

# มุมมองอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ หลัง Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ย 75 bps และนัยต่อตลาดการเงินไทย





**สรุปผลการประชุม FOMC เดือนมิถุนายน 2022**

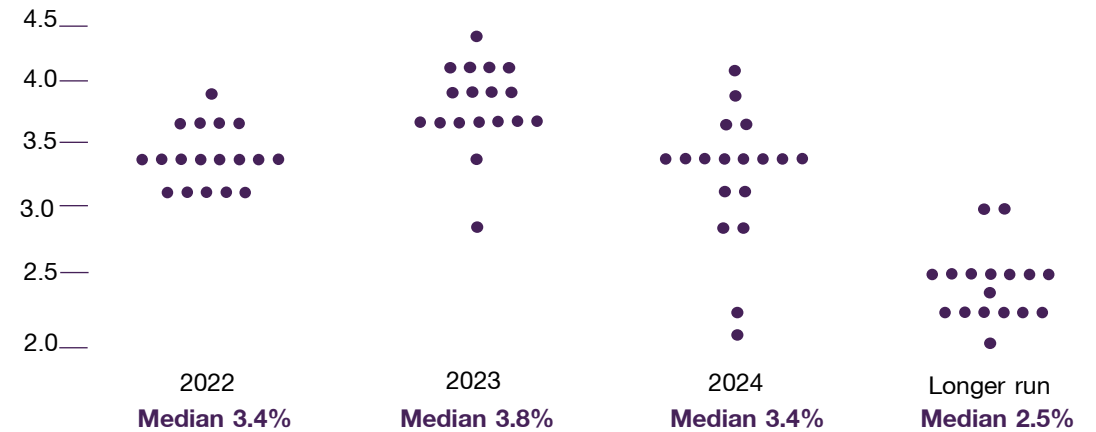
# ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ปรับขึ้นดอกเบี้ย 0.75% สู่ระดับ 1.5-1.75% ในเดือนมิ.ย. จากเงินเฟ้อที่ยังร้อนแรงกว่าที่คาด พร้อมส่งสัญญาณว่าจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีก 50-75 bps ในการประชุมครั้งต่อไป

คาดการณ์ตัวเลขเศรษฐกิจโดยคณะกรรมการ Fed ณ เดือนมิ.ย. 2022

( ) = คาดการณ์ครั้งก่อนในเดือนมี.ค. 2022

Unit: % (Median)	2022	2023	2024	Longer run
Real GDP	1.7 (2.8)	1.7 (2.2)	1.9 (2)	1.8 (1.8)
Unemployment rate	3.7 (3.5)	3.9 (3.5)	4.1 (3.6)	4.0 (4.0)
PCE Inflation	5.2 (4.3)	2.6 (2.7)	2.2 (2.3)	2.0 (2.0)
Core PCE Inflation	4.3 (4.1)	2.7 (2.6)	2.3 (2.3)	-
Policy rate	3.4 (1.9)	3.8 (2.8)	3.4 (2.8)	2.5 (2.4)

การคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายของคณะกรรมการ Fed ณ เดือนมิ.ย. 2022

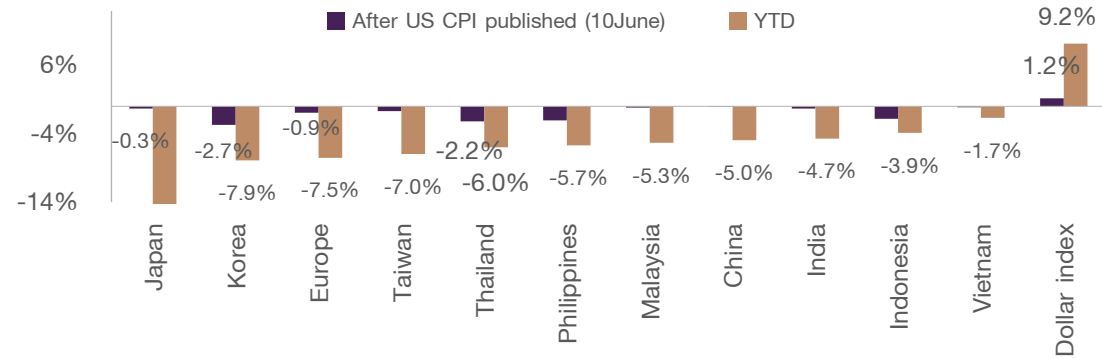


- Fed ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 75 bps สู่ระดับ 1.5-1.75% ในการประชุมวันที่ 15 มิ.ย. 2022 ซึ่งถือเป็นการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งใหญ่ที่สุดนับตั้งแต่ปี 1994 เนื่องจากตัวเลขดัชนีราคาผู้บริโภค CPI ในเดือนพ.ค. ยังเร่งตัวต่อเนื่อง (8.6%) และไม่มีสัญญาณว่าจะลดลง ประกอบกับการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อระยะยาวของภาคครัวเรือนเริ่มปรับสูงขึ้นเป็น 3.3% ในเดือนมิ.ย. จากเดิมที่ 3% ในเดือนก.พ. ถึง พ.ค.
- ประสาน Fed กล่าวว่าการประชุมครั้งถัดไปอาจปรับขึ้นดอกเบี้ย 50-75 bps ขึ้นกับตัวเลขทางเศรษฐกิจในเวลานั้น ซึ่งการขึ้นดอกเบี้ยครั้งละ 75 bps ไม่ใช่เรื่องปกติที่จะเกิดขึ้นเป็นประจำ นอกจากนี้ ประสาน Fed ยังกล่าวว่า โอกาสที่ Fed จะทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ สามารถ soft landing ได้เริ่มแคบลงและยากขึ้นมาก เนื่องจากมีปัจจัยที่ Fed ไม่สามารถควบคุมได้ เช่น สงครามรัสเซียยูเครน การปิดเมืองของจีน รวมถึงราคาน้ำมันและราคาอาหารที่อยู่เหนือการควบคุมของ Fed โดย Fed มีเป้าหมายที่จะลดความตึงตัวในตลาดแรงงานลง แม้อัตราการว่างงานอาจปรับสูงขึ้นเป็น 4.1% ในปี 2024 แต่ยังคงถือว่าอยู่ในระดับที่ต่ำมากเมื่อเทียบกับระดับปกติของสหรัฐฯ ซึ่ง Fed จะพยายามเสี่ยงไม่ให้เกิดเศรษฐกิจสหรัฐฯ เกิด recession
- คาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Median dot plot) ของ Fed แสดงการปรับขึ้นดอกเบี้ยอีก 1.75% ในปีนี้ โดยคาดว่าอัตราดอกเบี้ยจะปรับตัวขึ้นสู่ระดับ 3.4% ในสิ้นปีนี้ และ 3.8% ในสิ้นปีหน้า และจะปรับลดลงสู่ 3.4% ในปี 2024 ขณะที่อัตราดอกเบี้ยระยะยาวคาดว่าจะอยู่ที่ 2.5%

## หลังการประชุม Fed ดัชนีเงินดอลลาร์ปรับอ่อนค่าลงหลังจากที่แข็งค่านำไปมากในช่วงก่อนประชุม ขณะที่ US bond yield 2 ปี และ 10 ปี ลดลงราว 25 bps ด้านตลาดหุ้นสหรัฐฯ ปรับลดลงในวันถัดมาจกความกังวลต่อ Recession ส่วนเงินบาทอ่อนค่าลง

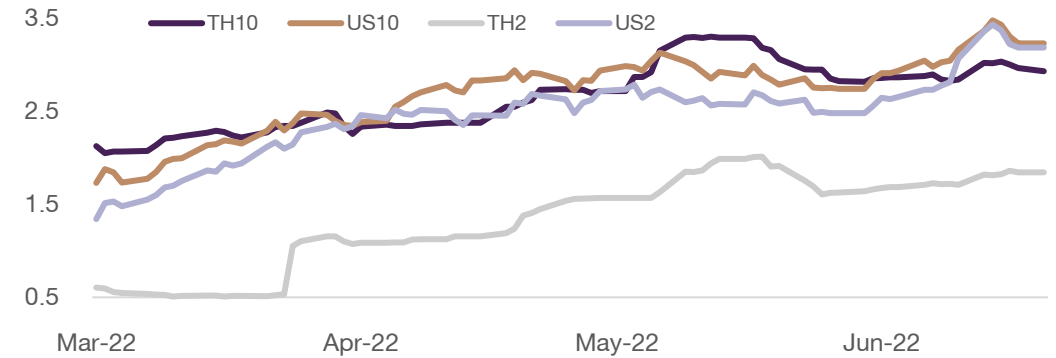
การเปลี่ยนแปลงของค่าเงินแต่ละสกุล เทียบต่อดอลลาร์สหรัฐฯ

หน่วย : % (ข้อมูล ณ วันที่ 20 มิ.ย. 2022)



อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 2 ปี และ 10 ปี ของไทยและสหรัฐฯ

หน่วย : %

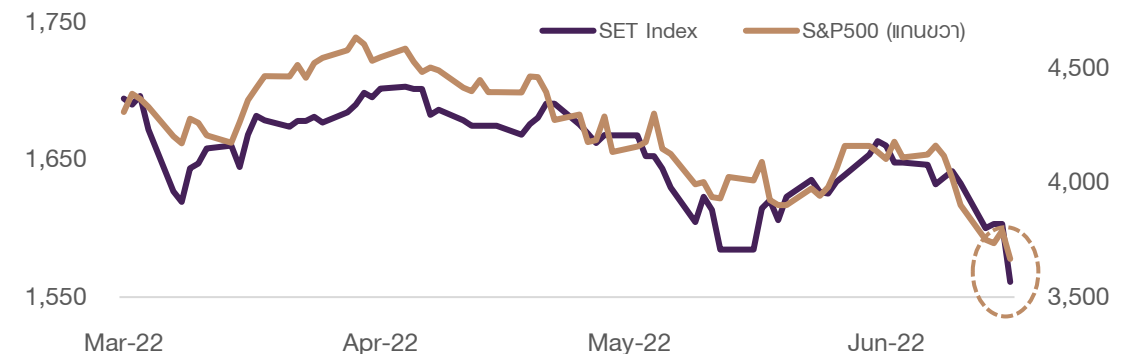


### Market response ก่อนการประชุม Fed (14 มิ.ย.) จนถึงปัจจุบัน (20 มิ.ย.)

- \$** Dollar index ปรับอ่อนค่าลง 1%
- ฿** ค่าเงินบาทปรับอ่อนค่าลง 0.8% มาอยู่ที่ 35.3
- ตลาดหุ้น US ทั้ง Nasdaq, S&P500 และ Dow Jones ปรับลดลงราว 4.5%, 2% และ 2% ตามความกังวลต่อการเกิดภาวะ recession
- 2Y U.S. bond yield ลดลงราว 25 bps
- 10Y U.S. bond yield ลดลงราว 25 bps

ดัชนีตลาดหุ้นไทยและสหรัฐฯ

หน่วย : ดัชนี







**มุมมองอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ ในระยะต่อไป**

# EIC คาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอีก 75 bps ในเดือนก.ค. ซึ่งเป็นการขึ้นที่แรงกว่าในอดีต เนื่องจากเงินเฟ้อยังเร่งตัวสูงขึ้นต่อเนื่องและยังไม่มีสัญญาณชะลอลง ประกอบกับการคาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาวเริ่มปรับสูงขึ้น

ดัชนีเกี่ยวกับระดับราคาและเงินเฟ้อของสหรัฐฯ ในช่วง tightening cycle แต่ละรอบ

หน่วย : %YOY, %YOY, %YOY, %

2004 tightening cycle		6 months before 1 <sup>st</sup> hike						1 <sup>st</sup> hike	6 months after 1 <sup>st</sup> hike					
Indicator	Unit	Dec-03	Jan-04	Feb-04	Mar-04	Apr-04	May-04	Jun-04	Jul-04	Aug-04	Sep-04	Oct-04	Nov-04	Dec-04
Headline CPI	%YOY	1.9	1.9	1.7	1.7	2.3	3.1	3.3	3.0	2.7	2.5	3.2	3.5	3.3
Core CPI	%YOY	1.1	1.1	1.2	1.6	1.8	1.7	1.9	1.8	1.7	2.0	2.0	2.2	2.2
PPI	%YOY	5.0	4.5	3.3	1.3	5.8	7.4	6.7	7.0	7.2	6.6	7.7	9.0	7.7
5-year inflation expectation	%	2.8	2.8	2.9	2.9	2.7	2.8	2.9	2.8	2.7	2.8	2.8	2.7	2.8

2015 tightening cycle		6 months before 1 <sup>st</sup> hike						1 <sup>st</sup> hike	6 months after 1 <sup>st</sup> hike					
Indicator	Unit	Jun-15	Jul-15	Aug-15	Sep-15	Oct-15	Nov-15	Dec-15	Jan-16	Feb-16	Mar-16	Apr-16	May-16	Jun-16
Headline CPI	%YOY	0.1	0.2	0.2	0.0	0.2	0.5	0.7	1.4	1.0	0.9	1.1	1.0	1.0
Core CPI	%YOY	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.2	2.1	2.2	2.2
PPI	%YOY	-6.5	-6.8	-7.3	-8.4	-7.8	-7.6	-6.9	-4.9	-5.1	-4.9	-4.0	-4.2	-3.7
5-year inflation expectation	%	2.6	2.8	2.7	2.7	2.5	2.6	2.6	2.7	2.5	2.7	2.5	2.5	2.6

2022 tightening cycle		6 months before 1 <sup>st</sup> hike						1 <sup>st</sup> hike	6 months after 1 <sup>st</sup> hike					
Indicator	Unit	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dec-21	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22
Headline CPI	%YOY	5.4	6.2	6.8	7.0	7.5	7.9	8.5	8.3	8.6				
Core CPI	%YOY	4.0	4.6	4.9	5.5	6.0	6.4	6.5	6.2	6.0				
PPI	%YOY	20.6	22.4	22.7	20.4	20.3	19.9	20.6	21.5					
5-year inflation expectation	%	3.0	2.9	3.0	2.9	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.3			

= Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ย

EIC คาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ย 75 และ 50 bps ในเดือน ก.ค. และ ก.ย. และขึ้นอีก 25 bps ในเดือนพ.ย. และ ธ.ค. ส่งผลให้ Fed funds rate จะอยู่ที่ระดับ 3.25-3.5% ณ สิ้นปี 2022

## EIC คาดว่า Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ยเร็ว และแรงกว่าในอดีต เนื่องจาก

- **แรงกดดันเงินเฟ้อในปัจจุบันยังอยู่ในระดับสูง** โดยหากเปรียบเทียบกับ hiking cycle ในปี 2004 และ 2015 อัตราเงินเฟ้ออยู่ที่ราว 3% และ 0.5% ตามลำดับ Fed ได้ปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งละ 25 bps ขณะที่เงินเฟ้อในปัจจุบันอยู่ที่ 8.6% ซึ่งสูงกว่าในอดีตมาก ทำให้ Fed มีความจำเป็นต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยในครั้งเดียวถึง 50-75 bps
- **คาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาวของพวกริโกลคเริ่มปรับสูงขึ้นเป็น 3.3% ในเดือนมิ.ย.** จาก 3% ในเดือนก.พ. ถึง พ.ค. ขณะที่คาดการณ์เงินเฟ้อในอีก 1 ปีข้างหน้าเพิ่มขึ้นสู่ 5.4% สะท้อนถึงมุมมองของพวกริโกลคที่เชื่อว่าเงินเฟ้อจะยังไม่ลดลงสู่กรอบเป้าหมายได้ในระยะเวลาอันใกล้ ซึ่งแตกต่างจาก hiking cycle ในอดีตที่คาดการณ์เงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำกว่า 3%

# นอกจากนี้ ตลาดแรงงานของสหรัฐฯ ในปัจจุบันฟื้นตัวได้อย่างแข็งแกร่งและอยู่ในภาวะที่ตึงตัวกว่า hiking cycle\* ในอดีตมาก อีกทั้ง อัตราการเปิดรับสมัครงานยังคงอยู่ในระดับสูง กดดันให้ค่าจ้างปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

ดัชนีเกี่ยวกับภาคเศรษฐกิจจริงของสหรัฐฯ ในช่วง tightening cycle แต่ละรอบ

หน่วย : %YOY, %YOY, %YOY, Index

2004 tightening cycle		6 months before 1 <sup>st</sup> hike						1 <sup>st</sup> hike	6 months after 1 <sup>st</sup> hike					
Indicator	Unit	Dec-03	Jan-04	Feb-04	Mar-04	Apr-04	May-04	Jun-04	Jul-04	Aug-04	Sep-04	Oct-04	Nov-04	Dec-04
Unemployment rate	%	5.7	5.7	5.6	5.8	5.6	5.6	5.6	5.5	5.4	5.4	5.5	5.4	5.4
Job openings rates	%	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6	2.7	2.5	2.8	2.6	2.8	2.9	2.6	3.0
Average Hourly Earnings: Total Private	%YOY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Nonfarm Private Payroll Employment	%YOY	0.4	0.5	0.6	0.9	1.0	1.3	1.4	1.5	1.4	1.4	1.6	1.8	1.9

2015 tightening cycle		6 months before 1 <sup>st</sup> hike						1 <sup>st</sup> hike	6 months after 1 <sup>st</sup> hike					
Indicator	Unit	Jun-15	Jul-15	Aug-15	Sep-15	Oct-15	Nov-15	Dec-15	Jan-16	Feb-16	Mar-16	Apr-16	May-16	Jun-16
Unemployment rate	%	5.3	5.2	5.1	5.0	5.0	5.1	5.0	4.8	4.9	5.0	5.1	4.8	4.9
Job openings rates	%	3.6	4.1	3.7	3.7	3.9	3.8	3.9	4.0	3.9	4.1	3.9	3.9	3.8
Average Hourly Earnings: Total Private	%YOY	2.2	2.2	2.2	2.2	2.5	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6	2.4	2.6
Nonfarm Private Payroll Employment	%YOY	2.4	2.4	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0	1.8	2.0

2022 tightening cycle		6 months before 1 <sup>st</sup> hike						1 <sup>st</sup> hike	6 months after 1 <sup>st</sup> hike					
Indicator	Unit	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dec-21	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22
Unemployment rate	%	4.7	4.6	4.2	3.9	4.0	3.8	3.6	3.6	3.6				
Job openings rate	%	6.8	7.0	6.8	7.1	7.0	7.0	7.3	7.0					
Average Hourly Earnings: Total Private	%YOY	4.8	5.4	5.3	4.9	5.4	5.2	5.6	5.5	5.2				
Nonfarm Private Payroll Employment	%YOY	5.6	5.4	5.3	5.7	5.7	5.8	5.2	4.8	4.2				

■ = Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ย

- อัตราการว่างงานของสหรัฐฯ ในเดือน พ.ค. 2022 อยู่ที่ 3.6% ซึ่งเป็นระดับเดียวกับช่วงก่อน COVID-19 แล้ว (ธ.ค. 2019) และยิ่งต่ำกว่าระดับอัตราการว่างงานที่ไม่ทำให้เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น (The Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment หรือ NAIRU) ที่ 4.5% **สะท้อนตลาดแรงงานสหรัฐฯ ที่ตึงตัวมาก** โดยอัตราการว่างงานในปัจจุบันอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าใน hiking cycle รอบก่อนที่ Fed เริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย ดังนั้น นโยบายการเงินของสหรัฐฯ ในปัจจุบันยังถือว่าอยู่ในระดับที่ผ่อนคลาย เมื่อเทียบกับการฟื้นตัวของตลาดแรงงาน
- **อัตราการเปิดรับสมัครงาน (job openings) ยังคงอยู่ในระดับสูง กดดันให้ค่าจ้างปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง** ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อในปัจจุบันมีแนวโน้มปรับสูงขึ้นเร็วเมื่อเทียบกับในอดีตที่ไม่มีปัจจัยด้านค่าแรงร่วมกดดัน

# การฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในปัจจุบันอยู่ในภาวะแข็งแรงแรงมากเมื่อเทียบกับ hiking cycle ในอดีต โดยทั้งการบริโภคภาคเอกชนและกิจกรรมในภาคการผลิตยังคงฟื้นตัวได้ดีต่อเนื่อง

ดัชนีเกี่ยวกับภาคเศรษฐกิจจริงของสหรัฐฯ ในช่วง tightening cycle แต่ละรอบ

หน่วย : %YOY, %YOY, %YOY, Index

2004 tightening cycle		6 months before 1 <sup>st</sup> hike						1 <sup>st</sup> hike	6 months after 1 <sup>st</sup> hike					
Indicator	Unit	Dec-03	Jan-04	Feb-04	Mar-04	Apr-04	May-04	Jun-04	Jul-04	Aug-04	Sep-04	Oct-04	Nov-04	Dec-04
Retail Sales_sa	%YOY	4.4	4.4	6.7	6.9	5.9	7.8	5.1	5.1	3.6	6.0	7.4	6.4	8.0
Manufacturing Industries: sa: New Orders	%YOY	7.4	4.7	3.3	7.2	8.7	8.3	7.9	8.2	7.7	7.4	6.6	10.0	9.7
Industrial Production Index	%YOY	2.1	1.1	2.0	1.6	2.6	3.5	2.7	3.9	3.0	2.0	3.2	2.6	3.6
Consumer Confidence Index (CCI): sa	Index	94.8	97.7	88.5	88.5	93.0	93.1	102.8	105.7	98.7	96.7	92.9	92.6	102.7

2015 tightening cycle		6 months before 1 <sup>st</sup> hike						1 <sup>st</sup> hike	6 months after 1 <sup>st</sup> hike					
Indicator	Unit	Jun-15	Jul-15	Aug-15	Sep-15	Oct-15	Nov-15	Dec-15	Jan-16	Feb-16	Mar-16	Apr-16	May-16	Jun-16
Retail Sales: sa	%YOY	1.8	2.5	1.7	1.7	1.0	1.2	2.3	2.3	3.4	1.5	1.7	1.4	2.5
Manufacturing Industries: sa: New Orders	%YOY	-6.8	-17.9	-9.1	-10.1	-7.0	-6.3	-6.5	-3.3	-4.9	-5.7	-2.6	-2.0	-7.4
Industrial Production Index	%YOY	-1.8	-1.3	-1.4	-2.8	-2.7	-4.2	-4.7	-3.2	-3.4	-4.3	-2.5	-2.8	-1.8
Consumer Confidence Index (CCI): sa	Index	99.8	91.0	101.3	102.6	99.1	92.6	96.3	97.8	94.0	96.1	94.7	92.4	97.4

2022 tightening cycle		6 months before 1 <sup>st</sup> hike						1 <sup>st</sup> hike	6 months after 1 <sup>st</sup> hike					
Indicator	Unit	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dec-21	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22
Retail Sales: sa	%YOY	12.2	14.6	16.2	13.9	12.2	15.5	5.6	6.7					
Manufacturing Industries: sa: New Orders	%YOY	11.4	12.2	13.2	11.9	11.7	12.1	12.9	14.0					
Industrial Production Index	%YOY	4.4	4.7	5.3	3.4	3.7	7.5	5.6	5.5					
Consumer Confidence Index (CCI): sa	Index	109.8	111.6	111.9	115.2	111.1	105.7	107.6	108.6	106.4				

■ = Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ย

- การฟื้นตัวของเศรษฐกิจอยู่ในภาวะ **แข็งแรงแรง** โดยการบริโภคและการผลิตในปัจจุบันขยายตัวสูงกว่าใน hiking cycle รอบก่อนหน้า สะท้อนว่าเศรษฐกิจมีความ **แข็งแรงแรง** มากกว่าช่วง hiking cycle ในอดีต และจะสามารถรองรับการดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวเร็วได้ดีกว่า
- **การบริโภคภาคเอกชน (68% of GDP) ขยายตัวกว่า 2-digit ในช่วงที่ผ่าน** มา แม้ชะลอลงในเดือนล่าสุด (พ.ค.) จากภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้น เช่นเดียวกับกับ ยอดสั่งซื้อสินค้าใหม่ ที่สะท้อนอุปสงค์อนาคต ขยายตัวในระดับสูงสุดที่ 14% ในเดือนเม.ย. นอกจากนี้ ดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภคก็อยู่ในระดับสูงกว่า hiking cycle รอบก่อนหน้า
- **กิจกรรมในภาคการผลิตฟื้นตัวได้ดี** สะท้อนจากดัชนีการผลิตภาคอุตสาหกรรม (industrial production) ที่ขยายตัวดี และอยู่ในระดับสูงกว่าช่วงเวลา hiking cycle รอบก่อนหน้า



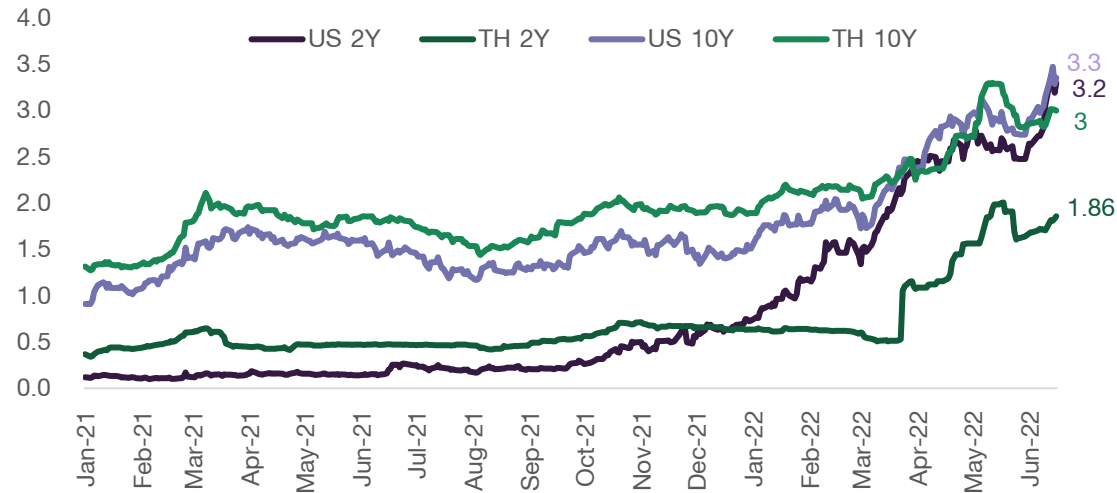


**ผลกระทบของนโยบายการเงินสหรัฐฯ ที่ตั้งตัวขึ้นต่อภาวะการเงินโลก**

# EIC คาดว่า การดำเนินนโยบายการเงินของสหรัฐฯ จะส่งผลกระทบต่อตลาดการเงินโลกผ่าน 3 ช่องทาง ได้แก่ 1) อัตราดอกเบี้ยและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่ปรับสูงขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินปรับสูงขึ้น

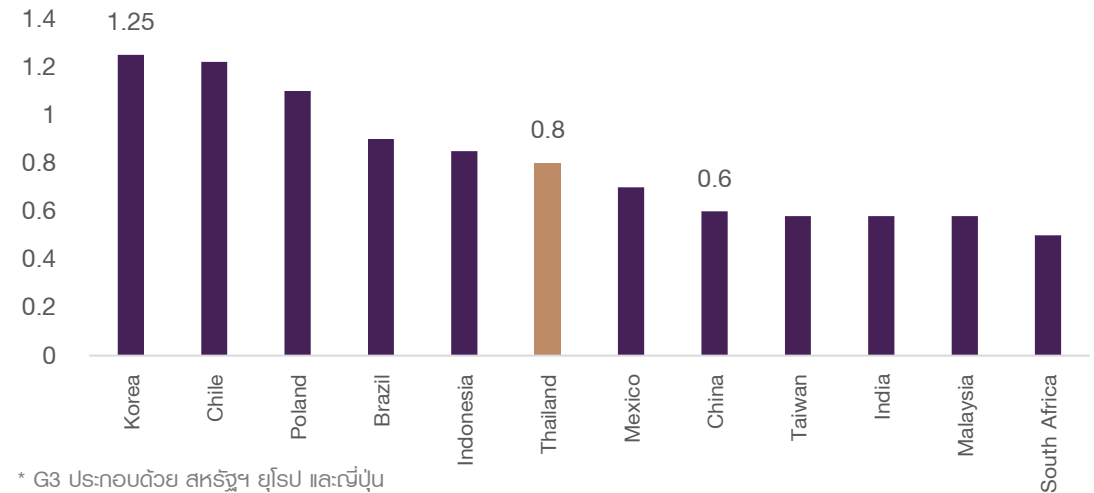
อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวของสหรัฐฯ และไทย

หน่วย : % (ข้อมูล ณ 17 มิ.ย. 2022)



การตอบสนองของ 10Y Bond Yield ต่อการเพิ่มขึ้น 1 pp ใน Yield ของกลุ่ม G3\*

หน่วย : percentage point

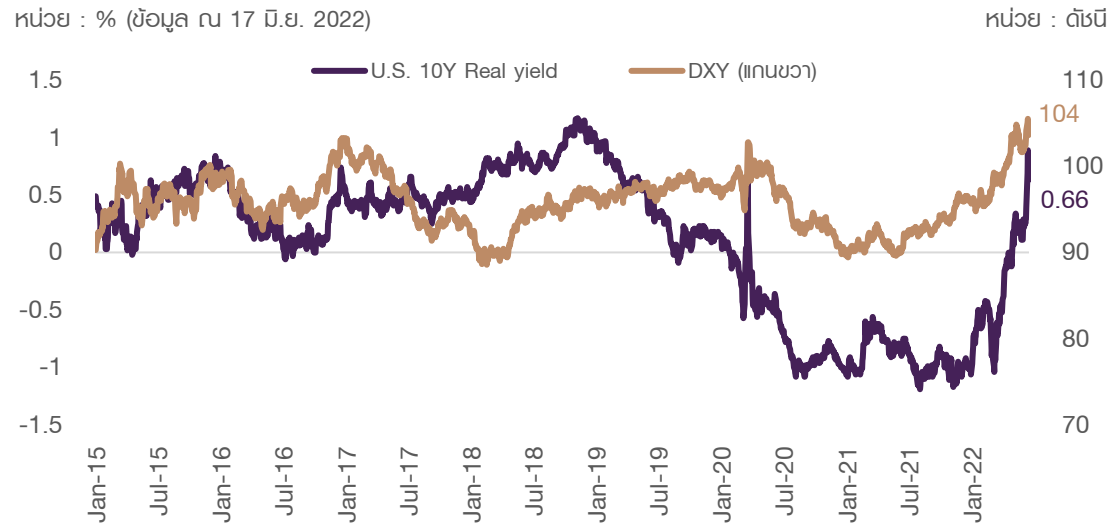


\* G3 ประกอบด้วย สหรัฐฯ ยุโรป และญี่ปุ่น

- การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายและการลดขนาดงบดุล (QT) ของ Fed ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ปรับสูงขึ้นต่อเนื่อง ซึ่งกระทบต่อต้นทุนการกู้ยืมของทั้งภาคธุรกิจและผู้บริโภค รวมถึงอัตราดอกเบี้ยกู้ซื้อบ้าน (mortgage rates) ในตลาดอสังหาริมทรัพย์ โดยต้นทุนการกู้ยืมที่สูงขึ้นส่งผลให้ภาวะการเงินปรับตึงตัวขึ้น ทำให้อุปสงค์และกิจกรรมทางเศรษฐกิจมีแนวโน้มปรับลดลง
- การปรับเพิ่มขึ้นของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ 10 ปี (UST 10Y yield) ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของประเทศต่าง ๆ รวมถึงไทยปรับเพิ่มขึ้นตาม กระทบกับต้นทุนของภาคธุรกิจ โดยเฉพาะธุรกิจที่รายได้ยังคงเปราะบางจากเศรษฐกิจในประเทศที่อาจยังอ่อนแอ
- ทั้งนี้คาดว่าโอกาสที่จะเกิด market meltdown อย่างรุนแรงในอนาคตมีจำกัด เนื่องจากธนาคารกลางต่าง ๆ มีการสื่อสารอย่างชัดเจนถึงแผนการทำ QT รวมถึงได้ลดขนาดงบดุลผ่านการปล่อยให้สินทรัพย์ครบกำหนดอายุมากกว่าที่จะขายสินทรัพย์ออก นอกจากนี้ ธนาคารกลางอีกหลายประเทศยังคงระดับสินทรัพย์ในระดับเดิม เช่น ยุโรป สวิตเซอร์แลนด์ ออสเตรเลีย ขณะที่ธนาคารกลางญี่ปุ่นก็ยังคงทำ QE

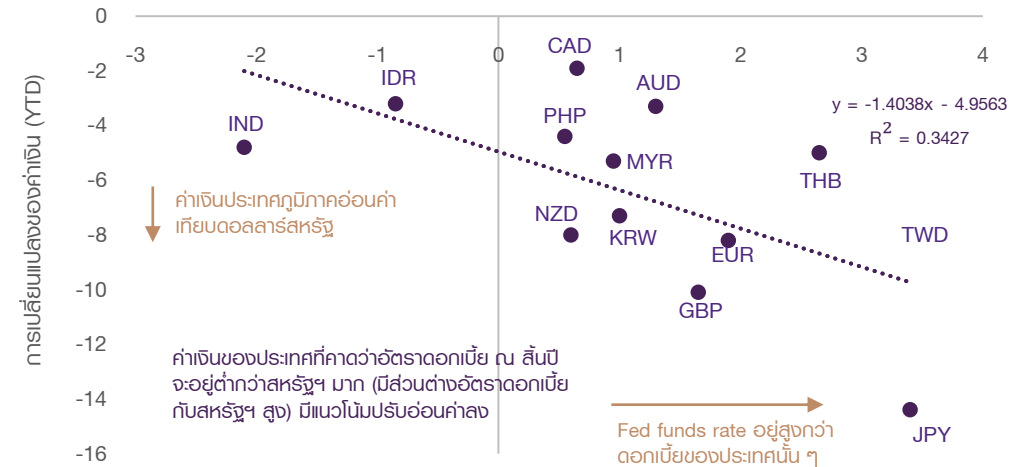
## 2) เงินทุนเคลื่อนย้ายมีแนวโน้มไหลกลับสู่สหรัฐฯ ตามทิศทางดอกเบี้ยสหรัฐฯ ที่จะปรับสูงขึ้นต่อเนื่อง ส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มแข็งค่าเทียบกับสกุลเงินเศรษฐกิจกำลังพัฒนาส่วนใหญ่ในปี

อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงของสหรัฐฯ และดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ



คาดการณ์ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยกับสหรัฐฯ และการเปลี่ยนแปลงของค่าเงิน

หน่วย : %, อัปเดตล่าสุด : 16 มิ.ย. 2022



ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่าง US และประเทศต่าง ๆ

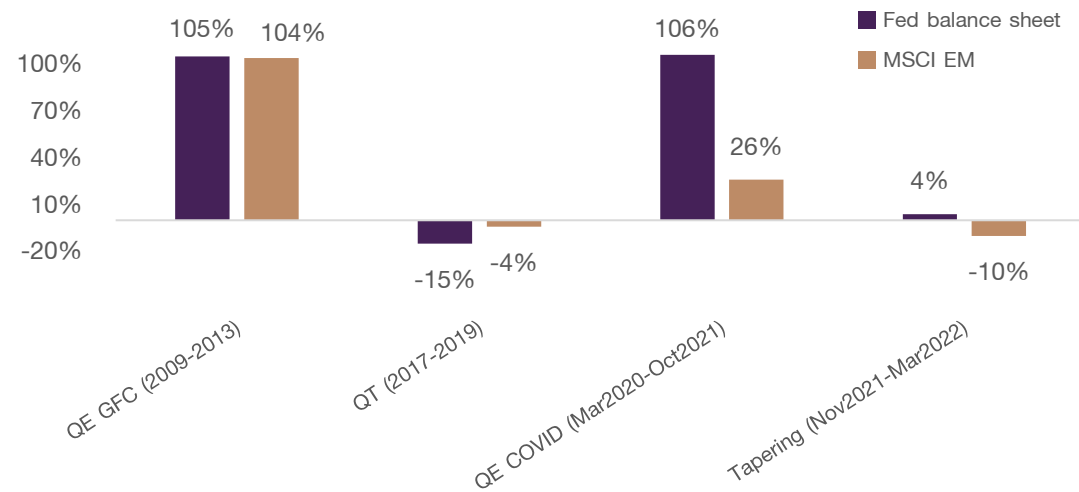
- **อัตราดอกเบี้ยในสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มสูงขึ้น** ส่งผลให้เงินทุนเคลื่อนย้ายมีแนวโน้มไหลเข้าสหรัฐฯ ตามผลตอบแทนจากการถือเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าเทียบกับค่าเงินของประเทศอื่น
- **ค่าเงินของประเทศอื่นโดยเฉพาะกลุ่มที่ยังดำเนินนโยบายแบบผ่อนคลาย** จะมีส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยกับสหรัฐฯ (Interest rate differential) มาก ทำให้ค่าเงินมีแนวโน้มปรับอ่อนค่าลงมากกว่าเงินทุนไหลออก เนื่องจากการถือเงินสกุลดังกล่าวจะให้ผลตอบแทนที่น้อยลงเมื่อเทียบกับสินทรัพย์สกุลดอลลาร์สหรัฐฯ
- **เงินทุนเคลื่อนย้ายอาจไหลออกจากเศรษฐกิจกำลังพัฒนา (emerging markets: EM) มากขึ้นเมื่อเทียบกับในปี 2021** โดยมีแนวโน้มไหลเข้าสหรัฐฯ หรือ กลุ่มเศรษฐกิจพัฒนาแล้ว (advanced economies: AE) ที่อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (หักอัตราเงินเฟ้อ) ดังนั้น สินทรัพย์เสี่ยงใน EM มีแนวโน้มเปราะบางมากขึ้น ทั้งในตลาดพันธบัตรและตลาดหุ้น ส่งผลให้ค่าเงินในกลุ่ม EM ปรับอ่อนค่าลงได้



### 3) สภาพคล่องในระบบที่ปรับลดลงตามการทำ QT ของ Fed ส่งผลให้การลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงทั่วโลกมีแนวโน้มปรับลดลง ในระยะต่อไป ผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มเศรษฐกิจเกิดใหม่มีแนวโน้มลดลง

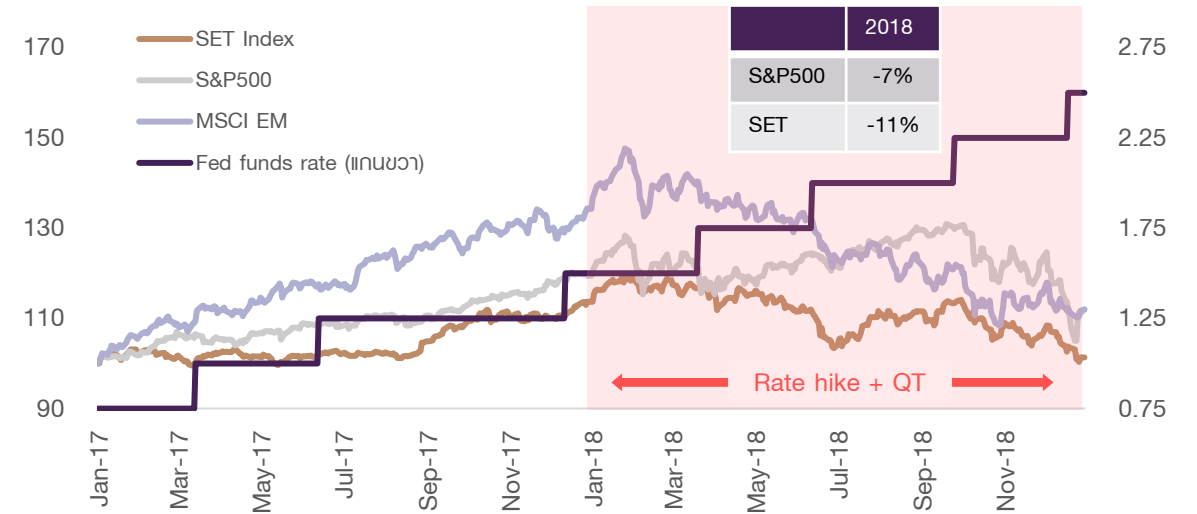
ความสัมพันธ์ระหว่างงบดุลของธนาคารกลางสหรัฐฯ และดัชนีตลาดหุ้น EM

หน่วย : % change



ดัชนีตลาดหลักทรัพย์สหรัฐฯ และไทยใน Tightening cycle ปี 2018

หน่วย : ดัชนี, 31/12/2016 = 100



- การดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวขึ้นของสหรัฐฯ จะส่งผลให้สภาพคล่องในระบบการเงินโลกลดลง โดยในปี 2020-2021 ที่ Fed ทำ QE พบว่าราคาสินทรัพย์เสี่ยงทั่วโลกปรับสูงขึ้น ในทิศทางเดียวกับสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้น ส่วนในช่วงที่ Fed ทำ quantitative tightening (QT) สภาพคล่องลดลง ส่งผลให้ราคาสินทรัพย์เสี่ยงปรับลดลง ในระยะต่อไป คาดว่าราคาสินทรัพย์เสี่ยงทั่วโลก รวมถึงไทย มีแนวโน้มฟื้นพวนและอาจปรับลดลงตามสภาพคล่องที่ลดลงอีก ซึ่งอาจกระทบต่อความมั่งคั่ง (wealth effect) ของทั้งภาคธุรกิจและภาคครัวเรือน
- ทั้งนี้ในปี 2018-2019 การทำ QT ของ Fed ส่งผลให้เกิดการขาดสภาพคล่องอย่างรุนแรง (liquidity crunch) ใน overnight-borrowing market ประกอบกับดัชนี S&P500 ปรับตัวลดลง (-7% ในปี 2018) อย่างไรก็ดี EIC คาดว่าโอกาสเกิด liquidity crunch ในปัจจุบันมีจำกัด เนื่องจาก Fed มี overnight-lending facility แต่อาจมีโอกาสที่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกจะปรับลดลงบ้าง



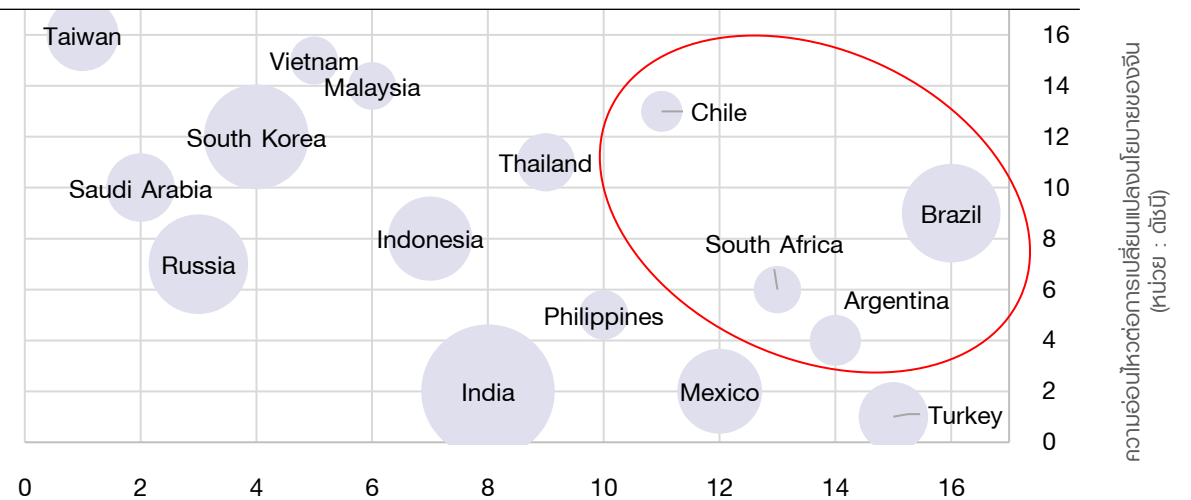
# การดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวดของเศรษฐกิจหลัก โดยเฉพาะสหรัฐฯ มีแนวโน้มกระทบต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจในกลุ่มประเทศ EMs โดยประเทศที่มีความเปราะบางทางการเงินจะได้รับผลกระทบที่รุนแรงกว่า

ความอ่อนไหวต่อนโยบายการเงินของสหรัฐฯ (Vulnerability Index)\*

	Current account balance <sup>1</sup>	Gross public debt <sup>1</sup>	Foreign exchange reserve <sup>1</sup>	Consumer Prices <sup>2</sup>	External debt <sup>3</sup>	Vulnerability Index Score
Brazil	-1.7	80.3	20.6	12.1	75.4	17
Turkey	-1.7	42	8	70	54.3	16
Argentina	1.4	76.1	7.4	58	35.3	15
South Africa	3.7	69.1	10.3	5.9	55.9	14
Mexico	-0.4	50.8	14	7.7	47.4	13
Chile	-6.4	32.4	14.9	10.5	34.7	12
Philippines	-1.8	60.4	24.1	4.9	27	11
Thailand	-2.1	52.8	44.4	4.7	38.2	10
India	0.9	58.7	17	7.8	21.2	9
Indonesia	0.3	40.7	11.1	3.5	35	8
Malaysia	3.5	63.5	28.8	2.3	69.3	7
Vietnam	-1.1	40.2	29.6	2.6	47.9	6
South Korea	4.9	45.6	24.4	4.8	35	5
Russia	6.9	16	26.3	17.8	27	4
Saudi Arabia	5.3	30	51.5	2.3	38.5	3
China	1.8	20.3	18.2	2.1	15.5	2
Taiwan	15	32.6	70.6	3.4	27.6	1

- นโยบายการเงินที่ตึงตัวของสหรัฐฯ จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ EMs ต่างกัน โดยประเทศที่ขาดดุลบัญชีเดินสะพัดสูง หนี้สาธารณะสูง เงินทุนสำรองน้อย หนี้ต่างประเทศมาก เงินเฟ้อสูง (เสถียรภาพด้านราคาต่ำ) ทำให้ค่าเงินอ่อนจะยิ่งทำให้ปัญหาเงินเฟ้อในประเทศยิ่งรุนแรง จะมีความเสี่ยงมาก
  - โดยกลุ่มประเทศ LATAM มีความเสี่ยงมากที่สุด เนื่องจากทั้งเสถียรภาพด้านต่างประเทศและด้านราคาอ่อนแอ ส่วนไทยนั้นเสถียรภาพอ่อนแอลงจากการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและเงินเฟ้อที่เร่งตัว แต่คาดว่าจะปรับดีขึ้นได้ในช่วงปลายปีนี้ ตามการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว
- นอกจากนี้ การชะลอตัวของเศรษฐกิจจีนจากการที่จีนล็อกดาวน์ในหลายพื้นที่ที่มีแนวโน้มกระทบต่อประเทศที่ส่งออกสินค้าไปยังจีนมาก

ดัชนีความอ่อนไหวของเศรษฐกิจต่อนโยบายการเงินสหรัฐฯ และการชะลอตัวของเศรษฐกิจจีน



หน่วย : <sup>1</sup>As % of GDP, <sup>2</sup>%YOY (เดือนเม.ย. 2022), <sup>3</sup>As % of reserves ข้อมูล ณ สิ้นปี 2021

ความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินของสหรัฐฯ (หน่วย : ดัชนี)

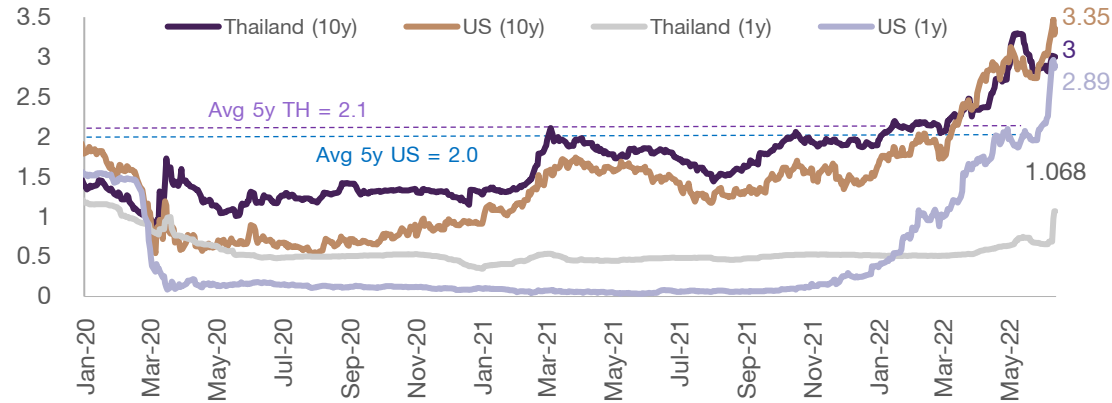


**นัยต่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย และค่าเงินบาท**

# อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวของไทยปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตามทิศทางของอัตราผลตอบแทน US โดยคาดว่า มีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นอีกเล็กน้อยในช่วงปลายปี

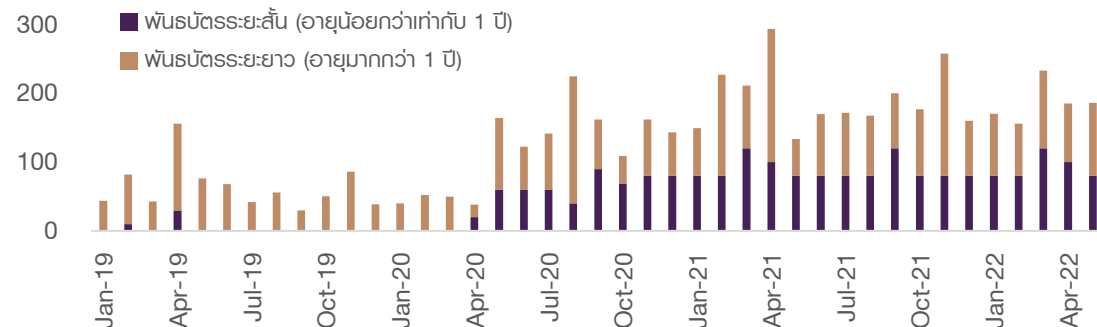
อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยและสหรัฐฯ

หน่วย : % (ข้อมูล ณ วันที่ 16 มิ.ย. 2022)



ปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาลไทย

หน่วย : พันล้านบาท



## ปัจจัยสนับสนุนการเพิ่มขึ้นของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาว

EIC คาด อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี จะปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 3-3.1% ณ สิ้นปี 2022 จาก

1. การเร่งปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยและการลดขนาดงบดุลของ Fed ส่งผลให้ yield สหรัฐฯ มีแนวโน้มปรับสูงขึ้นได้อีก โดย EIC คาดว่า yield อายุ 10 ปีของสหรัฐฯ จะปรับเพิ่มขึ้นอีกเล็กน้อยในช่วงปลายปี นอกจากนี้ ความตึงเครียดจากสงครามรัสเซียยูเครนจะทำให้แรงกดดันเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น อาจกดดันให้ yield ปรับสูงขึ้นได้อีกในระยะสั้น
2. ทิศทางของอัตราผลตอบแทนในตลาดเงินโลกและไทยที่มีแนวโน้มสูงขึ้นตามการปรับขึ้นดอกเบี้ยของธนาคารกลางต่าง ๆ โดยเฉพาะในสหรัฐฯ โดยการเปลี่ยนแปลงของ yield ไทยอายุ 10 ปี มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงของ yield สหรัฐฯ ถึง 80%
3. แนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยในช่วงครึ่งปีหลัง ที่คาดว่าจะปรับดีขึ้นจากการฟื้นตัวของอุปสงค์ในประเทศ และจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เพิ่มขึ้น

## ปัจจัยที่ทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยจะไม่ปรับสูงขึ้นเร็วนัก

- เงินเฟ้อของสหรัฐฯ มีแนวโน้มปรับลดลง และเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่จะชะลอลง ทำให้อัตราผลตอบแทนฯ สหรัฐฯ จะไม่เพิ่มขึ้นเร็วนัก
- อุปทานพันธบัตรรัฐบาลไทยที่คาดว่าจะปรับลดลง ตามแผนระดมทุนในปีงบประมาณ 2023 ที่มีแนวโน้มลดลงจากปีก่อนหน้า

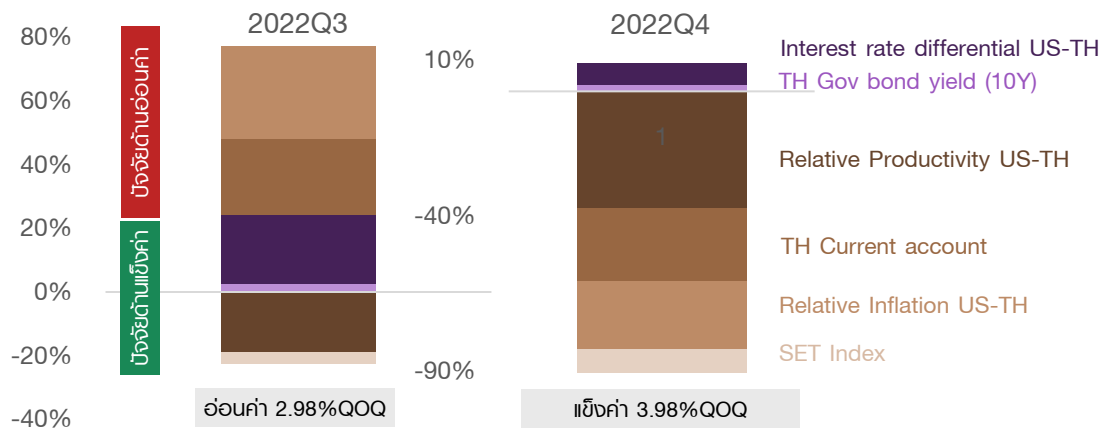
# ในระยะต่อไป แม้ค่าเงินบาทอาจมีแรงกดดันด้านอ่อนค่าจากการเร่งขึ้นดอกเบี้ยของ US แต่คาดว่าเงินบาทจะกลับมาแข็งค่าขึ้นในไตรมาส 4 ปี 2022 ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยซึ่งมีแนวโน้มกระตุ้นเงินทุนไหลเข้า และดุลบัญชีเดินสะพัดที่จะกลับมาเกินดุล

## ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อค่าเงินบาท

- Relative productivity ระหว่างไทย และ US
- ดุลบัญชีเดินสะพัดไทย
- ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนระหว่างไทย และ US
- ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทย
- Relative inflation ระหว่างไทย และ US
- อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย

ปัจจัยที่คาดว่าจะมีผลกระทบต่อค่าเงินบาทในระยะต่อไป

หน่วย : %, มวกคือเงินบาทอ่อน



EIC คาดว่า การที่ Fed ขึ้นดอกเบี้ยอีก 175 bps ในปีนี้ ขณะที่ไทยจะขึ้นเพียง 25 bps จะทำให้เงินบาทอ่อนค่าราว 5%

## มุมมองค่าเงินบาทของ EIC ในระยะต่อไป

ในระยะสั้น เงินบาทอาจยังเผชิญแรงกดดันด้านอ่อนค่าเช่นเดียวกับสกุลเงินอื่นในภูมิภาค โดยคาดว่าค่าเงินบาทจะอยู่ในช่วง 34.5-35.5 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ เนื่องจาก

- การเร่งดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวดของ Fed ส่งผลให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (Rate differential) ระหว่าง US และประเทศต่าง ๆ ปรับสูงขึ้นต่อเนื่อง
- ความกังวลต่อภาวะเศรษฐกิจถดถอย และความตึงเครียดจากสงครามรัสเซียยูเครน ส่งผลให้นักลงทุนปิดรับความเสี่ยงและเข้าถือสินทรัพย์ปลอดภัยมากขึ้น
- ดุลบัญชีเดินสะพัดไทยยังขาดดุลสูงในช่วงครึ่งแรกของปี 2022 จากราคาพลังงานที่สูง ส่งผลให้มูลค่าการนำเข้าปรับสูงขึ้น นอกจากนี้ เงินเฟ้อที่ปรับสูงขึ้นขณะที่เศรษฐกิจไทยยังไม่ฟื้นตัวมากนัก ถือเป็นอีกปัจจัยที่กดดันค่าเงินบาท

ทั้งนี้ค่าเงินบาทในช่วงไตรมาส 4 มีแนวโน้มกลับมาแข็งค่าขึ้นในกรอบ 33.5-34.5 ต่อดอลลาร์สหรัฐ จาก

- เศรษฐกิจไทยในช่วงครึ่งปีหลังมีแนวโน้มปรับดีขึ้น ซึ่งจะช่วยกระตุ้น Portfolio flow จากนักลงทุนต่างชาติ
- ดุลบัญชีเดินสะพัดมีแนวโน้มกลับมาเกินดุล จากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่จะเพิ่มขึ้น ประกอบกับราคาน้ำมันและค่าระวางเรือที่มีแนวโน้มลดลง

การศึกษาจากรณาการแห่งประเทศไทยพบว่า ผลกระทบของเงินบาทที่อ่อนค่าต่อราคาสินค้าและบริการในประเทศ (exchange rate passthrough) ยังต่ำ เนื่องจากส่วนประกอบที่นำเข้า (import content) ในตะกร้าเงินเฟ้อของไทยมีสัดส่วนเพียง 17% จึงทำให้เงินเฟ้อไทยอ่อนไหวต่อราคาสินค้านำเข้าต่ำ



# SCBEIC | ECONOMIC INTELLIGENCE CENTER



- WEBSITE

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

up-to-date with email notification

- LINE OFFICIAL ACCOUNT

Find us at : @scbeic

- CONTACT US

E-mail: [eic@scb.co.th](mailto:eic@scb.co.th)

INSIGHTFUL ECONOMIC AND BUSINESS  
INTELLIGENCE FOR EFFECTIVE DECISION MAKING

SCB  | EIC