



08 October 2025 | 11:31 AM

KBank Reflections on Markets

หนี้สาธารณะกำลังเป็นประเด็นกดดันดอลลาร์สหรัฐ และขับเคลื่อนตลาดการเงินโลก

- ตลาดการเงินโลกในขณะนี้กำลังถูกปกคลุมด้วยความกังวลต่อหนี้สาธารณะที่พุ่งขึ้นทั่วโลก ภายหลังจากที่หลายประเทศเร่งใช้จ่ายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงวิกฤติโควิด โดยเฉพาะสหรัฐฯ ที่ CDS อายุ 5 ปีเพิ่มขึ้นมากสู่ระดับสูงกว่ากลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วในยุโรป และสูงกว่า CDS ของไทยด้วย
- ความกังวลดังกล่าวเป็นหนึ่งในปัจจัยทำให้ดอลลาร์สหรัฐอ่อนค่าลงอย่างมากในปีนี้อย่างไรก็ตาม ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐยังมีไฟต้ายที่เหนือกว่าสกุลเงินอื่น นั่นคือ การที่ดอลลาร์สหรัฐเป็นสกุลเงินสำรองของโลกที่เป็นที่นิยมมากที่สุด แม้การถือครองดอลลาร์สหรัฐในฐานะเงินทุนสำรองของโลกจะลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะความต้องการสินทรัพย์ปลอดภัยเช่นทองคำปรับเพิ่มขึ้น แต่เกมนี้จะเป็นเกมยาวที่ต้องจับตามองต่อไป

ตลาดการเงินโลกในขณะนี้กำลังถูกปกคลุมด้วยความกังวลต่อหนี้สาธารณะที่พุ่งขึ้นทั่วโลก ภายหลังจากที่หลายประเทศเร่งใช้จ่ายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงวิกฤติโควิด ก่อนที่ปริมาณมหาศาลเพิ่มขึ้นในเวลาอันรวดเร็ว และทวีขึ้นไปด้วยดอกเบี้ยที่หลายธนาคารปรับเพิ่มขึ้นไปอยู่ในระดับสูง เพื่อจัดการกับเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นหลังการเปิดประเทศและสงครามรัสเซีย-ยูเครน ทำให้สภาวะการความกังวลของตลาดเปลี่ยนจากความกังวลโควิด เป็นความกังวลต่อเงินเฟ้อ และกลับมาสู่ความกังวลต่อก่อนหน้าที่เพิ่มสูงขึ้น จากผลพวงของโควิด-19 ในที่สุด

ประเด็นหนี้สาธารณะนี้เป็นอีกหนึ่งปัจจัยหลักที่ผลักดันให้เกิด **กระแส De-dollarisation** กดดันค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ ณ ขณะนี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง หลังการอนุมัติแผนงบประมาณ One Big Beautiful Bill (OBBBA) ของสหรัฐฯ ที่ใช้งบประมาณราว 4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ ในขณะที่รายได้จากการเก็บภาษีนำเข้ามากที่สุดอาจได้เพียงราว 2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ เท่านั้น ซึ่งจะทำให้การขาดดุลของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นอย่างมาก และการขาดดุลที่เพิ่มขึ้นนี้ยังไม่ได้รวมในแผนการขาดดุลราว 6-7% ต่อจีดีพีของสหรัฐฯ (รูปที่ 2)

ดร.กอบสิทธิ์ ศิลปชัย, CFAผู้บริหารงานวิจัยเศรษฐกิจและตลาด
ทุน

Kobsidthi.s@kasikornbank.com

กฤติกา บุญสร้างผู้อำนวยการงานวิจัยเศรษฐกิจและ
ตลาดทุนอาวุโส

Kittika.bo@kasikornbank.com

งานวิจัยเศรษฐกิจและตลาดทุน

02 470 5501

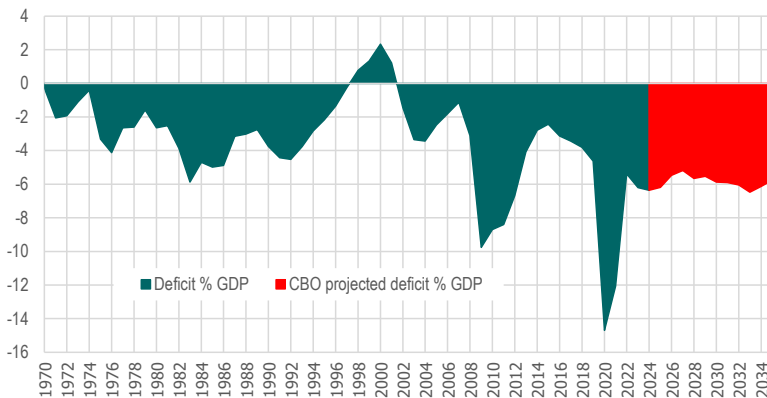


รูปที่ 1 รายได้ของรัฐบาลสหรัฐ

	7/2024	8/2024	9/2024	10/2024	11/2024	12/2024	1/2025	2/2025	3/2025	4/2025	5/2025	6/2025	7/2025
Federal Government Receipts, USD bn	330.4	306.5	527.6	326.8	301.8	454.4	513.3	296.4	367.6	850.2	371.2	526.4	338.5
Individual Income Taxes	153.6	136.6	250.1	168.0	138.5	211.7	305.1	135.4	185.1	537.0	142.3	236.2	145.1
Corporation Income Taxes	19.8	8.8	108.6	12.9	9.3	87.3	24.4	9.9	17.8	93.6	43.0	68.1	20.8
Social Insurance & Retirement	127.8	130.6	142.7	122.3	131.5	137.3	163.0	134.0	145.7	184.4	148.0	183.2	131.0
Excise Taxes	17.0	7.9	12.3	10.5	9.6	6.4	8.5	5.0	7.1	12.4	8.4	7.6	9.6
Estate and Gift Taxes	1.4	3.5	2.2	2.8	2.2	1.6	2.4	2.3	1.5	3.7	3.2	2.5	1.8
Customs Duties	7.1	7.0	7.2	7.3	6.7	6.8	7.3	7.2	8.2	15.6	22.2	26.6	27.7
Miscellaneous Receipts	3.7	12.0	4.6	3.0	3.9	3.3	2.5	2.7	2.2	3.4	4.2	2.3	2.5
Federal Government Outlays, USD bn	574.1	686.6	463.4	584.2	668.5	541.1	641.9	603.4	528.2	591.8	686.9	499.4	629.6
National Defense	71.1	83.2	76.2	103.5	75.6	83.0	72.1	64.6	67.4	70.1	76.6	69.5	75.5
Commerce & Housing Credit	-3.2	2.8	-7.8	1.7	0.8	-5.6	1.6	0.6	-3.3	0.4	1.7	-3.9	-18.8
Transportation	11.5	12.6	19.1	11.4	11.2	13.3	10.5	9.7	10.2	10.6	10.8	11.0	13.5
Community & Regional Development	4.8	5.1	4.7	6.9	7.1	9.1	8.0	8.9	4.0	8.5	7.1	7.0	5.3
Education, Training, Empl & Social Serv	12.3	42.0	20.1	26.1	12.3	13.7	23.3	12.0	11.7	10.4	9.8	10.8	33.3
Health	73.8	80.8	87.4	85.0	79.6	81.3	75.5	77.4	79.7	76.3	80.3	80.4	90.0
Medicare	92.2	128.7	24.3	77.1	128.8	26.8	135.0	75.0	25.8	81.9	149.0	23.9	100.0
Income Security	58.7	67.1	37.8	45.2	63.3	54.0	55.6	59.9	64.8	68.5	68.5	37.8	54.1
Social Security	123.2	124.1	124.2	124.9	124.8	124.3	128.1	128.6	144.6	132.1	132.4	141.2	132.7
Veterans Benefits & Services	28.7	45.3	15.6	31.0	44.3	30.0	33.5	30.9	15.8	28.0	46.5	18.5	31.7
General Government	3.5	1.9	4.3	3.3	3.2	2.6	2.8	3.9	1.4	3.2	1.8	2.7	2.6
Interest	80.8	80.2	38.3	80.3	79.4	81.8	80.8	74.2	92.9	89.4	86.0	84.3	92.0
Undistributed Offsetting Receipts	-9.8	-10.2	-11.6	-43.1	-8.8	-9.0	-10.4	-9.2	-9.8	-9.5	-9.2	-9.4	-9.5
Others	20.1	16.7	21.7	25.3	40.6	27.9	17.8	14.8	19.4	18.9	19.5	19.3	20.5
Receipts less Outlays	-243.7	-380.1	64.3	-257.5	-366.8	-86.7	-128.6	-307.0	-160.5	258.4	-315.7	27.0	-291.1
Financing													
Borrowing from the Public	319.4	236.3	143.7	262.2	221.3	48.3	70.5	2.6	2.0	-57.0	98.6	3.2	572.8
Reduction of Operating Cash	-76.2	144.5	-176.2	-35.3	164.2	35.0	-71.1	233.4	153.8	-271.8	326.2	-105.5	-40.6
By Other Means	0.6	-0.7	-31.8	30.6	-18.7	3.5	129.3	71.0	4.7	70.5	-108.8	75.3	-241.0

ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย

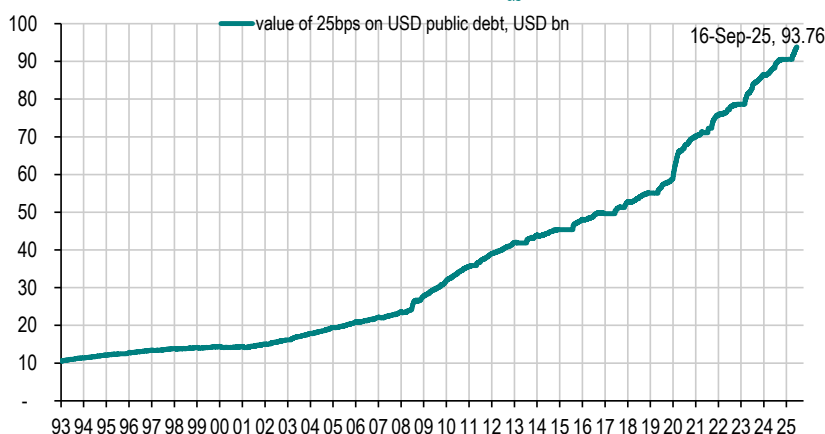
รูปที่ 2 ดุลการคลังสหรัฐ



ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย

นอกจากนี้ การที่ดอกเบี้ยเฟดอยู่ในระดับสูง เป็นอีกปัจจัยที่ซ้ำเติมหนี้สาธารณะของสหรัฐ โดย 25bps ของดอกเบี้ยเฟด มีมูลค่าสูงถึง 93,760 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งสูงขึ้นเป็นเงาตามตัวหนี้สาธารณะที่เพิ่มขึ้น

รูปที่ 3 ดอกเบี้ยจ่ายของหนี้สาธารณะสหรัฐ ต่อดอกเบี้ยเฟด 25bps



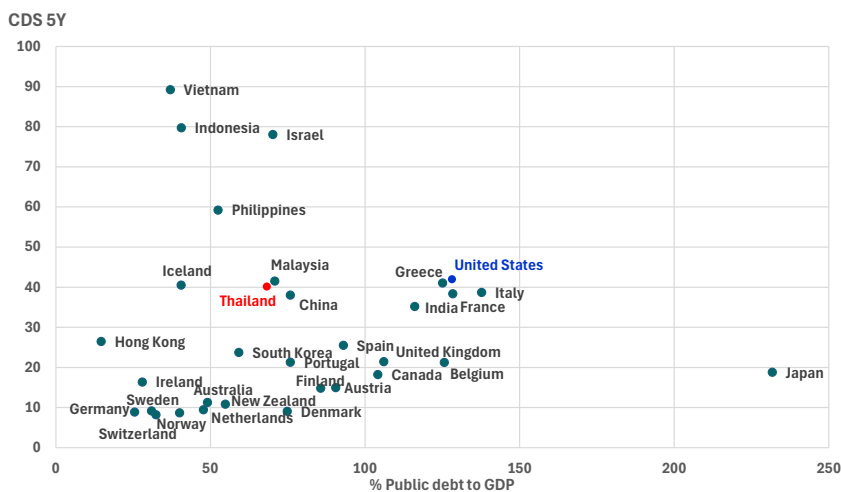
ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย



เมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่น ประเด็นความกังวลต่อหนี้สาธารณะของสหรัฐฯ ทวีขึ้นอย่างมาก สะท้อนผ่าน Credit Default Swap (CDS) สหรัฐฯ อายุ 5 ปีที่เพิ่มขึ้นมาก สูงระดับสูงกว่ากลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วในยุโรป และใกล้เคียงกับประเทศกำลังพัฒนา (รูปที่ 4)

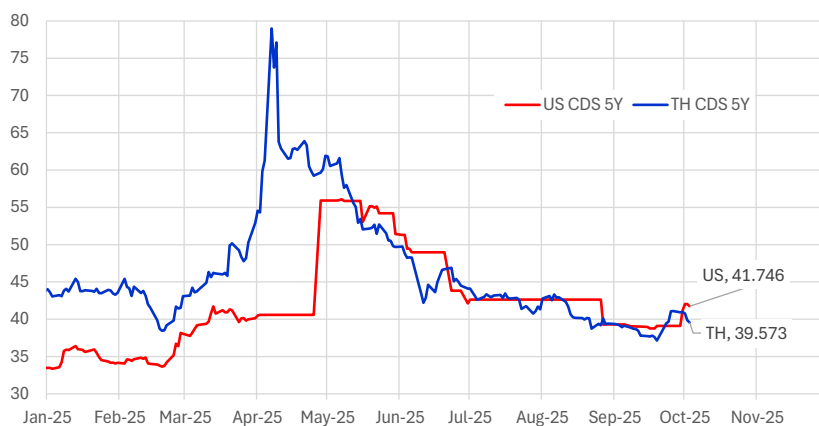
เมื่อเทียบกับประเทศไทย ล่าสุด CDS 5 ปี ของสหรัฐฯ สูงกว่า CDS ของไทยด้วย (รูปที่ 5) หลังจากที่มีผู้ตั้งข้อสงสัยเกี่ยวกับความน่าเชื่อถือของสหรัฐฯ และการประกาศภาษีนำเข้าใหม่ที่สูงขึ้น สะท้อนความกังวลต่อเศรษฐกิจและการผิดนัดชำระหนี้ของสหรัฐฯ อย่างไม่อาจมองข้าม

รูปที่ 4 หนี้สาธารณะและ CDS 5 ปี



ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย

รูปที่ 5 หนี้สาธารณะและ CDS 5 ปี ไทย และสหรัฐฯ



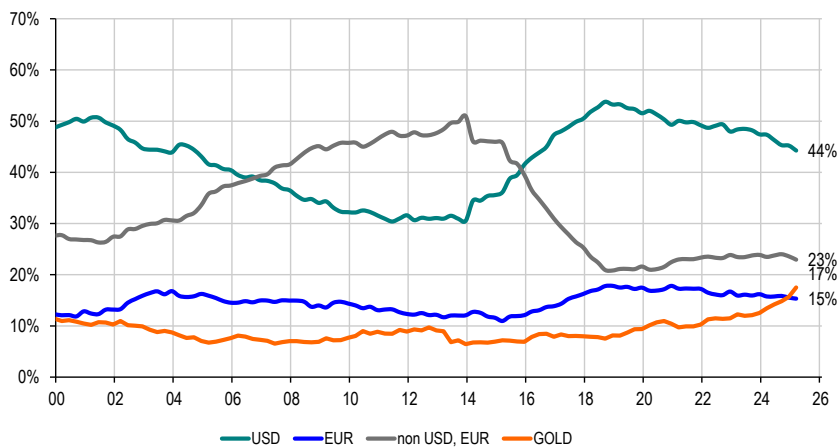
ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย

จากปัจจัยความกังวลดังกล่าว เป็นหนึ่งในปัจจัยทำให้ดอลลาร์สหรัฐอ่อนค่าลงอย่างมากในปีนี้ และปัจจุบันค่าเงินดอลลาร์สหรัฐอยู่ใกล้ระดับต่ำที่สุดในรอบ 3 ปี อย่างไรก็ตาม ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐยังมีไฟตาเยที่เหนือกว่าสกุลเงินอื่น นั่นคือ การที่ดอลลาร์สหรัฐเป็นสกุลเงินสำรอง



ของโลกที่เป็นที่นิยมมากที่สุด ด้วยสัดส่วนการถือครองกว่า 44% อย่างไรก็ตาม สัดส่วนการถือครองดอลลาร์สหรัฐในภาพรวมลดลงอย่างมีนัยสำคัญต่อเนื่องนับตั้งแต่สงครามการค้ากับจีนในช่วงทศวรรษ 1.0 โดยธนาคารกลางต่างๆ หันไปถือครองทองคำเพิ่มขึ้น และมีการถือครองทองคำมากกว่าพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ แล้ว ทำให้การถือครองทองคำในฐานะเงินทุนสำรองสูงขึ้นต่อเนื่องเป็น 17% ในปัจจุบันนี้ จากความต้องการสินทรัพย์ปลอดภัยที่เพิ่มขึ้น

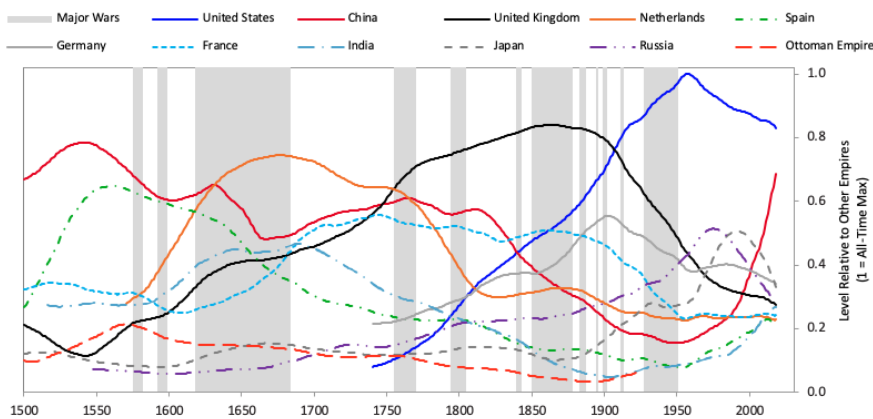
รูปที่ 6 สัดส่วนสินทรัพย์เงินทุนสำรอง



ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย

นอกจากนี้ ดอลลาร์สหรัฐยังเผชิญแรงกดดันจากกลุ่มบริก (BRICS) ที่มีข่าวว่าจะสร้างสกุลเงินกลางขึ้นมา ท่ามกลางการสะสมทองคำที่เพิ่มขึ้น เพื่อเป็นฐานสำหรับสกุลเงินใหม่ ในช่วงเวลาที่ประเด็นด้านภูมิรัฐศาสตร์โลกกำลังเข้มข้นต่อเนื่อง ดังนั้น เกมนี้จะเป็เกมยาว ที่ต้องจับตามองกันต่อไป

รูปที่ 7 สถานะของแต่ละประเทศในแต่ละช่วงเวลา



ที่มา: Ray Dalio 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.”