

## มาตรการตรึงดอกเบี้ยนโยบายกับผลกระทบภาคการส่งออก

โดย ดร.ธนิต โสรัตน์

สภาอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย

21 กุมภาพันธ์ 2556

ประเด็นการแข็งค่าของเงินบาทในช่วงเดือนมกราคมที่ผ่านมา ทำให้เกิดความกังวลต่อผลกระทบที่จะเกิดกับภาคการส่งออก ซึ่งเดิมคาดว่าปีนี้อาจขยายตัวได้ร้อยละ 9-11 จนในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมาทางกระทรวงการคลังมีการกดดันต่อธนาคารแห่งประเทศไทย หรือ ธปท. เพื่อให้มีการลดดอกเบี้ยนโยบาย อย่างไรก็ตาม คณะกรรมการนโยบายการเงิน หรือ กนง. ในการประชุมเมื่อวันที่ 20 กุมภาพันธ์ โดยมีมติ 6 ต่อ 1 ให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ร้อยละ 2.75 โดยให้เหตุผลว่า 1) เศรษฐกิจในภูมิภาคมีแนวโน้มขยายตัว และการคงดอกเบี้ยนโยบายไม่มีผลต่อเงินบาทมากนัก 2) การขยายตัวของเศรษฐกิจไทยในไตรมาส 4 ปีที่แล้ว ขยายตัวสูงเกินคาดถึงร้อยละ 18.9 3) อุปสงค์ภายในประเทศมีแนวโน้มขยายตัว และเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจ (มีความกังวลเกี่ยวกับเงินเฟ้อ) 4) การส่งออก คาดว่าจะฟื้นได้แบบค่อยเป็นค่อยไป และ 5) แนวโน้มการขยายตัวสินค้าโภคภัณฑ์เรือมีการขยายตัวที่สูง และราคาสินทรัพย์ โดยเฉพาะอสังหาริมทรัพย์มีการขยายตัว (อาจทำให้เกิดปัญหาฟองสบู่ได้)

ทั้งนี้ อัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยปัจจุบันอยู่ที่ร้อยละ 2.75 เปรียบเทียบกับดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ อยู่ที่ร้อยละ 0.2, อียูร้อยละ 0.75 และญี่ปุ่นร้อยละ 0.1 ซึ่งอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยอยู่ในอัตราที่สูง อาจเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้มีเงินทุนไหลเข้ามา ตั้งแต่ต้นปี 2556 พบว่า มีเงินทุนไหลเข้ามาประมาณ 2.5 พันล้านเหรียญสหรัฐ โดยเงินทุนส่วนหนึ่งไหลเข้ามาเก็งกำไรในตลาดตราสารหนี้ โดยเฉพาะพันธบัตรไทย ซึ่งเป็นการลงทุนระยะสั้นไม่เกิน 1 ปี ซึ่งให้ผลตอบแทนร้อยละ 2.74 ถึง 2.75 และพันธบัตรของไทยอายุ 5 ปี ให้ผลตอบแทนอยู่ที่ร้อยละ 3.14 เทียบกับพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ มีอัตราดอกเบี้ยเพียงร้อยละ 0.8 ทำให้มีเงินไหลเข้าไปในตลาดตราสารหนี้ของไทยจำนวนมาก จากข้อมูล ณ 15 ก.พ.56 นักลงทุนต่างชาติมียอดถือครองตราสารหนี้ จำนวน 7.9 แสนล้านบาท ในช่วง 45 วันเพิ่มขึ้นถึงร้อยละ 11.27 สาเหตุที่มีเงินทุนจำนวนมากไหลเข้ามาในประเทศไทยและภูมิภาค เกิดจากมาตรการอัดฉีดเงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจของประเทศที่พัฒนาแล้ว ทั้งสหรัฐอเมริกา อียู และญี่ปุ่น มีการนำมาตรการ Quantitative Easing : QE เข้ามากระตุ้นเศรษฐกิจในประเทศ ทำให้มีเม็ดเงินเข้าไปในระบบการเงินจำนวนมาก ขณะเดียวกัน ก็ทำให้เงินของประเทศเหล่านั้น อยู่ในทิศทางที่อ่อนค่า เมื่อเปรียบเทียบกับเงินบาท ก็ทำให้เงินบาทของไทยแข็งค่าอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

## การตรึงอัตราดอกเบี้ยจะมีผลต่อการแข็งค่าเงินบาทหรือไม่

ความกังวลของเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทย ซึ่งมีอัตราที่ยังสูง อาจส่งผลกระทบต่อเงินไหลเข้าจนอาจทำให้เงินบาทแข็งค่า และจะส่งผลกระทบต่อการส่งออก จนหลายหน่วยงานได้ออกมาตรการเสนอต่อธนาคารแห่งประเทศไทย เพื่อให้มีมาตรการออกมารองรับ โดยเฉพาะมาตรการป้องกันเงินร้อนที่จะเข้ามาเก็งกำไรระยะสั้น ทั้งในตลาดทุนและตลาดตราสารหนี้ ขณะเดียวกัน ที่ผ่านมากกระทรวงการคลังก็มีการกดดันเพื่อให้ ธปท.ลดดอกเบี้ยนโยบายเพื่อลดกระแสเงินไหลเข้า โดยเหตุผลว่าดอกเบี้ยของไทยมีอัตราที่สูงกว่าประเทศที่พัฒนาแล้ว และสภาพคล่องก็ล้นระบบ ซึ่งทางรัฐบาลเห็นว่าเป็นปัจจัยที่ทำให้เงินบาทแข็งค่าจนไปกระทบกับภาคการส่งออกของไทย ขณะเดียวกันทาง ธปท.เห็นว่า อัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าเงินเฟ้ออยู่แล้ว หากลดลงอีกก็จะทำให้เกิดภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่ โดยเฉพาะหนี้สินภาคครัวเรือน ซึ่งมีการขยายตัวสูงสุดในรอบหลายปี สินเชื่ออุปโภค-บริโภค ของประชาชน ขยายตัวถึงร้อยละ 21.6 ซึ่งส่วนหนึ่งเกิดจากการปล่อยกู้ในภาคอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งมีการขยายตัวสูงถึงร้อยละ 24 และจากโครงการนโยบายรถคันแรกของรัฐบาล ทำให้การปล่อยกู้สินเชื่อรถยนต์ขยายตัวร้อยละ 39 ซึ่งตัวเลขนี้เป็นเพียงการส่งมอบในปี 2555 จำนวน 5.8 แสนคัน และปีนี้จะต้องทยอยส่งมอบอีก 7 แสนคัน อย่างไรก็ตาม หากกลับมาดูสินเชื่อในภาคธุรกิจ ซึ่งพบว่า มีการขยายตัวเพียงร้อยละ 10.6 หากเปรียบเทียบกับปี 2554 ซึ่งในช่วงปลายปีเกิดมหาอุทกภัย สินเชื่อภาคธุรกิจยังขยายตัวได้ถึงร้อยละ 14.8 แสดงว่า โดยข้อเท็จจริงแล้ว ภาคธุรกิจไม่ได้ขยายตัวดีกว่าที่หลายฝ่ายคาดคิด เพราะส่วนหนึ่งเกิดจากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอลดตัวลงและการปรับค่าจ้างร้อยละ 39.5 ในช่วงเดือนเมษายนปีที่แล้ว ส่งผลให้ธุรกิจมีการชะลอลดตัวลง แต่ในภาคประชาชนได้รับอานิสงค์จากค่าแรงที่เพิ่มขึ้น และจากการอุดหนุนราคาสินค้าเกษตร โดยเฉพาะโครงการจำนำข้าวของรัฐบาล

การตรึงดอกเบี้ยนโยบาย กระทบการส่งออกหรือไม่ จากการที่ ธปท.โดยคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ได้ตรึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ร้อยละ 2.75 จะกระทบต่อการแข็งค่าของเงินบาท และกระทบการส่งออกอย่างเป็นนัยหรือไม่ ต้องกลับไปดูสถิติย้อนหลัง 3 ปี ของความสัมพันธ์ระหว่างค่าเงินบาทกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จะเห็นได้ว่าในเดือน ม.ค.53 ดอกเบี้ยนโยบายอยู่ในอัตราสูง เฉลี่ยอยู่ที่ 3.75 ค่าเงินบาท (อ่อนค่า) เฉลี่ยอยู่ที่ 35.7 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ขณะเดียวกัน เดือน ม.ค.54 ดอกเบี้ยนโยบายอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าปัจจุบัน (ม.ค.) เฉลี่ยอยู่ที่ 1.75 ค่าเงินบาทกลับอ่อนค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 29.5 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ และเดือน ม.ค.55 ดอกเบี้ยนโยบายเฉลี่ยอยู่ที่ 3.0 แต่ค่าเงินบาทยังอ่อนค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 31.5 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ จากการเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างค่าเงินบาทกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (อ้างอิงจาก “UBS” ซึ่งเป็นวาณิชธนกิจชั้นนำของยุโรป) แสดงให้เห็นว่า แม้อัตราดอกเบี้ยนโยบายสูง ก็ไม่ได้ทำให้เงินบาทอ่อนค่าเสมอไป เพราะกระแสที่เงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ เข้ามาทำกำไรไม่ใช่เฉพาะในตลาดเงินอย่างเดียว แต่ยังเข้ามาทำ

กำไรในตลาดหุ้นด้วย และกระแสเงินที่เข้ามานอกเหนือจากปัจจัยอัตราดอกเบี้ยแล้ว ยังขึ้นอยู่กับความน่าเชื่อถือของเศรษฐกิจของไทยด้วย หากต้องการลดดอกเบี้ยเพื่อเพิ่มสภาพคล่องด้วยการกระตุ้นสินเชื่อ ก็คงอีกเรื่องหนึ่ง

**อย่างไรก็ดี หากต้องการลดดอกเบี้ยเพื่อให้เงินบาทอ่อนค่า ไปกระตุ้นเพิ่มตัวเลขการส่งออก ก็ต้องกลับมาพิจารณาย้อนหลังดูตัวเลขความสัมพันธ์ระหว่างค่าเงินบาทกับการส่งออกย้อนหลังไป 3 ปี พบว่า ในปี 2553 เงินบาทแข็งค่า เฉลี่ยทั้งปีอยู่ที่ร้อยละ 29.75 การส่งออกในปีนั้นขยายตัวได้ถึงร้อยละ 28.13 ขณะเดียวกันในปี 2554 เงินบาทแข็งค่า เฉลี่ยทั้งปีที่ร้อยละ 29.72 การส่งออกขยายตัวได้ร้อยละ 13.96 (เป็นปีที่เกิดมหาอุทกภัย) และในปี 2555 เฉลี่ยทั้งปีเงินบาทอ่อนค่าไปอยู่ที่ร้อยละ 30.6 การส่งออกขยายตัวได้เพียงร้อยละ 3.12 ซึ่งจากสถิติที่นำมาเป็นตัวอย่างนี้ อ้างอิงจาก ธปท.แสดงให้เห็นว่า เงินบาทที่แข็งค่ามีผลกระทบต่อการส่งออกแน่นอน แต่ไม่ได้เป็นนัยที่จะกระทบตัวเลขการส่งออก เพราะเมื่อเงินจะอ่อนค่าหรือแข็ง จะเป็นการเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐ ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง ซึ่งแต่ละประเทศคู่แข่งด้านส่งออกของไทย ก็มักจะได้รับผลกระทบใกล้เคียงกัน เป็นอันว่าไม่มีใครได้เปรียบหรือเสียเปรียบมากกว่ากันเท่าใด**

ทั้งนี้ ในช่วงเกือบ 1 เดือนที่ผ่านมา เงินบาทค่อนข้างนิ่ง อยู่ในอัตราเฉลี่ย 29.50 – 29.75 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ และเมื่อวันที่ 19 ก.พ. เงินบาทอ่อนค่าไปเล็กน้อยถัวเฉลี่ยที่ 30.028 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ขณะที่ตลาดต่างประเทศ เฉลี่ยที่ 29.830 บาทต่อดอลลาร์ ซึ่งเป็นตัวเลขสอดคล้องกับหลายประเทศ (มีเพียงประเทศสิงคโปร์และฟิลิปปินส์ ซึ่งเงินแข็งค่าเล็กน้อยกว่าหลายประเทศในภูมิภาค) ในด้านผลกระทบภาคส่งออกแน่นอนว่าการแข็งค่าของเงินบาทย่อมมีผลกระทบ แต่หากเทียบระหว่างเงินบาทแข็งค่า กับ ค่าแรงที่สูงขึ้น ปัจจัยเรื่องต้นทุนค่าแรงมีผลต่อการส่งออกรมากกว่า แต่เรื่องเงินบาทที่แข็งค่า แน่แน่นอนว่าย่อมต้องส่งผลกระทบต่อผู้ส่งออก ซึ่งใช้วัตถุดิบในประเทศเป็นหลัก ที่เรียกว่า Local Content ซึ่งหากรัฐบาลจะช่วย ก็ต้องแก้ปัญหาให้ตรง เพราะผู้ส่งออกที่มีการนำเข้าวัตถุดิบหรือส่วนประกอบจากต่างประเทศ ก็จะทำให้ต้นทุนที่แปลงจากดอลลาร์เป็นบาทถูกลง ซึ่งผลกระทบจะน้อยกว่า

## มาตรการดูแลเสถียรภาพค่าเงินบาท เพื่อลดผลกระทบภาคการส่งออก

1. ขอให้ดูแลเสถียรภาพเงินบาทไม่ให้เกิดความผันผวน และให้สอดคล้องกับเงินในสกุลต่างๆ ในภูมิภาค
2. ขอให้ ธปท. และกระทรวงการคลังร่วมมือกันในการออกมาตรการดูแลเงินทุนไหลเข้าระยะสั้น โดยออกมาตรการทั้งด้านการคลังและการเงินที่จำเป็นต่างๆ เพื่อชะลอ หรือยับยั้งไม่ให้เงินร้อนเข้ามาเก็งกำไร ทั้งในตลาดทุน และตลาดอนุพันธ์ต่างๆ จนทำให้เงินบาทมีความผันผวน
3. การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย หากมีความจำเป็นควรจะต้องลดอย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยคำนึงถึงความเสี่ยงที่เกิดเงินเฟ้อ และเกิดภาวะฟองสบู่ แต่ในการลดอัตราดอกเบี้ยที่น้อยเกินไป ก็จะไม่สามารถสกัดเงินทุนไหลเข้าได้ แต่การลดดอกเบี้ยในอัตราที่ต่ำกว่าที่เป็นอยู่ จะส่งผลกระทบต่อการออม และเป็นปัจจัยต่อการสร้างหนี้ในครัวเรือนให้สูงกว่าอัตราที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน (หนี้ครัวเรือนของไทยปัจจุบันอยู่ที่ ร้อยละ 57 ต่อรายได้ และมีอัตราการขยายตัวที่ร้อยละ 21.6)
4. ธปท. ควรยืดระยะเวลาการถือครองเงินตราต่างประเทศของผู้ส่งออกไทยให้ยาวกว่าที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน เพื่อลดการนำเงินตราต่างประเทศเข้ามาเปลี่ยนเป็นเงินบาท ซึ่งจะเป็ปัจจัยเร่งให้ค่าเงินบาทของไทยมีการแข็งค่าขึ้น
5. ออกมาตรการเก็บภาษีเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ (Hot Money Tax) เป็นการเก็บภาษีเงินทุนไหลเข้าที่มีระยะเวลาสั้นกว่า 1 ปี แต่ต้องไม่มีอัตราที่สูง หรือเกิดความรุนแรงต่อการชะงักงันของตลาดทุน และตลาดหุ้น และส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจไทย
6. สนับสนุนให้มีการตั้งกองทุนเพื่อความมั่งคั่ง (Sovereign Wealth Fund) โดยให้รัฐบาลสามารถกู้เงินดอลลาร์จากธนาคารแห่งประเทศไทย เพื่อไปลงทุนหาผลประโยชน์ ทั้งในประเทศและต่างประเทศ รวมทั้งการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาล และรัฐวิสาหกิจต่างๆ
7. กำหนดมาตรการเพื่อสนับสนุน และเพิ่มแรงจูงใจให้ภาคเอกชนมีการนำเงินไปลงทุนในต่างประเทศ รวมทั้งสนับสนุนให้รัฐวิสาหกิจมีการคืนเงินกู้จากต่างประเทศให้เร็วกว่าที่เป็นอยู่
8. ควรมีการหารือกับกลุ่มประเทศอาเซียน เพื่อความร่วมมือในการแก้ปัญหาเรื่องค่าเงินร่วมกัน หรือการกำหนดอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้อยู่ในอัตราที่ใกล้เคียงกัน
9. การพิจารณากำหนดมาตรการควบคุมเงินทุนไหลเข้า (Capital Control) ให้ชัดเจน โดยมีการกำหนดมาตรการเข้มขึ้นน้อยไปสู่มาตรการที่เข้มขึ้นมาก เพื่อเป็นการป้องปรามนักลงทุนต่างชาติที่จะนำเงินทุนระยะสั้นเข้ามาเก็งกำไรในตลาดทุน ตลาดอนุพันธ์ และการหากำไรจากผลต่างอัตราแลกเปลี่ยน

\*\*\*\*\*