

## ผลกระทบของมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณครั้งที่ ๓ (QE๓) ต่อราคาทองคำ

นายจรินทร์ ชลไพศาล (jarin@dpim.go.th)

กลุ่มวิเคราะห์สถานการณ์เศรษฐกิจ

สำนักบริหารยุทธศาสตร์

ในเดือนกันยายน ๒๕๕๕ มีเหตุการณ์สำคัญที่ส่งผลกระทบต่อภาวะเศรษฐกิจโลก ๒ เหตุการณ์ เหตุการณ์แรก คือ ศาลรัฐธรรมนูญของเยอรมันวินิจฉัยว่ารัฐบาลเยอรมันสามารถลงสัตยาบันรับรองสนธิสัญญาจัดตั้งกองทุนกลไกรักษาเสถียรภาพยุโรปได้ ทำให้ช่วยผ่อนคลายความกังวลเกี่ยวกับวิกฤติหนี้สาธารณะของยุโรปลงได้บ้าง และในเดือนเดียวกันคณะกรรมการนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา หรือ Federal reserve board (Fed) ได้ประกาศใช้มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ หรือ Quantitative easing (QE) รอบที่ ๓ หรือ QE๓ โดยมุ่งหวังให้เกิดการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจและบรรเทาปัญหาการว่างงาน ทั้งนี้ มาตรการ QE๓ ได้รับความคาดหวังว่าจะส่งผลกระทบต่อราคาสินค้าที่มีการซื้อขายในตลาดระหว่างประเทศหลายชนิดโดยเฉพาะอย่างยิ่งสินค้าแร่และโลหะ ซึ่งแร่และโลหะสำคัญที่ได้รับการคาดว่าจะได้รับผลกระทบจากมาตรการ QE ค่อนข้างมาก คือ ทองคำ ซึ่งในปัจจุบันทองคำถือเป็นหนึ่งในแร่ที่สำคัญของไทย โดยในปี ๒๕๕๔ ประเทศไทยมีผลผลิตแร่ทองคำประมาณ ๒.๘๖ ตัน คิดเป็นมูลค่า ๔,๔๒๕ ล้านบาท ถือเป็นแร่ที่มีมูลค่าการผลิตสูงสุดเป็นอันดับที่ ๔ ของไทย รองจากถ่านหิน หินปูน และยิปซัม

บทความนี้จะให้ข้อมูลเบื้องต้นเกี่ยวกับมาตรการ QE กลไกการทำงานของ QE ความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับราคาทองคำ และผลการคาดการณ์ราคาทองคำในช่วงปี ๒๕๕๖-๒๕๕๗ โดยสถาบันต่างๆ ภายหลังจากสหรัฐฯ ประกาศใช้มาตรการ QE๓ ตลอดจนข้อคิดเห็นและข้อเสนอแนะ

### ทำความเข้าใจมาตรการ QE

QE ย่อมาจาก Quantitative easing เป็นมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ ซึ่งเป็นหนึ่งในนโยบายการเงินที่ธนาคารกลางใช้เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจของประเทศ โดยทั่วไปมาตรการ QE จะถูกใช้ในเวลาที่นโยบายการเงินพื้นฐานมีขีดจำกัด เช่น ในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำมากจนธนาคารกลางไม่สามารถใช้นโยบายการเงินผ่านการลดอัตราดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจได้ เป็นต้น

วันที่ ๑๓ กันยายน ๒๕๕๕ คณะกรรมการนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา (Fed) มีมติ ๑๑ ต่อ ๑ เสียง ให้ใช้มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณครั้งที่ ๓ (QE๓) โดย Fed จะดำเนินการซื้อสินทรัพย์ประเภทตราสารหนี้ที่ผูกพันกับสินเชื่อสิ่งฮาร์มิทรัย (Mortgage-backed securities: MBS) จำนวน ๔ หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯต่อเดือนไปจนกว่าภาวะเศรษฐกิจจะฟื้นตัวเพียงพอที่จะสร้างงานใหม่และลดปัญหาการว่างงานได้ ซึ่ง Fed เชื่อว่ามาตรการดังกล่าวจะช่วยลดการว่างงานและไม่ก่อให้เกิดปัญหาเงินเฟ้อ<sup>๑</sup>

ก่อนหน้านี้ Fed ใช้มาตรการ QE มาแล้ว ๒ ครั้ง โดยได้ใช้มาตรการ QE ครั้งที่ ๑ หรือ QE๑ ในช่วงเดือนธันวาคม ๒๕๕๑ – มีนาคม ๒๕๕๓ เพื่ออัดฉีดเงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจผ่านการซื้อสินทรัพย์ในตลาดประมาณ ๑.๖๕ ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และต่อมาในช่วงเดือนพฤศจิกายน ๒๕๕๓ – มิถุนายน ๒๕๕๔ Fed ได้ตัดสินใจใช้มาตรการ QE๒ ซึ่งอัดฉีดเงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจ ๗.๕ หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯต่อเดือน คิดเป็นมูลค่ารวมประมาณ ๖ แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

<sup>๑</sup> <http://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf1๒๐๑๒๐๙๑๓.pdf> (สืบค้นเมื่อ ๒๙ พฤศจิกายน ๒๕๕๕)

นอกจากมาตรการ QE แล้วในช่วงปี ๒๕๕๔-๒๕๕๕ Fed ยังใช้มาตรการ Operation twist โดยการซื้อพันธบัตรที่มีอายุใกล้ถดถูกลงตั้งแต่ ๖-๓๐ ปี และขายพันธบัตรที่มีอายุใกล้ถดถูกลงน้อยกว่า ๓ ปี โดยหวังว่ามาตรการดังกล่าวจะช่วยทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวปรับตัวลดลง ซึ่งจะมีผลทำให้เกิดการขยายตัวของตลาดเงินและระบบเศรษฐกิจ

ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาจำนวนเงินที่ใช้ในการอัดฉีดเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจดูเหมือนมาตรการ QE๓ ซึ่งใช้เงินประมาณ ๔ หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯต่อเดือนจะไม่มากนักเมื่อเทียบกับมาตรการ QE๑ และ QE๒ แต่นักวิเคราะห์หลายฝ่ายมีความเห็นว่ามาตรการ QE๓ อาจส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจไม่น้อย เนื่องจากมาตรการ QE๓ ลักษณะเด่นที่แตกต่างอย่างชัดเจนจากมาตรการ QE๑ และ QE๒ ตรงที่ Fed มิได้กำหนดระยะเวลาสิ้นสุดของการใช้มาตรการ QE๓ หรืออาจเรียกได้ว่าเป็น Unlimited QE

## กลไกการทำงานของ QE

ในทางเศรษฐศาสตร์การใช้มาตรการ QE เพื่ออัดฉีดเงินเข้าไปในระบบเศรษฐกิจผ่านการซื้อสินทรัพย์เป็นการใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นการเพิ่มปริมาณเงิน (Money supply) ซึ่งจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยลดลง เมื่ออัตราดอกเบี้ยซึ่งเป็นต้นทุนของการกู้ยืมเงินลดลงจะทำให้การลงทุนเพิ่มขึ้น และการลงทุนที่เพิ่มขึ้นจะทำให้อุปสงค์มวลรวมของประเทศเพิ่มขึ้น ท้ายที่สุดอุปสงค์มวลรวมที่เพิ่มขึ้นจะทำให้ระดับผลผลิตและราคาสินค้าโดยรวมปรับตัวเพิ่มขึ้น

นอกจากนี้ ผลของการใช้มาตรการ QE๓ หรือการเพิ่มปริมาณเงินโดยสหรัฐอเมริกามีความแตกต่างจากการเพิ่มปริมาณเงินโดยประเทศอื่นๆ ทั่วไป เนื่องจากเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ถูกใช้เป็นเงินทุนสำรองเงินตราระหว่างประเทศ เป็นทรัพย์สินที่มีการซื้อขายกันระหว่างประเทศและมีการเก็งกำไรกันอย่างแพร่หลาย ดังนั้นการใช้ QE๓ นอกจากจะช่วยกระตุ้นภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกาแล้วยังส่งผลที่สำคัญอีกประการหนึ่ง คือ อาจทำให้ราคาของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ลดลง หรือเงินดอลลาร์อ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับเงินสกุลอื่น ซึ่งเมื่อค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ลดลงจะส่งผลต่อเนื้อทำให้คนลดการถือครองเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แล้วหันไปถือครองหรือซื้อสินค้าชนิดอื่นทดแทนดอลลาร์สหรัฐฯ นั่นจะทำให้อุปสงค์และราคาสินค้าดังกล่าวเพิ่มขึ้น โดยหนึ่งในสินค้าที่ได้รับอานิสงค์จากการอ่อนค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ คือ แร่และโลหะ

White (๒๐๑๒) เปิดเผยว่า ราคากองทุน Exchange-Traded Fund (ETF) ที่ลงทุนในสินค้าแร่และโลหะมีราคาเพิ่มขึ้นถึงร้อยละ ๖๒ ในช่วง ๖ เดือนภายหลังจาก Fed ประกาศใช้มาตรการ QE๑ และมีราคาเพิ่มขึ้น ๒๖ ในช่วง ๖ เดือนภายหลังจากการประกาศใช้มาตรการ QE๒

## QE กับราคาทองคำ

สินค้าแร่และโลหะสำคัญชนิดหนึ่งที่ถูกจับตามองว่าจะได้รับอานิสงค์จากมาตรการ QE ค่อนข้างมากคือ ทองคำ โดยเมื่อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะอ่อนค่าลงจะทำให้คนส่วนหนึ่งหันไปซื้อทองคำมากขึ้น เนื่องจากทองคำถือเป็นสินทรัพย์ที่มีความปลอดภัยในการลงทุนสูง (Safe heaven asset)

ราคาทองคำในตลาดถูกกำหนดโดยอุปสงค์และอุปทานของทองคำเช่นเดียวกับสินค้าอื่นๆ ทั้งนี้ อุปสงค์ของทองคำสามารถแบ่งออกเป็น ๔ ส่วนหลัก ได้แก่ อุปสงค์ทองคำสำหรับใช้ทำเครื่องประดับ อุปสงค์ทองคำสำหรับอุตสาหกรรมที่ใช้เทคโนโลยีขั้นสูง อุปสงค์ทองคำเพื่อการลงทุน และอุปสงค์ทองคำของภาครัฐ (ตารางที่ ๑)

ตารางที่ ๑ อุปสงค์ทองคำของโลกในช่วงไตรมาสที่ ๓ ของปี ๒๕๕๕

	อุปสงค์ทองคำ (ตัน)
อุปสงค์ทองคำสำหรับใช้ทำเครื่องประดับ	๔๔๘.๘
อุปสงค์ทองคำสำหรับอุตสาหกรรมที่ใช้เทคโนโลยีขั้นสูง	๑๐๘.๒
อุปสงค์ทองคำเพื่อการลงทุน	
- ทองคำแท่งและเหรียญทองคำ	๒๙๓.๙
- ETF และสิ่งใกล้เคียง	๑๓๖.๐
อุปสงค์ทองคำของภาครัฐ	๙๗.๖
<b>รวม</b>	<b>๑,๐๘๔.๖</b>

ที่มา: World gold council (๒๐๑๒)

การอ่อนค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ อันเนื่องมาจากมาตรการ QE อาจไม่ส่งผลต่ออุปสงค์ของทองคำสำหรับใช้ทำเครื่องประดับหรือใช้ในอุตสาหกรรมที่ใช้เทคโนโลยีขั้นสูง แต่อาจมีผลทำให้อุปสงค์ทองคำเพื่อการลงทุนหรืออุปสงค์ทองคำของภาครัฐเพิ่มสูงขึ้นเพื่อทดแทนการถือครองเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเมื่ออุปสงค์ทองคำปรับตัวเพิ่มขึ้นในขณะที่อุปทานทองคำไม่เปลี่ยนแปลงย่อมส่งผลให้ราคาทองคำในตลาดปรับตัวเพิ่มขึ้นตามกลไกตลาด

ข้อมูลในอดีตชี้ให้เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่าง QE กับราคาทองคำเป็นไปตามสมมุติฐานทางเศรษฐศาสตร์ นั่นคือ มาตรการ QE ของสหรัฐอเมริกามีส่วนทำให้ราคาทองคำในตลาดเพิ่มขึ้น โดย *Els* (๒๐๑๒) ชี้ให้เห็นว่า ในช่วงก่อนที่ Fed ประกาศใช้มาตรการ QE๑ ราคาทองคำอยู่ที่ระดับ ๘๓๗ ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ แต่ภายหลังจากสหรัฐอเมริกาประกาศอัดฉีดเงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจผ่านมาตรการ QE๑ QE๒ และ Operation Twist ราคาทองคำปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยราคาทองคำในช่วงก่อนประกาศใช้มาตรการ QE๓ อยู่ที่ระดับประมาณ ๑,๗๗๐ ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ หรือเพิ่มขึ้นถึงร้อยละ ๑๑๑ เมื่อเทียบกับราคาช่วงก่อนใช้มาตรการ QE๑ (รูปที่ ๑)

รูปที่ ๑ ความสัมพันธ์ระหว่างมาตรการ QE กับราคาทองคำ



ที่มา: *Els* (๒๐๑๒)

## การคาดการณ์ราคาทองคำในอนาคต

ภายหลังจาก Fed ประกาศใช้มาตรการ QE๓ สถาบันระหว่างประเทศที่วิเคราะห์วิจัยเกี่ยวกับการลงทุนในทองคำต่างออกมาคาดการณ์ราคาทองคำในทิศทางเพิ่มขึ้น โดยในปี ๒๕๕๖ ราคาทองคำได้รับการคาดหมายว่าจะเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ระดับ ๑,๘๕๐-๒,๔๐๐ ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ และคาดว่าราคาทองคำจะอยู่ที่ระดับ ๑,๗๕๐-๒,๔๐๐ ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในปี ๒๕๕๗ (ตารางที่ ๒)

### ตารางที่ ๒ การคาดการณ์ราคาทองคำในช่วงปี ๒๕๕๖-๒๕๕๗

หน่วย: ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์

	๒๕๕๖	๒๕๕๗
Credit Suisse	๑,๘๕๐	๑,๗๕๐
LBMA	๑,๘๕๓	n.a.
HSBC	๑,๘๕๐	๑,๗๗๕
BNP Paribas	๑,๘๖๕	n.a.
UBS	๑,๙๐๐	n.a.
Bank of America	๒,๐๐๐	๒,๔๐๐
Deutsche Bank	๒,๑๑๓	๒,๐๐๐
BlackRock	๒,๔๐๐	n.a.

ที่มา: <http://www.trustablegold.com/gold-price-forecast/> (สืบค้นเมื่อ ๖ ธันวาคม ๒๕๕๕)

<http://www.telegraph.co.uk/finance/personalfinance/investing/gold/๙๕๘๗๑๑๓/Price-of-gold-could-reach-๒๔๐๐๐z.html> (สืบค้นเมื่อ ๖ ธันวาคม ๒๕๕๕)

### ข้อคิดเห็นและข้อเสนอแนะ

๑. ราคาทองคำที่เพิ่มขึ้นจะทำให้มีการใช้ทรัพยากรแร่อย่างคุ้มค่ามากยิ่งขึ้น เนื่องจากราคาทองคำที่เพิ่มขึ้นนี้จะมีผลต่อเปอร์เซ็นต์แร่ต่ำสุดที่คุ้มค่าที่จะทำเหมือง (Cutoff grade) เช่น หากราคาทองคำอยู่ที่ระดับ ๑,๕๐๐ ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ Cutoff grade อาจอยู่ที่ระดับ ๐.๕ กรัมต่อตัน แต่หากราคาทองคำเพิ่มขึ้นเป็น ๒,๐๐๐ ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์อาจทำให้ Cutoff grade ลดลงไปอยู่ที่ระดับ ๐.๓ กรัมต่อตัน ซึ่งจะทำให้หินปนแร่เกรดต่ำที่เคยเป็นสิ่งที่ไร้ค่า (Waste) กลับกลายมาเป็นแร่ที่สามารถทำเหมืองแร่ได้อย่างคุ้มค่าทางเศรษฐกิจ

๒. ราคาทองคำที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้รัฐได้รับค่าภาคหลวงแร่ทองคำเพิ่มขึ้น เนื่องจากประเทศไทยใช้อัตราค่าภาคหลวงแร่ทองคำแบบอัตราก้าวหน้าตามราคาทองคำในตลาดโลก

๓. ราคาทองคำที่เพิ่มขึ้นจะเป็นแรงจูงใจให้ผู้ประกอบการภาคเอกชนสนใจที่จะสำรวจและทำเหมืองแร่ทองคำเพิ่มขึ้น ซึ่งหากรัฐออกแบบกลไกการจัดสรรสิทธิในการสำรวจและการทำเหมืองแร่ทองคำอย่างเหมาะสมจะทำให้รัฐจะได้รับผลประโยชน์ทั้งในรูปของข้อมูลทางธรณีวิทยา เงินผลประโยชน์พิเศษตอบแทนแก่รัฐทั้งในขั้นตอนการขออาชญาบัตรและประทานบัตร รวมถึงค่าภาคหลวงแร่เมื่อผู้ประกอบการผลิตและขายแร่ทองคำ

๔. ราคาทองคำที่เพิ่มขึ้นจะทำให้ดูเหมือนว่ารัฐได้ผลประโยชน์จากการให้สัมปทานทำเหมืองแร่ทองคำลดลง จนทำให้หลายประเทศทบทวนและปรับปรุงระบบจัดเก็บผลประโยชน์จากการทำเหมืองแร่ใหม่

เพื่อให้รัฐได้รับประโยชน์มากยิ่งขึ้น<sup>๒</sup> สำหรับประเทศไทยผลประโยชน์หลักที่รัฐได้จากการประกอบกิจการเหมืองแร่ คือ ค่าภาคหลวงแร่ ซึ่งราคาประกาศเพื่อใช้ในการเก็บค่าภาคหลวงแร่ทองคำ ณ วันที่ ๗ ธันวาคม ๒๕๕๕ อยู่ที่ระดับ ๑,๖๗๑ บาทต่อกรัม คำนวณอัตราค่าภาคหลวงแร่ได้ประมาณ ๑๖๙ บาท หรือคิดเป็นร้อยละ ๑๐.๑ ของราคาทองคำ ถือว่าเป็นอัตราที่สูงเมื่อเทียบกับหลายประเทศทั่วโลก ดังนั้น จึงมีความเห็นว่ายังไม่ควรปรับเพิ่มอัตราค่าภาคหลวงแร่ทองคำแต่อย่างใด

อย่างไรก็ตาม ผู้เขียนมีความเห็นว่าควรพิจารณาดำเนินการส่งเสริมให้เกิดความเชื่อมโยงระหว่างการทำเหมืองแร่ทองคำกับอุตสาหกรรมการผลิตทองคำบริสุทธิ์ภายในประเทศเพื่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มภายในประเทศ เนื่องจากในปัจจุบันทองคำที่ได้จากการทำเหมืองแร่ถูกส่งออกไปผลิตเป็นทองคำบริสุทธิ์ในต่างประเทศ ทั้งๆ ที่ในประเทศไทยมีผู้ประกอบการผลิตทองคำบริสุทธิ์ที่มีศักยภาพ นอกจากนี้ ยังควรใช้โอกาสที่ประเทศสมาชิกอาเซียนจะรวมตัวเป็นประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ในปี ๒๕๕๘ และจุดแข็งด้านภูมิศาสตร์ของประเทศไทยในการผลักดันให้เกิดความร่วมมือด้านการผลิตทองคำบริสุทธิ์จากเหมืองแร่ทองคำของประเทศเพื่อนบ้านซึ่งมีแนวโน้มที่จะมีผลผลิตทองคำเพิ่มขึ้น

## อ้างอิง

Frik Els (๒๐๑๒) Graphic: Gold's ๑๑๑% rise from QE๑ to QE๓ <http://www.mining.com/chart-of-the-day-golds-๑๑๑-rise-from-qe๑-to-qe๓-๔๓๑๕๗/>.

Rocky White (๒๐๑๒) QE๑ and QE๒ Provide Investing Playbook for QE๓ [http://www.forbes.com/fdc/welcome\\_mjx.shtml](http://www.forbes.com/fdc/welcome_mjx.shtml).

World gold council (๒๐๑๒) Gold Demand Trend Third Quarter ๒๐๑๒ [http://www.gold.org/download/pub\\_archive/pdf/GDT\\_Q๓\\_๒๐๑๒.pdf](http://www.gold.org/download/pub_archive/pdf/GDT_Q๓_๒๐๑๒.pdf).

---

<sup>๒</sup> แนวคิดการเพิ่มผลประโยชน์ของรัฐจากการประกอบกิจการเหมืองแร่ เป็นหนึ่งในแนวคิดเกี่ยวกับชาตินิยมทรัพยากร (Resource nationalism) ซึ่งผู้สนใจสามารถศึกษาเพิ่มเติมได้ที่ <http://www๑.dpim.go.th/ppr/title.php?tid=๐๐๐๐๐๑๓๔๖๘๓๐๑๒๗> (เข้าถึงเมื่อ ๗ ธันวาคม ๒๕๕๕)