



วัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นของไทยในรอบนี้... จะไปสิ้นสุดที่จุดไหน ?

8 พฤษภาคม 2023

วัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นของไทยในรอบนี้...จะไปสิ้นสุดที่จุดไหน ?

KEY SUMMARY

เศรษฐกิจไทยฟื้นตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่ยังมีความเสี่ยงจากแรงกดดันเงินเฟ้อ

ภาพรวมเศรษฐกิจไทยฟื้นตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากแรงหนุนสำคัญของภาคการท่องเที่ยว และการบริโภคภาคเอกชน โดยเครื่องชี้เศรษฐกิจในหลายมิติเข้าใกล้ระดับก่อนเกิด COVID-19 มากขึ้น **ด้านอัตราเงินเฟ้อไทยได้ผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว** ในไตรมาส 3 ของปี 2022 และมีสัญญาณขยายตัวในอัตราที่ชะลอลงต่อเนื่อง **แต่ยังมีความเสี่ยงด้านสูง**จากการส่งผ่านต้นทุนจากผู้ผลิตไปสู่ผู้บริโภค และแรงกดดันเงินเฟ้อด้านอุปสงค์ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในช่วงที่เหลือของปี **ด้านภาวะการเงินไทยปรับตั้งตัวขึ้นเล็กน้อย** ตามการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ตั้งแต่วันที่ 1 สิงหาคม 2022 โดยในวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นรอบนี้ ธปท. ได้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อเนื่องมาแล้ว 5 ครั้ง จาก 0.5% เป็น 1.75%

อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินไทยเริ่มปรับสูงขึ้น ทั้งในตลาดสินเชื่อและตลาดพันธบัตร

การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท. ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินปรับสูงขึ้น โดยขนาดและระยะเวลาของการส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปยังอัตราดอกเบี้ยแต่ละประเภทของสถาบันการเงินแตกต่างกันออกไป โดย SCB EIC พบว่า สถาบันการเงินได้ส่งผ่านไปยังอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีหรือ MLR มากที่สุด (57%) รองลงมาคือ การส่งผ่านไปยังอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน (56%) ขณะที่การส่งผ่านไปยังอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายย่อยชั้นดีหรือ MRR น้อยที่สุด (22%) นอกจากนี้ ต้นทุนการระดมทุนในตลาดพันธบัตรของไทยก็ปรับสูงขึ้นตามทิศทางของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

SCB EIC ประเมินว่า Neutral rate ของไทยล่าสุดมีแนวโน้มอยู่ที่ 2.5%

SCB EIC คาดว่า ธปท. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่องให้เข้าสู่ระดับที่เหมาะสมกับการขยายตัวของเศรษฐกิจอย่างมีเสถียรภาพในระยะยาว โดยประเมินว่า **Neutral rate ของไทยล่าสุดอยู่ที่ระดับ 2.5%** ซึ่งเป็นระดับที่สอดคล้องกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระดับศักยภาพ และอัตราเงินเฟ้อเป็นไปตามกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อของ ธปท. นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของไทยในปัจจุบันยังคงติดลบต่อเนื่อง ซึ่ง ธปท. มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปสู่ระดับที่ทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงกลับมาเป็นบวก และคงอัตราดอกเบี้ยในระดับดังกล่าวไประยะหนึ่งเพื่อให้กลไกดอกเบี้ยนโยบายใช้เวลาส่งผ่านไปสู่ระบบเศรษฐกิจต่อไป

การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับ Neutral rate จะส่งผลให้การขยายตัวทางเศรษฐกิจปรับลดลงเล็กน้อย โดยจะกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชนมากที่สุด

SCB EIC พบว่า การทยอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อเนื่องจาก 0.5% สู่ระดับ Neutral rate ที่ 2.5% จะส่งผลให้ Real GDP และเงินเฟ้อค่อย ๆ ลดลง โดยเริ่มเห็น Real GDP ลดลงครั้งแรก -0.1% ในไตรมาสที่ 2 หลังจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งแรก เทียบกับกรณีที่ยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ในระดับเดิม และ Real GDP จะลดลงมากที่สุดไตรมาสที่ 7 ทั้งนี้การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายตาม Path ดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชนมากที่สุด รองลงมาคือ การบริโภคภาคเอกชน และการนำเข้าสินค้า

1. การฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย

ภาพรวมเศรษฐกิจไทยฟื้นตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากแรงหนุนสำคัญของการบริโภคภาคเอกชนที่เติบโตได้ดีตามอุปสงค์ค้างค้ำของผู้บริโภค (Pent-up demand) และจากภาคการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวหลังการแพร่ระบาดของ COVID-19 ในประเทศคลี่คลาย โดยในปี 2023 นี้ SCB EIC ได้ปรับเพิ่มประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติสู่ระดับ 30 ล้านคน ซึ่งจะส่งผลบวกต่อการจ้างงานและรายได้แรงงาน รวมถึงเป็นแรงส่งต่อเนื่องไปยังการบริโภคภาคเอกชน นอกจากนี้ ตลาดแรงงานได้ทยอยฟื้นตัว โดยเครื่องชี้หลายมิติเข้าใกล้ระดับก่อนเกิด COVID-19 มากขึ้น ขณะที่รายได้ภาคเกษตรยังคงอยู่ในระดับสูงแม้ขยายตัวชะลอลง และการลงทุนภาคเอกชนมีแนวโน้มขยายตัวอย่างต่อเนื่อง โดยพบว่ากิจกรรมการผลิตในบางอุตสาหกรรมได้กลับมาอยู่ในระดับสูงกว่าก่อนเกิด COVID-19 แล้ว เช่น อุตสาหกรรมยานยนต์ และเครื่องจักร อย่างไรก็ตาม การส่งออกที่เป็นตัวขับเคลื่อนสำคัญของเศรษฐกิจไทยได้หดตัวลงตั้งแต่ช่วงปลายปีที่ผ่านมาตามอุปสงค์โลกที่อ่อนแอลง แต่เริ่มเห็นสัญญาณฟื้นตัวชัดเจนขึ้น โดยคาดว่า การส่งออกจะปรับดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปีนี้

รูปที่ 1 : เครื่องชี้เศรษฐกิจไทยปรับดีขึ้นในหลายองค์ประกอบ

เศรษฐกิจไทย	Unit	2022	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Oct-22	Nov-22	Dec-22	Jan-23	Feb-23	Mar-23
ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ (GDP)	%YOY	2.6	4.6	1.4							
ภาคอุปสงค์											
ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน	%YOY	8.5	14.6	5.3	4.7	6.6	7.1	2.5	4.0	3.9	6.0
ยอดขายรถในประเทศ	%YOY	15.1	36.2	-3.0	-6.1	0.2	-4.8	-3.9	-5.6	-3.9	-8.4
ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน	%YOY	2.7	6.4	-1.9	-1.4	0.2	-1.7	-4.3	-2.8	0.1	-1.5
ส่งออกหักทอง (ดุลการ)	%YOY	4.4	6.3	-8.3	-2.3	-5.3	-5.1	-13.9	-4.4	-2.5	-0.4
ความเชื่อมั่นผู้บริโภค	100 = stable	43.9	43.6	47.9	52.7	46.1	47.9	49.7	51.7	52.6	53.8
ความเชื่อมั่นภาคธุรกิจ	50 = stable	49.0	49.5	48.5	51.1	47.8	49.4	48.4	49.8	50.6	52.9
ภาคอุปทาน											
รายได้ภาคเกษตร	%YOY	13.8	16.0	16.1	6.2	22.3	15.7	12.0	5.6	13.2	0.4
ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม	%YOY	0.4	7.7	-6.0	-3.9	-4.3	-5.3	-8.5	-4.8	-2.4	-4.6
อัตราการใช้จ่ายเพื่อการผลิต	%, SA	62.8	63.8	60.1	60.4	60.6	60.3	59.4	60.0	61.3	59.8
จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติ	thousands	11153.3	3608	5465	6478	1475	1748	2241	2145	2114	2219
จำนวนทวีปในประเทศ	%YOY	182.4	1167.8	83.4	35.1	285	69.0	35.5	41.4	31.6	32.2
อัตราการเข้าพักรักษา	%	47.2	47.8	62.6	70.3	54.6	63.3	70.0	71.4	69.9	69.5
ตลาดแรงงาน											
อัตราว่างงาน	%	1.3	1.2	1.2							
อัตราว่างงานของแรงงานอายุน้อย	%	6.6	6.5	6.1							
อัตราว่างงานของแรงงานในประกันสังคม	%	2.1	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6	1.9

ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC

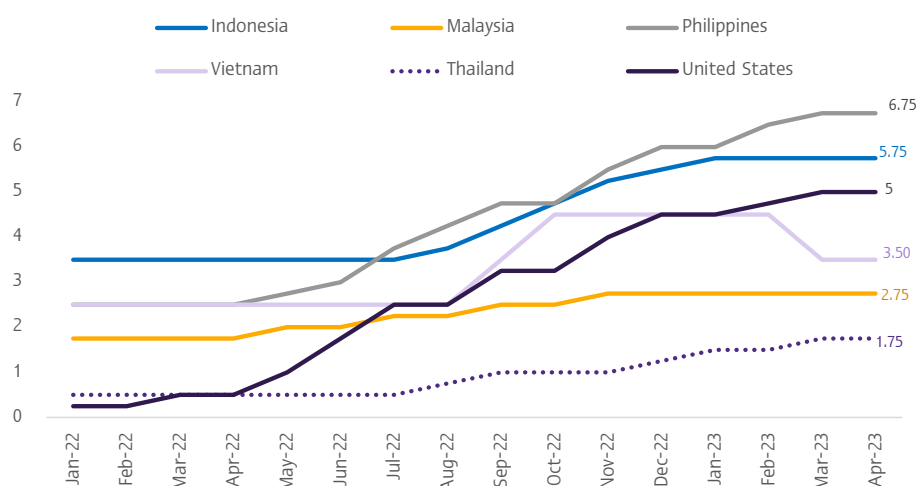
สำหรับเสถียรภาพด้านราคา อัตราเงินเฟ้อไทยได้ผ่านจุดสูงสุดไปแล้วในไตรมาส 3 ของปี 2022 และมีสัญญาณขยายตัวในอัตราที่ชะลอลงต่อเนื่อง โดยอัตราเงินเฟ้อทั่วไปของไทยในเดือนมีนาคม 2023 อยู่ที่ 2.8%YOY ชะลอลงจากระดับ 3.8%YOY ในเดือนกุมภาพันธ์ ตามการลดลงของราคาน้ำมันเชื้อเพลิงและราคาสินค้ากลุ่มอาหารสด ขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานก็ชะลอลงเช่นกัน แต่ยังคงอยู่ในระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต โดยอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในเดือนมีนาคมอยู่ที่ 1.7%YOY ลดลงมาจาก 1.9%YOY ในเดือนกุมภาพันธ์ อย่างไรก็ตาม เงินเฟ้อเริ่มขยายวงกว้างไปยังสินค้าหลายประเภทมากขึ้น ในระยะต่อไป เงินเฟ้อไทยยังมีความเสี่ยงด้านสูงจากการส่งผ่านต้นทุนจากผู้ผลิตไปสู่ผู้บริโภคและแรงกดดันเงินเฟ้อด้านอุปสงค์ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในช่วงที่เหลือของปี

ด้านภาวะการเงินไทยปรับดีขึ้นเล็กน้อย จากการที่ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ได้ทยอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับปกติมากขึ้น (Gradual normalization) ตั้งแต่เดือนสิงหาคม 2022 ซึ่งเป็นการปรับขึ้นที่ช้ากว่าในหลายประเทศ (รูปที่ 2) ตามแนวโน้มเศรษฐกิจไทยที่ฟื้นตัวช้ากว่าและเงินเฟ้อที่สูงจากปัจจัยอุปทานเป็นหลัก โดยในวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นรอบนี้ ธปท. ได้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อเนื่องมาแล้ว 5 ครั้ง ครั้งละ 25 BPS จาก 0.5% ในเดือนสิงหาคม 2022 เป็น 1.75% ในเดือนมีนาคมที่ผ่านมา

รูปที่ 2 : ไทยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายช้ากว่าต่างประเทศ

การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของประเทศต่าง ๆ

หน่วย : %



ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของ CEIC

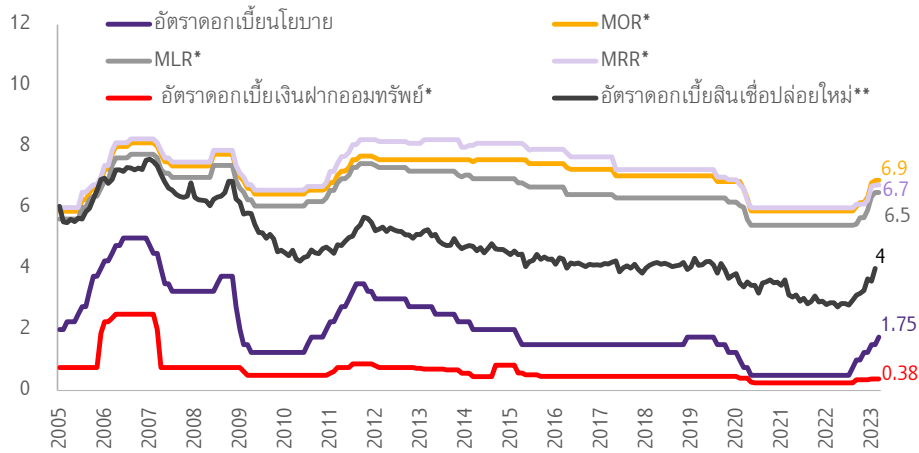
2. การส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปยังตลาดการเงิน

การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท. ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินปรับสูงขึ้น (รูปที่ 3) โดยสถาบันการเงินต่าง ๆ มีแนวโน้มปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝากให้สอดคล้องกับทิศทางของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งเป็นอัตราที่ธนาคารกลางจ่ายดอกเบี้ยให้กับสถาบันการเงินที่เอาเงินมาฝากระยะข้ามคืน (1-day Repo rate) หรือเป็นอัตราที่ธนาคารกลางเก็บดอกเบี้ยจากสถาบันการเงินที่มากู้เงินระยะข้ามคืน ซึ่งอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะถูกส่งผ่านไปยังอัตราดอกเบี้ยที่สถาบันการเงินคิดกับลูกค้าที่เป็นผู้กู้หรือผู้ฝากเงินต่อไป

รูปที่ 3 : ต้นทุนการระดมทุนในตลาดสินเชื่อปรับสูงขึ้นตามการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท.

ต้นทุนการระดมทุนในตลาดสินเชื่อของไทย

หน่วย: % (ข้อมูลล่าสุด ณ เดือนมีนาคม 2023)



* ค่าเฉลี่ยระหว่างค่าสูงสุดและต่ำสุด, ** อัตราดอกเบี้ยตัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักตามจำนวนสัญญา

ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทย

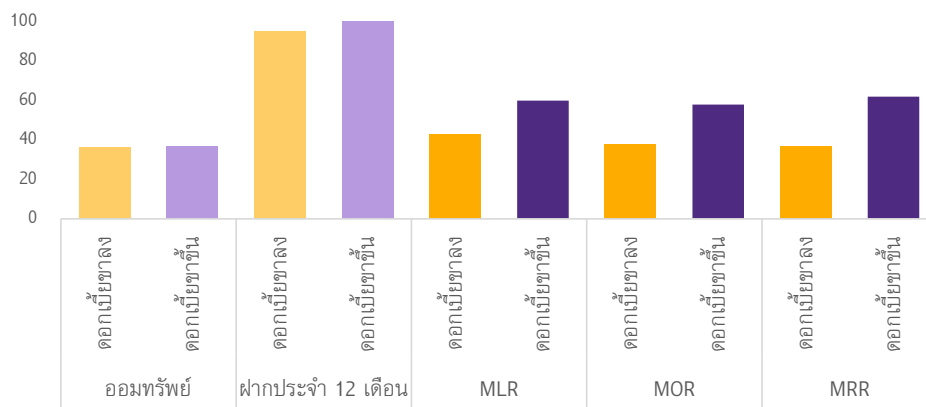
2.1 ตลาดสินเชื่อ

จากการศึกษาของ ธปท. (2022) ในเรื่องพฤติกรรมการปรับอัตราดอกเบี้ยของสถาบันการเงินในปี 2001-2021 (รูปที่ 4) พบว่า การส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปยังอัตราดอกเบี้ยแต่ละประเภทมีระยะเวลาและขนาดในการส่งผ่านไม่เท่ากันในแต่ละสถาบันการเงิน แต่ในภาพรวมสถาบันการเงินมีการส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายประมาณ 40-60% ไปยังอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ทุกประเภท และส่งผ่านประมาณ 40-100% ไปยังอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก นอกจากนี้ ยังพบว่าการส่งผ่านในช่วงดอกเบี้ยขาขึ้นไปยังอัตราดอกเบี้ยเงินกู้มักจะมากกว่าการส่งผ่านในช่วงดอกเบี้ยขาลง อีกทั้ง สถาบันการเงินมักส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปยังอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำมากที่สุด และส่งผ่านไปยังอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ประเภทต่าง ๆ (M-rates) รองลงมา ขณะที่ส่งผ่านไปยังอัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์น้อยที่สุด

รูปที่ 4 : อัตราการส่งผ่านดอกเบี้ยนโยบายสู่อัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์

อัตราการส่งผ่านดอกเบี้ยนโยบายสู่อัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์

หน่วย : %



หมายเหตุ : คำนวณโดย ธปท. ใช้ข้อมูลรายเดือน ระหว่างปี 2001 – 2021

ที่มา : รายงานนโยบายการเงินเดือนกันยายน 2022 ของธนาคารแห่งประเทศไทย

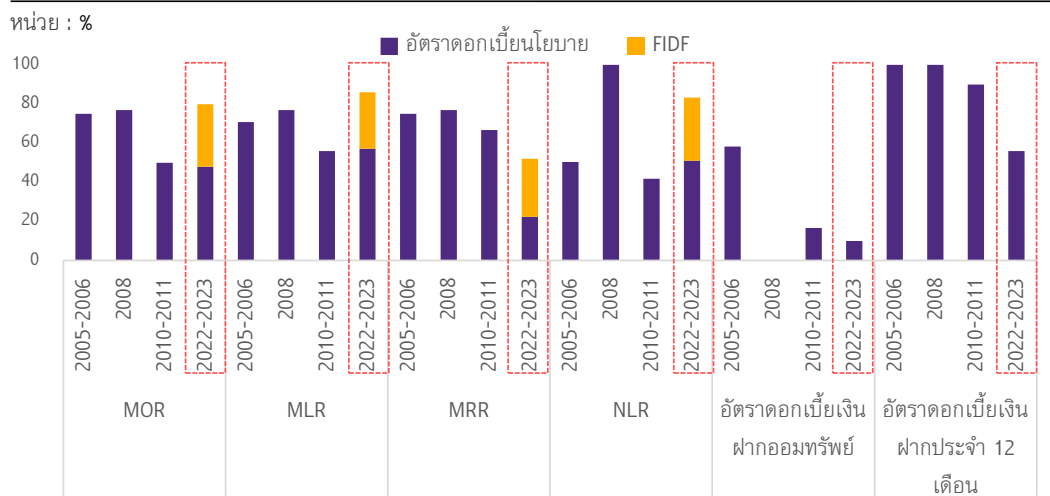
SCB EIC ได้ทำการศึกษาการส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระบบธนาคารพาณิชย์ในช่วงดอกเบี้ยขาขึ้น (Hiking cycle) รอบนี้เทียบกับรอบก่อน ๆ ตั้งแต่ปี 2005 จากผลการศึกษาพบว่า การส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปสู่อัตราดอกเบี้ยของระบบธนาคารพาณิชย์ในวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นครั้งนี้ (ข้อมูลตั้งแต่เดือน ส.ค. 2022 ถึง มี.ค. 2023) ปรับลดลงจากวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นในอดีต โดยพบว่ามีการส่งผ่านไปยังอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีหรือ MLR มากที่สุด (57%) รองลงมาคือส่งผ่านไปยังอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน (56%) ขณะที่ส่งผ่านไปยังอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายย่อยชั้นดีหรือ MRR น้อยที่สุด (22%) ซึ่งสอดคล้องกับการสื่อสารของธนาคารแห่งประเทศไทยในช่วงที่ผ่านมา ที่ให้ระบบธนาคารพาณิชย์ให้ความสำคัญกับการฟื้นตัวของภาคธุรกิจและครัวเรือนกลุ่มเปราะบาง ธนาคารจึงพยายามระมัดระวังการส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นไปยังลูกหนี้กลุ่มดังกล่าวที่รายได้ยังฟื้นตัวไม่เต็มที่

นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (M-rates) เพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ยอีก 0.4% ตั้งแต่เดือนมกราคม 2023 จากการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยยกเลิกมาตรการปรับลด FIDF fee¹ จาก 0.46% เหลือ 0.23% ของฐานเงินฝาก ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ย MLR และ MRR ปรับเพิ่มขึ้นทันที 36-37 BPS ส่วนหนึ่งเนื่องจาก ธปท. มองว่าระบบสถาบันการเงินของไทยมีฐานะเข้มแข็ง สามารถสนับสนุนการฟื้นตัวของลูกหนี้กลุ่มเปราะบางในระยะต่อไปได้ โดยไม่ต้องพึ่งพาการลดเงินนำส่ง FIDF และจะช่วยให้หนี้ของ FIDF ทาย่อยลดลงตามเป้าหมายการชำระคืนนี้ได้ ดังนั้น การปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ยของระบบสถาบันการเงินในวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นครั้งนี้จะประกอบไปด้วยผลจากทั้งการส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และผลจากปรับอัตราเงินนำส่ง FIDF กลับไปที่อัตราเดิม (รูปที่ 5)

¹ ในช่วงการระบาดของ COVID-19 ธปท. ได้ปรับลดอัตรานำส่งเงินสมทบกองทุนฟื้นฟู (FIDF fee) ลงจาก 0.46% เหลือ 0.23% ของฐานเงินฝาก เป็นระยะเวลา 2 ปี จนถึงสิ้นปี 2022 เพื่อให้สถาบันการเงินไปปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้เพิ่มเติมให้กับประชาชนและภาคธุรกิจ

รูปที่ 5 : ขนาดการส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายไทยไปยังอัตราดอกเบี้ยในระบบสถาบันการเงิน

การส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระบบธนาคารพาณิชย์ใน Hiking cycle ต่าง ๆ



หมายเหตุ : จำนวนจากเดือนสิงหาคม 2022 ถึงสิ้นเดือนมีนาคม 2023

ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทย

2.2 ตลาดพันธบัตร

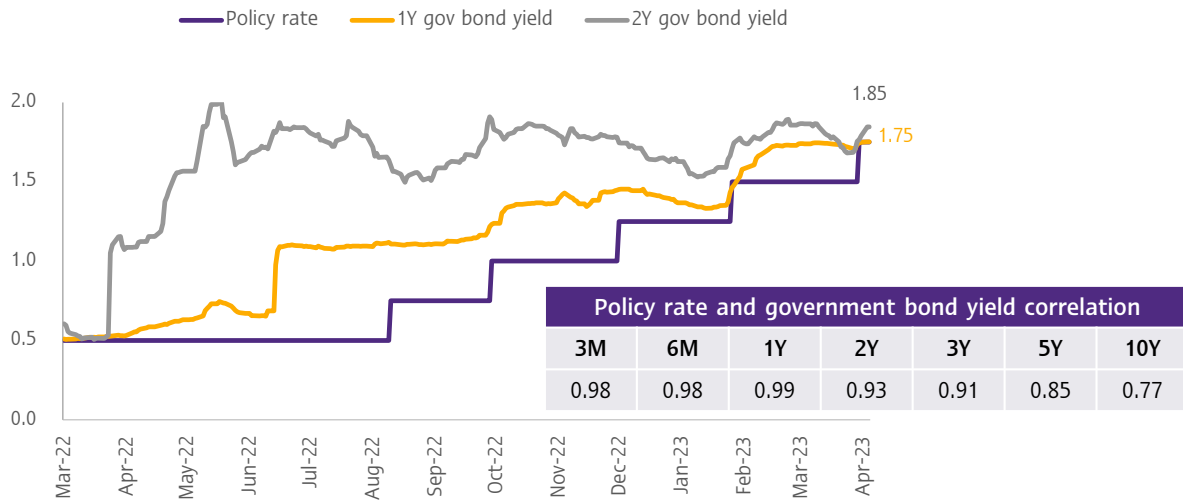
ต้นทุนการระดมทุนในตลาดพันธบัตรของไทยก็ปรับสูงขึ้นตามทิศทางของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 1 ปี และ 2 ปี เริ่มปรับสูงขึ้นตั้งแต่ในไตรมาส 2 ปี 2022 (รูปที่ 6) ตามการคาดการณ์ของนักลงทุนในตลาดการเงินว่า ธปท. จะมีการปรับขึ้นดอกเบี้ยในช่วงครึ่งหลังของปี 2022 โดยเมื่อเทียบตั้งแต่ต้นไตรมาส 2 ปี 2022 จนถึงปัจจุบัน อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 1 ปี และ 2 ปี ปรับเพิ่มขึ้นราว 120 และ 77 BPS ตามลำดับ

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้น (อายุไม่เกิน 1 ปี) มีค่า Correlation กับอัตราดอกเบี้ยนโยบายสูงถึง 0.98-0.99 ขณะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะกลางถึงระยะยาวจะมีความสัมพันธ์น้อยกว่า โดยเปรียบเทียบ เนื่องจากได้รับผลกระทบจากปัจจัยอื่นมากขึ้น เช่น ทิศทางอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลในตลาดการเงินโลก รวมถึงอุปสงค์และอุปทานในตลาดการเงิน โดยพบว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 2 ปี 3 ปี 5 ปี และ 10 ปี มีค่า Correlation กับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลดลงเหลือราว 0.93 0.91 0.85 และ 0.77 ตามลำดับ โดยอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 10 ปี ในช่วงที่ผ่านมามีปรับสูงขึ้นตามทิศทางนโยบายการเงินของประเทศเศรษฐกิจหลัก โดยเฉพาะสหรัฐฯ ส่งผลให้ภาวะการเงินไทยตึงตัวขึ้นเล็กน้อยตามต้นทุนการระดมทุนทั้งในตลาดสินเชื่อและตลาดพันธบัตรที่สูงขึ้น

รูปที่ 6 : ต้นทุนการระดมทุนในตลาดพันธบัตรของไทยปรับสูงขึ้นตามทิศทางของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

ต้นทุนการระดมทุนในตลาดพันธบัตรรัฐบาลระยะ 1-2 ปี ปรับสูงขึ้นตามทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

หน่วย : %



ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของ CEIC

3. การประเมิน Neutral rate ของไทย

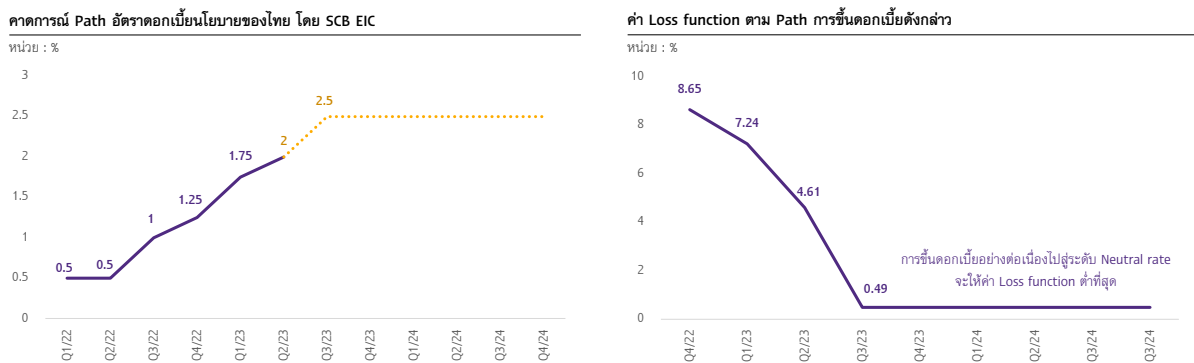
โจทย์สำคัญในการประเมินว่าวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นของไทยในรอบนี้จะไปสิ้นสุดที่ระดับใด (Terminal rate) ขึ้นอยู่กับว่าอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมกับการขยายตัวของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อไทยหลัง COVID-19 เป็นเท่าไร โดย ธปท. ได้ส่งสัญญาณชัดเจนจากการแถลงผลประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินในวันที่ 29 มีนาคม 2023 ว่าจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้เข้าสู่ระดับที่เหมาะสมกับการขยายตัวของเศรษฐกิจอย่างมีเสถียรภาพในระยะยาวอย่างค่อยเป็นค่อยไป (Policy normalization) ดังนั้น SCB EIC จึงคาดว่า ธปท. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปสู่ระดับดังกล่าวหรือระดับ Neutral rate ได้ หากเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง และแรงกดดันเงินเฟ้อมีความเสี่ยงด้านอุปสงค์เพิ่มขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

Neutral rate คือ อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่สอดคล้องกับเศรษฐกิจในระยะยาวที่มีระดับผลผลิต ณ ระดับศักยภาพ และระดับราคาสินค้าและบริการโดยทั่วไปมีเสถียรภาพตามกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ ซึ่งเป็นระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่สะท้อนบทบาทของนโยบายการเงินที่เป็นกลาง ไม่ได้ดึงตัวหรือผ่อนคลายเป็นพิเศษ โดย Neutral rate มีความสำคัญในการเป็นแนวทางในการดำเนินนโยบายการเงิน เนื่องจากธนาคารกลางมักอ้างอิงถึง Neutral rate เป็น Benchmark ในการตัดสินใจปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบาย แต่เนื่องจาก Neutral rate ไม่สามารถสังเกตเห็นได้โดยตรงและสามารถเปลี่ยนแปลงไปตามสถานะเศรษฐกิจและโครงสร้างเศรษฐกิจ ดังนั้น ผู้กำหนดนโยบายจึงต้องใช้แบบจำลองทางเศรษฐกิจต่าง ๆ ในการประเมิน Neutral rate ที่เหมาะสมกับพัฒนาการของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในปัจจุบันเพื่อนำมาเป็นแนวทางในการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศต่อไป

สำหรับการประเมิน Neutral rate นั้น SCB EIC ได้ใช้วิธีการทางเศรษฐมิติ โดยประมาณการค่าตัวแปรจาก Monetary policy rule² ที่คำนึงถึง Output gap และ Inflation gap ตามกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อทั่วไปที่ 1-3% ของ ธปท. และทำ Simulation เพื่อหาแนวทางการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสมที่สุดสำหรับเศรษฐกิจไทย

จากผลการศึกษา SCB EIC พบว่า Neutral rate ของไทยล่าสุดมีแนวโน้มอยู่ที่ระดับ 2.5% ซึ่งเป็นระดับที่การขยายตัวทางเศรษฐกิจอยู่ในระดับศักยภาพ อัตราเงินเฟ้อเป็นไปตามกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อของ ธปท. ที่ 1-3% และบทบาทของนโยบายการเงินเป็นกลางมากขึ้น สะท้อนจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงติดลบน้อยลงจากปัจจุบันและเข้าใกล้ศูนย์มากขึ้น นอกจากนี้ พบว่า การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่องครั้งละ 25 BPS ไปสู่ระดับ Neutral rate ที่ 2.5% จะเป็น Path ที่ให้ Central bank's loss function³ จากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่ำสุด (รูปที่ 7)

รูปที่ 7 : การคาดการณ์ Path อัตราดอกเบี้ยนโยบายไทย และ Loss function ที่จะเกิดขึ้นจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปสู่ 2.5%



ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC

ทั้งนี้ในรายงานการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน เมื่อวันที่ 29 มีนาคม 2023 ระบุว่า แม้อัตราเงินเฟ้อของไทยปรับลดลงในช่วงที่ผ่านมา แต่ยังคงมีความเสี่ยงด้านสูงจากการส่งผ่านต้นทุนและแรงกดดันด้านอุปสงค์ที่จะเกิดขึ้นในระยะต่อไป เนื่องจากผู้ประกอบการแบกรับภาระต้นทุนสูงต่อเนื่องและอาจมีต้นทุนบางส่วนที่ยังไม่ได้ส่งผ่านในช่วงก่อนหน้า ประกอบกับยังมีความเสี่ยงที่แรงกดดันเงินเฟ้อด้านอุปสงค์อาจเพิ่มขึ้นหากเศรษฐกิจฟื้นตัวเร็วกว่าคาด ซึ่งเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับสูงนานต่อเนื่องจะกระทบต่อพฤติกรรมตลาดตราสารและการคาดการณ์เงินเฟ้อ โดยอัตราเงินเฟ้อไทยใน 2-3 ปีข้างหน้ามีความเสี่ยงที่จะทรงตัวอยู่ในระดับสูงนานกว่าในอดีต

รายงานการประชุมฯ ยังระบุอีกว่า หากอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงอยู่ในระดับต่ำเกินไปจะก่อให้เกิดความไม่สมดุลในระบบเศรษฐกิจ และเป็นการสะสมความเสี่ยงด้านเสถียรภาพระบบการเงินในระยะยาว ซึ่งในปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real interest rate) ของไทยยังคงติดลบต่อเนื่อง โดยอยู่ที่ -1.1% ในเดือนมีนาคม (รูปที่ 8) สะท้อนว่า ธปท. มีแนวโน้มที่จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปยังระดับที่บทบาทนโยบายการเงินเป็นกลางมากขึ้นต่อระบบเศรษฐกิจ SCB EIC จึงคาดว่าในช่วงที่เหลือของปี กนง. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปสู่ระดับที่ทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง

² Nitschka, T. and N. Markov (2015) "Semi-Parametric Estimates of Taylor Rules for a Small, Open Economy – Evidence from Switzerland", German Economic Review.

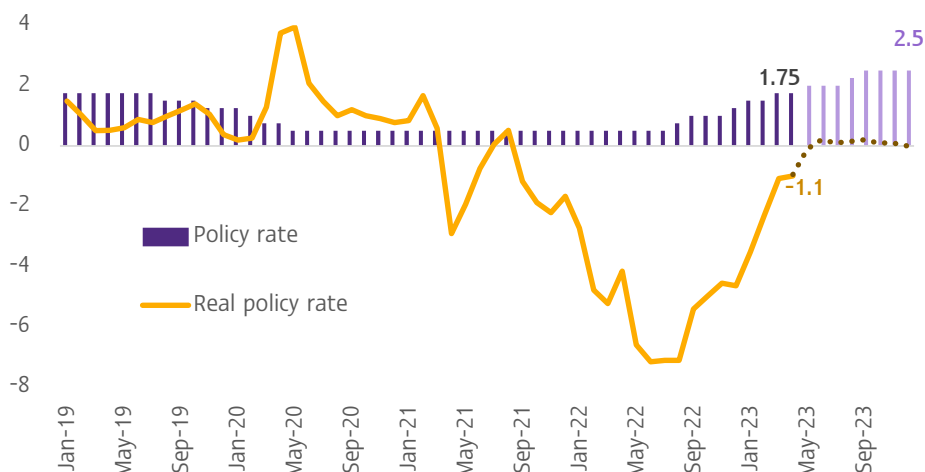
³ Central bank's loss function คำนวณจากการถ่วงน้ำหนักระหว่างการควบคุมอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ในกรอบเป้าหมาย (Inflation gap) และผลต่างระหว่างผลผลิตทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นจริงและผลผลิตระดับศักยภาพ (Output gap)

กลับมาเป็นบวก และคงอัตราดอกเบี้ยในระดับดังกล่าวไประยะหนึ่งเพื่อให้กลไกดอกเบี้ยนโยบายใช้เวลาส่งผ่านไปสู่วระบบเศรษฐกิจต่อไป

รูปที่ 8 : อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริง (Real policy rate) ของไทยในปัจจุบันยังคงติดลบต่อเนื่อง

อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงของไทย (Real policy rate)

หน่วย : %



ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

ดังนั้น ในกรณีที่เศรษฐกิจไทยสามารถขยายตัวได้ต่อเนื่องในปีี้ ตามที่ SCB EIC คาดการณ์ไว้ นโยบายการเงินไทยจึงมีแนวโน้มกลับเข้าสู่ระดับปกติที่เหมาะสมกับการเติบโตของเศรษฐกิจไทยในระยะยาวได้ โดย SCB EIC คาดว่า ธปท. จะสามารถปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่องอีก 3 ครั้ง ครั้งละ 25 BPS ในการประชุมเดือนพฤษภาคม สิงหาคม และกันยายน สู่ระดับ Neutral rate ที่ 2.5% ในไตรมาส 3 โดยเศรษฐกิจไทยในปีนี้มีแนวโน้มได้รับแรงหนุนจากภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน ประกอบกับมีความเสี่ยงในด้านแรงกดดันเงินเฟ้อจากอุปสงค์มากขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและการกลับมาของนักท่องเที่ยว ขณะที่การส่งผ่านต้นทุนการผลิตจะยังอยู่ในระดับสูง

4. ผลกระทบต่อเศรษฐกิจจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับ Neutral rate

ในการประเมินผลกระทบจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อเศรษฐกิจไทย SCB EIC ได้นำ Path อัตราดอกเบี้ยที่ได้จากการประเมินข้างต้นมาทำ Sensitivity analysis ในแบบจำลองเศรษฐกิจสตรัมภาคของ SCB EIC เพื่อหาผลกระทบต่อตัวแปรต่าง ๆ ในระบบเศรษฐกิจ ได้แก่ การขยายตัวของเศรษฐกิจ (Real GDP), การบริโภคภาคเอกชน (Private consumption), การบริโภคภาครัฐ (Public consumption), การลงทุนภาคเอกชน (Private investment), การลงทุนภาครัฐ (Public investment), การส่งออกสินค้า (Export goods), การส่งออกบริการ (Export services), การนำเข้าสินค้า (Import goods), การนำเข้าบริการ (Import services) และอัตราเงินเฟ้อ (Inflation)

ผลการศึกษาพบว่า การทยอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อเนื่องจาก 0.5% สู่ระดับ Neutral rate ที่ 2.5% (Policy normalization) (ตามรูปที่ 7) จะส่งผลให้ Real GDP ค่อย ๆ ลดลง โดยเศรษฐกิจไทยจะได้รับผลกระทบมากที่สุด -0.6% ในไตรมาสที่ 7 หลังการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกในเดือนสิงหาคม 2022 เทียบกับกรณีที่ยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระดับต่ำมากไว้เช่นเดิม โดยผ่านผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชนมากที่สุด รองลงมาคือการบริโภค

ภาคเอกชน และการนำเข้าสินค้า โดยขนาดและระยะเวลาของผลกระทบต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจต่าง ๆ มีรายละเอียดดังนี้ (รูปที่ 9) โดยกำหนดให้ T คือ ไตรมาสที่ ธปท. เริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นครั้งแรกจาก 0.5%

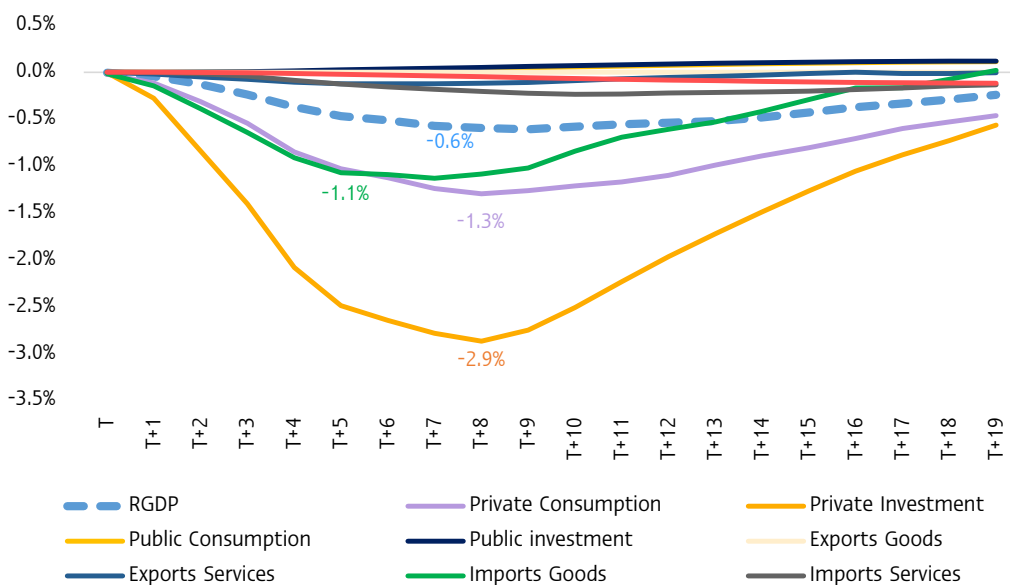
1. การลงทุนภาคเอกชนจะได้รับผลกระทบมากที่สุดจากต้นทุนการกู้ยืมที่เพิ่มสูงขึ้น โดยการลงทุนภาคเอกชนเริ่มลดลงอย่างเห็นได้ชัดตั้งแต่ไตรมาสที่ T+1 อีกทั้ง จะยังลดลงอย่างต่อเนื่องสู่ระดับต่ำสุดที่ -2.9% ในไตรมาสที่ T+8 เมื่อเทียบกับกรณีที่ยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ระดับเดิมที่ 0.5%
2. การบริโภคภาคเอกชนได้รับผลกระทบจากต้นทุนการกู้ยืมที่เพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน โดยจะลดลงสูงสุดราว -1.3% ในไตรมาสที่ T+8
3. การนำเข้าสินค้าปรับลดลงตามการลงทุนภาคเอกชนที่ลดลง ส่งผลให้การนำเข้าสินค้าเพื่อการผลิตจึงลดลงตามไปด้วย โดยการนำเข้าสินค้าจะลดลงสูงสุดราว -1.1% ในไตรมาสที่ T+5
4. การส่งออกสินค้าและบริการจะได้รับผลกระทบจำกัดจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในครั้งนี้ เนื่องจากปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการส่งออกส่วนใหญ่ขึ้นอยู่กับความขยายตัวของเศรษฐกิจโลกและอุปสงค์ในสินค้าและบริการของไทยจากต่างประเทศ นอกจากนี้ การลงทุนและการบริโภคภาครัฐ ก็ได้รับผลกระทบจำกัดจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายตาม Path นี้ ขณะที่อัตราเงินเฟ้อทั่วไปทยอยปรับตัวลดลงอย่างช้า ๆ

การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายยังต้องคำนึงถึงผลกระทบที่ล่าช้า (Lag effect) ของนโยบายการเงินในแต่ละช่องทางด้วย ซึ่งจากการศึกษาผลกระทบของการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับ Neutral rate ต่อเศรษฐกิจไทยในวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นครั้งนี้ จะเห็นได้ว่าการส่งผ่านนโยบายการเงินสู่เศรษฐกิจไทยต้องใช้ระยะเวลาพอสมควร โดยจะเห็นผลสะสมสูงสุดภายใน 6 – 9 ไตรมาสหลังการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

รูปที่ 9 : ผลกระทบของการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับ Neutral rate ต่อเศรษฐกิจไทย

ผลกระทบของการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อเศรษฐกิจไทยเมื่อเทียบกับกรณีไม่ขึ้นอัตราดอกเบี้ย

หน่วย : Percentage change



หมายเหตุ : T คือไตรมาสที่ ธปท. เริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นครั้งแรกจาก 0.5%

ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC

จากคาดการณ์ในปัจจุบันว่า แนวโน้มเศรษฐกิจไทยจะเติบโตต่อเนื่อง ประกอบกับแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อที่แม้จะอยู่ในกรอบเป้าหมาย 1-3% ของ ธปท. แต่ยังมีความเสี่ยงด้านสูงจากการส่งผ่านต้นทุนและแรงกดดันด้านอุปสงค์ที่จะเกิดขึ้นในระยะข้างหน้า SCB EIC จึงคาดว่า กนง. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อเนื่องครั้งละ 25 BPS ไปสู่ระดับ Terminal rate ที่ 2.5% ในไตรมาส 3 ของปีนี้ และคงไว้เพื่อให้กลไกดอกเบี้ยนโยบายส่งผ่านไปสู่ระบบเศรษฐกิจต่อไป ทั้งนี้หากแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อเปลี่ยนแปลงไปจากที่ประเมินไว้ในปัจจุบัน กนง. อาจไม่สามารถปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อเนื่องจนไปสู่ระดับ Neutral rate ได้ในช่วงวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นรอบนี้ แต่อาจต้องปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้เหมาะสมกับแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่เปลี่ยนไปแทน

บทวิเคราะห์โดย... <https://www.sceic.com/th/detail/product/monetary-policy-080523>

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.

ผู้เขียนบทวิเคราะห์

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

นักวิเคราะห์

ดร.อสมมา เหลี่ยมมุกดา (asama.liammukda@scb.co.th)

นักวิเคราะห์

เมลิสสา ไพริษฐ์ (t700025@scb.co.th)

Economist trainee

ECONOMIC AND FINANCIAL MARKET RESEARCH

ดร.สมประวิณ มั่นประเสริฐ

รองผู้จัดการใหญ่ ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร กลุ่มงาน Economic Intelligence Center (EIC)

และรองผู้จัดการใหญ่ ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร กลุ่มงานกลยุทธ์องค์กร

ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)

ดร.ฐิติมา ชูเชิด

ผู้อำนวยการฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจ และตลาดการเงิน

ดร.บุญยวัฒน์ ศรีสิงห์

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

จงรัก ก้องกำชัย

นักวิเคราะห์

ณิชนันท์ โลภวิฑูล

นักวิเคราะห์

ปณณ์ พัฒนศิริ

นักวิเคราะห์

วิษาย นุลาดี

นักวิเคราะห์

ดร.อสมมา เหลี่ยมมุกดา

นักวิเคราะห์

www.scbeic.com

Stay connected

Find us at



@scbeic | 🔍



“Economic and business intelligence for effective decision making”



ECONOMIC INTELLIGENCE CENTER

ศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจ ธนาคารไทยพาณิชย์



เจาะลึก

สถานการณ์เศรษฐกิจ



เกาะติด

การเปลี่ยนแปลงที่ส่งผลกระทบต่อภาคธุรกิจ



อัปเดต

ประเด็นร้อนที่ไม่ควรพลาด



Stay connected

Find us at



@scbeic | 

www.scbeic.com