



Fed ขึ้นดอกเบี้ยตามคาดท่ามกลางสงครามการค้าและความเสี่ยง Inverted Yield Curve

Event

- การประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ (FOMC) เมื่อวันที่ 25-26 กันยายน 2018 มีมติเป็นเอกฉันท์ให้ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Fed funds rate) ขึ้น 25 bps ไปอยู่ที่ช่วง 2.00 – 2.25% นอกจากนี้ ประเมินการอัตราดอกเบี้ยนโยบายในอนาคต (dot plot) แสดงให้เห็นว่าคณะกรรมการ FOMC ยังคงมุมมองการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นเพื่อบำเหน็จนโยบายการเงินเข้าสู่สภาวะปกติเหมือนการประชุมครั้งที่แล้ว โดยยังมีแนวโน้มขึ้นดอกเบี้ยอีก 1 ครั้งช่วงปลายปี ขึ้น 3 ครั้งในปี 2019 และขึ้นอีก 1 ครั้งในปี 2020

Analysis

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ก็ยังคงเติบโตได้ดี เป็นปัจจัยสนับสนุนให้ Fed ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย โดยเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในไตรมาส 2 ขยายตัว 4.2%QOQ SAAR สูงสุดในรอบ 4 ปี ทำให้ Fed ปรับคาดการณ์การขยายตัวทางเศรษฐกิจในปี 2018 และ 2019 สูงขึ้นเป็น 3.1%YOY และ 2.5%YOY จากเดิม 2.8%YOY และ 2.4%YOY นอกจากนี้ Fed ได้คาดการณ์การขยายตัวทางเศรษฐกิจในปี 2021 ที่ 1.8%YOY สอดคล้องกับตัวเลขคาดการณ์การเติบโตในระยะยาวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในส่วนของตลาดแรงงานนั้น Fed มองว่าการจ้างงานยังคงแข็งแกร่ง สะท้อนจากตัวเลขอัตราการว่างงานในเดือนสิงหาคมที่ทรงตัวอยู่ที่ 3.9% และการจ้างงานนอกภาคเกษตร (Non-farm payroll) เดือนสิงหาคม เพิ่มขึ้นราว 2 แสนตำแหน่ง อย่างไรก็ตาม Fed ปรับคาดการณ์อัตราการว่างงานปี 2018 สูงขึ้นเล็กน้อยไปอยู่ที่ 3.7% จากเดิม 3.6% นอกจากนี้ อัตราเงินเฟ้อทั่วไป PCE ยังทรงตัวใกล้เคียงระดับเป้าหมายที่ 2% ซึ่งเป็นผลจากการใช้จ่ายของผู้บริโภคที่ขยายตัวต่อเนื่อง ค่าจ้างแรงงานที่ฟื้นตัว รวมถึงราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกที่ปรับสูงขึ้น โดยประมาณการ PCE ปี 2018 และ 2019 อยู่ที่ 2.1% และ 2.0% ตามลำดับ ด้วยเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ยังคงแข็งแกร่งนี้ จึงเป็นปัจจัยสนับสนุนให้ Fed ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ตามที่เคยสื่อสารไว้

- ในแถลงการณ์ผลการประชุมของ Fed ได้มีการตัดคำว่า “accommodative policy” ออก และไม่มีการกล่าวถึงความเสี่ยงจากสงครามการค้า ทั้งนี้ การตัดคำว่า accommodative หรือ การดำเนินนโยบายแบบผ่อนปรน ออกนั้น เป็นเพียงตัวสะท้อนว่าการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่องทำให้ระดับอัตราดอกเบี้ยเข้าใกล้ระดับอัตราดอกเบี้ยที่สอดคล้องกับเป้าหมายด้านการขยายตัวทางเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ (neutral rate) มากขึ้น แต่ไม่ได้เป็นตัวสะท้อนว่าการดำเนินนโยบายในระยะต่อไปจะเข้มข้นขึ้นกว่าที่เคยสื่อสารไว้ นอกจากนี้ นาย Powell ซึ่งเป็นประธาน Fed ยังกล่าวหลังการประชุมด้วยว่า ภาวะการเงินโดยรวมของสหรัฐฯ ยังคงอยู่ในระดับผ่อนคลายเป็นปกติ สำหรับประเด็นเรื่องสงครามการค้านั้น ไม่มีการกล่าวถึงในแถลงการณ์ผลการประชุม อย่างไรก็ตาม นาย Powell กล่าวเพิ่มเติมว่า คณะกรรมการได้ติดตามและทราบถึงความกังวลของภาคธุรกิจต่อประเด็นดังกล่าว แต่ยังไม่

เห็นผลกระทบจากสงครามการค้าต่อภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐฯ อย่างมีนัยสำคัญในปัจจุบัน

- **โดยรวมแล้ว ค่ากลางของประมาณการอัตราดอกเบี้ยนโยบายในอนาคต (dot plot) ของ Fed ยังคงเดิม** แม้รายละเอียดของ dot plot ได้มีการเปลี่ยนแปลงจากเดือนมิถุนายนไปบ้าง¹ หลังคณะกรรมการ FOMC ที่มีสิทธิ์ลงคะแนนเสียงมีการเปลี่ยนแปลง 2 ตำแหน่งคือ นายจอห์น ซี. วิลเลียมส์ ประธานเฟดนิวยอร์ก ที่มาแทนที่นายวิลเลียม ดัดลีย์ ที่เกษียณอายุ และนายริชาร์ด คลาริต้า รองประธาน Fed คนใหม่ แต่คณะกรรมการ FOMC ส่วนใหญ่ยังคงมีมุมมองต่อการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่คล้ายเดิม คือ มีโอกาสที่ Fed จะปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นอีก 1 ครั้งในเดือนธันวาคมปี 2018 ปรับขึ้นอีก 3 ครั้งในปี 2019 และอีก 1 ครั้งในปี 2020
- **การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเป็นไปตามที่ตลาดคาดไว้แล้ว ส่งผลให้ตลาดการเงินไม่ตอบสนองมากนัก** ภายหลังจากประชุมธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) แล้วเสร็จในวันที่ 26 กันยายน 2018 ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ปรับตัวลงเล็กน้อย โดยดัชนีตลาดหลักทรัพย์ดาวโจนส์ปิดตลาดลดลง 0.40% ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ S&P 500 ลดลง 0.33% ขณะที่ดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ปิดตลาดแข็งค่า 0.13% และผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปีต่ำลงเล็กน้อยมาอยู่ที่ 3.05% สำหรับเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงบ่ายวันนี้ยังคงเคลื่อนไหวทรงตัวจากราคาปิดเมื่อวานที่ 32.43 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ

Implication

- **อีไอซีมองว่าวิกฤติการเงินที่เกิดในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่จะไม่ส่งผลต่อการดำเนินนโยบายการเงินของ Fed** เนื่องจากช่องทางส่งผ่านผลกระทบต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีจำกัด โดยในช่วงที่ผ่านมา แม้จะเกิดปัญหาวิกฤติการเงินในอาร์เจนตินา และตุรกี อีกทั้งยังมีความกังวลว่าการดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องของ Fed จะส่งผลกระทบต่อขยายตัวของเศรษฐกิจโลก โดยเฉพาะในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่บางประเทศที่มีปัญหาด้านเสถียรภาพและความเปราะบางทางเศรษฐกิจ² แต่อีไอซีมองว่า Fed จะยังคงดำเนินนโยบายการเงินตามที่เคยสื่อสารเอาไว้ได้ เนื่องจาก Fed จะยังคงให้ความสำคัญต่อภาวะเศรษฐกิจในประเทศเป็นอันดับแรก อีกทั้งผลกระทบที่อาจส่งผ่านมาสู่สหรัฐฯ มีจำกัด เนื่องจากในปัจจุบันสหรัฐฯ มีการออกกฎระเบียบควบคุมและบริหารความเสี่ยง สถาบันการเงินที่เข้มงวดมากขึ้นกว่าในอดีต โดยมีการลดสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อแก่กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ อีกทั้งภาคธุรกิจและการเงินของสหรัฐฯ ก็ลดสัดส่วนการลงทุนในกลุ่มคู่ค้า (counterparties) หรือสถาบัน

¹ Dot plot ของอัตราดอกเบี้ยนโยบายในเดือนธันวาคมบ่งชี้ว่า มีคณะกรรมการที่มองว่าจะมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีก 1 ครั้งถึง 12 คน จากทั้งหมด 16 คน ซึ่งเพิ่มขึ้นจาก dot plot รอบการประชุมเดือนมิถุนายน ที่มีกรรมการมองว่าจะมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพียงแค่ 8 คน นอกจากนี้ ค่า median ของ neutral rate ยังปรับสูงขึ้นจาก 2.9% เป็น 3% ในรอบการประชุมครั้งนี้

² ผู้ว่าการธนาคารกลางอินเดีย และผู้ว่าการธนาคารกลางอินโดนีเซีย ต่างออกมาให้ความเห็นว่า การดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องของ Fed จะส่งผลกระทบต่อภาพรวมการขยายตัวของเศรษฐกิจโลก โดยเฉพาะตลาดเงินของกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ที่ต้องเผชิญกับความผันผวนมากขึ้น จึงเรียกร้องให้ การดำเนินนโยบายการเงินของ Fed ควรพิจารณาถึงผลกระทบดังกล่าวด้วยเช่นกัน



การเงิน (financial institutions) ที่มีความเสี่ยงสูงด้วยเช่นกัน ด้วยเหตุนี้ ความกังวลที่วิกฤติการเงินในต่างประเทศจะส่งผลเสียต่อภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐฯ จึงลดลงเมื่อเทียบกับเหตุการณ์ในอดีต เช่น วิกฤติการเงินในกลุ่มประเทศละติน (1980s) หรือวิกฤติการเงินเอเชีย (1997) อย่างไรก็ตาม ช่องทางการส่งผ่านผลกระทบจากประเทศตลาดเกิดใหม่สู่สหรัฐฯ ที่ต้องจับตามองในระยะต่อไป คือ ช่องทางความเชื่อมั่นของนักลงทุน (risk sentiment) เนื่องจากความกังวลของนักลงทุนอาจส่งผลเสียต่อตลาดหุ้นของสหรัฐฯ และทำให้ภาวะการเงินสหรัฐฯ ตึงตัวขึ้นได้

- **ถึงแม้จะมีโอกาสที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นของสหรัฐฯ จะสูงกว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาว (inverted yield curve) แต่อาจไม่ได้เป็นสัญญาณบ่งชี้เศรษฐกิจถดถอยที่ดีเหมือนดังในอดีต** การที่ Fed ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่องในปัจจุบันอาจนำไปสู่ภาวะ inverted yield curve ในระยะต่อไปได้ อย่างไรก็ตาม ภาวะแวดล้อมในปัจจุบันมีความแตกต่างจากในอดีต เนื่องจาก มีปัจจัยเชิงเทคนิคที่ทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะยาวอยู่ในระดับต่ำ กล่าวคือ Fed มีการดำเนินนโยบายการเงินแบบ unconventional policy โดยมีการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวทำให้ส่วนชดเชยความเสี่ยงสำหรับการถือพันธบัตรระยะยาว (term premium) ต่ำกว่าปกติ นอกจากนี้ การสื่อสารทิศทางของอัตราดอกเบี้ยในอนาคต (forward guidance) ของ Fed ยังช่วยปรับการคาดการณ์ของนักลงทุน ซึ่งส่งผลต่ออัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ระยะยาวที่ปรับสูงขึ้นไม่มากนัก ด้วยเหตุนี้ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวของสหรัฐฯ จึงไม่ปรับเพิ่มสูงขึ้นดังเช่นในอดีตที่ผ่านมา โอกาสการเกิด inverted yield curve จึงมีสูงขึ้น ดังนั้น inverted yield curve ในครั้งนี้อาจไม่ใช่อันตรายต่อนมุมมองของนักลงทุนต่อภาวะเศรษฐกิจในอนาคตได้ดีเหมือนในอดีต
- **เมื่อพิจารณาจากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยคาดการณ์ระยะสั้น (near-term forward spread) พบว่ายังไม่เห็นสัญญาณบ่งชี้ถึงภาวะเศรษฐกิจถดถอยของสหรัฐฯ ในอนาคต** Fed ได้ทำการศึกษาเพื่อหาเครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจถดถอยในอนาคต โดยพบว่าการใช้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยคาดการณ์ระยะสั้น (near-term forward spread) ซึ่งคำนวณจากส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนตั๋วเงินคลัง (treasury bill) อายุ 3 เดือนและคาดการณ์อัตราผลตอบแทนตั๋วเงินคลังอายุ 3 เดือนในอีก 6 ไตรมาสข้างหน้า จะเป็นเครื่องชี้ถึงภาวะเศรษฐกิจถดถอยในระยะข้างหน้าได้ดีกว่าการใช้ ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้น 2 ปี และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาว 10 ปี (2-10 yield spread) เนื่องจาก near-term forward spread มิได้รับผลกระทบข้างเคียงจากการดำเนินนโยบาย QE ของ Fed โดยใน รูปที่ 2 พบว่า near-term forward spread ยังคงผันผวนอยู่ในช่วงบวก (sideway) (รูปที่ 2) และไม่ได้มีแนวโน้มลดลงเหมือนดัง 2-10 yield spread จึงยังไม่เห็นสัญญาณที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะเข้าสู่ภาวะถดถอยในอนาคต
- **การขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่องของ Fed ส่งผลต่อเสถียรภาพการเงินของกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ จึงทำให้บางประเทศต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายตามสหรัฐฯ** การที่ Fed ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่องทำให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างสหรัฐฯ และกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่แคบลง ซึ่งเป็นผลให้เงินทุนเคลื่อนย้ายอาจไหลออกจากกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ได้ โดยเฉพาะในประเทศที่มีความเปราะบาง

ทางเศรษฐกิจ (เช่นมีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างต่อเนื่อง และมีปริมาณเงินทุนสำรองระหว่างประเทศต่ำ) ดังนั้น จึงเห็นธนาคารกลางของบางประเทศที่มีเสถียรภาพต่างประเทศอ่อนแอ เช่น อินโดนีเซีย อินเดีย และฟิลิปปินส์ จำเป็นต้องปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นตามสหรัฐฯ เพื่อลดโอกาสที่เงินทุนเคลื่อนย้ายอาจไหลออกจากประเทศ และส่งผลเสียต่อเสถียรภาพระบบการเงินต่อประเทศได้

- **ไออีซีมองว่า การพิจารณาปรับนโยบายการเงินของ กนง. ของไทยนั้น จะให้ความสำคัญต่อความเหมาะสมของนโยบายการเงินต่อภาวะเศรษฐกิจไทย มากกว่าการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed** แม้แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ ที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง จะทำให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายระหว่างสหรัฐฯ และไทยกว้างขึ้น แต่ไออีซีมองว่าไม่ใช่ประเด็นสำคัญที่ทำให้ กนง. ต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เนื่องจากไทยมีสถานะการเงินระหว่างประเทศที่แข็งแกร่ง ทั้งดุลบัญชีเดินสะพัดไทยที่เกินดุลในระดับสูงและเงินทุนสำรองที่มีขนาดใหญ่สามารถรองรับความผันผวนจากเงินทุนเคลื่อนย้ายได้ ทั้งนี้ การดำเนินนโยบายการเงินของ กนง. น่าจะให้ความสำคัญต่อประเด็นด้านเสถียรภาพระบบการเงินที่มีความเสี่ยงจากภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำเป็นเวลานาน แนวโน้มอัตราเงินเฟ้อทั่วไปที่น่าจะทรงตัวในกรอบเป้าหมายได้ในช่วงที่เหลือของปี และการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่เติบโตต่อเนื่อง โดยไออีซีมองว่า กนง. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งแรกในการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินครั้งแรกของปีหน้าหรืออย่างเร็วคือในการประชุมเดือนธันวาคม ปี 2018 นี้ อย่างไรก็ตาม วัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นของไทยในครั้งนี้อาจเป็นไปอย่างค่อยเป็นค่อยไปกว่าวัฏจักรในอดีต (ดูเพิ่มเติมได้ที่ <https://www.sceic.com/th/detail/product/4997>)

รูปที่ 1: กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่และเสถียรภาพทางด้านต่างประเทศ

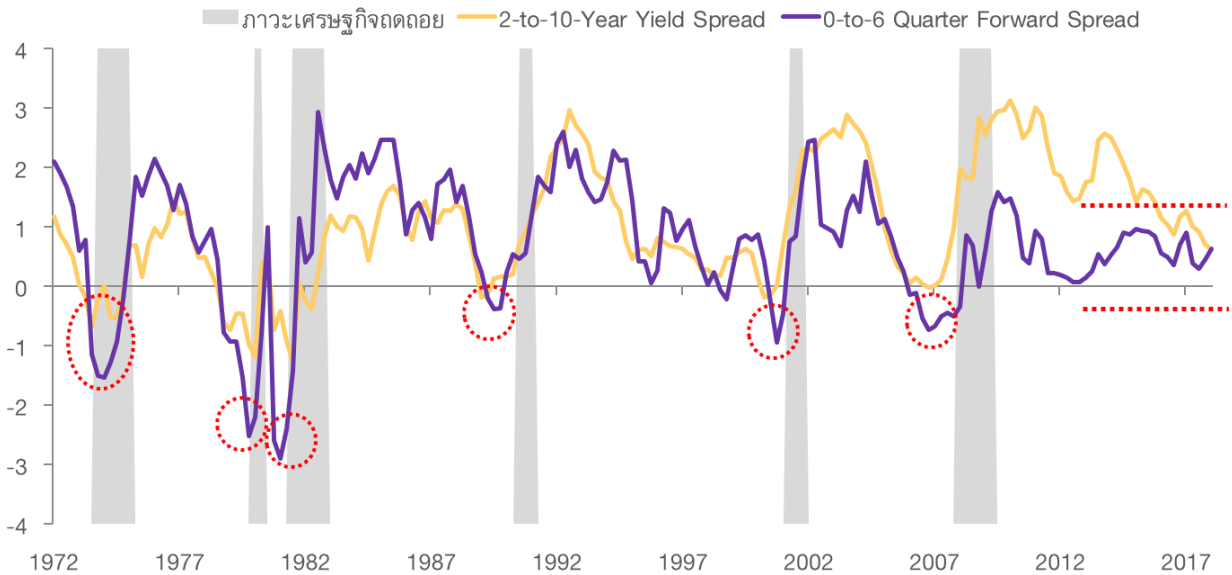
	อัตราแลกเปลี่ยน (% Chg YTD)	เงินเฟ้อ (% YOY, 1Q2018)	ดุลบัญชีเดินสะพัด (% ของ GDP, 2018)	หนี้ต่างประเทศ (% ของ GDP, 2017)
ตุรกี	61.4%	10.3%	-5.4%	53.4%
อาเจนติน่า	100.3%	25.8%	-5.1%	36.5%
แอฟริกาใต้	16.0%	4.1%	-2.9%	49.6%
อินโดนีเซีย	10.0%	3.3%	-1.9%	34.7%
บราซิล	23.5%	2.8%	-1.6%	32.5%
อินเดีย	14.4%	4.6%	-2.3%	19.7%
ฟิลิปปินส์	9.1%	3.8%	-0.5%	23.3%
ไทย	-0.4%	0.6%	9.3%	32.7%

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

รูปที่ 2: ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรระยะสั้น (2 ปี) และระยะยาว (10 ปี) อาจไม่ใช่สัญญาณบ่งชี้ภาวะเศรษฐกิจถดถอยที่ชัดเจนในครั้งนี้

ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระยะยาว และส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นคาดการณ์

หน่วย: %



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Federal Reserve Bank of New York

โดย : ชินโชติ เถรปัญญาภรณ์ (chinnachod.thaerpanyaporn@scb.co.th)

Economic Intelligence Center (EIC)

ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)

EIC Online: www.sceic.com