

# จดหมายแจ้งผู้อ่าน

---

## เรียน ผู้อ่าน:

รายงานเศรษฐกิจที่ได้จัดส่งมาพร้อมกับจดหมายฉบับนี้เป็นรายงานที่จัดทำขึ้นโดยศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจของธนาคารไทยพาณิชย์ โดยบริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (INVX) ได้รับอนุญาตจากธนาคารไทยพาณิชย์ให้เผยแพร่รายงานฉบับนี้แก่ลูกค้าของบริษัท ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด ได้พิจารณาจากรายงานฉบับนี้แล้ว และเห็นด้วยกับเนื้อหาของรายงาน

INVX เผยแพร่รายงานเศรษฐกิจฉบับนี้ในนามของบริษัทเพื่อเป็นการเผยแพร่ข้อมูลเป็นการทั่วไปเท่านั้น

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด



# EIC คาดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยจะเพิ่มขึ้น ต่อเนื่อง สู่ 1.25% ในปีนี้ และ 2% ในปีหน้า

# EIC คาดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องสู่ 1.25% ในปีนี้ และ 2% ในปีหน้า

## KEY POINTS

### กนง. มีมติเป็นเอกฉันท์ให้ขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 0.25% จาก 0.75% เป็น 1.00% ต่อปี

โดยเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่อง ตามแรงส่งของภาคท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน ขณะที่อัตราเงินเฟ้อทั่วไปยังอยู่ในระดับสูงจากการส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมา แม้แรงกดดันด้านอุปทานจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์มีแนวโน้มคลี่คลาย โดยแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อยังใกล้เคียงกับที่ประเมินไว้ก่อนหน้านี้ คณะกรรมการจึงเห็นว่าการทยอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายยังเป็นแนวทางการดำเนินนโยบายที่เหมาะสม และในกรณีที่แนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในระยะข้างหน้าเปลี่ยนไปจากที่ประเมินไว้ คณะกรรมการพร้อมจะปรับขนาดและระยะเวลาของการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้เหมาะสมต่อไป

### กนง. ประเมินเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง 3.3% และ 3.8% ในปี 2022 และ 2023 ตามลำดับ

ตามแรงส่งของภาคท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชนเป็นสำคัญ โดยภาคการท่องเที่ยวฟื้นตัวได้ดีกว่าคาดจากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง อีกทั้ง การฟื้นตัวของเศรษฐกิจทั่วถึงมากขึ้น ทั้งในมิติสาขาธุรกิจ โดยเฉพาะภาคบริการ และในมิติรายได้ที่เริ่มกระจายตัวดีขึ้น ขณะที่เศรษฐกิจโลกชะลอลงกว่าคาด ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อภาคการส่งออก แต่ไม่กระทบต่อแนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยในภาพรวม

### กนง. คาดว่า อัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปี 2022 และ 2023 จะอยู่ที่ 6.3% และ 2.6% ตามลำดับ

อัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีแนวโน้มปรับลดลงตามราคาน้ำมันโลกและปัญหาห่วงโซ่อุปทานทยอยคลี่คลาย ขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในปี 2022 และ 2023 คาดว่าจะอยู่ที่ 2.6% และ 2.4% ตามลำดับ โดยสูงขึ้นจากการส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นเป็นสำคัญ ด้านค่าจ้างแรงงานปรับเพิ่มขึ้นในบางภาคธุรกิจและบางพื้นที่ที่ขาดแคลนแรงงาน แต่ยังไม่เห็นสัญญาณการปรับเพิ่มขึ้นในวงกว้าง นอกจากนี้ แรงกดดันเงินเฟ้อด้านอุปสงค์ยังมีจำกัดเนื่องจากเศรษฐกิจไทยยังอยู่ระหว่างการฟื้นตัว ขณะที่อัตราเงินเฟ้อภาคการณั้ระยะปานกลางยังยึดเหนี่ยวอยู่ในกรอบเป้าหมาย โดยจะต้องติดตามความเสี่ยงเงินเฟ้ออย่างใกล้ชิด โดยเฉพาะการส่งผ่านต้นทุนที่อาจเพิ่มขึ้น หากผู้ประกอบการเผชิญกับแรงกดดันด้านต้นทุนหลายด้านพร้อมกัน

### กนง. ประเมินว่า ระบบการเงินโดยรวมมีเสถียรภาพและภาวะการเงินยังผ่อนคลาย

แม้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลทยอยปรับสูงขึ้น แต่ต้นทุนการกู้ยืมของภาคเอกชนโดยรวมยังเอื้อต่อการระดมทุน ขณะที่ค่าเงินบาทปรับอ่อนค่าเร็วและต่อเนื่องสอดคล้องกับสกุลเงินในภูมิภาคตามการแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐ โดยการอ่อนค่าของเงินบาทไม่ส่งผลกระทบต่อภาพรวมของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ นอกจากนี้ ความสามารถในการชำระหนี้ของภาคธุรกิจและภาคครัวเรือนปรับดีขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ แต่ยังมีผู้ประกอบการ SMEs ในบางสาขาธุรกิจที่ฟื้นตัวช้า และครัวเรือนรายได้น้อยบางกลุ่มที่ยังอ่อนไหวต่อค่าครองชีพ ส่งผลให้คณะกรรมการเห็นว่าควรดำเนินมาตรการปรับโครงสร้างหนี้อย่างต่อเนื่อง รวมทั้งเห็นความสำคัญของการมีมาตรการเฉพาะจุดและแนวทางแก้ปัญหานี้อย่างยั่งยืนสำหรับกลุ่มเปราะบาง

## IMPLICATIONS

**EIC คาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยจะอยู่ที่ 1.25% ณ สิ้นปี 2022 และ 2% ณ สิ้นปี 2023** คาดว่า กนง. มีแนวโน้มจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างค่อยเป็นค่อยไป เพื่อไม่ให้กระทบต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ ขณะที่แรงกดดันเงินเฟ้อในระยะต่อไป แม้จะมีแนวโน้มพ่อนคลายลงบ้างตามปัจจัยด้านอุปทาน เช่น ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ลดลงตามอุปสงค์โลกที่ชะลอลง ช่วยให้เงินเฟ้อทยอยปรับลดลงอย่างช้า ๆ แต่จะยังสูงกว่ากรอบเป้าหมายเงินเฟ้อในปีหน้า เนื่องจากราคาพลังงานในประเทศและราคาอาหารที่อยู่ในระดับสูง รวมถึงการส่งผ่านต้นทุนของผู้ผลิตไปยังราคาสินค้ากลุ่มอื่นที่มีมากขึ้น โดย EIC คาดว่า กนง. จะปรับขึ้นดอกเบี้ยอีก 0.25% ในการประชุมเดือนพฤศจิกายน 2022 ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นปีนี้จะอยู่ที่ 1.25% สำหรับในปี 2023 EIC คาดว่า กนง. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยต่อเนื่องอีก 3 ครั้ง ครั้งละ 0.25% และทรงตัวที่ระดับ 2% ณ สิ้นปี การทยอยปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายอย่างค่อยเป็นค่อยไปจะไม่เป็นอุปสรรคต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย ซึ่งคาดว่า จะกลับไปสู่ระดับก่อนเกิด COVID-19 ได้ในช่วงไตรมาส 2 ของปี 2023 (รูปที่ 1) อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจไทยจะยังอยู่ต่ำกว่าระดับศักยภาพไปอีก 1-2 ปี จากแผลเป็นทางเศรษฐกิจที่ลึกและหนักที่สูงขึ้น

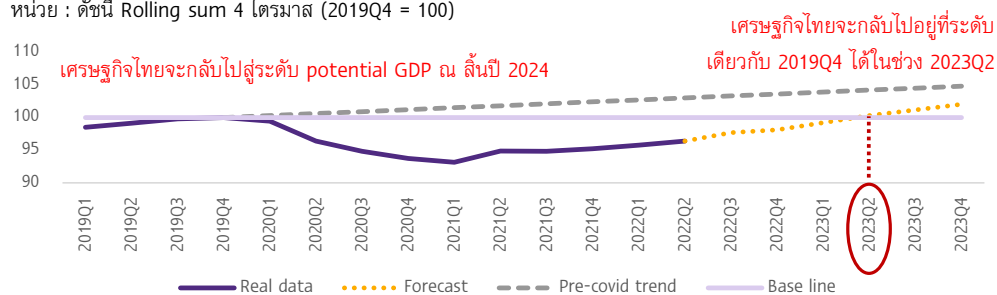
**EIC มองว่า กนง. ไม่จำเป็นต้องเร่งปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเหมือนประเทศในกลุ่มเศรษฐกิจพัฒนาแล้ว** เนื่องจากวัฏจักรเศรษฐกิจไทยเพิ่งเริ่มฟื้นตัว แรงกดดันด้านอุปสงค์ต่อเงินเฟ้อยังไม่มากเท่ากับประเทศที่เศรษฐกิจฟื้นตัวก่อนหน้าแล้ว นอกจากนี้ เศรษฐกิจไทยยังมีรอยแผลเป็นจากสถานการณ์ COVID-19 ที่ลึกกว่ากรณีกรีซและอิตาลีได้ของภาคธุรกิจกลุ่มเปราะบาง เช่น ภาคบริการ และภาคอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ที่ยังมีแนวโน้มฟื้นตัวได้ช้า ด้วยเหตุนี้ แนวทางการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างค่อยเป็นค่อยไปจะช่วยให้อัตราดอกเบี้ยและธุรกิจกลุ่มเปราะบางสามารถปรับตัวได้ และลดความเสี่ยงต่อการปิดตัวชำระหนี้ในระยะต่อไปที่มาตรการช่วยเหลือลูกหนี้ในช่วง COVID-19 (เช่น การพ่อนเกณฑ์การจัดชั้นหนี้เสีย) จะสิ้นสุดลง

นอกจากนี้ EIC มองว่า การขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในขนาดที่มาก แม้จะช่วยลดแรงกดดันต่อการอ่อนค่าของเงินบาทได้บ้างในระยะสั้น แต่จะไม่สามารถทำให้เงินบาทกลับมาแข็งค่าสวนทิศทางเงินดอลลาร์สหรัฐได้ นอกจากนี้ เงินบาทที่อ่อนค่าลงมากยิ่งขึ้นส่งผลเสียต่อเศรษฐกิจและตลาดการเงินไทยอย่างมีนัย โดยเสถียรภาพตลาดการเงินไทยยังอยู่ในเกณฑ์ดี (อาทิ เงินทุนเคลื่อนย้ายไม่ได้ไหลออกมาก ดัชนีตลาดหุ้นไทยไม่ได้ปรับลดลงมาก) การส่งผ่านผลกระทบต่อค่าเงินบาทอ่อนสู่เงินเฟ้อไทยก็ยังมีจำกัด ดังนั้น การขึ้นดอกเบี้ยแรงเพื่อช่วยลดแรงกดดันการอ่อนค่าของเงินบาทจะไม่คุ้มกับความเสี่ยงต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

### รูปที่ 1 : เศรษฐกิจไทยจะกลับไประดับก่อนเกิด COVID-19 ได้ในช่วงไตรมาส 2 ของปี 2023

#### การฟื้นตัวของเศรษฐกิจในวิกฤต COVID-19

หน่วย : ดัชนี Rolling sum 4 ไตรมาส (2019Q4 = 100)



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

ค่าเงินบาทเพชฌิมแรงกดดันด้านอ่อนค่าอย่างมากในเดือนนี้ โดย EIC คาดว่า ในระยะ 1-2 เดือนข้างหน้า เงินบาทจะยังผันผวนในกรอบ 37.5-38.5 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ทั้งนี้การอ่อนค่าของเงินบาทสอดคล้องกับสกุลเงินภูมิภาค (รูปที่ 2) ซึ่งมีสาเหตุหลักมาจากการแข็งค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐ โดยดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าขึ้นถึง 5% ในเดือนกันยายน เนื่องจาก

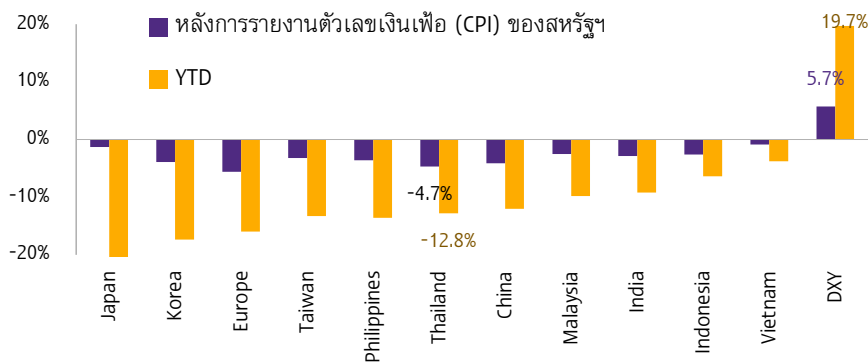
1. **ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ส่งสัญญาณปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อเนื่องตลอดปีนี้และปีหน้า** โดยจากคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Median dot plot) ของคณะกรรมการ FOMC ล่าสุดที่สะท้อนว่า Fed funds rate จะอยู่ที่ 4.4% ณ สิ้นปี 2022 และ 4.6% ณ สิ้นปี 2023 ตามลำดับ โดย Fed ได้สื่อสารชัดเจนถึงความมุ่งมั่นที่จะดูแลให้เงินเฟ้อกลับสู่กรอบเป้าหมายที่ 2% แม้จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจและตลาดแรงงานชะงักมากขึ้น ส่งผลให้นักลงทุนปรับเพิ่มคาดการณ์ Terminal rate สู่ 4.6% (จากระดับก่อนประชุม FOMC ที่ 4.3%) ขณะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลทั้งระยะสั้นและระยะยาวของสหรัฐฯ ปรับสูงขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบกว่าสิบปี ส่งผลให้ดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐปรับแข็งค่าขึ้นสู่ 114 (จากก่อนประชุม FOMC ที่ 110)

EIC คาดว่า Fed มีแนวโน้มปรับขึ้นดอกเบี้ยอีก 75 bps ในเดือนพฤศจิกายน และ 50 bps ในเดือนธันวาคม ส่งผลให้ Fed funds rate ณ สิ้นปีนี้อยู่ที่ 4.25-4.5% (รูปที่ 3) เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ ยังสูงกว่ากรอบเป้าหมายของ Fed ที่ 2% อยู่มาก โดยเฉพาะเงินเฟ้อพื้นฐานที่ยังเร่งตัวต่อเนื่องและกระจายไปในหลายหมวดสินค้าและบริการ ประกอบกับตลาดแรงงานสหรัฐฯ ยังคงแข็งแกร้ง สำหรับปี 2023 EIC คาดว่า Fed funds rate จะขึ้นไปสู่ระดับสูงสุด (Terminal rate) ที่ upper bound 4.75% ในไตรมาส 1 และ Fed มีแนวโน้มคงดอกเบี้ยระดับนี้ตลอดปี

**รูปที่ 2 : เงินบาทอ่อนค่าสอดคล้องกับค่าเงินสกุลอื่นในภูมิภาค ตามการแข็งค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐ**

**การเปลี่ยนแปลงของค่าเงินแต่ละสกุล เทียบต่อดอลลาร์สหรัฐ**

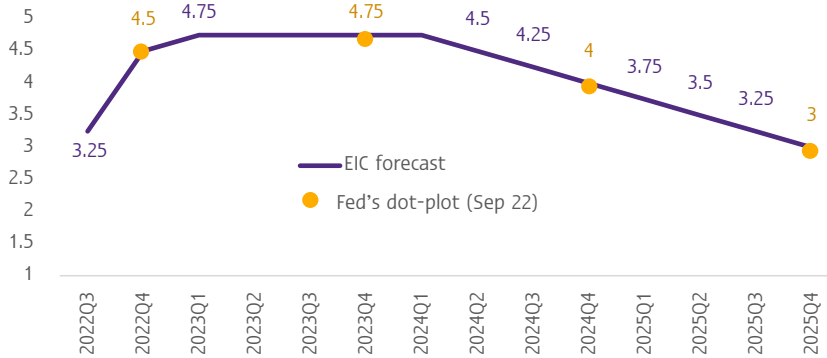
หน่วย : % (ข้อมูล ณ วันที่ 28 ก.ย. 2022)



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

**รูปที่ 3 : EIC คาดว่า Fed มีแนวโน้มปรับขึ้นดอกเบี้ยอีก 75 bps ในเดือนพฤศจิกายน และ 50 bps ในเดือนธันวาคม ส่งผลให้ Fed funds rate ณ สิ้นปีนี้อยู่ที่ 4.25-4.5%**

คาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Fed funds rate) ของสหรัฐฯ



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Fed

- เศรษฐกิจโลกเผชิญความเสี่ยงภาวะเศรษฐกิจถดถอยเพิ่มขึ้น (Global recession risk)** ส่งผลให้ความต้องการถือสินทรัพย์ปลอดภัย เช่น ดอลลาร์สหรัฐมีมากขึ้น
- ธนาคารกลางญี่ปุ่นยังคงนโยบายการเงินผ่อนคลายต่อเนื่อง** และส่งสัญญาณชัดเจนว่าจะยังไม่มีปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในระยะข้างหน้า **ส่งผลให้เงินเยนปรับอ่อนค่าเทียบดอลลาร์สหรัฐ**
- ความกังวลลดนโยบายการคลังของสหราชอาณาจักร** ที่ประกาศ Tax cut plan เพื่อช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจอาจส่งผลให้เงินปอนด์อ่อนค่าลง และทำให้ Bank of England จำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินตึงตัวขึ้นอีก นอกจากนี้ ยังจะส่งผลต่อความยั่งยืนทางการคลังในภาวะที่อัตราดอกเบี้ยปรับสูงขึ้นเร็ว **ส่งผลให้ค่าเงินปอนด์สเตอร์ลิงเทียบดอลลาร์สหรัฐอ่อนค่าลงต่ำสุดเป็นประวัติการณ์**
- เศรษฐกิจยุโรปมีแนวโน้มอ่อนแอต่อเนื่อง** จากราคาก๊าซธรรมชาติที่สูงขึ้น ปัญหาหนี้สูง รวมถึงการเมืองในอิตาลี ซึ่งกดดันให้ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของเยอรมนีและอิตาลีเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้เกิดความกังวลต่อปัญหา Fragmentation ในภูมิภาค **กดดันให้เงินยูโรเทียบดอลลาร์สหรัฐอ่อนค่าลง**

**อย่างไรก็ดี EIC คาดว่า เงินบาทมีแนวโน้มปรับแข็งค่าขึ้นสู่ระดับ 36-37 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐในช่วงปลายปีนี้** และจะแข็งค่าขึ้นต่อเนื่องสู่ 34-35 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ณ สิ้นปี 2023 จากปัจจัยพื้นฐานของเศรษฐกิจไทยที่แนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่อง ดังนี้

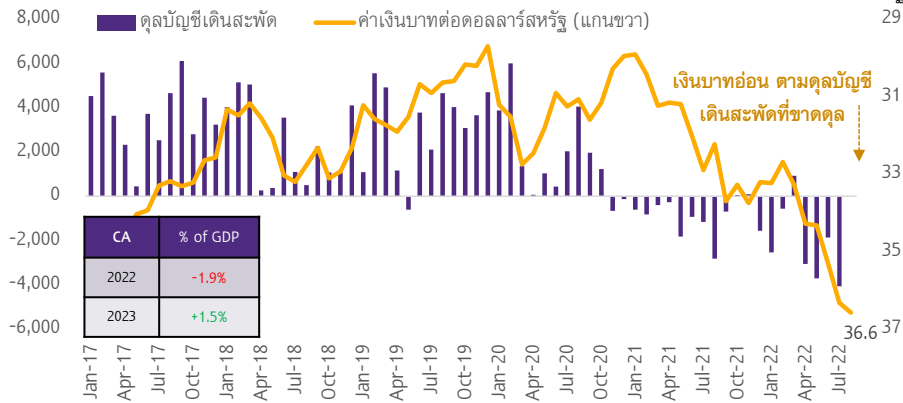
- เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องท่ามกลางการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก** จากแรงส่งของภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน ประกอบกับแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่จะปรับเพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป
- ดุลบัญชีเดินสะพัดมีแนวโน้มกลับมาเกินดุลได้ในช่วงปลายปีนี้** ตามราคาสินค้าโภคภัณฑ์และต้นทุนค่าขนส่งที่เริ่มลดลง รวมถึงการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวต่างชาติและการท่องเที่ยวไทย (รูปที่ 4)
- เงินทุนเคลื่อนย้ายมีแนวโน้มไหลกลับเข้าตลาดการเงินไทย ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย โดย Valuation ของหุ้นไทยยังน่าดึงดูด และนักลงทุนต่างชาติยังถือครองหุ้นไทยต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต (ปัจจุบัน 22% ต่ำกว่าช่วงสิบปีที่ผ่านมามี 30%)**

## รูปที่ 4 : ค่าเงินบาทมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นตามดุลบัญชีเดินสะพัดที่คาดว่าจะเกินดุลในช่วงปลายปีนี้

### ดุลบัญชีเดินสะพัดและค่าเงินบาท

หน่วย : ล้านดอลลาร์สหรัฐ

หน่วย : บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

บทวิเคราะห์โดย... <https://www.sceic.com/th/detail/product/policy-rate-280922>

Disclaimer: The information contained in this report has been obtained from sources believed to be reliable. However, neither we nor any of our respective affiliates, employees or representatives make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of any of the information contained in this report, and we and our respective affiliates, employees or representatives expressly disclaim any and all liability relating to or resulting from the use of this report or such information by the recipient or other persons in whatever manner. Any opinions presented herein represent our subjective views and our current estimates and judgments based on various assumptions that may be subject to change without notice, and may not prove to be correct. This report is for the recipient's information only. It does not represent or constitute any advice, offer, recommendation, or solicitation by us and should not be relied upon as such. We, or any of our associates, may also have an interest in the companies mentioned herein.

## ผู้เชี่ยวชาญวิเคราะห์

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

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

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

นักวิเคราะห์

---

## ECONOMIC AND FINANCIAL MARKET RESEARCH

### ดร. สมประวิณ มั่นประเสริฐ

รองผู้จัดการใหญ่ ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร กลุ่มงาน Economic Intelligence Center และรองผู้จัดการใหญ่

ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร กลุ่มงานกลยุทธ์องค์กร

ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)

### ดร.ฐิติมา ชูเชิด

ผู้อำนวยการฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจ และตลาดการเงิน

### วชิรวัฒน์ บานชื่น

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

### ดร.ปยุตต์ ตรีสิงห์

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

### จงรัก ก้องกำชัย

นักวิเคราะห์

### ณิชนันท์ โลภวิฑูล

นักวิเคราะห์

### ปณณัฏ์ พัฒนศิริ

นักวิเคราะห์

### วิษาย นุลาดี

นักวิเคราะห์

### อสมมา เหลี่ยมมุกดา

นักวิเคราะห์





“Economic and business intelligence for effective decision making”



## ECONOMIC INTELLIGENCE CENTER

ศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจ ธนาคารไทยพาณิชย์



เจาะลึก

สถานการณ์เศรษฐกิจ



เกาะติด

การเปลี่ยนแปลงที่ส่งผลกระทบต่อภาคธุรกิจ



อัปเดต

ประเด็นร้อนที่ไม่ควรพลาด



Stay connected

Find us at



@scbeic | 

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