



ธนาคารแห่งประเทศไทย
BANK OF THAILAND

วิจารณ์บทความเรื่อง การประเมินประสิทธิผลของมาตรการ
ผ่อนคลายในเชิงปริมาณทางการเงิน นโยบายเป้าหมายเงินเพื่อ
และนัยยะต่อประเทศไทย
โดย ดร. ฌมาदनัย มากนวล

ดร. รัชชนา พงศาปาน*

การสัมมนาวิชาการสายงานเศรษฐกิจ

สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ประจำปี 2559

*ข้อคิดเห็นที่ปรากฏในการนำเสนอนี้เป็นความคิดเห็นของผู้นำเสนอ ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย



- สรุปประเด็นสำคัญของบทความ
- จุดแข็งของบทความ
- ประเด็นที่ยังมีข้อสงสัย
- ประเด็นเพิ่มเติม



ส่วนที่ 1: การประเมินประสิทธิผลของมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) โดยใช้ Bayesian Structural Vector Auto-regression (BVAR)

- มาตรการ QE ของสหรัฐฯ มีประสิทธิผลในการกระตุ้นการขยายตัวทางเศรษฐกิจและป้องกันปัญหาเงินฝืด ผ่านการปรับลดส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยระยะยาวกับระยะสั้น (yield slope) โดยคาดว่าจะส่งผลผ่านช่องทางการคาดการณ์ว่าธนาคารกลางจะคงอัตราดอกเบี้ยไว้ในระดับต่ำ
- ผลของมาตรการ QE ต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ เมื่อเปรียบเทียบกับนโยบายการเงินตามกรอบ (conventional monetary policy) มีความแตกต่างกันทั้งทางด้านความแรงของผล (magnitude) และ ความล่าช้า (lag time)
- มาตรการ QE ควรใช้เป็นมาตรการเสริม (supplementary measure) ในช่วงประสบปัญหาวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ เนื่องจากต้องใช้วงเงินสูงจึงจะมีประสิทธิผล



ส่วนที่ 2: นโยบายเป้าหมายเงินเพื่อตอบสนองต่อราคาสินทรัพย์หรือไม่ ในกรณีของไทย โดยใช้ small open economy structural model เปรียบเทียบ interest rate rule แบบที่มีราคาสินทรัพย์ และไม่มีราคาสินทรัพย์

- Interest rate rule ที่ตอบสนองต่อราคาสินทรัพย์จะมีค่าความสูญเสียสวัสดิการ (welfare loss) น้อยกว่า จากความผันผวนทางเศรษฐกิจที่น้อยกว่า
- นโยบายการเงินจึงควรตอบสนองต่อราคาสินทรัพย์



ส่วนที่ 1: ประเมินประสิทธิผลของมาตรการ QE

- ความพยายามในการแก้ไขปัญหาด้านเทคนิคในภาวะที่มีข้อมูลจำกัด โดยการใช้ BVAR และ sign restrictions
- ความพยายามสร้างความเข้าใจถึงกลไกการส่งผ่านมาตรการ QE ผ่านการทดลองช่องทางการส่งผ่านที่หลากหลาย เช่น ช่องทางราคาสินทรัพย์ ช่องทางสินเชื่อ เป็นต้น และมี robustness check
- เห็นด้วยกับผลการศึกษาส่วนใหญ่

ส่วนที่ 2: นโยบายการเงินและการตอบสนองต่อราคาสินทรัพย์

- Original paper เขียนได้ชัดเจนและเข้าใจง่าย
- มี policy implications และเป็นประเด็นที่ธนาคารกลางทั่วโลกให้ความสนใจ รวมทั้งมีการถกเถียงกันอย่างกว้างขวางในวงการวิชาการ



ภาพรวม

- ความเชื่อมโยงระหว่างส่วนที่ 1 และ ส่วนที่ 2 ไม่ชัดเจน: missing link คือ ผลของ QE ต่อประเทศไทยผ่านช่องทางต่างๆ โดยเฉพาะเงินทุนเคลื่อนย้าย และผลกระทบต่อราคาสินทรัพย์
- ข้อสรุปที่ว่า ผลกระทบจาก QE ต่อความผันผวนของการเคลื่อนย้ายเงินทุน และการแข็งค่าของเงินบาท ลดประสิทธิภาพของการดำเนินนโยบายการเงิน ควรมีการอธิบายเพิ่มเติมให้ชัดเจนว่าลดประสิทธิภาพอย่างไร เนื่องจากไม่มีผลการศึกษาที่น่าสนับสนุน
- หากยอมให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายติดลบได้ อย่างเช่นที่หลายประเทศดำเนินการอยู่ (ECB, Sweden, Denmark, Switzerland and Japan) ผลการศึกษาจะเปลี่ยนไปหรือไม่ อย่างไร



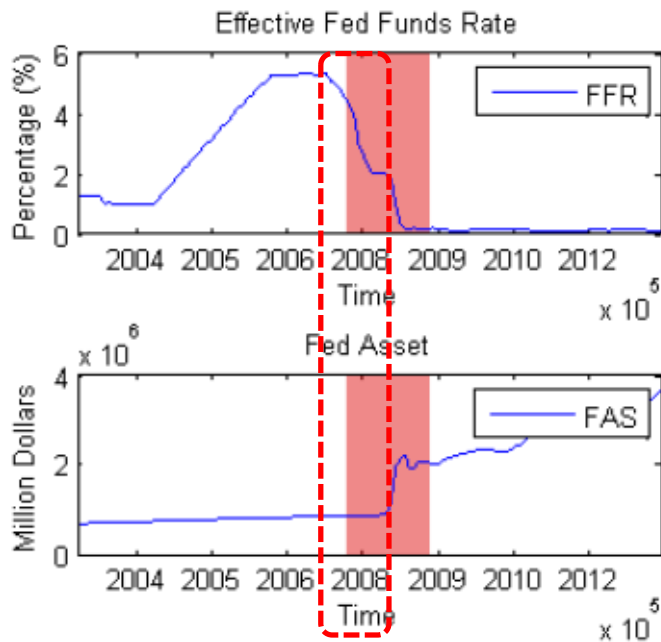
ส่วนที่ 1: ช่องทางการส่งผ่านของ QE

- การอธิบายความเชื่อมโยงระหว่างการลด yield slope กับเศรษฐกิจยังไม่ชัดเจน อาจต้องใช้ข้อมูลเพิ่มเติมมาช่วยยืนยันข้อสรุป เช่น ข้อมูลการคาดการณ์ อัตราดอกเบี้ยของตลาดการเงิน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของสถาบันการเงิน อัตราผลตอบแทนพันธบัตรภาคเอกชน
- ควรอธิบายเพิ่มเติมถึงกลไกการส่งผ่านที่แตกต่างกันระหว่างมาตรการ QE และ นโยบายการเงินตามกรอบ (ตัวอย่างเช่น yield slope เปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงข้ามกัน แต่ผลต่อเศรษฐกิจเป็นไปในทิศทางเดียวกัน)



ส่วนที่ 1: การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายและการซื้อสินทรัพย์ของธนาคารกลาง

- การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ไม่จำเป็นต้อง มีการซื้อสินทรัพย์เพิ่มเติม



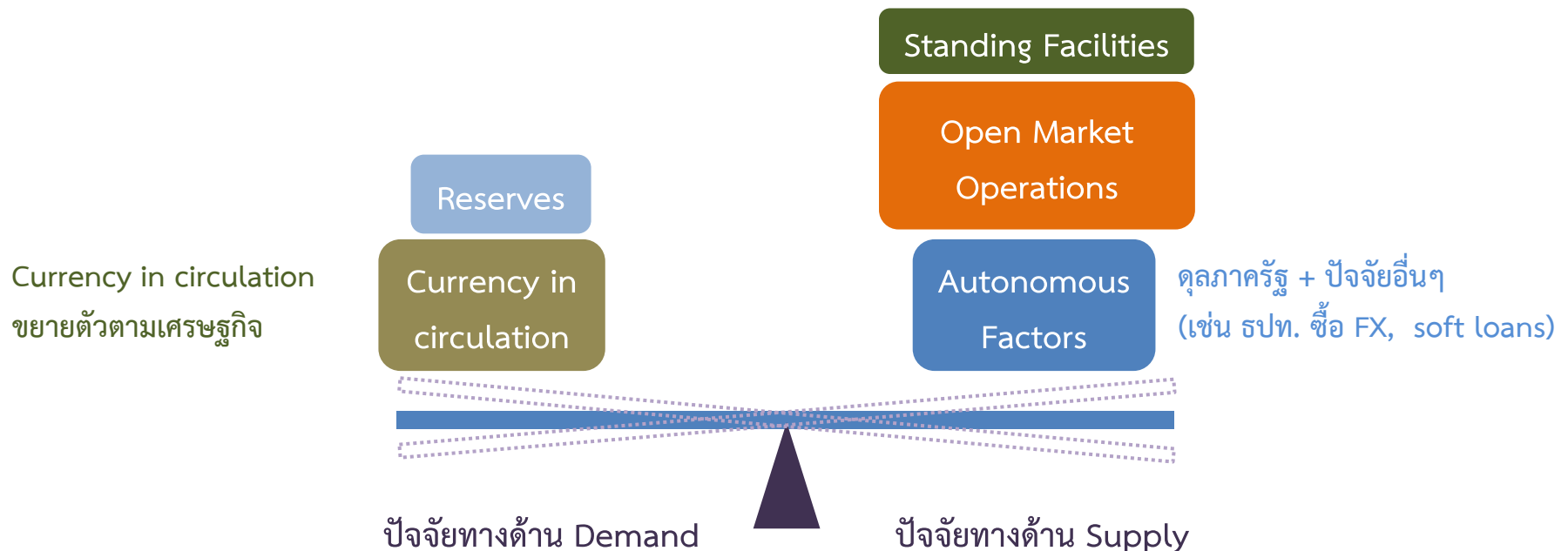
Sign restrictions

	FFR	YSL	FAS
Unconventional Monetary Policy Shock	$= 0$?	≥ 0
Conventional Monetary Policy Shock	≤ 0	?	≥ 0
Demand Shock	≥ 0	?	?
Supply Shock	?	?	?



โดยปกติแล้ว ธนาคารกลางจะดูแลปริมาณสภาพคล่องให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมเพื่อรักษาอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินให้เคลื่อนไหวสอดคล้องในทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ผ่านการทำ operations ต่างๆ เพื่อปรับ Supply ให้สอดคล้องกับ Demand

ถึงแม้ว่าจะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง หาก Demand ของสภาพคล่องไม่เพิ่มขึ้น (ณ อัตราดอกเบี้ยใหม่) ธนาคารกลางก็ไม่จำเป็นต้องเพิ่มสภาพคล่อง





ส่วนที่ 2: นโยบายเป้าหมายเงินเพื่อควรตอบสนองต่อราคาสินทรัพย์หรือไม่

- ธนาคารกลางหลักของโลก รวมทั้งองค์กรระหว่างประเทศยังไม่มีข้อสรุปในทิศทางเดียวกัน (IMF (2015) *Monetary Policy and Financial Stability*)

John Williams, president of the San Francisco Federal Reserve:

“monetary policy is poorly suited for dealing with financial stability concerns, even as a last resort.”

Oystein Olsen, Governor of the Norges Bank:

“we have been leaning against the wind.”

Janet Yellen: “Monetary policy faces significant limitations as a tool to promote financial stability... [However,] it may be appropriate to adjust monetary policy to “get in the cracks” that persist in the macroprudential framework.”

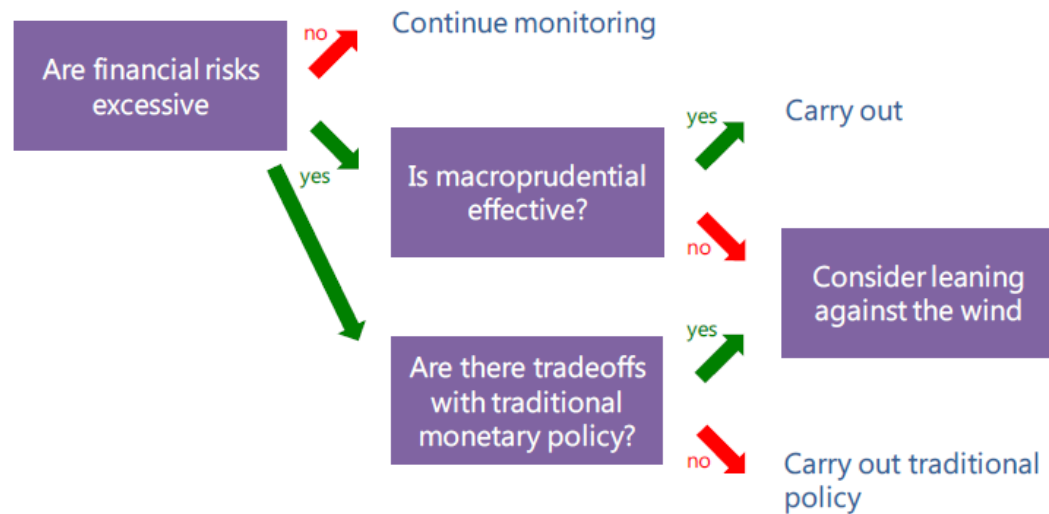
BIS: “Financial stability is too large a task for prudential [...] frameworks alone. Monetary policy strategies also need to [...] lean against the build-up of financial imbalances even if near-term inflation remains low and stable.”



ส่วนที่ 2: นโยบายเป้าหมายเงินเพื่อควรตอบสนองต่อราคาสินทรัพย์หรือไม่

- IMF (2015) เสนอ decision tree เพื่อช่วยในการตัดสินใจ

Figure 3. Dealing With Financial Stability Over the Cyclical Dimension: A Decision Tree



Source: IMF staff.

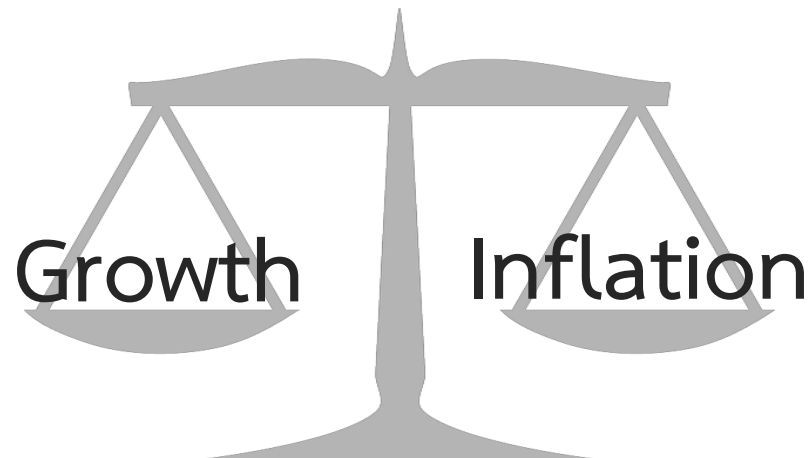


ในกรณีของไทย การตัดสินใจนโยบายการเงินของคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.)

ให้ความสำคัญกับเสถียรภาพทางการเงินด้วย โดยติดตามความเสี่ยงในภาคเศรษฐกิจ 7 ด้าน

กนง. ชั่งน้ำหนักความเสี่ยง
(Balance of Risk) ระหว่าง

เงินเพื่อและการขยายตัวทางเศรษฐกิจ



ให้ความสำคัญกับเสถียรภาพทางการเงิน (Financial stability)

โดย กนง. ติดตามความไม่สมดุลที่อาจก่อตัวในระบบเศรษฐกิจ 7 ด้านเป็นประจำ

ภาค
ต่างประเทศ

ตลาดการเงิน

ภาคสถาบัน
การเงิน

ภาค
อสังหา
ริมทรัพย์

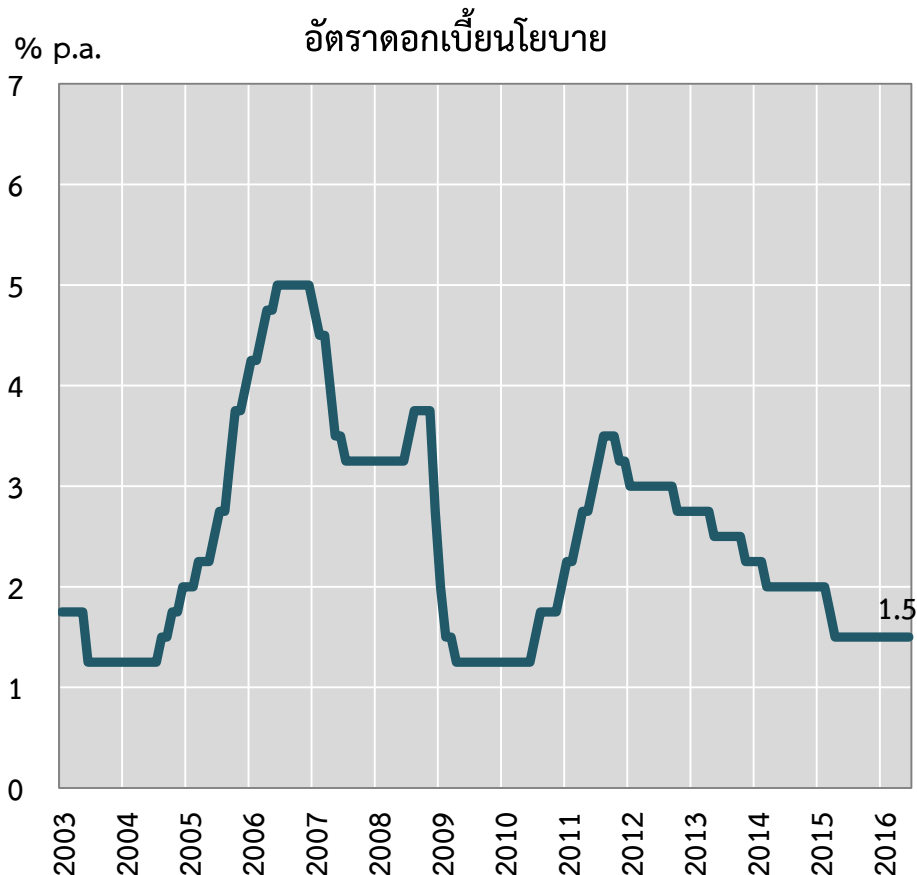
ภาค
ธุรกิจ

ภาคครัวเรือน

ภาค
การคลัง



ปัจจุบัน นโยบายการเงินไทยอยู่ในระดับผ่อนคลายเป็นต่อเนื่องเพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ โดยได้คำนึงถึงปัจจัยเสี่ยงต่างๆ รวมทั้งความเสี่ยงต่อเสถียรภาพการเงิน



ปัจจัยสำคัญในการตัดสินใจนโยบายการเงิน*

เหตุผลในการคงดอกเบี้ย

เศรษฐกิจ
ยังฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป

เงินเพื่อจะกลับเข้าสู่กรอบ
เป้าหมาย

ภาวะการเงินยังคงผ่อนคลาย
และเอื้อต่อการฟื้นตัวของ ศก.

การรักษาขีดความสามารถ
ในการดำเนินนโยบาย
(policy space)

ปัจจัยเสี่ยงที่ต้องติดตาม

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกที่
ยังเปราะบาง

ความไม่แน่นอนของทิศทาง
นโยบายการเงินประเทศหลัก

ความไม่แน่นอนจาก
ผลของ Brexit, ภาวการณ์เงิน
ยูโร และจีน

พฤติกรรมแสวงหา
ผลตอบแทนที่สูงขึ้น
(Search for yield)

*ข้อมูลจากการประชุม กนง. ครั้งล่าสุด (3 ส.ค. 59)



ธนาคารแห่งประเทศไทย
BANK OF THAILAND

ขอบคุณค่ะ