

## บทที่ 1. ภาวะตลาดโดยรวม – เสริมสร้างความพร้อมรับความท้าทายข้างหน้า

ตั้งแต่การเผยแพร่รายงานเสถียรภาพทางการเงินอาเซียน+3 (ASEAN+3 Financial Stability Report) ฉบับแรกในช่วงปลายปี 2566 สภาวะการเงินทั่วโลกยังคงผ่อนคลายลงต่อเนื่องในช่วงครึ่งแรกของปี 2567 แต่มีความผันผวนเพิ่มขึ้นในไตรมาสที่สามของปี 2567 โดยความคาดการณ์เกี่ยวกับนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา รวมถึงความไม่แน่นอนจากแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกา (สหรัฐฯ) และการประเมินมูลค่าหุ้นในธุรกิจเทคโนโลยี เป็นปัจจัยหลักในการผลักดันความเคลื่อนไหวในตลาด ขณะที่ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ก็มีบทบาทสำคัญเช่นกัน

ตลาดในภูมิภาคอาเซียน+3 ได้รับประโยชน์จากสภาวะการเงินที่ดีขึ้นในช่วงปลายปี 2566 แต่เริ่มมีความเคลื่อนไหวที่แตกต่างกันไปปี 2567 ตามการตอบรับต่อเหตุการณ์ในประเทศนั้นๆ โดยที่การไหลเวียนของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ในภูมิภาคก็ยังคงค่อนข้างนิ่งในครึ่งแรกของปี 2567 เนื่องจากการประเมินมูลค่าทรัพย์สินใน อาเซียน+3 ยังอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ

เงินเพื่อยังคงเป็นความเสี่ยงหลักต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจการเงินในภูมิภาคอาเซียน+3 แต่คาดว่า การตอบสนองทางนโยบายจะมีความแตกต่างกันตามสภาพตลาดภายในประเทศที่แตกต่างกัน เช่น แนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจ ความเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน ปัญหาในธุรกิจภาคอสังหาริมทรัพย์ (อสังหาฯ) และระดับหนี้ครัวเรือน หากอัตราเงินเพื่อกลับมาสูงขึ้นอีก การดำเนินการของธนาคารกลางจะขึ้นอยู่กับมาตรการอื่นๆ นอกเหนือจากนโยบายการเงิน และผลกระทบจากความตึงตัวทางการเงินทั่วโลก ทั้งนี้ ระบบธนาคารยังคงมีความมั่นคงและมีเงินกองทุนเพียงพอ แม้ว่าจะมีจุดประบางอยู่ในบางจุดก็ตาม โดยสถาบันการเงินที่ไม่ใช่ธนาคาร (nonbank financial institutions) ในภูมิภาคได้มีความสำคัญมากขึ้น แต่ยังมีขนาดเล็กเมื่อเทียบกับธนาคาร

ผลกระทบ (Spillovers) จากทั้งภายในและภายนอกภูมิภาคถือเป็นความเสี่ยงต่อเสถียรภาพทางการเงิน จึงจำเป็นต้องมีการติดตามอย่างใกล้ชิด ดังนั้น ทางภาครัฐพึงฟูขีดความสามารถในการดำเนินนโยบาย (policy space) ต่อไป พร้อมทั้งแก้ไขปัญหาเชิงโครงสร้าง เช่น ปัญหาของภาคธุรกิจอสังหาฯ และระดับหนี้ครัวเรือนที่สูง นอกจากนี้ อาจจำเป็นต้องเข้ามาให้ความช่วยเหลือระบบการเงินในบางส่วน ในช่วงเวลาที่ตลาดมีความตึงเครียด โดยที่หลีกเลี่ยงการสร้าง moral hazard นอกจากนี้ ในอนาคต ทางภาครัฐต้องเฝ้าติดตามความเปลี่ยนแปลงในด้านการเงินเพื่อประโยชน์ต่อสิ่งแวดล้อม (green financing) และการเงินดิจิทัล เพื่อให้มั่นใจว่ามีการปรับปรุงกฎระเบียบให้ทันการณต่อสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไป พร้อมกับลดความเสี่ยงที่เกี่ยวข้อง

## บทวิเคราะห์: ความเชื่อมโยงทางการเงินใน อาเซียน+3 และผลกระทบที่อาจตามมา

ความเชื่อมโยงทางการเงิน (interconnectedness) ภายในภูมิภาค อาเซียน+3 กำลังเติบโตขึ้น โดยที่ยังคงมีความประบางต่อผลกระทบทางการเศรษฐกิจและการเงินจากประเทศพัฒนาแล้ว และผลกระทบจากปัจจัยภายนอกอื่นๆ

เนื่องจากระบบการเงินของสิงคโปร์และฮ่องกงมีความเชื่อมโยงกับภายนอกที่กว้างขวาง จึงทำให้มีความเสี่ยงต่อการรับผลกระทบข้ามประเทศ ซึ่งอาจส่งต่อผลกระทบมาถึงภูมิภาค อีกทั้งระบบการเงินของญี่ปุ่นก็มีความเชื่อมโยงใกล้ชิดกับกลุ่มเศรษฐกิจพัฒนาแล้ว และจีนได้มีความเชื่อมโยงกับฮ่องกงมากขึ้น โดยที่เศรษฐกิจของแต่ละประเทศในอาเซียน+3 ไม่ได้เป็นเพียงผู้รับผลกระทบจากภายนอกเท่านั้น แต่ยังเป็นแหล่งการส่งผ่านผลกระทบไปยังประเทศพัฒนาแล้วและตลาดเกิดใหม่ทั้งภายในและภายนอก อาเซียน+3 อีกด้วย

การเพิ่มขึ้นของความเชื่อมโยงทางในระบบการเงินของอาเซียน+3 นี้ ทำให้จำเป็นต้องมีการติดตาม เฝ้าระวังในระดับภูมิภาคที่เข้มงวดขึ้น และมีความร่วมมือที่ใกล้ชิดยิ่งขึ้น โดยมาตรการสำคัญที่ควรดำเนินการ ได้แก่ การเสริมสร้างการติดตามเศรษฐกิจในระดับระหว่างประเทศ แบ่งปันข้อมูล ทดสอบภาวะวิกฤต (stress test) ในระดับภูมิภาค เสริมสร้างการกำกับดูแลระหว่างประเทศต้นทางและประเทศเจ้าภาพ (home-host supervision) และกลไกสนับสนุนสภาพคล่อง

## บทที่ 2: ความเปราะบางและผลกระทบจากการจัดหาเงินทุนของผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์

แนวโน้มของตลาดอสังหาริมทรัพย์ในภูมิภาคอาเซียน+3 ในภาพรวมได้ถดถอยลงตั้งแต่การแพร่ระบาดของ COVID-19 โดยที่ราคาและปริมาณธุรกรรมลดลงในหลายประเทศ

ภาวะซบเซาเช่นนี้ ประกอบกับอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นในบางประเทศ ได้เพิ่มความเปราะบางให้กับธุรกิจผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ อย่างไรก็ดี ธนาคารยังมีฐานะเงินกองทุนที่แข็งแกร่ง ซึ่งพร้อมรองรับความเสี่ยงในการส่งผ่านผลกระทบจากตลาดอสังหาริมทรัพย์ไปยังภาคการเงิน

อย่างไรก็ตาม ยังมีความเสี่ยงที่ซ่อนอยู่ และ/หรือมองไม่เห็น จากธนาคารขนาดเล็กและธนาคารท้องถิ่น รวมถึงกิจกรรมธนาคารเงา (shadow banking) ที่เกี่ยวข้องกับภาคอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งหน่วยงานกำกับดูแลที่เกี่ยวข้องควรมีการติดตามอย่างใกล้ชิด

ดังนั้น ทางการจึงควรจัดตั้งกรอบการสนับสนุนเพื่อสนับสนุนโครงการอสังหาริมทรัพย์ที่มีศักยภาพแต่อาจมีปัญหาด้านสภาพคล่อง พร้อมกับปรับปรุงให้กิจการอสังหาริมทรัพย์มีปัจจัยพื้นฐานดีขึ้น เพื่อให้มีความมั่นคงในภาพรวม

## บทที่ 3: ผลกระทบจากการพึ่งพาเงินดอลลาร์สหรัฐในภูมิภาคอาเซียน+3

เงินดอลลาร์สหรัฐมีบทบาทสำคัญในระบบเศรษฐกิจและการเงินของภูมิภาคอาเซียน+3 จากการเป็นสกุลเงินหลักสำหรับการกำหนดอัตราค่าในการค้าระหว่างประเทศ อีกทั้งเป็นสกุลเงินที่นิยมใช้สำหรับการทำธุรกรรมทางการเงินระหว่างประเทศ

ห่วงโซ่อุปทานเงินดอลลาร์สหรัฐในอาเซียน+3 มีความซับซ้อน เนื่องจากมีผู้เล่นที่มีหลากหลายบทบาทและหน้าที่ โดยมีผู้ส่งออกสินค้าและบริการ และผู้ออกพันธบัตร เป็นแหล่งที่มาหลักของเงินดอลลาร์สหรัฐ ขณะที่การนำเข้าและการชำระหนี้เป็นแหล่งที่ใช้หลักสำหรับเงินตราต่างประเทศ โดยที่ธนาคารและสถาบันการเงินที่ไม่ใช่ธนาคารหลากหลายประเภท (เช่น บริษัทหลักทรัพย์ ผู้จัดการสินทรัพย์ และตัวกลางตลาดอื่นๆ) เป็นตัวช่วยในการไหลเวียนของเงินทุน และการจัดการความเสี่ยง อย่างไรก็ตาม ห่วงโซ่อุปทานเงินดอลลาร์สหรัฐนี้ทำให้มีความแตกต่างระหว่างสกุลเงิน และอายุสัญญา (currency and maturity mismatch) ซึ่งอาจก่อให้เกิดความเสี่ยงในภาวะตลาดที่ไม่เอื้ออำนวย

การพึ่งพาเงินดอลลาร์สหรัฐของภูมิภาค ทำให้มีความเสี่ยงต่อระบบการเงินของอาเซียน+3 สองประการ ประการแรกคือ การขาดแคลนเงินดอลลาร์สหรัฐสามารถเพิ่มความเสี่ยงต่อเสถียรภาพของตลาดเงินและตัวกลางทางการเงิน ประการที่สองคือ การที่เงินดอลลาร์สหรัฐเป็นช่องทางในการส่งผ่านผลกระทบที่เกิดจากนโยบายการเงินของสหรัฐฯ ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ และความเปลี่ยนแปลงอื่นๆ ในระดับโลก

ทั้งนี้ ทางการสามารถใช้สองแนวทางในการรับมือกับความเสี่ยงดังกล่าว โดยในระยะสั้น สามารถเสริมสร้างความแข็งแกร่งของเศรษฐกิจเพื่อให้พร้อมรองรับผลกระทบจากภายนอก พร้อมกับปรับปรุงการติดตามเฝ้าระวัง และกลยุทธ์ด้านการจัดการความเสี่ยงของภาคการเงิน ส่วนในระยะยาว สามารถลดการพึ่งพาเงินดอลลาร์สหรัฐด้วยการเพิ่มสัดส่วนการใช้สกุลเงินอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ ในระบบการเงินของอาเซียน+3 และนำเทคโนโลยีมาใช้ นอกจากนี้ ความร่วมมือในระดับภูมิภาคและการเสริมสร้างตาข่ายความมั่นคงความมั่นคงทางการเงินในระดับภูมิภาค (regional financial safety net) ก็มีความสำคัญอย่างยิ่งในการเสริมสร้างเสถียรภาพทางการเงินของภูมิภาคอีกด้วย