



# เงินเพื่อโลกเร่งตัวต่อเนื่อง

## สาเหตุและนัยต่อเศรษฐกิจ

---

20 พฤษภาคม 2022

# เงินเฟ้อโลกเร่งตัวต่อเนื่อง สาเหตุและนัยต่อเศรษฐกิจ

## KEY SUMMARY

### อัตราเงินเฟ้อทั่วโลกเร่งตัวขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบหลายทศวรรษ

นำโดยสหรัฐฯ สหราชอาณาจักร และสหภาพยุโรปที่อัตราเงินเฟ้อเร่งตัวสูงสุดในรอบกว่า 40 ปี และ 30 ปี ตามลำดับ นอกจากนี้ อัตราเงินเฟ้อในกลุ่มเศรษฐกิจกำลังพัฒนา (Emerging Markets: EMs) โดยเฉพาะในลาตินอเมริกา ก็ปรับสูงขึ้นเร็วเช่นกัน การเพิ่มขึ้นของเงินเฟ้อทั่วโลกที่ร้อนแรงเป็นผลมาจาก 3 ปัจจัยหลัก ได้แก่ 1) การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกในช่วงที่ผ่านมามีอุปสงค์ต่อสินค้าและบริการเพิ่มขึ้น 2) ปัญหาอุปทานคอขวด (supply-chain disruption) รวมถึงนโยบายควบคุมโควิดของจีน ส่งผลให้อุปทานขาดแคลนและขยายตัวได้ไม่ทันต่ออุปสงค์ และ 3) สงครามระหว่างรัสเซียและยูเครน ตอกย้ำให้สถานการณ์ความไม่สมดุลระหว่างอุปสงค์และอุปทานรุนแรงขึ้น กดดันราคาสินค้าโภคภัณฑ์เพิ่มเติม

### เงินเฟ้อในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วปรับสูงขึ้นจากทั้งปัจจัยอุปสงค์และอุปทาน ขณะที่เงินเฟ้อในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาปรับสูงขึ้นจากปัจจัยอุปทานเป็นหลัก

เงินเฟ้อในกลุ่มเศรษฐกิจพัฒนาแล้ว (Advanced Economies) ปรับสูงขึ้นจากทั้งปัจจัยด้านอุปทานที่เผชิญปัญหาคอขวด รวมถึงอุปสงค์ที่ฟื้นตัวเร็วจากการผ่อนคลายมาตรการควบคุมแพร่ระบาดที่รุนแรงกว่า ขณะที่การเพิ่มขึ้นของเงินเฟ้อในกลุ่มเศรษฐกิจกำลังพัฒนา (Emerging Markets: EMs) เป็นผลจากด้านอุปทานหรือต้นทุนเป็นหลัก ขณะที่อุปสงค์ภายในประเทศยังไม่ฟื้นตัวดี นอกจากนี้ ภายในกลุ่มเศรษฐกิจกำลังพัฒนายังมีการเร่งตัวของเงินเฟ้อที่แตกต่างกัน โดยเงินเฟ้อในเศรษฐกิจกำลังพัฒนาในฟิ่งเอเชียเร่งตัวเร็วกว่ากลุ่มเศรษฐกิจลาตินอเมริกา เนื่องจากเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core Inflation) ปรับเพิ่มขึ้นน้อยกว่า ราคาสินค้าอุปโภคบริโภค สัดส่วนราคาพลังงานในตราเงินเฟ้อมีน้อยกว่า และค่าเงินมีเสถียรภาพมากกว่า

### เงินเฟ้อมีแนวโน้มอยู่ในระดับที่สูงต่อเนื่องในปีนี้ แต่จะทยอยปรับลดลงเข้าใกล้ระดับเป้าหมายของธนาคารกลางได้ในปี 2023

EIC มองว่า เงินเฟ้อมีแนวโน้มยังอยู่ในระดับที่สูงต่อเนื่องในปีนี้ แต่อาจชะลอลงเล็กน้อยในช่วงครึ่งหลังของปี และปรับลดลงเข้าใกล้ระดับเป้าหมายของธนาคารกลางส่วนใหญ่ได้ในปี 2023 จากสถานการณ์สงครามรัสเซีย-ยูเครนและปัญหาอุปทานคอขวดที่คาดว่าจะทยอยคลี่คลายลง การเพิ่มขึ้นของค่าจ้างที่ชะลอลงจากอุปทานแรงงานที่จะเพิ่มขึ้นเป็นลำดับ ปัจจัยฐานต่ำที่จะทยอยหมดไป และผลของการดำเนินนโยบายของภาครัฐ และธนาคารกลางที่จะตั้งตัวขึ้นทำให้อุปสงค์ในระบบเศรษฐกิจชะลอลง

### ธนาคารกลางทั่วโลกมีแนวโน้มดำเนินนโยบายการเงินตึงตัวเร็วเพื่อควบคุมเงินเฟ้อ

ธนาคารกลางของสหรัฐฯ (Fed) มีแนวโน้มปรับขึ้นดอกเบี้ยทั้งหมด 7 ครั้งในปีนี้ และอาจปรับขึ้นดอกเบี้ยทั้งหมดอีก 3 ครั้งในปีหน้า นอกจากนี้ Fed จะเริ่มลดขนาดงบดุลเพื่อดูดซับสภาพคล่องออกจากระบบ (Quantitative Tightening: QT) ในเดือนมิถุนายนนี้ ส่วนธนาคารกลางอังกฤษ (BOE) มีแนวโน้มปรับขึ้นดอกเบี้ยจนถึง 1.75% ในปีนี้ และได้เริ่มลดขนาดงบดุลผ่านการปล่อยให้พันธบัตรที่ถือครองหมดอายุลงแล้ว เช่นเดียวกับธนาคารกลาง

ยุโรป (ECB) ที่มีแนวโน้มสิ้นสุดโครงการเข้าซื้อสินทรัพย์ (APP) ในช่วงสิ้นไตรมาส 2 อาจจะปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกในเดือนกรกฎาคมนี้

## เงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นกดดันการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกผ่านการบริโภคและการลงทุนที่จะชะลอลง รวมถึงการค้าโลกและรายได้แท้จริงที่ลดลงซึ่งส่งผลให้ตลาดแรงงานตึงตัวขึ้น

อัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นส่งผลต่อระบบเศรษฐกิจผ่าน 6 ช่องทาง คือ (1) กดดันการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจากราคาสินค้าที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้อำนาจซื้อสินค้าของผู้บริโภคปรับลดลง (2) การลงทุนปรับชะลอลงจากต้นทุนที่เพิ่มขึ้นและความสามารถในการทำกำไรที่น้อยลง (3) นโยบายการเงินที่ตึงตัวขึ้นจะเป็นความเสี่ยงต่อการะหนัที่อยู่ในระดับสูงในหลายประเทศ (4) ประเทศที่นำเข้าสุทธิมีแนวโน้มเผชิญการขาดดุลเพิ่มมากขึ้นและอาจนำไปสู่การอ่อนค่าของสกุลเงินในบางภูมิภาคได้ และ (5) รายได้ที่แท้จริงที่ลดลงจากภาวะเงินเฟ้อทำให้แรงจูงใจของแรงงานในการกลับเข้าสู่ตลาดแรงงานมีลดลง ตลาดแรงงานจึงตึงตัวขึ้น

## เงินเฟ้อโลกที่เร่งตัวขึ้นจะส่งผลต่อเงินเฟ้อไทยค่อนข้างจำกัด

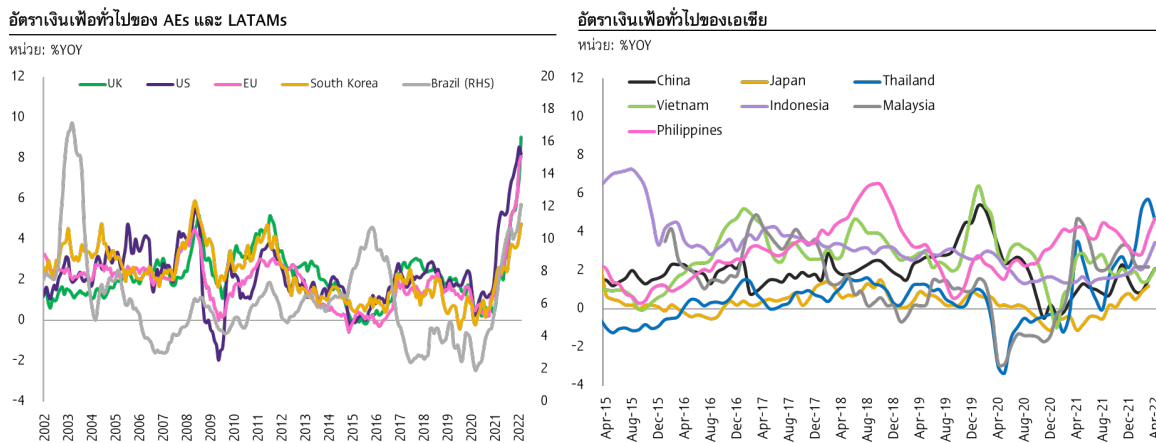
เนื่องจากสินค้านำเข้าของไทยจำนวนมากถูกนำไปใช้ผลิตเพื่อการส่งออก ไม่ได้ใช้ในการบริโภคชั้นปลายหรือผลิตเพื่อการอุปโภคบริโภคภายในประเทศมากนัก จึงทำให้เงินเฟ้อไทยมีความอ่อนไหวต่อราคาสินค้านำเข้าต่ำ นอกจากนี้ถึงแม้ประเทศไทยเป็นประเทศนำเข้าน้ำมันสุทธิ แต่เงินเฟ้อไทยอาจไม่ได้รับผลกระทบจากราคาส่งงานในตลาดโลกที่สูงขึ้นอย่างเต็มที่ เนื่องจากมีมาตรการช่วยเหลือหลายอย่างจากภาครัฐ โดยเฉพาะการตรึงราคาส่งงาน สำหรับในระยะถัดไป อัตราเงินเฟ้อโลกจะส่งผ่านเข้ามาในประเทศไทยได้มากขึ้นจากราคาส่งงานที่ยังคงยืนอยู่ในระดับสูงและการทยอยลดการอุดหนุนราคาจากรัฐ แต่การส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นของผู้ประกอบการมายังผู้บริโภคจะมีอยู่อย่างจำกัด เนื่องจากอุปสงค์ในประเทศยังไม่ฟื้นตัวอย่างเต็มที่ อีกทั้ง ปัญหาอุปทานคอขวดที่จะคลี่คลายลงชัดเจนในปีหน้าจะทำให้อุปทานสินค้ามีเพิ่มขึ้น ส่งผลให้แรงกดดันเงินเฟ้อจะทยอยลดลงได้

## เกิดอะไรขึ้นกับเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับสูงในรอบหลายทศวรรษ

**อัตราเงินเฟ้อโลกปรับเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงครึ่งหลังของปี 2021 และปรับเพิ่มขึ้นในอัตราเร่งต่อเนื่องสู่ระดับสูงสุดในรอบหลายทศวรรษ** หลายประเทศทั่วโลกเผชิญปัญหาเงินเฟ้อปรับเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงที่ผ่านมา (รูปที่ 1 ซ้าย) นำโดยสหรัฐฯ ที่อัตราเงินเฟ้อปรับเพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่องมาอยู่ที่ 8.2% ในเดือนเมษายน 2022 ซึ่งอยู่ในระดับสูงสุดในรอบกว่า 40 ปี เช่นเดียวกับกับสหราชอาณาจักร ที่อัตราเงินเฟ้อปรับเพิ่มสูงขึ้นมาอยู่ที่ระดับสูงสุดในรอบ 30 ปีที่ 9% ในเดือนเมษายน 2022 และสหภาพยุโรป ที่อัตราเงินเฟ้อปรับเพิ่มสูงขึ้นมาอยู่ที่ 8.1% ในเดือนเมษายน 2022 สูงสุดในรอบ 30 ปี เช่นกัน นอกจากนี้ กลุ่มเศรษฐกิจกำลังพัฒนา (Emerging Markets: EMs) เริ่มเผชิญปัญหาเงินเฟ้อที่รุนแรงขึ้นเช่นกัน โดยเฉพาะลาตินอเมริกาที่เผชิญปัญหาเงินเฟ้อสูงสุดในรอบ 15 ปี อย่างไรก็ตาม ในหลายประเทศเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นในอัตราที่น้อยกว่า (รูปที่ 1 ขวา) เช่น เงินเฟ้อในจีนที่ไม่ปรับสูงขึ้นมากนัก เนื่องจากอุปสงค์ภายในประเทศขยายตัวชะลอลง อีกทั้ง ราคาอาหารบางกลุ่มปรับลดลง โดยเฉพาะราคาเนื้อหมูจากอุปทานที่ฟื้นตัวหลังจากการระบาดของโรคอหิวาต์หมูในปี 2020 รวมถึงภาคการผลิตฟื้นตัวเร็วกว่าการบริโภคทำให้ปัญหาการขาดแคลนอุปทานในประเทศน้อยกว่าที่อื่น ด้านญี่ปุ่นไม่เผชิญปัญหาเงินเฟ้อเช่นกัน เนื่องจากโครงสร้างเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำจากอุปสงค์สินค้าที่ยังต่ำ ค่าแรงเติบโตช้า และจำนวนประชากรที่หดตัวต่อเนื่อง ส่วนเศรษฐกิจ

ภูมิภาคอาเซียนในปีที่ผ่านมายังไม่เผชิญปัญหาเงินเฟ้อรุนแรงนัก เริ่มเห็นสัญญาณเงินเฟ้อที่ปรับสูงขึ้นบ้างแล้วในช่วงต้นปี 2022

## รูปที่ 1 : เงินเฟ้อทั่วโลกโดยเฉพาะใน AEs และ LATAMs อยู่ในระดับสูงสุดในรอบหลายทศวรรษ ขณะที่เงินเฟ้อในเอเชียเพิ่มขึ้นเช่นกัน แต่ในอัตราก่อนน้อยกว่า



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ CEIC

**การเพิ่มขึ้นของเงินเฟ้อที่ร้อนแรงเป็นผลมาจาก 3 ปัจจัยหลัก** ได้แก่ 1) การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกในช่วงที่ผ่านมาทำให้อุปสงค์ต่อสินค้าและพลังงานเพิ่มขึ้น 2) ปัญหาอุปทานคอขวด (supply-chain disruption) รวมถึงนโยบายควบคุมโควิดของจีน ส่งผลให้อุปทานขาดแคลนและขยายตัวได้ไม่ทันต่ออุปสงค์ และ 3) สงครามระหว่างรัสเซียและยูเครน ตอกย้ำให้สถานการณ์ความไม่สมดุลระหว่างอุปสงค์และอุปทานรุนแรงขึ้น กัดดันราคาสินค้าโภคภัณฑ์เพิ่มเติม

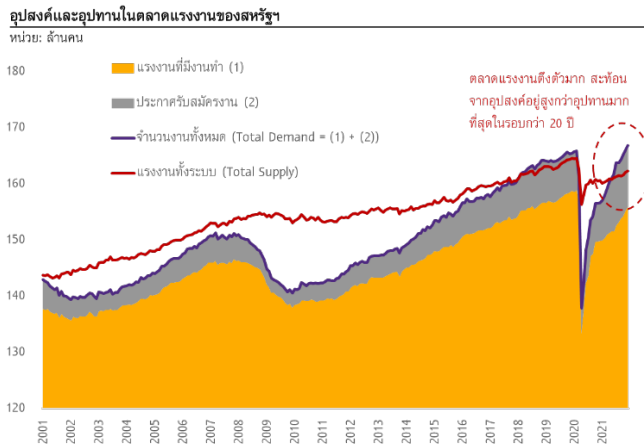
### (1) การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกในช่วงที่ผ่านมาทำให้อุปสงค์ต่อสินค้าและพลังงานเพิ่มขึ้น

หลังจากที่สถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 เริ่มปรับดีขึ้นในหลายประเทศ ประกอบกับครัวเรือนมีเงินออมเพิ่มขึ้นในช่วงที่มีการปิดเมือง (precautionary saving) จากกิจกรรมการใช้จ่ายที่ถูกจำกัดและเงินสนับสนุนครัวเรือนจากภาครัฐ ทำให้หลังจากที่ภาครัฐได้ผ่อนคลายมาตรการปิดเมืองลง จึงมีความต้องการใช้จ่ายใช้สอย (Pent-up demand) เพิ่มขึ้นมาก โดยเงินออมที่สะสมมานั้นส่งผลให้ผู้บริโภคมีกำลังซื้อเพียงพอที่จะทำการฟื้นตัวของอุปสงค์สินค้าเติบโตอย่างแข็งแกร่ง นอกจากนี้ การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกยังทำให้ความต้องการใช้พลังงานปรับเพิ่มขึ้น ขณะที่อุปทานพลังงานมีไม่เพียงพอและขยายตัวได้ช้าจากการลงทุนในภาคพลังงานฟอสซิลที่ชะลอลง จึงทำให้ราคาพลังงานปรับสูงขึ้นต่อเนื่อง กัดดันอัตราเงินเฟ้อทั่วโลก

นอกจากนี้ การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจและการเปิดเมืองยังทำให้มีความต้องการแรงงานเพิ่มขึ้นโดยเฉพาะในภาคบริการ แต่แรงงานที่ยังไม่กลับเข้าสู่ตลาดแรงงานเต็มที่ เนื่องจากแรงงานส่วนหนึ่งได้ออกจากตลาดแรงงานเพื่อดูแลเด็กหรือผู้สูงอายุในช่วงที่มีการแพร่ระบาด และแรงงานอีกส่วนหนึ่งก็หันมาประกอบอาชีพอิสระ (self-employment) มากขึ้น ด้วยเหตุนี้ ตลาดแรงงานของบางประเทศจึงปรับตั้งตัวขึ้นในช่วงที่ผ่านมา ส่งผลให้ค่าจ้างปรับสูงขึ้น โดยสหรัฐฯ เผชิญปัญหาการขาดแคลนแรงงานที่รุนแรง สะท้อนจากจำนวนตำแหน่งงานทั้งหมดที่ต้องการจ้างมีมากกว่าจำนวนแรงงานในระบบทั้งหมดมาก (รูปที่ 2) ส่งผลให้เกิดการขาดแคลนแรงงานรุนแรงและค่าจ้างแรงงานของสหรัฐฯ ปรับเพิ่มสูงขึ้นมาก (รูปที่ 3 ซ้ายมือ) นอกจากนี้ สหราชอาณาจักรก็เผชิญปัญหาขาดแคลนแรงงานเช่นกัน โดยนอกเหนือจากปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับ COVID-19 แล้ว

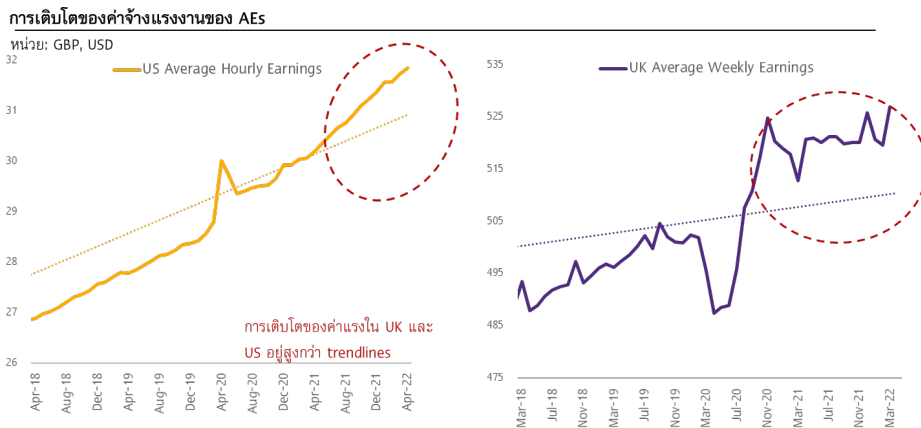
ยังได้รับแรงกดดันจากนโยบาย Brexit ที่ทำให้อุปทานแรงงานลดลงก่อนการแพร่ระบาดอยู่แล้ว ส่งผลให้ค่าแรงปรับเพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง (รูปที่ 3 ขวามือ) อย่างไรก็ตาม สหภาพยุโรปไม่เผชิญปัญหาขาดแคลนแรงงานรุนแรงนัก เนื่องจากในช่วงการแพร่ระบาดของ COVID-19 รัฐบาลของยุโรปมุ่งเน้นการจ่ายเงินให้บริษัทเพื่อรักษาระดับการจ้างงานแทนที่การใช้นโยบายลดพนักงาน จึงทำให้อัตราว่างงานไม่เปลี่ยนแปลงมากนัก และค่าจ้างเพิ่มขึ้นไม่มาก

## รูปที่ 2 : สหรัฐฯ เผชิญปัญหาการขาดแคลนแรงงานที่รุนแรง สะท้อนจากจำนวนตำแหน่งงานทั้งหมดที่ต้องการจ้างมีมากกว่าจำนวนแรงงานในระบบทั้งหมดอย่างมาก



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ U.S. Bureau of Labor Statistics

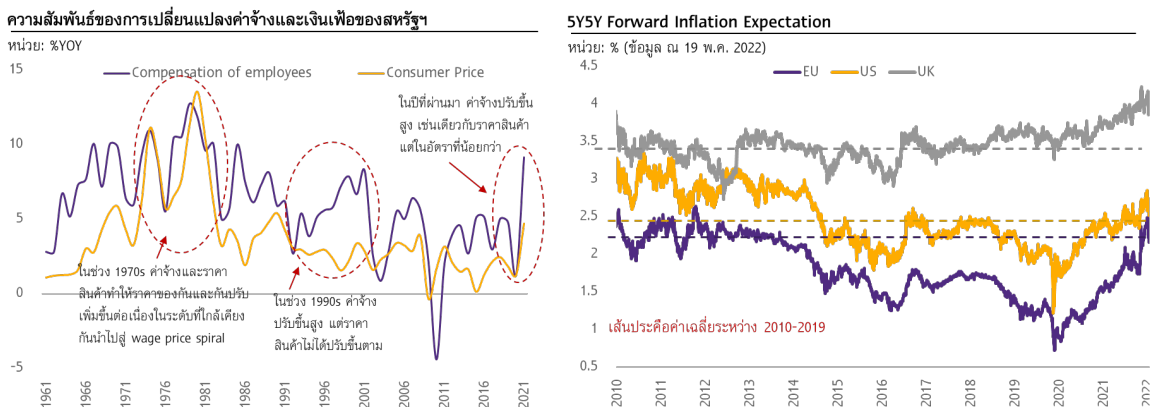
## รูปที่ 3 : การขาดแคลนแรงงานโดยเฉพาะในสหรัฐฯ และสหราชอาณาจักร ส่งผลให้ค่าแรงปรับเพิ่มขึ้นสูงกว่าแนวโน้มในอดีต



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

ทั้งนี้ความเป็นไปได้ที่ค่าจ้างที่เพิ่มขึ้นจะนำไปสู่เหตุการณ์ Wage-Price Spiral<sup>1</sup> มีอยู่ แต่ไม่มากนัก เนื่องจากคาดการณ์เงินเฟ้อในระยะปานกลางยังอยู่ใกล้ระดับก่อนการแพร่ระบาด (Pre-pandemic) อีกทั้ง คาดว่าอุปทานแรงงานที่จะเพิ่มขึ้นจะทำให้ค่าแรงทยอยปรับลดลงในระยะต่อไป โดยในช่วงปี 1970 เงินเฟ้อของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นมากจากทิศทางพลังงานโลก ขณะที่ทางธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) รื้ออในการปรับขึ้นดอกเบี้ยเนื่องจากมองว่าเงินเฟ้อมาจากปัจจัยด้านอุปทาน (cost-push inflation) ส่งผลให้คาดการณ์เงินเฟ้อ (inflation expectation) ปรับเพิ่มขึ้นเกินกว่ากรอบเป้าหมายของธนาคารกลางมาก นำไปสู่การเรียกร้องของสหภาพแรงงานให้นายจ้างปรับขึ้นค่าแรง และนำไปสู่ Wage-Price Spiral (รูปที่ 4 ซ้ายมือ) ส่งผลให้ธนาคารกลางต้องดำเนินนโยบายที่ตึงตัวรุนแรง และนำไปสู่การชะลอตัวของเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม EIC คาดว่าเหตุการณ์เงินเฟ้อในปีนี้จะไม่นำไปสู่ Wage-Price Spiral จากปัจจัยหลัก 3 ประการ ได้แก่ 1) คาดการณ์เงินเฟ้อในระยะปานกลางยังอยู่ใกล้ระดับก่อนโควิด (รูปที่ 4 ขวามือ) ขณะที่ธนาคารกลางในเศรษฐกิจต่าง ๆ แสดงท่าทีที่ชัดเจนขึ้นเพื่อตรึงคาดการณ์เงินเฟ้อ (anchored inflation expectation) และสื่อสารต่อสาธารณะอย่างสม่ำเสมอ ทำให้ตลาดยังมองว่าการเพิ่มของระดับราคาเป็นเพียงชั่วคราว และคาดว่าจะยังไม่ปรับค่าจ้างขึ้นมากนัก 2) อุปทานแรงงานจะทยอยเพิ่มขึ้น จากเงินสนับสนุนภาครัฐที่หมดอายุ ความกังวลต่อการติดเชื้อที่ลดลง และการผ่อนคลายมาตรการควบคุมของรัฐบาลที่จะเอื้อให้แรงงานกลับมาทำงานได้มากขึ้น ส่งผลให้ค่าจ้างมีแนวโน้มชะลอตัวลง รวมถึง 3) สหภาพแรงงานปัจจุบันไม่มีความเข้มแข็งเหมือนในสมัย 1970 จึงมีอำนาจต่อรองค่าแรงน้อยกว่า

#### รูปที่ 4 : ค่าจ้างที่เพิ่มขึ้นคาดว่าจะไม่นำไปสู่เหตุการณ์ Wage-Price Spiral ตามที่เกิดในช่วงปี 1970 โดยคาดการณ์เงินเฟ้อยังอยู่ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยในอดีต



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg, U.S. Bureau of Labor Statistics และ CEIC

(2) **ปัญหาอุปทานคองขวด (supply-chain disruption) และนโยบายควบคุมโควิดของจีน ทำให้อุปทานมีไม่เพียงพอต่ออุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นมาก** โดยถึงแม้ว่าปัญหาอุปทานคองขวดจะส่งสัญญาณคลี่คลายลงในช่วงปลายปี 2021 แต่การฟื้นตัวของอุปทานกลับมาชะลอลงในช่วงไตรมาสแรกของปีนี้ ซึ่งเป็นผลจากทั้งการแพร่ระบาดของโควิด-19 สายพันธุ์ Omicron สะท้อนจากดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต ได้แก่ การฟื้นตัวของยอดสินค้าคงคลังและยอดการผลิตสินค้าใหม่ที่ปรับชะลอตัวลง รวมถึงการฟื้นตัวของระยะเวลาขนส่งที่ปรับล่าช้าลง (รูปที่ 5) นอกจากนี้ การดำเนินนโยบายควบคุมโควิดของรัฐบาลจีน (Zero

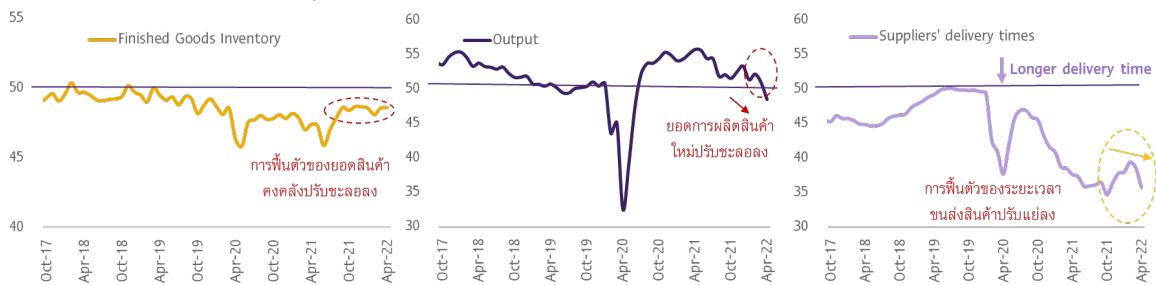
<sup>1</sup> Wage-Price Spiral คือ เหตุการณ์ที่อัตราเงินเฟ้อปรับสูงขึ้นมาก จนทำให้เกิดแรงกดดันต่อค่าแรงที่ต้องปรับเพิ่มขึ้นตามจากการที่คนงานพยายามเรียกร้องที่จะขึ้นค่าแรงเพื่อให้ออกคล่องกับค่าครองชีพที่สูงขึ้น ซึ่งค่าแรงที่เพิ่มขึ้นนำไปสู่ต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้น ทำให้ราคาสินค้าและเงินเฟ้อต้องปรับเพิ่มขึ้นอีก เหตุการณ์ดังกล่าวอาจเกิดขึ้นเป็นวัฏจักรต่อเนื่องกันจนนำไปสู่ภาวะเงินเฟ้อรุนแรง (Hyperinflation)

Covid) ต่อเนื่อง ได้นำไปสู่การปิดโรงงานและท่าเรือขนส่งในบางพื้นที่ ที่เพิ่มความเสี่ยงต่อการยืดเยื้อของปัญหาอุปทานคอขวด รวมถึงกดดันต้นทุนการขนส่งให้ยังทรงตัวอยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง (รูปที่ 6) ด้วยความไม่สมดุลระหว่างอุปสงค์และอุปทานที่ยืดเยื้อว่าที่คาดการณ์ไว้ (prolonged demand-supply imbalance) อัตราเงินเฟ้อโลกจึงเร่งตัวขึ้น

### รูปที่ 5 : การแพร่ระบาดของ Omicron และสงครามระหว่างรัสเซียและยูเครน ที่ปะทุขึ้น ทำให้ปัญหาอุปทานคอขวดกลับมาแยแสลง

ดัชนี PMIs แบ่งตามประเภทกิจกรรม: ภาคโรงงาน

หน่วย : ดัชนี, >50 ขยายตัวจากเดือนก่อนหน้า ปรับฤดูกาล

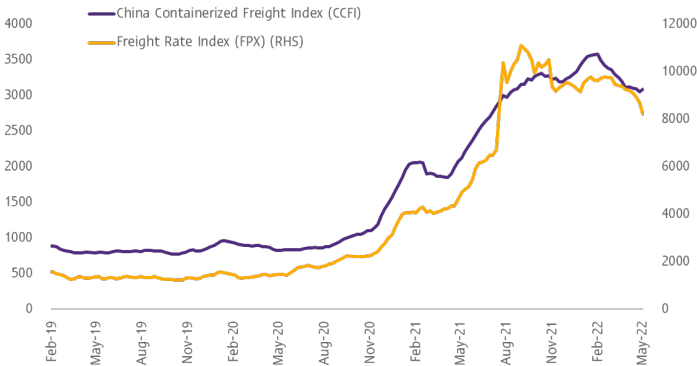


ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

### รูปที่ 6 : ต้นทุนการขนส่งปรับเพิ่มสูงขึ้นเป็นประวัติการณ์

ดัชนีค่าระวางเรือคอนเทนเนอร์ (Freight Index)

หน่วย : ดัชนี, 1 ม.ค. 1998 = 100



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ CEIC

### (3) สงครามระหว่างรัสเซียและยูเครน ทำให้สถานการณ์ความไม่สมดุลระหว่างอุปสงค์และอุปทาน

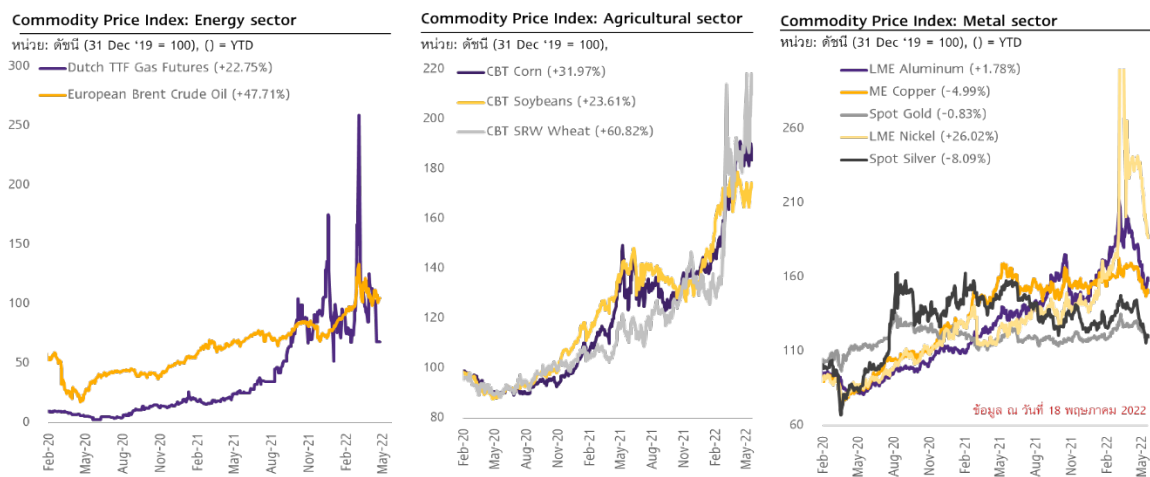
**รุนแรงขึ้น** ส่งผลต่อราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ปรับสูงขึ้นอย่างรวดเร็วจากที่ก่อนหน้านี้ก็มีแนวโน้มปรับสูงขึ้นตามอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นอยู่แล้ว จึงเป็นแรงกดดันอัตราเงินเฟ้อเพิ่มเติม

- **อุปทานพลังงานจากรัสเซียที่ลดลงส่งผลให้ราคาพลังงานปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง** รัสเซียเป็นผู้ส่งออกพลังงานที่สำคัญของโลก โดยเป็นผู้ส่งออกก๊าซธรรมชาติราว 17% ของอุปทานในตลาดโลก และส่งออกน้ำมันราว 10% ของอุปทานตลาดโลก นอกจากนี้ รัสเซียยังเป็นผู้ส่งออกพลังงานรายสำคัญให้แก่สหภาพยุโรป โดยประมาณ 40% ของการนำเข้าก๊าซธรรมชาติของสหภาพยุโรปมาจากรัสเซีย ทำให้สหภาพยุโรปมีแนวโน้มได้รับผลกระทบมากกว่าภูมิภาคอื่น ซึ่งนับตั้งแต่ต้นปีราคาก๊าซธรรมชาติ (Dutch TTF) ซึ่งเป็นราคาอ้างอิงก๊าซธรรมชาติของยุโรป และราคาน้ำมันดิบ Brent ของ

สหภาพยุโรป (European Brent oil) ปรับเพิ่มขึ้นถึง 22.8% และ 47.7% ตามลำดับ (ณ วันที่ 18 พฤษภาคม 2022) (รูปที่ 7 ซ้ายมือ)

- **ราคาอาหารและสินค้าเกษตรปรับเพิ่มขึ้นจากอุปทานจากรัสเซียและยูเครนที่ลดลง รวมถึงปัญหาภัยธรรมชาติในทวีปอเมริกาที่รุนแรงในปีที่ผ่านมา** มาตรการคว่ำบาตรทางเศรษฐกิจต่อรัสเซีย และการห้ามการส่งออกผลิตภัณฑ์ภาคการเกษตรบางประเภทของรัสเซียเพื่อเป็นการตอบโต้ รวมถึงการห้ามส่งออกอาหารและสินค้าเกษตรในหลายประเทศเพื่อแก้ปัญหาสินค้าขาดแคลนและปกป้องอุปทานภายในประเทศของตน ส่งผลให้อุปทานสินค้าเกษตรขาดแคลน อีกทั้ง พื้นที่การทำสงครามบางแห่งยังเป็นแหล่งเพาะปลูกพืชผลเกษตรที่สำคัญ โดยรัสเซียและยูเครนถือเป็นประเทศผู้ส่งออกสินค้าเกษตรที่สำคัญของโลก โดยมีสัดส่วนการส่งออกข้าวสาลี ข้าวบาร์เลย์ และข้าวโพด รวมกันประมาณ 29% 35% และ 19% ของปริมาณการค้าโลก ตามลำดับ และส่งออกน้ำมันดอกทานตะวัน รวมกันสูงถึง 78% (รูปที่ 8) นอกจากนี้ รัสเซียยังเป็นแหล่งส่งออกปุ๋ยซึ่งเป็นต้นทุนสำคัญของภาคการเกษตร โดยมีสัดส่วนการส่งออกปุ๋ยยูเรียและปุ๋ยโพแทสเซียมที่ 17% และ 16% ของปริมาณการค้าโลกตามลำดับ ส่งผลให้ราคาสินค้าภาคการเกษตรมีแนวโน้มปรับเพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง (รูปที่ 7 กลาง) โดยราคาพืชผลทางการเกษตรที่ปรับเพิ่มขึ้นจะทำให้ราคาอาหารบางกลุ่มปรับสูงขึ้น เช่น ราคาข้าวสาลีที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ราคาขนมปัง ขนมอบ และผลิตภัณฑ์เส้นมีแนวโน้มสูงขึ้น ราคาถั่วเหลือง และน้ำมันปาล์มที่เพิ่มขึ้นทำให้ราคาน้ำมันพืชเพิ่มขึ้น ราคาข้าวโพด ข้าวสาลีที่เพิ่มขึ้นทำให้ราคาอาหารสัตว์เพิ่มขึ้น ราคาข้าวบาร์เลย์ที่เพิ่มขึ้นทำให้ต้นทุนการผลิตเบียร์เพิ่มขึ้น เป็นต้น
- **ราคาโลหะอุตสาหกรรมสำคัญปรับเพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลต่อต้นทุนการผลิตและอุปทานคอขวดในภาคเซมิคอนดักเตอร์ ยานยนต์ และอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์** โดยรัสเซียส่งออกโลหะแพลเลเดียม 43% ของโลก ซึ่งเป็นวัตถุดิบสำคัญสำหรับอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ รัสเซียผลิตนิกเกิลประมาณ 10% ของโลก ซึ่งเป็นวัตถุดิบสำคัญในการผลิตแบตเตอรี่สำหรับใช้ในรถยนต์ไฟฟ้า ขณะที่ยูเครนเป็นแหล่งผลิตก๊าซฮีลียมบริสุทธิ์ราว 70% ของกำลังการผลิตทั่วโลกซึ่งใช้ในกระบวนการผลิตเซมิคอนดักเตอร์ ดังนั้น สงครามที่ยืดเยื้อจะซ้ำเติมปัญหาอุปทานคอขวดที่ตึงตัวและทำให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์กลุ่มโลหะปรับสูงขึ้น (รูปที่ 7 ขวามือ) ส่งผลต่อต้นทุนในอุตสาหกรรมเซมิคอนดักเตอร์ อุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ และภาคยานยนต์ให้เพิ่มสูงขึ้นมาก

### รูปที่ 7 : สงครามรัสเซีย-ยูเครน ส่งผลให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับเพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง

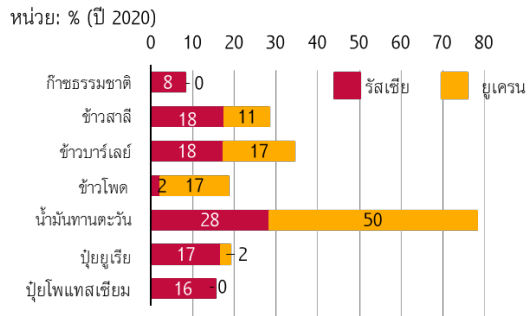


ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg



## รูปที่ 8 : รัสเซียและยูเครนถือเป็นประเทศผู้ส่งออกสินค้าเกษตรที่สำคัญของโลก

### ปริมาณการส่งออกสินค้าเกษตรต่อปริมาณการค้าโลก



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ World Bank

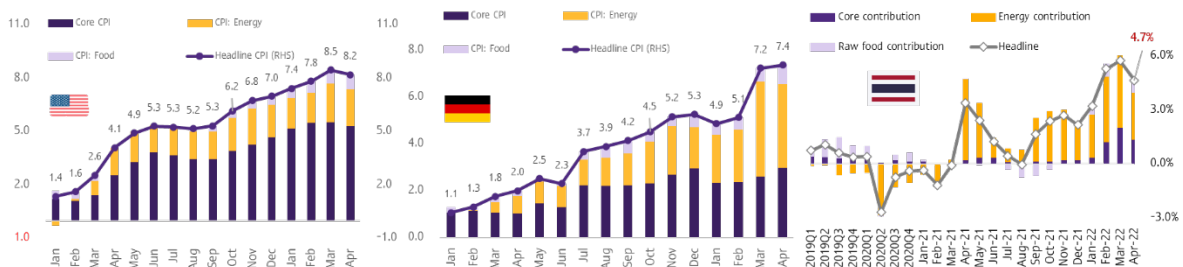
## เงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นมีความแตกต่างกันในแต่ละภูมิภาคหรือไม่ อย่างไร ?

**การเพิ่มขึ้นของเงินเฟ้อในแต่ละภูมิภาคมีความแตกต่างกัน** โดยเงินเฟ้อในกลุ่มเศรษฐกิจพัฒนาแล้ว (Advanced Economies: AEs) ปรับสูงขึ้นจากทั้งอุปสงค์ที่ฟื้นตัวเร็วกว่าการเปิดเมืองที่เร็วกว่าภูมิภาคอื่น ๆ และมาตรการสนับสนุนจากภาครัฐที่มีขนาดใหญ่กว่าภูมิภาคอื่น ๆ รวมถึงปัจจัยด้านอุปทานที่เผชิญปัญหาคอขวด ส่งผลให้ระยะเวลาขนส่งสินค้าและระดับราคาสินค้าปรับเพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง จึงทำให้อัตราเงินเฟ้อปรับเพิ่มขึ้นเร็ว โดยพบว่าทั้งเงินเฟ้อพื้นฐานและเงินเฟ้อทั่วไปต่างปรับเพิ่มขึ้น ขณะที่การเพิ่มขึ้นของเงินเฟ้อในกลุ่มเศรษฐกิจกำลังพัฒนา (Emerging Markets: EMs) เป็นผลจากปัญหาด้านอุปทานคอขวดเป็นหลัก แต่อุปสงค์ภายในประเทศยังอยู่ในภาวะอ่อนแอ สะท้อนจากเงินเฟ้อพื้นฐาน (core CPI) ที่ปรับเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อย เมื่อเทียบกับเงินเฟ้อทั่วไปที่เพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงกว่าตามการเร่งตัวของราคาพลังงานและอาหารสด (รูปที่ 9)

## รูปที่ 9 : การเร่งตัวของเงินเฟ้อในกลุ่มเศรษฐกิจพัฒนาแล้วเป็นผลมาจากทั้งด้านอุปสงค์และอุปทาน ขณะที่ในเศรษฐกิจกำลังพัฒนาส่วนใหญ่ เงินเฟ้อเป็นผลจากปัจจัยด้านอุปทานหรือต้นทุนเป็นหลัก

สัดส่วนผลของเงินเฟ้อแต่ละประเภทในปี 2021 - 2022

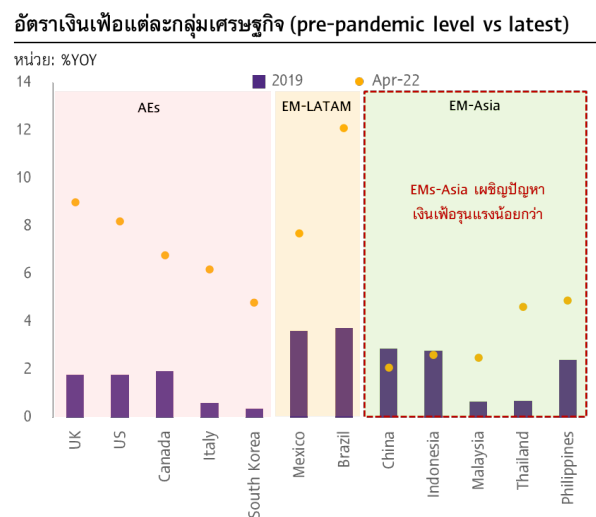
หน่วย : percentage point



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ OECD และ CEIC

นอกจากนี้ เงินเฟ้อในกลุ่มเศรษฐกิจกำลังพัฒนาที่มีความแตกต่างกันเช่นกัน โดยเศรษฐกิจในลาตินอเมริกาเผชิญปัญหาเงินเฟ้อที่รุนแรงกว่าภูมิภาคอื่น ๆ เงินเฟ้อในกลุ่มลาตินอเมริกา (LATAM) โดยเฉพาะในบราซิล เม็กซิโก ชิลี โคลอมเบีย เปรู ปรับเพิ่มสูงขึ้นเร็วในปี 2021 และสูงกว่ากลุ่มเศรษฐกิจกำลังพัฒนาอื่น ๆ โดยเป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของราคาอาหารและพลังงานเป็นหลัก อีกทั้ง การอ่อนค่าของเงินในภูมิภาคก็ส่งผลให้ราคาสินค้านำเข้าปรับเพิ่มสูงขึ้น กระทบต่อเงินเฟ้อในประเทศ ขณะที่เงินเฟ้อในภูมิภาคเอเชียไม่รุนแรงเท่า (รูปที่ 10) เนื่องจากอุปสงค์ในประเทศยังอยู่ในภาวะอ่อนแอ สัดส่วนพลังงานในตะกร้าเงินเฟ้อน้อยกว่ากลุ่มลาตินอเมริกา ราคาอาหารไม่ผันผวนมากจากสภาพภูมิอากาศ อีกทั้ง ตะกร้าเงินเฟ้อมีสัดส่วนสินค้านำเข้า (import content) ที่ราคาปรับสูงขึ้นมากในช่วงที่ผ่านมาไม่มากนัก

### รูปที่ 10 : เศรษฐกิจกำลังพัฒนาในฝั่งเอเชียเผชิญปัญหาเงินเฟ้อรุนแรงน้อยกว่าภูมิภาคอื่นโดยเปรียบเทียบ



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ CEIC

แม้ภูมิภาคเอเชียไม่เผชิญปัญหาเงินเฟ้อรุนแรงในปีที่ผ่านมา แต่คาดว่าในปีนี้จะเห็นสัญญาณการเพิ่มขึ้นของเงินเฟ้อที่สูงเช่นกัน ซึ่งเป็นผลจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่จะดีขึ้นในปีนี้ (late openers) ตามจำนวนผู้ติดเชื้อที่คาดว่าจะทยอยลดลงจากอัตราการฉีดวัคซีนที่สูงขึ้น ทำให้มาตรการควบคุมผ่อนคลายเป็นและเริ่มเห็นการประกาศเปิดประเทศในหลายพื้นที่แล้ว นอกจากนี้ แรงกดดันด้านราคาพลังงานที่เพิ่มขึ้นจากความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ที่เพิ่มขึ้น การดำเนินนโยบายที่ตึงตัวของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) และธนาคารกลางยุโรป (ECB) อาจกระทบต่อภาวะการเงินในภูมิภาคเอเชียทำให้ค่าเงินในภูมิภาคอาจอ่อนค่าลง และราคาสินค้านำเข้าปรับเพิ่มสูงขึ้นได้ อย่างไรก็ตาม EIC คาดว่าเงินเฟ้อในฝั่งเอเชียจะไม่เร่งตัวสูงมากเช่นเดียวกับที่เกิดขึ้นในกลุ่มเศรษฐกิจพัฒนาแล้วในช่วงที่ผ่านมา เนื่องจากปัญหาอุปทานคอขวดจะทยอยคลี่คลายลง ทำให้ราคาสินค้าบางกลุ่มและอัตราค่าระวางลดลง

## แนวโน้มเงินเฟ้อในระยะต่อไปจะเป็นอย่างไร และจะมีปัจจัยอะไรบ้างที่จะส่งผลให้เงินเฟ้อทยอยคลี่คลาย ?

เงินเฟ้อมีแนวโน้มยังอยู่ในระดับที่สูงต่อเนื่องในปี นี้ แต่อาจจะลดลงเล็กน้อยในช่วงครึ่งหลังของปี นี้ และจะสามารถปรับลดลงเข้าใกล้ระดับเป้าหมายของธนาคารกลางได้ในปี 2023 จากปัจจัยต่าง ๆ ดังต่อไปนี้

- **ราคาสินค้าโภคภัณฑ์คาดว่าจะมีแนวโน้มชะลอตัวลงภายใต้สมมติฐานที่ความตึงเครียดสงครามรัสเซีย-ยูเครนเริ่มทยอยคลี่คลายลงจากช่วงต้นปี และปัจจัยฐานต่ำทยอยหมดไป** โดยในกรณีฐาน EIC คาดว่าสงครามรัสเซีย-ยูเครนจะไม่ทวีความรุนแรงขึ้นจนนำไปสู่วิกฤตพลังงานที่รุนแรง (เช่น รัสเซียระงับการส่งออกพลังงานไปยุโรปทุกช่องทาง) แต่จะทยอยคลี่คลายลงได้ในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ เนื่องจากความสูญเสียที่จะเกิดกับผู้ที่เกี่ยวข้องมีอยู่สูง ไม่ว่าจะ เป็นเศรษฐกิจรัสเซียที่อยู่ในภาวะอ่อนแอมากแล้ว ปัญหาเงินเฟ้อที่ปรับเพิ่มสูงขึ้นในหลายประเทศ และเศรษฐกิจยุโรปที่ชะลอลงมาก ในด้านของสหรัฐฯ มีโอกาสที่จะส่งกำลังทหารเข้าร่วมสงครามน้อย เพราะอาจก่อให้เกิดสงครามเป็นวงกว้างมากขึ้น และรวมถึงปัจจัยทางด้านการเมืองที่อาจทำให้คะแนนนิยมของรัฐบาลสหรัฐฯ ปัจจุบันลดลงก่อนการเลือกตั้งกลางเทอม (US Midterm Election)
- **ปัญหาอุปทานคอขวดทยอยคลี่คลายชัดเจนขึ้น จากการแพร่ระบาดของโควิด-19 ที่ลดลง มาตรการควบคุมของรัฐบาลมีแนวโน้มผ่อนคลายลง** โดยอัตราการฉีดวัคซีนที่เพิ่มสูงขึ้นทำให้รัฐบาลจะสามารถทยอยยกเลิกมาตรการควบคุมด้านต่าง ๆ ที่เป็นอุปสรรคต่อภาคการผลิตและการขนส่ง ส่งผลให้ปัญหาอุปทานคอขวดทยอยคลี่คลายและสินค้าคงคลังปรับเพิ่มขึ้นแม้ช้ากว่าที่คาดไว้จากภาวะสงคราม โดยคาดว่าอุปทานคอขวดจะคลี่คลายชัดเจนขึ้นในปี 2023 หลังจากที่อุปทานสินค้าใหม่จะทยอยเข้ามาสู่ตลาดมากขึ้น ตามกำลังการผลิตที่ถูกปรับเพิ่มขึ้นมา
- **ค่าแรงมีแนวโน้มชะลอลงจากอุปทานแรงงานที่จะทยอยเพิ่มขึ้น** โดยคาดว่าแรงงานจะทยอยกลับเข้าสู่ตลาดมากขึ้นจากความกังวลต่อการติดเชื้อที่ลดลง เงินสนับสนุนและเงินออมที่ทยอยหมดลง รวมถึงมาตรการควบคุมของรัฐที่จะผ่อนคลายลง ซึ่งจะเอื้อให้แรงงานกลับมาทำงานได้มากขึ้น
- **ราคาสินค้าคงทนปรับลดลงจากอุปสงค์ในระบบเศรษฐกิจที่กลับเข้าสู่ระดับปกติ** การดำเนินนโยบายของภาครัฐที่จะตึงตัวขึ้น โดยเฉพาะในเศรษฐกิจสำคัญของโลก เช่น สหรัฐฯ ที่เงินสนับสนุนของภาครัฐมีขนาดลดลงอย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่ปีนี้เป็นต้นไป อีกทั้ง ผู้บริโภคมีแนวโน้มหันไปใช้จ่ายในภาคบริการมากขึ้น จะส่งผลให้อุปสงค์ต่อสินค้าคงทนปรับชะลอลงในระยะต่อไป
- **ปัจจัยฐานต่ำทยอยหมดไปตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังของปี 2022** โดยเงินเฟ้อในปีที่ผ่านมาเพิ่มขึ้นรุนแรงส่วนหนึ่งเป็นผลจากปัจจัยฐานต่ำในปีก่อนหน้าที่เศรษฐกิจและอุปสงค์อยู่ในภาวะอ่อนแอจากการแพร่ระบาดของโควิด-19 ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำกว่าปกติ อย่างไรก็ตาม ปัจจัยฐานต่ำที่จะทยอยหมดไปตั้งแต่ไตรมาสที่ 2 ปีนี้ จะทำให้แรงหนุน (technical factor) ลดลง และเงินเฟ้อมีแนวโน้มชะลอ

## ธนาคารกลางทั่วโลกจะรับมืออย่างไรกับเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้น

### ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Federal Reserve: Fed) มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้งหมด 7

**ครั้งในปี** โดยล่าสุด Fed ได้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 50 bps ในการประชุม FOMC เดือนพฤษภาคม 2022 เพื่อสกัดเงินเฟ้อที่เร่งตัวสูงสุดในรอบกว่า 40 ปี และจาก Median Dot Plot ในเดือนมีนาคมแสดงถึงการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้งหมด 7 ครั้งในปี 2022 และอีก 2 ครั้งในปี 2023 ทั้งนี้ประธาน Fed นาย Jerome Powell กล่าวว่า Fed อาจปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเร็วกว่าที่แสดงใน Dot Plot ได้ หากเงินเฟ้อยังเพิ่มขึ้นเร็วต่อเนื่อง ซึ่ง EIC คาดว่า Fed มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในทุกกรอบการประชุมที่เหลือของปีนี้ (รวม 7 ครั้ง) และมีโอกาสสูงที่ Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ยอีก 50 bps ในการประชุม 2 ครั้งถัดไปในเดือนมิถุนายนและกรกฎาคม ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ ณ สิ้นปี 2022 มีแนวโน้มอยู่ที่ระดับ 2.5-2.75% ซึ่งสูงกว่า Median neutral rate ของ Fed ที่คาดว่าจะอยู่ที่ 2.375% โดย EIC คาดว่า อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่จุดสูงสุด (Terminal rate) ของสหรัฐฯ ในวัฏจักรรอบนี้มีแนวโน้มอยู่ที่ 3.0-3.25% ในช่วงไตรมาส 2 ของปี 2023 นอกจากนี้ Fed จะเริ่มลดขนาดงบดุล (Quantitative Tightening: QT) ในเดือนมิถุนายนนี้ โดย Fed จะลดขนาดงบดุลลง 4.75 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วง 3 เดือนแรก และจะเพิ่มปริมาณการลดขนาดงบดุลสู่ระดับ 9.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเป็นความเร็วและปริมาณที่มากกว่าวัฏจักรการขึ้นดอกเบี้ยรอบก่อน เนื่องจากปัจจุบัน Fed ถือครองสินทรัพย์มากกว่าในอดีตมาก และเงินเฟ้อก็อยู่สูงกว่าในอดีตมากเช่นกัน โดย Fed อาจลดขนาดงบดุลลงราว 15% ของ GDP จากประมาณ 9 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯในปัจจุบัน สู่ 6.1-6.6 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ภายในระยะเวลา 2-2.5 ปี

### ธนาคารกลางอังกฤษ (BOE) เริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยแล้ว และมีแนวโน้มปรับขึ้นดอกเบี้ยจนถึง 1.75%

**ในปี** BOE ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเป็นครั้งที่ 4 สู่ 1% ในเดือนพฤษภาคม 2022 (ขึ้นครั้งแรกในเดือนธันวาคม จาก 0.1% เป็น 0.25%) เนื่องจาก BOE คาดว่าเงินเฟ้ออาจเพิ่มสูงขึ้นจนแตะระดับ 10% ในปีนี้จากผลของความตึงเครียดระหว่างรัสเซียยูเครนและการล็อกดาวน์ในจีน นอกจากนี้ BOE ได้เริ่มลดขนาดงบดุลผ่านการปล่อยให้พันธบัตรที่ถือครองหมดอายุลง โดยอาจเริ่มทำการขายสินทรัพย์ที่อยู่ในงบดุลในเดือนกันยายน (ทำ active sales) ทั้งนี้คาดว่า BOE มีแนวโน้มปรับขึ้นดอกเบี้ยจนถึง 1.75% ในปีนี้ และอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่จุดสูงสุด (Terminal rate) ของอังกฤษจะอยู่ที่ 2% ในไตรมาส 2 ปี 2023

### ธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีแนวโน้มสิ้นสุด QE ในไตรมาส 2 และอาจปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกในเดือน

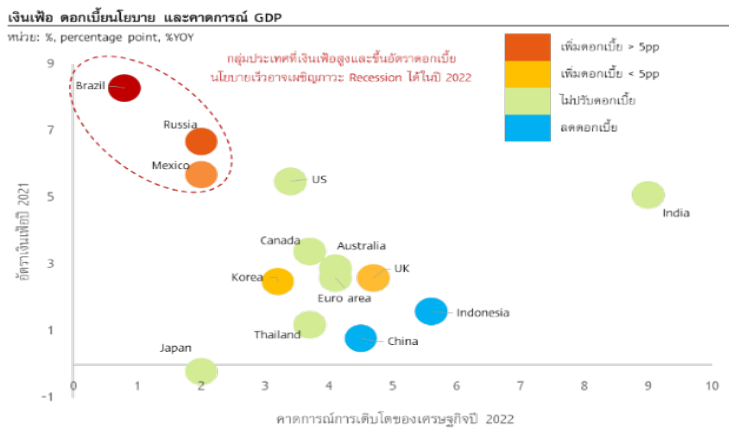
**กรกฎาคม 2022** ECB ประกาศลดปริมาณการเข้าซื้อสินทรัพย์ (Asset purchase programme: APP) ลงเหลือเฉลี่ย 3 หมื่นล้านยูโรต่อเดือนในไตรมาส 2 ปีนี้ (จาก 4 หมื่นล้านยูโรในไตรมาส 1) โดย EIC คาดว่า ECB มีแนวโน้มสิ้นสุดการเข้าซื้อสินทรัพย์ในช่วงสิ้นไตรมาส 2 และมีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Deposit rate) ครั้งแรกในเดือนกรกฎาคม 25 bps และครั้งต่อไปในเดือนกันยายนและธันวาคม จากความกังวลเรื่องเงินเฟ้อ ซึ่งจะส่งผลให้เศรษฐกิจยุโรป (Euro Area) จะสิ้นสุดยุคอัตราดอกเบี้ยติดลบภายในปีนี้ สำหรับในปี 2023 EIC คาดว่า ECB มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีก 4 ครั้ง ส่งผลให้ Terminal rate มีแนวโน้มอยู่ที่ราว 1.25% อย่างไรก็ตาม หากปัญหาการขาดแคลนพลังงานของยุโรปรุนแรงกว่าที่คาดและมีแนวโน้มกระทบต่อเศรษฐกิจยุโรป หรือทำให้ภาวะการเงินปรับตึงตัวขึ้นมาก ECB อาจเลื่อนการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยออกไปได้

### การดำเนินนโยบายของธนาคารกลางในกลุ่มเศรษฐกิจลาตินอเมริกาเผชิญกับความท้าทายสูง

**เนื่องจากต้องดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวท่ามกลางการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่อ่อนแอ** โดยธนาคารกลางจำเป็นต้องขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อควบคุมเงินเฟ้อที่ปรับสูงขึ้นเร็ว และต้องดูแลอัตราแลกเปลี่ยนไม่ให้อ่อนค่าเกินไป ซึ่งจะส่งผลให้ระดับราคาสินค้านำเข้าสูงขึ้นจนเป็นการกดดันเงินเฟ้อในประเทศเพิ่มเติม อย่างไรก็ตาม ภาวะ

เศรษฐกิจในภูมิภาคนี้ที่ยังอ่อนแอทำให้การขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะเป็นการซ้ำเติมปัญหาอุปสงค์ในประเทศ ไม่ว่าจะเป็นการเพิ่มต้นทุนของภาคธุรกิจจากภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้น หรือลดทอนแนวโน้มการบริโภคภาคครัวเรือน จึงมีแนวโน้มส่งผลให้เศรษฐกิจในระยะต่อไปปรับชะลอลงมาก เกิดเป็นความเสี่ยงต่อภาวะเศรษฐกิจถดถอย (recession) ได้ เช่น บราซิลปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้นเป็น 11.75% จากระดับ 2% และเป็นการปรับขึ้นสูงที่สุดในภูมิภาค (9.75 ppt) และเม็กซิโกที่ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นมาอยู่ที่ 6.5% แต่อุปสงค์ในทั้งสองเศรษฐกิจยังอ่อนแอ จึงทำให้มีความเสี่ยงที่จะเผชิญภาวะเศรษฐกิจถดถอยมากกว่าเศรษฐกิจในภูมิภาคอื่น (รูปที่ 11)

## รูปที่ 11 : ธนาคารกลางในลาตินอเมริกาได้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสูงเพื่อสกัดเงินเฟ้อ มีแนวโน้มส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจในปีให้ปรับชะลอลงมากกว่าพื้นที่อื่น



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg และ IMF

**สำหรับธนาคารกลางในกลุ่มเศรษฐกิจเอเชียมีแนวโน้มดำเนินนโยบายการเงินที่แตกต่างกัน โดยเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวได้ดีกว่า มีแนวโน้มดำเนินนโยบายทางการเงินตึงตัวมากกว่า** ตัวอย่างเช่น ธนาคารกลางเกาหลีใต้ (Bank of Korea) มีแนวโน้มดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวต่อเนื่องในปีให้ หลังจากที่ได้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายรวมแล้ว 100 bps นับตั้งแต่ปี 2021 ถึงเดือนเมษายน 2022 โดยคาดว่าจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีก 25 bps จนถึง 1.75% ภายในสิ้นปีนี้ นอกจากนี้ ธนาคารกลางอินเดีย (Reserve Bank of India) ก็มีแนวโน้มปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายในปีให้เช่นกันหลังจากที่ได้ปรับขึ้นดอกเบี้ยไป 50 bps เมื่อต้นเดือนพฤษภาคมนี้ โดยคาดว่าจะขึ้นดอกเบี้ยอีกราว 145 bps มาอยู่ที่ระดับ 5.65% ณ สิ้นปีนี้ อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี ธนาคารกลางจีน และธนาคารกลางญี่ปุ่นยังมีแนวโน้มดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นต่อเนื่อง โดยธนาคารกลางจีนมีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (Loan Prime Rate: LPR) ระยะเวลา 1 ปีที่ และ 5 ปี ลงอีก 20 bps และ 10 bps ในปีนี้ เนื่องจากเศรษฐกิจจีนยังได้รับผลกระทบจากนโยบาย Zero Covid และอุปสงค์ในประเทศที่ยังไม่ฟื้นตัวแข็งแกร่งนัก ส่วนธนาคารกลางญี่ปุ่นมีแนวโน้มคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายและ Yield Curve Control ต่อไป เนื่องจากประเมินว่าเงินเฟ้อที่ปรับเพิ่มขึ้นเป็นผลจากการเร่งตัวขึ้นของราคาพลังงาน ไม่ใช่เป็นผลมาจากการฟื้นตัวของอุปสงค์ภายในประเทศ จึงยังเห็นว่าการใช้นโยบายการเงินที่ตึงตัวอาจไม่ใช่การแก้ปัญหาดังกล่าว ทั้งนี้ไม่รวมถึงเศรษฐกิจกำลังพัฒนาในเอเชียที่มีปัญหาด้านเสถียรภาพต่างประเทศ (external stability) ตัวอย่างเช่น ศรีลังกา ที่จำเป็นต้องขึ้นอัตราดอกเบี้ยถึง 700 bps เป็น 14.5% เพื่อสกัดปัญหาด้านเงินเฟ้อที่เร่งตัวสูงจากค่าเงินที่อ่อนค่าลงอย่างรุนแรง

## เงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลกระทบต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจอย่างไร ?

เงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นกดดันการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกผ่านการบริโภคและการลงทุนที่จะลดลง การค้าโลกที่จะชะลอลง และตลาดแรงงานที่ตึงตัวขึ้นจากรายได้แท้จริงที่ลดลง สามารถแบ่งได้ 5 ช่องทาง ดังนี้

### 1) กดดันการฟื้นตัวของการบริโภค จากราคาสินค้าที่เพิ่มขึ้นที่ส่งผลให้อำนาจซื้อสินค้าของผู้บริโภคปรับลดลง

ทั้งนี้ผลของของราคาที่เพิ่มขึ้นต่ออำนาจซื้อแตกต่างกันในแต่ละประเทศ โดยประเทศที่จะได้รับผลกระทบจากเงินเฟื่อน้อยกว่า จะเป็นประเทศที่มีสัดส่วนเงินออมภาคครัวเรือนสูงทำให้ครัวเรือนยังสามารถนำเงินออมออกมาใช้จ่ายเพื่อบริโภคได้ หรือมีสัดส่วนมาตรการอุดหนุนจากภาครัฐที่สูง (เช่น สหรัฐฯ) ซึ่งเป็นผลให้ความยืดหยุ่นของอุปสงค์ต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาน้อยกว่า (ทำให้อุปสงค์ไม่ลดลงมากแม้ราคาปรับสูงขึ้น) นอกจากนี้ การฟื้นตัวของเศรษฐกิจในภาคส่วนอื่น ๆ ก็จะมีผลต่อกำลังซื้อของผู้บริโภคเช่นกัน เพราะจะชดเชยอำนาจซื้อที่ลดลงได้ โดยสหรัฐฯ มีแนวโน้มฟื้นตัวดีกว่ายุโรปที่ได้รับผลกระทบจากสงครามระหว่างรัสเซียและยูเครนมากที่สุด สำหรับกลุ่มประเทศลาตินอเมริกา มีแนวโน้มได้รับผลกระทบจากเงินเฟ้อค่อนข้างมากเช่นกัน เนื่องจากมีเสถียรภาพเศรษฐกิจที่เปราะบาง และมีมาตรการอัดฉีดจากภาครัฐที่น้อยกว่า นอกจากนี้ การชะลอตัวของบริโภคนำไปสู่การใช้จ่ายภาครัฐที่ปรับลดลงในระยะต่อไปได้ เนื่องจากรายได้ภาษีจากการบริโภคซึ่งเป็นรายได้สำคัญปรับลดลง และท้ายสุด ราคาล้างงานและอาหารที่เพิ่มขึ้นนั้นก็สะท้อนปัญหาความไม่เท่าเทียมของครัวเรือนให้รุนแรงขึ้น โดยครัวเรือนรายได้น้อยจะได้รับผลกระทบมากกว่า เนื่องจากมีสัดส่วนการบริโภคสินค้าดังกล่าวในตะกร้าสูงกว่าครัวเรือนรายได้สูง

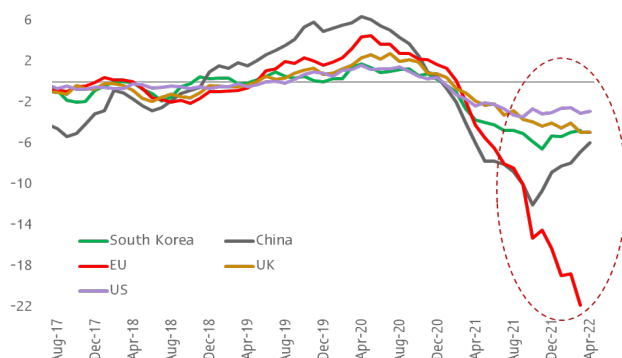
### 2) การลงทุนชะลอลง จากต้นทุนที่ปรับเพิ่มขึ้นและความสามารถในการทำกำไรที่ปรับลดลง

โดยราคาวัตถุดิบที่ปรับเพิ่มขึ้นสูงเพิ่มต้นทุนต่อผู้ประกอบการ อีกทั้ง ราคาขายสินค้าที่เพิ่มขึ้นน้อยกว่าจากข้อจำกัดในการส่งผ่านราคา ส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรของผู้ประกอบการปรับลดลง (รูปที่ 12) นอกจากนี้ ภาวะการเงินทั่วโลกอาจตึงตัวเร็ว จากการที่ธนาคารกลางดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวขึ้นมาก กระทั่งการเติบโตของเศรษฐกิจและการลงทุนจากต้นทุนการกู้ยืมที่เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ผู้ประกอบการที่มีอำนาจต่อรองราคาสูง หรือผู้บริโภคมียุทธศาสตร์สนับสนุนจากรัฐที่มาก อาจได้รับผลกระทบน้อยกว่า เช่น สหรัฐฯ ที่บริษัทขนาดใหญ่ เช่น Amazon มีอำนาจในการต่อรองราคาสูง อีกทั้ง รัฐบาลมีสัดส่วนเงินสนับสนุนที่มีขนาดใหญ่มาก ส่งผลให้ผู้บริโภคมีกำลังซื้อเพียงพอรองรับต่อการเพิ่มขึ้นของราคา ผู้ประกอบการจึงสามารถปรับเพิ่มราคาในอัตราที่สูงกว่าการเพิ่มขึ้นของต้นทุนได้ ทำให้มีผลกำไรเพิ่มสูงขึ้น (รูปที่ 13)

## รูปที่ 12 : ความสามารถในการทำกำไรของผู้ประกอบการปรับลดลงจากราคาวัตถุดิบที่ปรับเพิ่มขึ้น ทำให้ต้นทุนของผู้ประกอบการสูงขึ้น ขณะที่ราคาสินค้าเพิ่มขึ้นน้อยกว่า จากข้อจำกัดในการส่งผ่านราคา

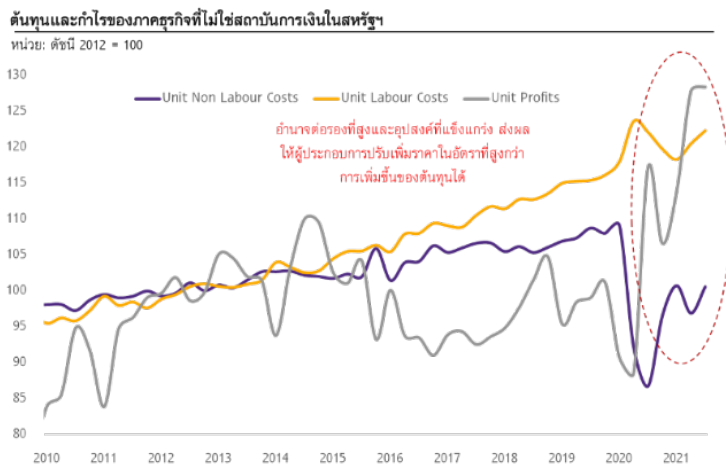
ส่วนต่างของดัชนีราคาผู้บริโภค (PPI) และดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI)

หน่วย: %YOY



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ CEIC

**รูปที่ 13 : ภาคธุรกิจขนาดใหญ่ในสหรัฐฯ มีอำนาจต่อรองราคาสูง ขณะที่ผู้บริโภคได้รับเงินสนับสนุนจากรัฐที่มาก ผู้ประกอบการจึงสามารถปรับขึ้นราคาสินค้าในอัตราที่สูงกว่าการเพิ่มขึ้นของต้นทุนได้**

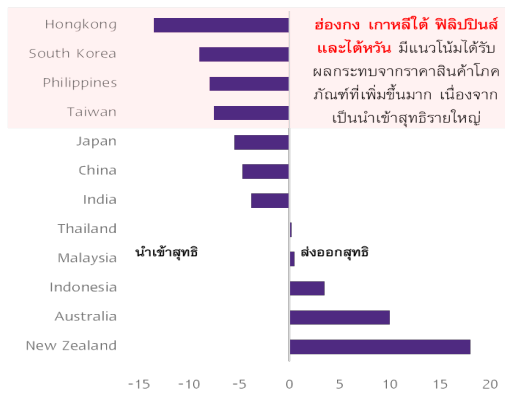


ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ U.S. Bureau of Economic Analysis

- 3) **นโยบายการเงินของกลุ่มประเทศเศรษฐกิจหลักที่มีแนวโน้มตึงตัวขึ้นเพื่อควบคุมอัตราเงินเฟ้อ อาจเป็นความเสี่ยงต่อการะหนัที่อยู่ในระดับสูงในหลายประเทศ** ในปี 2021 พบว่า ภาคครัวเรือนภาคธุรกิจ และภาครัฐทั่วโลกมีรายจ่ายดอกเบี้ยรวมกันทั้งสิ้น 10.2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือคิดเป็น 12% ของ GDP โลก โดยประเทศที่มีภาระหนี้สูง เช่น ยุโรปและญี่ปุ่น อาจมีความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะชะลอตัวมากกว่าจากการดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวขึ้น โดยจากการศึกษาของ The Economist พบว่า หากอัตราดอกเบี้ยทั่วโลกปรับขึ้น 1% จะทำให้ภาระดอกเบี้ยสูงขึ้นเป็น 15% ของ GDP แต่หากอัตราดอกเบี้ยปรับขึ้น 2% จะทำให้ภาระดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นถึงเกือบ 20% ของ GDP ซึ่งอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นจะส่งผลให้การลงทุนในประเทศปรับลดลงจากต้นทุนกู้ยืมที่สูงขึ้น และจะส่งผลการบริโภคของครัวเรือนเช่นกัน โดยกลุ่มที่มีหนี้สูงจะต้องแบกรับภาระดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นมากกว่า ทำให้มีรายได้เหลือสำหรับใช้จ่ายลดลง และจะกระทบต่อแนวโน้มการขยายตัวของเศรษฐกิจในระยะต่อไป
- 4) **ประเทศที่นำเข้าสุทธิมีแนวโน้มเพิ่ผลขาดดุลเพิ่มมากขึ้น และอาจนำไปสู่การอ่อนค่าของสกุลเงินในบางภูมิภาคได้** โดยราคาสินค้าโภคภัณฑ์โลกที่ปรับสูงขึ้น จะทำให้ประเทศที่นำเข้าสินค้าสุทธิอาจต้องเผชิญกับการขาดดุลทางการค้ามากขึ้น ส่งผลต่อดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศ ซึ่งประเทศในภูมิภาคเอเชียที่ส่วนใหญ่เป็นผู้นำเข้าสินค้าโภคภัณฑ์สุทธิมีแนวโน้มขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเพิ่มขึ้น โดยฮ่องกง เกาหลี และฟิลิปปินส์ มีแนวโน้มได้รับผลกระทบมากที่สุด เนื่องจากเป็นผู้นำเข้าสุทธิรายใหญ่ (รูปที่ 14) นอกจากนี้ประเทศผู้ส่งออกสินค้าบางกลุ่มอาจได้รับผลกระทบเช่นกัน โดยผู้ส่งออกที่ต้องพึ่งพาการนำเข้าวัตถุดิบสูงจะได้รับผลกระทบรุนแรง เนื่องจาก (1) ต้องเผชิญกับต้นทุนนำเข้าที่สูงขึ้น และ (2) การส่งออกชะลอตัวจากเงินเฟ้อทำให้อุปสงค์อ่อนแอ นอกจากนี้ ดุลบัญชีเดินสะพัดที่ปรับแย่ลงนั้นอาจนำไปสู่การอ่อนค่าลงของสกุลเงิน ซึ่งอาจส่งผลย้อนกลับมา (feedback loop) ทำให้ราคาสินค้านำเข้าปรับสูงขึ้นอีก
- 5) **อัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นมากอาจจะลดการกลับเข้าสู่ตลาดแรงงาน จากรายได้ที่แท้จริงที่ลดลง** โดยในภาวะที่อัตราเงินเฟ้อเพิ่มสูงกว่าค่าแรง จะทำให้ค่าแรงที่แท้จริงปรับลดลง ซึ่งลดทอนแรงจูงใจในการกลับเข้าสู่ตลาดแรงงาน ส่งผลให้ตลาดแรงงานอาจยังตึงตัวต่อไป

## รูปที่ 14 : เศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชียที่ส่วนใหญ่เป็นผู้นำเข้าสินค้าโภคภัณฑ์สุทธิมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ขาดดุลเพิ่มมากขึ้นจากราคาสินค้านำเข้าที่ปรับเพิ่มสูงขึ้น

ดุลการค้าสินค้าโภคภัณฑ์: พลังงาน โลหะ และสินค้าเกษตร  
หน่วย : % Country GDP, 2019



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ World Bank และ CEIC

## เงินเฟ้อโลกที่เร่งตัวส่งผลต่อเงินเฟ้อไทยมากน้อยเพียงใด ?

จากที่ได้กล่าวมาข้างต้นถึงภาพรวมของสถานการณ์เงินเฟ้อโลก คำถามสำคัญที่ตามมาคือเงินเฟ้อโลกที่ปรับสูงขึ้นมากจะถูกส่งผ่านมายังระดับราคาสินค้าในประเทศไทยมากน้อยแค่ไหนและจะสร้างความกังวลต่อเงินเฟ้อไทยในระยะข้างหน้าอย่างไร

**เงินเฟ้อไทยปรับตัวเร่งขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา** โดยเงินเฟ้อทั่วไปของไทยเฉลี่ย 4 เดือนแรกของปีเทียบกับปีก่อนหน้าปรับเพิ่มขึ้น 4.7% โดย EIC ประเมินว่าอัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยทั้งปี 2022 จะเร่งตัวขึ้นถึง 4.9% นับเป็นอัตราเงินเฟ้อที่สูงที่สุดในรอบ 14 ปี (รูปที่ 15 ซ้าย) สอดคล้องกับสถานการณ์เงินเฟ้อของหลายประเทศทั่วโลกที่ปรับตัวสูงสุดในรอบมากกว่าทศวรรษ โดยมีปัจจัยหลักจากราคาพลังงานที่ได้รับผลกระทบจากภาวะสงครามในยูเครนและมาตรการคว่ำบาตรทางเศรษฐกิจจากชาติตะวันตก และจากราคาอาหารที่ต้นทุนวัตถุดิบในตลาดโลกเพิ่มสูงขึ้น

**แม้เงินเฟ้อโลกจะปรับตัวสูงขึ้นมาก แต่ผลกระทบโดยตรงจากการส่งผ่านด้านราคายังเศรษฐกิจไทยยังค่อนข้างจำกัดกว่าเศรษฐกิจอื่น ๆ โดยเปรียบเทียบ** เนื่องจากสินค้านำเข้าของไทยรวมถึงเศรษฐกิจกำลังพัฒนาในเอเชียส่วนใหญ่จำนวนมากถูกนำไปใช้ผลิตเพื่อการส่งออก ไม่ได้ใช้ในการบริโภคชั้นปลายหรือผลิตเพื่อการอุปโภคบริโภคภายในประเทศ โดยจากการศึกษาขององค์การเพื่อความร่วมมือและการพัฒนาทางเศรษฐกิจ (OECD) และจาก Goldman Sachs ประเมินว่าอัตราส่วนการนำเข้าเพื่อส่งออกต่อการนำเข้าทั้งหมดของไทยมีมากถึง 41% (ข้อมูลปี 2018) ซึ่งถือว่าเป็นสัดส่วนที่สูง โดยเฉพาะหากเทียบกับค่าเฉลี่ยของเอเชียที่ราว 33% หรือของสหรัฐฯ ที่อยู่ต่ำกว่า 10% (รูปที่ 15 ขวา) นอกจากนี้ การศึกษาของธนาคารแห่งประเทศไทย<sup>2</sup> โดยใช้ข้อมูลจาก Input-Output (I/O) table ปี 2011 ที่จัดทำโดยสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ พบว่าส่วนประกอบที่นำเข้า (import content) ในตะกร้าเงินเฟ้อของไทยมีสัดส่วนเพียง 17% เท่านั้น ด้วยเหตุนี้ จึงทำให้เงินเฟ้อของไทยมีความอ่อนไหวต่อราคาสินค้านำเข้าต่ำ นอกจากนี้ เงินเฟ้อของไทยอาจไม่ได้ถูกส่งผ่านมาจากสถานการณ์ราคาพลังงานจากตลาดโลกอย่างเต็มที่ถึงแม้ประเทศไทยเป็นประเทศนำเข้าน้ำมันสุทธิ เนื่องจากมีมาตรการช่วยเหลือหลายอย่างจากภาครัฐ โดยเฉพาะการ

<sup>2</sup> บทความ FAQ Issue 141 (February 12th, 2019) เรื่อง Estimates of Exchange rate Passthrough for Thailand โดย Nuwat Nookhun



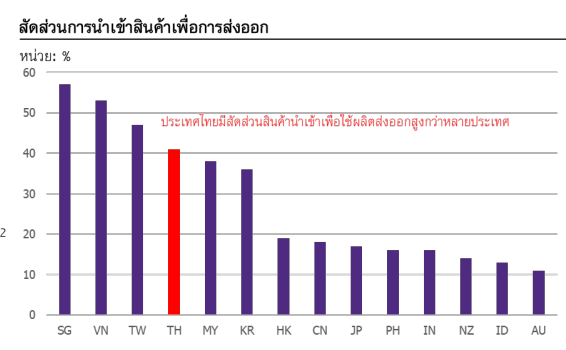
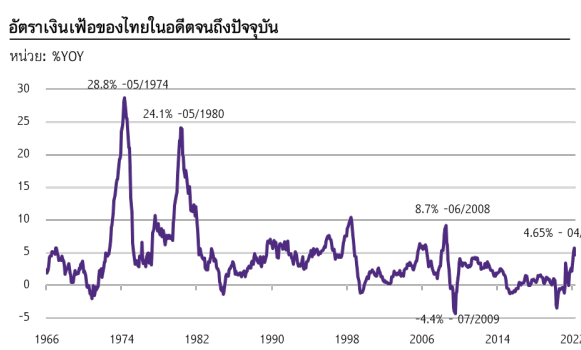
ดัชนีราคาพลังงาน ยิ่งไปกว่านั้น ภาคธุรกิจยังไม่สามารถส่งผ่านต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้นมายังผู้บริโภคได้อย่างเต็มที่ เนื่องจากมีการแข่งขันที่สูงและกำลังซื้อในประเทศที่ยังมีน้อย สะท้อนจากแตกต่างระหว่างดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) ที่ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นมากกว่าดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) อย่างต่อเนื่องส่งผลให้ในช่วงที่ผ่านมาเงินเฟ้อไทยจึงเพิ่มสูงขึ้นไม่มากเมื่อเทียบกับหลายประเทศ

**ในระยะถัดไป แม้เงินเฟ้อไทยจะยังคงปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่อง แต่การปรับขึ้นราคาสินค้าผู้บริโภคจะยังมีอยู่จำกัด** แม้อัตราเงินเฟ้อโลกจะส่งผ่านเข้ามาในประเทศไทยได้มากขึ้นจากราคาพลังงานที่จะยังคงยืนอยู่ในระดับสูง และการทยอยลดการอุดหนุนราคาจากรัฐ ประกอบกับราคาสินค้าโภคภัณฑ์อื่น ๆ ปรับตัวสูงขึ้นตามราคาตลาดโลก โดยล่าสุดสินค้าหลายชนิดได้มีการทยอยปรับขึ้นราคา เช่น สินค้ากลุ่มอาหารจากต้นทุนที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม การส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นของผู้ประกอบการมายังผู้บริโภคแม้จะทยอยทำได้มากขึ้นในระยะถัดไปแต่จะมียุ่อย่างจำกัด เนื่องจากอุปสงค์ในประเทศยังไม่ฟื้นตัวอย่างเต็มที่ สะท้อนจากตลาดแรงงานที่ยังเปราะบาง อีกทั้ง การส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นจะเป็นไปอย่างช้า ๆ เนื่องจากยังมีมาตรการภาครัฐคอยช่วยเหลืออยู่ และในระยะถัดไปที่อุปทานสินค้าจะมีเพิ่มขึ้นจากปัญหาอุปทานคอขวดที่จะทยอยคลี่คลายลง ทำให้แรงกดดันเงินเฟ้อจะทยอยลดลงอีกด้วย

**ด้วยเหตุนี้ EIC จึงคาดว่า กบง. จะยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายตลอดปีนี้ เพราะคณะกรรมการน่าจะยังให้ความสำคัญกับภาวะเศรษฐกิจในประเทศ** ซึ่งยังคงเปราะบางและอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าช่วงก่อน โควิด-19 มากกว่าแรงกดดันด้านเงินเฟ้อที่สูงขึ้นจากปัจจัยด้านอุปทานเป็นหลัก นอกจากนี้ ภาระหนี้ที่สูงขึ้นโดยเฉพาะหนี้ครัวเรือนของไทย ทำให้การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มกระทบต่อการบริโภคและการลงทุนมากกว่าในอดีต ดังนั้น คณะกรรมการจึงจะระมัดระวังการปรับขึ้นดอกเบี้ยในช่วงที่การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจยังต้องการแรงสนับสนุนต่อไป

**ทั้งนี้รายละเอียดแนวโน้มเงินเฟ้อของไทยและผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยในภาพรวมทาง EIC จะนำเสนอบทวิเคราะห์ในโอกาสต่อไป**

**รูปที่ 15 : อัตราเงินเฟ้อทั่วไปของไทยในอดีตจนถึงปัจจุบัน และ สัดส่วนการนำเข้าเพื่อการส่งออกในประเทศต่าง ๆ**



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ OECD และการศึกษาจาก Goldman Sachs

บทวิเคราะห์โดย... <https://www.sceic.com/th/detail/product/8282>

## ผู้เชี่ยวชาญวิเคราะห์

**วชิรวัฒน์ บานชื่น** (wachirawat.banchuen@scb.co.th)

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

**จงรัก ก้องกำชัย** (jongrak.kongkumchai@scb.co.th)

นักวิเคราะห์

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

นักวิเคราะห์

---

## ECONOMIC AND FINANCIAL MARKET RESEARCH

### ดร. สมประวิณ มั่นประเสริฐ

รองผู้จัดการใหญ่ ประธานเจ้าหน้าที่บริหารกลุ่มงาน Economic Intelligence Center (EIC)  
ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)

### ดร. ชินวุฒิ เตชานุวัตร

ผู้อำนวยการฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจ และตลาดการเงิน

### วชิรวัฒน์ บานชื่น

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

### ดร.บุญยวัฒน์ ศรีสิงห์

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

### จงรัก ก้องกำชัย

นักวิเคราะห์

### ณิชนันท์ โลภวิฑูล

นักวิเคราะห์

### ปณณ์ พัฒนศิริ

นักวิเคราะห์

### วิชาญ กุลาดี

นักวิเคราะห์

### อสมมา เหลี่ยมมุกดา

นักวิเคราะห์



“Economic and business intelligence for effective decision making”



# ECONOMIC INTELLIGENCE CENTER

ศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจ ธนาคารไทยพาณิชย์



**เจาะลึก**  
สถานการณ์เศรษฐกิจ



**เกาะติด**  
การเปลี่ยนแปลงที่ส่งผล  
ต่อภาคธุรกิจ



**อัปเดต**  
ประเด็นร้อนที่ไม่ควรพลาด



**Stay connected**

Find us at



**@scbeic** | 

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