



## Fed ขึ้นดอกเบี้ยตามคาด พร้อมปรับ dot plot เล็งขึ้นอีก 2 ครั้งในปี

### Event

- จากการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ (FOMC) เมื่อวันที่ 12-13 มิถุนายน 2018 ที่ประชุม FOMC มีมติปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Fed funds rate) ขึ้น 25 bps ไปอยู่ที่ช่วง 1.75 – 2.00% นอกจากนี้ ประมวลผลการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (dot plot) แสดงให้เห็นว่าคณะกรรมการ FOMC ได้ปรับมุมมองการขึ้นดอกเบี้ยนโยบายขึ้น โดยมีแนวโน้มว่าจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายรวม 4 ครั้งในปี (จากเดิมที่ 3 ครั้ง) ซึ่งจะทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ อยู่ในช่วง 2.25 - 2.50% ณ สิ้นปี 2018

### Analysis

- Fed ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยตามเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่แข็งแกร่ง พร้อมกับมีมุมมองต่อการเติบโตของเศรษฐกิจในระยะต่อไปที่ดีขึ้น** โดยประเมินว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในช่วงที่ผ่านมาขยายตัวได้อย่างแข็งแกร่ง (solid) ซึ่งดีขึ้นกว่าการประชุมครั้งก่อนที่ขยายตัวได้ปานกลาง (moderate) โดยเฉพาะด้านตลาดแรงงานที่ Fed ระบุว่าการจ้างงานยังแข็งแกร่งและอัตราการว่างงานยังลดลง (declined) ซึ่งบ่งชี้ถึงตลาดแรงงานที่ตึงตัวขึ้นเมื่อเทียบกับรายงานครั้งก่อนที่ระบุว่าอัตราการว่างงานจะคงอยู่ในระดับต่ำ (stayed low) ทั้งนี้ สอดคล้องกับตัวเลขอัตราการว่างงานในเดือนพ.ค. ที่ลดลงสู่ระดับ 3.8% ต่ำสุดในรอบ 18 ปี ซึ่งลดลงเร็วกว่าที่ Fed เคยคาดการณ์ไว้ว่าจะแตะระดับ 3.8% ในสิ้นปีนี้ ส่งผลให้ Fed ปรับคาดการณ์อัตราการว่างงานปี 2018 ลงไปที่ 3.6% จากเดิม 3.8% นอกจากนี้ การใช้จ่ายภาคครัวเรือนก็กลับมาฟื้นตัวขึ้นหลังจากที่ชะลอตัวลงในการประชุมครั้งก่อน ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนยังคงเติบโตอย่างแข็งแกร่ง สำหรับอัตราเงินเฟ้อยังปรับสูงขึ้นต่อเนื่อง โดยในเดือนเม.ย. อัตราเงินเฟ้อทั่วไป PCE อยู่ที่ 2.0% และอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน PCE อยู่ที่ 1.8% ทำให้ Fed ปรับคาดการณ์เงินเฟ้อทั่วไปปี 2018 ขึ้นไปที่ 2.1% จากเดิม 1.9% และอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานขึ้นไปที่ 2.0% จากเดิม 1.9% ซึ่งอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น มาจากทั้งการใช้จ่ายของผู้บริโภคที่ขยายตัวต่อเนื่อง ค่าจ้างแรงงานที่ฟื้นตัว รวมถึงราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกที่ปรับสูงขึ้น
- Fed ปรับคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย (dot plot) โดยมองว่าจะขึ้นดอกเบี้ยได้รวม 4 ครั้งในปี 2018** จากเดิม 3 ครั้ง เนื่องจาก 1) แนวโน้มของเศรษฐกิจที่ร้อนแรงกว่าที่ Fed เคยคาดการณ์ไว้ โดยเฉพาะอัตราการว่างงานที่ยังลดลงต่อเนื่อง นอกจากนี้ เศรษฐกิจสหรัฐฯ ในช่วงที่เหลือของปียังมีแนวโน้มขยายตัวได้อย่างต่อเนื่อง จากการลงทุนภาคเอกชนที่ขยายตัวได้สูง แรงกระตุ้นการลงทุนจากการปฏิรูปภาษี เม็ดเงินใช้จ่ายของรัฐบาลจากการเพิ่มงบประมาณขาดดุล และกำลังซื้อภาคครัวเรือนที่มีแนวโน้มเติบโตจากตลาดแรงงานที่ตึงตัว ส่งผลให้ Fed ปรับคาดการณ์การเติบโตของ GDP ปี 2018 ขึ้นเป็น 2.8% จากเดิม 2.7% 2) เศรษฐกิจที่แข็งแกร่งและราคาน้ำมันที่สูงขึ้นส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีแนวโน้มปรับสูงขึ้นและอยู่ในระดับเป้าหมายต่อเนื่อง ซึ่งจะสนับสนุนการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย



นอกจากนี้ ต้องจับตามผลกระทบจากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และประเทศคู่ค้าที่สำคัญซึ่งอาจทำให้ราคาสินค้านำเข้าของสหรัฐฯ สูงขึ้น ส่งผลต่ออัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ ในระยะต่อไปได้เช่นกัน และ 3) ถึงแม้ Fed จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยมาแล้ว 6 ครั้งตั้งแต่ปลายปี 2015 และในการประชุมครั้งนี้เป็นครั้งที่ 7 แต่ภาวะทางการเงินก็ยังอยู่ในระดับผ่อนคลายเมื่อเทียบกับในช่วงปี 2015-17 (รูปที่ 1) ทำให้การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายรวม 4 ครั้งในปีนี้จะไม่ทำให้ภาวะทางการเงินตึงตัวจนเกินไป

- **การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยและประมาณการ dot plot ที่สูงขึ้น เป็นไปตามที่ตลาดส่วนใหญ่คาด จึงจำกัดตลาดการเงินไม่ได้ตอบสนองรุนแรง** ภายหลังการประชุมของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) เสร็จสิ้นในวันที่ 13 มิถุนายน 2018 ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ปรับตัวลงเล็กน้อย โดยดัชนีตลาดหลักทรัพย์ดาวนิโจนส์ปิดตลาดลดลง 0.5% จากวันก่อนหน้า ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ S&P 500 ลดลง 0.4% ขณะที่ดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ปิดตลาดแข็งค่าขึ้น 0.3% ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปีสูงขึ้นเล็กน้อยมาอยู่ที่ 2.97% สำหรับเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงเช้าวันนี้อ่อนค่าลงเพียงเล็กน้อยเพียง 0.04% จากราคาปิดเมื่อวานนี้

## Implication

- **การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 4 ครั้งในปี 2018 อาจทำให้เกิดความผันผวนในตลาดการเงินได้บ้าง แต่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาวจะยังคงปรับสูงขึ้นอย่างช้าๆ** โดยอีไอซีมองว่าการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 2 ครั้งในปีนั้นตาม dot plot จะทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะยาวเพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปเท่านั้น เพราะคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อระยะยาวยังไม่ได้เปลี่ยนจากเดิมอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งจะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาวให้ปรับสูงขึ้นอย่างช้าๆ นอกจากนี้ความสัมพันธ์ในอดีตแสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนฯ ไทยมี sensitivity ต่อผลตอบแทนฯ ของสหรัฐฯ น้อยกว่าประเทศอื่นในภูมิภาคด้วยเช่นกัน สำหรับภาวะการเงินโลกที่จะทยอยตึงตัวขึ้นนั้น อาจทำให้เกิดความเสี่ยงแก่บางประเทศที่มีความเปราะบางทางเศรษฐกิจได้ แต่อีไอซีมองว่านักลงทุนจะเลือกลงทุนตามความเข้มแข็งทางเศรษฐกิจของประเทศในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ จึงทำให้ไทยเผชิญความเสี่ยงที่ต่ำ เพราะเป็นประเทศที่มีเสถียรภาพทางเศรษฐกิจที่เข้มแข็งเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ ในภูมิภาค

- **แม้ yield curve ของสหรัฐฯ จะมีความชันลดลงอย่างต่อเนื่อง แต่อีไอซีมองว่าจะยังไม่เป็นตัวส่งสัญญาณถึงภาวะเศรษฐกิจถดถอยได้** การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงที่ผ่านมา ทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นเพิ่มขึ้นเร็วกว่าอัตราดอกเบี้ยระยะยาว เห็นได้จากส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นและระยะยาวที่แคบลง (รูปที่ 2) โดยสถานการณ์ดังกล่าวทำให้ตลาดการเงินเริ่มมีความกังวลเกี่ยวกับภาวะ inverted yield curve ซึ่งหมายถึงดอกเบี้ยระยะยาวอยู่ต่ำกว่าระยะสั้น ซึ่งที่ผ่านมาสามารถเป็นสัญญาณชี้นำ (leading indicator) ของการเกิดเศรษฐกิจถดถอย (recession) ได้ อย่างไรก็ตาม อีไอซีมองว่าความเสี่ยงดังกล่าวยังมีน้อย เนื่องจากสถานการณ์ตลาดเงินในปัจจุบันแตกต่างจากในอดีต กล่าวคือ 1) อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวที่เพิ่มขึ้นช้ากว่าระยะสั้นเกิดจากปัจจัยเฉพาะเชิงเทคนิค เช่น ความต้องการเข้าซื้อพันธบัตรระยะยาวของธนาคารกลางและของกองทุนบำนาญที่มียู่มากในช่วงที่ผ่านมา ทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวไม่ปรับสูงขึ้นมากนัก และการสื่อสารทิศทางของอัตรา

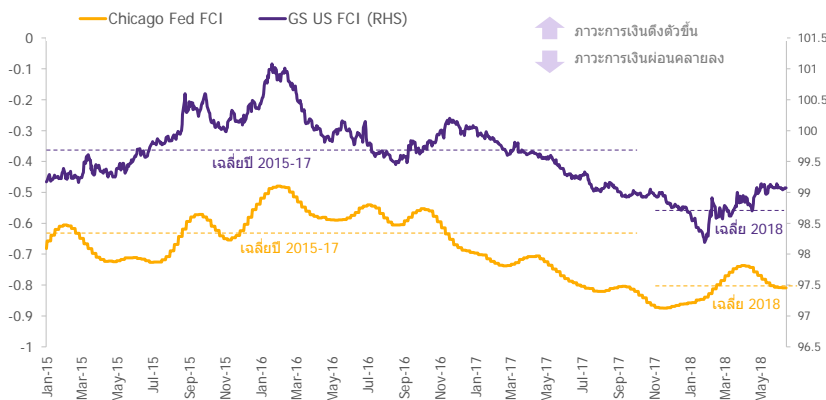
ดอกเบี้ยในอนาคต (forward guidance) ที่ช่วยปรับคาดการณ์ของนักลงทุนซึ่งส่งผลต่อคาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาวที่ไม่เพิ่มสูงขึ้นมาก เป็นต้น ซึ่งปัจจัยดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าส่วนต่างระหว่างดอกเบี้ยระยะสั้นและระยะยาวที่แคบลงอาจไม่ได้เกิดจากสาเหตุที่นักลงทุนไม่มั่นใจต่อเศรษฐกิจในอนาคตที่จะนำไปสู่ recession เพียงอย่างเดียว และ 2) ถึงแม้ส่วนต่างระหว่างดอกเบี้ยระยะสั้นและระยะยาวจะแคบลง แต่ก็ยังมีความต่างอยู่ราว 40 bps ซึ่งยังไม่เข้าใกล้ภาวะ inverted yield curve นอกจากนี้ San Francisco Fed ประเมินว่าจะต้องเกิดภาวะ inverted yield curve ราว 6-24 เดือนก่อนที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย

- **ไอโอซีคาดว่า ธปท. มีแนวโน้มคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 1.50% ในปี 2018** ถึงแม้อัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ จะกลับมาสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยของไทยและมีแนวโน้มสูงขึ้นต่อเนื่องทำให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างสหรัฐฯ และไทยกว้างขึ้น แต่ด้วยระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวภายใต้การจัดการ (managed float regime) อัตราเงินเฟ้อไทยที่ยังต่ำ และสถานะการเงินระหว่างประเทศที่แข็งแกร่ง จะเป็นปัจจัยรองรับผลกระทบจากดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ ที่สูงขึ้นได้ เพราะค่าเงินบาทสามารถปรับอ่อนค่าลงได้ อีกทั้งดุลบัญชีเดินสะพัดไทยที่เกินดุลไปมากและเงินทุนสำรองที่มีขนาดใหญ่สามารถรองรับความผันผวนจากเงินทุนเคลื่อนย้ายได้ ดังนั้น ในการตัดสินใจนโยบายการเงินนั้น กนง. จึงน่าจะให้น้ำหนักต่อประเด็นการขึ้นดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ ก่อนข้าน้อย ทั้งนี้ ปัจจัยที่สนับสนุนการคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยจะยังคงเป็นเรื่อง 1) อัตราเงินเฟ้อทั่วไปที่ถึงแม้จะปรับสูงขึ้นตามราคาน้ำมันโลกและเข้ากรอบเป้าหมาย แต่ยังคงอยู่ในระดับต่ำ และ 2) แม้เศรษฐกิจในภาพรวมจะขยายตัวได้ดีกว่าคาด แต่ช่องว่างการผลิต (output gap) ในปัจจุบันยังคงเปิดอยู่

**รูปที่ 1: ภาวะทางการเงินยังอยู่ในระดับผ่อนคลายเมื่อเทียบกับในช่วงปี 2015-17**

**ดัชนีภาวะทางการเงิน (Financial Condition Index: FCI)**

หน่วย: ดัชนี

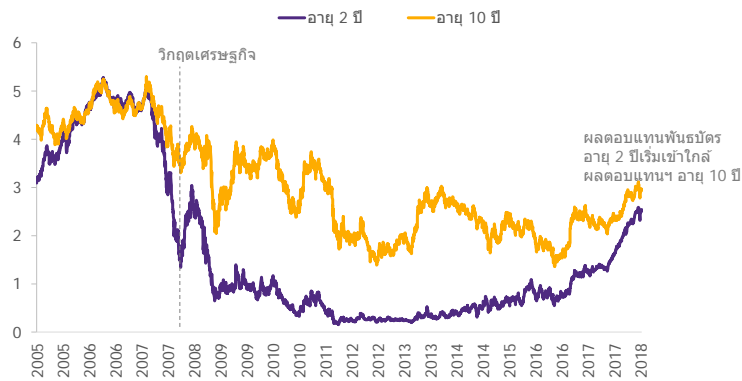


ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

## รูปที่ 2: ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนฯ ระยะยาวและระยะสั้นแคบลง

### อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปีและ 2 ปี

หน่วย: %



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

โดย : ยูวานี อู๋ย๋นง ([yuwanee.ouinong@scb.co.th](mailto:yuwanee.ouinong@scb.co.th))

Economic Intelligence Center (EIC)

ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)

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