



29 August 2025 | 9:10 AM

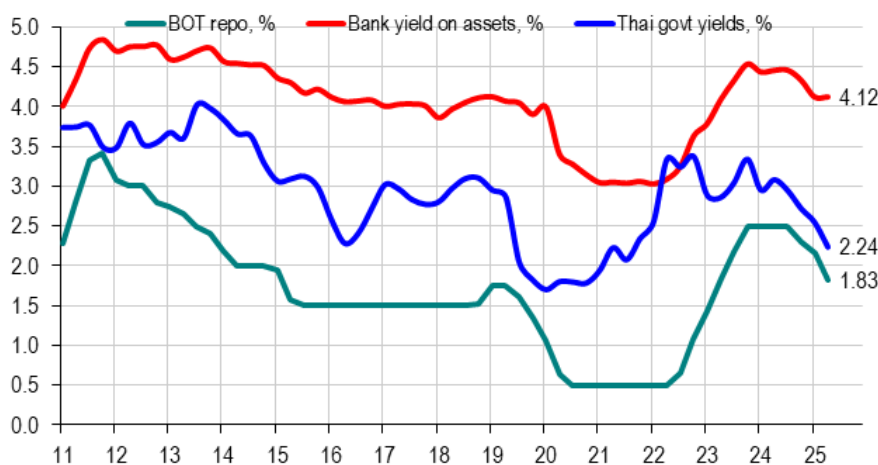
KBank Reflections on Markets

การคาดหวังมากเกินไปกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลาง?

การเรียกร้องให้ธนาคารกลางลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างจริงจังกำลังแพร่หลายขึ้น เนื่องจากประเทศไทยเผชิญกับอุปสรรคมากมาย คำถามคือ อัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นยาครอบจักรวาลในการแก้ไขอุปสรรคทั้งหมดของประเทศไทย? หรือมีความหวังมากเกินไปที่ตรึงไว้กับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย? ปัญหาของประเทศไทยเป็นเรื่องของอุปสงค์หรืออุปทานหรือไม่? แต่ในความเป็นจริง ดูเหมือนว่านโยบายการเงินจะได้ผลหากเป็นเรื่องของด้านอุปสงค์ ดังเช่น "Can't Buy Me Love" เพลงฮิตในยุค 60 ของเดอะบิตเทิลส์ชี้ให้เห็นว่าเงินไม่สามารถแก้ปัญหาทุกอย่างได้ อย่างไรก็ตาม ในตลาดการเงิน เงินคือทุกสิ่ง แล้วมันคืออะไร?

นโยบายการเงินเป็นเครื่องมือด้านอุปสงค์ และอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นหนึ่งในเครื่องมือเหล่านี้ โดยลักษณะของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย มีดังนี้ 1) เป็นระยะสั้น และ 2) ความเสี่ยงด้านเครดิตของไทยน้อยที่สุด (เช่น ความเสี่ยงด้านเครดิตของธนาคารกลาง) โดยเราพยายามประเมินความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายของประเทศไทยกับอัตราดอกเบี้ยเชิงพาณิชย์และรัฐบาล

รูป 1 อัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ธนาคาร และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย



ที่มา Bloomberg, และธนาคารกสิกรไทย

รูปที่ 1 แสดงอัตราดอกเบี้ยนโยบายเฉลี่ยรายไตรมาสของธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) (เป็นตัวแปรอิสระ) และอัตราผลตอบแทน

ดร.กอบสิทธิ์ ศิลปชัย, CFA

ผู้บริหารงานวิจัยเศรษฐกิจและตลาดทุน
Kobsidthi.s@kasikornbank.com

กฤติกา บุญสร้าง

ผู้อำนวยการงานวิจัยเศรษฐกิจและตลาด
ทุนอาวุโส
Kittika.bo@kasikornbank.com

งานวิจัยเศรษฐกิจและตลาดทุน

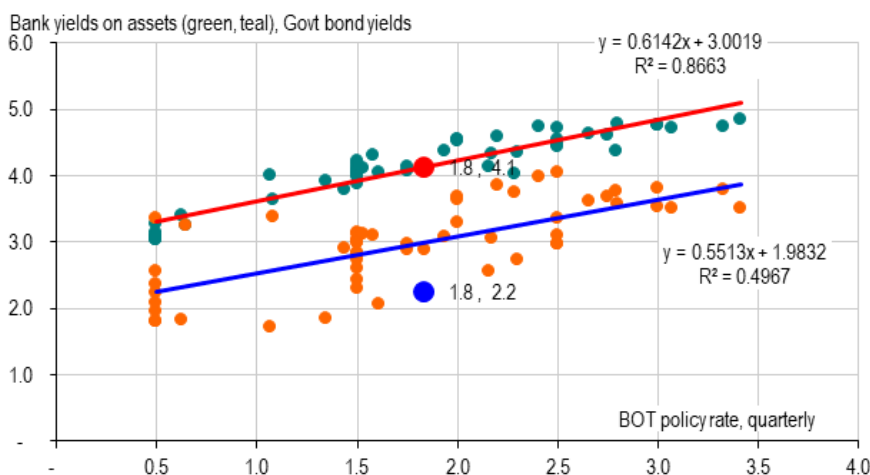
02 470 5501



โดยประมาณของสินทรัพย์ธนาคารพาณิชย์และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์เชิงบวกบางอย่าง เช่น เมื่ออัตราดอกเบี้ย ของ ธปท. เพิ่มขึ้น อัตราผลตอบแทนโดยประมาณของสินทรัพย์ธนาคารและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยก็เพิ่มขึ้นเช่นกัน

แบบจำลองง่ายๆ ที่แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างคาดการณ์อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ธนาคารและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยต่อของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ธปท. โดยรูปที่ 2 แสดงอัตราดอกเบี้ยนโยบายเฉลี่ยรายไตรมาส (เป็นตัวแปรอิสระ) เมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนโดยประมาณของสินทรัพย์ธนาคารพาณิชย์และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย (ตัวแปรตาม)

รูป 2: คาดการณ์อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ธนาคารและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยตามอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท.



ที่มา Bloomberg, และธนาคารกสิกรไทย

จุดสีเขียวเป็นจุดข้อมูลสำหรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ธปท. และอัตราผลตอบแทนโดยประมาณของธนาคารพาณิชย์

$y = 0.6142x + 3.0019$ คือ คาดการณ์อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ธนาคารพาณิชย์ = $0.6142 \times$ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ธปท. + 3.0019

สะท้อนว่าทุกๆ 1% ของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ธปท. ที่เปลี่ยนแปลงไป จะทำให้คาดการณ์อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ธนาคารพาณิชย์เปลี่ยนไป 0.6142%

ในขณะที่จุดสีส้มคือ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ธปท. และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย จะได้เป็นสมการ $y = 0.5513x + 1.9832$ นั่นคือ



อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยโดยประมาณ = $0.5513 \times$ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ธปท. + 1.9832

ดังนั้นจึงสรุปได้ว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวก แต่ไม่ได้ผลเป็นการเปลี่ยนแปลง 1 ต่อ 1 (เช่น อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ธปท. เปลี่ยนแปลง 1% เท่ากับอัตราผลตอบแทนโดยประมาณของสินทรัพย์ธนาคารหรือพันธบัตรรัฐบาลไทยเปลี่ยนแปลง 1%)

ทำไมถึงเป็นเช่นนั้น? คำตอบ คือ อัตราดอกเบี้ยทั้งหมดไม่ได้ถูกสร้างขึ้นมาให้เท่าเทียมกัน โดยอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ธปท. เป็นอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น และปราศจากความเสี่ยงด้านเครดิต ซึ่งแตกต่างจากสินทรัพย์ของธนาคารที่ประกอบด้วยการผสมผสานระหว่างอัตราดอกเบี้ยคงที่และอัตราลอยตัว สินทรัพย์ระยะสั้นและระยะยาว พร้อมด้วยความเสี่ยงด้านเครดิตและสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงด้านเครดิต ในขณะที่พันธบัตรรัฐบาลไทยไม่ใช่แค่พันธบัตรระยะสั้น แต่มีอายุครบกำหนดตั้งแต่ปี 2025 ถึงปี 2072 ซึ่งเท่ากับอายุเฉลี่ย 11.72 ปี ดังนั้น อัตราผลตอบแทนโดยประมาณของสินทรัพย์ธนาคารและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยจึงแตกต่างจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท. เนื่องจากมีลักษณะความเสี่ยงที่ต่างกัน เช่น ความเสี่ยงด้านเครดิต (Credit risk) และความเสี่ยงด้านระยะเวลา (Duration risk)

การขาดแคลนประสิทธิภาพของอัตราดอกเบี้ยนโยบายนี้เป็นเหตุผลว่าทำไมธนาคารกลางสหรัฐฯ เช่น ธนาคารกลางสหรัฐฯ จึงต้องใช้การอัดฉีดเงิน (QE) เป็นเครื่องมือเสริม นอกเหนือจากอัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยฟัดซื้อหลักทรัพย์ของรัฐบาลและหลักทรัพย์ที่มีการจำนอง (MBS) จากตลาด

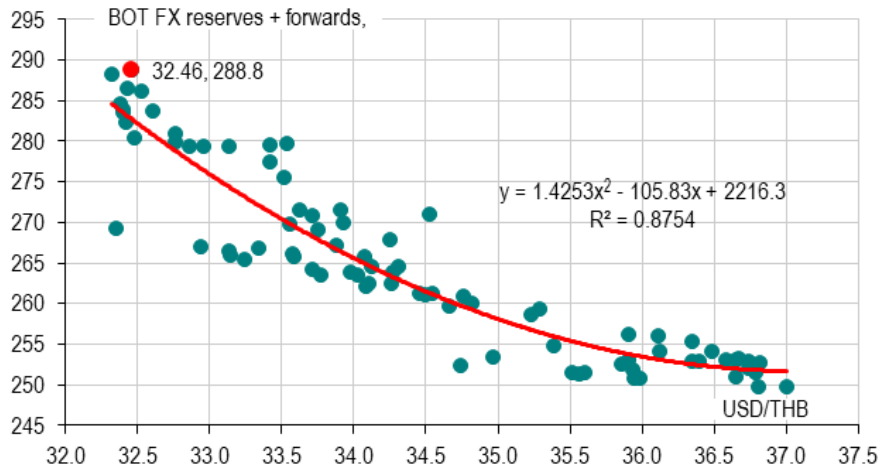
หากตั้งคำถามว่า ธปท. สามารถดำเนินการ QE ได้หรือไม่? เราประเมินว่าประเทศไทยจะเสี่ยงต่อการเป็นประเทศที่คล้ายกับซิมบับเวหรือเวเนซุเอลา ซึ่งเผชิญการอ่อนค่าอย่างรวดเร็วของสกุลเงินท้องถิ่นและภาวะเงินเฟ้อรุนแรง หาก ธปท. ดำเนินการ QE ที่ไม่ผ่านการควบคุม (Unsterilized QE) เนื่องจากเงินบาทไม่ใช่สกุลเงินสำรองหลักของโลก

นอกเหนือจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายแล้ว BOT ยังปรับใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวแบบมีการจัดการ (Managed float) อีกด้วย โดยระบุว่า ธปท. ไม่ได้มีวัตถุประสงค์เพื่อขับเคลื่อนทิศทางของเงินบาท แต่ดำเนินการเพื่อช่วยลดความผันผวนที่มากเกินไป เพื่อให้ธุรกิจที่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนสามารถปรับตัวได้



รูปที่ 3 แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างค่าเงินบาทและเงินทุนสำรอง โดยเมื่อค่าเงินบาทแข็งค่า เงินทุนสำรอง ของ ธปท. จะเพิ่มสูงขึ้น

รูป 3: ค่าเงินบาทและเงินทุนสำรองของ ธปท.



ที่มา Bloomberg, และธนาคารกสิกรไทย

อย่างไรก็ตาม เมื่อกลับมาที่การถกเถียงเรื่องอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยในวัฏจักรนี้คาดว่าจะเป็เท่าใด? ประวัติศาสตร์เป็นแนวทางสำหรับนักเศรษฐศาสตร์เสมอ ดังนั้นจึงมีการใช้แบบจำลองการถดถอยที่ขึ้นอยู่กับพฤติกรรมในอดีต ดังเช่นคำกล่าวที่ว่า “เราจะไม่รู้ว่าเราจะไปที่ไหนถ้าเราไม่รู้ว่าเราอยู่ที่ไหน”

รูปที่ 4 ชี้ให้เห็นว่าวัฏจักรนโยบายครั้งใหญ่ มักจะมาพร้อมกับภาวะถดถอยทางเทคนิค เช่น การหดตัวทางเศรษฐกิจ 2 ไตรมาสขึ้นไป เนื่องจากการใช้อัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นเสาหลักของระบอบการเงินใหม่หลังวิกฤตการเงินปี 1997

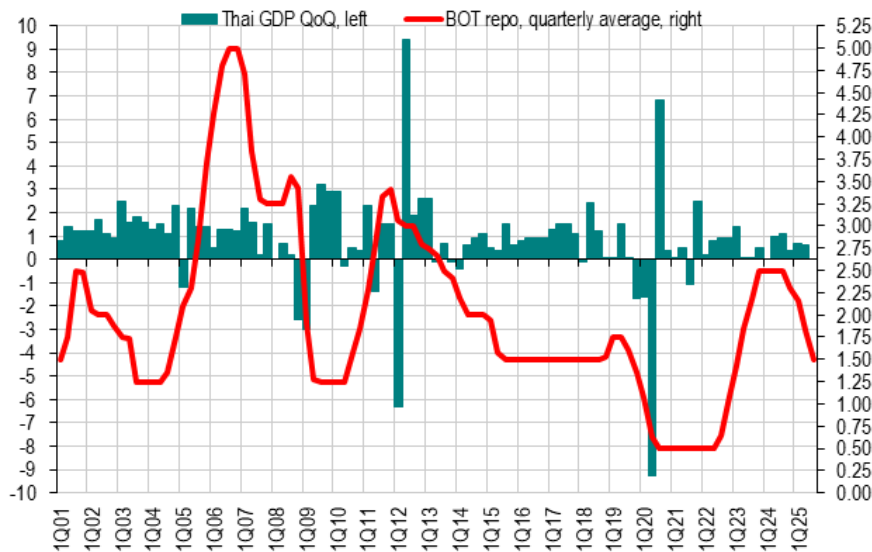
อัตราดอกเบี้ยไทยแต่ละระดับที่ 1.25% ถึง 2 ครั้งในปี 2003/2004 และหลังวิกฤตเลห์แมนในปี 2008 ต่อมา มีการลดดอกเบี้ยนโยบายมาสู่ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 0.50% เกิดจากการแพร่ระบาดของโควิด-19 ซึ่งเป็นช่วงที่เศรษฐกิจหดตัว 3 ไตรมาสติดต่อกัน ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาจากเส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล เราประเมินว่าอัตราดอกเบี้ยจะลดลงแตะ 1.00% ในอีก 12 เดือนข้างหน้า เนื่องจากการค้าโลกและทั่วโลกต้องเผชิญกับผลกระทบของภาวเศรษฐกิจของทรมปี

อย่างไรก็ตาม การลดดอกเบี้ยต่ำกว่า 1.00% อาจเป็นการกระทำที่ไม่ได้ผล เนื่องจากเรามองว่าอุปสรรคของประเทศไทยเกิดจากปัญหาด้านอุปทาน (ประชากรสูงอายุ / ประชากรที่ย่ำแย่ ความคืบหน้าของโครงการ



โครงสร้างพื้นฐานที่สำคัญที่ซบเซา และข้อตกลงการค้าเสรี ฯลฯ) นอกจากนี้ ฉันคาดหวังคาดการณ์ความเสี่ยงของภาวะเศรษฐกิจถดถอยในอีก 12 เดือนข้างหน้าต่ำกว่า 50% (ปัจจุบันอยู่ที่ 25%) ดังนั้น ในความเห็นของเรา การเรียกร้องให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายลดลงต่ำกว่า 1.00% ไม่สอดคล้องกับสถานการณ์ที่ไทยยังไม่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยทางเทคนิค

รูป 4: อัตราดอกเบี้ยนโยบาย GDP, QoQ และ BOT ของไทย



ที่มา Bloomberg, และธนาคารกสิกรไทย

**Disclaimer**

“This document is intended to provide material information relating to investment or product in discussion, presentation or seminar only. It does not represent or constitute an advice, offer, recommendation or solicitation by KBank and should not be relied on as such. In preparation of this document, KASIKORNBANK Public Company Limited (“**KBank**”) has made assumptions on the financial and other information from public sources, and KBank makes no warranty of the accuracy and/or completeness of the information described herein.

In the case of derivative products, where the recipient of the information (the "**Recipient**") provides incomplete or inaccurate information to KBank, KBank may not be capable of delivering information relating to investment or derivative products in conformity with the genuine need of the Recipient. The Recipient also acknowledges and understands that the information provided by KBank does not indicate the expected profit, yield or positive return in the future. Furthermore the Recipient acknowledges that such investment involves a high degree of risk as the market conditions are unpredictable and there may be inadequate regulations and safeguards for the Recipient.

Before making your own independent decision to invest or enter into transaction, the Recipient must review information relating to services or products of KBank including economic and market situation and other factors pertaining to the transaction as posted in KBank’s website at URL <https://www.kasikornbank.com> and/or in other websites including all other information, documents prepared by other institutions and consult with your financial, legal or tax advisors before making any investment decision. The Recipient understands and acknowledges that the investment or transaction hereunder is the low liquidity transaction and KBank shall not be responsible for any loss or damage arising from such investment or any transaction made by the Recipient. The Recipient including its employee, officer or other person who receives information from this document or its copy on the behalf of Recipient, represent and agree not to make any copy, reproduce or distribute any information hereunder whether in whole or in part to any other person and shall keep confidential of all information contained therein. The Recipient acknowledges that there may be conflict of interest under the KBank’s services, whether directly or indirectly and should further consider the character, risk and investment return of each product by reading details from relevant documents provided by KBank and the Recipient shall review KBank Foreign Exchange Disclosure at <https://www.kasikornbank.com/th/business/derivative-investments/Documents/KASIKORNBANK-Foreign-Exchange-Disclosure.pdf>

Where there is any inquiry, the Recipient may seek further information from KBank or in case of making complaint, the Recipient can contact KBank at (662) 888-8822.”