

Financial Market views : ทำไมเงินบาทถึงแข็งค่า และจะยังแข็งค่าต่อไหม?

5 เมษายน 2019



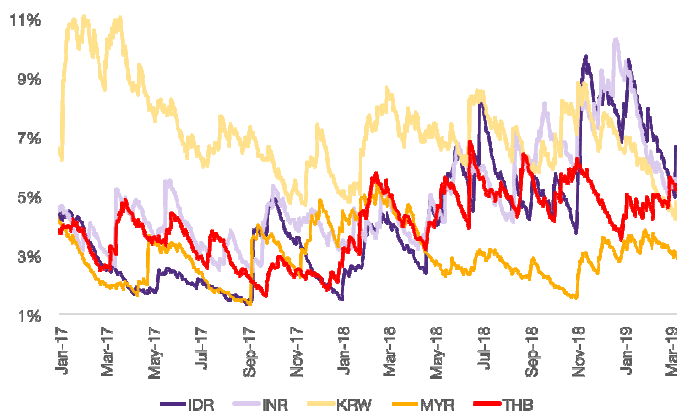
- เงินบาทแข็งค่าขึ้นต่อเนื่องจากปลายปีก่อนเป็นผลจากทั้งปัจจัยต่างประเทศและในประเทศ สำหรับปัจจัยต่างประเทศนั้นมาจากดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐที่กลับมารองตัว เงินหยวนที่แข็งค่าขึ้นในปีนี้ สำหรับปัจจัยในประเทศคือดุลบัญชีเดินสะพัดที่เกินดุลในระดับสูง การขายทองคำเพื่อทำกำไร การที่บริษัทใหญ่นำเข้าเงินลงทุนจากต่างประเทศกลับไทย และอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ปรับสูงขึ้น
- ฮีไอซีประเมินว่า ณ สิ้นปี 2019 เงินบาทมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นจากสิ้นปีก่อน โดยเป็นผลจากเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่จะชะลอลง การดำเนินนโยบายของ Fed ที่ผ่อนคลายขึ้น สงครามการค้าที่มีแนวโน้มคลี่คลายลงต่อไป และดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยที่จะยังเกินดุลในระดับสูง ซึ่งฮีไอซีประเมินว่า เงินบาทจะอยู่ในกรอบ 31-32 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ

ความผันผวนของค่าเงินบาทในช่วงที่ผ่านมามีระดับสูงชันค่อนข้างมาก โดยเมื่อช่วงกลางเดือนกุมภาพันธ์ที่ผ่านมา เงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐเคยแข็งค่าแตะระดับ 31.1 ซึ่งเป็นระดับที่แข็งค่าที่สุดในรอบกว่า 6 ปี ส่วนดัชนีค่าเงินบาทเทียบกับสกุลเงินของประเทศคู่ค้าที่สำคัญของไทยอยู่ที่ 121 ซึ่งเป็นระดับที่แข็งค่าที่สุดนับตั้งแต่วิกฤติการเงินปี 1997 อย่างไรก็ตาม เงินบาทกลับอ่อนค่าลงมาจากนั้นและล่าสุดเคลื่อนไหวอยู่ที่ราว 31.6-31.8 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ โดยเมื่อดูที่ดัชนีความผันผวนของเงินบาทเปรียบเทียบกับสกุลอื่นในภูมิภาคแล้ว (รูปที่ 1) พบว่าความผันผวนของเงินบาทปรับสูงขึ้นมาต่อเนื่องจากที่เคยต่ำกว่าค่าเงินสกุลอื่นในภูมิภาค และความผันผวนเงินบาทในปัจจุบันก็อยู่สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต (3 ปีย้อนหลัง) บทความนี้จะขอยกกล่าวถึงปัจจัยที่ส่งผลให้เงินบาทเคลื่อนไหวผันผวนในช่วงที่ผ่านมา และให้มุมมองต่อแนวโน้มค่าเงินบาทในระยะต่อไป

รูปที่ 1: ความผันผวนของเงินบาทปรับสูงขึ้นมาต่อเนื่องจากที่เคยต่ำกว่าค่าเงินสกุลอื่นในภูมิภาค

ความผันผวนของค่าเงินในภูมิภาค

หน่วย: %



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

สถานการณ์อัตราแลกเปลี่ยนในช่วงที่ผ่านมามี

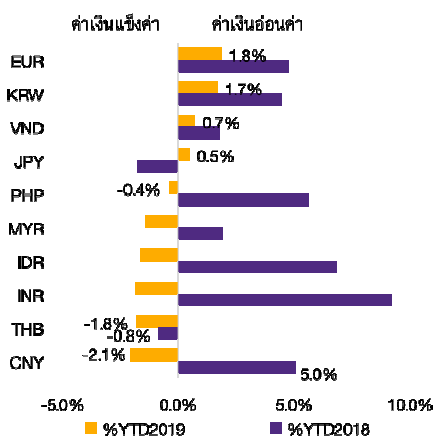
เงินบาทแข็งค่าขึ้นต่อเนื่องจากปลายปีก่อน โดยปัจจัยสำคัญมาจากดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ ที่กลับมาทรงตัวหลังแข็งค่าขึ้นไปมากในช่วงก่อนหน้า ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นต่อเนื่องนับจากปลายปีที่แล้วสอดคล้องกับดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐที่กลับมาทรงตัวในช่วงปลายปีที่แล้วหลังแข็งค่าขึ้นมากในปี 2018 (รูปที่ 2) โดยการแข็งค่าที่ชะลอลงของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐนั้นมาจาก 1) เศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ขยายตัวชะลอลงตั้งแต่ช่วงปลายปีก่อน (รูปที่ 3 ซ้ายมือ) และเมื่อเปรียบเทียบกับเศรษฐกิจยุโรปจะพบว่าส่วนต่างการขยายตัวทางเศรษฐกิจระหว่างสหรัฐฯ และยุโรปปรับลดลงในไตรมาส 4 ปีที่แล้ว อีกทั้งมุมมองของนักเศรษฐศาสตร์ต่อภาวะเศรษฐกิจก็ส่งผลต่อค่าเงินเช่นกัน โดยเมื่อดูดัชนีการปรับคาดการณ์ตัวเลขเศรษฐกิจ¹ (data revision index ที่คำนวณจาก GDP) ของเศรษฐกิจสหรัฐฯ เทียบกับเศรษฐกิจโลก จะพบว่าปรับลดลงเช่นกัน (รูปที่ 4) ซึ่งสอดคล้องกับการ

¹ ดัชนีนี้เป็นการวัดว่านักเศรษฐศาสตร์ได้ปรับคาดการณ์ตัวเลข GDP ของประเทศนั้น ๆ ขึ้นหรือลงมากน้อยแค่ไหน โดยค่าดัชนีที่ปรับสูงขึ้นแสดงว่านักเศรษฐศาสตร์เชื่อมั่นต่อภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐฯ มากกว่าเศรษฐกิจโลก และประเมินว่า GDP สหรัฐฯ จะออกมาสูงกว่าที่ได้คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ หรือ GDP โลกจะออกมาต่ำกว่าที่เคยประเมินไว้เดิม

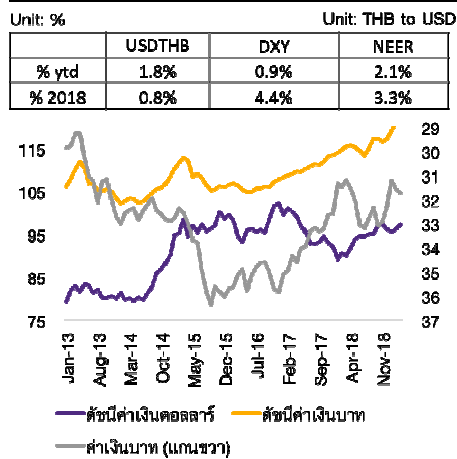
เคลื่อนไหวของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ 2) การดำเนินนโยบายการเงินของ Fed ที่ผ่อนคลายเป็น (dovish) (รูปที่ 3 ขวามือ) หลัง Fed เริ่มส่งสัญญาณ patient approach ตั้งแต่ต้นปีและ dot plot ล่าสุดจากการประชุมเดือนมีนาคม สะท้อนว่า Fed จะไม่ขึ้นดอกเบี้ยในปีนี้อีกทั้ง Fed ยังประกาศหยุดการลดขนาดงบดุลลงในเดือนกันยายน 2019 และ 3) ความเสี่ยงทั้งในประเทศและต่างประเทศปรับสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมาจาก government shutdown และ สงครามการค้าที่ยังมีความไม่แน่นอนสูง

รูปที่ 2: ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นต่อเนื่องจากปลายปีที่แล้ว ขณะทีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐทรงตัว

การเปลี่ยนแปลงของค่าเงินเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ



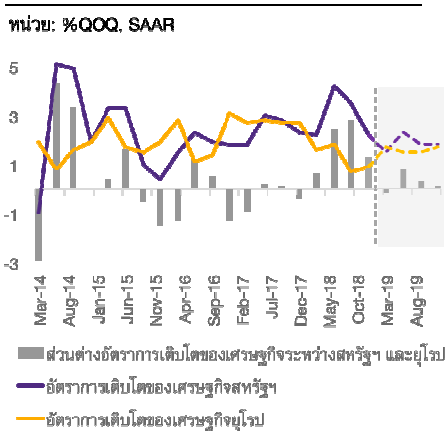
ค่าเงินบาท ดัชนีค่าเงินบาท และดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ



หมายเหตุ: ข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยน ณ วันที่ 3 เม.ย. 2019
ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

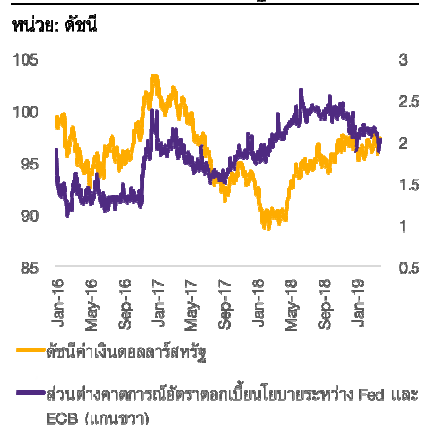
รูปที่ 3: ดัชนีค่าเงินดอลลาร์อ่อนค่าลงจากต้นปี โดยเป็นผลจากการขยายตัวทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ที่มีสัญญาณชะลอตัว และการดำเนินนโยบายการเงินของ Fed ที่ผ่อนคลายเป็น

อัตราการเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐฯ และยุโรป



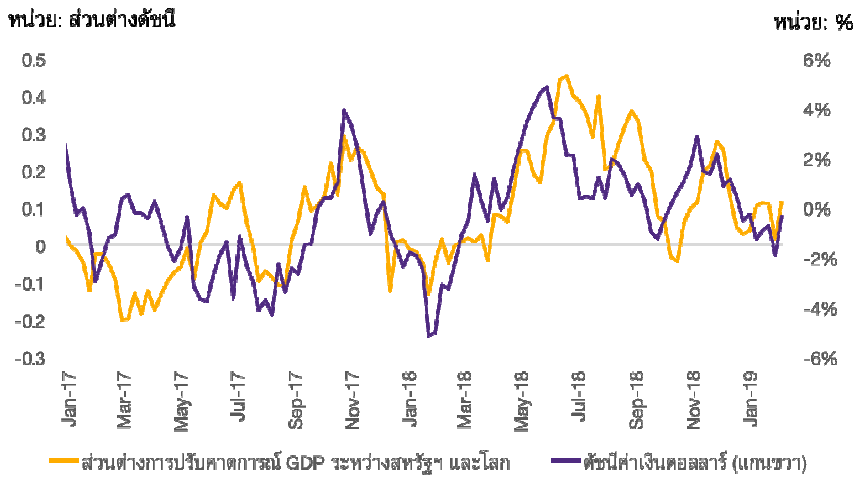
ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg และ JP Morgan

ส่วนต่างคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายระหว่าง Fed และ ECB และ ดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ



รูปที่ 4: ดัชนีการปรับค่าการณั้ตัวเลขเศรษฐกิจของเศรษฐกิจสหรัฐฯ เทียบกับเศรษฐกิจโลกปรับลดลง สอดคล้องกับการเคลื่อนไหวของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ

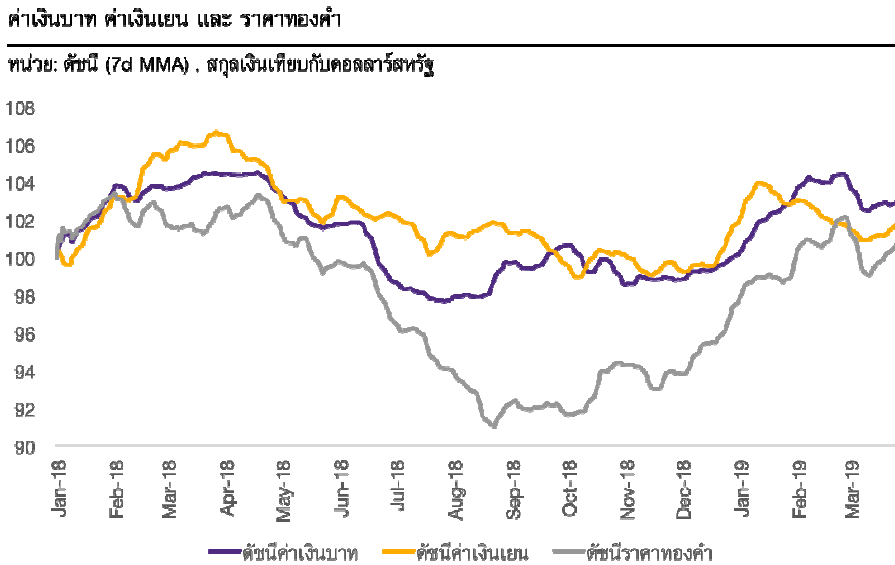
ดัชนีการปรับค่าการณั้ตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ และเศรษฐกิจโลก



หมายเหตุ: การคำนวณข้างต้นคิดจากการเปลี่ยนแปลงของดัชนีและค่าเงินเมื่อเทียบกับ 2 เดือนก่อน
ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

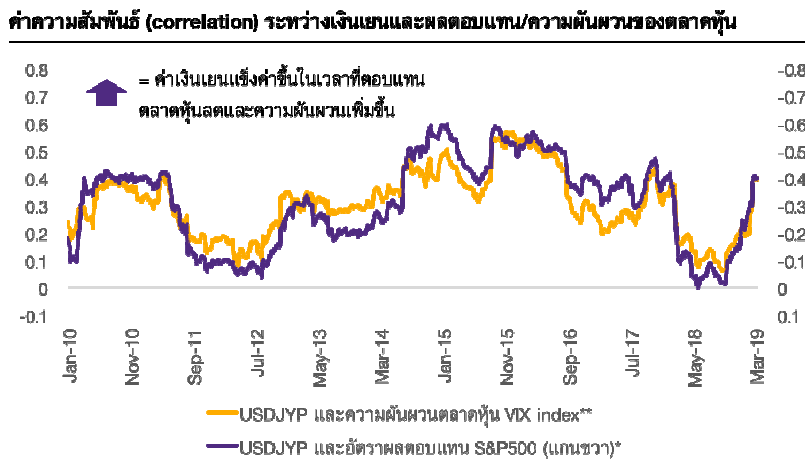
เงินหยวนที่แข็งค่าขึ้นในปีนี้และความต้องการเงินบาทอันเนื่องมาจากเสถียรภาพต่างประเทศของไทยก็ยังคงแข็งแกร่งก็เป็นอีกปัจจัยที่ช่วยเสริมการแข็งค่าของเงินบาท นอกจากนี้ทิศทางค่าเงินดอลลาร์สหรัฐแล้วความสัมพันธ์ของเงินบาทและค่าเงินสกุลอื่นก็มีผลเช่นกัน โดยเงินหยวนที่เคยปรับอ่อนค่าลงมากในช่วงครึ่งแรกของปี 2018 ส่งผลให้เงินบาทอ่อนค่าตามเป็นบางช่วงเช่นกัน อย่างไรก็ตามทิศทางเงินบาทปรับแข็งค่าขึ้นนับตั้งแต่ปลายปี 2018 หลังสงครามการค้ามีพัฒนาการที่ดีขึ้นและภาครัฐของจีนออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ ทำให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนปรับดีขึ้นเงินบาทจึงแข็งค่า แรงกดดันที่เคยทำให้เงินบาทอ่อนค่าจึงมีน้อยลงตามไปด้วย สำหรับความผันผวนของตลาดการเงินโลกในช่วงที่ผ่านมาส่งผลให้เงินบาทแข็งค่าขึ้นเช่นกัน โดยความผันผวนที่สูงขึ้นทำให้นักลงทุนต้องการลดความเสี่ยง (risk-off sentiment) จึงมีความต้องการถือสินทรัพย์และค่าเงินที่มีความปลอดภัยหรือมีเสถียรภาพสูง เงินบาทจึงเป็นที่ต้องการในช่วงที่ผ่านมา โดยการแข็งค่าของเงินบาทนั้นก็มีทิศทางสอดคล้องกับการแข็งค่าของเงินเยนและราคาทองคำที่ปรับสูงขึ้น (รูปที่ 5) ซึ่งสินทรัพย์ทั้งสองต่างก็เป็นสินทรัพย์ปลอดภัย (safe haven assets) ด้วยกันทั้งสิ้น นอกจากนี้ หากดูความสัมพันธ์ระหว่างค่าเงินเยนเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯและผลตอบแทนตลาดหุ้นสหรัฐฯ (S&P 500) จะพบว่ามีความสัมพันธ์ที่ตรงข้ามกัน (correlation เป็นลบ) กล่าวคือ ในยามที่ดัชนีตลาดหุ้นปรับลดลงและนักลงทุนขาดความเชื่อมั่นเกิดเป็น risk-off sentiment ค่าเงินเยนจะปรับแข็งค่าขึ้น ซึ่งพบว่าความสัมพันธ์นี้ก็กลับมาชัดเจนขึ้นในช่วงปลายปีที่ผ่านมา (รูปที่ 6)

รูปที่ 5: ความผันผวนที่สูงขึ้นส่งผลให้นักลงทุนต้องการลดความเสี่ยงลง (risk-off sentiment) จึงมีความต้องการถือสินทรัพย์และค่าเงินที่เสถียรภาพสูง



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

รูปที่ 6: ค่าเงินเยนแข็งค่าขึ้นในช่วงที่ผลตอบแทนตลาดหุ้นสหรัฐฯ ปรับลดลงหรือความผันผวนของตลาดหุ้นปรับเพิ่มขึ้น (risk-off sentiment) ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวเพิ่มขึ้นมาตั้งแต่ปลายปีก่อน



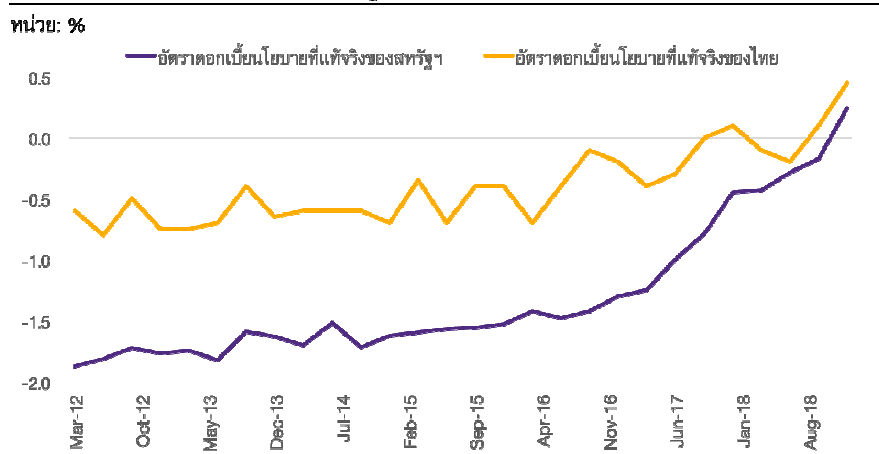
หมายเหตุ: **ค่า correlation ที่มากกว่า 0 หมายถึง ค่าเงินเยนแข็งค่าขึ้นในเวลาที่มีความผันผวน (VIX index) ปรับสูงขึ้น
*ค่า correlation ที่น้อยกว่า 0 หมายถึง ค่าเงินเยนแข็งค่าขึ้นในเวลาที่ยield rateผลตอบแทน S&P500 ปรับลดลง

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

ปัจจัยในประเทศที่ดุลบัญชีเดินสะพัดที่เกินดุลในระดับสูง การขายทองคำเพื่อทำกำไร การที่บริษัทใหญ่ นำเงินลงทุนจากต่างประเทศกลับไทย และอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ปรับสูงขึ้น ก็ส่งผลให้เงินบาทแข็งค่าขึ้นเช่นกัน ในเดือนธันวาคม 2018 พบว่าดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยเกินดุลกว่า 5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยในปีที่ผ่านมา (3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) ค่อนข้างมาก ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากจำนวนนักท่องเที่ยวเงินที่กลับเข้ามาไทยสูงขึ้นมากและการนำเข้าสินค้าจากต่างประเทศที่ลดลง นอกจากนี้ราคาทองคำที่เพิ่มสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมาทำให้นักลงทุนทองคำในไทยบางส่วนขายทองคำในรูปสกุลเงินดอลลาร์และแลกเปลี่ยนเป็นเงินบาทเพื่อทำกำไร อีกทั้งยังมีปัจจัยเฉพาะระยะสั้นคือ กลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่บางส่วนได้นำเงินลงทุนในต่างประเทศกลับเข้ามายังไทยเพื่อจ่ายเงินปันผล จึงขายเงินดอลลาร์สหรัฐ และซื้อเงินบาทเป็นจำนวนมาก ปัจจัยเหล่านี้จึงทำให้มีความต้องการเงินบาทที่สูงในช่วงปลายเดือนมกราคมถึงเดือนกุมภาพันธ์ ค่าเงินบาทจึงแข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็ว สำหรับผลกระทบจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อการแข็งค่าของเงินบาทนั้น อีไอซีประเมินว่า มีผลกระทบอยู่บ้างแต่ในวงจำกัด เนื่องจากการศึกษาชี้ว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างไทยและสหรัฐฯ มีผลต่อค่าเงินบาทค่อนข้างน้อย และถึงแม้ว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยจะปรับสูงขึ้น แต่อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในปัจจุบันยังอยู่ในระดับต่ำที่ 0.45% ซึ่งยังคงใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของสหรัฐฯ ที่มีค่าราว 0.25% (รูปที่ 7)

รูปที่ 7: อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของไทยในปัจจุบันยังอยู่ในระดับต่ำที่ 0.45% ซึ่งยังคงใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของสหรัฐฯ ที่มีค่าราว 0.25%

อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงของไทยและสหรัฐฯ



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ธนาคารแห่งประเทศไทย Consensus economics และ Federal Reserve Bank

ปัจจัยเชิงโครงสร้างด้านอัตราเงินเฟ้อไทยที่อยู่ในระดับต่ำก็ส่งผลให้เงินบาทแข็งค่าขึ้นได้ในระยะปานกลางถึงยาว กล่าวคือ อัตราเงินเฟ้อไทยที่ระดับประมาณ 1% ในปีที่ผ่านมาอยู่ต่ำกว่าเงินเฟ้อของประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาครวมถึงสหรัฐฯ (รูปที่ 8) ซึ่งอัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับต่ำนี้จะส่งผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนในระยะยาวได้ โดยอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศที่เงินเฟ้อต่ำจะมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นเพื่อทำให้ราคาสินค้าที่แท้จริงปรับเข้าใกล้ราคาสินค้าที่แท้จริงในประเทศที่อัตราเงินเฟ้อสูงกว่า (ตามกฎ purchasing power parity ที่กล่าวว่าราคาสินค้าในแต่ละประเทศหลังจากคำนึงอัตราเงินเฟ้อด้วยแล้วจะต้องมีมูลค่าเท่ากัน) ดังนั้นการที่เงินเฟ้อไทยอยู่ในระดับต่ำขณะที่เงิน

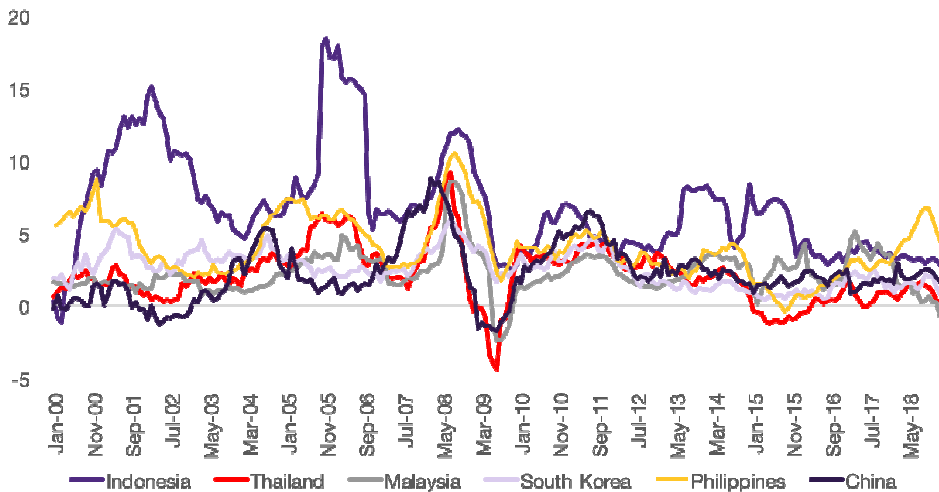
Disclaimer: The information contained in this report has been obtained from sources believed to be reliable. However, neither we nor any of our respective affiliates, employees or representatives make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of any of the 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.

เพื่อของสหรัฐฯ ปรับสูงขึ้นในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาจึงเป็นปัจจัยเชิงโครงสร้างที่ผลักดันให้เงินบาทแข็งค่าขึ้นได้ในระยะปานกลางถึงระยะยาว

รูปที่ 8: ในปีที่ผ่านมาอัตราเงินเฟ้อทั่วไปของไทยที่ระดับประมาณ 1% อยู่ต่ำกว่าอัตราเงินเฟ้อของประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาคเป็นส่วนใหญ่

อัตราเงินเฟ้อทั่วไปของประเทศในภูมิภาคเอเชีย

หน่วย: %YOY



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

อย่างไรก็ตาม ในเดือนที่ผ่านมาที่มีปัจจัยที่ทำให้เงินบาทอ่อนค่าลงเป็นบางช่วงเช่นกัน คือ ตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ บางตัวที่ออกมาดีกว่าคาด การปรับนโยบายการเงินของกลุ่มประเทศเศรษฐกิจหลัก ตัวเลขเศรษฐกิจไทยและความไม่แน่นอนในประเทศ โดยตัวเลข GDP ของสหรัฐฯ ไตรมาส 4 ปีที่แล้วขยายตัว 2.6% ซึ่งสูงกว่าที่ตลาดคาดไว้ที่ 2.3% อีกทั้งตัวเลขการว่างงาน (initial jobless claims) ก็ปรับลดลงและออกมาต่ำกว่าที่ตลาดคาดในช่วงต้นปีนี้ นอกจากนี้การปรับนโยบายการเงินของธนาคารกลางกลุ่มประเทศเศรษฐกิจหลักทั้ง ECB BOJ และ Bank of Canada ที่ต่างมีท่าที dovish มากขึ้นจึงทำให้ดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯกลับมาแข็งค่าขึ้นบ้าง โดยเฉพาะในช่วงที่มีการประชุม ECB สำหรับความกังวลที่เศรษฐกิจโลกอาจจะชะลอต่อเนื่องและยังไม่มีสัญญาณปรับดีขึ้นก็ทำให้มีความต้องการถือเงินดอลลาร์สหรัฐฯมากขึ้นด้วย นอกจากนี้ความไม่แน่นอนจากสถานการณ์ Brexit ก็ทำให้เงินปอนด์อ่อนค่าลงซึ่งเป็นปัจจัยเสริมการแข็งค่าของดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯเช่นกัน สำหรับปัจจัยในประเทศไทยที่ส่งผลให้เงินบาทอ่อนลงมาในบางจังหวะคือ เงินทุนเคลื่อนย้ายที่ไหลออกจากทั้งตลาดพันธบัตรและตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากความไม่แน่นอนจากการเลือกตั้งและตัวเลขเศรษฐกิจไทยที่ออกมาต่ำกว่าคาด ทั้งอัตราเงินเฟ้อและตัวเลขการส่งออก (เดือนมกราคม) ด้วยเหตุนี้จึงเห็นเงินบาทปรับอ่อนค่าลงมาบ้าง โดยเฉพาะในช่วงปลายเดือนกุมภาพันธ์ที่ผ่านมา

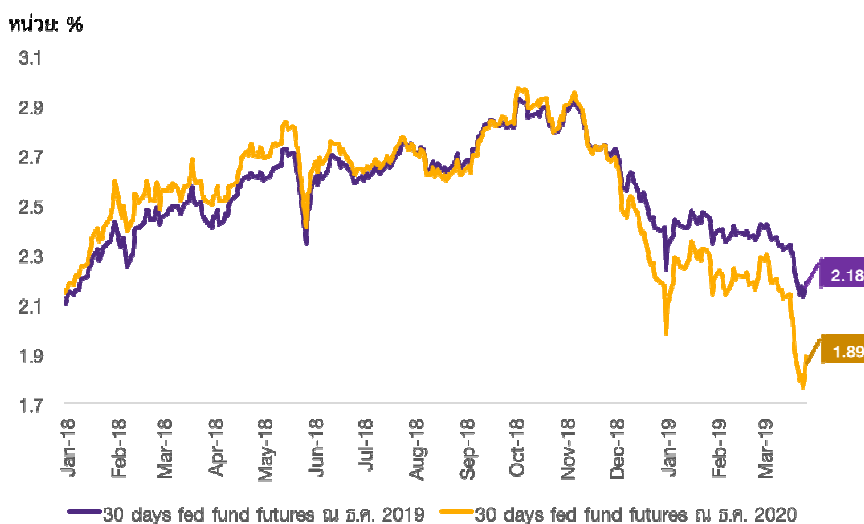
Disclaimer: The information contained in this report has been obtained from sources believed to be reliable. However, neither we nor any of our respective affiliates, employees or representatives make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of any of the 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.

มุมมองอัตราแลกเปลี่ยนในระยะต่อไป

อีไอซีประเมินว่า ณ สิ้นปี 2019 เงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นจากสิ้นปีก่อน โดยปัจจัยหลักมาจากแนวโน้มเงินดอลลาร์สหรัฐที่อาจอ่อนค่าลงได้จาก 1) เศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ขยายตัวเหนือระดับศักยภาพมีแนวโน้มชะลอลงหลังจากที่ภาวะการเงินตึงตัวขึ้นต่อเนื่องปี 2018 อีกทั้งมาตรการทางการคลังเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจอาจมีออกมาได้น้อยลงในปีนี้ และ 2) Fed มีแนวโน้มดำเนินนโยบายที่ dovish มากขึ้นกว่าในปัจจุบัน โดยหากดูเครื่องชี้ที่แสดงมุมมองของตลาดต่อการดำเนินนโยบายการเงินของ Fed จะพบว่าตลาดได้ปรับลดคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ลงมาก่อนหน้านี้แล้ว (รูปที่ 9) และล่าสุดนั้นผู้ร่วมตลาดมองว่า Fed อาจปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงทั้งในปีี้และปีหน้า อย่างละ 1 ครั้ง (0.25%) ซึ่งแตกต่างจาก dot plot ของ Fed ที่ส่งสัญญาณคงดอกเบี้ยตลอดปีนี้แต่จะปรับขึ้นดอกเบี้ย 1 ครั้งในปีหน้า ดังนั้นด้วยมุมมองของผู้ร่วมตลาดประกอบกับการสื่อสารของคณะกรรมการ FOMC ที่กล่าวว่า Fed จะดำเนินนโยบายอย่างค่อยเป็นค่อยไป (patient approach) และรอประเมินผลกระทบต่อเศรษฐกิจ ดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐจึงมีแนวโน้มอ่อนค่าลงได้ สำหรับปัจจัยเรื่องค่าเงินหยวนนั้น อีไอซีมองว่า เงินหยวนอาจแข็งค่าต่อไปได้หากสงครามการค้าคลี่คลายลงในช่วงครึ่งหลังของปี 2019 เนื่องจากเริ่มมีพัฒนาการในทางที่ดีขึ้นในไตรมาสแรกปีนี้ และในระยะต่อไปทรัพย์สินที่นำจะมีทำที่ประนีประนอมมากขึ้นต่อไปเพื่อต้องการปรับท่าทีทางการเมืองไปสู่การเลือกตั้งในปี 2020 โดยเงินหยวนที่แข็งค่าขึ้นนั้นจะเป็นปัจจัยเสริมการแข็งค่าของเงินบาทได้

รูปที่ 9: ตลาดปรับลดคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ลงมาตั้งแต่พฤศจิกายนปีก่อน

Market-implied fed funds rate ณ สิ้นปี 2019 และ 2020

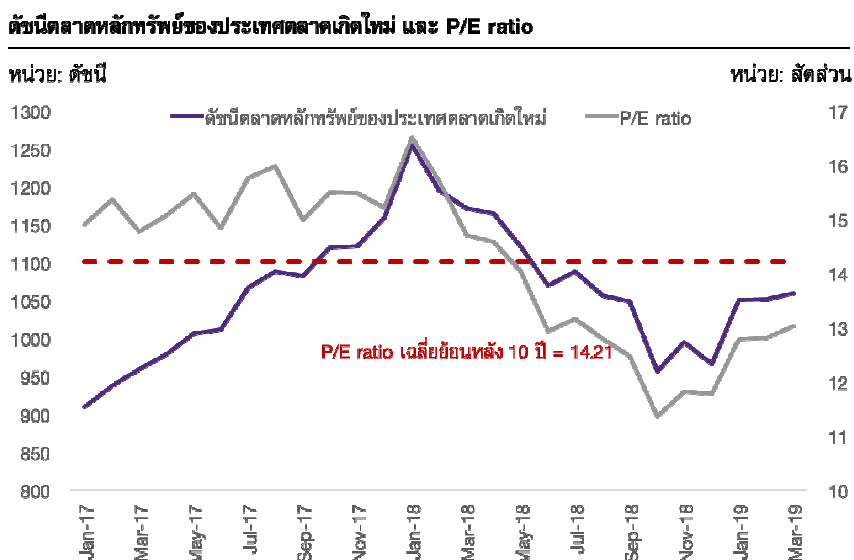


หมายเหตุ: ข้อมูล ณ วันที่ 29 มี.ค. 2019

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

สำหรับปัจจัยภายในประเทศ อีไอซีประเมินว่า ดุลบัญชีเดินสะพัดจะยังเกินดุลในระดับสูงและภาวะเศรษฐกิจที่น่าจะปรับดีขึ้นตามความไม่แน่นอนที่อาจปรับลดลงในช่วงครึ่งหลังของปีจะเป็นปัจจัยสนับสนุนเงินบาทได้ โดยในปี 2019 นี้ อีไอซีประเมินว่า ดุลบัญชีเดินสะพัด (current account) จะยังคงเกินดุลในระดับสูงที่ประมาณ 6.60% ต่อ GDP จากแนวโน้มการขยายตัวของภาคส่งออกไทยและการกลับเข้ามาของนักท่องเที่ยวจีน ประกอบกับเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีแนวโน้มไหลกลับเข้าสู่ตลาดทุนของกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ หลังความเชื่อมั่นมีแนวโน้มปรับสูงขึ้น (risk-on sentiment) และ valuation ยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตซึ่งสังเกตได้จาก P/E ratio (รูปที่ 10) ตลาดหุ้นไทยจึงน่าจะได้รับอานิสงส์จากแนวโน้มเงินทุนเคลื่อนย้ายทำให้มีเงินทุนไหลกลับเข้ามาด้วยเช่นกัน ด้วยเหตุนี้อีไอซีจึงประเมินว่า ดุลการชำระเงิน (balance of payment) ของไทย (ซึ่งมี current account และ financial account เป็นส่วนสำคัญ) มีแนวโน้มปรับสูงขึ้นได้ (รูป 11) ซึ่งจากความสัมพันธ์ในอดีตพบว่า ในเวลาที่ดุลการชำระเงินของไทยปรับเพิ่มขึ้นค่าเงินบาทจะมีแนวโน้มปรับแข็งค่าขึ้นตามไปด้วย เนื่องจากมีความต้องการเงินบาทที่สูงขึ้นจากการทำธุรกรรมระหว่างประเทศ นอกจากนี้อีไอซีประเมินว่าหากความไม่แน่นอนทางการเมืองในไทยและสงครามการค้าคลี่คลายลงซึ่งน่าจะมีความเป็นไปได้มากในช่วงครึ่งหลังของปีก็จะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนได้ ทำให้การลงทุนและการส่งออกไทยมีแนวโน้มปรับสูงขึ้น จึงเป็นปัจจัยสนับสนุนค่าเงินบาทเพิ่มเติม โดยอีไอซีพบความสัมพันธ์ระหว่างความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจไทย (ซึ่งสะท้อนจากการปรับคาดการณ์ตัวเลข GDP ของไทย) และการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินที่ค่อนข้างชัดเจนตั้งแต่ปี 2017 เป็นต้นมา (รูปที่ 12) โดยในช่วงที่ผู้ร่วมตลาดมีความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจไทยมากขึ้นโดยเปรียบเทียบกับเศรษฐกิจสหรัฐฯ เงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ จะปรับแข็งค่าขึ้นตาม ดังนั้นในช่วงครึ่งหลังของปีตัวเลขเศรษฐกิจไทยน่าจะมีทิศทางปรับดีขึ้นเงินบาทก็น่าจะแข็งค่าขึ้นได้เช่นกัน

รูปที่ 10: P/E ratio ของกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ยังคงอยู่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี

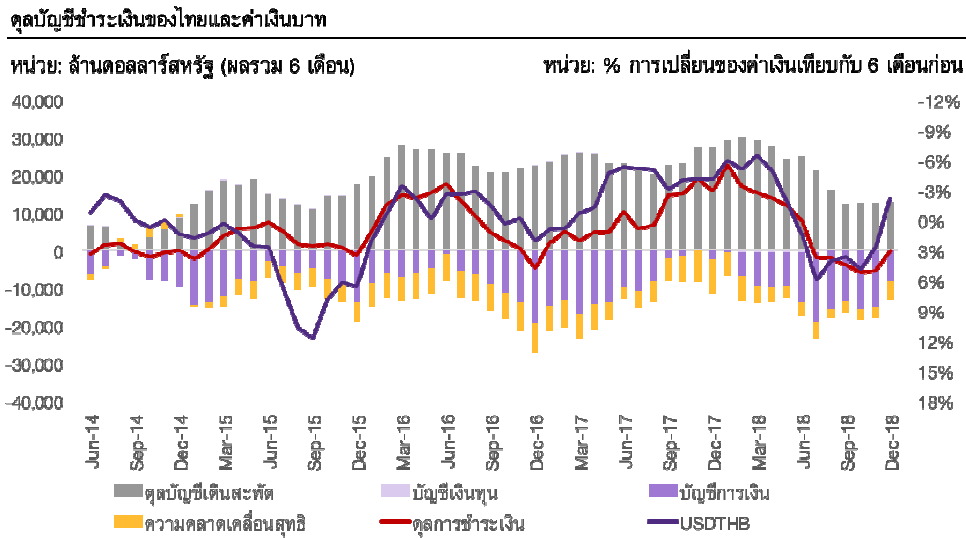


หมายเหตุ: ข้อมูล ณ วันที่ 29 มี.ค. 2019

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

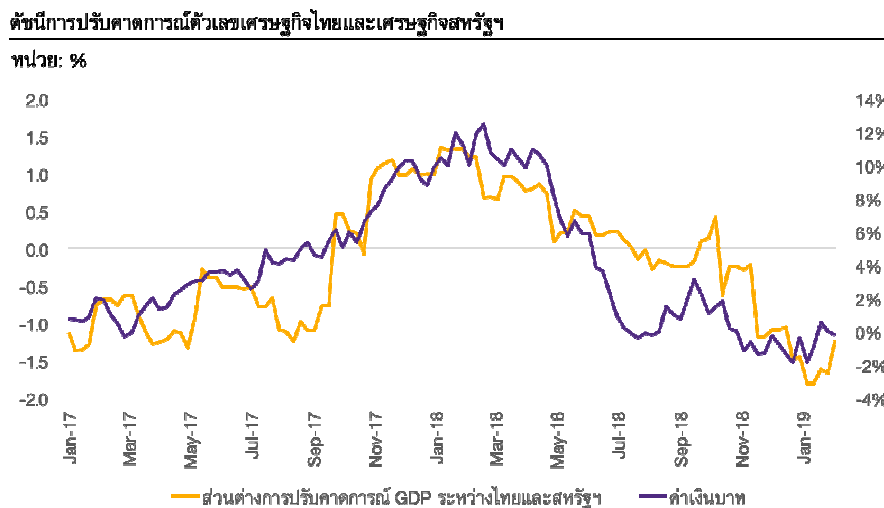
Disclaimer: The information contained in this report has been obtained from sources believed to be reliable. However, neither we nor any of our respective affiliates, employees or representatives make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of any of the 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.

รูปที่ 11: ดุลบัญชีเดินสะพัดจะยังคงเกินดุลในระดับสูงที่ประมาณ 6.60% ต่อ GDP ขณะที่เงินทุนเคลื่อนย้ายมีแนวโน้มไหลกลับเข้ามา ทำให้บัญชีการเงินของไทยอาจปรับสูงขึ้นได้



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลธนาคารแห่งประเทศไทยและ Bloomberg

รูปที่ 12: อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของไทยในปัจจุบันยังอยู่ในระดับต่ำที่ 0.45% ซึ่งยังคงใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของสหรัฐฯ ที่มีค่าราว 0.4%



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ JP Morgan และ Bloomberg

ด้วยปัจจัยทั้งหมดที่กล่าวมา อีไอซีจึงประเมินว่าเงินบาท ณ สิ้นปี 2019 จะทรงตัวอยู่ในกรอบ 31-32 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งกรอบดังกล่าวต่ำกว่าค่าเฉลี่ยเงินบาทในปีก่อนที่ประมาณ 32.3 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ และแข็งค่ากว่าเงินบาท ณ สิ้นปี 2018 ที่อยู่ที่ 32.3 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐเช่นกัน เหตุที่เงินบาทอาจปรับแข็งค่าขึ้นเพียงเล็กน้อยเท่านั้นมาจากการที่หลาย ๆ ธนาคารกลางมีแนวโน้มดำเนินนโยบายอย่างผ่อนปรนขึ้น (dovish) ซึ่งจะ

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.

ส่งผลดีต่อภาวะการเงินโลกและกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ทำให้คาดการณ์ได้ว่าเศรษฐกิจโลกจะไม่ชะลอลงมาก ประกอบกับแนวโน้มเศรษฐกิจไทยที่แม้จะยังคงขยายตัวในระดับดีแต่ก็ยังคงเป็นการขยายตัวที่ชะลอลงจากปีก่อน ปัจจัยสนับสนุนการแข็งค่าของเงินบาทจึงไม่เข้มข้นมากนัก

ทั้งนี้เงินบาทอาจอ่อนค่าได้หาก Fed ขึ้นอัตราดอกเบี้ยมากกว่าที่ตลาดคาด ธนาคารกลางของประเทศ เศรษฐกิจหลักอื่นดำเนินนโยบายที่ผ่อนคลายขึ้น ดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยเกินดุลน้อยกว่าคาด หรือ

ความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยยืดเยื้อ ปัจจัยสำคัญที่จะทำให้เงินดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าขึ้นกว่าที่ประเมินไว้คือ

1) เศรษฐกิจสหรัฐฯ กลับมาขยายตัวได้มากกว่าคาด หรืออัตราเงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้นแตะระดับ 2% ทำให้ Fed สามารถขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ภายในปีนี้ 2) การที่ธนาคารกลางของประเทศเศรษฐกิจหลักอื่นส่งสัญญาณหรือดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายมากขึ้น (dovish) กว่าสหรัฐฯ ซึ่งตัวอย่างที่สะท้อนภาวะนี้ได้คือเหตุการณ์ในเดือนมกราคมที่ผ่านมา ที่เราเห็นทั้ง ECB และ BOJ ส่งสัญญาณ dovish ทำให้เงินดอลลาร์สหรัฐปรับแข็งค่าขึ้น 2) ความกังวลที่เศรษฐกิจโลกอาจชะลอลงมากกว่าคาดและมีโอกาสเกิดความเสี่ยงที่ปลายหาง (tail risk) สูงขึ้น ซึ่งในสภาพแวดล้อมนี้เงินดอลลาร์สหรัฐจะแข็งค่าขึ้นจากสถานะที่เป็นสกุลเงินหลักของโลก และผลตอบแทนสินทรัพย์เสี่ยง (สะท้อนจากดัชนีตลาดหุ้น) ในหลาย ๆ ประเทศจะปรับลดลง นอกจากนี้เงินบาทอาจอ่อนค่าได้จากปัจจัยในประเทศ คือ 1) ดุลบัญชีเดินสะพัดที่อาจเกินดุลลดลงหากมีการนำเข้าสินค้าทุนเพิ่มขึ้นมาก เพื่อมาสนับสนุนการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานในประเทศ และ 2) ความไม่แน่นอนทางการเมืองที่หากยังคงยืดเยื้อก็จะส่งผลเสียต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่นำเงินเข้ามาลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินของไทยตามสถานะ regional safe haven ทำให้เงินบาทอาจอ่อนค่าลงได้ในระยะต่อไป

สำหรับผลกระทบของเงินบาทต่อภาคเศรษฐกิจจริงนั้น อีไอซีประเมินว่า แม้เงินบาทจะผันผวนหรือแข็ง

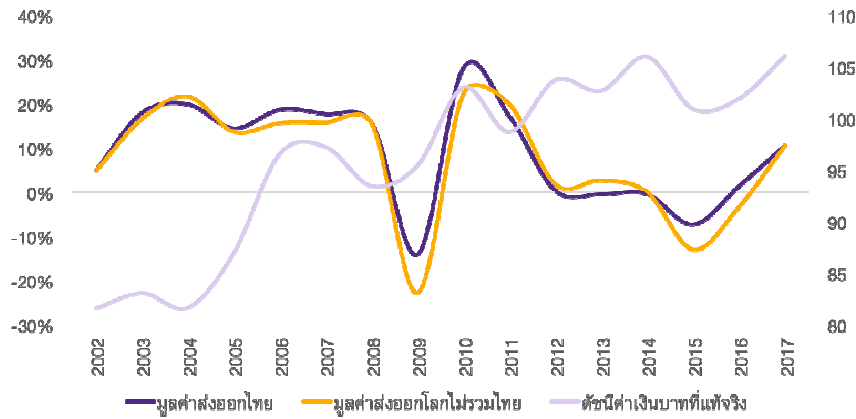
ค่าขึ้นในช่วงที่ผ่านมาแต่ผลกระทบต่อปริมาณการส่งออกไทยยังคงจำกัด เนื่องจากการศึกษาของอีไอซี

พบว่า ปัจจัยด้านรายได้ของประเทศคู่ค้าส่งผลต่อการส่งออกไทยมากกว่าปัจจัยด้านราคา กล่าวคือ ปริมาณการส่งออกไทยขึ้นอยู่กับแนวโน้มการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกและการค้าโลกเป็นสำคัญ (รูปที่ 13) ขณะที่การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงโดยเปรียบเทียบกับประเทศคู่ค้าที่สำคัญของไทย (real effective exchange rate: REER) ส่งผลต่อปริมาณการส่งออกเพียงเล็กน้อย โดยพบว่า หาก REER ของไทยแข็งค่าขึ้น 1% จะทำให้ปริมาณการส่งออกไทยลดลงเพียง 0.24% แต่หากเศรษฐกิจโลก (world GDP) ชะลอลง 1% จะส่งผลให้ปริมาณการส่งออกไทยลดลงถึง 0.8% นอกจากนี้เงินบาทที่แข็งค่าขึ้นนั้นจะมีผลต่อสภาพคล่องของผู้ส่งออกเพราะรายได้ของผู้ส่งออกในรูปเงินบาทจะลดน้อยลง

รูปที่ 13: การส่งออกไทยขึ้นอยู่กับแนวโน้มการขยายตัวของการค้าโลกเป็นสำคัญ

มูลค่าการส่งออกโลกและส่งออกไทยในรูปแบบดอลลาร์สหรัฐ

หน่วย: %



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Trademap ข้อมูล ณ วันที่ 22 มีนาคม 2019

กล่าวโดยสรุป เงินบาทที่ผันผวนขึ้นในปัจจุบันเป็นผลจากทั้งปัจจัยต่างประเทศและปัจจัยในประเทศประกอบกัน โดยแนวโน้มการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางประเทศเศรษฐกิจหลักรวมถึงมุมมองของนักลงทุนต่อปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจไทยเป็นสิ่งที่ส่งผลกระทบต่อค่าเงินเป็นสำคัญ อย่างไรก็ตาม ด้ผลกระทบของค่าเงินที่แข็งค่าต่อปริมาณการส่งออกไทยยังคงจำกัด เพราะการส่งออกไทยโดยรวมแล้วยังขึ้นอยู่กับภาวะเศรษฐกิจและการค้าโลกเป็นสำคัญ ผู้ประกอบการไทยอาจพิจารณาใช้โอกาสที่เงินบาทแข็งค่าขึ้นในการนำเข้าสินค้าทุนเพื่อเพิ่มผลผลิตการผลิตให้สามารถแข่งขันกับประเทศอื่นในภูมิภาคได้

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

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

Economic Intelligence Center (EIC)

ธนาคารไทยพาณิชย์ (จำกัด) มหาชน

EIC Online: www.scbeic.com

