

มาตรการ Yield Curve Control และ Negative Interest Rate Policy กรณีศึกษาจากต่างประเทศ และนัยต่อนโยบายการเงินในไทย

30 กันยายน 2020

Key summary

- การผ่อนคลายนโยบายการเงินผ่านการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายต้องเผชิญกับข้อจำกัดมากขึ้น ทำให้ธนาคารกลางของหลาย ๆ ประเทศรวมถึงผู้ร่วมตลาดต่างให้ความสนใจมากขึ้นต่อการดำเนินมาตรการทางการเงินแบบพิเศษ (unconventional monetary measures)
- มาตรการ Yield Curve Control (YCC) ถูกนำมาใช้ทั้งในญี่ปุ่นและออสเตรเลีย โดยมีวัตถุประสงค์ในการตรึงอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไว้ ณ ระดับใดระดับหนึ่ง เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการสื่อสารถึงการผ่อนคลายนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า รวมถึงรักษาเสถียรภาพของระบบการเงินและสถาบันการเงิน ในปัจจุบันธนาคารกลางญี่ปุ่น (BOJ) และออสเตรเลีย (RBA) ได้ใช้มาตรการ YCC โดยในกรณีของ BOJ ทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปี ปรับสูงขึ้นจากระดับติดลบเพื่อลดผลกระทบต่อธุรกิจประกันชีวิตและกองทุนบำนาญบำนาญ ในขณะที่ RBA เลือกที่จะควบคุมอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 ปี ให้อยู่ในระดับต่ำเพื่อไม่ให้เส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรลาดเอียงจนเกินไป (flattening yield curve) จนกระทบเสถียรภาพของสถาบันการเงิน
- ในระยะสั้นมีโอกาสที่ ธปท. จะดำเนินมาตรการ yield curve control ในไทยยังมีจำกัด เนื่องจาก 1) อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาวในปัจจุบันอยู่ในระดับต่ำอยู่แล้ว แม้ว่า ธปท. จะไม่มีการเข้าซื้อสินทรัพย์อย่างมีนัยในช่วง พ.ค.-ก.ย. ที่ผ่านมา 2) ความชันของเส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยยังไม่ลาดเอียง (flat) เกินไปจนสร้างความเสี่ยงให้แก่สถาบันการเงิน และ 3) มาตรการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระยะข้างหน้าอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายปัจจุบัน (well-anchored) อย่างไรก็ดีในระยะต่อไป หากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาวปรับสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว EIC ประเมินว่า ธปท. พร้อมกลับมาเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลอีกครั้ง และอาจประกาศใช้ YCC เพื่อจุดประสงค์ด้านการสื่อสารร่วมด้วย
- มาตรการ Negative Interest Rate Policy (NIRP) มีส่วนช่วยให้ภาวะการเงินผ่อนคลายมากขึ้นในบางประเทศ แต่ก็มีข้อจำกัดในการสนับสนุนการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ในทางปฏิบัติ แม้ใช้ NIRP แต่สถาบันการเงินอาจไม่สามารถลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากจนติดลบได้ (เพราะอาจเกิดการถอนเงินฝากเปลี่ยนไปถือเงินสดแทน) และเพื่อรักษาส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิ (Net Interest Margin : NIM) ไม่ให้ปรับลดลงมากนัก สถาบันการเงินจึงอาจปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในอัตราที่น้อยกว่าการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ทำให้ไม่สามารถกระตุ้นอุปสงค์ได้เต็มที่นัก
- ความเป็นไปได้ในการใช้มาตรการ Negative Interest Rate Policy ในไทยมีไม่มากนัก เนื่องจากเศรษฐกิจไทยฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดแล้ว (bottomed out) ภาวะการเงินไทยเริ่มผ่อนคลายลงมาบ้าง ประสิทธิภาพของการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจมีน้อยลง (เข้าใกล้ effective lower bound) และอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำมากเป็นเวลานานอาจสร้างความเปราะบางเพิ่มเติมต่อเสถียรภาพระบบการเงินในอนาคต

หลังผ่านวิกฤตการณ์การเงินโลกในปี 2008-2009 การผ่อนคลายนโยบายการเงินผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ต้องเผชิญกับข้อจำกัดมากขึ้น ทำให้ธนาคารกลางของหลาย ๆ ประเทศ รวมถึงผู้ร่วมตลาดต่างให้ความสำคัญต่อการดำเนินมาตรการทางการเงินแบบพิเศษ (unconventional monetary measures)

ไม่ว่าจะเป็น การเข้าซื้อสินทรัพย์ทางการเงิน (quantitative easing : QE) การกำหนดเป้าหมายอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไว้ ณ ระดับใดระดับหนึ่ง (Yield Curve Control: YCC) หรือการดำเนินมาตรการอัตราดอกเบี้ยติดลบ (Negative Interest Rate Policy: NIRP) โดยผู้ว่าธนาคารกลางสหรัฐฯ (Federal Reserve: Fed) ได้กล่าวในช่วงแถลงข่าวผลการประชุมนโยบายการเงินในเดือนมิถุนายน 2020 ว่าทาง Fed อยู่ในระหว่างศึกษามาตรการ YCC และในการประชุมเดือนกันยายนที่ผ่านมา ทางคณะกรรมการก็ยังไม่ได้เปิดโอกาสในการดำเนินนโยบายการเงินแบบพิเศษเพิ่มเติม หากเศรษฐกิจไม่สามารถฟื้นตัวได้ตามคาด สำหรับในไทยนั้น รองผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทยได้กล่าวถึงการศึกษามาตรการ YCC ในงาน Analyst Meeting เมื่อเดือนกรกฎาคม 2020 และอดีตผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทย (วิโรจน์ ลั่นดีประภพ) ก็ได้เน้นย้ำเพิ่มเติมในการให้สัมภาษณ์แก่สำนักข่าว Bloomberg เมื่อต้นเดือนกันยายนที่ผ่านมาว่า หากอัตราผลตอบแทนปรับสูงขึ้นเร็วจนส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ ก็อาจมีความจำเป็นต้องดำเนินมาตรการ YCC ได้

นอกจากนี้ ผู้ร่วมตลาดก็ให้ความสนใจต่อการดำเนินนโยบายการเงินแบบพิเศษเพิ่มขึ้นเช่นกัน โดยก่อนที่จะมีการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินสหรัฐฯ ในเดือนกันยายน ผู้ร่วมตลาดหลายส่วนได้คาดการณ์ว่า Fed อาจดำเนินนโยบาย YCC และ NIRP ได้ในระยะข้างหน้า สะท้อนจาก market-implied policy rate ในเดือนสิงหาคม ที่มีแนวโน้มติดลบในช่วงสิ้นปี 2021 ขณะที่ในอังกฤษก็พบว่า ผู้ร่วมตลาดคาดการณ์ว่าธนาคารกลางอังกฤษ (Bank of England : BOE) อาจดำเนินนโยบาย NIRP ได้ในช่วงไตรมาสแรกของปี 2021 ในรายงานฉบับนี้ EIC ได้ศึกษาการดำเนินนโยบาย YCC และ NIRP ในต่างประเทศ และประเมินโอกาสรวมถึงนัยต่อการดำเนินมาตรการดังกล่าวในไทย

มาตรการ Yield Curve Control (YCC) : กรณีศึกษาจากธนาคารกลางญี่ปุ่นและออสเตรเลีย

ตัวอย่างธนาคารกลางที่ได้ดำเนินมาตรการ YCC อย่างชัดเจนและต่อเนื่องคือ ธนาคารกลางญี่ปุ่น (Bank of Japan : BOJ) และธนาคารกลางออสเตรเลีย (Reserve Bank of Australia : RBA) โดยในกรณีของ BOJ ได้เคยดำเนินมาตรการ QE และ NIRP ก่อนที่จะดำเนินมาตรการ YCC ขณะที่ RBA ได้มีการดำเนินมาตรการ QE พร้อมกับการดำเนินมาตรการ YCC

EIC ได้สรุปแนวทาง ความคล้ายและข้อแตกต่างการดำเนินนโยบายของทั้งสองธนาคารกลาง ดังนี้

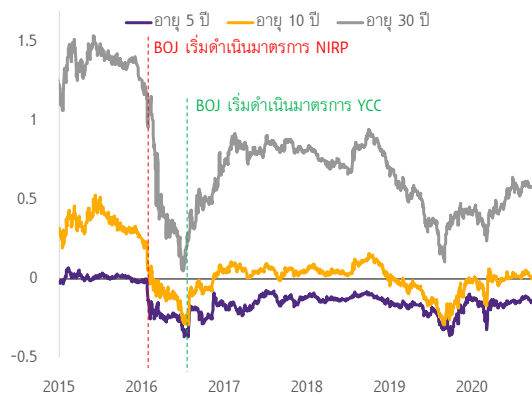
1. อายุของพันธบัตรรัฐบาลที่ถูกดำเนินมาตรการ YCC แตกต่างกัน โดย BOJ เลือกที่จะควบคุมอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวอายุ 10 ปี ไว้ที่ระดับประมาณ 0% ต่อปี ตั้งแต่เดือนกันยายน 2016 เรียกว่า “targeting long-term YCC” ส่วน RBA เลือกที่จะควบคุมอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะกลาง อายุ 3 ปี ที่ 0.25% ต่อปี ตั้งแต่เดือนมีนาคม 2020 หรือที่เรียกว่า “front-end YCC”
2. YCC ทั้งสองแบบนอกจากจะมีวัตถุประสงค์หลักเดียวกันในการตรึงอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลแล้วยังถูกนำมาใช้เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการสื่อสารถึงการผ่อนคลายนโยบายการเงินในระยะยาว (forward guidance) โดย BOJ ประกาศใช้มาตรการ YCC พร้อมกับการประกาศ “inflation-overshooting commitment” เพื่อเป็นการให้คำมั่นสัญญาว่าจะผ่อนคลายนโยบายการเงินจนกว่าจะทำให้อัตราเงินเฟ้อเข้าสู่กรอบเป้าหมายที่ 2% ส่วน RBA ได้ดำเนินมาตรการ YCC เพื่อสร้างความน่าเชื่อถือให้กับธนาคารกลางในการรักษาอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 0.25% เป็นเวลา 3 ปี หรือจนกว่าจะบรรลุเป้าหมายการจ้างงานสูงสุดและทำให้อัตราเงินเฟ้อกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมายที่ 2-3% ได้

3. เป้าหมายด้านเสถียรภาพระบบการเงินที่แตกต่างกัน โดยก่อนที่จะมีการประกาศใช้มาตรการ YCC ในเดือนกันยายน 2016 BOJ ได้ดำเนินมาตรการอัตราดอกเบี้ยนโยบายติดลบในเดือนมกราคม 2016 เป็นผลให้เกิดพฤติกรรม “การแสวงหาอัตราดอกเบี้ยที่เป็นบวก” ซึ่งทำให้นักลงทุนเร่งเข้าซื้ออัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวจนมีอัตราผลตอบแทนเป็นลบ ส่งผลกระทบต่อธุรกิจประกันและกองทุนบำเหน็จบำนาญ อีกทั้งส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมกรรมการออมของครัวเรือนที่หันมาออมเงินมากขึ้นและลดการบริโภค เนื่องจากรายได้จากอัตราดอกเบี้ยลดลง **มาตรการ YCC ของ BOJ จึงมีเป้าหมายเพื่อทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวปรับสูงขึ้น (รูปที่ 1 ซ้าย) ในขณะที่ RBA เลือกที่จะควบคุมอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 3 ปีให้อยู่ในระดับต่ำ** เพื่อทำให้เส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (yield curve) ยังคงชันอยู่และเป็นการดูแลเสถียรภาพให้แก่สถาบันการเงิน (รูปที่ 1 ขวา) เนื่องจากหากเส้นอัตราผลตอบแทนรัฐบาลลาดเอียงน้อยเกินไป (flattening yield curve) จะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของสถาบันการเงิน (ที่มักมีโครงสร้างต้นทุนทางการเงินขึ้นอยู่กับอัตราผลตอบแทนระยะสั้นแต่มีโครงสร้างรายได้จากอัตราผลตอบแทนระยะยาว) ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพระบบสถาบันการเงิน โดยการใช้ YCC ในลักษณะนี้แตกต่างจากการควบคุมอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวหรือการเข้าซื้อสินทรัพย์ทางการเงิน (QE) ที่มักเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว และทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวลดลงและส่งผลให้ yield curve มีความชันน้อยลง
4. **มาตรการ YCC ช่วยลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ทางการเงินของทั้ง 2 ธนาคารกลาง** โดยหลังจากที่ BOJ ประกาศดำเนินมาตรการ YCC ก็ช่วยทำให้อัตราการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลปรับลดลงอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากมาตรการ YCC เสริมความเชื่อมั่นแก่ประชาชนว่าธนาคารกลางจะเข้าดูแลอัตราผลตอบแทนไว้ที่ระดับเป้าหมาย จึงทำให้ธุรกรรมที่ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนฯ เคลื่อนไหวในทิศทางตรงกันข้ามปรับลดลง ทำให้โดยรวมแล้วธนาคารกลางเข้าซื้อพันธบัตรน้อยลง (รูปที่ 2 ซ้าย) ส่วนทาง RBA นั้น หลังจากทีประกาศมาตรการ YCC ทาง RBA ยังต้องเข้าซื้อสินทรัพย์อยู่ในปริมาณมากเพื่อที่จะทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 ปี ปรับลดลงมาอยู่ที่เป้าหมายที่ 0.25% และสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุน อย่างไรก็ตาม หลังจากทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตร ปรับลดลงมาอยู่ที่ระดับเป้าหมายได้ อัตราการเข้าซื้อพันธบัตรก็ปรับลดลงอย่างมีนัยสำคัญ (รูปที่ 2 ขวา) อย่างไรก็ตาม ในช่วงกลางปี 2020 ธนาคารกลางทั้งสองมีการกลับเข้ามาซื้อสินทรัพย์มากขึ้น แต่ยังคงอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าก่อนทำ YCC อยู่พอสมควร

รูปที่ 1 : BOJ ใช้ Targeting long-term YCC เพื่อให้ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวปรับสูงขึ้น ขณะที่ RBA เลือกใช้ front-end YCC เพื่อคงให้อัตราผลตอบแทนรัฐบาลระยะสั้นอยู่ในระดับต่ำ

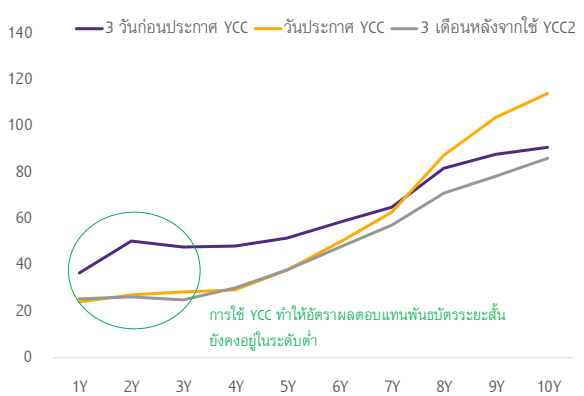
อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่น

หน่วย : %



เส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Yield curve) ของออสเตรเลีย

หน่วย : bps

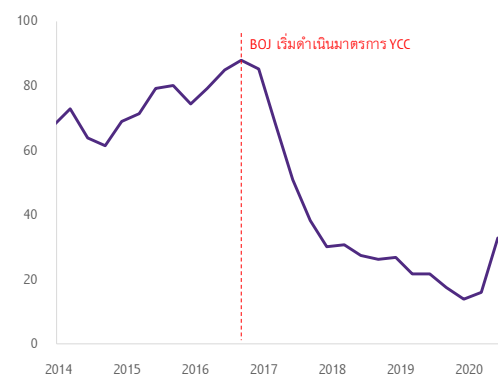


ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

รูปที่ 2 : หลังจากดำเนินมาตรการ YCC ทั้ง BOJ และ RBA มีการเข้าซื้อสินทรัพย์ทางการเงินที่ชะลอลง

การเปลี่ยนแปลงมูลค่าคงค้างพันธบัตรรัฐบาลที่ BOJ ถือ

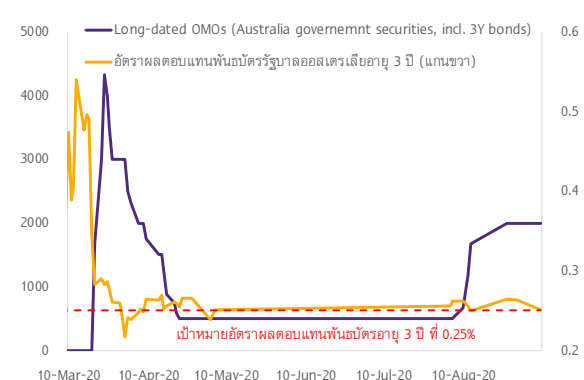
หน่วย : ล้านล้านเยน (การเปลี่ยนแปลงเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน)



การเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 3 ปี ของออสเตรเลีย

หน่วย : ล้านดอลลาร์ออสเตรเลีย

หน่วย : %



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg RBA และ BOJ

ความเป็นไปได้ในการใช้มาตรการ Yield curve control ในไทย

EIC มองว่าในระยะสั้นนี้ โอกาสที่ ธปท. จะดำเนินมาตรการ yield curve control ในไทยยังมีจำกัด เนื่องจาก

1. อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาวในปัจจุบันอยู่ในระดับต่ำอยู่แล้ว แม้ว่า ธปท. จะไม่ได้ทำการเข้าซื้อสินทรัพย์อย่างมีนัยในช่วงเดือนพฤษภาคม-กันยายนที่ผ่านมา โดยในช่วงเดือนมีนาคมอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับสูงขึ้นอย่างรวดเร็วจากความตื่นตระหนก (panic) ของนักลงทุน เป็นผลให้ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลในช่วงเดือนมีนาคมถึงเมษายน 2020 รวม 8.8 หมื่นล้านบาท แต่หลังจากนั้นพบว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับลดลงและสามารถทรงตัวในระดับต่ำได้ ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ทรงตัวอยู่ในระดับต่ำเช่นกัน โดยในปัจจุบันอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 10 ปี ทรงตัวอยู่ที่ราว 1.3-1.4% ส่วนอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 1-3 ปี ยังทรงตัวอยู่ในระดับต่ำใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 0.5% ต่อปี

ดังนั้น ถึงแม้ว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะไม่มี การเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มเติมในช่วงพฤษภาคมถึง กันยายน แต่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยก็ยังไม่ปรับสูงขึ้นจนเป็นที่น่ากังวล ซึ่งสอดคล้องกับมุมมองของอดีตผู้ว่า ธปท. วิรไท ที่ให้สัมภาษณ์แก่สำนักข่าว Bloomberg เมื่อช่วงต้นเดือนกันยายน 2020 ว่า ในขณะนี้เส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย (yield curve) ยังไม่ชัน (steep) เกินไปจนทำให้ ธปท. ต้องเข้ามาใช้มาตรการนี้เพื่อดูแล

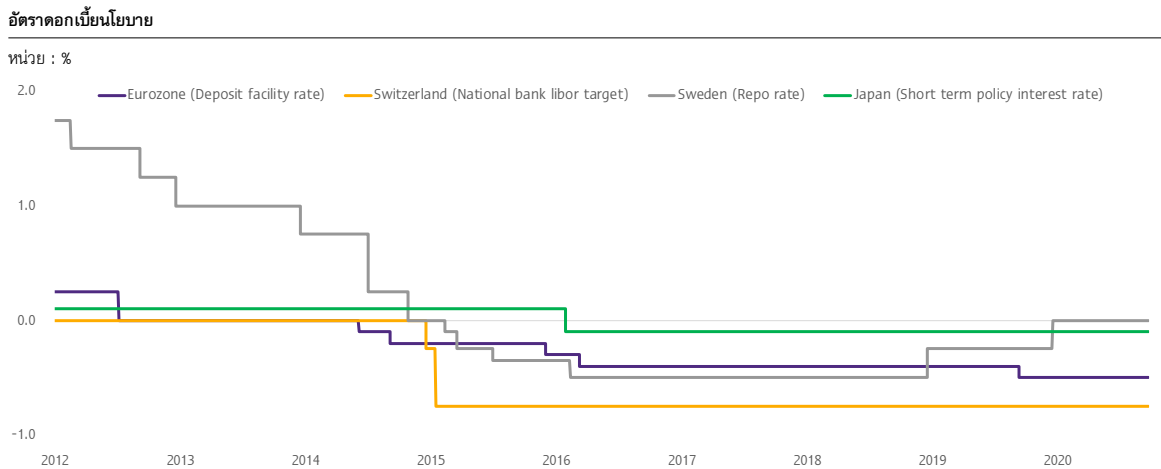
2. ความชันของเส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยยังไม่ลาดเอียง (flat) เกินไปเช่นกัน โดยส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้นอายุ 1 ปีและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาวอายุ 10 ปี ณ วันที่ 7 กันยายน 2020 อยู่ที่ 90 bps สูงกว่าค่าเฉลี่ยในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา (80 bps) เล็กน้อย สะท้อนได้ว่าความชันของ yield curve ยังมีความชันอยู่พอสมควร ทำให้ ธปท. ยังไม่มีความจำเป็นต้องเข้าดูแลอัตราผลตอบแทนพันธบัตรเหมือนในกรณีของประเทศออสเตรเลียที่ต้องเข้าควบคุมเพื่อไม่ให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นปรับสูงขึ้นจนทำให้ yield curve ลาดเอียงจนเกินไป (มีความชันน้อยเกินไป) และอาจเป็นความเสี่ยงต่อเสถียรภาพระบบสถาบันการเงิน
3. ผู้ร่วมตลาดคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายในระยะ 1 ปีข้างหน้าอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายปัจจุบัน (well-anchored) โดยคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายในระยะ 3 และ 6 เดือนข้างหน้า (สะท้อนจากตลาด Forward) ณ วันที่ 25 กันยายน 2020 อยู่ที่ 0.54% และ 0.55% ตามลำดับ ใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบัน ส่วนคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายใน 1 ปีข้างหน้าอยู่ที่ 0.59% สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพียงเล็กน้อย ดังนั้น ความจำเป็นในการดำเนินมาตรการ YCC เพื่อจุดประสงค์ด้านการสื่อสารการผ่อนคลายนโยบายการเงิน (forward guidance) จึงมีไม่มากนัก

อย่างไรก็ดี ในระยะต่อไป หากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาวปรับสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ซึ่งอาจเป็นผลจากทั้งปัจจัยต่างประเทศและในประเทศ เช่น อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น เงินทุนเคลื่อนย้ายไหลออกจากไทย อุปทานพันธบัตรรัฐบาลไทยสูงขึ้นอย่างรวดเร็วตามการขาดดุลงบประมาณที่เพิ่มสูงขึ้น หรือความกังวลต่อปัจจัยทางการเมืองไทย EIC ประเมินว่า ธปท. พร้อมกลับมาเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลอีกครั้ง และอาจประกาศใช้ YCC เพื่อจุดประสงค์ด้านการสื่อสารการผ่อนคลายนโยบายการเงิน (forward guidance) ร่วมด้วย

มาตรการ Negative Interest Rate Policy (NIRP) : กรณีศึกษาจากต่างประเทศ

มาตรการ NIRP มีส่วนช่วยให้ภาวะการเงินผ่อนคลายมากขึ้นในบางประเทศ โดยในกลุ่มประเทศ G10 นั้นมี 4 กลุ่มประเทศที่ได้ดำเนินมาตรการ NIRP ตั้งแต่ช่วงก่อนเกิดวิกฤต COVID-19 ประกอบไปด้วย กลุ่มยูโรโซน ญี่ปุ่น สวิตเซอร์แลนด์ และสวีเดน (รูปที่ 3) ซึ่งพบว่า ผลของการดำเนินมาตรการ NIRP สามารถช่วยผ่อนคลายภาวะการเงินได้คล้ายกับการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยยังคงเป็นบวก กล่าวคือ การดำเนินมาตรการ NIRP ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับลดลง ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปรับสูงขึ้น และอัตราแลกเปลี่ยนอ่อนค่าลงได้ ทำให้ภาวะการเงินโดยรวมของประเทศผ่อนคลายลงได้

รูปที่ 3 : กลุ่มยูโรโซน ญี่ปุ่น สวิตเซอร์แลนด์ และสวีเดน ได้ดำเนินมาตรการ NIRP ตั้งแต่ก่อนเกิดวิกฤต COVID-19



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

อย่างไรก็ดี การดำเนินมาตรการ NIRP อาจเผชิญกับข้อจำกัดในการสนับสนุนการขยายตัวทางเศรษฐกิจได้ กล่าวคือ แม้ธนาคารกลางจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง แต่กลับไม่สามารถช่วยกระตุ้นอุปสงค์ภายในระบบเศรษฐกิจได้มากนัก (การดำเนินนโยบายการเงินเผชิญกับ effective lower bound) ซึ่งประสิทธิผลของการดำเนินนโยบายที่ลดลงนี้มักเกิดขึ้นในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำมาก โดยข้อจำกัดที่ทำให้ประสิทธิผลปรับลดลงเกิดจากปัจจัยหลัก ดังนี้

- ในทางปฏิบัติ แม้ใช้ NIRP แต่สถาบันการเงินอาจไม่สามารถลดดอกเบี้ยเงินฝากจนติดลบได้ (เพราะอาจเกิดการถอนเงินฝากเปลี่ยนไปถือเงินสดแทน) และเพื่อรักษารายได้ดอกเบี้ยสุทธิไม่ให้ปรับลดลงมากนัก สถาบันการเงินจึงอาจปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในอัตราที่น้อยกว่าการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ทำให้ไม่สามารถกระตุ้นอุปสงค์ได้เต็มที่นัก โดยปกติแล้ว จุดประสงค์หนึ่งของการดำเนินมาตรการ NIRP คือการทำให้สถาบันการเงินปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ เพื่อลดต้นทุนการกู้ยืมในระบบเศรษฐกิจและกระตุ้นให้เกิดการลงทุนและการบริโภคเพิ่มเติม อย่างไรก็ตาม ในเวลาที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายถูกปรับลดต่ำกว่าศูนย์ สถาบันการเงินอาจไม่สามารถลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากจนเป็นลบได้เพราะจะทำให้ครัวเรือนอาจถอนเงินฝากและหันไปถือเงินสดแทน ซึ่งหากสถาบันการเงินปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลงเพียงด้านเดียวจะทำให้ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝากปรับแคบลง ซึ่งส่งผลต่อรายได้ดอกเบี้ยสุทธิ (Net Interest Margin : NIM) และผลประกอบการของสถาบันการเงิน ซึ่งอาจทำให้เสถียรภาพของสถาบันการเงินปรับแย่ลง ดังนั้นสถาบันการเงินจึงอาจปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในอัตราที่น้อยกว่าการปรับลดลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เพื่อรักษาส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยข้างต้น มาตรการ NIRP จึงไม่สามารถลดต้นทุนการกู้ยืมของระบบเศรษฐกิจและไม่สามารถกระตุ้นอุปสงค์ได้มากนัก
- วิกฤต COVID-19 อาจสร้างผลกระทบรุนแรงต่องบดุลของธนาคารพาณิชย์ ทำให้การปล่อยสินเชื่ออาจลดลง โดยวิกฤต COVID-19 ส่งผลให้มีการปิดกิจการเพิ่มสูงขึ้นอย่างมากรวมถึงอัตราการว่างงานที่สูงขึ้นและมีแนวโน้มอยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ทำให้หนี้เสียในระบบมีแนวโน้มปรับสูงขึ้น โดยในภาวะที่งบดุลของสถาบันการเงินต้องเผชิญกับปริมาณหนี้เสียที่เพิ่มขึ้นนั้น ประสิทธิภาพของมาตรการ NIRP จะมีน้อยลงเมื่อเทียบกับในช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจเป็นปกติ กล่าวคือ ความเสี่ยงที่สูงขึ้นทำให้สถาบันการเงินต้อง

ระมัดระวังการปล่อยกู้มากขึ้น ซึ่งสถาบันการเงินที่มีสัดส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงต่ำ อาจยังจำเป็นต้องชะลอการปล่อยสินเชื่อลง

ความเป็นไปได้ในการใช้มาตรการ Negative Interest Rate Policy ในไทย

EIC ประเมินว่าในภาวะปัจจุบันความเป็นไปได้ในการใช้มาตรการ Negative Interest Rate Policy ในไทยมีค่อนข้างจำกัดมาก เนื่องจาก

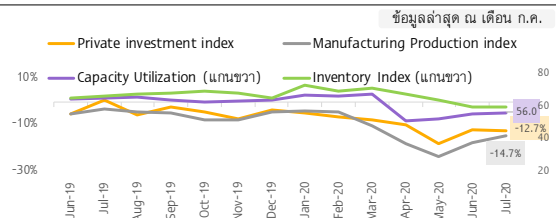
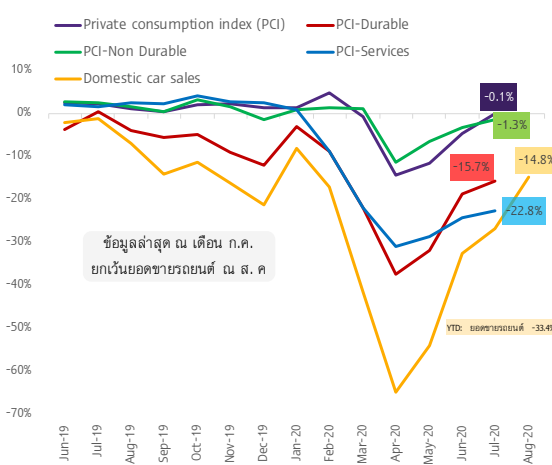
- เศรษฐกิจไทยฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดแล้ว (bottomed out) หลังการทยอยผ่อนคลายมาตรการปิดเมืองทั้งในและต่างประเทศ รวมถึงการออกมาตรการการคลังและการเงินขนาดใหญ่ในช่วงก่อนหน้านี** โดยดัชนีการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนรวมถึงมูลค่าการส่งออกที่ไม่รวมทองคำและอาวุธในเดือนกรกฎาคมหดตัวลดลงจากเดือนก่อนหน้า (รูปที่ 4) แม้การฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยยังมีแนวโน้มเป็นไปอย่างช้า ๆ สะท้อนจากตัวเลขเศรษฐกิจหลักล่าสุดเริ่มส่งสัญญาณการฟื้นตัวที่ชะลอลง (stalling economic recovery) เช่น มูลค่าการส่งออกไทย (ไม่รวมทองคำและอาวุธ) ของเดือนสิงหาคมที่ออกมาต่ำสุดที่ -14.3% เป็นการหดตัวในอัตราที่เท่ากับเดือนก่อน (แต่น้อยลงจากสองและสามเดือนก่อนหน้า) นอกจากนี้ ตัวเลขประมาณการเศรษฐกิจที่ ธปท. เผยแพร่ออกมาในรอบนี้ใกล้เคียงกับที่ EIC ได้ประเมินไว้ กล่าวคือ ธปท. ประเมิน GDP ปี 2020 หดตัว -7.8% เท่ากับที่ EIC ประเมินไว้ ส่วนในปี 2021 ธปท. ประเมินว่า GDP จะสามารถกลับมาขยายตัวได้ที่ 3.6% ใกล้เคียงกับที่ EIC ประเมินไว้ที่ 3.5% ด้วยมุมมองการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยอย่างค่อยเป็นค่อยไปนี้ จึงทำให้ EIC ประเมินว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 0.5% ต่อเนื่องอย่างน้อยจนถึงปลายปี 2021 เพื่อรักษาขีดความสามารถของการดำเนินนโยบายการเงิน (policy space) ไว้
- ภาวะการเงินไทยเริ่มผ่อนคลายลงมาบ้าง ทำให้ความจำเป็นของการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อผ่อนคลายภาวะการเงินเพิ่มเติมมีน้อยลง** โดยความผันผวนของตลาดการเงินโลกปรับลดลงจากความกังวล (risk-off sentiment) ของนักลงทุนที่ลดลง ด้านเงินทุนเคลื่อนย้ายมีแนวโน้มไหลกลับเข้าตลาดพันธบัตรรัฐบาลไทยบ้างหลังจากที่เงินทุนไหลออกไปมากจากทั้งตลาดหุ้นและตลาดพันธบัตรในช่วงสองไตรมาสแรก นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินไทยในช่วงที่ผ่านมาที่ปรับลดลงมาตามการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท. (รูปที่ 5) อีกทั้งยังมีมาตรการสนับสนุนการปล่อยสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำและการสนับสนุนการปรับโครงสร้างหนี้
- ประสิทธิภาพของการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจมีน้อยลง** โดยอัตราดอกเบี้ยนโยบายไทยถูกปรับลดลงมาอยู่ในระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์และเข้าใกล้ศูนย์มาก (ปัจจุบันที่ 0.5%) ทำให้ EIC มองว่าระดับอัตราดอกเบี้ยได้เข้าใกล้ effective lower bound มากแล้ว (จากการประเมินของ EIC เชื่อว่า effective lower bound ของไทยอยู่ที่ 0.25%) ซึ่งจะทำให้ประสิทธิภาพจากการดำเนินนโยบาย NIRP ลดลง นอกจากนี้ มาตรฐานการให้สินเชื่อยังมีแนวโน้มเข้มงวดขึ้นตามความเสี่ยงของเศรษฐกิจไทยที่อยู่ในระดับสูง แม้ว่าภาครัฐจะสนับสนุนให้มีการปล่อยสินเชื่อมากขึ้นก็ตาม และความต้องการสินเชื่อของภาคธุรกิจเพื่อใช้สำหรับลงทุนเพิ่มเติมก็มีแนวโน้มปรับลดลงเช่นกันตามภาวะเศรษฐกิจ อีกทั้งสถานการณ์หนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูงยังบั่นทอนการบริโภคที่เพิ่มขึ้น ดังนั้น การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงจนติดลบอาจไม่สามารถสนับสนุนอุปสงค์ในประเทศได้เพิ่มขึ้นมากนัก
- อัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำมากเป็นเวลานานอาจสร้างความเปราะบางเพิ่มเติมต่อเสถียรภาพระบบการเงิน** จากพฤติกรรมแสวงหาผลตอบแทนที่สูงขึ้น (search for yield) ที่มาจากการประเมินความเสี่ยงต่ำ

กว่าที่ควรจะเป็นของภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจ นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยที่ต่ำมากยังเป็นความเสี่ยงต่อกองทุนบำเหน็จบำนาญและภาคธุรกิจประกันชีวิต เนื่องจากอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนจะลดลง ทำให้อาจต้องลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงมากขึ้น อีกทั้งการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีกอาจเพิ่มความเสี่ยงด้านเสถียรภาพระบบสถาบันการเงิน เพราะอาจส่งผลต่อรายได้ดอกเบี้ยสุทธิ (Net Interest Margin : NIM) ซึ่งจะมีผลทำให้การปล่อยสินเชื่อมีแนวโน้มชะลอตัวเพิ่มเติม

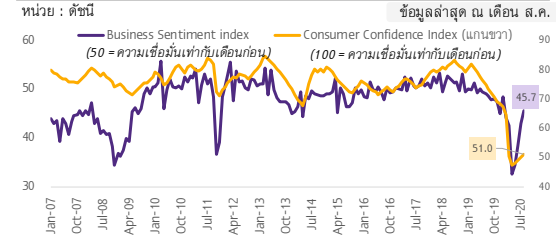
รูปที่ 4 : เครื่องชี้เศรษฐกิจภายในประเทศสะท้อนว่าเศรษฐกิจไทยได้ผ่านพ้นจุดต่ำสุดแล้ว (Bottomed out) แต่การฟื้นตัวยังเป็นไปอย่างช้า ๆ และมีความแตกต่างกันในแต่ละภาคธุรกิจ (Slow and uneven recovery)

ดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจที่สำคัญของไทย

หน่วย : %YOY, ดัชนี (แกนขวา)



ความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจและผู้บริโภค



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ CEIC ธนาคารแห่งประเทศไทย และสำนักงานเศรษฐกิจอุตสาหกรรม

รูปที่ 5 : ภาวะการเงินไทยอ่อนคลายลงจากความผันผวนของตลาดการเงินโลกที่ปรับลดลง อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินไทยที่ปรับลดลง และเงินทุนเคลื่อนย้ายที่เริ่มไหลเข้าตลาดพันธบัตรรัฐบาลไทย

ดัชนีความผันผวนของตลาดการเงินโลก

หน่วย : ดัชนี



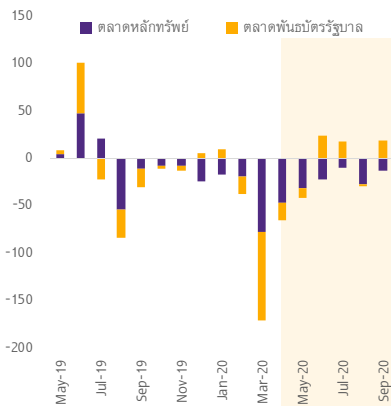
อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย

หน่วย : %



เงินทุนเคลื่อนย้ายของตลาดการเงินไทย

หน่วย : พันล้านบาท



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg SET และ Thai BMA (ข้อมูล ณ วันที่ 22 ก.ย.2020)

บทวิเคราะห์โดย... <https://www.sceic.com/th/detail/product/7092>

โดย : ดร. กำพล อติเรกสมบัติ (kampon.adireksombat@scb.co.th)
ผู้อำนวยการอาวุโส และหัวหน้าฝ่ายวิจัยด้านเศรษฐกิจและตลาดการเงิน
วชิรวัฒน์ บานชื่น (wachirawat.banchuen@scb.co.th)
นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส
พงศกร ศรีสกาวกุล (pongsakorn.srisakawkul@scb.co.th)
นักวิเคราะห์



Economic Intelligence Center (EIC)

ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)

EIC Online: www.scbeic.com

Disclaimer: The information contained in this report has been obtained from sources believed to be reliable. However, neither we nor any of our respective affiliates, employees or representatives make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of any of the information contained in this report, and we and our respective affiliates, employees or representatives expressly disclaim any and all liability relating to or resulting from the use of this report or such information by the recipient or other persons in whatever manner. Any opinions presented herein represent our subjective views and our current estimates and judgments based on various assumptions that may be subject to change without notice, and may not prove to be correct. This report is for the recipient's information only. It does not represent or constitute any advice, offer, recommendation, or solicitation by us and should not be relied upon as such. We, or any of our associates, may also have an interest in the companies mentioned herein.