

# จดหมายแจ้งผู้อ่าน

---

SCBS



## เรียน ผู้อ่าน:

รายงานเศรษฐกิจที่ได้จัดส่งมาพร้อมกับจดหมายฉบับนี้เป็นรายงานที่จัดทำขึ้นโดยศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจของธนาคารไทยพาณิชย์ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) ได้รับอนุญาตจากธนาคารไทยพาณิชย์ให้เผยแพร่รายงานฉบับนี้แก่ลูกค้าของบริษัท ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด ได้พิจารณาตรวจสอบรายงานฉบับนี้แล้ว และเห็นด้วยกับเนื้อหาของรายงาน

SCBS เผยแพร่รายงานเศรษฐกิจฉบับนี้ในนามของบริษัทเพื่อเป็นการเผยแพร่ข้อมูลเป็นการทั่วไปเท่านั้น

บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด



**EIC มอง กนง. คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 0.5% ตลอดปี 2022**  
และคาดว่ายังไม่มีความจำเป็นต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย  
ตาม Fed

# EIC มอง กนง. คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 0.5% ตลอดปี 2022 และคาดว่าจะยังไม่มีจำเป็นต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายตาม Fed

## KEY SUMMARY

### กนง. มีมติเป็นเอกฉันท์ให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 0.5% ต่อปี

กนง. ประเมินว่า เศรษฐกิจไทยในปี 2021 จะขยายตัวดีกว่าที่คาดไว้ในการประชุมครั้งก่อน และมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องในปี 2022 จากการส่งออกสินค้าที่ปรับสูงขึ้น และจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่จะเพิ่มขึ้นจากการผ่อนคลายข้อจำกัดด้านการเดินทางที่เร็วกว่าคาด โดยอัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีแนวโน้มเร่งขึ้นในช่วงแรกของปีนี้ จากราคาพลังงานและอาหารสดบางประเภท และมีความเสี่ยงด้านสูงเพิ่มขึ้น ขณะที่แรงกดดันเงินเฟ้อด้านอุปสงค์ยังอยู่ในระดับต่ำ สะท้อนรายได้และกำลังซื้อที่เพิ่งเริ่มฟื้นตัว ทั้งนี้อัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยทั้งปีและอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ในระยะปานกลางยังอยู่ในกรอบเป้าหมาย และยังไม่เห็นสัญญาณการปรับเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าและบริการเป็นวงกว้าง

### EIC มองธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จะเริ่มดำเนินนโยบายการเงินแบบตึงตัวเร็วขึ้น

เนื่องจากเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในปีที่ผ่านมาฟื้นตัวได้ดีอย่างต่อเนื่อง สะท้อนจากอัตราการว่างงานที่ปรับลดลงสู่ระดับที่ใกล้เคียงกับระดับก่อน COVID-19 และเงินเฟ้อที่เร่งตัวสูงสุดในรอบ 39 ปี จากทั้งปัจจัยด้านอุปสงค์ที่แข็งแกร่งและปัญหาอุปทานขาดตอน ส่งผลให้ EIC คาดว่า Fed อาจปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 5 ครั้งในปีนี้ โดย terminal Fed funds rate จะอยู่ที่ราว 2.5-2.75% ในปี 2024-2025 และอาจเริ่มลดขนาดงบดุล (QT) ในช่วงกลางปีนี้ โดยการทำให้ QT ในรอบนี้มีแนวโน้มเกิดขึ้นเร็วกว่าและมีปริมาณมากกว่ารอบก่อนถึง 2 เท่า ทำให้สภาพคล่องในระบบที่มีแนวโน้มลดลง และส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวของสหรัฐฯ ปรับเพิ่มขึ้นได้อีกเล็กน้อย

นอกจากนี้ ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐมีแนวโน้มปรับแข็งค่าขึ้น ส่งผลให้เงินทุนเคลื่อนย้ายมีแนวโน้มไหลเข้ากลุ่มเศรษฐกิจเกิดใหม่ (emerging markets) ะลดลงจากปีก่อนหน้า โดยเฉพาะในช่วงครึ่งปีแรกที่อาจไหลออกได้ในบางช่วง โดยประเทศที่มีเสถียรภาพทางเศรษฐกิจบางส่วนอาจมีความเสี่ยงด้านเงินทุนเคลื่อนย้ายไหลออกมากกว่าประเทศที่มีเสถียรภาพทางเศรษฐกิจแข็งแกร่ง ทำให้ธนาคารกลางบางแห่งจำเป็นต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อชะลอไม่ให้เงินทุนเคลื่อนย้ายไหลออก และไม่ทำให้ค่าเงินอ่อนค่าเร็วเกินไป

### EIC คาด กนง. จะยังไม่ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายตามทิศทางของ Fed

เนื่องจาก 1) การฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยยังช้ากว่าสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก และอัตราเงินเฟ้อก็ยังต่ำกว่าและมาจากราคาพลังงานที่สูงขึ้นเป็นหลัก ขณะที่แรงกดดันด้านเงินเฟ้อจากฝั่งอุปสงค์และการขึ้นค่าจ้างยังอยู่ในระดับต่ำ 2) เสถียรภาพด้านต่างประเทศของไทยยังแข็งแกร่ง ส่งผลให้ไทยมีกันชนรับแรงกดดันจากเงินทุนไหลออกได้ 3) สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดการเงินไทยมีจำกัดและอยู่ต่ำกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค ส่งผลให้ความเสี่ยงที่จะเกิดการไหลออกดับพลันของเงินทุน (capital flight) จากไทยอยู่ในระดับต่ำ และ 4) แม้พันธบัตร

รัฐบาลไทยมีแนวโน้มขยับขึ้นตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ แต่คาดว่าจะปรับขึ้นไม่มากเพราะสภาพคล่องในระบบของไทยยังอยู่ในระดับสูง นอกจากนี้ 90% ของการระดมทุนของภาคเอกชนไทยยังเป็นการกู้ยืมผ่านสถาบันการเงิน จึงทำให้ภาคธุรกิจส่วนใหญ่ โดยเฉพาะกลุ่ม SME จะไม่ได้รับผลกระทบมากนัก นอกจากนี้ตลาดหุ้นไทยมีสัดส่วนหุ้นกลุ่มที่เติบโตตามวัฏจักรเศรษฐกิจ (cyclicals) ซึ่งจะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจเป็นสัดส่วนที่สูง ทำให้เงินทุนจะไม่ไหลออกจากตลาดหุ้นไทยรุนแรงนัก

## EIC คาดว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ระดับ 0.5% ตลอดปี 2022

การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งแรกน่าจะทำได้อย่างรวดเร็วที่สุดในปี 2023 ซึ่งเป็นช่วงที่เศรษฐกิจไทยจะกลับไปอยู่ในระดับต่ำกว่าช่วงก่อน COVID-19 นอกจากนี้ จุดสูงสุดของอัตราดอกเบี้ยนโยบายไทยในวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นรอบนี้ จะอยู่ที่ราว 2.25%-2.5% ต่ำกว่าวัฏจักรในอดีต เนื่องจากสัดส่วนหนี้ของทั้งภาคครัวเรือน ภาคธุรกิจ และภาครัฐปรับสูงขึ้นกว่าในอดีต ทำให้การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยจะกระทบต่อแนวโน้มการบริโภคและการลงทุนมากกว่าในอดีต ประกอบกับสภาพคล่องในระบบที่ยังมีแนวโน้มสูง ตามช่องว่างระหว่างการออมและการลงทุนที่เพิ่มขึ้นตามแนวโน้มการเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ ซึ่งจะทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายเฉลี่ยปรับลดลงจากในอดีต

## เงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นจะไม่เป็นปัจจัยที่ทำให้ กนง. ขึ้นดอกเบี้ย แต่อาจเป็นความเสี่ยงต่อการฟื้นตัวเศรษฐกิจ

เงินเฟ้อไทยที่เร่งตัวขึ้นเกิดจากปัจจัยด้านอุปทานเป็นหลัก อันเป็นผลมาจากราคาพลังงานและราคาอาหารสดที่เพิ่มสูงขึ้น ขณะที่แรงกดดันด้านอุปสงค์ยังต่ำ โดย EIC มองว่าราคาพลังงานจะยังมีแนวโน้มอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องตลอดทั้งปี ทั้งจากราคาพลังงานโลก และแนวโน้มการทยอยลดขนาดการอุดหนุนราคาพลังงานของภาครัฐ ทั้งราคาก๊าซหุงต้ม ค่าไฟฟ้า หรือความเป็นไปได้ในการขยับกรอบการตรึงราคาน้ำมันดีเซล ตามความตึงตัวทางการคลังของภาครัฐ ล้วนเป็นปัจจัยเสี่ยงที่จะทำให้อัตราเงินเฟ้อเร่งตัวได้เร็วกว่าประมาณการเดิม ท่ามกลางตลาดแรงงานที่ยังไม่ฟื้นตัวดี และค่าจ้างแรงงานยังปรับขึ้นตามไม่ทันอัตราเงินเฟ้อในช่วง COVID-19 ดังนั้น EIC จึงมองว่าอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้นจากปัจจัยด้านต้นทุน (cost-push inflation) เป็นหลักในระยะแรกอาจเป็นปัจจัยกดดันต่อการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะเศรษฐกิจในภาคครัวเรือนที่จะมีรายรับที่แท้จริงลดลงและกระทบต่อกำลังซื้อ ขณะที่ภาคธุรกิจจะยังไม่สามารถส่งผ่านต้นทุนได้เต็มที่และมีส่วนต่างกำไรลดลง ส่งผลให้ EIC มองว่า กนง. จะยังคงอัตราดอกเบี้ย ณ ระดับเดิมตลอดปีนี้ เพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ ก่อนพิจารณาปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพื่อดูแลเสถียรภาพด้านราคาในระยะต่อไป

## KEY POINTS

**กนง. มีมติเป็นเอกฉันท์ให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 0.5% ต่อปี โดยประเมินว่าเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องในปี นี้ จากการส่งออกและการฟื้นตัวของการท่องเที่ยว** ในการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) วันที่ 9 กุมภาพันธ์ 2022 กนง. มีมติเป็นเอกฉันท์ให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 0.5% ต่อปี โดยคณะกรรมการประเมินว่าเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่อง การระบาดของ COVID-19 สายพันธุ์ Omicron คาดว่าจะสร้างแรงกดดันต่อระบบสาธารณสุขในวงจำกัด ความเสี่ยงด้านต่ำต่อเศรษฐกิจโดยรวมจึงลดลง แต่ยังคงติดตามการระบาดในระยะต่อไป อัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีแนวโน้มเร่งขึ้นในช่วงแรกของปี 2022 จากราคาพลังงานและอาหารสดบางประเภท และมีความเสี่ยงด้านสูงเพิ่มขึ้น ขณะที่แรงกดดันเงินเฟ้อด้านอุปสงค์ยังอยู่ในระดับ

ต่ำ สะท้อนรายได้และกำลังซื้อที่เพิ่งเริ่มฟื้นตัว อย่างไรก็ตาม ราคาสินค้าและค่าบริการเป็นวงกว้าง คณะกรรมการจึงเห็นควรให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ โดยนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายต่อเนื่องจะช่วยสนับสนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจ ควบคู่กับมาตรการทางการเงินการคลังที่เน้นการฟื้นฟู และยกระดับศักยภาพทางเศรษฐกิจ ซึ่งจะมีบทบาทสำคัญในการช่วยให้ตลาดแรงงาน รวมถึงรายได้ของภาคธุรกิจและครัวเรือนฟื้นตัวได้อย่างเข้มแข็ง

- **เศรษฐกิจไทยในปี 2021 จะขยายตัวดีกว่าที่คาดไว้ในการประชุมครั้งก่อนและมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องในปี 2022** จากการส่งออกสินค้าที่ปรับสูงขึ้น และจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่จะเพิ่มขึ้นจากการผ่อนคลายข้อจำกัดด้านการเดินทางที่เร็วกว่าคาด อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัวของเศรษฐกิจยังมีความเปราะบางและแตกต่างกันในแต่ละภาคเศรษฐกิจ โดยเฉพาะภาคการท่องเที่ยวที่ยังอยู่ในระดับต่ำกว่าช่วงก่อนการระบาด โดยยังต้องติดตามพัฒนาการของตลาดแรงงานและผลกระทบจากค่าครองชีพที่สูงขึ้นในภาวะที่รายได้ยังฟื้นตัวไม่เต็มที่
- **อัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปี 2022 มีแนวโน้มสูงกว่าที่ประเมินไว้และอาจสูงกว่ากรอบเป้าหมายในช่วงแรกของปี** จากการปรับขึ้นราคาสินค้าในบางหมวด โดยเฉพาะราคาพลังงานและอาหารสดบางประเภท นอกจากนี้ อัตราเงินเฟ้อมีความเสี่ยงด้านสูงเพิ่มขึ้น จากการส่งผ่านต้นทุนที่อาจมากขึ้นหากราคาพลังงานและอาหารสดอยู่ในระดับสูงนานกว่าคาด หรือหากข้อจำกัดด้านการผลิตขยายวงกว้างขึ้นไปสู่สินค้าประเภทอื่น ๆ อย่างไรก็ตาม อัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยทั้งปีและอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ในระยะปานกลางยังอยู่ในกรอบเป้าหมาย และยังไม่เห็นสัญญาณการปรับเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าและบริการเป็นวงกว้าง โดยจำนวนสินค้าและบริการในไทยที่ราคาเพิ่มขึ้นมากกว่าปกติไม่ได้ปรับขึ้นมาก (ต่ำกว่า 10%) ต่างจากสหรัฐฯ ที่ปรับสูงขึ้นถึง 35% อีกทั้ง แรงกดดันเงินเฟ้อด้านอุปสงค์ยังอยู่ในระดับต่ำ แต่จะต้องติดตามราคาพลังงานโลก การปรับเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าและบริการในประเทศ รวมทั้งแรงกดดันต่อค่าจ้างแรงงานอย่างใกล้ชิด

**กนง. ประเมินว่า สภาพคล่องในระบบการเงินยังอยู่ในระดับสูง** โดยการกระจายสภาพคล่องยังแตกต่างกันบ้างในแต่ละภาคเศรษฐกิจ ด้านอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาวปรับเพิ่มขึ้นตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ เป็นสำคัญ สำหรับอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯยังเคลื่อนไหวผันผวน จากแนวโน้มการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางประเทศเศรษฐกิจหลักที่เร็วขึ้นและการผ่อนคลายมาตรการควบคุมการระบาดในประเทศ โดยคณะกรรมการเห็นควรให้ติดตามพัฒนาการของตลาดการเงินโลกและไทยอย่างใกล้ชิด รวมทั้งผลักดันการสร้างระบบนิเวศใหม่ของตลาดอัตราแลกเปลี่ยน (FX ecosystem) อย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะการสนับสนุนให้ผู้ประกอบการ SMEs ป้องกันความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนมากขึ้น

**กนง. ระบุว่า มาตรการภาครัฐและการประสานนโยบายมีความสำคัญต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ** โดยมาตรการสาธารณสุขเพื่อควบคุมการระบาดที่เอื้อให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจฟื้นตัวต่อเนื่องยังมีความสำคัญ มาตรการการคลังควรสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจอย่างตรงจุด โดยเน้นการสร้างรายได้และเร่งเตรียมมาตรการเพื่อฟื้นฟูและยกระดับศักยภาพทางเศรษฐกิจ ขณะที่นโยบายการเงินช่วยสนับสนุนให้ภาวะการเงินโดยรวมยังผ่อนคลายต่อเนื่อง และมาตรการด้านการเงินและสินเชื่อมีส่วนช่วยกระจายสภาพคล่องไปสู่ผู้ได้รับผลกระทบอย่างตรงจุดและช่วยลดภาระหนี้ อาทิ มาตรการสินเชื่อฟื้นฟู มาตรการพักทรัพย์พักหนี้ และมาตรการอื่น ๆ ของสถาบันการเงินเฉพาะกิจ ควบคู่กับการผลักดันให้สถาบันการเงินเร่งสนับสนุนการรวมหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยและสินเชื่อรายย่อยอื่น ๆ (debt consolidation) และปรับปรุงโครงสร้างหนี้้อย่างยั่งยืน (มาตรการแก้หนี้ระยะยาว 3 ก.ย. 2021) ให้เห็นผลในวงกว้าง และสอดคล้องกับความสามารถในการชำระหนี้ของลูกหนี้ในระยะยาว

**กบง. ยังคงให้น้ำหนักกับการสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจเป็นสำคัญ** ภายใต้กรอบการดำเนินนโยบายการเงินที่มีเป้าหมายเพื่อรักษาเสถียรภาพราคา ควบคู่กับการดูแลเศรษฐกิจให้เติบโตอย่างยั่งยืนและเต็มศักยภาพ และรักษาเสถียรภาพระบบการเงิน รวมถึงจะติดตามปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อแนวโน้มเศรษฐกิจ ได้แก่ สถานการณ์การระบาดของ COVID-19 ราคาพลังงานโลก การส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้น รวมถึงความเพียงพอของมาตรการการคลังและมาตรการด้านการเงินและสินเชื่อ โดยพร้อมใช้เครื่องมือนโยบายการเงินที่เหมาะสมหากจำเป็น

## IMPLICATIONS

**EIC มองว่าธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีแนวโน้มเริ่มทํานโยบายการเงินแบบตึงตัวทันทีในการประชุมฯ ครั้งต่อไป ในเดือนมีนาคมนี้ หลังเศรษฐกิจฟื้นตัวได้อย่างต่อเนื่อง และเงินเฟ้อได้เร่งตัวสูงสุดในรอบ 39 ปี** โดยอัตราการว่างงานในสหรัฐฯ ปรับลดลงต่อเนื่องจากช่วง COVID-19 มาอยู่ที่ 3.9% ในเดือนธันวาคม 2021 แม้มีการปรับขึ้นเล็กน้อยในเดือนมกราคมที่ผ่านมา จากการแพร่ระบาดของ Omicron แต่คาดว่าอัตราการว่างงานจะปรับลดลงต่อเนื่องในปี 2022 การฟื้นตัวของเศรษฐกิจจะประกอบกับราคาพลังงานที่สูงขึ้น และปัญหาอุปทานขาดตอนของสินค้าบางกลุ่ม ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ เพิ่มสูงขึ้นเป็นประวัติการณ์ (อัตราเงินเฟ้อทั่วไปเร่งตัวสูงถึง 7% ในเดือนธันวาคม) ทำให้ EIC คาดว่า Fed มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 5 ครั้งในปีนี้ และคาดว่า terminal Fed funds rate จะอยู่ที่ราว 2.5-2.75% ในปี 2024-2025 นอกจากนี้ EIC ยังมองว่า Fed จะเริ่มลดขนาดงบดุล (Quantitative Tightening: QT) ในช่วงกลางปี ซึ่งการทำ QT ในรอบนี้ มีแนวโน้มเกิดขึ้นเร็วกว่าและมีปริมาณมากกว่าการทำ QT ในรอบก่อนถึง 2 เท่า โดย Fed อาจลดขนาดงบดุลลงราว 15% ของ GDP (จาก 8.8 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปัจจุบัน ลดลงเหลือ 6.1-6.6 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯภายใน 2-2.5 ปี)

**การดำเนินนโยบายการเงินแบบตึงตัวของ Fed จะเป็นปัจจัยหลักที่ส่งผลให้ภาวะการเงินโลกปรับตึงตัวขึ้น และเป็นแรงกดดันให้ธนาคารกลางของบางประเทศในกลุ่มเศรษฐกิจเกิดใหม่ต้องปรับขึ้นดอกเบี้ย** โดยสภาพคล่องในระบบที่มีแนวโน้มลดลงอาจส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวของสหรัฐฯ ปรับเพิ่มขึ้นได้อีกเล็กน้อย (EIC คาดว่าอาจปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 2.1% ภายในปี 2022 นี้) นอกจากนี้ ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯมีแนวโน้มปรับแข็งค่าขึ้น ตามทิศทางการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยและการลดขนาดงบดุลของ Fed ที่ส่งผลให้เงินทุนเคลื่อนย้ายมีแนวโน้มไหลกลับเข้าสู่สหรัฐฯ และไหลเข้ากลุ่มเศรษฐกิจเกิดใหม่ (emerging markets: EMs) ชะลอลงจากปีก่อนหน้า โดยประเทศที่มีเสถียรภาพทางเศรษฐกิจเปราะบางอาจมีความเสี่ยงด้านเงินทุนเคลื่อนย้ายไหลออกมากกว่าประเทศที่มีเสถียรภาพทางเศรษฐกิจแข็งแกร่ง ทำให้ธนาคารกลางบางแห่งจำเป็นต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อชะลอไม่ให้เงินทุนเคลื่อนย้ายไหลออก และไม่ให้ค่าเงินอ่อนค่าเร็วเกินไป เช่น บราซิลได้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยจาก 2% ในเดือนมกราคม 2021 สู่ 10.75% ในปัจจุบัน เช่นเดียวกับรัสเซียที่ได้ขึ้นอัตราดอกเบี้ยจาก 4.25% เป็น 8.5% ในช่วงเวลาเดียวกัน ส่วนเกาหลีใต้ได้มีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในเดือนสิงหาคม 2021 จาก 0.5% สู่ระดับ 1.25% ในปัจจุบัน ตามแรงกดดันเงินเฟ้อที่ปรับสูงขึ้น

**อย่างไรก็ดี EIC มองว่า กบง. ยังไม่จำเป็นต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายตามสหรัฐฯ** เนื่องจาก

- 1) ไทยและสหรัฐฯ มีการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและแรงกดดันเงินเฟ้อที่แตกต่างกันค่อนข้างมาก โดยอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจ (GDP growth) ในปี 2021 ของสหรัฐฯ สูงถึง 5.7% ขณะที่ของไทยคาดว่าจะอยู่ที่เพียง

1.1% ประกอบกับเงินเฟ้อของสหรัฐฯ ที่เร่งตัวสูงนั้นเป็นผลมาจากทั้งอุปสงค์ที่แข็งแกร่งจากการเปิดเมือง ราคาพลังงานที่สูง และปัญหาอุปทานขาดตอนในสินค้าบางกลุ่ม อย่างไรก็ตาม อัตราเงินเฟ้อของไทยเดือนมกราคมแม้จะปรับสูงสุดในรอบ 9 เดือนสู่ 3.23% แต่ส่วนใหญ่มาจากต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากฝั่งอุปทาน ขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานซึ่งสะท้อนแรงกดดันด้านเงินเฟ้อจากฝั่งอุปสงค์และความเสี่ยงต่อการเร่งตัวของค่าจ้างยังอยู่ในระดับต่ำ (รูปที่ 1) นอกจากนี้ ตลาดแรงงานของสหรัฐฯ ก็ฟื้นตัวอย่างรวดเร็วสู่ระดับที่ใกล้เคียงกับระดับก่อน COVID-19 แล้ว ขณะที่ตลาดแรงงานของไทยยังคงเปราะบาง โดยอัตราการว่างงานของไทยในปี 2021 อยู่ที่ 1.9% ซึ่งยังอยู่สูงกว่าระดับก่อน COVID-19 ที่ 1% ในปี 2019

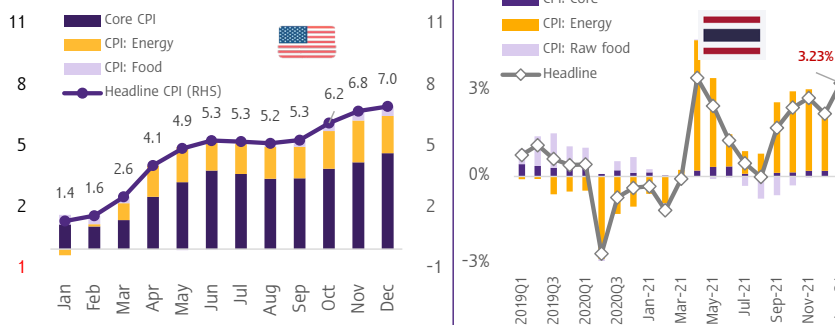
## รูปที่ 1 : การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ และแรงกดดันเงินเฟ้อของสหรัฐฯ และไทยแตกต่างกันค่อนข้างมาก

เปรียบเทียบตัวเลขทางเศรษฐกิจระหว่างไทยและสหรัฐฯ

	Indicator	Thailand	US
Growth	Real GDP growth	2020 -6.1%yoy	2020 -3.4yoy
		2021E 1.1%yoy	2021 5.7%yoy
Inflation	Headline CPI Inflation	Jan 2022 3.2%yoy	Dec 2021 7%yoy
	Core CPI Inflation	0.5%yoy	Core PCE 4.9%yoy
		Pre-COVID (2019) 1%	Pre-COVID (2019) 3.6%
Labor	Unemployment	2021 1.9%	2021 4.2%

เปรียบเทียบอัตราเงินเฟ้อระหว่างไทยและสหรัฐฯ

หน่วย: percentage point



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg และธนาคารแห่งประเทศไทย

- 2) เสถียรภาพด้านต่างประเทศของไทยยังแข็งแกร่ง ส่งผลให้ไทยมีกันชนรับแรงกดดันจากเงินทุนไหลออกได้ โดยเงินสำรองระหว่างประเทศของไทยสูงเป็นอันดับ 12 ของโลก ทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) มีเครื่องมือรองรับความผันผวนจากเงินทุนเคลื่อนย้ายได้ ขณะที่สัดส่วนหนี้ต่างประเทศต่อ GDP ของไทยยังอยู่ในระดับต่ำ อย่างไรก็ตาม แม้ไทยจะขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในปี 2021 (ขาดดุลครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2014) แต่ดุลบัญชีเดินสะพัดมีแนวโน้มปรับดีขึ้นในปีนี้ และคาดว่าจะกลับมาเกินดุลได้ในปี 2023 ตามการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัว โดยเสถียรภาพด้านต่างประเทศของไทยที่แข็งแกร่งที่สามารถเป็นกันชนต่อความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายและตลาดการเงินนั้น สามารถสะท้อนได้จากเหตุการณ์ในอดีตเมื่อปี 2015-2018 ที่สหรัฐฯ ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยถึง 9 ครั้ง (จาก 0.125% เป็น 2.375%) ทำให้ค่าเงินในกลุ่มเศรษฐกิจเกิดใหม่โดยรวมปรับอ่อนค่าลงถึง 8% อย่างไรก็ตาม ค่าเงินบาทกลับปรับแข็งค่าขึ้นต่อเนื่องถึงเกือบ 10% ในระยะเวลา 3 ปี แม้ว่า ธปท.

ในขณะนั้นจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 1.5% จนถึงสิ้นปี 2018 (รูปที่ 2) ซึ่งเป็นผลจากเสถียรภาพด้านต่างประเทศที่แข็งแกร่ง

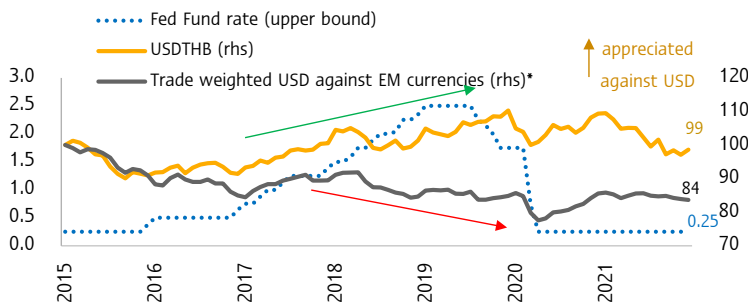
## รูปที่ 2 : เสถียรภาพด้านต่างประเทศของไทยที่แข็งแกร่งสามารถเป็นกันชนต่อความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายและตลาดการเงินได้ สะท้อนจากเหตุการณ์เมื่อปี 2015-2018

### เสถียรภาพต่างประเทศของไทย

	ปัจจุบัน	ค่าเฉลี่ยปี 2015-2018
หนี้ต่างประเทศ	36% ต่อ GDP	34.2% ต่อ GDP
เงินสำรองระหว่างประเทศ	3 เท่าของหนี้ต่างประเทศระยะสั้น	2.6 เท่าของหนี้ต่างประเทศระยะสั้น
ดุลบัญชีเดินสะพัด	\$-10.9 Billion	\$35.9 Billion

### การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ และค่าเงินของกลุ่มประเทศ EM

หน่วย: %



หมายเหตุ : ข้อมูลของ St. Louis Fed ซึ่งคำนวณจากอัตราแลกเปลี่ยนของ EM ทั้งหมด

ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg และ FRED

- 3) สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดการเงินไทยมีจำกัดและอยู่ต่ำกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค ส่งผลให้ความเสี่ยงที่จะเกิดการไหลออกฉับพลันของเงินทุน (capital flight) ของไทยอยู่ในระดับต่ำ โดยสัดส่วนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดทุนไทยคิดเป็น 26% ขณะที่ในตลาดตราสารหนี้ไทยมีการถือครองโดยนักลงทุนต่างชาติเพียง 9% ซึ่งต่ำกว่าประเทศเพื่อนบ้าน เช่น อินโดนีเซีย (มีนักลงทุนต่างชาติในตลาดทุนคิดเป็น 46% และในตลาดตราสารหนี้คิดเป็น 22%) และมาเลเซีย (มีนักลงทุนต่างชาติในตลาดทุนคิดเป็น 20% และในตลาดตราสารหนี้คิดเป็น 25%) เป็นต้น นอกจากนี้ การลงทุนทางตรงจากต่างประเทศของไทย (FDI) ก็อยู่ในระดับต่ำ ดังนั้น ความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะเงินทุนไหลออกฉับพลันในไทยจึงมีจำกัด
- 4) แม้พันธบัตรรัฐบาลไทยมีแนวโน้มขยับขึ้นตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ แต่คาดว่าจะปรับขึ้นไม่มากเพราะสภาพคล่องในระบบของไทยยังอยู่ในระดับสูง นอกจากนี้ ตลาดหุ้นไทยมีสัดส่วนหุ้นกลุ่มที่เติบโตตามวัฏจักรเศรษฐกิจ (cyclicals) สูง ทำให้เงินทุนจะไม่ไหลออกจากตลาดหุ้นไทยรุนแรงนัก โดยถึงแม้ความอ่อนไหวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยต่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของกลุ่ม G3 ในช่วงที่ผ่านมาจะอยู่ในระดับสูงที่ราว 80% อย่างไรก็ตามในวัฏจักรนี้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยจะปรับขึ้นตามไม่มาก เนื่องจากสภาพคล่องในระบบของไทยยังอยู่ในระดับสูง นอกจากนี้ 90% ของการระดมทุนของภาคเอกชนไทยเป็นการกู้ยืมผ่านสถาบันการเงิน จึงทำให้ภาคธุรกิจส่วนใหญ่

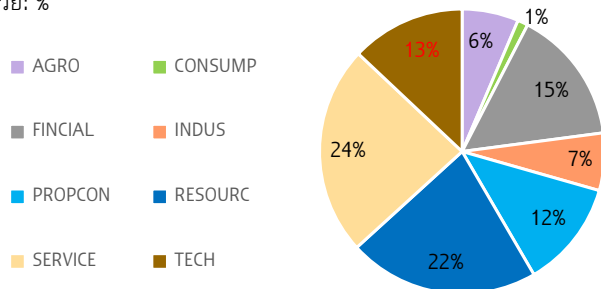


โดยเฉพาะกลุ่ม SME จะไม่ได้รับผลกระทบมากนัก สำหรับในตลาดหลักทรัพย์นั้น พบว่าหุ้นส่วนใหญ่ของไทย เป็นหุ้นกลุ่มที่เติบโตตามวัฏจักร(cyclicals) ที่มีแนวโน้มฟื้นตัวได้ดีตามภาวะเศรษฐกิจ เช่น พลังงาน ธนาคาร อสังหาริมทรัพย์ การก่อสร้าง อุตสาหกรรม และบริการ เป็นต้น (รูปที่ 3) ดังนั้น คาดว่าเงินทุนจะไม่ไหลออกจากตลาดหุ้นไทยรุนแรงนัก

### รูปที่ 3 : หุ้นส่วนใหญ่ในตลาดหุ้นไทยเป็นหุ้นกลุ่ม cyclical ที่มีแนวโน้มฟื้นตัวได้ดีตามภาวะเศรษฐกิจ

สัดส่วน market cap ของแต่ละอุตสาหกรรมในตลาดหุ้นไทย

หน่วย: %



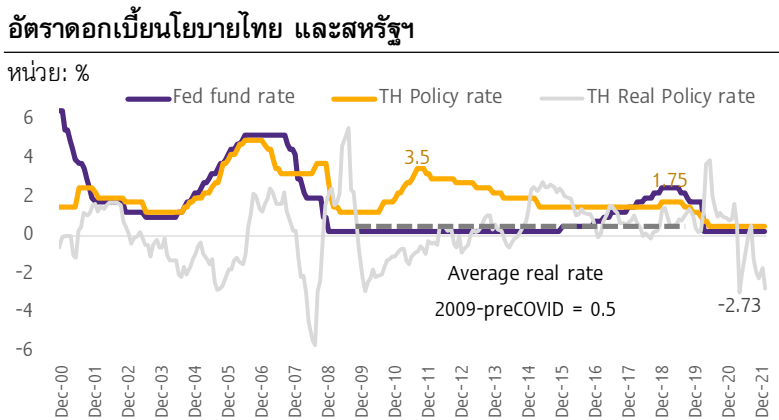
ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Setsmart

### ดังนั้น EIC คาดว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ระดับ 0.5% ตลอดปี 2022 โดยคาดว่าจุดสูงสุด

ของอัตราดอกเบี้ยนโยบายไทยในวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นรอบนี้จะอยู่ต่ำกว่าในอดีต โดยเศรษฐกิจไทย มีแนวโน้มที่จะกลับไประดับเท่ากับช่วงก่อนเกิด COVID-19 ในปี 2023 ส่งผลให้การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ครั้งแรกน่าจะทำได้เร็วที่สุดในปี 2023 นอกจากนี้ EIC คาดว่าจุดสูงสุดของอัตราดอกเบี้ยนโยบายไทยในวัฏจักร ดอกเบี้ยขาขึ้นรอบนี้จะอยู่ที่ราว 2%-2.5% เนื่องจากหากดูที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริง (real policy rate) ของไทย ระหว่างปี 2009 กระทั่งช่วงก่อน COVID-19 แล้ว จะพบว่ามีความเฉลี่ยอยู่ที่ราว 0.5% (รูปที่ 4) ดังนั้น หากอัตราเงินเฟ้อ ระยะยาวอยู่ที่ราว 1.5-2% (ซึ่งสูงกว่าอัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปีซึ่งอยู่ที่ 0.9%) อัตราดอกเบี้ยนโยบายคาดว่า จะอยู่ที่ราว 2-2.5% นอกจากนี้ EIC ประเมินว่าจุดสูงสุดของอัตราดอกเบี้ยนโยบายไทยจะอยู่ต่ำกว่าจุดสูงสุดของอัตรา ดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ เล็กน้อย (ซึ่งคาดว่าอยู่ที่ราว 2.5-2.75%) ตามแนวโน้มเศรษฐกิจไทยที่ฟื้นตัวได้ช้ากว่า และยังมีความเสี่ยงอยู่มาก

แม้ว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยเคยแตะระดับสูงสุดที่ 3.5% ในวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นรอบก่อน แต่จุดสูงสุด ของอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระยะต่อไปมีแนวโน้มอยู่ต่ำกว่าวัฏจักรในอดีต เนื่องจากสัดส่วนหนี้ของทั้งภาครัฐครัวเรือน ภาคธุรกิจ และภาครัฐปรับสูงขึ้นกว่าในอดีต ทำให้การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยจะกระทบต่อแนวโน้มการบริโภคและการ ลงทุนมากกว่าในอดีต ประกอบกับสภาพคล่องในระบบที่ยังมีแนวโน้มสูง ตามช่องว่างระหว่างการออมและการลงทุน ที่เพิ่มขึ้นตามแนวโน้มการเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ จะทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายเฉลี่ยปรับลดลงจากในอดีต

**รูปที่ 4 : อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริง (real policy rate) ของไทยระหว่างปี 2009 ถึงช่วงก่อน COVID-19 มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ราว 0.5%**



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

**EIC มองว่าอัตราเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นจะไม่เป็นปัจจัยที่ทำให้ กนง. ต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในห้วงเวลานี้ แต่อาจกลายเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ** อัตราเงินเฟ้อของไทยล่าสุดในเดือนมกราคมที่เร่งตัวขึ้นมาอยู่ที่ 3.23% เป็นผลมาจากปัจจัยด้านอุปทานเป็นหลัก ทั้งจากราคาพลังงานที่เพิ่มสูงขึ้นและราคาอาหารสดที่เร่งตัวขึ้นตั้งแต่ปลายปี 2021 โดย EIC มองว่าราคาพลังงานจะยังมีแนวโน้มอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องตลอดทั้งปี ทั้งจากความตึงเครียดระหว่างรัสเซียและชาติตะวันตกในกรณียูเครน คาดการณ์ความต้องการใช้น้ำมันที่จะทยอยเพิ่มสูงขึ้นทั่วโลกตามแนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ และการลงทุนด้านพลังงานฟอสซิลที่มีแนวโน้มชะลอลงจากเป้าหมาย Net Zero นอกจากนี้ แนวโน้มการทยอยลดขนาดการอุดหนุนราคาพลังงานของภาครัฐ ทั้งราคาก๊าซหุงต้ม ค่าไฟฟ้าหรือความเป็นไปได้ในการขยับกรอบการตรึงราคาน้ำมันดีเซล ตามความตึงตัวทางการคลังของภาครัฐ ล้วนเป็นปัจจัยเสี่ยงที่จะทำให้อัตราเงินเฟ้อเร่งตัวได้เร็วขึ้นกว่าประมาณการเดิม ท่ามกลางตลาดแรงงานที่ยังไม่ฟื้นตัวดีและค่าจ้างแรงงานยังปรับขึ้นตามไม่ทันอัตราเงินเฟ้อในช่วง COVID-19 ดังนั้น EIC จึงมองว่าอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้นจากปัจจัยด้านต้นทุน (cost-push inflation) เป็นหลักในระยะแรกอาจเป็นปัจจัยกดดันต่อการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะเศรษฐกิจในภาคครัวเรือนที่จะมีรายรับที่แท้จริงและมีกำลังซื้อลดลง ขณะที่ภาคธุรกิจจะยังไม่สามารถส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มสูงขึ้นได้และมีส่วนต่างกำไรที่ลดลง ส่งผลให้ กนง. จะยังคงอัตราดอกเบี้ย ระดับเดิมตลอดปีนี้ เพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ ก่อนพิจารณาปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพื่อดูแลเสถียรภาพด้านราคาในระยะต่อไป

บทวิเคราะห์โดย... <https://www.scbeic.com/th/detail/product/8091>

## ผู้เชี่ยวชาญวิเคราะห์

**ดร. ชินวุฒิ เตชานุวัตร** (chinnawut.techanuvat@scb.co.th)

ผู้อำนวยการฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจ และตลาดการเงิน

**วชิรวัฒน์ บานชื่น** (wachirawat.banchuen@scb.co.th)

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

**ณิชนันท์ โลภวิกุล** (nichanan.logewitool@scb.co.th)

นักวิเคราะห์

---

## ECONOMIC AND FINANCIAL MARKET RESEARCH

**ดร.ยรรยง ไทยเจริญ**

รองผู้จัดการใหญ่อาวุโส ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร กลุ่มธุรกิจ Wholesale

ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)

**ดร. ชินวุฒิ เตชานุวัตร**

ผู้อำนวยการฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจ และตลาดการเงิน

**วชิรวัฒน์ บานชื่น**

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

**ดร.บุญยวัฒน์ ศรีสิงห์**

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

**จงรัก ก้องกำชัย**

นักวิเคราะห์

**ณิชนันท์ โลภวิกุล**

นักวิเคราะห์

**ปณณัฏ์ พัฒนศิริ**

นักวิเคราะห์

**วิษณุ นฤมาศ**

นักวิเคราะห์

**อสมมา เหลี่ยมมุกดา**

นักวิเคราะห์



“Economic and business intelligence for effective decision making”



# ECONOMIC INTELLIGENCE CENTER

ศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจ ธนาคารไทยพาณิชย์



**เจาะลึก**  
สถานการณ์เศรษฐกิจ



**เกาะติด**  
การเปลี่ยนแปลงที่ส่งผล  
ต่อภาคธุรกิจ



**อัปเดต**  
ประเด็นร้อนที่ไม่ควรพลาด



**Stay connected**

Find us at



@scbeic | 

[www.scbeic.com](http://www.scbeic.com)