

## พัฒนการลงทุน

ปี...สมบัติ นราวุฒิชัย  
 เลขานุการ  
 สมาคมนักวิเคราะห์  
 www.saa-thai.org



# ถอดรหัสอัตราดอกเบี้ยและค่าเงิน

### การขึ้นดอกเบี้ยครั้งท้ายสุด แต่ไม่สุดท้าย

คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ของ ธปท. เพิ่งปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย RP 1 วันขึ้นอีก 0.25% ตามคาดมาอยู่ที่ 2.75% โดยมีเสียงโหวต 6:1 ระหว่างให้ขึ้นดอกเบี้ยรอบนี้กับให้ชะลอดูสถานการณ์ก่อน เป็นการทยอยปรับขึ้นมาเป็นครั้งที่ 6 จากจุดต่ำสุด 1.25% นับตั้งแต่กลางเดือน ก.ค. 2553

เป้าหมายสำคัญของการทยอยขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายก็เพื่อควบคุมแรงกดดันด้านอัตราเงินเฟ้อในระยะยาวข้างหน้าที่มีแนวโน้มว่าจะสูงขึ้นจากปัจจุบันอีกมาก

เหลียวตามองสถานการณ์รอบด้าน มีหลายๆ ตัวแปรที่สร้างแรงกดดันต่อเงินเฟ้อ ได้แก่ ราคาน้ำมันทะยานสูงขึ้นเกือบต่อเนื่อง รวมทั้งราคาสินค้าอุปโภคบริโภค แต่ก็ยังมีบางปัจจัยที่เป็นปมความเสี่ยงของการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ทั้งสถานการณ์เศรษฐกิจของประเทศยักษ์ใหญ่ ญี่ปุ่นและยูโรโซน ที่เป็นคู่ค้าสำคัญ รวมถึงผลกระทบจากญี่ปุ่นที่มีมาถึงสินค้าวัตถุดิบของภาคอุตสาหกรรมไทยที่ต้องติดตามว่าผลกระทบจะยาวเพียงใด ในภาคการผลิตรถยนต์และเครื่องใช้ไฟฟ้า

### ถอดรหัสจากรองผู้ว่าการ ธปท. ดร.อัญญา ไควความดี

ช่วงเย็นวันเดียวกับการประกาศปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ กนง. ผมมีโอกาสได้ต้อนรับท่านรองผู้ว่าการด้านเสถียรภาพการเงิน ธปท. ดร.อัญญา ไควความดี ที่ให้เกียรติมาเยือนสมาคมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ พร้อมทั้งให้ความรู้เชิงลึกแบบปิดห้องคุยกันกับสมาชิกสมาคมฯ ซึ่งมีทั้งนักวิเคราะห์หลักทรัพย์และบุคลากรของนิติบุคคลที่เป็นสมาชิกประเภทนิติบุคคลของสมาคมนักวิเคราะห์ฯ มีทั้งจากธนาคาร บลจ. บริษัท โกลด์ฟิวเจอร์ส และบริษัทจดทะเบียนรวมทั้งอาจารย์มหาวิทยาลัย โดยไม่เปิดรับบุคคลภายนอกทั่วไป

การถ่ายทอดทฤษฎี และแนวโน้มนโยบายการเงินที่ ธปท. ดำเนินการ ตลอดจนข้อมูลเชิงลึกจึงเป็นไปอย่างชัดเจน เป็นที่เข้าใจและตอบคำถามอย่างตรงไปตรงมาด้วยความสบายใจ ส่วนหนึ่งด้วยท่านรองเอง เมื่อ 15 ปีก่อนก็เคยเป็นกรรมการ

ผู้จัดการสายงานวิจัยและวิเคราะห์หลักทรัพย์ จิตวิญญาณความเป็นรุ่นพี่นักวิเคราะห์ยังมีเต็มเปี่ยมที่อยากถ่ายทอดความรู้เชิงลึกให้รุ่นน้องๆ นักวิเคราะห์ที่ได้มีพื้นฐานความรู้ที่เข้มข้นลึกเพียงพอ

กว่า 3 ชั่วโมงที่ผมร่วมรับฟัง และร่วมซักถามขอความรู้จาก ดร.อัญญา ผมคงขอตั้งแคบงเสี่ยวสัก 1 ใน 10 มาถ่ายทอดเพื่อเป็นประโยชน์แก่แฟนฯ คอลัมน์ (ผมเองจะใส่ข้อความการตีความจากตัวผมเองเป็นวงเล็บท้ายสาระแต่ละประเด็นนะครับ)

- บทบาทหน้าที่ส่วนหนึ่งของ ธปท. คือรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ ซึ่งหมายถึงทั้งเสถียรภาพภายใน (อัตราเงินเฟ้อที่ต่ำ การว่างงานต่ำ) และเสถียรภาพภายนอก (ดุลบัญชีเดินสะพัดสมดุล) โดยใช้นโยบายการเงินควบคุมปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยให้เหมาะสม เพื่อให้บรรลุเป้าหมายข้างต้น

(ตอนนี้การว่างงานต่ำ ดุลบัญชีเดินสะพัดแข็งแกร่ง แต่ประเด็นเงินเฟ้อน่าห่วง จึงคาดว่าทิศทางดอกเบี้ยนโยบายยังจะปรับขึ้นอีก ขณะที่ค่าเงินบาทคงแข็งต่อไป...สมบัติ นราวุฒิชัย)

- เหตุที่ต้องดูแลเสถียรภาพด้านราคา (อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับไม่มีผลเชิงลบต่อการตัดสินใจของภาคครัวเรือนและธุรกิจ) ก็เพื่อให้การขยายตัวของเศรษฐกิจยั่งยืนในระยะยาว ไม่สวิงสวาย ช่วยเพิ่มความแน่นอน (ลดความเสี่ยง) ให้แก่ผู้บริโภคและภาคธุรกิจในการวางแผนใช้จ่ายและลงทุน

(บรรดาผู้บริโภคยังคงบุกตะลุยใช้จ่าย ที่น่าจับตาคือ ยอดจอร์จ จอห์น โดมินิกเนียมยังคงคึกคัก ขณะที่ ธปท. เล็งไป 4-6 ไตรมาสข้างหน้า คาดว่าเงินเฟ้อสูงขึ้นอีกมาก ดังนั้น ข้อมูลนี้จึงน่าจะทำให้ต้องขึ้นดอกเบี้ยอีกเพื่อให้ผู้บริโภคยังคิด...สมบัติ)

- การประกาศเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายนั้นกว่าจะผ่านกลไกในระบบเศรษฐกิจไปมีผลด้านทานอัตราเงินเฟ้อได้ต้องรอเวลาให้ยาวออกฤทธิ์ 4-6 ไตรมาส

- กรอบเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อของ ธปท. ที่ใช้อยู่ในกรอบ 0.5 ถึง 3% นั้น ใช้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core Inflation) ซึ่งหักด้วยรายการหมวดอาหารสดและพลังงานออก อย่างไรก็ตาม ธปท. และท่านรองอัญญา ก็ได้พูดถึงการที่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากสุทธิหักด้วยเงินเฟ้อทั่วไปยังติดลบ

(ประโยคหลังทำให้คิดว่า ดอกเบี้ยนโยบายต้องขึ้นอีกพอสมควร แต่ก็ไม่ถึงขนาดต้องขึ้นจนแข่งเงินเพื่อทั่วไป...สมบัติ)

● **ทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน**นั้นให้เคลื่อนไหวตามภาวะตลาด ภายใต้เงื่อนไข เช่น

ดูแลความผันผวนเทียบกับดอลลาร์ในระดับที่เศรษฐกิจรับได้

(เนื่องจากเศรษฐกิจยังถูกคาดว่าแข็งแรง ตัวเลขส่งออกยังทะยาน มี.ค. 2554 โต 30% yoy ในรูปดอลลาร์ สรอ. แสดงว่าบาทแข็งที่ 30 ก็ยังรับได้ ดังนั้นมีแววแข็งไปอีกพอสมควร...สมบัติ)

รักษาความสามารถในการแข่งขันระยะยาว พิจารณาเทียบกับหลายๆ สกุลเงินที่เป็นคู่ค้าและคู่แข่ง ไม่ใช่เฉพาะดอลลาร์ สรอ.

(ยิ่งถ้าเทียบกับหลายๆ สกุลเงินก็ไม่ได้อ่อนกว่าบาท จึงลดกระแสกดดันบาทที่เห็นบาทแข็งกว่าดอลลาร์ลงไปอีก...สมบัติ)

ไม่ผินแนวโน้มที่สอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ

(ด้วยความที่เศรษฐกิจของ USA ยุโรป ญี่ปุ่น ผลักดันมีปัญหา ทำให้เปรียบเทียบพื้นฐานเศรษฐกิจกับเราตอนนี้ เราสวยกว่าเยอะ และด้วยความที่ตัวเลขส่งออกล่าสุด ดุลการค้าล่าสุดยังแข็งแรง จึงถอดรหัสได้ว่า ธปท.คงไม่ผินแนวโน้มบาทแข็ง แต่จะช่วยแทรกแซงเบาๆ ให้แข็งช้ากว่ากลไกนิดๆ เท่านั้น...สมบัติ)

● FAN CHART ที่ ธปท.วิเคราะห์กรอบทิศทางอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานช่วงต้นๆ ปี 2555 มีแว่วว่าจะเกิน 3% ในบางเดือน

● อัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยเทียบกับประเทศในภูมิภาค 8 ราย (ไม่ได้รวมญี่ปุ่น) มีแต่ได้หวั่นที่ดอกเบี้ยต่ำกว่าไทย ที่มาเลเซีย 2.75% เท่าเรา ที่เหลือดอกเบี้ยสูงกว่าไทย นอกจากนั้นเมื่อเทียบกับ SAA Consensus ปี 2554 คาดกันว่าเงินเฟ้อไทย 3.7% ซึ่งดอกเบี้ยแท้จริงยังติดลบ (ประเด็นนี้ย้ำว่ามีแว่วที่ดอกเบี้ยนโยบายอาจต้องขึ้นอีกสัก 2 ที่ แต่ไม่จำเป็นต้องขึ้นแตะ 3.75% เนื่องจาก ธปท.เน้นเงินเฟ้อพื้นฐาน...สมบัติ)

● ถ้าจะถามแบงก์ชาติว่า ไม่รู้หรือว่าขณะนี้ที่เงินเฟ้อขึ้นมาเป็นกรณี Cost Push ถ้าไปขึ้นดอกเบี้ย นอกจากแก้ไม่ได้แล้วยังเป็นการซ้ำเติมอีก ดร.อัญญา อธิบายว่า ธปท.ใช้เงินเฟ้อพื้นฐานเป็นกรอบเป้าหมายซึ่งตัดปัญหาการขาดอาหารสดและพลังงานออก

นอกจากนั้น นักเศรษฐศาสตร์ในปัจจุบันหลายคนยังระบุว่า เงินเฟ้อจาก Cost Push นั้น อาจไม่มีจริงในโลก ถ้าหากไม่ได้ Demand Pull ยกตัวอย่างเช่น น้ำมันและอาหารแพงด้วยกันทั้งโลก แต่ประเทศจีนเศรษฐกิจดีมาก มี Demand Pull เงินเฟ้อขึ้นไปที 5% กว่า ขณะที่สหรัฐฯเศรษฐกิจยังไม่ดีนัก เงินเฟ้อจืดต่ำ (2% กว่า...สมบัติ)



CHG	AVG	STOCK	VOLUME	PRICE
-0.02	1.30	CNS	2000	-79.50
+0.50	29.83	PSL	1000	+1.00
+0.42	4.67	KEST	1000	-59.50
+4	49.58	TISCO	4800	+29.50
+0.42	4.67	ASL	10000	+11.20
+0.10	14.75	BT	10000	+6.25
+0.50	29.83	K	3000	-59.50
0.00	11.11	TM		+35.50
		T		+8.65
+0.30	12.70	MA		+10.50
+1	34.64			+10.30
+0.10	14.75			-5.50

### คำถาม-คำตอบเพิ่มเติม

● ผมได้เรียนถาม ดร.อัญญา เกี่ยวกับการเข้าร่วมประชุมกับ กนง. ซึ่งมีกรรมการอยู่ 7 คน เป็นผู้บริหารระดับสูงของ ธปท. 3 คนปัจจุบัน คือ ผู้ว่าการฯและรองผู้ว่าการฯ 2 คน (มีรองฯ ดร.อัญญาอยู่ด้วย) ที่ผ่านมามีทั้ง 3 ท่านจากฝั่ง ธปท.นั้น จะหารือกันก่อนแล้วจับมือกันมาออกเสียงเป็นทีม 3 คนไปทางเดียวกันหรือไม่

ดร.อัญญา เล่าให้ฟังว่า ระบบที่ออกแบบไว้ ผู้ว่าการฯ และรองผู้ว่าการฯจะไม่ตกลงกันก่อน และจะไม่ทราบข้อมูลที่ทีมงานไปศึกษากันอย่างลึกซึ้ง ซึ่งทีมงานจะรายงานปรึกษาล่าสุดที่ผู้ช่วยผู้ว่าการฯ แล้วนำเข้าไปประชุม กนง.นำเสนอให้ฟัง ที่ผ่านมามีรองผู้ว่าการฯที่เป็นกรรมการใน กนง. อาจไม่เห็นตามข้อมูลที่ทีมงานมาเสนอให้ กนง.ก็ได้ หรือแม้กระทั่งในอดีตผู้ว่าการฯอาจจะกลายเป็นเสียงส่วนน้อยรายเดียวก็ได้ ทั้งนี้เพื่อให้ กนง.มีความเป็นอิสระและตัดสินใจอย่างมีประสิทธิภาพ

(ด้วยเหตุนี้ทำให้ผมเดาไม่ออกว่าผู้ที่ออกเสียงด้าน 1 เสียงเมื่อวันก่อนจะเป็นฝั่งของ 1 ใน 4 คนนอก ธปท. ตามที่ตั้งสมมติฐานไว้...สมบัติ)

### สรุปความเห็นของผม

● มั่นใจใน กนง. และ ธปท.ยิ่งขึ้นว่า ดำเนินนโยบายการเงินอย่างละเอียด รอบคอบ มีข้อมูลชัดเจน และมีคำอธิบายเหตุผลแนวคิดชัดเจนเป็นที่เข้าใจ (ซึ่งปกติคงไม่มีโอกาสอธิบาย 3 ชั่วโมงเช่นนี้) ไม่ได้ตกหล่นมุมมองที่หวังดึงมาจากนักวิชาการหรือนักวิเคราะห์และสื่อมวลชนทั้งหลาย เพียงแต่ข้อมูลและการพิสูจน์ผลของตัวแปรที่วิพากษ์วิจารณ์อาจจะมีข้อมูลและความเชื่อต่างกัน

● ผมเชื่อว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายคงต้องปรับขึ้นอย่างน้อย 2 ครั้ง ครั้งละ 0.25% กระทั่งไปอยู่ที่ 3.25%

แต่ที่คาดการณ์ยากคือ อัตราดอกเบี้ยพันธบัตร (Bond Yield) ระยะประมาณ 5 ปี ซึ่งผมมักใช้ดูเทียบกับ Market Dividend Yield เนื่องจาก Bond Yield ก็อาจแกว่งผันผวน ขึ้นกับเม็ดเงินที่เข้าซื้อขาย อย่างไรก็ตาม จากค่าเฉลี่ยหลายปี Bond Yield 5 ปี มักจะสูงกว่าดอกเบี้ย RP 1 วัน อยู่ประมาณ 1% จึงเชื่อว่า Bond Yield 5 ปีช่วงนั้นคงขยับไปที่ 4.25%

ปกติแล้วถ้า Bond Yield 5 ปี สูงกว่าระดับ Market Dividend Yield มักจะมีปรากฏการณ์หุ้นไม่ขึ้นต่อและอาจจะปรับตัวลง วันนี้ Market Dividend Yield ที่ประกาศแล้วอยู่ที่ 3.34% (ณ ระดับดัชนี 1,107 จุด) ซึ่งหากคาดการณ์ให้ถึงต้นปี 2555 ใช้ Dividend 2554F อาจได้เพิ่มเป็น 3.81% (เติบโต 14% เท่ากับ EPS GROWTH) ซึ่งจะต่ำกว่าระดับ Bond Yield

ตัวเลขภาพรวมอาจทำให้ SET Index ถูกลดความน่าสนใจ ภายหลังจาก Short Term Rally ดัชนีกระแสวิกฤตเลือกตั้งและทุ่มประชานิยม รวมทั้งราคาพลังงานพุ่งจากปัญหาตะวันออกกลางและวิกฤตนิวเคลียร์และธุรกิจอาหารที่ได้ดีจากปัญหาญี่ปุ่น แต่ในช่วงสั้นถึงเลือกตั้ง กระแสเก็งกำไรจากในและนอกประเทศยังอาจทำให้ราคาหุ้นได้ลุ้นอยู่ระยะหนึ่ง โดยเฉพาะหมวดที่นักวิเคราะห์และนักลงทุนเลือกให้สอดคล้องกับเกมช่วงนี้ คือ ธนาคาร อาหาร (ไก่) และพลังงาน ○

พบกันใหม่เดือนหน้าครับ