

# จดหมายแจ้งผู้อ่าน

---

SCBS



## เรียน ผู้อ่าน:

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

SCBS เผยแพร่รายงานเศรษฐกิจฉบับนี้ในนามของบริษัทเพื่อเป็นการเผยแพร่ข้อมูลเป็นการทั่วไปเท่านั้น

บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด

# EIC คาด กนง. คงดอกเบี้ยนโยบายที่ 0.5% ต่อเนื่องในปี 2021

3 กุมภาพันธ์ 2021

## Key summary

- กนง. มีมติเอกฉันท์ให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 0.5% ต่อปี เพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่ยังมีความไม่แน่นอนสูงและรักษาขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงินที่มีจำกัด
- กนง. ประเมินว่า สภาพคล่องโดยรวมอยู่ในระดับสูงและต้นทุนทางการเงินอยู่ในระดับต่ำ แต่การกระจายตัวของสภาพคล่องยังไม่ทั่วถึง และยังคงกังวลต่อแนวโน้มค่าเงินบาท
- EIC มองว่าเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างช้า ๆ แต่ กนง. จะยังคงอัตราดอกเบี้ยที่ 0.5% ตลอดทั้งปี 2021 เพื่อรักษาขีดความสามารถในการผ่อนคลายนโยบายการเงินไว้ (policy space) สำหรับกรณีเลวร้าย
- การดำเนินมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่มีความเฉพาะเจาะจงกับกลุ่มที่ได้รับผลกระทบ (เหมาะสม ตรงจุด และเพียงพอ) น่าจะถูกนำมาใช้มากขึ้นผ่านเครื่องมือนโยบายอื่น ๆ เช่น มาตรการค้ำประกันสินเชื่อเพื่อลดความเสี่ยงด้านเครดิต การผลักดันให้สถาบันการเงินเร่งปรับปรุงโครงสร้างหนี้ให้เกิดผลในวงกว้าง รวมถึงมาตรการกระตุ้นภาครัฐและการประสานนโยบายระหว่างหน่วยงานจะมีความจำเป็นมากขึ้นอีกด้วย

## Key points

กนง. มีมติเอกฉันท์ให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 0.5% ต่อปี เพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่ยังมีความไม่แน่นอนสูงและรักษาขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงินที่มีจำกัด ในการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) วันที่ 3 กุมภาพันธ์ 2021 กนง. มีมติเอกฉันท์ให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 0.5% ต่อปี โดย กนง. มีมุมมองต่อเศรษฐกิจไทยดังนี้

- เศรษฐกิจไทยขยายตัวได้ แต่ต่ำกว่าประมาณการเดิม เนื่องจากในระยะสั้นได้รับผลกระทบจากการระบาดระลอกใหม่ของ COVID-19 ซึ่งมาตรการควบคุมการระบาดมีความเข้มข้นและกว้างกว่าที่ประเมินไว้เดิม นอกจากนี้ จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติและรายจ่ายของภาครัฐในปีงบประมาณ 2022 ก็มีแนวโน้มต่ำกว่าที่ประมาณการไว้ อย่างไรก็ดี ผลกระทบนั้นไม่รุนแรงเท่ากับการระบาดระลอกแรกจากมาตรการควบคุมการระบาดที่ไม่เข้มงวดเท่าครั้งก่อน ผนวกกับเศรษฐกิจยังได้รับแรงกระตุ้นจากมาตรการของภาครัฐที่ออกมาได้เร็วและตรงจุด และการส่งออกที่ฟื้นตัวดีขึ้นในเกือบทุกหมวดสินค้า
- การฟื้นตัวของเศรษฐกิจยังมีความไม่แน่นอนสูง และการฟื้นตัวของแต่ละภาคเศรษฐกิจมีความแตกต่างกันมากขึ้น โดยในระยะสั้นการฟื้นตัวของเศรษฐกิจขึ้นอยู่กับสถานการณ์และมาตรการควบคุมการแพร่ระบาดของ COVID-19 ระลอกใหม่ ขณะที่ในระยะถัดไปขึ้นอยู่กับการกลับมาของนักท่องเที่ยวต่างชาติ ประสิทธิภาพและการกระจายวัคซีนป้องกัน COVID-19 แรงสนับสนุนจากภาครัฐที่เพียงพอและต่อเนื่อง และตลาดแรงงานที่เปราะบางขึ้น ทำให้จำนวนผู้ว่างงานและเสมือนว่างงานมีแนวโน้มสูงขึ้นในระยะสั้น นอกจากนี้ การฟื้นตัว

ของแต่ละภาคเศรษฐกิจที่แตกต่างกันมากขึ้นจะส่งผลต่อความยั่งยืนของการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะต่อไป

- ระบบการเงินมีเสถียรภาพแต่มีความเปราะบางมากขึ้นในบางจุดจากผลกระทบของการระบาดระลอกใหม่ โดยเฉพาะกลุ่มครัวเรือนที่มีรายได้น้อยและธุรกิจ SMEs
- อัตราเงินเฟ้อทั่วไปจะกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมายในช่วงกลางปี 2021 และจะอยู่ใกล้เคียงกับขอบล่างของกรอบเป้าหมายตลอดช่วงประมาณการ โดยการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อในระยะปานกลางยังยึดเหนี่ยวอยู่ในกรอบเป้าหมาย

**กนง. ประเมินว่าสภาพคล่องโดยรวมอยู่ในระดับสูงและต้นทุนทางการเงินอยู่ในระดับต่ำ แต่การกระจายตัวของสภาพคล่องยังไม่ทั่วถึง และยังคงกังวลต่อแนวโน้มค่าเงินบาท** โดยธุรกิจที่ฟื้นตัวช้าและครัวเรือนที่ได้รับผลกระทบจากการระบาดระลอกใหม่เผชิญกับความเสี่ยงด้านเครดิตที่เพิ่มขึ้นตามฐานะการเงินที่เปราะบางลง ทำให้ไม่ได้รับสภาพคล่องอย่างทั่วถึง ส่วนค่าเงินบาทเคลื่อนไหวสอดคล้องกับสกุลเงินในภูมิภาค กนง. เห็นควรให้ติดตามสถานการณ์ค่าเงินบาทอย่างใกล้ชิดและพิจารณาความจำเป็นของการดำเนินมาตรการที่เหมาะสมเพิ่มเติม รวมถึงผลักดันการสร้างระบบนิเวศใหม่ของตลาดอัตราแลกเปลี่ยน (FX ecosystem) อย่างต่อเนื่อง

**กนง. ระบุว่าความต่อเนื่องของมาตรการภาครัฐและการประสานนโยบายระหว่างหน่วยงานมีความสำคัญต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในระยะถัดไป** โดยนโยบายการเงินต้องผ่อนคลายต่อเนื่อง มาตรการทางการเงินและสินเชื่อควรเร่งกระจายสภาพคล่องไปสู่ผู้ที่ได้รับผลกระทบให้ตรงจุดและทันการณ์ อาทิ มาตรการค้ำประกันสินเชื่อเพื่อลดความเสี่ยงด้านเครดิต การผลักดันให้สถาบันการเงินเร่งปรับปรุงโครงสร้างหนี้ให้เกิดผลในวงกว้าง รวมทั้งพิจารณามาตรการอื่น ๆ เพิ่มเติมเพื่อเสริมประสิทธิภาพการกระจายสภาพคล่องและเพื่อรองรับเศรษฐกิจช่วงฟื้นฟูในอนาคต ขณะที่มาตรการทางการคลังต้องพยุงเศรษฐกิจโดยไม่ขาดช่วง โดยเฉพาะการเร่งเบิกจ่ายภายใต้แผนฟื้นฟูเศรษฐกิจหลังสามารถควบคุมการระบาดระลอกใหม่ได้ ควบคู่กับดำเนินการนโยบายด้านอุปทานเพื่อปรับรูปแบบธุรกิจและยกระดับทักษะแรงงาน ซึ่งจะช่วยให้เศรษฐกิจฟื้นตัวอย่างยั่งยืน

**สปก. ได้ประเมินกลุ่มธุรกิจที่จำเป็นต้องได้รับมาตรการช่วยเหลือที่ “เหมาะสม ตรงจุด และเพียงพอ”** โดยแสดงสถานะรายได้ของภาคธุรกิจก่อนที่จะมีการระบาดระลอกใหม่ กับรายได้ช่วงการระบาดระลอกใหม่ พบว่า

- กลุ่มที่มีรายได้ลดลงมากทั้งสองช่วงคือ ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับภาคการท่องเที่ยวต่างประเทศ เช่น ธุรกิจโรงแรม สายการบิน และคอนโดฯ ที่เน้นลูกค้าต่างชาติ และมีอุปทานส่วนเกินค่อนข้างสูง โดยธุรกิจกลุ่มนี้ยังต้องเผชิญกับความไม่แน่นอนต่อช่วงเวลาในการเปิดประเทศและอัตราการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวต่างชาติ
- กลุ่มธุรกิจที่มีรายได้ลดลงชั่วคราวในช่วงการระบาดระลอกใหม่ คือ ธุรกิจค้าปลีก ร้านอาหาร และธุรกิจก่อสร้างของ SME

โดยสองกลุ่มที่กล่าวไปข้างต้นนี้ ต้องการมาตรการช่วยเหลือที่ “เหมาะสม ตรงจุด และเพียงพอ” ในระยะต่อไป

**กนง. ยังคงให้น้ำหนักกับการสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจเป็นสำคัญ** ภายใต้กรอบการดำเนินนโยบายการเงินที่มีเป้าหมายเพื่อรักษาเสถียรภาพราคา ควบคู่กับดูแลเศรษฐกิจให้เติบโตอย่างยั่งยืนและเต็มศักยภาพ และรักษาเสถียรภาพระบบการเงิน รวมถึงจะติดตามความเพียงพอของมาตรการภาครัฐและปัจจัยเสี่ยงต่าง ๆ โดยเฉพาะสถานการณ์การระบาดทั้งในและต่างประเทศ ในการดำเนินนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า โดยพร้อมใช้เครื่องมือนโยบายการเงินที่เหมาะสมเพิ่มเติมหากจำเป็น

## ■ Implication

EIC มองว่าเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างช้า ๆ แต่ กนง. จะยังคงอัตราดอกเบี้ยที่ 0.5% ตลอดทั้งปี 2021 เพื่อรักษาขีดความสามารถในการผ่อนคลายนโยบายการเงินไว้ (policy space) โดยผลกระทบจากการกลับมาระบาดของ COVID-19 ทั้งในไทยและต่างประเทศ ทำให้ EIC ประเมินว่าเศรษฐกิจไทยในปี 2021 จะเติบโตเพียง 2.2% (จาก -6.5% ในปี 2020) ซึ่งถือว่าเป็นการฟื้นตัวที่ค่อนข้างช้า และน่าจะทำให้ กนง. รักษาอัตราดอกเบี้ยไว้ในระดับต่ำต่อเนื่อง เพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า

- เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มขยายตัวชะลอลงในไตรมาสแรกปีนี้ แต่จะกลับมาฟื้นตัวได้ตามคาดในไตรมาสสอง เป็นต้นไป ทำให้การส่งออกไทยอาจขยายตัวต่ำกว่าคาดการณ์เดิมเล็กน้อย โดยการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มชะลอลงในช่วงไตรมาสแรกของปี 2021 จากการระบาดระลอกใหม่ของ COVID-19 ในหลาย ๆ ประเทศ ทำให้ภาครัฐต้องดำเนินมาตรการควบคุมโรคที่เข้มงวดขึ้น อย่างไรก็ตาม ภาครัฐของหลาย ๆ ประเทศ รวมถึงไทยต่างหลีกเลี่ยงมาตรการปิดเมืองแบบทั่วประเทศ ทำให้ภาคการผลิตยังสามารถดำเนินการได้นอกจากนี้ ภาครัฐยังได้ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม ทำให้ผลกระทบของการระบาดระลอกใหม่ต่อเศรษฐกิจโลกจะมีน้อยกว่าการระบาดระลอกแรก สำหรับในไตรมาสที่ 2 เป็นต้นไป คาดว่าเศรษฐกิจโลกจะสามารถกลับมาฟื้นตัวได้ตามคาด จากการฉีดวัคซีนในบางประเทศ และแนวโน้มการผ่อนคลายมาตรการปิดเมือง โดย IMF ได้ปรับประมาณการการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกปี 2021 เป็น 5.5% (จาก 5.2%) และคาดการณ์ค่าโลกปี 2021 จะขยายตัวที่ 8% ด้วยแนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่อาจชะลอลงในไตรมาสแรก ประกอบกับปัญหาการขาดแคลนตู้คอนเทนเนอร์ของผู้ส่งออกไทย EIC จึงปรับคาดการณ์ส่งออกไทยเป็นขยายตัวที่ 4.0% (จากเดิมที่เคยคาดไว้ที่ 4.7%)
- ภาคการท่องเที่ยวไทยจะยังไม่ฟื้นตัวนัก เนื่องจากการเปิดประเทศของกลุ่มนักท่องเที่ยวหลักของไทยมีแนวโน้มช้ากว่าคาด EIC คาดว่าไทยจะเริ่มเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติ โดยไม่ต้องกักตัวในไตรมาสที่ 3 ปี 2021 ให้กับนักท่องเที่ยวที่ได้รับการฉีดวัคซีนและต้องผ่านการตรวจไม่พบเชื้อไวรัสในร่างกายแล้วเท่านั้น ทั้งนี้ กลุ่มประเทศที่ฉีดวัคซีนให้ประชากรได้เป็นจำนวนมากในไตรมาสที่ 3 ของปี 2021 ส่วนใหญ่จะเป็นประเทศพัฒนาแล้วที่อยู่ในทวีปยุโรปและอเมริกาเหนือ ซึ่งมีสัดส่วนการเดินทางมาท่องเที่ยวในไทยไม่มากนัก แต่ประเทศในเอเชีย (ซึ่งมีสัดส่วนราว 3 ใน 4 ของจำนวนนักท่องเที่ยวที่มาไทยทั้งหมด) จะมีภูมิคุ้มกันหมู่ล่าช้ากว่านั้น โดยคาดว่าทางการจีนจะอนุญาตให้ประชาชนของตนเดินทางไปต่างประเทศได้อีกครั้งอย่างรวดเร็วในไตรมาสที่ 4 ของปี 2021 ซึ่งช้ากว่าที่เคยคาดไว้เดิม ดังนั้น EIC จึงคาดว่าจะมีจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในปี 2021 เพียง 3.7 ล้านคน
- การระบาดรอบใหม่ในไทยจะส่งผลกระทบต่อการบินภาคเอกชน โดยคาดว่าผลกระทบจะน้อยกว่าการระบาดในรอบแรก แต่มีแนวโน้มซ้ำเติมปัญหาแผลเป็นทางเศรษฐกิจที่มีอยู่ก่อนหน้า โดยภาครัฐไทยได้ดำเนินมาตรการควบคุมการระบาดในแนวทางที่สอดคล้องกับต่างประเทศ และภาครัฐไทยก็ได้ปรับตัวรับมือกับการระบาดแล้วเช่นกัน อีกทั้งยังมีเม็ดเงินจากภาครัฐและมาตรการทางการเงินที่ช่วยพยุงเศรษฐกิจและบรรเทาผลกระทบจากรายได้ที่ขาดหายไปของครัวเรือนได้ระดับหนึ่ง ทำให้ผลกระทบต่ออุปสงค์ภายในประเทศน่าจะไม่รุนแรงเท่ากับการระบาดระลอกแรก อย่างไรก็ตาม ผลจากการแพร่ระบาดรอบใหม่นี้อาจซ้ำเติมปัญหาแผลเป็นทางเศรษฐกิจโดยเฉพาะผู้ประกอบการ SME และแรงงานในธุรกิจด้านบริการที่มีความเปราะบางอยู่แล้ว

ด้วยเหตุนี้ กนง. จึงน่าจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 0.5% ตลอดทั้งปี 2021 เพื่อประคับประคองการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยในภาวะที่ยังมีความไม่แน่นอนอยู่มาก และรายได้ครัวเรือนและรายได้ธุรกิจปรับลดลง ทั้งนี้ กนง. น่าจะไม่ลดดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมเพื่อรักษาขีดความสามารถในการผ่อนคลายนโยบายการเงินไว้ (policy space)

สำหรับรองรับความเสี่ยงด้านค่าในอนาคต ซึ่งความเสี่ยงที่อาจกดดันให้ กนง. ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติม (อย่างมากอีก 1 ครั้งที่ 25 bps) อาจมาจาก 1) การแจกจ่ายวัคซีนหยุดชะงักและวัคซีนมีประสิทธิภาพต่ำกว่าที่คาด 2) การควบคุมการแพร่ระบาดของ COVID-19 ในไทยทำได้ช้ากว่าที่ประเมิน รวมถึงการแพร่ระบาดในระลอกต่อ ๆ ไป ที่อาจเกิดขึ้นได้ 3) ผลกระทบจากแผลเป็นของเศรษฐกิจไทยโดยเฉพาะแนวโน้มการปิดกิจการและตลาดแรงงาน ที่เปราะบาง อาจทำให้ภาระหนี้ของภาคธุรกิจและครัวเรือนปรับสูงขึ้นจนส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพระบบการเงินโดยรวม 4) ปัญหาเสถียรภาพการเมืองในประเทศ ซึ่งอาจกระทบต่อความเชื่อมั่นในการลงทุน และ 5) ค่าเงินบาทที่แข็งเร็วกว่า คู่ค้าคู่แข่ง ซึ่งอาจกระทบต่อการฟื้นตัวของอุปสงค์ต่างประเทศ

**การดำเนินมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่เหมาะสม ตรงจุด และเพียงพอ ผ่านเครื่องมือนโยบายอื่น เช่น มาตรการกระตุ้นภาครัฐ จะมีความจำเป็นมากขึ้น** โดย EIC มองว่า การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมอาจไม่เหมาะสมกับภาวะปัจจุบัน เนื่องจาก อัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นเครื่องมือที่ส่งผลเป็นวงกว้าง (blunt tool) และไม่สามารถแก้ไขปัญหาได้อย่างเฉพาะเจาะจงดังที่ กนง. แสดงความกังวล

- **มาตรการภาครัฐจะมีบทบาทสำคัญต่อการพยุงเศรษฐกิจมากขึ้น** โดยการดำเนินนโยบายควรจะมีเป้าหมายช่วยเหลือกลุ่มผู้ที่ได้รับความเดือดร้อนเป็นพิเศษ ซึ่งในปัจจุบัน ภาครัฐยังมีเม็ดเงินที่สามารถพยุงเศรษฐกิจได้ คิดเป็นวงเงินราว 6.4 แสนล้านบาท แบ่งเป็นเม็ดเงินจาก พรก. กู้เงิน 1 ล้านล้านบาท ที่เหลือราว 5 แสนล้านบาท และเม็ดเงินในส่วนของงบกลางอีกประมาณ 1.4 แสนล้านบาท (งบกลางเพื่อช่วยเหลือผู้ได้รับผลกระทบจาก COVID-19 4 หมื่นล้านบาท และงบกลางเพื่อกรณีฉุกเฉิน 9.9 หมื่นล้านบาท)
- **นโยบายการเงินอาจถูกผ่อนคลายเป็นพิเศษผ่านเครื่องมืออื่นนอกจากดอกเบี้ยนโยบาย** โดยล่าสุด ธปท. ได้ต่ออายุมาตรการช่วยเหลือลูกหนี้ออกไปจนถึงมิถุนายน ปี 2021 ซึ่งมาตรการนี้จะช่วยเหลือลูกหนี้ที่ได้รับผลกระทบเป็นรายกรณีไป (ไม่ได้ให้การช่วยเหลือเป็นการทั่วไป) จึงอาจช่วยบรรเทาผลกระทบของการแพร่ระบาดต่อครัวเรือนได้ตรงจุดกว่าการลดอัตราดอกเบี้ยเป็นการทั่วไป ที่อาจส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพสถาบันการเงิน และประสิทธิภาพของการส่งผ่านนโยบายอีกด้วย สำหรับในระยะต่อไป คาดว่าอาจมีการผ่อนคลายนโยบายของมาตรการสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำ (soft loan) เพื่อจูงใจให้มีการปล่อยกู้มากขึ้น โดยอาจมีการพิจารณาเพิ่มวงเงินที่สถาบันการเงินสามารถปล่อยกู้ได้ ปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของสถาบันการเงิน และรัฐบาลอาจเข้ามาช่วยชดเชยความเสี่ยงหายมากขึ้น

บทวิเคราะห์จาก... <https://www.scbeic.com/th/detail/product/7364>

โดย : ดร. กำพล อดิเรกสมบัติ ([kampon.adireksombat@scb.co.th](mailto:kampon.adireksombat@scb.co.th))  
ผู้อำนวยการอาวุโส และหัวหน้าฝ่ายวิจัยด้านเศรษฐกิจ และตลาดการเงิน  
วชิรวัฒน์ บานชื่น ([wachirawat.banchuen@scb.co.th](mailto:wachirawat.banchuen@scb.co.th))  
นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส  
พงศกร ศรีสากกุล ([pongsakorn.srisakawkul@scb.co.th](mailto:pongsakorn.srisakawkul@scb.co.th))  
นักวิเคราะห์  
Economic Intelligence Center (EIC)  
ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)  
EIC Online: [www.scbeic.com](http://www.scbeic.com)

