

KKP Research



เศรษฐกิจไทยเดินหน้าหลังเปิดประเทศ
แต่ท้องฟ้ายังมีเมฆมาก

ผู้เขียน

ชินวุฒิ เตชานุวัตร

ผู้อำนวยการ หัวหน้าทีมวิจัยอุตสาหกรรม

ลัทธิกิตติ ลากอุดมการ

นักวิเคราะห์

KKP Research โดยกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร

พิพัฒน์ เหลืองนฤมิตชัย

ผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการ

หัวหน้านักเศรษฐศาสตร์ และหัวหน้าฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์

ชินวุฒิ เตชานุวัตร

ผู้อำนวยการ หัวหน้าทีมวิจัยอุตสาหกรรม

ลัทธิกิตติ ลากอุดมการ

นักวิเคราะห์

รัชพร นันทากวีรัตน์

นักวิเคราะห์

เคนเน็ท โจนส์ นิลเว

นักวิเคราะห์

วรเทพ วงศ์วิริยะสิทธิ์

นักวิเคราะห์

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ทั้งนี้ขอคิดเห็นที่ปรากฏเป็นความคิดเห็นของฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์ไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร เว้นแต่จะได้แจ้งไว้และขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงข้อมูลและความคิดเห็นโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

KKP Research

2 NOVEMBER 2021

เศรษฐกิจไทยเดินหน้าหลังเปิดประเทศ แต่ท้องฟ้ายังมีเมฆมาก



KEY TAKEAWAYS:

- KKP Research โดยเกียรตินาศินภัทร คาดเศรษฐกิจไทยปีหน้าโต 3.9% แต่เศรษฐกิจจะยังอยู่ต่ำกว่าระดับก่อนโควิดจนถึงปี 2023 โดยทยอยฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป และจะขยายตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งปีหลัง แต่ยังมีความเสี่ยง
- จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เข้าไทยในปี 2022 คาดว่าจะอยู่ที่ราว 5.8 ล้านคน ต่ำกว่าระดับ 40 ล้านคนในปี 2019 โดยการท่องเที่ยวจะทยอยกลับมาคึกคักมากขึ้นในครึ่งปีหลัง แต่นักท่องเที่ยวจีนจะยังไม่กลับมากระชกหลายปี
- KKP Research ประเมินว่าไทยจะไม่กลับไปปิดประเทศอีก โดยไทยเป็นชาติต้น ๆ ในเอเชียที่เริ่มเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติ สะท้อนการเปลี่ยนนโยบายเป็นการอยู่ร่วมกับโควิด (Living with Covid)
- ปัจจัยเพิ่มเติมที่ต้องจับตาในปี 2022 ได้แก่ (1) ความเสี่ยงอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น (2) ทิศทางอัตราดอกเบี้ยไทยที่อาจถูกกดดันจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐอเมริกา และ (3) การชะลอตัวของเศรษฐกิจจีน นอกเหนือจากความเสี่ยงของการระบอบใหม่ที่อาจเกิดขึ้นได้
- ราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับสูงส่งผลให้ไทยขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและเงินบาทยังมีแนวโน้มอ่อนค่า ซึ่งจะส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อในครึ่งปีแรก
- KKP Research ประเมินว่า กนง. จะคงดอกเบี้ยนโยบายที่ 0.5% ตลอดปี แต่อาจเริ่มปรับขึ้นได้ในช่วงปลายปี หากธนาคารกลางสหรัฐฯ ปรับขึ้นดอกเบี้ยเร็ว เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น หรือการท่องเที่ยวฟื้นตัวเร็วกว่าคาด
- การฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มแผ่วลงจากความตึงตัวด้านอุปทานและวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ ขณะที่อาจชะลอตัวจากการปรับเปลี่ยนนโยบายของทางการจีนในระยะต่อไป ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อภาพรวมการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยเดินหน้าหลังเปิดประเทศ...แต่ท่องเที่ยวยังมีเมฆมาก

KKP Research โดยเกียรตินาคินภัทร คาดเศรษฐกิจไทยปี 2022 โตได้ 3.9% โดยเศรษฐกิจจะยังอยู่ต่ำกว่าระดับก่อนโควิด-19 จนถึงปี 2023 มองเศรษฐกิจไทยปีหน้าเริ่มฟื้นตัวหลังเปิดเศรษฐกิจตามอัตราการฉีดวัคซีนที่เพิ่มขึ้นและการเปิดประเทศต้อนรับนักท่องเที่ยวต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม นักท่องเที่ยวต่างชาติอาจกลับมาได้อย่างช้าๆ และการฟื้นตัวยังคงมีความเสี่ยงอยู่ โดยเฉพาะจากการระบาดรอบใหม่ การเปิดประเทศต้อนรับนักท่องเที่ยวจาก 63 ประเทศที่เริ่มต้นในเดือนพฤศจิกายนนี้ นับเป็นการปรับเปลี่ยนทิศทางเชิงนโยบายครั้งสำคัญของภาครัฐ จากก่อนหน้านี้ที่มาตรการด้านโควิด-19 ถูกมองว่าสร้างต้นทุนทางเศรษฐกิจและกระทบวิถีชีวิตโดยปกติของประชาชน แม้ไทยจะเป็นประเทศในลำดับต้น ๆ ของภูมิภาคที่เริ่มเปิดประเทศ แต่ข้อจำกัดในการเดินทางระหว่างประเทศที่ยังมีอยู่มาก ทั้งมาตรการควบคุมการเดินทางเข้าออกเพื่อการท่องเที่ยวของประเทศต้นทาง จำนวนเส้นทางบินที่ลดลงจากรูฏกิจการบินที่ได้รับผลกระทบอย่างหนักในช่วงโควิด-19 รวมถึงนักท่องเที่ยวจีนที่ยังคงหายไปตลอดช่วงครึ่งปีแรกเป็นอย่างน้อย จะส่งผลให้การฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวเป็นไปได้ช้ากว่าที่คาดในครั้งแรก ก่อนที่การท่องเที่ยวจะทยอยกลับมาคึกคักมากขึ้นช่วงครึ่งหลังของปี 2022 โดยคาดว่านักท่องเที่ยวต่างประเทศทั้งปีประมาณ 5.8 ล้านคน ต่ำกว่าระดับ 40 ล้านคนในปี 2019

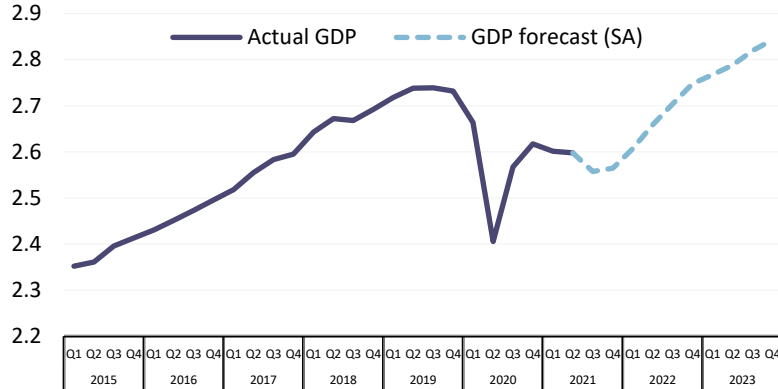
KKP Research ปรับประมาณการเติบโตของเศรษฐกิจไทยในปีหน้าเป็น 3.9% (รูปที่ 1) จากเศรษฐกิจจีนที่คาดว่าจะชะลอตัวลง โดยกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่จะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปในครึ่งปีแรก และน่าจะเริ่มกลับมาคึกคักในช่วงครึ่งปีหลัง (รูปที่ 2) โดยการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการฟื้นตัว และยังมีประเด็นเพิ่มเติมอีก 3 ประการที่ต้องจับตา ได้แก่ (1) ความเสี่ยงอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นขณะที่เศรษฐกิจยังไม่ฟื้นตัว (2) ทิศทางอัตราดอกเบี้ยไทยที่อาจถูกกดดันจากอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐอเมริกา และ (3) การชะลอตัวของเศรษฐกิจจีนและผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลก

รูปที่ 1 KKP Research ปรับประมาณการการเติบโตของเศรษฐกิจไทยที่ 3.9% ในปี 2022

%YoY	Previous forecast			New forecast		
	2020	2021E	2022E	2021E	2022E	2023E
Real GDP	-6.1	0.5	4.6	0.5	3.9	4.7
Private Consumption	-1.0	-1.3	5.2	0.0	5.2	3.2
Government Consumption	0.8	5.0	-1.0	5.0	-1.0	1.5
Gross Fixed Capital Formation	-5.2	4.8	6.4	4.8	6.4	2.4
Private	-8.4	3.1	7.0	3.1	7.0	3.0
Public	5.7	10.5	5.0	10.5	5.0	1.0
Exports of Goods and Services	-19.4	10.0	8.9	9.7	7.1	9.7
Imports of Goods and Services	-13.1	12.9	6.3	14.4	5.1	4.7
Current account (US\$ bn)	16.5	1.2	8.2	-15.1	1.8	19.9
as % of GDP	3.3	0.2	1.5	-3.0	0.3	3.4
Headline CPI	-0.9	1.2	1.6	1.1	1.6	1.1
Policy rate	0.5	0.50	0.50	0.5	0.5	0.75
Tourist arrivals (Mn persons)	6.7	0.2	5.8	0.16	5.8	21.5

ที่มา: KKP Research estimates

รูปที่ 2 เศรษฐกิจไทยจะทยอยฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป และระดับของเศรษฐกิจจะอยู่ต่ำกว่าระดับก่อนโควิดจนถึงปี 2023

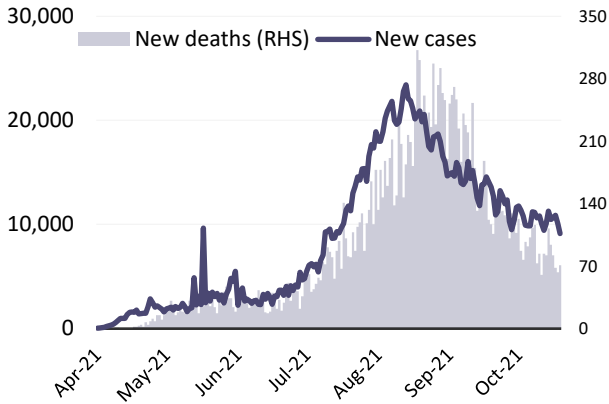


ที่มา: NESDC, KKP Research estimates

ไทยเดินหน้าเปิดประเทศ แม้อีโคโนมียังไม่คลี่คลาย

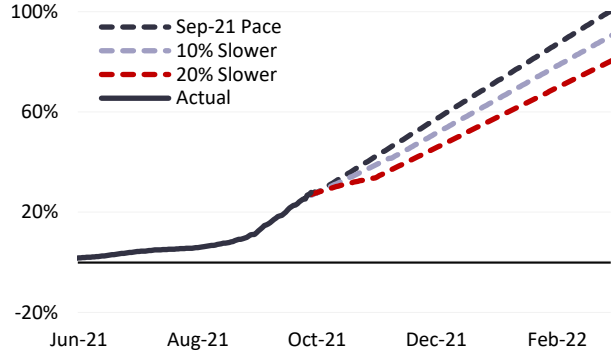
การเปิดประเทศรวมถึงมาตรการผ่อนคลายการเดินทางในประเทศเกิดขึ้นในช่วงเวลาที่จำนวนผู้ติดเชื้อยังอยู่ในระดับสูงกว่าการแพร่ระบาดในรอบก่อน ๆ การแพร่ระบาดของโควิด-19 สายพันธุ์ Delta ระลอกล่าสุดที่เริ่มต้นมาตั้งแต่เดือนเมษายนและรุนแรงยิ่งขึ้นในเดือนกรกฎาคม นับว่าเป็นการระบาดระลอกใหญ่ที่สุด โดยมีจำนวนผู้เสียชีวิตสะสมจนถึงปัจจุบันกว่า 1.9 หมื่นคน และมีจำนวนผู้ติดเชื้อแล้วกว่า 1.9 ล้านคน (รูปที่ 3) อย่างไรก็ตาม อัตราการหาตรวจเชื้อที่ต่ำกว่าเกณฑ์ และอัตราการพบเชื้อ (positive rate) ที่ยังสูงกว่าปกติ ทำให้คาดการณ์ได้ว่าไทยอาจมีจำนวนผู้ติดเชื้อโควิด-19 จริงสูงกว่าที่มีการตรวจพบหลายเท่าตัว สถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด-19 จึงอาจดำเนินอยู่ต่อไป และมีความเสี่ยงที่จะเพิ่มสูงขึ้นหลังมีการผ่อนคลายข้อจำกัดต่างๆ เนื่องจากจำนวนผู้ได้รับวัคซีนครบจำนวนโดส (2 เข็ม) ทั่วประเทศ (full vaccination rate) ยังคงอยู่เพียงราว 47% ของประชากร (ณ วันที่ 1 พฤศจิกายน 2021) และจากประสบการณ์ในต่างประเทศที่มีอัตราการฉีดวัคซีนสูงกว่านี้ก็ยังมีความเสี่ยงที่จะเกิดการระบาดรอบใหม่ได้อีก อย่างไรก็ตาม อัตราการฉีดวัคซีนที่สูงขึ้นเป็นลำดับจะช่วยลดความเสียหายและแรงกดดันต่อระบบสาธารณสุขได้ โดยปัจจุบันมีเพียงกรุงเทพมหานครและจังหวัดภูเก็ตเท่านั้นที่สามารถฉีดวัคซีนครบจำนวนโดสเกินกว่า 70% ของประชากร ทั้งนี้ KKP Research มองว่า ด้วยอัตราการฉีดวัคซีนที่เริ่มเพิ่มสูงขึ้นตั้งแต่เดือนกันยายน ภายในสิ้นปีนี้ ไทยจะมีอัตราการรับวัคซีนครบจำนวนโดสราว 60% ของประชากร และสามารถฉีดวัคซีนครบจำนวนโดสถึงระดับ 70-80% ประชากรภายในไตรมาส 1 ของปี 2022 (รูปที่ 4)

รูปที่ 3 ไทยมีจำนวนผู้ติดเชื้อสะสมแล้วกว่า 1.9 ล้านคน



ที่มา: Department of Disease Control, KKP Research estimates

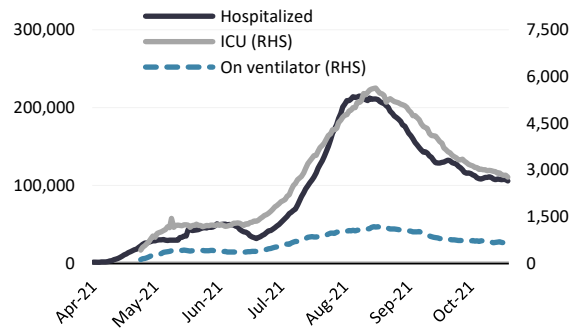
รูปที่ 4 ไทยจะสามารถฉีดวัคซีนครบจำนวนโดสได้ครบ 70-80% ของประชากรภายในไตรมาส 1 ของปี 2022



ที่มา: Department of Disease Control, KKP Research

KKP Research ประเมินว่าไทยจะไม่กลับไปปิดประเทศอีก การเปิดประเทศต้อนรับนักท่องเที่ยวเป็นการปรับเปลี่ยนด้านนโยบายไปสู่การอยู่ร่วมกับโควิด-19 (Living with Covid) เช่นเดียวกับประเทศอื่นที่พึ่งพาเศรษฐกิจภาคบริการและภาคการท่องเที่ยวในระดับสูง ทั้งนี้ นักท่องเที่ยวที่จะสามารถเดินทางเข้าประเทศได้จำเป็นต้องได้รับวัคซีนครบจำนวนโดสแล้ว และยังมีผลตรวจเชื้อทั้งก่อนและหลังการเดินทาง จึงอาจพอประเมินได้ว่าการเปิดรับนักท่องเที่ยวกลุ่มดังกล่าวจะไม่ได้เพิ่มความเสี่ยงของโควิด-19 มากไปกว่าสถานการณ์การแพร่ระบาดในประเทศในปัจจุบันมากนัก แม้ว่าจะมีความเสี่ยงในการระบาดของเชื้อสายพันธุ์ใหม่อยู่บ้าง ในขณะที่เป้าหมายทางสาธารณสุขขยับออกจากการกักจำนวนผู้ติดเชื้อ (infection rate) ไปสู่การคงความสามารถของสถานพยาบาล (hospitalization capacity) ในการรองรับผู้ป่วยอาการหนักที่มีแนวโน้มจะลดน้อยลงเป็นลำดับตามอัตราการได้รับวัคซีนของประชากรที่เพิ่มขึ้น (รูปที่ 5) ทั้งนี้ ยังมีความจำเป็นในการออกแบบมาตรการในการลดความเสี่ยงในการแพร่ระบาด การตรวจหาเชื้อ การเฝ้าระวังเชื้อสายพันธุ์ใหม่ การแยกผู้ติดเชื้อ และมาตรการรับมือกรณีการระบาดมีความรุนแรงจนสร้างความเสี่ยงต่อศักยภาพในการรักษาพยาบาล

รูปที่ 5 จำนวนผู้ป่วยอาการหนักมีแนวโน้มลดลงเป็นลำดับ



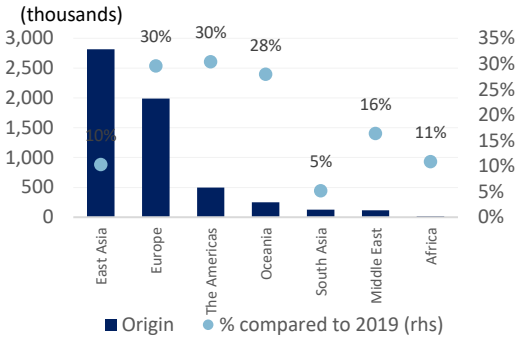
ที่มา: Department of Disease Control, KKP Research

3 ปัจจัยสำคัญกำหนดทิศทางเศรษฐกิจปี 2022

1) ท่องเที่ยวจะยังไม่ฟื้นตัวตลอดครึ่งปีแรก

KKP Research คาดการณ์จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ 5.8 ล้านคนในปี 2022 โดยมองว่าการฟื้นตัวจะค่อนข้างจำกัดตลอดช่วงครึ่งปีแรก และจะทยอยกลับมาคึกคักได้ในช่วงครึ่งปีหลังซึ่งเริ่มเข้าสู่ฤดูกาลท่องเที่ยวของชาวต่างชาติ โดยนักท่องเที่ยวจากยุโรป อเมริกา และเอเชียเนียบ มีแนวโน้มจะฟื้นกลับมาเร็วกว่านักท่องเที่ยวเอเชียที่เคยคิดเป็นถึง 75% ของนักท่องเที่ยวหลักที่เข้ามายังไทย (รูปที่ 6) ขณะที่ภาคการท่องเที่ยวจะต้องใช้เวลาฟื้นตัวกระทั่งปี 2024 กว่าที่จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะกลับมาอยู่ที่ระดับใกล้เคียงกับช่วงก่อนโควิด จากเหตุผล 3 ประการ

รูปที่ 6 นักท่องเที่ยวจากยุโรป อเมริกา และเอเชียเนียบ มีแนวโน้มจะฟื้นกลับมาเร็วกว่านักท่องเที่ยวเอเชีย



ที่มา: TAT, KKP Research estimates

ประการแรก ประเทศนักท่องเที่ยวหลักของไทยในฝั่งเอเชียยังคงมีนโยบายปิดประเทศอยู่ ในภาวะปกติก่อนสถานการณ์โควิด-19 นักท่องเที่ยวเอเชีย (อาเซียน เอเชียตะวันออก และเอเชียใต้) มีจำนวนถึง 30 ล้านคนจากนักท่องเที่ยวต่างประเทศทั้งหมด 40 ล้านคน อย่างไรก็ตาม นโยบายควบคุมการติดเชื้อที่เข้มงวดของชาติต่าง ๆ ส่วนใหญ่ในเอเชีย ส่งผลให้ประเทศต้นทางหลักของนักท่องเที่ยวเอเชียที่เข้ามาในไทยยังคงมีนโยบายปิดประเทศต่อการท่องเที่ยว ซึ่งหมายถึงความยุ่งยากที่เพิ่มขึ้นของ

รูปที่ 7 ประเทศนักท่องเที่ยวหลักของไทยในฝั่งเอเชียยังคงมีนโยบายปิดประเทศอยู่

Rank	Country/Territories	Tourist Arrivals (2019, millions)	Share of total arrivals	Border policy on fully-vaccinated tourists	Allowed unrestricted travel to Thailand?
1	China	11.0	28%	Closed to tourism	No
2	Europe (ex. Russia, UK)	4.2	11%	Open to 19 countries/territories with PCR test	Yes, with restrictions
3	Malaysia	4.2	11%	Closed to tourism	No
4	India	2.0	5%	Closed to tourism	No
5	Korea	1.9	5%	Closed to tourism	No
6	Laos	1.9	5%	Closed to tourism	No
7	Japan	1.8	5%	Closed to tourism	No
8	Russia	1.5	4%	Open to 70 countries/territories with PCR test	No
9	USA	1.2	3%	Open	Yes, but advised to 'Avoid' (Very High Risk)
10	Singapore	1.1	3%	Open to 15 countries/territories	No
11	Vietnam	1.0	3%	Closed to tourism	No
12	Hong Kong	1.0	3%	Hotel Quarantine	Hotel quarantine when return
13	United Kingdom	1.0	2%	Open to fully-vaccinated visitors, except 9 countries	Yes
14	Cambodia	0.9	2%	Closed to tourism	No
15	Taiwan	0.8	2%	Closed to tourism	No

ที่มา: TAT, Immigration and Health authorities as surveyed by KKP Research (as of 19 October 2021)

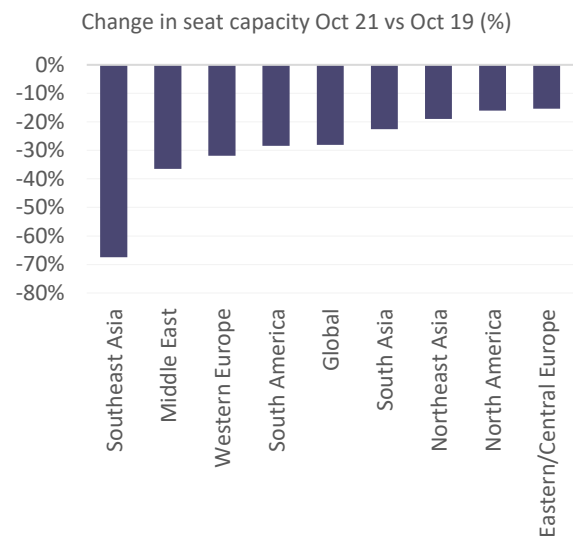
นักท่องเที่ยวเหล่านี้ที่อาจจำเป็นต้องกักตัวในสถานที่ที่กำหนดเมื่อเดินทางกลับจากไทยไปยังประเทศตนเอง ส่งผลให้นักท่องเที่ยวเอเชียจะยังเลือกเดินทางท่องเที่ยวในประเทศเป็นหลัก

ในปัจจุบัน สิบประเทศหรือดินแดนต้นทางหลักในเอเชียที่มีนักท่องเที่ยวที่เข้ามายังไทยล้วนยังปิดประเทศต่อการท่องเที่ยวทั้งหมด ขณะที่สิงคโปร์เริ่มผ่อนคลายการเดินทางจาก 15 ประเทศหรือดินแดน แต่ยังคงไม่อนุญาตให้มีการเดินทางเพื่อการท่องเที่ยวจากไทย (รูปที่ 7) ในทางกลับกัน แม้ประเทศในยุโรปและอเมริกาเหนือจะเริ่มผ่อนคลายมาตรการเข้าออกประเทศเพื่อการท่องเที่ยวไปบ้างแล้ว แต่หลายประเทศยังคงจัดให้ไทยอยู่ในกลุ่มประเทศ “เสี่ยงสูง” และไม่แนะนำให้พลเมืองของตนเองเดินทางมายังไทยในระยะนี้ อย่างไรก็ตาม KKP Research เชื่อว่าข้อจำกัดเหล่านี้จะได้รับการผ่อนคลายเมื่อมีการฉีดวัคซีนเพิ่มขึ้น และสถานการณ์การติดเชื้อปรับตัวดีขึ้น

ประการที่สอง นักท่องเที่ยวจีนจะยังไม่กลับมาไทยกระทั่งปลายปีหน้า นับตั้งแต่การอุบัติของโควิด-19 ในเมืองอู่ฮั่น ทางกรจีนได้ใช้นโยบายกีดกันจำนวนผู้ติดเชื้อเป็นศูนย์ (Zero Covid) อย่างเข้มข้น ซึ่งรวมถึงการปิดพรมแดน ปิดรับการท่องเที่ยวทั้งขาเข้าและขาออกประเทศ โดยจีนมองว่าด้วยกำลังซื้อของนักท่องเที่ยวจีนที่เดินทางในต่างประเทศที่มีมหาศาลจะสามารถผันกลับมาเสริมสร้างการหมุนเวียนเศรษฐกิจภายในประเทศและนำมาพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานและสิ่งอำนวยความสะดวกด้านการท่องเที่ยวในจีนได้ ทั้งนี้ KKP Research ประเมินว่าทางการจีนจะยังคงมาตรการเข้าออกเมืองที่เข้มงวดต่อไปตลอดครึ่งปีแรกของปีหน้า โดยในช่วงต้นปีจะมีงานสำคัญเกิดขึ้นในกรุงปักกิ่ง 2 งาน ได้แก่ มหกรรมกีฬาโอลิมปิกฤดูหนาว (Winter Olympics 2022) ในเดือนกุมภาพันธ์ และการประชุมสภาประชาชนแห่งชาติ (National People’s Congress) ที่จะจัดขึ้นเป็นประจำทุกปีในเดือนมีนาคม นอกจากนี้ ในไตรมาส 4 ของปี 2022 จะยังมีการประชุมใหญ่ของพรรคคอมมิวนิสต์จีน (20th National Congress of Chinese Communist Party) ที่คาดกันว่าจะเป็นการประชุมเพื่อขยายวาระประธานาธิบดี Xi Jinping เป็นสมัยที่สาม ทางกรจีนจึงมีแนวโน้มจะยังคงมาตรการเข้าออกเมืองที่ยังเข้มข้นต่อไป เพื่อไม่ให้เกิดการแพร่ระบาดของระลอกใหม่ที่จะกระทบต่อสาธารณสุข ชื่อเสียงของประเทศ และอาจส่งผลต่อเนื่องในเชิงการเมืองได้ ด้วยเหตุผลดังกล่าว KKP Research มองว่าการผ่อนคลายมาตรการเข้าเมืองของจีนอาจเริ่มต้นในช่วงกลางปี แต่จะเป็นไปอย่างระมัดระวังและค่อยเป็นค่อยไป และกว่าที่นักท่องเที่ยวจีนจะกลับมาเที่ยวไทยจะอยู่ในช่วงปลายปีไปแล้ว

ประการที่สาม การเดินทางโดยเครื่องบินยังเป็นอุปสรรคสำคัญ นับตั้งแต่การแพร่ระบาดของโควิด-19 ธุรกิจสายการบินประสบภาวะขาดทุนและมีมูลหนี้เพิ่มขึ้นสะสมกว่า 2 แสนล้านเหรียญสหรัฐฯ ขณะที่ IATA (2021) คาดการณ์ว่าอาจต้องใช้เวลาราว 1 ทศวรรษกว่าที่ธุรกิจการบินจะมีมูลหนี้ลดลงไปอยู่ในระดับเดิมก่อนโควิด-19 ภาวะการเงินที่ย่ำแย่ส่งผลให้สายการบินต่าง ๆ จำเป็นต้องปรับลดเส้นทางบินลง โดยเฉพาะเส้นทางบินระยะไกล (long-haul flights) ที่มีแนวโน้มจะขาดทุนสูงจากการเดินทางทางธุรกิจ (business travel) ที่เคยเป็นแหล่งรายได้ที่สำคัญหดหายไป ขณะที่ราคาน้ำมันที่ถีบตัวสูงขึ้นจากการดึงตัวของอุปทานน้ำมันโลกจะกระทบต่อต้นทุนของเที่ยวบินในสัดส่วนที่สูงกว่าเที่ยวบินระยะสั้น ดังนั้น แม้นักท่องเที่ยวระยะไกลจากประเทศในฝั่งยุโรปและอเมริกาจะมีแนวโน้มฟื้นตัวเร็วกว่านักท่องเที่ยวในฝั่งเอเชียจากมาตรการเปิดประเทศที่ผ่อนคลายมากขึ้น แต่ด้วยเส้นทางบินระยะไกลที่จะถูกปรับลดลงไปอย่างมากจะส่งผลให้นักท่องเที่ยวจำนวนหนึ่งหายไป ด้วยเหตุผลด้านอุปทาน นอกจากนี้ จากข้อมูลล่าสุดในเดือนตุลาคมพบว่าจำนวนที่นั่ง (seat capacity) ในเที่ยวบินที่ขึ้น-ลงใน

รูปที่ 8 จำนวนที่นั่งบนเที่ยวบินเส้นทางอาเซียนหดตัวหนักกว่าเส้นทางบินอื่นทั่วโลก



ที่มา: Schedules Analyzer

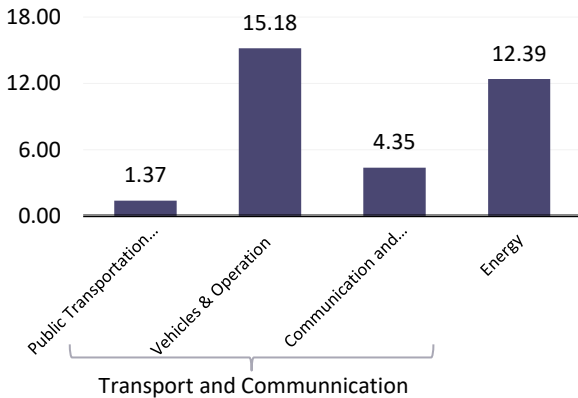
อาเซียนยังคงหดตัวหนักกว่าเส้นทางบินอื่นทั่วโลก โดยหายไปถึง 68% จากช่วงก่อนโควิด-19 (รูปที่ 8) ขณะที่สนามบินในอาเซียนที่เคยติด 20 อันดับสนามบินที่คับคั่งที่สุดในช่วงก่อนโควิด-19 ถึง 4 แห่ง ได้แก่ จากท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ กรุงเทพฯ และท่าอากาศยานภูเก็ต กลับไม่ติด 20 อันดับแรกเลยแม้แต่แห่งเดียว ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า อาเซียนอาจเป็นจุดหมายปลายทางแห่งท้าย ๆ ที่จะฟื้นกลับมาเป็นปกติในแง่ของกิจกรรมการบินระหว่างประเทศ

นอกจากนี้ ในระยะแรก นักท่องเที่ยวอาจจะระมัดระวังในการเดินทางในเส้นทางบินระยะไกลที่เพิ่มความเสี่ยงจากการติดเชื้อ ดังนั้น การฟื้นตัวของการท่องเที่ยวต่างประเทศของไทยจำเป็นต้องเริ่มจากการกลับมาเป็นปกติของเส้นทางบินในระยะใกล้ ๆ ก่อน

2) เงินเพื่อมีความเสี่ยงปรับสูงขึ้น แม้เศรษฐกิจยังไม่ฟื้น

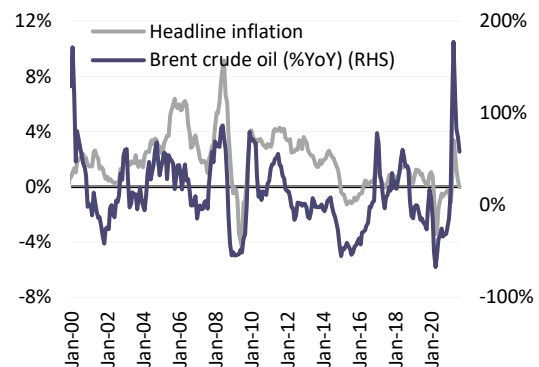
ราคาน้ำมันมีแนวโน้มสูงขึ้นต่อเนื่องกระทบค่าครองชีพ อัตราเงินเฟ้อและการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ ราคาน้ำมันดิบ (Brent) ที่เพิ่มขึ้นในระดับ 85 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรลเป็นผลมาจากกำลังการผลิตน้ำมันที่เร่งขึ้นไม่ทันอุปสงค์โลกที่เริ่มฟื้นตัวในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว ขณะที่ในระยะต่อไปราคาน้ำมันอาจมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับสูงจากแนวโน้มการลดการปล่อยคาร์บอนและพันธสัญญาในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกเป็นศูนย์ (Net Zero Emissions) ที่ส่งผลให้ผู้ผลิตน้ำมันชะลอการลงทุนเพิ่มกำลังการผลิต ซึ่งแตกต่างจากวิกฤตราคาน้ำมันครั้งก่อน ๆ ที่เมื่อราคาน้ำมันโลกปรับเพิ่มสูงขึ้นมากจะสร้างแรงจูงใจให้ผู้ผลิตน้ำมันเร่งการผลิตเพิ่มมากขึ้นและทำให้ราคาน้ำมันและพลังงานปรับลดลง ทั้งนี้ ราคาพลังงานคิดเป็นถึง 12-13% ของตะกร้าสินค้าและบริการของไทย (รูปที่ 9) และยังมีผลต่อเนื่องไปยังค่าขนส่งและราคาสินค้าและบริการอื่น ๆ โดย KKP Research พบว่าอัตราเงินเฟ้อของไทยมีความสัมพันธ์ในระดับสูงกับราคาน้ำมันดิบโลก (รูปที่ 10) และการเพิ่มขึ้นทุก 10% ของราคาน้ำมันจะส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อของไทยเพิ่มขึ้นราว 0.5%

รูปที่ 9 ราคาพลังงานคิดเป็นถึง 12-13% ของตะกร้าสินค้าและบริการของไทย



ที่มา: Ministry of Commerce, KKP Research

รูปที่ 10 อัตราเงินเฟ้อของไทยมีความสัมพันธ์ในระดับสูงกับราคาน้ำมันดิบโลก



ที่มา: MoC, Bloomberg, KKP Research

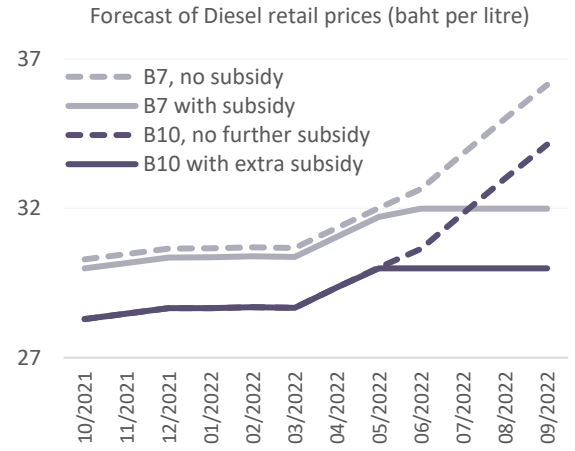
KKP Research คาดอัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยจะอยู่ที่ 1.6% ตลอดปี 2022 แต่เงินเฟ้อและสถานะกองทุนน้ำมันยังมีความเสี่ยง การปรับตัวขึ้นของอัตราเงินเฟ้อเป็นไปตามภาวะเศรษฐกิจที่เริ่มฟื้นตัว ฐานที่ต่ำ และราคาน้ำมันที่ปรับสูงขึ้น อย่างไรก็ตามหากราคาน้ำมันดิบโลกยังคงอยู่สูงต่อเนื่อง จะมีความเสี่ยงที่อัตราเงินเฟ้อจะสูงกว่าที่ประเมินไว้และเข้าใกล้ระดับ 2% หรือสูงที่สุดนับตั้งแต่ปี 2014 นอกจากนี้กองทุนน้ำมันที่ปัจจุบันยังคงอุดหนุนราคาน้ำมันดีเซลและราคา LPG อยู่อาจขาดสภาพคล่องและรัฐจำเป็นต้องกู้เงินเพื่ออุดหนุนเพิ่มเติม หรืออาจต้องลอยตัวราคาน้ำมันในที่สุด ในกรณีที่ราคาน้ำมันดิบโลกแตะ 100 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อบาร์เรล หากต้องมีการยกเลิกการอุดหนุนและปล่อยให้มีการลอยตัวราคาน้ำมัน ราคาน้ำมันดีเซล B7 อาจพุ่งสูงขึ้นแตะ 36 บาทต่อลิตร (รูปที่ 11) ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่อาจส่งผลกระทบต่อภาคการคลังเงินเฟ้อในอนาคต และมีการปรับราคาสินค้าและค่าจ้างขึ้นอย่างรวดเร็ว (wage-price spiral) ในภาวะที่อุปสงค์ในประเทศยังไม่ฟื้นตัวดีเป็นปกติ จนอาจสร้างความเสี่ยง “เงินเฟ้อสูง เศรษฐกิจแย่” หรือ stagflation risk ครั้งใหม่ได้

ราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้นยังส่งผลให้ดุลบัญชีเดินสะพัดขาดดุลมากขึ้นและเงินบาทยังมีแนวโน้มอ่อนค่าอย่างน้อยในช่วงครึ่งแรกของปี ไทยเป็นประเทศผู้นำเข้าน้ำมันสุทธิ โดยในช่วงก่อนโควิด-19 ไทยนำเข้าน้ำมันดิบเทียบเท่าประมาณ 6% ของ GDP ขณะที่ส่งออกน้ำมันสำเร็จรูปเพียง 1-2% ของ GDP ราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้นจึงส่งผลกระทบต่อดุลบัญชีเดินสะพัดไทย KKP Research ประเมินว่าจากนักท่องเที่ยวที่ยังไม่สามารถกลับมาได้และค่าขนส่งสินค้าที่อยู่ในระดับสูงจะทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยในปี 2022 ยังคงขาดดุลอย่างน้อยในช่วงครึ่งแรกของปี ซึ่งอาจกดดันให้เงินบาทมีโอกาสอ่อนค่าต่อเนื่อง และส่งผ่านผลกระทบเพิ่มเติมต่ออัตราเงินเฟ้อ

ในทางกลับกัน แม้ไทยจะเป็นผู้ส่งออกสินค้าเกษตรสุทธิ ซึ่งโดยปกติราคาสินค้าเกษตรโดยเฉพาะราคายางจะเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกับราคาน้ำมัน อย่างไรก็ตาม ราคาสินค้าเกษตรในปัจจุบันเริ่มมีทิศทางชะลอลงสวนทางกับราคาน้ำมัน (รูปที่ 12) จึงไม่อาจช่วยบรรเทาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดได้

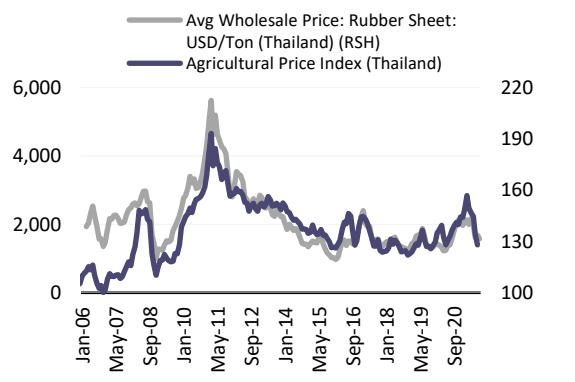
ภาคธุรกิจได้รับผลกระทบจากต้นทุนประกอบการที่สูงขึ้น นอกจากการใช้จ่ายภาครัฐจะถูกระงับแล้ว ราคากำลังงานและวัตถุดิบที่เพิ่มสูงขึ้นยังเป็นต้นทุนสำคัญของภาคธุรกิจที่ยังมีงบดุลอ่อนแอมามากจากวิกฤตโควิด-19 ซึ่งอำนาจต่อรองและความสามารถในการส่งผ่านภาระต้นทุนมีแตกต่างกันไปในแต่ละอุตสาหกรรม โดย KKP Research ประเมินว่า ธุรกิจหรืออุตสาหกรรมที่อยู่ต้นน้ำ (upstream sectors) จะสามารถส่งผ่านภาระต้นทุนเพื่อรักษาส่วนต่างกำไร (profit margin) ได้ดีกว่าธุรกิจที่อยู่ปลายน้ำ (downstream sectors) ที่ยังถูกกดดันจากอุปสงค์ที่ซบเซาซึ่งอ่อนแอตามภาวะเศรษฐกิจ (รูปที่

รูปที่ 11 ราคาน้ำมันดีเซล B7 อาจพุ่งสูงขึ้นเป็น 36 บาทต่อลิตร หากไม่มีการอุดหนุนราคาน้ำมัน



ที่มา: EPPD, KKP Research estimates

รูปที่ 12 ราคาสินค้าเกษตรในปัจจุบันเริ่มมีทิศทางชะลอลง



ที่มา: BoT

13) นอกจากนี้ ธุรกิจปลายน้ำยังอาจมีความเสี่ยงจากมาตรการควบคุมราคาสินค้าของภาครัฐเพิ่มเติม ส่งผลให้ธุรกิจปลายน้ำต้องแบกรับภาระต้นทุนและมีส่วนต่างกำไรที่ลดลง

รูปที่ 13 ธุรกิจต้นน้ำสามารถส่งผ่านภาระต้นทุนจากราคาน้ำมันได้ดีกว่าธุรกิจที่อยู่ปลายน้ำ

Producer Price Index (%YoY)	PPI	PPI Petroleum products
Energy	0.0306	0.2566
Materials	0.1942	0.1788
Industrials	0.3633	0.2286
Consumer Discretionary	-0.3133	-0.2215
Consumer Staples	0.0261	-0.073
Health Care	0.2529	0.2373
Information Technology	-0.2719	-0.0527
Communication Services	0.241	-0.1358
Utilities	-0.3019	0.1532
Real Estate	0.3201	0.0205

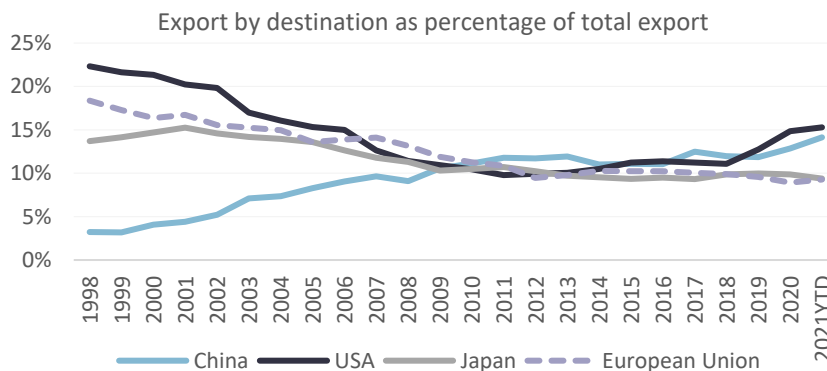
ที่มา: MoC, Bloomberg, KKP Research estimates

3) เศรษฐกิจจีนเสี่ยงชะลอตัว ห่วงเศรษฐกิจไทย

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มแผ่วลง แม้ว่าเศรษฐกิจจีนจะฟื้นตัวได้เร็วจากการแพร่ระบาดของโควิด-19 และเป็นเศรษฐกิจหลักเดียวของโลกที่รอดพ้นจากภาวะเศรษฐกิจซบเซาในปีที่แล้ว แต่ปัญหาการขาดแคลนพลังงานที่จะมาช่วยสนับสนุนกิจกรรมในภาคการผลิต การขาดแคลนตู้ขนส่งที่ส่งผลต่อเนื่องให้สินค้าคงคลังเพิ่มสะสมมากขึ้นและภาคธุรกิจเริ่มขาดแคลนสภาพคล่อง รวมถึงวิกฤตในภาคอสังหาริมทรัพย์ โดยเฉพาะในกรณีของ Evergrande ซึ่งสะท้อนถึงการกู้หนี้ยืมสินเกินความสามารถ ส่งให้ภาคอสังหาริมทรัพย์ที่นับเป็นกว่า 14% ของ GDP และอาจจะสูงถึง 28% ของ GDP หากนับรวมภาคเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องอื่น ๆ มีโอกาสชะลอตัว จุดเศรษฐกิจจีนให้ชะลอตัวลงได้ โดยล่าสุดในไตรมาส 3 ขยายตัวได้เพียง 4.9% ต่ำกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ ขณะที่ Bank of America ปรับประมาณการการเติบโตของเศรษฐกิจจีนในปี 2022 ลงเหลือเพียง 4.0% จากความคาดหวังที่ลดลงที่จะเห็นธนาคารกลางจีน (People's Bank of China) ผ่อนคลายนโยบายการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพและทันที่

การชะลอตัวของเศรษฐกิจจีนจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ เนื่องจากเศรษฐกิจภาคต่างประเทศของไทยพึ่งพาจีนในระดับสูง โดยการส่งออกสินค้าพึ่งพาดตลาดจีนสูงถึง 14% ของมูลค่าการส่งออกรวม หรือคิดเป็น 6% ของ GDP และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ สวนทางกับตลาดหลักนอกอาเซียนอื่น ๆ ที่มีสัดส่วนลดลง (รูปที่ 14) การชะลอตัวลงของเศรษฐกิจ

รูปที่ 14 การส่งออกไทยพึ่งพาดตลาดจีนเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง



ที่มา: Ministry of Commerce, KKP Research

จีนจึงกระทบต่อภาคการส่งออกของไทย โดยเฉพาะสินค้าเกษตร สินค้าแปรรูป และสินค้าชั้นกลาง ที่ไทยส่งออกไปจีนในสัดส่วนสูง ในระยะต่อไป ความเสี่ยงในด้านที่เกี่ยวข้องกับเศรษฐกิจจีนจะยังมีอยู่ จากการปรับเปลี่ยนนโยบายเชิงโครงสร้างของทางการจีน (1) ให้ภาคการผลิตจีนสามารถพึ่งพาตนเองได้ทั้งในด้านวัตถุดิบและเทคโนโลยีเพื่อลดผลกระทบจากความขัดแย้งกับสหรัฐอเมริกา (2) สนับสนุนให้การบริโภคภายในประเทศมีส่วนมากขึ้นแทนที่การลงทุน สอดคล้องกับนโยบาย “เศรษฐกิจหมุนเวียนคู่ขนาน” (Dual Circulation) ซึ่งอาจทำให้เศรษฐกิจจีนชะลอตัวลงในระยะเปลี่ยนผ่าน และ (3) ส่งเสริม “ความมั่งคั่งร่วมกัน” (Common Prosperity) ที่อาจกระทบต่อความมั่นใจของภาคธุรกิจจีนและธุรกิจต่างชาติที่ลงทุนในจีนในแง่การคุ้มครองสิทธิในทรัพย์สินของภาคเอกชน นอกจากนี้ ความเสี่ยงต่อการแพร่ระบาดของโควิด-19 ยังคงมีอยู่ และด้วยนโยบายกีดกันโควิด-19 ให้เป็นศูนย์ การปิดเมืองและการปิดกั้นการเดินทางอาจจำเป็นต้องนำมาใช้อีกครั้งหากการระบาดระลอกใหม่ไม่สามารถควบคุมให้อยู่ในวงจำกัดได้

จับตาท่าทีแบงก์ชาติ

KKP Research ประเมินว่า กนง. จะคงดอกเบี้ยนโยบายที่ 0.5% ในปีหน้า และมีโอกาสจะปรับขึ้นดอกเบี้ยในช่วงครึ่งแรกของปี 2023 ด้วยภาวะเศรษฐกิจไทยที่ยังฟื้นตัวช้า คณะกรรมการนโยบายการเงินมีแนวโน้มจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ในระดับปัจจุบันจนกว่าภาคการท่องเที่ยวและเศรษฐกิจไทยจะเริ่มมีสัญญาณฟื้นตัวชัดเจนในช่วงปลายปีหน้า อย่างไรก็ตาม แม้อัตราเงินเฟ้อจะปรับเพิ่มสูงขึ้นจากปัญหาอุปทานขาดแคลน (supply-push inflation) เป็นสำคัญ และบางฝ่ายมองว่าเป็นเพียงปัจจัยชั่วคราว (transitory) แต่แนวโน้มของการคลี่คลายด้านอุปทานที่อาจใช้เวลานานกว่าในอดีต ไม่ว่าจะด้วยภาวะการลดโลกร้อนหรือการแบ่งแยกห่วงโซ่อุปทานระหว่างสหรัฐฯ และจีน (US-China decoupling) รวมถึงเงินบาทที่มีแนวโน้มอ่อนค่าและผันผวนจากการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในช่วงครึ่งปีแรก อาจส่งผลให้ราคาสินค้าและบริการปรับตัวสูงขึ้นเร็วได้ในบางช่วง และมีการคาดการณ์เงินเฟ้อที่เพิ่มมากขึ้น (inflationary expectation) จึงเป็นที่น่าจับตาว่าคณะกรรมการนโยบายการเงินจะมีมุมมองต่อทิศทางเงินเฟ้อและการดำเนินนโยบายการเงินอย่างไร การขึ้นอัตราดอกเบี้ยเร็วเกินไปอาจทำให้การฟื้นตัวของเศรษฐกิจหยุดชะงัก หรือหากขึ้นอัตราดอกเบี้ยช้าเกินไปก็อาจทำให้การคาดการณ์เงินเฟ้อก่อตัวสะสม ซึ่งจะยิ่งทำให้ประสิทธิภาพของนโยบายการเงินลดลงไปและจำเป็นต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยแรงขึ้น

อย่างไรก็ตาม มีโอกาสที่ กนง. อาจปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงปลายปี 2022 ได้ หากธนาคารกลางสหรัฐฯ ปรับขึ้นดอกเบี้ยเร็ว หรือเงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น หรือการท่องเที่ยวฟื้นตัวเร็วกว่าคาด หากประเมินด้วยมิติของคณะกรรมการนโยบายการเงินในระยะที่ผ่านมาที่เน้นย้ำถึงการรักษาเสถียรภาพด้านการเงินและแสดงความกังวลต่อปัญหานี้ครัวเรือนที่เพิ่มสูงขึ้น มีความเป็นไปได้ที่ กนง. จะทยอยขึ้นดอกเบี้ยตั้งแต่ระยะเริ่มแรกของการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง หากคณะกรรมการนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ (FOMC) ตัดสินใจเริ่มขึ้นดอกเบี้ยภายในช่วงครึ่งหลังของปี หรือการท่องเที่ยวกลับมาฟื้นตัวเร็วกว่าที่ประมาณการเดิม

สำหรับเศรษฐกิจในปี 2022 ในภาพรวม จากปัจจัยสนับสนุนทั้งนโยบายการเปิดเศรษฐกิจ การเปิดประตูต้อนรับนักท่องเที่ยว และการฉีดวัคซีนที่เพิ่มมากขึ้น KKP Research โดยเกียรตินาคินภัทร ประเมินว่าปัจจัยเหล่านี้จะส่งผลให้เศรษฐกิจไทยเริ่มฟื้นตัวจากวิกฤติโควิด-19 ที่ส่งผลกระทบต่อการใช้จ่ายและภาวะการเงินของครัวเรือนและธุรกิจมากกว่า 2 ปี แต่การฟื้นตัวจะเป็นไปอย่างค่อยเป็นไปจากเศรษฐกิจโลกและพรมแดนที่ยังไม่เปิดเต็มที่ ขณะที่อุปทานยังตึงตัว ซึ่งอาจส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นในภาวะที่เศรษฐกิจไทยยังไม่ฟื้นตัวดีและยังขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในช่วงครึ่งปีแรก และยังมีความเสี่ยงเพิ่มเติมจากการขึ้นดอกเบี้ยของสหรัฐฯ และการชะลอตัวของเศรษฐกิจจีน ที่จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจไทยได้