

July 11, 2022

# KKP Research



โลกขึ้นดอกเบี้ยไม่รอไทย คาด กนง ขึ้นดอกเบี้ย  
50 bps

ลัทธิกิตติ ลากอุดมการ  
นักวิเคราะห์

## KKP Research โดยกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร

พิพัฒน์ เหลืองนฤมิตชัย

ผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการ

หัวหน้านักเศรษฐศาสตร์ และหัวหน้าฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์

ลัทธิกิตติ ลากอุดมการ

นักวิเคราะห์

เคนเน็ท โดแนลด์ นิลเว

นักวิเคราะห์

วรเทพ วงศ์วิริยะสิทธิ์

นักวิเคราะห์

อารยา กาญจนะคช

นักวิเคราะห์

บุรกร กิพย์สกุลชัย

นักวิเคราะห์

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลเปิดเผยต่อสาธารณชน ทั้งนี้ขอคิดเห็นที่ปรากฏเป็นความคิดเห็นของฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์ไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร เว้นแต่จะได้แจ้งไว้และขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงข้อมูลและความคิดเห็นโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

# KKP Research

July 11, 2022

# โลกขึ้นดอกเบี้ยไม่รอไทย คาด กนง ขึ้นดอกเบี้ย 50 bps



## KEY TAKEAWAYS:

- KKP Research โดยเกียรตินาคินภัทรประเมินว่าการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยกำลังถูกกดดันมากขึ้นจากทั้งปัจจัยด้านเงินเฟ้อในประเทศ การปรับดอกเบี้ยขึ้นของธนาคารกลางหลายแห่ง และเงินบาทที่อ่อนค่าลง และคาดการณ์ว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้น 50 bps ในการประชุมรอบหน้าเดือนสิงหาคมจากที่เคยคาดว่าจะปรับขึ้น 25 bps และขึ้นต่อเนื่องอีกครึ่งละ 25 bps จนถึงปลายปี
- ประเทศไทยอยู่ในกลุ่มประเทศที่ปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นช้าที่สุดในขณะที่การปรับขึ้นดอกเบี้ยของธนาคารกลางอื่น ๆ กำลังเร่งตัวเร็วขึ้น โดยเมื่อเปรียบเทียบกับระดับดอกเบี้ยนโยบายของไทยกับโลกพบว่ามีเพียงไม่กี่ประเทศ เช่น ญี่ปุ่น ธนาคารกลางยุโรป ที่ยังมีอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่ำกว่าไทย
- แม้ว่าธนาคารแห่งประเทศไทยต้องการให้น้ำหนักกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในประเทศที่ยังฟื้นตัวได้ช้าและยังไม่ปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้น KKP Research ประเมินว่ามีความเสี่ยงที่ต้องระวัง คือ (1) ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่กว้างขึ้นจะทำให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าลงเร็ว (2) दुลบุญชีเดินสะพัดที่มีโอกาสขาดดุลมากกว่าที่คาดโดยเฉพาะหากราคาน้ำมันค้างอยู่ในระดับสูงถึงปลายปี (3) ความน่าเชื่อถือของธนาคารกลางในการดูแลเงินเฟ้อหากปล่อยให้เงินเฟ้ออยู่ในระดับสูงยาวนานและกระทบกับการคาดการณ์ของคน

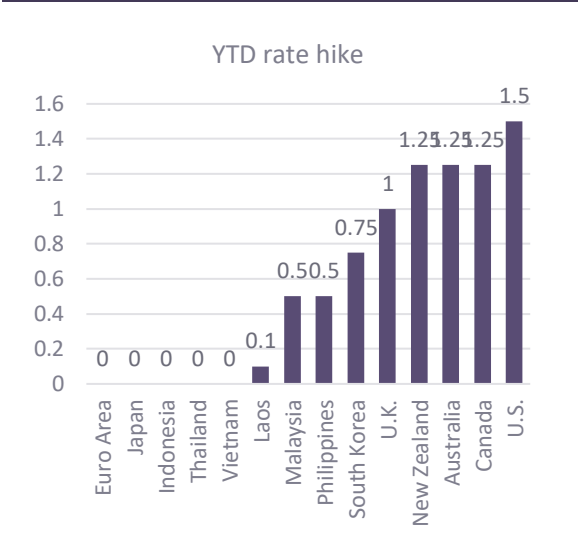
## โลกขึ้นดอกเบี้ยไม่รอไทย คาด กนง ขึ้นดอกเบี้ย 50 bps

การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยกำลังเข้าสู่ภาวะ "Behind the curve" ชัดเจนขึ้นหลังตัวเลขเงินเฟ้อยังออกมาอยู่ในระดับสูง นโยบายการเงินทั่วโลกเปลี่ยนทิศทางชัดเจน และค่าเงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าลงต่อเนื่อง แม้ในแง่ของทิศทางจะไม่แตกต่างจากที่นักวิเคราะห์ในตลาดการเงินคาดการณ์เอาไว้ แต่จากความเร็วและขนาดการปรับอัตราดอกเบี้ยในหลายประเทศทั่วโลกเร่งตัวขึ้นมากกว่าคาด ทำให้ KKP Research ประเมินว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะถูกกดดันให้ขึ้นดอกเบี้ย 50bps ในการประชุมรอบหน้าในเดือนสิงหาคม

### เมื่อทิศทางนโยบายการเงินเปลี่ยน

หลังจากที่ธนาคารกลางทั่วโลกปรับอัตราดอกเบี้ยลงไปถึงหรือใกล้ 0% หลังเจอวิกฤตโควิด แต่ระยะหลังธนาคารกลางทั่วโลกเริ่มปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้น และปรับอัตราดอกเบี้ยมากกว่าและเร็วกว่าที่ตลาดคาดก่อนหน้านี้ โดยนับจากต้นปีจนถึงปัจจุบัน (ไตรมาส 2 2022) สหรัฐอเมริกาปรับดอกเบี้ยขึ้นไปแล้ว 1.5% และคาดว่าจะปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นอย่างต่อเนื่องจนถึง 3.5-4% ภายต้นปีหน้า นอกจากนี้ นิวซีแลนด์ ออสเตรเลีย แคนาดา ปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นไปแล้ว 1.25% อังกฤษปรับดอกเบี้ยขึ้นไปแล้ว 1% และเกาหลีใต้ปรับดอกเบี้ยขึ้นไปแล้ว 0.75% (รูปที่ 1) และหลายธนาคารกลางเหล่านี้ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นครั้งละ 0.5-0.75% มากกว่าที่ปกติแล้วจะปรับขึ้นลงครั้งละ 0.25%

รูปที่ 1: การปรับขึ้นดอกเบี้ยของธนาคารกลางนับตั้งแต่ต้นปีถึงปัจจุบัน



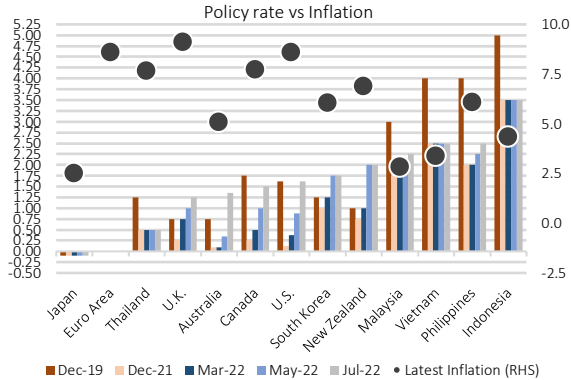
ที่มา: Various sources, Macrobond, KKP Research

การปรับขึ้นดอกเบี้ยอย่างรวดเร็วในหลายประเทศทั่วโลกเป็นสัญญาณสะท้อนให้เห็นถึงวัฏจักรนโยบายการเงินที่เปลี่ยนทิศทางไปในภาวะที่เงินเฟ้ออยู่ในระดับสูง และธนาคารกลางมีความกังวลว่าการปรับดอกเบี้ยช้าเกินไปจะทำให้อัตราเงินเฟ้อค้างสูงเป็นเวลานาน การคาดการณ์เงินเฟ้อไม่มีจุดยึดโยง ซึ่งจะทำให้การแก้ปัญหาเงินเฟ้อยากขึ้น และธนาคารกลางอาจจะต้องปรับอัตราดอกเบี้ยมากกว่าที่ควรในอนาคต นอกจากนี้ ธนาคารกลางที่ปรับอัตราดอกเบี้ยช้าจนมีส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น มีความเสี่ยงที่เงินจะอ่อนค่าจากการเคลื่อนย้ายเงินทุน และยิ่งทำให้ผลจากเงินเฟ้อรุนแรงขึ้นไปอีก

### ไทยอยู่ในกลุ่มที่ปรับดอกเบี้ยขึ้นช้าที่สุด

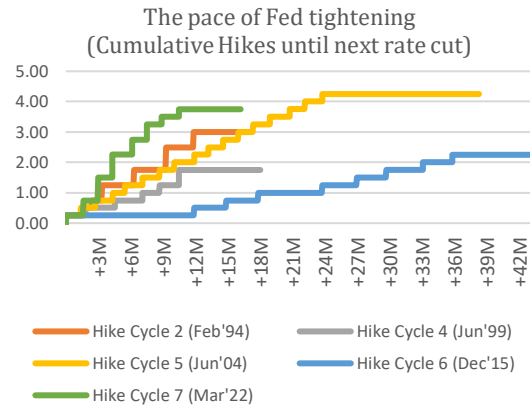
ย้อนกลับมามองประเทศไทย แม้ว่าอัตราเงินเฟ้อของเราอยู่ในระดับสูงถึง 7.7% และคาดว่าจะปรับตัวสูงขึ้นอีก แต่เราอยู่ในกลุ่มประเทศที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ในระดับต่ำมากและปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นช้าที่สุด คือ ยังไม่มีการปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นเลยในปีนี้ โดยมีเพียงไม่กี่ประเทศ เช่น ญี่ปุ่นและธนาคารกลางยุโรป ที่ยังมีอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ต่ำกว่าไทย ยิ่งไปกว่านั้นเมื่อเปรียบเทียบกับตัวเลขเงินเฟ้อ ประเทศไทยมีอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในกลุ่มที่ต่ำมากที่สุดในโลก (รูปที่ 2) สะท้อนถึงการปรับนโยบายการเงินของไทยที่ช้ากว่าโลก

รูปที่ 2: ไทยอยู่ในกลุ่มที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำมาก โดยเฉพาะเมื่อเปรียบเทียบกับเงินเฟ้อล่าสุด



ที่มา: Macrobond, KKP Research

รูปที่ 3: การปรับดอกเบี้ยขึ้นของ FED ในรอบปัจจุบันเร็วกว่าวัฏจักรก่อนหน้า



ที่มา: Macrobond, KKP Research

การขึ้นดอกเบี้ยแบบค่อยเป็นค่อยไปจะปรับตามไม่ทันดอกเบี้ยโลก การสื่อสารของธนาคารแห่งประเทศไทยยังต้องการเน้นย้ำถึงความเปราะบางของเศรษฐกิจไทย และส่งสัญญาณว่าจะปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นแบบค่อยเป็นค่อยไป ในขณะที่นักวิเคราะห์ในตลาดการเงินยังคงคาดการณ์เป็นส่วนใหญ่ว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะขึ้นดอกเบี้ยเพียง 1 – 2 ครั้งเท่านั้นในปีนี้อย่างไรก็ตาม เมื่อมองไปข้างหน้าแรงกดดันต่อ ธปท จะมีมากขึ้นเรื่อย ๆ และคาดว่าจะมีอีกหลายประเทศที่จะปรับอัตราดอกเบี้ยเร็วขึ้นอีก โดยคาดการณ์ว่าการปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นของ FED ในครั้งนี้จะเป็นการปรับตัวที่เร็วที่สุดรอบหนึ่งเมื่อเทียบกับเหตุการณ์ในอดีต (รูปที่ 3)

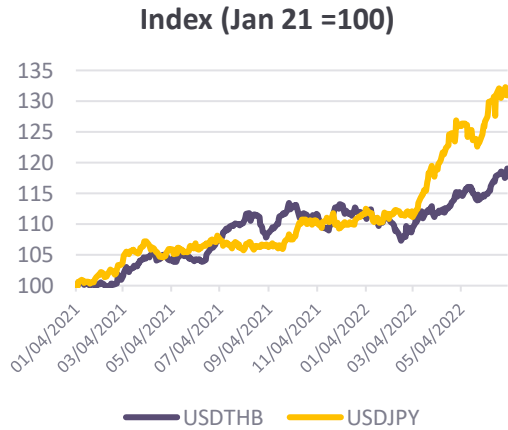
## ต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการต้านกระแสโลก

การดำเนินนโยบายการเงินของไทยที่ปรับตัวช้า และไม่เป็นไปตามทิศทางนโยบายการเงินโลกกำลังสร้างความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจไทย ในช่วงที่ผ่านมาธนาคารแห่งประเทศไทยสื่อสารให้เห็นว่าไทยไม่มีความจำเป็นต้องปรับดอกเบี้ยขึ้นตามสหรัฐ ฯ จากสามเหตุผล คือ 1) แรงกดดันด้านเงินเฟ้อของไทยเป็นแรงกดดันด้านอุปทานที่เกิดขึ้นชั่วคราวและจะสามารถคลี่คลายลงได้เอง 2) การปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นจะสร้างผลกระทบต่อเศรษฐกิจในภาวะที่เศรษฐกิจยังไม่ฟื้นตัวโดยเฉพาะหนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูง 3) การขึ้นดอกเบี้ยและส่วนต่างดอกเบี้ยมีผลต่อค่าเงินบาทไม่มาก และที่ผ่านมาการอ่อนค่าของเงินบาทสอดคล้องกับการอ่อนค่าของเงินสกุลภูมิภาค ประกอบกับประเทศไทยมีเสถียรภาพด้านต่างประเทศที่แข็งแกร่งทำให้ยังมีความสามารถในการรับความผันผวนของค่าเงินในระยะสั้นได้

อย่างไรก็ตาม KKP Research ประเมินว่าจากสถานการณ์เศรษฐกิจโลกและนโยบายการเงินโลกที่เปลี่ยนแปลงไปจะเริ่มทำให้ในช่วงหลังจากรัฐบาลตัดสินใจนโยบายการเงินของคณะกรรมการนโยบายการเงินต้องให้น้ำหนักกับภาวะเงินเฟ้อและปัญหาค่าเงินบาทมากขึ้นเนื่องจากมีแนวโน้มส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจเป็นวงกว้าง โดยหากธนาคารแห่งประเทศไทยประเมินปัจจัยทางเศรษฐกิจผิดพลาดจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจที่แก้ไขได้ยากใน 3 ประเด็น คือ

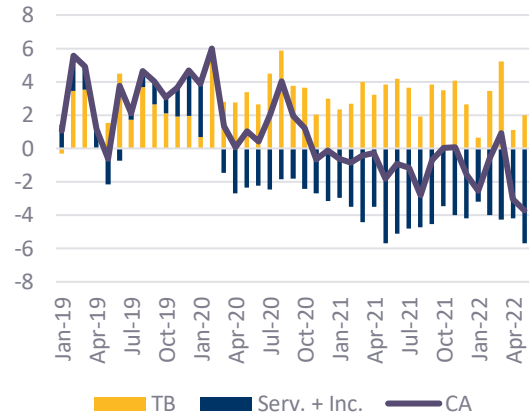
- 1) ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างไทยกับประเทศในภูมิภาคกำลังจะกว้างขึ้น ซึ่งจะเริ่มมีแรงกดดันให้ค่าเงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับสกุลเงินในภูมิภาคได้ บทเรียนที่สะท้อนให้เห็นชัดเจน คือ ประเทศญี่ปุ่นที่นโยบายการเงินมีการประกาศชัดเจนว่าจะยังคงผ่อนคลายเป็นไปส่งผลให้ค่าเงินเยนอ่อนค่าลงมากที่สุดในรอบกว่า 24 ปี (รูปที่ 4) อย่างไรก็ตามสถานการณ์เศรษฐกิจในไทยมีความน่ากังวลเพราะอัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับสูงและน่าจะเพิ่มสูงขึ้นต่อไป การอ่อนค่าของเงินบาทจะเป็นอีกปัจจัยที่เพิ่มแรงกดดันเงินเฟ้อในประเทศสูงขึ้นและค้างอยู่ในระดับสูงยาวนานได้

รูปที่ 4: ค่าเงินเยนอ่อนค่าลงรุนแรงสะท้อนความเสี่ยงจากการดำเนินนโยบายการเงินสวนกระแสดอกเบี้ยขาขึ้น



ที่มา: FRED, KKP Research

รูปที่ 5: ดุลบัญชีเดินสะพัดไทยยังขาดดุลมากกว่าปกติจากทั้งนักท่องเที่ยว ราคาน้ำมัน และต้นทุนค่าขนส่ง



ที่มา: BoT, KKP Research

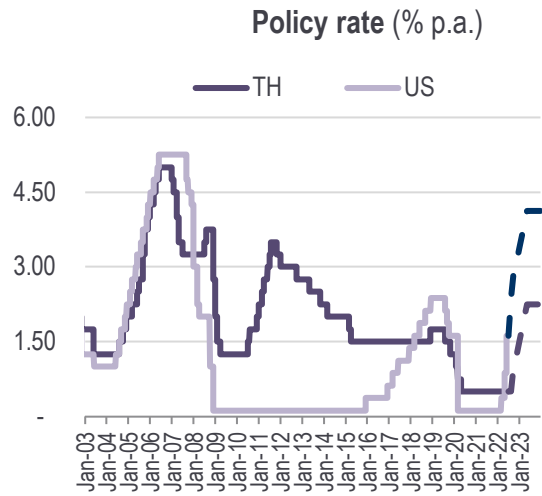
- 2) การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดอาจใหญ่และยาวกว่าที่คาด โดยในเดือนเมษายนและพฤษภาคมที่ผ่านมาประเทศไทยขาดดุลบัญชีเดินสะพัดสูงถึงประมาณเดือนละ 3-4 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ และกำลังจะทำให้การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในไตรมาส 2 ปีนี้เป็นการขาดดุลที่มีมูลค่าสูงที่สุดนับตั้งแต่มีการบันทึกตัวเลขในปี 2005 (รูปที่ 5) โดยเกิดจากทั้งนักท่องเที่ยวที่หายไป ต้นทุนค่าขนส่งที่สูงขึ้น ราคาน้ำมันที่ปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งปัจจัยเหล่านี้จะกดดันให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าลงได้เพิ่มเติมหรือสะท้อนว่าเสถียรภาพด้านต่างประเทศของไทยมีความแข็งแกร่งน้อยลง KKP Research ประเมินว่าเมื่อนักท่องเที่ยวต่างชาติที่กลับมาในช่วงหลังจากนี้จะช่วยให้ดุลบัญชีเดินสะพัดกลับมาเป็นบวกได้ในช่วงไตรมาส 4 ของปีนี้แต่ยังมีความเสี่ยงจากราคาน้ำมันที่หากราคาน้ำมันปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่อง จะเป็นแรงกดดันให้ดุลบัญชีเดินสะพัดยังคงขาดดุลในช่วงไตรมาส 4 ของปีได้
- 3) ความเสี่ยงในความน่าเชื่อถือของธนาคารกลาง เมื่ออัตราเงินเฟ้อเริ่มส่งผลกระทบต่ออัตราการคาดการณ์เงินเฟ้อของคนในระบบเศรษฐกิจ การปรับอัตราดอกเบี้ยขาขึ้นในภาวะที่เงินเฟ้อสูงกว่าที่เคยคาดการณ์ไว้มาก โดยในปลายปี 2021 ธนาคารแห่งประเทศไทยคาดการณ์เงินเฟ้อไว้เพียง 1.7% และปรับขึ้นต่อเนื่องจนเป็น 6.1% ในปัจจุบันซึ่งคล้ายคลึงกับธนาคารกลางสหรัฐ ฯ ที่ประเมินความเสี่ยงจากเงินเฟ้อต่ำเกินไป ความเสี่ยงสำคัญ คือ หากตลาดมีความเชื่อว่าธนาคารแห่งประเทศไทย behind the curve หรือปรับดอกเบี้ยช้าเกินไป จะส่งผลให้การดำเนินนโยบายการเงินทำได้ยากขึ้นมาก เพราะหากการคาดการณ์เงินเฟ้อปรับตัวสูงขึ้น และการปรับดอกเบี้ยนโยบายเพื่อสกัดเงินเฟ้อและค่าเงินบาทจะต้องปรับแรงกว่าเดิมในตอนหลัง และจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจมากกว่าการค่อย ๆ ปรับดอกเบี้ยขึ้นตั้งแต่วันนี้

## คาด ธปท ต้องปรับดอกเบี้ยขึ้น 1% ปีนี้

KKP Research ประเมินว่าแรงกดดันต่อตลาดการเงินและผลกระทบที่จะเกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจจะมีมากขึ้นเรื่อย ๆ นอกจากนี้ คาดว่าธนาคารกลางสหรัฐ จะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นอีก 75bps ในวันที่ 26-27 กรกฎาคม ซึ่งเกิดขึ้นก่อนการประชุม กนง ของไทยครั้งต่อไปในวันที่ 10 สิงหาคม กว่า 2 สัปดาห์ และจะทำให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายระหว่างสหรัฐ และไทย สูงขึ้นถึง 1.875% ซึ่งเป็นส่วนต่างดอกเบี้ยนโยบายที่สูงที่สุดนับตั้งแต่ช่วงปี 2007 (รูปที่ 6)

KKP Research คาดการณ์ว่าในช่วงเวลานั้นแรงกดดันต่อค่าเงินบาทจะมีเพิ่มสูงขึ้นมากและอาจกดดันให้เงินบาทอ่อนค่าลงได้อีก และปรับการคาดการณ์การขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยจากเดิมที่คาดว่าจะขึ้น 25bps ในการประชุมรอบหน้า เป็นขึ้น 50bps และคาดว่าจะขึ้นต่อเนื่องอีก 2 ครั้ง ครั้งละ 25 bps ในปีนี้ซึ่งจะทำให้ในปลายปีอัตราดอกเบี้ยนโยบายไทยจะปรับตัวสูงขึ้นไปอยู่ที่ 1.5% จากระดับปัจจุบันที่ 0.5%

รูปที่ 6: ธนาคารแห่งประเทศไทยจะถูกกดดันให้ปรับดอกเบี้ยขึ้นเร็วกว่าเดิม แต่ห่างจากดอกเบี้ยของสหรัฐ 4



ที่มา: FRED, BoT, KKP Research

## เตรียมรับมือผลกระทบจากดอกเบี้ยขาขึ้น

ในภาวะที่เศรษฐกิจไทยยังไม่ฟื้นตัวเต็มที่ ความเสี่ยงที่อัตราดอกเบี้ยกำลังจะปรับตัวสูงขึ้น จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจผ่านหลายช่องทาง เช่น 1) ผลกระทบต่อครัวเรือน จากภาระหนี้ที่จะปรับตัวสูงขึ้นตามอัตราดอกเบี้ยและผลกระทบต่อภาระดอกเบี้ยในการบริโภคสินค้าคงทน เช่น บ้าน รถยนต์ ที่ต้องอาศัยสินเชื่อการบริโภค 2) การปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นอาจทำให้เกิดปัญหาสภาพคล่องในตลาดการเงิน โดยเฉพาะความเสี่ยงในการออกพันธบัตรภาคเอกชนใหม่ที่ต้องออกในต้นทุนที่สูงขึ้น จนอาจเกิดการผิดนัดชำระหนี้ 3) ผลกระทบต่อมูลค่าของสินทรัพย์โดยเฉพาะสินทรัพย์เสี่ยง การดูดเงินออกจากระบบเศรษฐกิจจะเพิ่มเสี่ยงให้ราคาสินทรัพย์เสี่ยงมีโอกาสปรับตัวลดลง และกระทบกับความมั่งคั่งของคนในระบบเศรษฐกิจได้

การดำเนินนโยบายการเงินในช่วงหลังจากนี้จึงนับเป็นช่วงที่มีความท้าทายอย่างมากและจำเป็นต้องอาศัยความร่วมมือระหว่างภาครัฐและธนาคารแห่งประเทศไทยในการหามาตรการเยียวยาผลกระทบที่เฉพาะเจาะจงกับกลุ่มเปราะบางที่ได้รับผลกระทบจากเงินเฟ้อที่ปรับตัวสูงขึ้น และผลกระทบจากเศรษฐกิจที่จะชะลอลงจากการปรับอัตราดอกเบี้ย