

จดหมายแจ้งผู้อ่าน

SCBS



เรียน ผู้อ่าน:

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

SCBS เผยแพร่รายงานเศรษฐกิจฉบับนี้ในนามของบริษัทเพื่อเป็นการเผยแพร่ข้อมูลเป็นการทั่วไปเท่านั้น

บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด

EIC ประเมินโอกาสของการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปีนี้มีสูงขึ้น หลัง กนง. มีมติคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างไม่เป็นเอกฉันท์

5 สิงหาคม 2021

Key summary

- กนง. มีมติ 4 ต่อ 2 เสียงให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 0.50% ต่อปี โดยแม้ กนง. จะประเมินเศรษฐกิจได้รับผลกระทบจาก COVID-19 มากกว่าที่เคยประเมินไว้ สะท้อนจากการลดประมาณการเศรษฐกิจปีนี้เป็นขยายตัวที่ 0.7% และ 3.7% ในปีหน้า (จากเดิม 1.8% และ 3.9% ตามลำดับ) แต่กรรมการส่วนใหญ่ยังมองว่า มาตรการการเงินจะมีประสิทธิภาพมากกว่าการลดอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำ ขณะที่กรรมการ 2 ท่านเห็นควรให้ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 0.25% ต่อปี เพื่อพยุงเศรษฐกิจและรองรับความเสี่ยงเศรษฐกิจที่มีมากขึ้น
- กนง. ประเมินว่าสภาพคล่องในระบบการเงินยังอยู่ในระดับสูง แต่การกระจายตัวยังไม่ทั่วถึง จากความเสี่ยงด้านเครดิตที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะธุรกิจ SMEs และภาคครัวเรือน นอกจากนี้ เศรษฐกิจไทยจะเผชิญกับความเสียหายด้านต่ำเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อภาคการบริโภคภาคเอกชน รายได้ และการจ้างงาน
- EIC ประเมินว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ระดับ 0.5% ต่อเนื่องตลอดปี 2021 และปี 2022 โดยหากเศรษฐกิจเป็นไปตามกรณีฐานตามการประเมินล่าสุดของ กนง. ที่มีสมมติฐานว่า การระบาดจะถูกควบคุมได้ในช่วงต้นไตรมาส 4 ของปีนี้ กนง. ก็จะไม่เลือกคงดอกเบี้ยไว้ที่เดิม เพื่อเก็บ policy space ไว้ และเน้นการปรับมาตรการการเงินเพื่อกระจายสภาพคล่องให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น อย่างไรก็ตาม โอกาสของการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 1 ครั้งภายในปีนี้มีมากขึ้น (ความน่าจะเป็น 30%) จากความเสี่ยงด้านต่ำของการระบาดจากสายพันธุ์เดลต้า ภายใต้การฉีดวัคซีนอย่างช้า ๆ ก็ทำให้มีโอกาสที่การระบาดและมาตรการการควบคุมจะยาวนานกว่าคาด กระทั่งต่อการฟื้นตัวและแผลเป็นทางเศรษฐกิจมากยิ่งขึ้น จนเป็นเหตุพาลให้ กนง. อาจตัดสินใจปรับลดดอกเบี้ยอีก 0.25% ภายในปีนี้ เพื่อพยุงเศรษฐกิจเพิ่มเติมได้เช่นกัน ทั้งนี้ปัจจัยหลักที่ต้องจับตามอง ได้แก่ การควบคุมการระบาด พัฒนาการการฉีดวัคซีน และความเพียงพอของมาตรการทางการคลัง
- ในภาพรวม EIC มองว่า การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมอาจช่วยลดภาระการชำระหนี้ได้บ้าง แต่จะมีผลกระทบเศรษฐกิจค่อนข้างจำกัดในภาวะที่ดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำมากแล้ว และเศรษฐกิจถูกกระทบจากรายได้ที่ลดลงจากมาตรการ lockdown และความกังวลของการระบาดเป็นหลัก ซึ่งทำให้การเร่งฉีดวัคซีนเพื่อควบคุมการระบาด มาตรการการคลังที่อัดฉีดเพื่อชดเชยรายได้ที่หายไป และการปรับมาตรการการเงินเพื่อกระจายสภาพคล่องให้ทั่วถึงขึ้น จะตอบโจทย์ได้ดีกว่า
- EIC ประเมินว่า ภาครัฐจะพิจารณาปรับมาตรการการเงินที่มีอยู่และอาจออกมาตรการเพิ่มเติมเพื่อเร่งจัดสรรสภาพคล่องและลดภาระหนี้ของกลุ่มผู้ถูกกระทบจากการระบาดให้มีประสิทธิภาพมากขึ้นตามการสื่อสารของ กนง. โดยในส่วนของมาตรการสินเชื่อฟื้นฟูและมาตรการพักทรัพย์พักหนี้ อาจเห็นการปรับเงื่อนไขและลดข้อจำกัดต่าง ๆ โดยเฉพาะการปรับรูปแบบของการลดความเสี่ยงด้านเครดิตและลดต้นทุนทางการเงินของธุรกิจ SMEs ที่ได้รับผลกระทบจากการระบาด เพื่อสนับสนุนการเข้าถึงสินเชื่อของ SMEs ที่แม้จะดีขึ้นแต่ยังไม่กระจายตัวและทั่วถึงอย่างเพียงพอ
- ด้านตลาดการเงิน ภาวะการเงินไทยยังผ่อนคลายอย่างต่อเนื่อง จากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยที่ปรับตัวลดลงในช่วงเดือนที่ผ่านมา ตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ขณะที่เงินบาทปรับอ่อนค่าลงมากกว่าสกุลเงินอื่น ๆ ในภูมิภาค จากความกังวลเกี่ยวกับสถานการณ์การแพร่ระบาดและดุลบัญชีเดินสะพัดที่ขาดดุลต่อเนื่อง

■ Key points

กนง. ปรับลดประมาณการเศรษฐกิจไทยจากผลกระทบของการระบาดที่มากกว่าคาด แต่มีมติ 4 ต่อ 2 เสียง ให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 0.50% ต่อปี โดยกรรมการส่วนใหญ่เห็นว่า มาตรการการเงินมีประสิทธิภาพสูงกว่าการลดดอกเบี้ย ขณะที่ 2 เสียง เห็นควรให้ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 0.25% ต่อปี เพื่อพยุงเศรษฐกิจเพิ่มเติม

คณะกรรมการประเมินว่าเศรษฐกิจไทยในปี 2021 ได้รับผลกระทบจากการระบาดของ COVID-19 มากกว่าที่ประเมินไว้และยังมีความเสี่ยงด้านต่ำอย่างมีนัยสำคัญ โดยมองว่าโจทย์สำคัญที่สุดของเศรษฐกิจไทยคือ การเร่งควบคุมการระบาดและการกระจายวัคซีนเพื่อฟื้นความเชื่อมั่นของประชาชน และเอื้อให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจและรายได้กลับมาขยายตัว ขณะที่มาตรการทางการคลังและการเงินจะต้องเร่งช่วยผู้ได้รับผลกระทบให้ตรงจุดและทันการณ์ยิ่งขึ้น ทั้งนี้คณะกรรมการเห็นว่าความเสี่ยงทางเศรษฐกิจยังอยู่ในระดับสูง การช่วยเหลือต้องเร่งผลักดันผ่านการกระจายสภาพคล่องและลดภาระหนี้ของกลุ่มที่ได้รับผลกระทบ ซึ่งกรรมการส่วนใหญ่เห็นว่ามาตรการการเงินจะมีประสิทธิผลมากกว่าการลดอัตราดอกเบี้ยที่ปัจจุบันอยู่ในระดับต่ำ จึงเห็นควรให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ ขณะที่กรรมการ 2 ท่าน เห็นควรให้ลดอัตราดอกเบี้ยเพื่อเป็นมาตรการเสริมในการช่วยพยุงเศรษฐกิจและรองรับแนวโน้มเศรษฐกิจที่มีความเสี่ยงสูงในระยะข้างหน้า

- **เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัว 0.7% และ 3.7% ในปี 2021 และ 2022** โดยปรับลดลงจากผลกระทบของ COVID-19 ที่ยืดเยื้อและรุนแรงกว่าที่ประเมินไว้ ตลอดจนการบริโภคภาคเอกชนที่ได้รับผลกระทบมากในปีนี้ และแนวโน้มนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ปรับลดลงมากในปีหน้าจากนโยบายการเปิดประเทศที่ล่าช้าและความเชื่อมั่นของนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ลดลง โดย ธปท. ปรับลดประมาณการนักท่องเที่ยวต่างชาติเหลือ 1.5 แสนคนในปี 2021 และ 6 ล้านคนในปี 2022 (จาก 7 แสนคนและ 10 ล้านคนตามลำดับ)
- **ตลาดแรงงานเปราะบางมากขึ้นจากการระบาดระลอกสาม** โดยเฉพาะภาคบริการและผู้ประกอบอาชีพอิสระ โดยพบว่าในช่วงไตรมาสที่ 2 ของปีนี้ ผู้เสมือนว่างงานเพิ่มขึ้นครั้งแรกในรอบปี แรงงานเคลื่อนย้ายกลับภูมิภาคเพิ่มขึ้น และผู้ว่างงานระยะยาวเร่งตัวขึ้น นอกจากนี้ การฟื้นตัวของการทำงานลูกจ้างเอกชนนอกภาคเกษตรมีลักษณะเป็น W-shaped โดยการระบาดที่รุนแรงและยืดเยื้อขึ้นจะทำให้การฟื้นตัวล่าช้าออกไปอีกในระยะถัดไป อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจไทยยังมีแรงสนับสนุนเพิ่มเติมจากแนวโน้มการใช้จ่ายภาครัฐที่สูงขึ้นจาก พ.ร.ก. กู้เงินล่าสุดและการส่งออกสินค้าที่ขยายตัวดี แม้ภาคการผลิตบางส่วนได้รับผลกระทบจากการระบาดในโรงงานและการขาดแคลนวัตถุดิบชั่วคราว
- **อัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีแนวโน้มใกล้เคียงเดิม** การคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อในระยะปานกลางยังคงยึดเหนี่ยวอยู่ในกรอบเป้าหมาย
- **ทั้งนี้เศรษฐกิจไทยยังมีความเสี่ยงด้านต่ำอย่างมีนัยสำคัญจากการระบาดทั้งในและต่างประเทศที่มีแนวโน้มรุนแรงขึ้น** ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อภาคบริโภคภาคเอกชน รายได้ และการจ้างงาน เพิ่มเติมจากผลกระทบต่อจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติ ซึ่งคณะกรรมการจะติดตามปัจจัยดังกล่าวอย่างใกล้ชิด

กนง. ประเมินว่าสภาพคล่องในระบบการเงินยังอยู่ในระดับสูง แต่การกระจายตัวยังไม่ทั่วถึงจากความเสี่ยงด้านเครดิตที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะธุรกิจ SMEs และภาคครัวเรือนที่ได้รับผลกระทบเพิ่มเติมจากการระบาด ทั้งนี้มาตรการสินเชื่อฟื้นฟูที่ออกมา ช่วยให้ธุรกิจ SMEs เข้าถึงสินเชื่อเพิ่มขึ้น ด้านอัตราแลกเปลี่ยน เงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ เคลื่อนไหวอ่อนค่ากว่าเงินสกุลภูมิภาคตามปัจจัยในประเทศ

กนง. ระบุว่ามาตรการภาครัฐและการประสานนโยบายมีความสำคัญต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ โดยมาตรการสาธารณสุขควรเร่งจัดหาและกระจายวัคซีนที่มีประสิทธิภาพเพื่อควบคุมไม่ให้เกิดการระบาดยืดเยื้อ มาตรการการคลังควรเร่งเยียวยาและพยุงเศรษฐกิจ โดยดูแลตลาดแรงงานและภาคธุรกิจเพิ่มขึ้นในจุดที่เปราะบางอย่างเพียงพอและทันการณ์ นโยบายการเงินต้องสนับสนุนให้ภาวะการเงินโดยรวมผ่อนคลายต่อเนื่อง สำหรับมาตรการด้านการเงินและสินเชื่อควรเร่งปรับปรุงให้มีประสิทธิผลมากขึ้น โดยเร่งกระจายสภาพคล่องไปสู่ผู้ได้รับผลกระทบให้ตรงจุดและลดภาระหนี้ อาทิ มาตรการสินเชื่อฟื้นฟู มาตรการพักทรัพย์พักหนี้ และมาตรการอื่น ๆ ของสถาบันการเงินเฉพาะกิจ ควบคู่กับการผลักดันให้สถาบันการเงินเร่งปรับปรุงโครงสร้างหนี้ให้เห็นผลในวงกว้างและสอดคล้องกับความสามารถในการชำระหนี้ของลูกหนี้ในระยะยาว

กนง. ยังคงให้น้ำหนักกับการสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจเป็นสำคัญ ภายใต้กรอบการดำเนินนโยบายการเงินที่มีเป้าหมายเพื่อรักษาเสถียรภาพราคา ควบคู่กับการดูแลเศรษฐกิจให้เติบโตอย่างยั่งยืนและเต็มศักยภาพ และรักษาเสถียรภาพระบบการเงิน รวมถึงจะติดตามปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อแนวโน้มเศรษฐกิจ ได้แก่ การกระจายและประสิทธิภาพของวัคซีน สถานการณ์การระบาดทั้งในและต่างประเทศ ความเพียงพอของมาตรการการคลัง และมาตรการด้านการเงินและสินเชื่อ โดยพร้อมใช้เครื่องมือนโยบายการเงินที่เหมาะสมเพิ่มเติมหากจำเป็น

■ Implications

EIC คาดว่า สปท. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ระดับ 0.5% ต่อเนื่องตลอดปี 2021 และปี 2022 แต่โอกาสในการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 1 ครั้งภายในปีนี้มีมากขึ้นเช่นกัน โดย EIC ประเมินว่า ในกรณีฐาน กนง. น่าจะยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ระดับต่ำเป็นประวัติการณ์ต่อเนื่องจนถึงสิ้นปี 2022 เนื่องจากการประมาณการเศรษฐกิจล่าสุดของ กนง. ในกรณีฐานยังคงมีสมมติฐานว่า สถานการณ์การแพร่ระบาดอาจปรับดีขึ้น และสามารถผ่อนคลายการ lockdown ได้ในช่วงต้นของไตรมาส 4 ปีนี้ ซึ่งจะทำให้ความจำเป็นในการลดอัตราดอกเบี้ยในปีนี้มีน้อยลง นอกจากนี้ กรรมการส่วนใหญ่ยังมองว่า ประโยชน์จากการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในภาวะปัจจุบันจะมีจำกัด โดยปัญหาหลักคือ การกระจายสภาพคล่องไปยัง SMEs และครัวเรือนต่าง ๆ อย่างทั่วถึงมากกว่าปัญหาด้านทุนทางการเงิน นอกจากนี้ กนง. ต้องชั่งน้ำหนักกับผลกระทบข้างเคียงของการลดดอกเบี้ยลงไปใกล้ศูนย์มากยิ่งขึ้น เช่น 1) อัตราดอกเบี้ยที่ลดต่ำลงอีกอาจทำให้ประชาชนบางกลุ่มที่พึ่งพารายรับหลักจากดอกเบี้ยเงินฝาก เช่น กลุ่มผู้สูงอายุ ต้องหันมาออมเงินมากขึ้นและลดการใช้จ่ายลง 2) policy space จะลดลงอีกและไม่เพียงพอกับการรองรับกรณีที่เศรษฐกิจปรับตัวเลวร้ายกว่านี้ และ 3) การปรับลดดอกเบี้ยลงมากอาจทำให้เกิดการก่อหนี้เพิ่มในปริมาณมาก ส่งผลให้การปรับขึ้นดอกเบี้ยในระยะต่อไปทำได้ยากขึ้น ซึ่งอาจนำไปสู่ความเสี่ยงด้านเสถียรภาพระบบการเงินในระยะยาวที่มาจากระดับหนี้มีสูงเกินไป พฤติกรรมการแสวงหาผลตอบแทนที่สูงขึ้น (search for yield) และการประเมินความเสี่ยงต่ำกว่าที่ควร (underpricing of risk) ได้

อย่างไรก็ดี ความเสี่ยงด้านต่ำของเศรษฐกิจที่มีอยู่มากโดยเฉพาะการระบาดที่อาจยาวนานกว่าคาดจะทำให้โอกาสในการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 1 ครั้งภายในปีนี้มีอยู่พอสมควร (ประมาณ 30%) เนื่องจากการระบาดของสายพันธุ์เดลต้า ที่มีอัตราการแพร่ระบาดที่สูงขึ้นมากเทียบกับสายพันธุ์เดิม โดยเฉพาะในภาวะที่การฉีดวัคซีนยังอยู่ในระดับต่ำ ทำให้มาตรการ lockdown ในระดับที่ใช้อยู่อาจไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอในการควบคุมการระบาดให้ลดลงได้ภายในต้นไตรมาสที่ 4 ตามกรณีฐาน หากความเสี่ยงด้านต่ำเกิดขึ้นจริง ไม่ว่าจะเป็นการแพร่ระบาดที่รุนแรงและยาวนานกว่าที่คาด ผลกระทบจากมาตรการปิดเมืองต่อการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนที่รุนแรงกว่าที่ประเมินไว้ หรือการออกมาตรการสนับสนุนจากภาครัฐทำได้น้อยกว่าคาดมาก ก็อาจทำให้คณะกรรมการส่วนใหญ่จำเป็นต้องหันมาดำเนินนโยบายผ่านการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมเพื่อพยุงเศรษฐกิจผ่านการลดภาระหนี้ดอกเบี้ยและการสนับสนุนการปรับปรุงโครงสร้างหนี้ของภาคครัวเรือนและ SMEs อีกทั้ง ยังช่วยผ่อนคลายภาวะการเงินและลดภาระการชำระดอกเบี้ย

ของภาครัฐจากหนี้สาธารณะที่มีแนวโน้มสูงขึ้นในระยะต่อไปด้วยเช่นกัน ทั้งนี้นอกจากการพิจารณาลดดอกเบี้ยแล้ว กนง. อาจพิจารณาขยายระยะเวลามาตรการปรับลดอัตราเงินนำส่งเข้ากองทุน FIDF ซึ่งนำมาใช้เมื่อปีที่แล้ว รวมถึงอาจพิจารณาปรับลดอัตราเงินนำส่งเพิ่มเติมได้

ธปท. จะพิจารณาปรับมาตรการการเงินที่มีอยู่และอาจออกมาตรการเพิ่มเติมเพื่อเร่งจัดสรรสภาพคล่องไปสู่กลุ่มผู้ถูกกระทบจากการระบาดให้กระจายตัวทั่วถึงและเพียงพอมากขึ้นตามแนวทางที่ กนง. ได้สื่อสารไว้ ในภาพรวม แม้ ธปท. ได้ร่วมกับหน่วยงานที่เกี่ยวข้องในการปรับมาตรการการเงินเพื่อให้ความช่วยเหลือแก่ธุรกิจ SMEs ให้มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น ทั้งมาตรการสินเชื่อฟื้นฟู และมาตรการพักทรัพย์พักหนี้ แต่ความคืบหน้าของโครงการยังเป็นไปอย่างช้า ๆ และไม่ทั่วถึงนัก โดย ณ วันที่ 27 กรกฎาคม 2021 มีผู้ได้รับความช่วยเหลือผ่านมาตรการสินเชื่อฟื้นฟู 27,219 ราย ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนเพียง 3.5% ของจำนวนธุรกิจ SMEs ที่จดทะเบียนนิติบุคคลในประเทศที่มีอยู่ราว 7.7 แสนราย อีกทั้งสินเชื่อที่อนุมัติผ่านโครงการแล้วยังมีมูลค่าเพียง 8.2 หมื่นล้านบาท จากวงเงินรวมทั้งหมด 2.5 แสนล้านบาท ทำให้มีความเป็นไปได้สูงที่สินเชื่อใหม่ในภาค SMEs จะหดตัวต่อเนื่องอีกในปีนี้ สำหรับโครงการพักทรัพย์พักหนี้ ก็มีผู้เข้าร่วมโครงการน้อยเช่นกัน โดยมีผู้ได้รับความช่วยเหลือเพียง 18 รายเท่านั้น ซึ่งสะท้อนได้ว่า เงื่อนไขของมาตรการและกฎระเบียบของหน่วยงานที่เกี่ยวข้องอาจยังเป็นอุปสรรคต่อการเข้าร่วมโครงการของภาคธุรกิจ จึงเป็นความท้าทายสำคัญที่ภาครัฐจะต้องเร่งพิจารณาปรับเงื่อนไขและลดอุปสรรคของโครงการเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการกระจายสภาพคล่อง โดยสำหรับโครงการสินเชื่อ SMEs ภาครัฐอาจต้องพิจารณากลไกที่เข้ามามีส่วนร่วมและลดความเสี่ยงด้านเครดิตมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็น การปรับลดค่าธรรมเนียมประกันสินเชื่อ บสย. การเพิ่มสัดส่วนการชดเชยความเสียหายของพอร์ตสินเชื่อ หรือ การประกาศรับความเสี่ยงของภาครัฐในรูปแบบ loan guarantee ในสัดส่วนสูงเพียงพอ ทั้งนี้เพื่อสนับสนุนการกระจายสภาพคล่องแก่ธุรกิจ SMEs ที่กำลังถูกกระทบจากวิกฤต COVID-19 อย่างรุนแรง

ในส่วนของตลาดการเงิน กวาทะการเงินไทยยังมีแนวโน้มผ่อนคลายอย่างต่อเนื่อง จากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยที่ปรับตัวลดลงในช่วงเดือนที่ผ่านมา ตามการลดลงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ รวมถึงจากปัจจัยเสี่ยงภายในประเทศ โดยปัจจุบันอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 10 ปี อยู่ที่ 1.53% ปรับลดลง 21 bps นับจากต้นเดือนกรกฎาคม ในขณะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี อยู่ที่ 1.18% ปรับลดลง 28 bps ในช่วงเวลาเดียวกัน (รูปที่ 1)

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องในเดือนกรกฎาคม 2021 ซึ่งการปรับตัวลดลงดังกล่าวสวนทางกับตัวเลขทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ทั้งตัวเลขการจ้างงานนอกภาคการเกษตรและอัตราเงินเฟ้อที่ปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้การปรับตัวลดลงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ มาจาก 3 ปัจจัยหลัก คือ

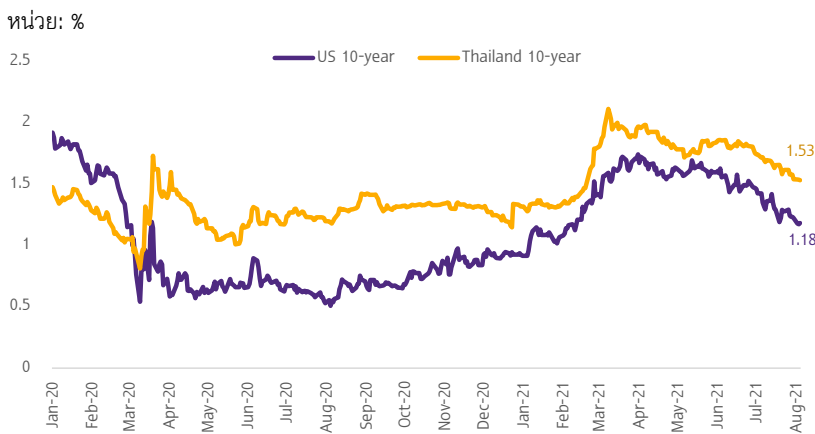
- 1) ความกังวลเกี่ยวกับผลกระทบทางเศรษฐกิจที่เกิดจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 สายพันธุ์เดลต้า โดยยอดผู้ติดเชื้อ COVID-19 ใหม่รายวันของสหรัฐฯ ตลอดจนจำนวนผู้ที่เข้ารับการรักษาในโรงพยาบาลเร่งตัวขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงสัปดาห์ที่ผ่านมา โดยส่วนใหญ่เป็นการระบาดในกลุ่มผู้ที่ยังไม่ได้รับวัคซีน ซึ่งการกลับมาระบาดของ COVID-19 ส่งผลให้นักลงทุนเกิดความกังวลต่อความไม่แน่นอนของสถานะเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า จึงเกิดการถือสินทรัพย์เสี่ยงและซื้อสินทรัพย์ปลอดภัยมากขึ้น
- 2) การปรับลดมุมมองของตลาดต่อโอกาสการดำเนินนโยบายทางการเงินที่เข้มงวดของสหรัฐฯ โดยตัวเลขคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ ล่าสุดอยู่ในระดับต่ำกว่าการคาดการณ์ในเดือนมิถุนายน (รูปที่ 2) สะท้อนถึงการปรับลดมุมมองนักลงทุนต่อโอกาสในการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย นอกจากนี้ นักลงทุนได้ปรับลดคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อในระยะกลางลง โดยมองว่าอัตราเงินเฟ้อที่เร่งตัวสูงขึ้นนั้นจะเป็นเพียงปัจจัยชั่วคราว ซึ่งแตกต่างจากมุมมองในไตรมาส 1 ที่ผ่านมา ที่นักลงทุนมองว่าอัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มจะอยู่ในระดับสูงอย่างต่อเนื่องจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจขนาดใหญ่และการกระจายวัคซีนที่รวดเร็วในสหรัฐฯ

3) ปัญหา Supply-side constraints ที่มีแนวโน้มรุนแรงและยืดเยื้อกว่าที่คาดการณ์ไว้ ถือเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อการเติบโตของเศรษฐกิจโลกรวมถึงเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในระยะข้างหน้า โดยความล่าช้าในภาคการผลิตและระดับสินค้าคงคลังที่อยู่ในระดับต่ำ ส่งผลให้ระยะเวลาการส่งมอบนานขึ้นและแรงกดดันด้านราคาปรับเพิ่มขึ้น ตลอดจนโรงงานหลายแห่งทั่วโลกต้องปิดสายการผลิตชั่วคราว นอกจากนี้ตลาดแรงงานสหรัฐฯ ก็ยังไม่ฟื้นตัวกลับสู่ระดับก่อนวิกฤต COVID-19 แม้มาตรการ unemployment benefits¹ จะเริ่มหมดอายุลงในบางรัฐแล้ว

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับลดลงตามการลดลงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ และปัจจัยเสี่ยงภายในประเทศ โดยการระบาดของไวรัสในประเทศและประกาศใช้มาตรการควบคุมการแพร่ระบาดที่เข้มงวดมากขึ้นทำให้แนวโน้มเศรษฐกิจไทยปรับแย่ลง ส่งผลให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่ำลง และเป็นปัจจัยเพิ่มเติมที่กดดันให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวลดลง

รูปที่ 1 : ภาวะการเงินไทยอ่อนคลายลงอย่างต่อเนื่อง จากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยที่ลดลง

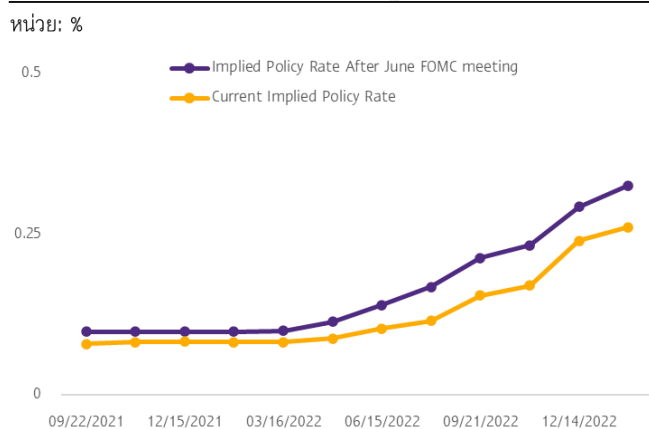
อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

รูปที่ 2 : นักลงทุนได้ปรับลดมุมมองของการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ

คาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

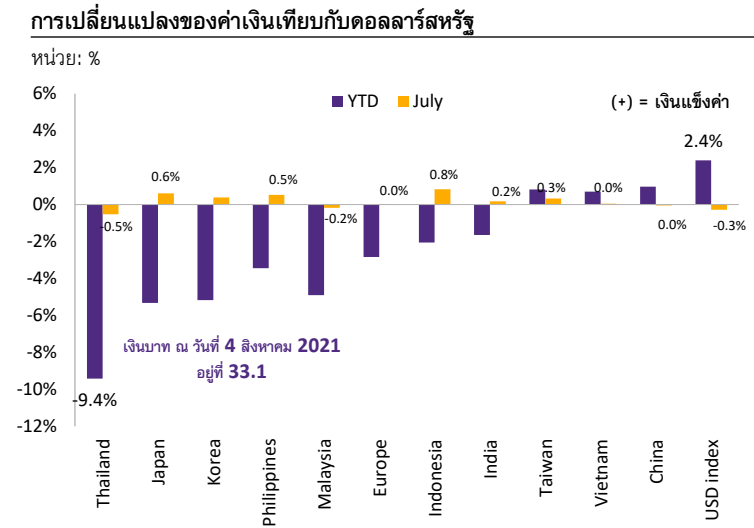
¹ เงินชดเชยการว่างงาน

เงินบาทปรับอ่อนค่าลงมากกว่าสกุลเงินอื่น ๆ ในภูมิภาค จากความกังวลเกี่ยวกับสถานการณ์การแพร่ระบาด และดุลบัญชีเดินสะพัดที่ขาดดุลต่อเนื่อง โดยปัจจุบันเงินบาทอยู่ที่ 33.1 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ อ่อนค่าจากต้นปี 9.4% ซึ่งเป็นการอ่อนค่าที่มากกว่าค่าเงินของประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาค (รูปที่ 3) โดยในระยะสั้นนี้ เงินบาทมีแนวโน้มที่จะอยู่ในระดับอ่อนค่าจาก

1. การแพร่ระบาดของ COVID-19 สายพันธุ์เดลต้าที่ยืดเยื้อและรุนแรงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน ทำให้เงินทุนไหลออกจากไทยในเดือนกรกฎาคม ทั้งในตลาดตราสารหนี้และตลาดตราสารทุน โดยความกังวลต่อการแพร่ระบาดในหลายประเทศได้ส่งผลให้นักลงทุนเข้าซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐเพิ่มขึ้น จึงทำให้เงินดอลลาร์สหรัฐปรับตัวแข็งค่าเมื่อเทียบกับเงินสกุลอื่น
2. **ดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยที่ยังขาดดุลต่อเนื่อง** โดยในไตรมาสที่สองของปีนี้ดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยขาดดุลทั้งสิ้น 1.64 แสนล้านบาท ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำที่สุดนับตั้งแต่ปี 2013 โดยการขาดดุลดังกล่าวเกิดจากการขาดดุลบริการจากค่าขนส่ง โดยเฉพาะค่าระวางสินค้าที่ปรับตัวสูงขึ้น ขณะที่ดุลการค้าของไทยยังคงเกินดุล นอกจากนี้ การท่องเที่ยวที่ชะงักส่งผลให้ความต้องการถือเงินบาทปรับลดลง เงินบาทจึงอ่อนค่าลงเร็ว

อย่างไรก็ดี หากสถานการณ์การแพร่ระบาดปรับดีขึ้นตามคาดในไตรมาส 4 ปีนี้ ก็จะเป็นปัจจัยที่ช่วยให้เงินบาทกลับมาแข็งค่าขึ้นได้เล็กน้อยในช่วงปลายปี โดยหากค่าขนส่งสินค้าที่ปรับตัวสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมาจากปัญหา Supply Chain disruption บรรเทาลงในช่วงที่เหลือของปี จะส่งผลให้ไทยมีการขาดดุลบริการลดลง นอกจากนี้ หากภาครัฐสามารถควบคุมสถานการณ์การแพร่ระบาดและนักลงทุนมีความเชื่อมั่นเพิ่มขึ้น ก็จะช่วยให้ความต้องการเงินบาทปรับเพิ่มขึ้น ส่งผลให้เงินบาทกลับมาแข็งค่าขึ้นได้ โดย EIC คาดว่าจะอยู่ในกรอบ 32.5-33 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ

รูปที่ 3 : เงินบาทปรับอ่อนค่าลงมากกว่าสกุลเงินอื่น ๆ ในภูมิภาค จากความกังวลเกี่ยวกับสถานการณ์การแพร่ระบาดและดุลบัญชีเดินสะพัดที่ขาดดุลต่อเนื่อง



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

บทวิเคราะห์โดย... <https://www.sceic.com/th/detail/product/7720>

ผู้เขียนบทวิเคราะห์ : วชิรวัฒน์ บานชื่น (wachirawat.banchuen@scb.co.th)

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

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

นักวิเคราะห์

Economic Intelligence Center (EIC)

ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)

EIC Online: www.scbeic.com



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.