้ว การที่แต่ละประเทศต้องแข่งกันออกมาตรการต่างๆ ท้ายที่สุดจะกลายเป็นผลเสียต่อแต่ละประเทศเสียเอง

ทั้งนี้ ด้วยแนวโน้มของปัญหาที่ยังไม่มีการแก้ไขที่ต้นเหตุ จะส่งผลให้ปัญหาเรื่องค่าเงินในภูมิภาครวมถึงค่าเงินบาทแข็งค่าคงไม่จบลงง่ายๆ ในเร็ววัน

Implication	■ ค่าเงินบาทอาจมีการชะลอการแข็งค่าในระยะสั้น แต่ในระยะยาวน่าจะยังคงมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นต่อไป ซึ่งเป็นผลมาจากนโยบายการเงินของสหรัฐฯ ที่คงหลักเล็งได้ยาก และประเทศไทยคงทำอะไรไม่ได้มากนัก ผู้ประกอบการควรเตรียมรับมือแนวโน้มดังกล่าวพร้อมทั้งบริหารความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ■ โอกาสที่ ธปท. จะขึ้นดอกเบี้ยอย่างรวดเร็วคงไม่สูงนัก และมีโอกาสที่จะมีมาตรการอื่นๆ ออกมาอีก เนื่องจากค่าเงินบาทยังคงมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นในระยะต่อไป จึงอาจได้เห็นมาตรการอื่นๆ ออกมาอีก โดยที่อาจเห็นผลได้เร็วที่สุดคือการชะลอการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย อย่างไรก็ตามเราไม่คิดว่ามาตรการที่ออกมาจะรุนแรงแบบมาตรการกันสำรอง 30% ที่เคยใช้เมื่อปี 2006 ■ รัฐควรส่งเสริมการลงทุนทั้งภาครัฐและเอกชนอย่างจริงจัง การนำเข้าสินค้าทุนจะลดการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดลง ซึ่งจะช่วยลดแรงกดดันจากกระแสเงินร้อนต่างๆ ไปด้วย นอกจากนี้ การลงทุนยังเป็นปัจจัยสำคัญในการเพิ่มผลิตผลและรายได้ให้กับแรงงาน เพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันในระยะยาว และรองรับการเติบโตของเศรษฐกิจไทยในอนาคตอีกด้วย
-------------	--

รูปที่ 1: กรณีตัวอย่างการลงทุนในพันธบัตรอายุ 1 ปีเป็นเวลา 3 เดือน

กรณีตัวอย่าง การลงทุนในพันธบัตรอายุ 1 ปี เป็นเวลา 3 เดือน			
หน่วย: ดอลลาร์สหรัฐฯ	ประเทศไทย ไม่มีภาษีหัก ณ ที่จ่าย	ประเทศไทย มีภาษีหัก ณ ที่จ่าย	ประเทศอินโดนีเซีย
เงินลงทุนเริ่มต้น	100.00	100.00	100.00
รายได้ดอกเบี้ย (หักภาษี)	0.44	0.37	1.36
รายได้ดอกเบี้ย	0.44	0.44	1.60
ภาษีบนรายรับดอกเบี้ย	n.a.	-0.07	-0.24
กำไรจากการเพิ่มขึ้นของราคา (หักภาษี)	-0.25	-0.25	0.59
กำไรจากการเพิ่มขึ้นของราคา	-0.25	-0.25	0.70
ภาษีบนกำไรจากการเพิ่มขึ้นของราคา	n.a.	0.00	-0.10
กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน	7.74	7.74	1.37
กำไรทั้งสิ้น	7.93	7.86	3.32
เงินลงทุนคงเหลือเมื่อครบ 3 เดือน	107.93	107.86	103.32

หมายเหตุ: ลงทุนจากวันที่ 13 กรกฎาคม ถึง 11 ตุลาคม 2010 ซึ่งการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนพันธบัตรและอัตราแลกเปลี่ยนเป็นดังนี้

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรของไทยเพิ่มขึ้นจาก 1.77% เป็น 2.02%

อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทแข็งค่าขึ้นจาก 32.35 เป็น 30.03 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรของอินโดนีเซียลดลงจาก 6.49% เป็น 5.77%

อัตราแลกเปลี่ยนเงินรูเปียห์แข็งค่าขึ้นจาก 9048 เป็น 8528 รูเปียห์ต่อดอลลาร์สหรัฐฯ

ภาษีหัก ณ ที่จ่ายของอินโดนีเซียอยู่ในช่วง 10-20% ในที่นี้สมมติให้เท่ากับประเทศไทยที่ 15% เพื่อง่ายต่อการเปรียบเทียบ

ที่มา: การวิเคราะห์โดย SCB EIC

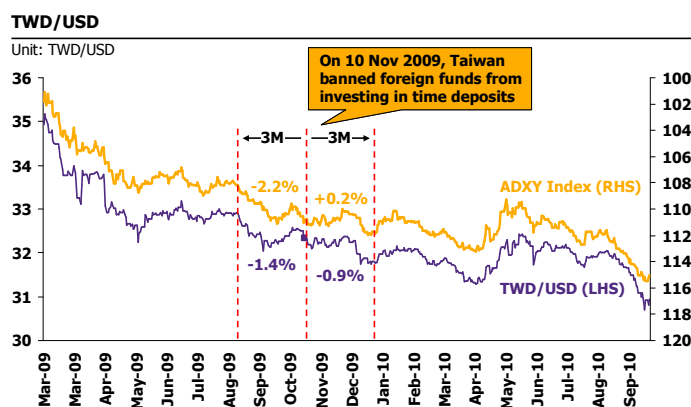
Measures to curb currency speculation by various countries

Country	Date	Measure
Taiwan	10-Nov-09	• Taiwan banned foreign funds from investing in time deposits
Korea	13-Jun-10	• Setting ceilings on the foreign exchange derivatives positions of domestic banks and foreign bank branches at 50% and 250% of their capital, respectively.
	4-Oct-10	• South Korea's financial regulators announced they, along with the Bank of Korea, will inspect banks' handling of foreign currency
Indonesia	16-Jun-10	• Imposing a minimum one-month holding period for Bank Indonesia Certificates
		• Abolishing the rule limiting banks' on-balance-sheet net open positions to a maximum of 20% of their capital, while maintaining overall net open positions at 20% of capital
Brazil	19-Oct-09	• Charge a 2% financial transactions tax (IOF tax) on foreign investments in Brazilian stocks and fixed-income securities
	5-Oct-10	• Raise the so-called IOF tax to 4 percent from 2 percent for foreign investors to buy Brazilian bonds. • Left the IOF tax unchanged at 2 percent for the purchase of Brazilian stocks by foreigners

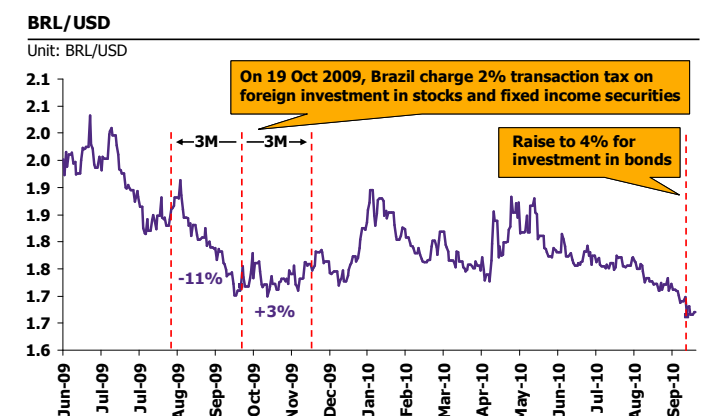
ที่มา: การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของสำนักข่าวต่างประเทศ Bloomberg, Reuters

รูปที่ 3: หลายประเทศประกาศใช้มาตรการเพื่อป้องกันและลดการเก็งกำไรค่าเงิน แต่ดูเหมือนจะไม่ได้ผลมากนัก

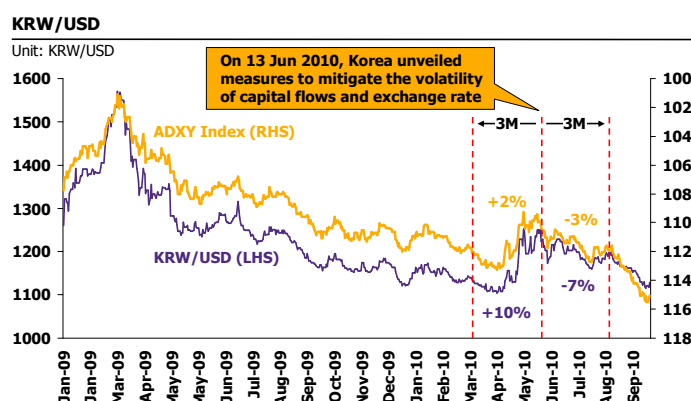
ค่าเงินไต้หวัน



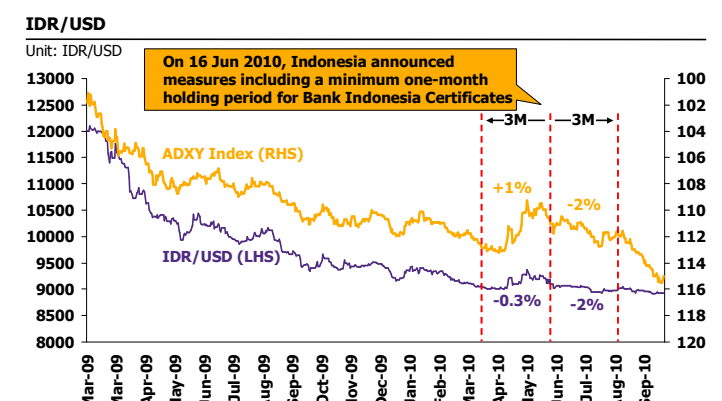
ค่าเงินบราซิล



ค่าเงินเกาหลีใต้



ค่าเงินอินโดนีเซีย



ที่มา: การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

โดย : พรเทพ ชูพันธุ์ (pornthep.jubandhu@scb.co.th)

วิธาน เจริญผล (vithan.charoenphon@scb.co.th)

EIC | Economic Intelligence Center