



BOJ ขยับปรับนโยบายการเงินในรอบเกือบ 2 ปี เพื่อเพิ่มความยืดหยุ่นต่อนโยบาย

Event

- จากการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินระหว่างวันที่ 30-31 กรกฎาคม 2018 ธนาคารกลางญี่ปุ่น (Bank of Japan: BOJ) มีมติคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ -0.1% แต่ได้รับปรับแนวการดำเนินนโยบายการเงินให้มีความยืดหยุ่นมากขึ้นครั้งแรกในรอบเกือบ 2 ปี โดยขยายกรอบการเคลื่อนไหวอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นอายุ 10 ปีปัจจุบันที่ตรึงไว้ระดับ 0% ตามนโยบายการควบคุมเส้นผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่น (Yield Curve Control: YCC) ซึ่งเริ่มใช้ครั้งแรกเดือนกันยายนปี 2016 ให้เคลื่อนไหวได้ในกรอบที่กว้างขึ้น พร้อมปรับสัดส่วนการเข้าซื้อกองทุนเปิดที่จดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่น (Exchange Traded Fund: ETF)
- BOJ ยังประกาศสัญญาณชี้นำล่วงหน้า (Forward Guidance) ว่าจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระดับต่ำต่อไปในระยะข้างหน้าเพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ และรองรับผลกระทบในอนาคตซึ่งเกี่ยวเนื่องกับการปรับขึ้นภาษีการบริโภคในเดือนตุลาคม ปี 2019

Analysis

- BOJ ได้ปรับแนวทางการดำเนินนโยบายการเงินเล็กน้อยใน 2 ประเด็นหลัก ซึ่งเป็นการสร้างความยืดหยุ่นต่อการดำเนินนโยบายแบบฟ่อนคลายในปัจจุบัน ได้แก่
 1. ขยายกรอบการเคลื่อนไหวอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นอายุ 10 ปี ให้สามารถเคลื่อนไหวได้กว้างขึ้น จากเดิมในช่วงราว -0.1% ถึง 0.1% (± 10 bps จากระดับ 0%) มาเป็นราว -0.2% ถึง 0.2% (± 20 bps จากระดับ 0%) เพื่อให้การเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นของ BOJ มีความยืดหยุ่นมากขึ้นและสอดคล้องสถานการณ์ในตลาดการเงินโลกที่อัตราดอกเบี้ยในกลุ่มประเทศหลักเริ่มเข้าสู่ช่วงขาขึ้นตามวัฏจักรเศรษฐกิจโลก โดยยังคงวงเงินการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลเท่าเดิมที่ 80 ล้านล้านเยนต่อปี ซึ่งมีนัยต่ออัตราดอกเบี้ยพันธบัตรญี่ปุ่นอายุ 10 ปีและมากกว่าที่จะสามารถปรับตัวสูงขึ้นได้อีกจากปัจจุบัน (รูปที่ 1) และเป็นการเพิ่มความชัน (slope) ให้แก่เส้นอัตราผลตอบแทนในส่วนอัตราดอกเบี้ยระยะยาวเพื่อลดผลกระทบต่อภาคการเงินของญี่ปุ่นจากภาวะดอกเบี้ยต่ำเป็นเวลานาน โดยเฉพาะต่อธุรกิจภาคธนาคาร ประกันชีวิต และกองทุนบำเหน็จบำนาญ
 2. ปรับสัดส่วนการเข้าซื้อ ETF โดยจะเข้าซื้อกองทุนหุ้นที่เกี่ยวข้องกับดัชนี TOPIX (Tokyo Stock Price Index) มากขึ้นและลดการเข้าซื้อกองทุนหุ้นที่เกี่ยวข้องกับดัชนี Nikkei 225 โดยยังคงวงเงินการเข้าซื้อ ETF รวมไว้เท่าเดิมที่ 6 ล้านล้านเยนต่อปี (รูปที่ 2) ซึ่งการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการเข้าซื้อ ETF นี้มีนัยว่า BOJ ต้องการทยอยลดการบิดเบือนกลไกตลาดทางอ้อม เนื่องจากในดัชนี Nikkei 225 มีสัดส่วนหุ้นขนาดใหญ่ที่มีสภาพคล่องน้อยกว่าเมื่อเทียบกับหุ้นในดัชนี TOPIX ซึ่งหุ้นขนาดใหญ่ในภาพรวมมี free float สูงกว่า ซึ่งจะทำให้เกิดการบิดเบือนราคาหลักทรัพย์ในดัชนี Nikkei 225 ในระยะยาวได้หาก BOJ ไม่เริ่มปรับสัดส่วนการเข้าซื้อ ETF ในปัจจุบัน

- **BOJ ปรับลดคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในช่วง 2 ปีข้างหน้า** โดยปรับคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในปีงบประมาณ 2018 จาก 1.3% เป็น 1.1% สำหรับปี 2019 จาก 1.8% เป็น 1.5% และสำหรับปีงบประมาณ 2020 จาก 1.8% เป็น 1.6% ซึ่งยังต่ำกว่าระดับอัตราเงินเฟ้อเป้าหมายที่ 2% เป็นการส่งสัญญาณว่า BOJ จะยังคงคงนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นภาพรวมต่อไป แม้จะเริ่มมีการปรับ YCC ให้ดอกเบี้ยระยะยาวสามารถปรับเพิ่มสูงขึ้นได้และเป็นการเพิ่มความยืดหยุ่นต่อการดำเนินนโยบาย YCC ในระยะข้างหน้าที่ดอกเบี้ยพันธบัตรระยะยาวของโลกอยู่ในช่วงขาขึ้น เนื่องจากตลาดการเงินเริ่มคาดการณ์ถึงการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินญี่ปุ่นซึ่งใช้มาตรการผ่อนคลายเป็นอย่างยาวนาน แต่ในขณะเดียวกัน อัตราเงินเฟ้อของญี่ปุ่นกลับไม่ฟื้นตัวตามคาด โดยในเดือนมิถุนายน 2018 อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานยังอยู่ที่ระดับ 0.8%YOY นอกจากนี้ ในการประชุมเมื่อเดือนเมษายนที่ผ่านมา BOJ มีมติยกเลิกกรอบเวลาบรรลุอัตราเงินเฟ้อเป้าหมายภายในปีงบประมาณ 2019 เนื่องจากเงินเฟ้อยังคงฟื้นตัวช้ากว่าคาดจากค่าจ้างแรงงานที่ขยับขึ้นช้าจากปัญหาโครงสร้างตลาดแรงงานญี่ปุ่นและการขึ้นค่าแรงของบริษัทญี่ปุ่นที่ปรับขึ้นน้อย
- **เงินเยนอ่อนค่าลงเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ หลัง BOJ ส่งสัญญาณคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระดับต่ำต่อไปในระยะข้างหน้า** ณ วันที่ 31 กรกฎาคมหลัง BOJ มีมติคงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เงินเยนอ่อนค่าลง 0.7% เทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ และที่ระดับ 111.86 เยน ในขณะที่ดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ลดลงต่ำสุดสู่ระดับที่ 0.05% โดยฟื้นตัวขึ้นแตะระดับ 0.11% ในช่วงเช้าวันที่ 1 สิงหาคม ทำให้โดยรวมการตอบสนองต่อตลาดพันธบัตรค่อนข้างน้อย ในอีกแง่หนึ่ง การคงนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นของญี่ปุ่นนั้นสวนทางกับการดำเนินนโยบายการเงินของสหรัฐฯ ซึ่งเตรียมปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายอีก 2 ครั้งในปีนี้ ทำให้ส่วนต่างผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของสหรัฐฯ และญี่ปุ่นยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ส่งผลให้เงินเยนมีทิศทางอ่อนค่าลงเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ตามค่าเงินภูมิภาคเอเชียในปีนี้อาจเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ยังแข็งค่าต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม เงินเยนอาจกลับมาแข็งค่าชั่วคราวได้จากการเป็นสถานะสกุลเงินปลอดภัย (safe haven) ในภาวะตลาดปัดรับความเสี่ยง (risk off)

Implication

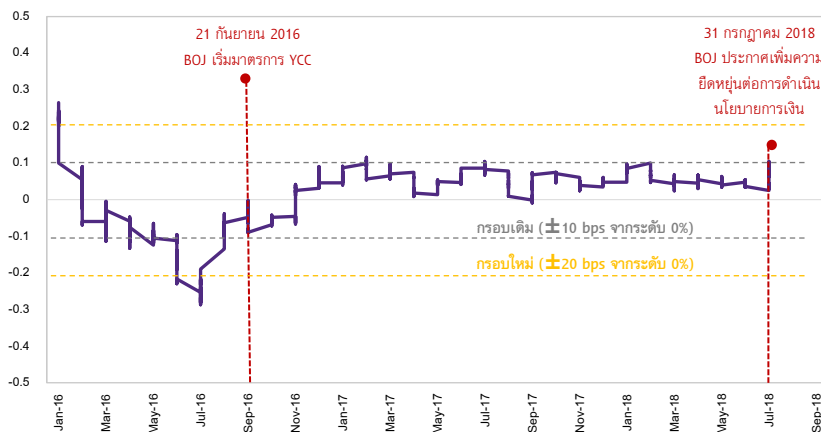
- **การเพิ่มความยืดหยุ่นของนโยบายการเงินนับเป็นทางออกของ BOJ ต่อภาวะดอกเบี้ยโลกขาขึ้นและรองรับความไม่แน่นอนจากการปรับขึ้นภาษีการบริโภคในปี 2019** ซึ่งเป็นการขยายกรอบดอกเบี้ยระยะยาวพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นให้เคลื่อนไหวไปตามกลไกตลาดให้ปรับเพิ่มขึ้นหรือลดลงได้มากกว่าเดิมเล็กน้อย ทั้งยังสร้าง policy space สำหรับการกระตุ้นเศรษฐกิจสำหรับ BOJ ผ่านการเข้าซื้อสินทรัพย์ในอนาคต ด้านการปรับเปลี่ยนสัดส่วนการเข้าซื้อ ETF ของ BOJ มีเหตุผลเพื่อลดผลการแทรกแซงของ BOJ ต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหุ้นในช่วงที่เศรษฐกิจญี่ปุ่นเริ่มฟื้น นอกจากนี้ การไม่กำหนดกรอบเวลาในการขึ้นดอกเบี้ยนโยบายและการคงวงเงินการเข้าซื้อสินทรัพย์เท่าเดิมเป็นการยืนยันท่าทีของ BOJ ในการผลักดันเงินเฟ้อให้สูงขึ้นจากการกระตุ้นสภาพคล่องผ่านการเข้าซื้อสินทรัพย์หากเงินเฟ้อพื้นฐานพลิกกลับมาหดตัวหลังการขึ้นภาษีการบริโภคจาก 8% เป็น 10% ในเดือนตุลาคมปี 2019
- **อีไอซีคาดว่า BOJ จะยังคงนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นไปสนับสนุนการเติบโตทางเศรษฐกิจญี่ปุ่นในปีนี้และปีหน้า** เนื่องจากภาวะการเงินที่ผ่อนคลายและดอกเบี้ยที่ต่ำยังมีส่วนช่วยสนับสนุนการเพิ่มขึ้นของเงินเฟ้อและเติบโตของเศรษฐกิจญี่ปุ่น สำหรับปี 2019 อีไอซีมองว่า

เศรษฐกิจญี่ปุ่นจะขยายตัวได้ด้วยแรงสนับสนุนจากการบริโภคภาคครัวเรือนและการลงทุนในประเทศ รวมถึงภาคการค้าที่จะได้ผลบวกจากข้อตกลงหุ้นส่วนทางเศรษฐกิจกับสหภาพยุโรป (Japan-EU Economic Partnership Agreement) ซึ่งคาดว่าจะมีผลบังคับใช้ในช่วงเดือนมีนาคมปี 2019 โดยญี่ปุ่นจะได้ประโยชน์จากการลดภาษีสินค้าเกือบทั้งหมดที่ส่งออกไปยังสหภาพยุโรป ซึ่งจะส่งอานิสงส์ทำให้การค้าระหว่างประเทศของผู้ประกอบการไทยที่มีการส่งออกไปญี่ปุ่นได้ผลดีในทางอ้อม หากเศรษฐกิจญี่ปุ่นยังสามารถเติบโตได้ดีและมีความต้องการนำเข้าสูง

รูปที่ 1: BOJ ขยายกรอบการเคลื่อนไหวดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นอายุ 10 ปี ให้กว้างขึ้น

อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นอายุ 10 ปี

หน่วย: %



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

1

รูปที่ 2: BOJ ปรับสัดส่วนการเข้าซื้อ ETF โดยซื้อกองทุนหุ้นที่เกี่ยวข้องกับ TOPIX มากขึ้น

การปรับเปลี่ยนแผนการเข้าซื้อ ETF ของ BOJ

หน่วย: ล้านล้านเยน (สัดส่วนคิดเป็น %)

การปรับแผนของ BOJ	TOPIX	Nikkei 225	JPX & Others	รวม
เพิ่มวงเงินเข้าซื้อ ETF เป็น 6 ล้านล้านเยน ณ วันที่ 29 กรกฎาคม 2016	2.4 (40)	3.1 (52)	0.5 (8)	6.0 (100)
ปรับสัดส่วนการเข้าซื้อ ETF ณ วันที่ 21 กันยายน 2016	4.0 (67)	1.6 (27)	0.4 (6)	6.0 (100)
ก่อนผลการประชุมปรับเปลี่ยนสัดส่วนการเข้าซื้อ ETF ณ วันที่ 26 กรกฎาคม 2018	4.3 (72)	1.3 (22)	0.4 (6)	6.0 (100)
ปรับสัดส่วนการเข้าซื้อ ETF ที่เกี่ยวข้องกับดัชนี TOPIX ณ วันที่ 31 กรกฎาคม 2018	5.0 (83)	0.6 (10)	0.4 (7)	6.0 (100)

หมายเหตุ: JPX = Japan Exchange Group

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ BOJ และ J.P. Morgan

2



โดย : ดร. ธนพล ศรีธัญพงศ์ (thanapol.srithanpong@scb.co.th)
กัลยรักษ์ นัยรักษ์เสรี (kunyaruk.naiyaraksaree@scb.co.th)

Economic Intelligence Center (EIC)

ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)

EIC Online: www.scbeic.com

Line: [@scbeic](https://www.line.me/@scbeic)

