



ผลการประชุมเฟด และ BOJ ... ดอกเบี้ยแนวโน้มของ ดอกเบี้ยต่ำต่อเนื่องในปีหน้า

ECONOMIC BRIEF

ปีที่ 22 ฉบับที่ 3638

วันที่ 22 กันยายน 2559

- สัญญาณล่าสุดจากผลการประชุมนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ (เฟด) และธนาคารกลางญี่ปุ่น (BOJ) ทำให้ตลาดได้ข้อสรุปว่า ภาวะดอกเบี้ยต่ำทั่วโลกจะยังคงอยู่ต่อไปอีกช่วงเวลานึง โดยแม้เฟดจะจำเป็นต้องเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ยเพื่อรักษาสมดุลของเศรษฐกิจสหรัฐฯ แต่ก็ใช้ความระมัดระวัง และประเมินสัญญาณเศรษฐกิจเป็นระยะ ขณะที่ BOJ ก็เดินหน้าผ่อนคลายมาตรการทางการเงินภายใต้กรอบการดำเนินนโยบายการเงิน QQE with Yield Curve Control ที่เพิ่งจะประกาศใหม่ ซึ่งตลาดก็คงจะให้เวลา และรอประเมินผลสัมฤทธิ์ของนโยบายนี้ต่อเศรษฐกิจและเงินเฟ้อของญี่ปุ่นในช่วงประมาณ 6 เดือนหลังจากนี้
- **สำหรับผลต่อไทยนั้น** แนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของเฟดที่ยังต้องใช้เวลามากกว่า 3 ปีกว่าจะกลับเข้าสู่ระดับที่เหมาะสมกับเศรษฐกิจในระยะยาว (ขณะที่ ธนาคารกลางอื่นๆ ยังคงผ่อนคลายนโยบายการเงินอย่างต่อเนื่อง) ทำให้ศูนย์วิจัยกสิกรไทย มองว่า ธปท. อาจสามารถยื่นอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 1.50% ไปตลอดช่วงที่เหลือของปีนี้ และอาจจะต่อเนื่องในปีข้างหน้า เพื่อช่วยหนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย ขณะที่ประเด็นที่ยังต้องจับตาใกล้ชิดคือ สถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนของนักลงทุนต่างชาติ หลังจากที่เกิดกลับมาปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในการประชุมรอบปลายปีนี้ และเปิดเผย dot plot ชุดใหม่ ซึ่งย่อมจะมีผลต่อการประเมินจังหวะการขึ้นดอกเบี้ยของสหรัฐฯ และแนวโน้มการลงทุนในตลาดการเงินทั่วโลกในปีถัดไป

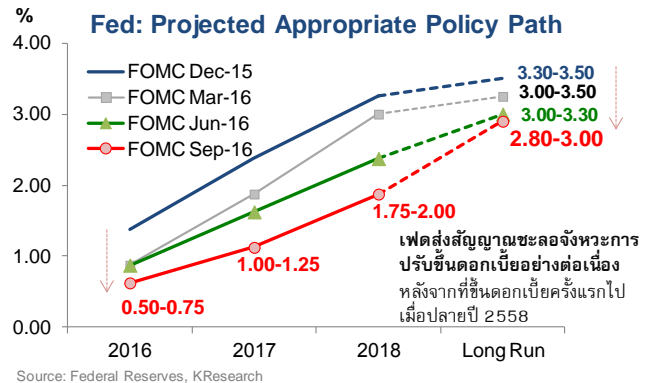
ผ่านพ้น 2 เหตุการณ์สำคัญของเดือนก.ย. 2559 ที่ตลาดการเงินทั่วโลกจับตาอย่างใกล้ชิด ก็คือ ผลการประชุมนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ (เฟด) และธนาคารกลางญี่ปุ่น (BOJ)¹ โดยประเด็นหลักที่นักวิเคราะห์/นักลงทุน ต่างคาดหวังว่าจะเห็นจากการประชุมในรอบนี้ คือ การส่งสัญญาณของเฟดที่อาจบ่งชี้ถึงจังหวะการขึ้นดอกเบี้ยนโยบายในการประชุม FOMC รอบที่เหลือของปีนี้และในช่วงปีข้างหน้า และบทสรุปที่ได้จากการทบทวนกรอบการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายของ BOJ ซึ่งผลการประชุมฯ ที่ออกมาล่าสุดก็สะท้อนว่า ทั้งเฟดและ BOJ ต่างก็ยังคงให้น้ำหนักกับการดำเนินนโยบายการเงินที่ช่วยประคองการฟื้น

¹ ทั้งเฟด และ BOJ เพิ่งประชุมนโยบายการเงินแล้วเสร็จไปเมื่อวันที่ 20-21 ก.ย. 2559

ตัวของเศรษฐกิจให้เป็นไปอย่างต่อเนื่อง (Dovish Tone) โดยเฟดไม่รีบคุมเข้มดอกเบี้ย ขณะที่ BOJ ยังคงย้ำถึงความพร้อมที่จะเพิ่มการผ่อนคลายทางการเงิน เพื่อดึงให้เงินเฟ้อของญี่ปุ่นกลับไปยืนเหนือระดับ 2% ให้ได้

- **ท่าทีล่าสุดของเฟด และ BOJ ยัง “ค่อนข้างสอดคล้อง” กับการคาดการณ์ของตลาด** ทั้งนี้ หากเปรียบเทียบมติการประชุมนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ (เฟด) และธนาคารกลางญี่ปุ่น (BOJ) เมื่อวันที่ 20-21 ก.ย. 2559 กับภาพที่ตลาดคาดหวังไว้ก่อนการประชุม จะพบว่า

- ✓ **มติดอกเบี้ยด้วยเสียงที่ไม่เป็นเอกฉันท์ของเฟดในรอบนี้ ค่อนข้างสอดคล้องกับที่ตลาดประเมินไว้** โดยเฟดยังคงพูดถึงเรื่องความจำเป็นของการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เพื่อปรับจุดยืนของนโยบายการเงินสหรัฐฯ ไม่ให้ผ่อนปรนมากเกินไป จนก่อให้เกิดความไม่สมดุลและเปิดความเสี่ยงต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในระยะข้างหน้า ขณะที่ ยังคงตอกย้ำสัญญาณที่สะท้อนความเป็นไปได้ของการปรับขึ้นดอกเบี้ย Fed Funds 1 ครั้งภายในปีนี้ อย่างไรก็ดี ส่วนที่มีความน่าสนใจจากการประชุมของเฟดในรอบนี้ ก็คือ Dot Plot ใหม่ของเฟด ที่สะท้อนมุมมองการขึ้นอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ ในช่วง 1-2 ปีข้างหน้า ที่ “ช้าลง” และอัตราดอกเบี้ยระยะยาวที่เฟดประเมิน ก็ลดต่ำลงมากกว่าครั้งก่อนๆ โดยเฟดอาจมีการขึ้นดอกเบี้ยในปีหน้า 2 ครั้ง (จากที่เคยมองว่าอาจขึ้นได้ 3 ครั้งใน Dot Plot เดือนมิ.ย.) ซึ่งจะทำให้กรอบอัตราดอกเบี้ย Fed Funds ขยับขึ้นไปที 1.00-1.25% จากระดับสิ้นปี 2559 ที่น่าจะอยู่ที่กรอบประมาณ 0.50-0.75% หากเฟดขึ้นดอกเบี้ย 1 ครั้งตามที่ตลาดคาด



- ✓ **BOJ ผ่อนคลายเพิ่มเติมตามคาด แต่มีการปรับเปลี่ยนกรอบการดำเนินนโยบายการเงินมาเป็น QQE with Yield Curve Control ที่เป็นส่วนที่นอกเหนือความคาดหมายของตลาดบางส่วน** ซึ่งตลาดก็ตอบรับในเชิงบวกเพียงแค่วงเวลาหนึ่ง เพราะสิ่งที่นักวิเคราะห์/ตลาดการเงินจะรอประเมินในระยะข้างหน้า ก็คือ ประสิทธิผลในเชิงบวกต่อการประกอบทิศทางเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ จากกรอบนโยบายการเงินใหม่ ที่ควรจะต้องเห็นภาพที่ชัดเจนขึ้นในช่วง 6 เดือนนับจากนี้

ทั้งนี้ หากประเมินรายละเอียดของกรอบการดำเนินนโยบายการเงิน QQE with Yield Curve Control ที่เพิ่งประกาศออกมาใหม่ จะพบว่า BOJ หันมาเน้นการควบคุมระดับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและระยะยาวโดยตรง (จากเดิมที่เน้นเป้าหมายปริมาณเงิน) โดยในส่วนของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นจะเคลื่อนไหวสอดคล้องไปกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายซึ่งอยู่ที่ -0.1% เพื่อช่วยหนุนบรรยากาศการใช้จ่ายของภาคธุรกิจและครัวเรือนญี่ปุ่น ขณะที่ อัตราดอกเบี้ยระยะยาวจะปรับตัวสอดคล้องไปกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นระยะ 10 ปี ซึ่ง BOJ จะดูแลให้เคลื่อนไหวอยู่ใกล้ๆ ระดับปัจจุบันที่ประมาณ 0% ซึ่งการควบคุมเส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตร (Yield Curve Control) ให้มีลักษณะดังกล่าว น่าจะถูกออกแบบมา เพื่อลดแรงกดดันต่อความสามารถใน

การทำกำไรของภาคธนาคาร (พร้อมๆ กับจูงใจให้มีการปล่อยกู้) และผลการดำเนินงานของนักลงทุนสถาบัน เช่น บริษัทประกัน และกองทุนบำเหน็จบำนาญ ภายใต้ภาวะอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่น่าจะติดลบต่อเนื่องไปอีกช่วงระยะเวลาหนึ่ง

ผลการประชุมนโยบายการเงินของ BOJ	รอบประชุมเดือนก.ย. 2559	รอบก่อนหน้า
กรอบนโยบายการเงิน	QQE with Yield Curve Control ยกเลิก การตั้งเป้าหมายการเติบโตของฐานเงิน	QQE with a Negative Interest Rate
เป้าหมาย	หนุนให้ Core CPI ขึ้นไปยืนเหนือระดับ 2.0% อย่างต่อเนื่องเป็นระยะเวลาหนึ่ง	หนุนให้เงินเฟ้อกลับไปอยู่ใกล้ๆ ระดับเป้าหมายที่ 2.0%
เครื่องมือนโยบายการเงินที่สำคัญ		
อัตราดอกเบี้ยนโยบาย	-0.1% สำหรับทุนสำรองส่วนเกินบางส่วนที่สถาบันการเงินฝากไว้กับ BOJ	-0.1% สำหรับทุนสำรองส่วนเกินบางส่วนที่สถาบันการเงินฝากไว้กับ BOJ
วงเงินซื้อพันธรัฐบาลญี่ปุ่น	80 ล้านล้านเยน (อาจมาก/น้อยกว่านี้)	80 ล้านล้านเยน
วงเงินซื้อ ETFs	6 ล้านล้านเยน	6 ล้านล้านเยน
วงเงินซื้อ J-REITs	90 ล้านล้านเยน	90 ล้านล้านเยน
ยอดคงค้างวงเงินซื้อ CP และหุ้นกู้เอกชน	คงไว้ที่ 2.2 และ 3.2 ล้านล้านเยน ตามลำดับ	คงไว้ที่ 2.2 และ 3.2 ล้านล้านเยน ตามลำดับ

ที่มา: ธนาคารกลางญี่ปุ่น และศูนย์วิจัยกสิกรไทย

- มองไปข้างหน้า “ความท้าทายของ BOJ” จะอยู่ที่**โจทย์เศรษฐกิจญี่ปุ่นนั้น ไม่สามารถแก้ไขได้ด้วยมาตรการผ่อนคลายทางการเงินตามลำพัง** ขณะที่ “ความท้าทายของเฟด” จะอยู่ที่**การเลือกจังหวะคุมเข้มนโยบายการเงินที่เหมาะสม** และไม่ส่งผลกระทบต่อแนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ (และเศรษฐกิจโลก)

คงต้องยอมรับว่า ปัญหาความเปราะบางเชิงโครงสร้างของเศรษฐกิจญี่ปุ่น คงเป็นโจทย์ที่ไม่สามารถแก้ไขได้ในระยะเวลาอันสั้น ขณะที่ ความยากของเรื่องนี้ก็จะอยู่ที่แรงกระตุ้นจากนโยบายการเงิน-การคลังตามลำพังนั้น ยังไม่เพียงพอที่จะทำให้เศรษฐกิจญี่ปุ่นกลับไปมามีอัตราขยายตัวอย่างต่อเนื่อง จะต้องมีการเร่งกระบวนการปฏิรูปเชิงโครงสร้างในภาคส่วนต่างๆ ควบคู่กันไปด้วย ซึ่งก็ต้องใช้เวลาเช่นเดียวกัน ซึ่งเป็นนัยว่า BOJ อาจจะเผชิญกับแรงกดดันให้ต้องเพิ่มมาตรการผ่อนคลายทางการเงินอีกเป็นระยะๆ โดยเฉพาะจาก**เครื่องมือดอกเบี้ย** หากตัวเลขเศรษฐกิจและเงินเฟ้อของญี่ปุ่น ยังคงไม่สามารถปรับตัวดีขึ้นในช่วง 6 เดือนข้างหน้า หรือข้อมูลงบดุล (Balance Sheet) ของ BOJ ที่อาจเพิ่มขึ้นได้อย่างช้าๆ จากข้อจำกัดของปริมาณพันธบัตรที่เหลืออยู่ในตลาดไม่มาก หลังจากที่ BOJ ได้มีการซื้ออย่างต่อเนื่องจนทำให้ยอดคงค้างการถือครองพันธบัตรของ BOJ มีสูงกว่า 1 ใน 3 ของยอดคงค้างทั้งหมด

ส่วนของแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยของเฟดนั้น ศูนย์วิจัยกสิกรไทย คาดว่า เฟดอาจมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในการประชุมรอบสุดท้ายของปี 2559 ซึ่งจะให้อัตราดอกเบี้ย Fed Funds ขยับขึ้นไปอยู่ที่กรอบ 0.50-0.75% ภายในสิ้นปีนี้ จากระดับที่ 0.25-0.50% ในปัจจุบัน และสำหรับปีหน้า มอง

ว่า เฟดก็ยังคงมีภารกิจที่จะต้องปรับจุดยืนนโยบายการเงินให้เข้าสู่ระดับที่เป็นปกติ (ไม่ผ่อนคลายนโยบายการเงินไป) อย่างต่อเนื่อง แต่การเลือกจังหวะการขึ้นดอกเบี้ยจะเป็นไปตามแผนภาพ dot plot ใหม่ของเฟด หรือไม่นั้น คงขึ้นอยู่กับพัฒนาการของเศรษฐกิจสหรัฐฯ (ภายใต้การบริหารของทีมนโยบายการเงินชุดใหม่หลังการเลือกตั้งประธานาธิบดี) และแนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก ซึ่งคงต้องยอมรับว่า ยังคงมีกรอบการฟื้นตัวที่ค่อนข้างจำกัด และมีความเปราะบางแฝงอยู่ในหลายๆ ส่วน

สำหรับผลต่อไทยนั้น หลังจากผลการประชุมนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ (เฟด) และธนาคารกลางญี่ปุ่น (BOJ) สะท้อนว่า ธนาคารกลางทั้ง 2 แห่ง ยังคงให้น้ำหนักกับโจทย์การฟื้นตัวของเศรษฐกิจ ซึ่งก็ยังคงเป็นภาพที่ไม่แตกต่างไปจากธนาคารกลางของประเทศที่เป็นแกนสำคัญของโลกแห่งอื่นๆ ทั้ง ธนาคารกลางยุโรป ธนาคารกลางอังกฤษ ธนาคารกลางจีน ตลอดจนธนาคารกลางของประเทศในเอเชีย ซึ่งรวมถึงธนาคารแห่งประเทศไทย ทั้งนี้ ศูนย์วิจัยกสิกรไทย คาดว่า ท่ามกลางแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของเฟดที่ยังต้องใช้เวลามากกว่า 3 ปีกว่าจะกลับเข้าสู่ระดับที่เหมาะสมกับเศรษฐกิจในระยะยาว ขณะที่ ธนาคารกลางอื่นๆ ยังคงมีพื้นที่ในการผ่อนคลายนโยบายการเงินได้ต่อเนื่อง อาจเอื้อให้**จังหวะการดำเนินนโยบายการเงินของไทย สามารถมีภาพที่แตกต่างไปจากเฟดได้อีกระยะหนึ่ง** โดยคาดว่า ธปท. อาจสามารถขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 1.50% ไปตลอดช่วงที่เหลือของปีนี้ และต่อเนื่องในปีข้างหน้า เพื่อช่วยหนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย

ทั้งนี้ ประเด็นที่อาจต้องติดตามอย่างใกล้ชิด ก็คือ สถานการณ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนของนักลงทุนต่างชาติ หลังจากที่เฟดกลับมาปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในการประชุมรอบปลายปีนี้ และเปิดเผย Dot Plot ชุดใหม่ ซึ่งย่อมจะมีผลต่อการประเมินแนวโน้มดอกเบี้ยของสหรัฐฯ และจังหวะการลงทุนในตลาดการเงินทั่วโลกในปีถัดไป

Disclaimer

รายงานวิจัยฉบับนี้จัดทำเพื่อเผยแพร่ทั่วไป โดยจัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลต่างๆ ที่น่าเชื่อถือ แต่บริษัทฯ มิอาจรับรองความถูกต้อง ความน่าเชื่อถือ หรือความสมบูรณ์เพื่อใช้ในทางการค้าหรือประโยชน์อื่นใด บริษัทฯ อาจมีการเปลี่ยนแปลงปรับปรุงข้อมูลได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า ทั้งนี้ผู้ใช้ข้อมูลต้องใช้ความระมัดระวังในการใช้ข้อมูลต่างๆ ด้วยวิจารณญาณของตนเองและรับผิดชอบในความเสี่ยงเองทั้งสิ้น บริษัทฯ จะไม่รับผิดชอบผู้หรือบุคคลใดในความเสียหายใดจากการใช้ข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลในรายงานฉบับนี้จึงไม่ถือว่าเป็นการให้ความเห็นหรือคำแนะนำในการตัดสินใจทางธุรกิจ แต่อย่างใดทั้งสิ้น