

EIC คาดเงินบาทยังแข็งค่าต่อเนื่อง แต่โอกาสเกิด J-curve effect มีค่อนข้างน้อย 10 กรกฎาคม 2019



- ผลกระทบจากสงครามการค้าทำให้ธนาคารกลางต่าง ๆ เริ่มส่งสัญญาณผ่อนคลายนโยบายการเงินมากขึ้น อีไอซีประเมินว่า กนง. จะยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปีนี้แต่เริ่มเห็นความเสี่ยงการลดดอกเบี้ยนโยบายหากเศรษฐกิจปีนี้ต่ำกว่า 3% (อีไอซีคาด 3.1%)
- การกลับมาของ J-curve effect? อีไอซีประเมินว่า มีโอกาสน้อยที่จะเกิด J-curve effect ในระยะสั้นเนื่องจากแม้ รพท. จะลดปริมาณการประมูลพันธบัตรระยะสั้นในเดือนกรกฎาคมลง แต่ไม่ทำให้ยอดคงค้างลดลงไปด้วย
- แรงกดดันต่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยเพิ่มขึ้น โดยอีไอซีปรับประมาณการอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้น อายุ 1 ปี มาอยู่ในกรอบ 1.65-1.75% ณ สิ้นปี 2019 (จากเดิม 1.7-1.8%) และปรับลดประมาณการอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 10 ปี ลงมาอยู่ที่ 1.90-2.00% ณ สิ้นปี 2019 (จากเดิม 2.6% -2.8%)
- คาดแรงกดดันของการแข็งค่าของเงินบาทยังมีอยู่ต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังของปี จากสัญญาณการลดดอกเบี้ยนโยบายของ Fed และธนาคารกลางอื่น ๆ ในภูมิภาค และ จากสถานะ regional safe haven ของเงินบาท โดยอีไอซีปรับประมาณการเงินบาท ณ สิ้นปี 2019 แข็งค่าขึ้นมาอยู่ที่ 30-31 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ (จากเดิม 31-32)

อัตราดอกเบี้ยนโยบาย

อีไอซีมองว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปีนี้ โดย กนง. ยังประเมินว่าเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มกลับมาขยายตัวสูงขึ้นในปี 2020 และยังคงให้ความสำคัญต่อการรักษาเสถียรภาพระบบการเงินอยู่ นอกจากนี้ อีไอซีมองว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงของไทยอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ อย่างไรก็ตาม หากผลกระทบและความไม่แน่นอนจากสงครามการค้าโลกเร่งตัวมากกว่าคาดในครึ่งหลังของปี จนทำให้เศรษฐกิจปี 2019 อาจเติบโตน้อยกว่า 3% อีไอซีคาดว่าในกรณีนี้ กนง. อาจปรับลดดอกเบี้ยนโยบาย 1 ครั้งในช่วงปลายปี

กนง. ยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 1.75% ในการประชุมครั้งล่าสุด เนื่องจากประเมินเศรษฐกิจไทยขยายตัวต่ำกว่าที่คาด แต่ยังคงแสดงความกังวลต่อเสถียรภาพระบบการเงิน และเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยในการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) วันที่ 26 มิถุนายน 2019 คณะกรรมการมีมติเอกฉันท์ให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 1.75% ต่อปี และปรับลดตัวเลขการขยายตัวทางเศรษฐกิจในปี 2019 ลงจาก 3.8% มาอยู่ที่ 3.3% ซึ่งมีปัจจัยสำคัญมาจากการส่งออกสินค้าที่คาดว่าจะขยายตัว 0% ในปีนี้ ชะลอลงกว่าที่ประเมินไว้มาก ในด้านการท่องเที่ยวก็ยังมีแนวโน้มขยายตัวต่ำกว่าที่ประเมินไว้เช่นกัน โดยประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวลดลงจาก 40.4 ล้านคน เป็น 39.9 ล้านคน สำหรับอุปสงค์ภายในประเทศ กนง. ประเมินการลงทุนภาครัฐลดลงค่อนข้างมากจาก 6.1% เป็น 3.8% ซึ่งเป็นผลจากการประกาศใช้ พ.ร.บ. งบประมาณรายจ่ายประจำปี 2020 ที่คาดว่าจะล่าช้าลง ในด้านอัตราเงินเฟ้อทั่วไป กนง. ยังคงประมาณการไว้เท่าเดิมที่ 1.0% ในปีนี้ ส่วนภาวะการเงิน กนง. ประเมินว่ายังอยู่ในระดับผ่อนคลาย แต่แสดงความกังวลต่อเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็วและอาจไม่สอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ ในด้านเสถียรภาพระบบการเงิน กนง. ยังคงประเมินว่าระบบการเงินโดยรวมมีเสถียรภาพ แต่ก็ยังมีความกังวลเกี่ยวกับพฤติกรรมแสวงหาผลตอบแทนที่สูงขึ้น (search for yield) ทั้งนี้ กนง. ยังคงกล่าวว่า จะมีการใช้ทั้งมาตรการดูแลเสถียรภาพระบบการเงิน (macroprudential) และมาตรการกำกับดูแลสถาบันการเงิน (microprudential) ควบคู่กับอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อดูแลเสถียรภาพระบบการเงินต่อไป

อีไอซีมองว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปีนี้ เนื่องจาก กนง. ยังประเมินว่า เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มกลับมาขยายตัวสูงขึ้นในปี 2020 และยังคงให้ความสำคัญต่อการรักษาเสถียรภาพระบบการเงินอยู่ นอกจากนี้ อีไอซีมองว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงของไทยที่อยู่ในระดับต่ำทำให้ กนง. มีข้อจำกัดในการลดดอกเบี้ยนโยบายในอนาคต

- 1) **กนง. มองว่าเศรษฐกิจจะฟื้นตัวสูงขึ้นในปี 2020** แม้ในช่วงที่ผ่านมาจะประเมินเศรษฐกิจไทยชะลอลงต่อเนื่อง สะท้อนจากการปรับลดตัวเลขประมาณการ GDP ลงจาก 4.0% ในการประชุมเดือน ธ.ค 2018 ลงมาอยู่ที่ 3.8% ในการประชุม มี.ค 2019 และล่าสุดได้ปรับลดลงเหลือ 3.3% แต่อีไอซีมองว่า อัตราการขยายตัวดังกล่าวต่ำกว่าระดับศักยภาพของเศรษฐกิจไทย (potential GDP) ไม่มากนัก นอกจากนี้ กนง. ยังคง

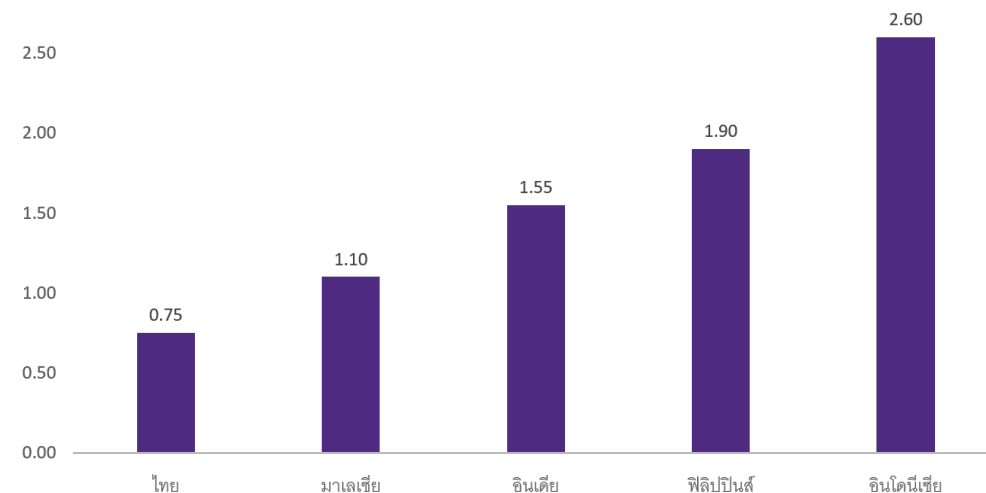
ประเมินอีกว่า เศรษฐกิจไทยจะกลับมาขยายตัวที่ 3.7% ได้ในปีหน้า อีไอซีจึงมองว่า กนง. อาจยังไม่รีบปรับลดดอกเบี้ยลงในปีนี้

- 2) **กนง. ยังคงให้ความสำคัญในการดูแลเสถียรภาพระบบการเงินอยู่** โดยในรายงานการประชุม กนง. รอบล่าสุด ยังคงมีถ้อยคำที่แสดงความกังวลต่อเสถียรภาพระบบการเงิน ทั้งในเรื่องการก่อหนี้ของภาคครัวเรือน (สินเชื่อรถยนต์) ความเสี่ยงจากสหกรณ์ออมทรัพย์ และการก่อหนี้ของธุรกิจขนาดใหญ่ นอกจากนี้ กนง. ยังคงอ้างอิงด้วยการลดความเสี่ยงดังกล่าวยังต้องใช้เครื่องมือที่หลากหลายซึ่งรวมถึงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย
- 3) **อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงของไทย ยังต่ำกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค** จากการคำนวณของอีไอซีอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของไทยอยู่ที่ระดับ 0.75% ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับที่ค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับประเทศอื่นในภูมิภาค ดังนั้นความสามารถและความจำเป็นในการลดดอกเบี้ยของ กนง. เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจอาจมีไม่มากเท่าประเทศอื่น ๆ ที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงยังคงอยู่ในระดับสูง หลังจากที่ได้ปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายไปค่อนข้างมากในปี 2018 (รูปที่ 1)

รูปที่ 1: อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงของไทยยังต่ำกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค

อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงของไทยและประเทศอื่นในภูมิภาค

หน่วย: %



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

พันธบัตรไทยระยะสั้น

แรงกดดันต่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยเพิ่มขึ้น โดยอีไอซีปรับประมาณการอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้น อายุ 1 ปี มาอยู่ในกรอบ 1.65-1.75% ณ สิ้นปี 2019 (จากเดิม 1.7-1.8%) เนื่องจากคาดว่า ผู้ร่วมตลาดบางส่วนน่าจะเริ่มคาดการณ์ว่า โอกาสการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายและการเกิด J-curve effect มีสูงขึ้น

สถานการณ์ในช่วงที่ผ่านมา

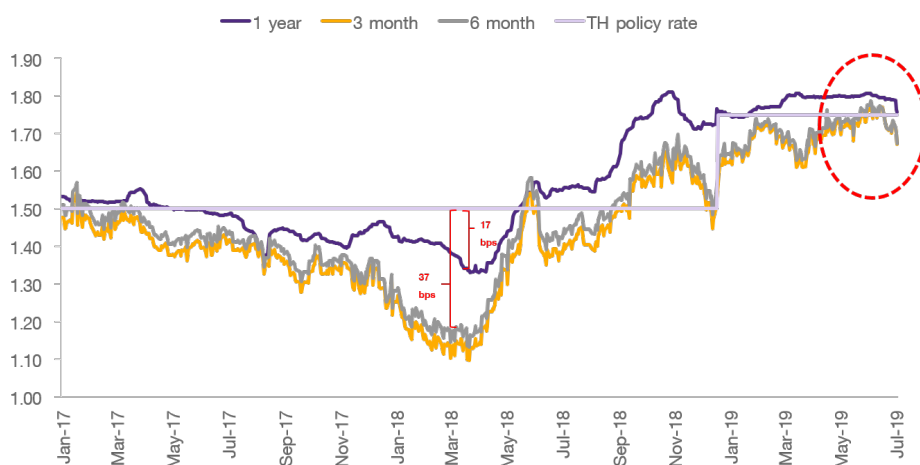
อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้นทรงตัวอยู่ในระดับเดียวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายจากมุมมองของนักลงทุนที่คาดการณ์ว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายตลอดปี 2019 (รูปที่ 2)

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้นอายุ 1 ปี ณ วันที่ 3 กรกฎาคม 2019 อยู่ที่ 1.76% ทรงตัวจากไตรมาสก่อนแต่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายเล็กน้อย ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการสื่อสารของ กนง. ในระยะที่ผ่านมาถึงการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยที่ชะลอลงและความเสี่ยงด้านต่ำของเศรษฐกิจที่มีมากขึ้น ทั้งนี้ นักลงทุนยังมองว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายตลอดทั้งปี จึงทำให้อัตราผลตอบแทนยังคงอยู่ในระดับใกล้เคียงอัตราดอกเบี้ยนโยบายด้านอัตราผลตอบแทนฯ อายุ 6 เดือน อยู่ที่ 1.67% ปรับลดลงเล็กน้อยจากสิ้นไตรมาสก่อนที่ 4 bps เพราะมีเงินทุนไหลเข้าตลาดพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้นและมีปัจจัยเสริมจากการที่กระทรวงการคลังยังคงดำเนินการปรับโครงสร้างหนี้ผ่านธุรกรรมแลกเปลี่ยนพันธบัตร (bond switching) จึงยังทำให้มีแรงกดดันต่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นอยู่บ้าง

รูปที่ 2: อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้นทรงตัวอยู่ในระดับเดียวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายจากมุมมองของนักลงทุนที่คาดการณ์ว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายตลอดปี 2019

อัตราดอกเบี้ยนโยบาย และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น

หน่วย: %



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทยและ ThaiBMA

มุมมองในระยะต่อไป

อีไอซีปรับประมาณการอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้น อายุ 1 ปี เป็นกรอบ 1.65-1.75% ณ สิ้นปี 2019 (จากเดิม 1.7-1.8%) เนื่องจากคาดว่าผู้ร่วมตลาดบางส่วนอาจเริ่มคาดการณ์การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย อีไอซีคาดว่า การที่ กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้งปีจะเป็นปัจจัยสำคัญทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้นยังทรงตัวใกล้เคียงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ทั้งนี้ต้องจับตามองการสื่อสารของ กนง. อย่างใกล้ชิด เนื่องจากจะเป็นปัจจัยที่กดดันให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้นปรับลดลงได้ กล่าวคือ หาก กนง. ส่งสัญญาณลดดอกเบี้ยนโยบายในปีนี้ หรือมีเหตุการณ์ที่ทำให้ตลาดเริ่มคาดการณ์ (price-in) การลดดอกเบี้ยนโยบาย (เช่น Fed และธนาคารกลางหลาย ๆ ประเทศในภูมิภาคปรับลดดอกเบี้ยนโยบายต่อเนื่อง รวมถึงการเจรจาข้อตกลงทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนไม่ราบรื่นอย่างที่มีการคาดการณ์) อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นก็อาจต่ำกว่าดอกเบี้ยนโยบายได้ (โดยการ price-in การเปลี่ยนแปลงของดอกเบี้ยนโยบายนี้เกิดขึ้นในช่วงที่ กนง. ปรับขึ้นดอกเบี้ยเมื่อปลายปีก่อน ซึ่งในขณะนั้น อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น (อายุ 1 ปี) ปรับสูงขึ้นกว่าดอกเบี้ยนโยบายถึง 20-25 bps ในช่วง 1 เดือนก่อน กนง. ขึ้นดอกเบี้ยนโยบายจริง)

จากปัจจัยดังกล่าว อีไอซีได้ปรับประมาณการอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้นอายุ 1 ปี ณ สิ้นปี 2019 ลงเล็กน้อยอยู่ที่ 1.65% ถึง 1.75% (จากเดิม 1.7%-1.8%)

จับตามองภาวะเงินทุนเคลื่อนย้าย ที่อาจเป็นปัจจัยสำคัญทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้นลดลงมากกว่าที่คาดไว้ อีไอซีมองว่า ปัจจัยที่อาจทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้นปรับลดลงจากกรณีฐาน คือ การไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้าย ซึ่งอาจเป็นผลจากการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนกลับมามีปัญหาอีกครั้ง จนทำให้นักลงทุนโยกย้ายการลงทุนเข้าสู่สินทรัพย์ปลอดภัยซึ่งรวมถึงพันธบัตรรัฐบาลไทย หรือเงินทุนเคลื่อนย้ายอาจไหลเข้าไทยได้จากการลดดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ซึ่งจะทำให้เงินดอลลาร์อ่อนค่าลง การลงทุนในสินทรัพย์ของตลาดเกิดใหม่ (EM) จึงน่าดึงดูดมากขึ้น เพราะมีผลตอบแทน (carry) ที่สูงเป็นทุนเดิมและยังได้รับกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน EM ที่แข็งค่าขึ้นอีก ทั้งนี้อีไอซีได้ศึกษาการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายในช่วงที่สงครามการค้าปะทุรุนแรงขึ้น และแบ่งสถานการณ์ออกเป็น 3 ช่วง เพื่อดูnytต่อเงินทุนเคลื่อนย้าย (รูปที่ 3) คือ

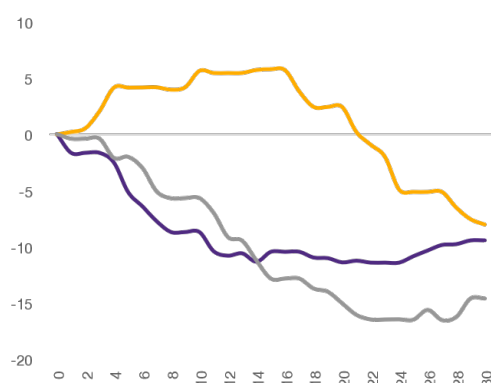
1. หลังสหรัฐฯ ประกาศเก็บภาษีนำเข้าจากจีนมูลค่ารวม 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อัตรา 25% (วันที่ 15 มิ.ย 2018)
2. หลังสหรัฐฯ ประกาศเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจากจีนมูลค่ารวม 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อัตรา 10% (วันที่ 18ก.ย. 2018)
3. หลังประกาศขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จากเดิมที่อัตรา 10% ขึ้นเป็น 25% (วันที่ 5 พ.ค. 2019)

พบว่า เงินทุนเคลื่อนย้ายไหลออกจากตลาด EM (ไม่รวมไทย) อย่างต่อเนื่องทั้ง 3 เหตุการณ์ แต่เงินทุนเคลื่อนย้ายกลับไหลเข้าตลาดไทย (ตลาดหุ้นและพันธบัตรรัฐบาล) ในเหตุการณ์ที่ 2 และ 3 เนื่องจากไทยมีเสถียรภาพด้านต่างประเทศที่แข็งแกร่ง ดังนั้นอีไอซีมองว่า หากการเจรจาการค้ากลับมาประทุขึ้นอีกครั้ง และ ธปท. ยังไม่ออกมาตรการดูแลเงินทุนเคลื่อนย้ายที่จะไหลเข้าตลาดเงินไทยต่อเนื่อง อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยก็อาจลดลงกว่ากรณีฐานได้

รูปที่ 3: เงินทุนเคลื่อนย้ายไหลออกจากตลาดเกิดใหม่อย่างต่อเนื่องทั้ง 3 เหตุการณ์ แต่พบว่าเงินทุนไหลเข้าตลาดการเงินไทยในเหตุการณ์ที่ 2 และ 3 เนื่องจากไทยมีเสถียรภาพด้านต่างประเทศที่แข็งแกร่ง

ผลรวมมูลค่าเงินทุนเคลื่อนย้ายของประเทศตลาดเกิดใหม่ (ไม่รวมไทย) (นับตั้งแต่วันที่สหรัฐฯ ประกาศเก็บภาษีไป 30 วัน)

หน่วย: พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

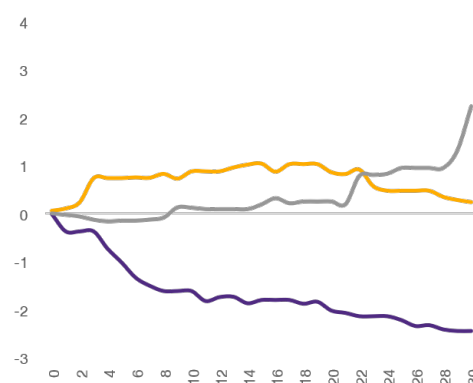


— สหรัฐฯ ประกาศเก็บภาษีนำเข้าจากจีนมูลค่า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ
— สหรัฐฯ ประกาศเก็บภาษีนำเข้าจากจีนมูลค่ารวม 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อัตรา 10%
— สหรัฐฯ ประกาศขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จากเดิมที่อัตรา 10% ขึ้นเป็น 25%

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ IIF

ผลรวมมูลค่าเงินทุนเคลื่อนย้ายของไทย (นับตั้งแต่วันที่สหรัฐฯ ประกาศเก็บภาษีไป 30 วัน)

หน่วย: พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ



การกลับมาของ J-curve effects ?

จากการศึกษาของอีไอซี เชื่อว่า J-curve effect (ภาวะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้นจะอยู่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ) ที่เกิดขึ้นในช่วงเมษายน 2017 - พฤษภาคม 2018 น่าจะเกิดจาก 3 ปัจจัย 1) ตลาดเริ่มคาดว่า กนง จะมีการลดดอกเบี้ย 2) ค่าเงินบาทแข็งค่าอย่างมีนัย และ 3) การลดลงของปริมาณการประมูลพันธบัตรระยะสั้นของ ธปท. จนทำให้ยอดคงค้างลดลงด้วย ซึ่งเมื่อเทียบกับภาวะปัจจุบัน อีไอซีเชื่อว่าปัจจัยที่ 1 และ 2 ได้เริ่มเกิดขึ้นแล้ว แต่ปัจจัยที่ 3 ยังไม่เกิดขึ้น โดยล่าสุดในเดือนกรกฎาคมธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) จะลดปริมาณพันธบัตรระยะสั้นลงแต่ไม่ทำให้ยอดคงค้างลดลงไปด้วย อีไอซีจึงเชื่อว่ามีโอกาสน้อยที่จะเกิด J-curve effect ในระยะสั้น อย่างไรก็ตาม หากในช่วงครึ่งหลังของปี ธปท. ลดปริมาณพันธบัตรระยะสั้นจนทำให้ยอดคงค้างลดลง โอกาสเกิด J-curve effect น่าจะเพิ่มขึ้น

การลดปริมาณพันธบัตร ธปท. ที่จะถูกประมูลในเดือนกรกฎาคมไม่ทำให้ยอดคงค้างพันธบัตร ธปท.

ลดลงตามไปด้วย ทำให้โอกาสที่จะเกิดภาวะ J-curve จึงยังมีค่อนข้างน้อย

ในกำหนดการออกพันธบัตร ธปท. ประจำเดือนกรกฎาคม 2019 พบว่า ปริมาณพันธบัตรที่จะถูกประมูลในเดือนกรกฎาคมถูกลดลง ทำให้ผู้ร่วมตลาดส่วนหนึ่งมองว่า ธปท. ได้ใช้มาตรการเดียวกันกับเมื่อเดือนเมษายน 2017 ที่ได้ลดการออกพันธบัตรระยะสั้นเพื่อลดการเก็งกำไรค่าเงินบาทของนักลงทุนต่างชาติ อย่างไรก็ตาม การลดปริมาณพันธบัตรในเดือนกรกฎาคมนี้ไม่ได้ถูกประกาศโดย ธปท. ว่าเป็นมาตรการที่มีวัตถุประสงค์เพื่อลดการเก็งกำไรค่าเงินบาทเหมือนในปี 2017 แต่เป็นเพียงการปรับตามสภาพคล่องในตลาดที่จะมีปริมาณพันธบัตร ธปท. ครบกำหนดอายุ (mature) ในเดือนกรกฎาคมนี้ลดลงกว่าในเดือนก่อน นอกจากนี้ เมื่อดูยอดคงค้างพันธบัตร ธปท. ระยะสั้น พบว่า ยอดคงค้างในช่วงที่ผ่านมายังคงเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ดังนั้นการลดปริมาณการออกพันธบัตรระยะสั้นนี้ น่าจะยังไม่ช่วยให้เงินบาทอ่อนค่าลงได้ และโอกาสที่จะเกิดภาวะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้นจะอยู่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายมาก หรือที่เรียกว่า J-curve effect ก็น่าจะมีค่อนข้างน้อยในช่วงระยะสั้นนี้

เปรียบเทียบปริมาณการออกพันธบัตรในเดือนเมษายน 2017 และในเดือนกรกฎาคม 2019

ธปท. เคยออกมาตราการลดปริมาณการออกพันธบัตร ธปท. มาแล้วในเดือนเมษายน 2017 ซึ่งสามารถสรุปและเปรียบเทียบกับปริมาณการออกพันธบัตรในเดือนกรกฎาคม 2019 ได้ดังนี้

	เมษายน 2017	กรกฎาคม 2019
สถานการณ์เงินบาทก่อนออกมาตรการ	+2.3% (มี.ค. 2016 - มี.ค. 2017)	+7.7% (มี.ย.2018 - มี.ย. 2019)
ปริมาณการออกพันธบัตร ธปท. (ต่อสัปดาห์) ¹		
• พันธบัตรอายุ 3 เดือน	30,000 ล้านบาท (ลดลง 10,000 ล้านบาท จากเดือนก่อน)	35,000 ล้านบาท (ลดลง 5,000 ล้านบาท จากเดือนก่อน)
• พันธบัตรอายุ 6 เดือน	30,000 ล้านบาท (ลดลง 10,000 ล้านบาท จากเดือนก่อน)	40,000 ล้านบาท (ลดลง 5,000 ล้านบาท จากเดือนก่อน)
• พันธบัตรอายุ 1 ปี	45,000 ล้านบาท (คงที่จากเดือนก่อน)	35,000 ล้านบาท (ลดลง 10,000 ล้านบาท จากเดือนก่อน)
การเปลี่ยนแปลงของยอดคงค้างพันธบัตรระยะสั้น ²	ลดลงประมาณ 250,000 ล้านบาท (จากเดือนก่อน)	เพิ่มขึ้นประมาณ 65,000 ล้านบาท ³ (จากเดือนก่อน)

(ข้อมูล ณ วันที่ 3 ก.ค. 2019)

¹ พันธบัตรอายุ 3 และ 6 เดือน จะมีการประมูล 5 ครั้งในเดือนกรกฎาคม 2019 ขณะที่ พันธบัตรอายุ 1 ปี ถูกประมูลเพียงแค่ 1 ครั้งต่อเดือน

² คำนวณจากยอดคงค้างพันธบัตร ธปท. ระยะสั้นอายุไม่เกิน 1 ปี ซึ่งคำนึงถึงปริมาณพันธบัตรที่หมดอายุในเดือนนั้น ๆ โดยไม่ถูกต่ออายุด้วย

³ มูลค่าคงค้างดังกล่าวคำนวณมาจาก มูลค่าพันธบัตร ธปท. อายุ 3 เดือน และ 6 เดือน ที่จะออกในเดือนกรกฎาคม 2019 หักลบด้วย มูลค่าพันธบัตร ธปท. อายุ 3 เดือน และ 6 เดือน ที่จะครบกำหนดอายุในเดือนกรกฎาคม

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.

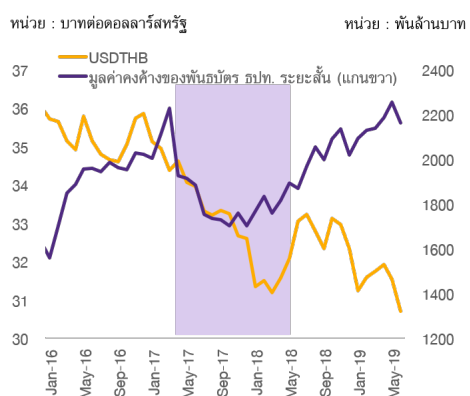
จากตารางพบว่า ในเดือนเมษายน 2017 นั้น ธปท. ได้ลดจำนวนพันธบัตรที่ถูกประมูลรายสัปดาห์ลงจนทำให้ยอดคงค้างของพันธบัตร ธปท. ระยะสั้นปรับลดลงตามไปด้วย อย่างไรก็ตาม จากการคำนวณของอีไอซีการปรับลดปริมาณพันธบัตรที่ออกในเดือนกรกฎาคม 2019 ไม่ได้ทำให้ยอดคงค้างพันธบัตร ธปท. ระยะสั้นลดลง เนื่องจาก ถึงแม้ยอดประมูลพันธบัตรจะลดลง แต่ยอดประมูลยังมากกว่ายอดคงค้างพันธบัตรที่หมดอายุ ส่งผลให้ยอดพันธบัตรคงค้างเพิ่มขึ้น

ประสิทธิผลของมาตรการลดการออกพันธบัตรต่อค่าเงินบาท

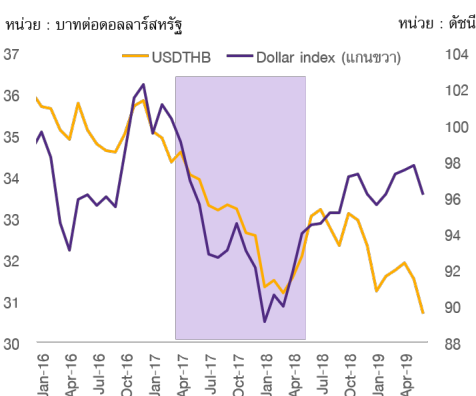
มาตรการลดการออกพันธบัตรระยะสั้นอาจช่วยให้การแข็งค่าของเงินบาทชะลอลง แต่ไม่อาจทำให้เงินบาทอ่อนค่าลงได้ หากย้อนกลับไปดูในปี 2017 หลังจากที่ ธปท. ลดปริมาณการออกพันธบัตรระยะสั้นในเดือนเมษายน พบว่า แม้ยอดคงค้างพันธบัตร ธปท. จะทยอยลดลงมาต่อเนื่อง แต่เงินบาทยังคงแข็งค่าขึ้น (รูปที่ 4 ซ้ายมือ) ทั้งนี้เงินบาทเริ่มกลับมาอ่อนค่าลงในเดือนมีนาคม 2018 ซึ่งเป็นระยะเวลาถึง 1 ปีหลังจากที่ ธปท. ได้ประกาศใช้มาตรการ อีกทั้งการอ่อนค่านี้ยังเกิดขึ้นหลังจากที่ยอดคงค้างพันธบัตร ธปท. ระยะสั้นเริ่มปรับตัวสูงขึ้นบ้างแล้ว อีไอซีพบว่า การแข็งค่าของเงินบาทในช่วงดังกล่าวขึ้นอยู่กับการเคลื่อนไหวของดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐเป็นสำคัญ (รูปที่ 4 ขวามือ) ซึ่งช่วงที่เงินบาทกลับมาอ่อนค่าขึ้นเป็นช่วงเดียวกันกับที่เงินดอลลาร์สหรัฐใหม่แข็งค่าขึ้น โดยปัจจัยหลักมาจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ดังนั้นอาจกล่าวได้ว่า มาตรการลดการออกพันธบัตรในปี 2017 เพียงอย่างเดียวไม่สามารถทำให้เงินบาทอ่อนค่าลงได้ แต่ทิศทางค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ หรือขนาดดุลบัญชีเดินสะพัดไทย (ที่เป็นตัวสะท้อนความต้องการเงินบาท) ก็เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อทิศทางค่าเงินบาท (ดูรายละเอียดต่อในส่วนมุมมองค่าเงินบาทไตรมาส 3 ปี 2019) อย่างไรก็ตาม อีไอซีมองว่า มาตรการที่ช่วยลดปริมาณเงินทุนเคลื่อนย้ายที่เข้ามาเก็งกำไรค่าเงินบาทนั้นจะช่วย “ผ่อนหนักเป็นเบา” โดยอาจชะลอการแข็งค่าของเงินบาทได้บ้าง ซึ่งจะช่วยให้ผู้ส่งออกไทยที่ไม่มีอำนาจต่อรองทางราคาในตลาดโลก

รูปที่ 4 : ในปี 2017 แม้ยอดคงค้างพันธบัตร ธปท. ระยะสั้นจะทยอยลดลงมาต่อเนื่องหลังมาตรการถูกประกาศใช้ แต่เงินบาทยังคงแข็งค่าขึ้น โดยเงินบาทมีแนวโน้มเคลื่อนไหวสอดคล้องดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐมากกว่า

ค่าเงินบาทและมูลค่าคงค้างของพันธบัตร ธปท. ระยะสั้น



เงินบาทและดัชนีเงินดอลลาร์สหรัฐ



หมายเหตุ : แถบสีม่วงหมายถึงช่วงที่มาตรการถูกประกาศใช้

ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg และ ThaiBMA

หากเงินบาทยังคงแข็งค่าต่อเนื่องอย่างมีนัย การพิจารณาลดปริมาณการออกพันธบัตรเพิ่มเติมอาจเป็นหนึ่งในเครื่องมือที่ ธปท. เลือกใช้ในการชะลอการแข็งค่าของเงินบาท เงินบาทที่แข็งค่าขึ้นกว่า 5%

นับจากต้นปี และยังแข็งค่านำสกุลเงินอื่นในภูมิภาค อาจเป็นแรงกดดันให้ ธปท. ต้องพิจารณาออกมาตรการควบคุมดูแลเงินทุนเคลื่อนย้ายที่ไหลเข้ามาเป็นจำนวนมาก ซึ่งการปรับลดปริมาณพันธบัตร ธปท. ระยะสั้นก็เป็นหนึ่งในมาตรการที่ ธปท. สามารถนำมาใช้ได้ โดยอีไอเอ็มมองว่า ธปท. จะดำเนินการให้ยอดคงค้างพันธบัตรระยะสั้นในตลาดลดลงอย่างมีนัย (เหมือนมาตรการในเดือนเมษายน ปี 2017) เพื่อให้นักลงทุนต่างชาติซื้อเก็งกำไรเงินบาทได้ยากขึ้น ดังนั้นต้องจับตามองปริมาณการออกและยอดคงค้างพันธบัตร ธปท. ในระยะต่อไปอย่างใกล้ชิด

ผลกระทบของมาตรการ ต่อตลาดพันธบัตรรัฐบาลไทย

มาตรการเมื่อปี 2017 เป็นหนึ่งในปัจจัยที่ทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้นขณะนั้นต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบาย หรือที่เรียกว่า J-curve effect (รูปที่ 2) หากย้อนกลับไปดูผลกระทบของมาตรการลดการออกพันธบัตร ธปท. เมื่อปี 2017 พบว่า ความต้องการซื้อพันธบัตรของนักลงทุนขณะนั้นยังมีอยู่สูง แต่ปริมาณพันธบัตรที่ถูกลำมาประมูลมีน้อยลง จึงทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นลดลงไปอยู่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยสถานการณ์ J-curve นี้เริ่มเกิดขึ้นในเดือนเมษายน 2017 หลังจากที่ ธปท. ลดการออกพันธบัตรอายุ 3 และ 6 เดือน รวมกันถึง 20,000 ล้านบาทต่อสัปดาห์ ทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 3 เดือน ปรับลดลงมาเฉลี่ยอยู่ที่ 1.40% ในเดือนเมษายน และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 6 เดือน เฉลี่ยอยู่ที่ 1.43% ส่วนอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 1 ปี ในเดือนเมษายนยังทรงตัวที่ 1.51% เนื่องจาก ธปท. ไม่ได้ปรับลดการออกพันธบัตรอายุ 1 ปี ในรอบนั้น (อัตราดอกเบี้ยนโยบายในขณะนั้นอยู่ที่ 1.50%) อย่างไรก็ตาม ในระหว่างที่ ธปท. คงปริมาณการออกพันธบัตรในระดับต่ำนั้น อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้นปรับลดลงต่อเนื่อง โดยอยู่ในระดับต่ำสุดในช่วงปลายไตรมาสแรกปี 2018 ซึ่งมีปัจจัยเสริมมาจากคาดการณ์การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของนักลงทุนบางส่วน

มุมมองในระยะต่อไป

อีไอเอ็มมองว่า หากในช่วงครึ่งหลังของปี ธปท. ลดปริมาณพันธบัตรระยะสั้นจนทำให้ยอดคงค้างลดลงอย่างมีนัย โอกาสเกิด J-curve effect น่าจะเพิ่มสูงขึ้น สำหรับผลกระทบต่อค่าเงินบาทนั้น มาตรการลดการออกพันธบัตรระยะสั้นอาจช่วยให้การแข็งค่าของเงินบาทชะลอลง แต่ไม่อาจทำให้เงินบาทอ่อนค่าลงได้

โดยอีไอซีมองว่าปัจจัยหลักที่จะทำให้เกิด J-curve effect ประกอบด้วย

1. การคาดการณ์ของตลาดในการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ กนง.
2. การแข็งค่าขึ้นของค่าเงินบาทอย่างมีนัยและต่อเนื่อง
3. การลดลงของยอดคงค้างพันธบัตรพันธบัตรระยะสั้นจนทำให้ไม่เพียงพอต่อความต้องการของตลาด

โดยอีไอซีประเมินว่า ในภาวะปัจจุบัน ปัจจัยที่ 1 และ 2 ได้เริ่มเกิดขึ้นแล้ว กล่าวคือเศรษฐกิจไทยที่มีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่องในปีนี้อาจทำให้ตลาดคาดการณ์การลดดอกเบี้ยนโยบายได้ ขณะที่ ความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อเสถียรภาพค่าเงินบาทและการส่งสัญญาณลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐ (Fed) ธนาคารกลางยุโรป (ECB) รวมถึงธนาคารกลางอื่นในภูมิภาคจะเป็นปัจจัยที่ทำให้บาทแข็งค่าต่อไป ดังนั้นหาก ธปท. ดำเนินมาตรการที่ทำให้ยอดคงค้างพันธบัตรระยะสั้นลดน้อยลงอย่างมีนัย ก็อาจเป็นปัจจัยเร่งให้เกิด J-curve ขึ้นได้ สำหรับผลกระทบต่อค่าเงินบาทนั้นอีไอซีมองว่า มาตรการนี้จะมีผลจำกัด คล้ายกับช่วงปี 2017-2018 ที่เคยมีการประกาศใช้

BOX : มาตรการดูแลค่าเงินบาท

สรุปมาตรการดูแลค่าเงินบาทของ ธปท. ที่เคยนำมาใช้ และมีโอกาสประกาศใช้

มาตรการดูแลค่าเงินบาท	ช่วงเวลาที่เคยใช้	คาดการณ์ผลกระทบ	โอกาสถูกใช้
มาตรการลดการออกพันธบัตร : ลดปริมาณพันธบัตรระยะสั้นที่จะถูกประมูล ทำให้ยอดคงค้างพันธบัตรในตลาดลดลง เพื่อลดการเก็งกำไรค่าเงินบาทของนักลงทุนต่างชาติ	เม.ย. 2017 - พ.ค. 2018	หากคงการปรับลดในลักษณะเดียวกับปี 2017 โอกาสที่จะเกิดภาวะ J-curve มีสูง แต่ไม่อาจทำให้เงินบาทอ่อนค่าลงได้	
เพิ่มความเข้มงวดต่อธุรกรรมที่นำเงินเข้ามาในไทย : เป็นมาตรการในลักษณะป้องกันล่วงหน้า อาทิ ธปท. อาจออกกฎให้นักลงทุนที่ต้องการนำเงินเข้ามาลงทุนในตลาดการเงินไทยต้องแจ้งแหล่งที่มาของเงินทุนหรือวัตถุประสงค์ต่อ ธปท. ด้วย	ยังไม่ถูกนำมาใช้จริง	อาจส่งผลข้างเคียงต่อบางธุรกรรมที่ต้องการนำเงินเข้ามาลงทุนในระยะยาวด้วยทำให้เกิดความยากลำบากในการจัด position การลงทุนหรือดำเนินธุรกิจ	
มาตรการเก็บภาษีตราสารหนี้จากนักลงทุนต่างชาติ : ภาครัฐจะจัดเก็บภาษี 15% จากกำไรและดอกเบี้ยในพันธบัตรที่ถือโดยนักลงทุนต่างชาติที่เข้ามาซื้อ	ยังไม่ถูกนำมาใช้จริง	อาจทำให้นักลงทุนขาดความเชื่อมั่นต่อตลาดการเงินไทย และนำเงินทุนออกจากตลาดอย่างรวดเร็ว	

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.

พันธบัตรหรือตราสารหนี้ที่มีอายุต่ำกว่า 1 ปี แต่อาจยกเว้นให้นักลงทุนต่างประเทศที่ลงทุนอยู่ก่อนแล้ว		ส่งผลเสียต่อราคาสินทรัพย์ไทยอย่างรุนแรง	
มาตรการดำรงเงินสำรองเงินนำเข้า (URR) : กำหนดให้ สถาบันการเงินที่รับซื้อหรือแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเป็นเงินบาทต้องกันเงินสำรองไว้จำนวน 30% ของเงินตราต่างประเทศดังกล่าว (ยกเว้นเงินตราต่างประเทศที่แลกเปลี่ยนเป็นเงินบาทที่ได้รับจากค่าสินค้า บริการ หรือเงินที่ได้รับคืนจากการลงทุนในต่างประเทศ)	ธ.ค. 2006 - ก.พ. 2008 (แต่การบังคับใช้ใน ตลาดหลักทรัพย์ถูก ยกเลิกทันทีหลัง ประกาศใช้ไปหนึ่งวัน)	ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน และทำให้มีเงินทุนไหลออกจาก ตลาดหุ้นเป็นจำนวนมาก	



หมายถึง มีโอกาสถูกนำมาใช้มากที่สุด



หมายถึง มีโอกาสถูกนำมาใช้ปานกลาง



หมายถึง มีโอกาสถูกนำมาใช้น้อยที่สุด

ทำไมถึงต้องลดการออกพันธบัตร สปท. เพื่อหวังผลให้เงินบาทอ่อน

เหตุผลที่ สปท. ต้องหันมาใช้มาตรการที่เกี่ยวกับการควบคุมปริมาณการออกพันธบัตร สปท. นั้นมีต้นตอมาจาก มาตรการป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาทอื่น ๆ ที่ สปท. ใช้จำกัดการเก็งกำไรเงินบาทโดยตรง ซึ่งมีด้วยกันทั้งหมด 4 มาตรการ คือ

- 1) **มาตรการจำกัดการปล่อยสภาพคล่องเงินบาท** : ห้ามไม่ให้สถาบันการเงินปล่อยสภาพคล่องเงินบาทให้แก่นักลงทุนต่างชาติ (Non-resident: NR) เกินกว่า 600 ล้านบาทต่อกลุ่ม ในกรณีที่ไม่มี underlying asset
- 2) **มาตรการดูแลเงินลงทุนนำเข้า** : จำกัดไม่ให้สถาบันการเงินกู้ยืมเงินบาทจาก NR เกินกว่า 10 ล้านบาทต่อกลุ่ม ในกรณีที่ไม่มี underlying asset
- 3) **มาตรการดูแลบัญชี Non-resident Baht Account (NRBA) และบัญชี Non-resident Baht Account for Securities (NRBS)** : จำกัดยอดคงค้าง ณ สิ้นวันในบัญชี NRBA และ NRBS ไม่ให้เกินประเภทบัญชีละ 300 ล้านบาทต่อราย NR และให้สถาบันการเงินงดจ่ายดอกเบี้ยแก่บัญชี NRBA และ NRBS
- 4) **มาตรการดูแลธุรกรรม Non-Deliverable Forward (NDF)** : ให้สถาบันการเงินระงับการทำธุรกรรม NDF อ้างอิงเงินบาทกับ NR

จะเห็นว่า มาตรการข้างต้นลดทอนโอกาสเข้ามาเก็งกำไรค่าเงินบาทของนักลงทุนลง โดยเฉพาะในกรณีที่ NR เก็งกำไรจากการถือเงินบาทเพียงอย่างเดียว (ไม่มีสินทรัพย์อื่นเป็น underlying) ดังนั้นเพื่อเลี่ยงมาตรการข้างต้น NR ที่จำกัดให้

ถือเงินบาทได้ไม่มาก NR จึงจำเป็นต้องซื้อสินทรัพย์ไทยเพื่อใช้เป็นตัวกลางในการเก็งกำไรเงินบาท โดยสินทรัพย์ที่ NR สามารถซื้อได้และมีความเสี่ยงต่ำก็คือพันธบัตร รัฐบาล. ซึ่งมีอายุ (maturity) สั้น ดังนั้นการลดปริมาณการออกพันธบัตรจึงเป็นเครื่องมือที่ทำให้ NR ซื้อสินทรัพย์ได้ยากขึ้นและอาจต้องซื้อในราคาที่สูงขึ้น จึงอาจเป็นการลดแรงจูงใจในการเก็งกำไรค่าเงินบาทได้

พันธบัตรไทยระยะยาว

ปรับลดคาดการณ์อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 10 ปี ลงมาอยู่ที่ 1.90-2.00% ณ สิ้นปี 2019 (จากเดิม 2.6% -2.8%) โดยมีสาเหตุหลักจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ที่มีโอกาสลดลงได้อีก จาก 1) เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังมีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่อง 2) การคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ ที่อาจลดลงได้อีก และ 3) การปรับลดดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ซึ่ง อีโอซีคาดว่า จะเกิดขึ้น 2 ครั้งในช่วงครึ่งหลังของปี 2019

สถานการณ์ในช่วงที่ผ่านมา

ในช่วงต้นไตรมาสที่สองพบว่า อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาวยังทรงตัวในระดับสูงที่ราว 2.43% ถึง 2.48% ซึ่งเป็นผลจากปริมาณพันธบัตรรัฐบาลไทยและเงินเฟ้อคาดการณ์ที่เพิ่มขึ้น กล่าวคือ

- 1) ยอดคงค้างพันธบัตรรัฐบาลไทยในเดือน พฤษภาคม 2019 ขยายตัว 2.53%MOM ต่อเนื่องจากเดือนก่อนที่ 1.08%MOM (รูปที่ 5)
- 2) ตัวเลขอัตราเงินเฟ้อทั่วไปที่ออกมาในช่วงไตรมาสที่ 2 ปรับสูงขึ้น ส่งผลให้การคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อของไทยปรับเพิ่มขึ้นมา โดยจากการสำรวจความเห็นของผู้เชี่ยวชาญทางเศรษฐกิจในเดือนมีนาคม 2019 คาดการณ์เงินเฟ้อใน 1 ปีข้างหน้าอยู่ที่ 1.5% เพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อนที่ 1.3%

อย่างไรก็ดี อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาว อายุ 10 ปี ปรับตัวลดลงต่อเนื่องนับในช่วงเดือน มิถุนายน ซึ่งเป็นผลจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะยาวที่ปรับลดลงมากในช่วงเวลาเดียวกัน (รูปที่ 6) โดยอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ที่ลดลงในช่วงที่ผ่านมาเกิดจาก

- 1) เศรษฐกิจสหรัฐฯ ส่งสัญญาณชะลอลงชัดเจน สะท้อนจากดัชนีผู้จัดการฝ่ายซื้อ (PMI) ของภาคการผลิตและบริการ ในเดือนมิถุนายน 2019 อยู่ที่ 50.1 และ 50.7 ตามลำดับ ซึ่งต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2016
- 2) สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และประเทศคู่ค้าไม่ว่าจะเป็นจีน เม็กซิโก ยุโรป อินเดีย และตุรกี ที่กลับมาปะทุอีกครั้ง ทำให้ความเสี่ยงต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกและสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น

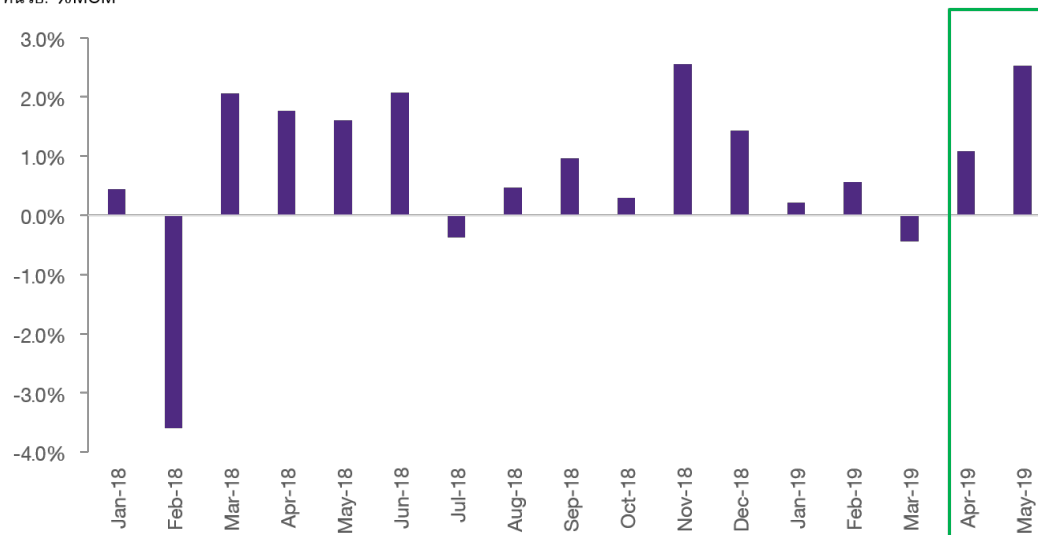
- 3) คณะกรรมการนโยบายการเงิน (FOMC) เริ่มส่งสัญญาณปรับลดอัตราดอกเบี้ยในระยะข้างหน้า อีกทั้งยังได้ปรับคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยในระยะยาว (longer run rate) ลงมาอยู่ที่ 2.5% จาก 2.8% ในการประชุมเดือนมีนาคม

นอกจากนี้ เงินทุนเคลื่อนย้ายที่ไหลเข้าสู่ตลาดพันธบัตรไทยดังที่กล่าวไปแล้วนั้น ก็เป็นอีกปัจจัยที่กดดันอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาวด้วยเช่นกัน โดย ณ วันที่ 3 กรกฎาคม 2019 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 10 ปี อยู่ที่ 1.98% ปรับลดลงจากไตรมาสก่อน 46 bps

รูปที่ 5: ยอดคงค้างพันธบัตรรัฐบาลไทยในเดือนพฤษภาคม 2019 ขยายตัว 2.53%MOM ต่อเนื่องจากเดือนก่อนที่ 1.08%MOM

อัตราการขยายตัวของการยอดคงค้างขอพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาว

หน่วย: %MOM

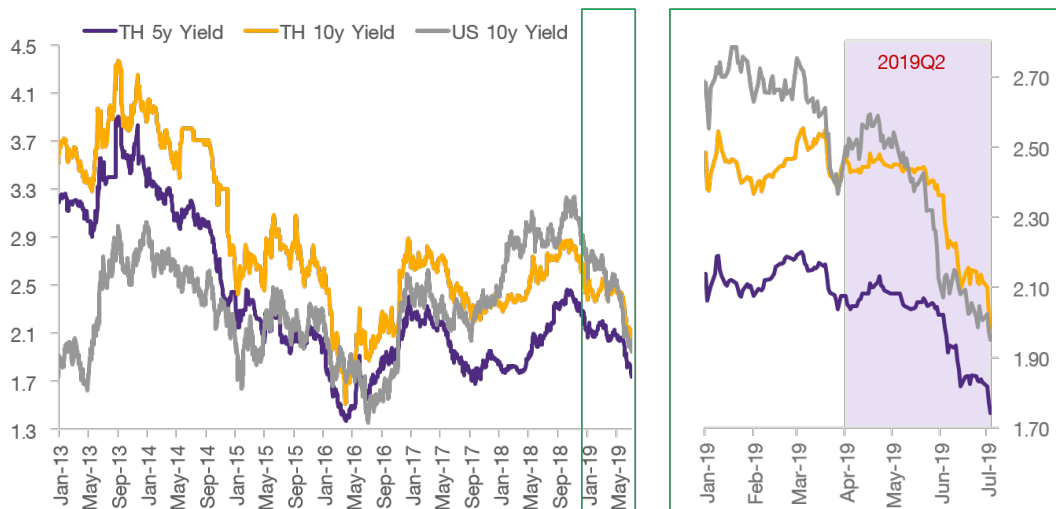


ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA

รูปที่ 6: อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับลดลงจากไตรมาสก่อน จากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐที่ลดลงมาก และเงินทุนที่ไหลเข้าตลาดพันธบัตรไทยต่อเนื่อง

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย และสหรัฐฯ ระยะยาว

หน่วย: %



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทยและ ThaiBMA

มุมมองในระยะต่อไป

อีไอซี ปรับลดคาดการณ์อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 10 ปี ลงมาอยู่ที่ 1.90-2.00% ณ สิ้นปี 2019 (จากเดิม 2.6%-2.8%) โดยมีสาเหตุหลักจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ที่มีโอกาสลดลงได้อีก โดยอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ มีแนวโน้มปรับลดลงได้อีก จาก

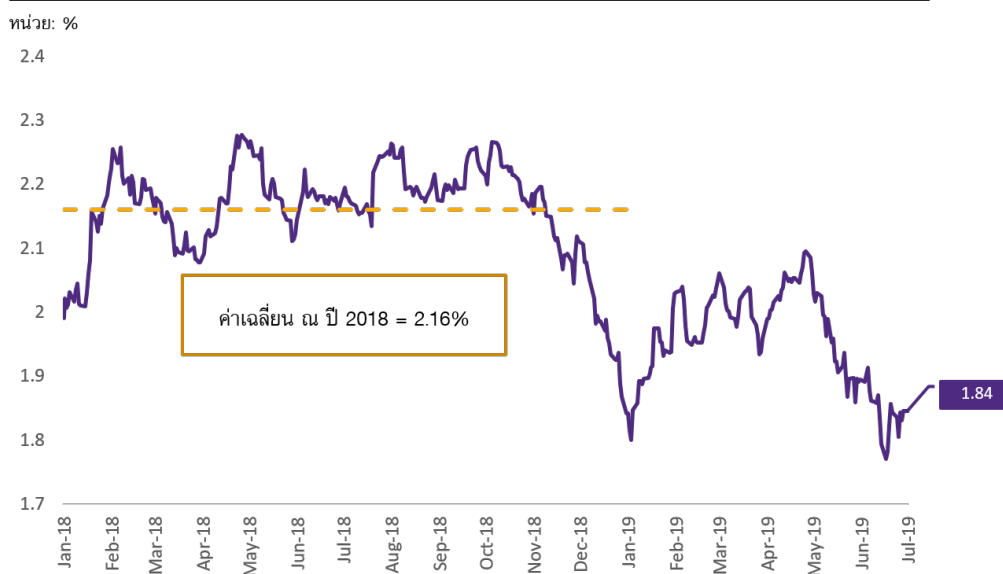
- 1) **เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังมีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่อง** แม้ล่าสุดการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนจะมีข้อตกลงที่จะไม่ขึ้นกำแพงภาษีสำหรับสินค้านำเข้าที่เหลือจากจีน (มูลค่าประมาณ 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ) แต่กำแพงภาษีที่อัตรา 25% บนสินค้านำเข้าจากจีนมูลค่า 2.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ยังคงมีผลอยู่ต่อไป ซึ่งอีไอซีคาดว่า ผลของกำแพงภาษีดังกล่าวจะยังคงส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริงต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ จีน และโลกต่อไปในช่วงที่เหลือของปี 2019
- 2) **คาดการณ์อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ ที่อาจลดลงได้อีก** โดยคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ (สะท้อนจาก 5y5y break-even inflation) ณ เดือนมิถุนายนอยู่ที่ 1.84% ปรับลดลงจากค่าเฉลี่ยปี 2018 ที่ 2.16% (รูปที่ 7) นอกจากนี้ Fed ยังได้ปรับตัวเลขประมาณการอัตราเงินเฟ้อปี 2019 ลงจาก 1.8% ลงมาอยู่ที่ 1.5% อีกด้วย
- 3) **อีไอซีมองว่า Fed อาจลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 2 ครั้งในปี** ซึ่งจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ (yield curve) ปรับลดลงตาม เนื่องจากตลาดพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ณ ขณะนี้ยังไม่ได้สะท้อนมุมมองที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะชะลอลงและ Fed จะลดดอกเบี้ยนโยบายอย่างครบถ้วน (fully price-in)

สำหรับปัจจัยภายในประเทศที่อาจกดดันให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับลดลงมาจาก **แนวโน้มเศรษฐกิจไทยที่คาดว่าจะชะลอลง** ซึ่งมาจากภาคการส่งออกที่อีไอซีคาดว่าจะหดตัวถึง 1.6% ในปีนี้ และ ความล่าช้าในการเบิกจ่ายงบประมาณประจำปี 2020 ที่อาจบั่นทอนการลงทุนภาครัฐและส่งผลเสียต่อความเชื่อมั่น การลงทุนภาคเอกชน โดยอีไอซีประเมินว่า อัตราการเติบโตของเศรษฐกิจไทยในปี 2019 จะขยายตัวที่ 3.1% ซึ่งต่ำกว่า ที่ตลาดคาดไว้ที่ 3.5% ทั้งนี้อีไอซีมองว่า อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาวจะปรับลดลงไม่เท่าสหรัฐฯ เนื่องจากคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ ปรับลดลงมากกว่า

รูปที่ 7: โดยคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ (สะท้อนจาก 5y5y break-even inflation)

ณ เดือนมิถุนายนอยู่ที่ 1.84% ปรับลดลงจากค่าเฉลี่ยปี 2018 ที่ 2.16%

การคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ ในระยะยาว สะท้อนจาก 5y5y breakeven inflation



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

ค่าเงินบาท

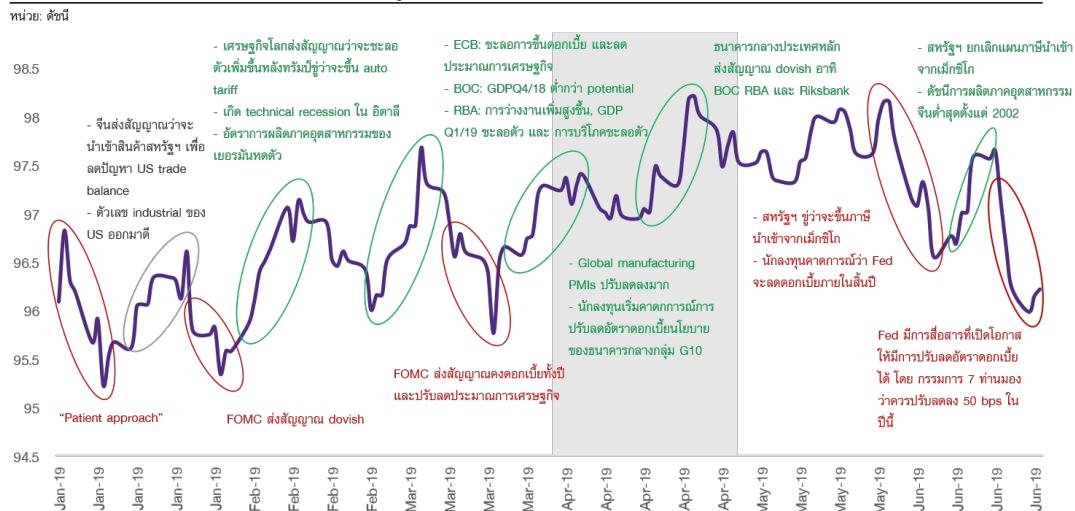
คาดการณ์การกดดันของการแข็งค่าของเงินบาทมีอยู่ต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังของปี โดยอีไอซีประเมินว่า แม้เศรษฐกิจไทยจะมีแนวโน้มชะลอตัวลงจากการหดตัวของภาคส่งออกและการชะลอตัวของการท่องเที่ยว แต่การเกินดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยยังคงอยู่ในระดับสูง เมื่อเทียบกับประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาค ซึ่งจะทำให้สถานการณ์เป็น *regional safe haven* ของเงินบาทไทยยังคงมีอยู่ต่อไป บวกกับสัญญาณการลดดอกเบี้ยนโยบายจาก Fed และธนาคารกลางอื่น ๆ ในภูมิภาค จะทำให้แรงกดดันค่าเงินบาทแข็งค่า ยังคงมีอยู่ต่อไป โอซีปรับประมาณการเงินบาท ณ สิ้นปี 2019 ให้แข็งค่าขึ้นมาอยู่ที่ 30-31 ต่อดอลลาร์สหรัฐ (จากเดิม 31-32)

สถานการณ์ในช่วงที่ผ่านมา

เงินบาทเทียบดอลลาร์สหรัฐในเดือนเมษายนยังอ่อนค่าลงต่อเนื่องจากปลายไตรมาสก่อน เป็นผลจากดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐที่แข็งค่าขึ้น และเงินทุนไหลออกจากตลาดตราสารหนี้ไทย (รูปที่ 8) กล่าวคือ

- 1) ในช่วงต้นไตรมาสสอง ท่าทีของ Fed ยังไม่ dovish เท่าที่ธนาคารกลางของประเทศเศรษฐกิจหลักอื่น โดยในช่วงดังกล่าว แม้ Fed จะสื่อสารถึงแนวโน้มชะลอการขึ้นดอกเบี้ย (patient approach) แต่ธนาคารกลางประเทศเศรษฐกิจหลักอื่น ๆ ได้สื่อสารถึงแนวโน้มการดำเนินนโยบายที่ผ่อนคลาย (dovish) กว่า (รูปที่ 9 ซ้าย)
- 2) เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มการชะลอตัวลงและมีปัจจัยเสี่ยงด้านต่ำเพิ่มขึ้น สะท้อนจากดัชนี PMI ภาคการผลิตของโลกที่ชะลอตัวลง (รูปที่ 9 ขวา) เงินดอลลาร์สหรัฐจึงปรับแข็งค่าขึ้นในช่วงดังกล่าว เพราะมีสถานะเป็น counter-cyclical (คือ ดอลลาร์มักจะมีค่าในช่วงที่เศรษฐกิจโลกชะลอหรือหดตัว)
- 3) ตั้งแต่ต้นปีถึงเดือนเมษายน 2019 เงินทุนไหลออกจากตลาดเงินไทยรวม 7.9 พันล้านบาท ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากความไม่แน่นอนทางการเมืองที่ทำให้นักลงทุนรอคอยสถานการณ์ในการจัดตั้งรัฐบาลชุดใหม่

รูปที่ 8: เงินดอลลาร์สหรัฐที่แข็งค่าขึ้นต่อเนื่องจากแนวโน้มการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก แต่เริ่มอ่อนค่าลงหลังจากเศรษฐกิจสหรัฐฯ ส่งสัญญาณชะลอตัว และ Fed สื่อสารถึงโอกาสในการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย
การเคลื่อนไหวของดัชนีค่าเงินดอลลาร์และการสำคัญต่าง ๆ



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg (ข้อมูล ณ วันที่ 26 มิถุนายน 2019)

รูปที่ 9 : ธนาคารกลางประเทศเศรษฐกิจหลักอื่น ๆ ได้สื่อสารถึงแนวโน้มการดำเนินนโยบายที่ผ่อนคลาย (dovish) ตั้งแต่ช่วงต้นปี รวมไปถึงเศรษฐกิจโลกก็มีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่องเช่นกัน สะท้อนจากดัชนี PMI ภาคการผลิตของโลกที่ชะลอลง

ส่วนต่างระหว่างคาดการณ์ดอกเบี้ยนโยบาย และดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบัน ของกลุ่มประเทศ DM (ไม่รวมสหรัฐฯ)

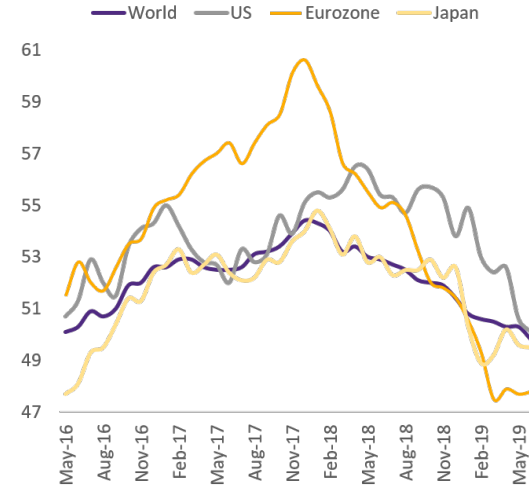
หน่วย : %



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

PMI ภาคการผลิต

หน่วย : ดัชนี

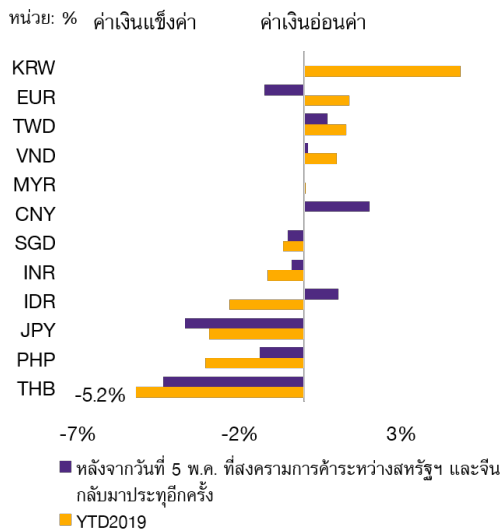


เงินบาทเทียบดอลลาร์สหรัฐฯแข็งค่าขึ้นหลังสงครามการค้ากลับมาปะทุอีกครั้งในช่วงต้นเดือน พฤษภาคม และดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯอ่อนค่าลงหลัง Fed ส่งสัญญาณลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ในการประชุมเดือน (รูปที่ 10 ซ้าย) เงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ณ วันที่ 3 กรกฎาคม 2019 อยู่ที่ 30.64 แข็งค่าขึ้นถึง 3.57% จากไตรมาสก่อน ซึ่งเป็นผลจาก

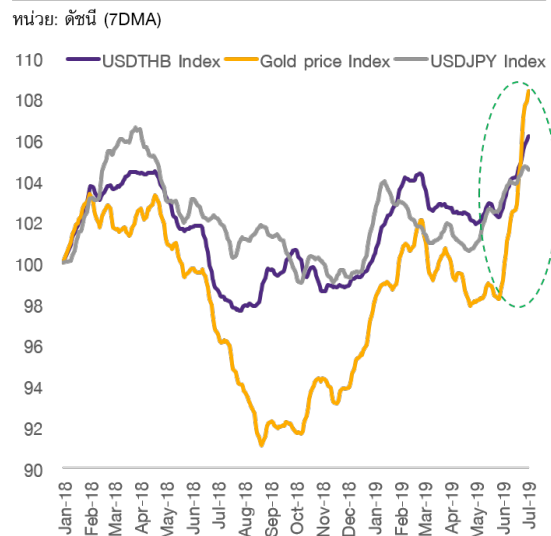
- 1) สงครามการค้าที่กลับมาปะทุอีกครั้งในช่วงต้นเดือนพฤษภาคม ทำให้เงินทุนเคลื่อนย้ายไหลเข้าตลาดเงินไทยจำนวนมาก เนื่องจากเงินบาทมีสถานะเป็นสินทรัพย์ปลอดภัย เพราะดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลสูงถึง 9.3% ต่อ GDP (ไตรมาสแรก) และสัดส่วนเงินทุนสำรองต่อหนี้ต่างประเทศระยะสั้นสูงถึง 3.3 เท่า (มีนาคม 19) นอกจากนี้ เงินบาทที่แข็งค่าขึ้นยังสอดคล้องกับสินทรัพย์ปลอดภัยอื่น เช่น ค่าเงินเยน และราคาทองคำอีกด้วย (รูปที่ 10 ขวา)
- 2) หลังจากที่ Fed ส่งสัญญาณปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงต้นเดือนมิถุนายน ดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯก็อ่อนค่าลงมา ณ วันที่ 3 กรกฎาคม 2019 อยู่ที่ 96.77 อ่อนค่าขึ้นถึง 0.53% จากไตรมาสก่อน จึงเป็นอีกปัจจัยที่สนับสนุนให้เงินบาทแข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงปลายไตรมาสสอง

รูปที่ 10: หลังสงครามการค้ากลับมาปะทุอีกครั้ง เงินบาทแข็งค่าขึ้นจากเสถียรภาพต่างประเทศของไทยที่แข็งแกร่ง ซึ่งเงินบาทที่แข็งค่านั้นสอดคล้องกับค่าเงินเยน และราคาทองคำ ที่เป็นสินทรัพย์ปลอดภัยเช่นกัน

การเปลี่ยนแปลงของค่าเงินเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ



ค่าเงินบาท ราคาทองคำ และค่าเงินเยน



หมายเหตุ: ข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยน ณ วันที่ 3 กรกฎาคม 2019
ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

มุมมองในระยะต่อไป

อีไอซีปรับประมาณการเงินบาท ณ สิ้นปี 2019 แข็งค่าขึ้นมาอยู่ที่ 30-31 ดอลลาร์สหรัฐฯ (จากเดิม 31-32) โดยเป็นผลจาก

- เงินดอลลาร์สหรัฐมีแนวโน้มอ่อนค่าลงเทียบกับไตรมาสก่อน จากเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ชะลอและ Fed ที่มีท่าที dovish กว่าธนาคารกลางอื่น :** อีไอซีประเมินว่า เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัวลงจนทำให้ Fed อาจต้องลดดอกเบี้ยนโยบายในช่วงครึ่งหลังของปี นอกจากนี้ ตลาดยังมีมุมมองว่า Fed จะสามารถผ่อนคลายนโยบายการเงินได้มากกว่าธนาคารกลางของประเทศเศรษฐกิจหลักอื่นที่ส่วนใหญ่มีอัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ในระดับต่ำ (effective lower bound) ดังนั้นเงินดอลลาร์สหรัฐจะอ่อนค่าลงจากไตรมาสก่อนได้ เงินบาทจึงยังมีแนวโน้มแข็งค่า
- ความต้องการเงินบาทในระดับสูงจากดุลบัญชีเดินสะพัดที่เกินดุลมาก :** อีไอซีได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าเงินบาทและดุลบัญชีเดินสะพัดไทยพบว่า มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน คือเงินบาทมักแข็งค่าขึ้นในเวลาที่คุณบัญชีเดินสะพัดเกินดุลมากขึ้น (รูปที่ 11) โดยอีไอซีประเมินว่ามูลค่าดุลบัญชีเดินสะพัดในปี 2019 จะขยายตัวจากปีก่อน เนื่องจากดุลการค้าไทยที่ยังเกินดุลต่อไปได้ (แม้การส่งออกจะติดลบ (-1.6%) แต่การนำเข้าติดลบมากกว่า (-2.7%)) และดุลการบริการที่ยังคงเกินดุล (แม้มีการปรับประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติให้ชะลอตัวลงจากประมาณการเดิมที่ 6.3% เป็น 4.8% แต่ยังคงขยายตัวได้) ทั้งนี้อีไอซีคาดว่ามูลค่าดุลบัญชีเดินสะพัด ณ สิ้นปี 2019 จะอยู่ 34.1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ขยายตัวจากปีก่อนที่ 32.4 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

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.

3) ธนาคารกลางของประเทศอื่นในภูมิภาคปรับลดดอกเบี้ยนโยบายลงทำให้เงินบาทแข็งค่าขึ้นโดย

เปรียบเทียบ : ในปี 2018 Fed ได้ปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายถึง 4 ครั้ง (100 bps) ส่งผลให้ค่าเงินของประเทศในภูมิภาคอ่อนค่าลงเทียบกับดอลลาร์สหรัฐค่อนข้างมาก ธนาคารกลางเหล่านั้นจึงจำเป็นต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายตาม Fed เพื่อรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจไว้ อย่างไรก็ตาม แรงกดดันให้เงินอ่อนค่ามีน้อยลงในปีนี้ ทำให้ธนาคารกลางของประเทศในภูมิภาคสามารถลดดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจได้ จึงเป็นแรงกดดันให้เงินบาทแข็งค่าขึ้นโดยเปรียบเทียบ (รูปที่ 12)

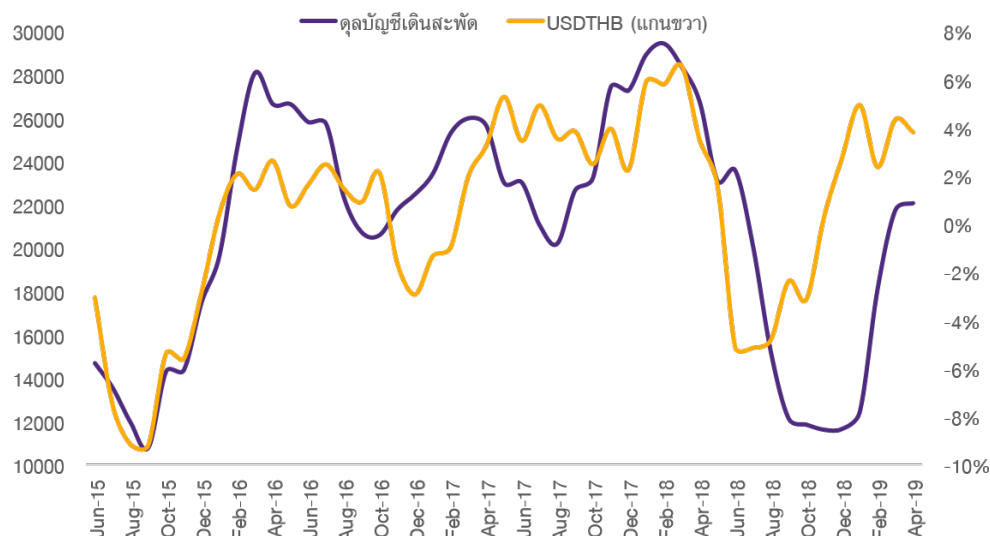
อีไอเอ็มมองว่า เงินบาทน่าจะไม่แข็งค่าเกินกว่า 30 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ เนื่องจากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอจะช่วยพยุงให้ดอลลาร์ไม่อ่อนค่าลงมาก อีไอเอ็มประเมินว่าเงินดอลลาร์สหรัฐน่าจะไม่อ่อนค่าลงจากระดับปัจจุบันมากนัก เนื่องจากเศรษฐกิจโลกที่มีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่องจะทำให้มีความต้องการถือเงินดอลลาร์สหรัฐที่เป็นสินทรัพย์ปลอดภัยอยู่ โดยอีไอเอ็มพบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐและดัชนี PMI โลก คือ ในช่วงที่เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลงหรือเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย เงินดอลลาร์สหรัฐมักจะแข็งค่าขึ้น (รูป 13)

รูปที่ 11: เงินบาทมักแข็งค่าขึ้นในเวลาที่ดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลมากขึ้น

ดุลบัญชีเดินสะพัดและค่าเงินบาท

หน่วย: ล้านดอลลาร์สหรัฐ (ผลรวม 6 เดือน)

หน่วย: %การเปลี่ยนแปลงของค่าเงินเทียบกับ 6 เดือนก่อน



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

รูปที่ 12: แรงกดดันที่ทำให้เงินอ่อนค่านี้อยู่ในขณะนี้ จึงทำให้ธนาคารกลางของประเทศในภูมิภาคสามารถลดดอกเบี้ยได้ ซึ่งจะเป็นแรงกดดันให้เงินบาทแข็งค่าขึ้น

การเปลี่ยนแปลงของค่าเงิน และอัตราดอกเบี้ยนโยบายของประเทศในภูมิภาค

	2018		2019		ดอกเบี้ยนโยบาย (%)
	FX chg. (% เทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ)	การเปลี่ยนแปลงของดอกเบี้ยนโยบาย (Basis points)	FX chg. (% เทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ)	การเปลี่ยนแปลงของดอกเบี้ยนโยบาย (Basis points)	
สหรัฐ (DXY)	4.4%	100	0.6%	0	2.5%
อินเดีย	-8.4%	50	1.3%	-50	6%
อินโดนีเซีย	-5.8%	175	1.8%	0	6%
มาเลเซีย	-2.1%	25	-0.1%	-25	3%
ฟิลิปปินส์	-5.1%	175	2.8%	-25	4.5%
ออสเตรเลีย	-9.7%	0	-0.3%	-25	1.25%
นิวซีแลนด์	-5.3%	0	-0.2%	-25	1.5%
ไทย	0.8%	25	5.2%	0	1.75%

หมายเหตุ: ข้อมูล ณ วันที่ 3 กรกฎาคม 2019

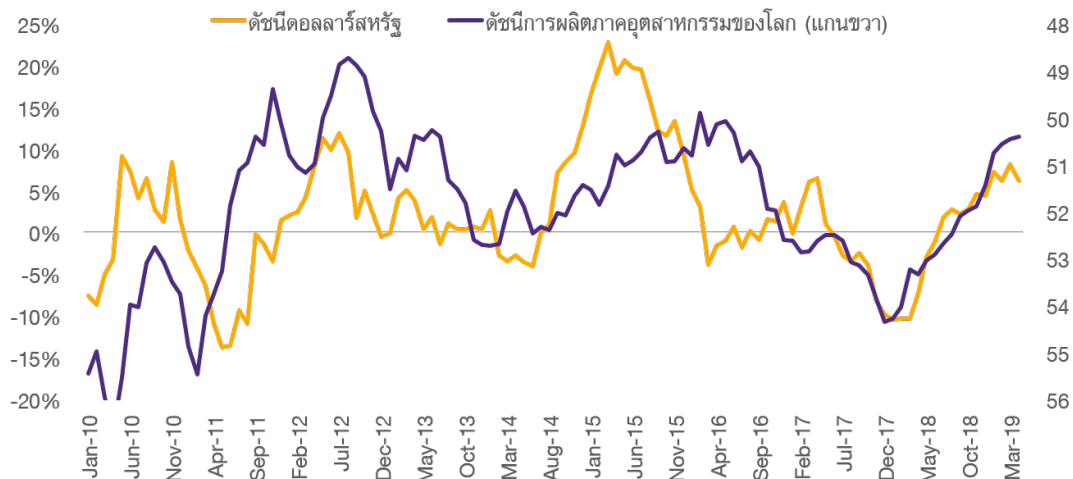
ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

รูปที่ 13: ในช่วงที่เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลงหรือเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย เงินดอลลาร์สหรัฐมักจะแข็งค่าขึ้น

ดัชนีดอลลาร์สหรัฐ และดัชนีการผลิตภาคอุตสาหกรรมของโลก

หน่วย: %YOY

หน่วย: ดัชนี



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg และ JP Morgan

ความเสี่ยงที่จะทำให้เงินบาทแข็งค่ากว่าคาด คือ การที่ ธปท. ยังต้องเผชิญกับความท้าทายในการพยุงค่าเงินบาทไม่ให้แข็งค่าอย่างรวดเร็ว หลังจากไทยมีความเสี่ยงที่จะถูกจัดเป็น currency manipulator เพิ่มขึ้น จากรายงาน “Macroeconomics and FX Policy of Major Trading Partners” ของกระทรวงการคลังสหรัฐฯ

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.

ไทยได้เข้าไปอยู่ในรายชื่อประเทศคู่ค้าสำคัญ (major trading partners) เนื่องจากมีมูลค่าการค้ากับสหรัฐฯ ในปี 2018 เกิน 4 หมื่นล้านดอลลาร์ แต่ไทยยังไม่ได้เข้าไปอยู่ในรายชื่อประเทศที่สหรัฐฯ จับตามอง (Monitoring list) ซึ่งมีเงื่อนไขที่ต้องเข้า 2 เกณฑ์จากทั้งหมด 3 เกณฑ์คือ

- มียอดเกินดุลการค้ากับสหรัฐฯ รวมตั้งแต่ 2 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ขึ้นไปในรอบ 1 ปี
- ดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุล 2% ต่อ GDP ในรอบ 1 ปี
- มีเงินทุนสำรองระหว่างประเทศต่อ GDP สูงกว่า 2% และธนาคารกลางแทรกแซงตลาดอัตราแลกเปลี่ยน 6 เดือนขึ้นไปจาก 12 เดือน

อีไอเอ็มมองว่า ในระยะต่อไป สปท. อาจดูแลค่าเงินบาทได้จำกัด จึงทำให้เงินบาทอาจเผชิญความเสี่ยงในการแข็งค่าได้มากขึ้น โดยถึงแม้ว่าในปัจจุบัน ไทยจะเข้าข่ายเพียงเกณฑ์ดุลบัญชีเดินสะพัด อย่างไรก็ดี ยังมีความเสี่ยงที่ไทยอาจเข้าเกณฑ์แรกได้ (ด้านดุลการค้า) เนื่องจากล่าสุดไทยเกินดุลการค้ากับสหรัฐฯ ถึง 1.9 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในรอบ 4 ไตรมาสที่ผ่านมา ดังนั้นในช่วงที่เหลือของปี สปท. อาจไม่สามารถเข้าดูแลเสถียรภาพค่าเงินบาทได้มากนัก จึงเป็นความเสี่ยงที่ทำให้เงินบาทจะยังแข็งค่าได้ต่อเนื่อง

โดย : ดร. กำพล อดิเรกสมบัติ (kampon.adireksombat@scb.co.th)
ผู้อำนวยการอาวุโส Economic and Financial Market Research
วชิรวัฒน์ บานชื่น (wachirawat.banchuen@scb.co.th)
นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส
พงศกร ศรีสกาเวล (pongsakorn.srisakawkul@scb.co.th)
นักวิเคราะห์



Economic Intelligence Center (EIC)
ธนาคารไทยพาณิชย์ (จำกัด) มหาชน
EIC Online: www.scbeic.com