

June 15, 2022

# KKP Research



ทำไมเงินเฟ้อจะสูงกว่าที่ตลาดคาดและทำให้  
“เศรษฐกิจไทยซึ่มยาว” ? (ตอนที่ 1)

ผู้เขียน

ลัทธิศักดิ์ ลากอุดมการ

นักวิเคราะห์

## KKP Research โดยกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร

พิพัฒน์ เหลืองนฤมิตชัย

ผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการ

หัวหน้านักเศรษฐศาสตร์ และหัวหน้าฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์

ลัทธิศักดิ์ ลากอุดมการ

นักวิเคราะห์

เคนเน็ท โดแนลด์ นิลเว

นักวิเคราะห์

วรเทพ วงศ์วิริยะสิทธิ์

นักวิเคราะห์

อารยา กาญจนะคช

นักวิเคราะห์

บุรกร กิพยสกุลชัย

นักวิเคราะห์

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ทั้งนี้ขอคิดเห็นที่ปรากฏเป็นความคิดเห็นของฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์ไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร เว้นแต่จะได้แจ้งไว้และขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงข้อมูลและความคิดเห็นโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

# KKP Research

June 15, 2022

# ทำไมเงินเฟ้อจะสูงกว่าที่ตลาดคาดและทำให้ “เศรษฐกิจไทยซบเซา” ? (ตอนที่ 1)



## KEY TAKEAWAYS:

- KKP Research โดยเกียรตินาคินภัทรประเมินว่า มีโอกาสสูงที่เงินเฟ้อไทยและโลกจะค้างอยู่ในระดับที่สูงกว่าในทศวรรษก่อนทั้งในระยะสั้นและระยะยาวจากปัจจัยเชิงโครงสร้างที่เปลี่ยนแปลงไป และจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยอย่างมาก โดยปรับประมาณการตัวเลขเงินเฟ้อปี 2022 เป็น 6.6% และปี 2023 เป็น 3.1% ในขณะที่คาดว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้น 3 ครั้งในปีนี้ และขึ้นอีก 4 ครั้งในปี 2023
- เงินเฟ้ออาจไม่จบลงเร็วอย่างที่คาด สถานการณ์ปัจจุบันคล้ายคลึงกับช่วงภาวะ Stagflation ปี 1972 – 1983 จากปัจจัยสำคัญ คือ 1) นโยบายการเงินอยู่ในภาวะผ่อนคลายและมีความเสี่ยง Behind the curve 2) การส่งผ่านเงินเฟ้อระหว่างสินค้ายังไม่สิ้นสุด 3) ราคาน้ำมันที่เพิ่มสูงขึ้นจะส่งผลให้ทั้งราคาสินค้ากลุ่มอื่นและเงินเฟ้อคาดการณ์ปรับตัวสูงขึ้น
- KKP Research ประเมินว่าเศรษฐกิจกำลังจะเข้าสู่ภาวะ Stagflation ก่อนเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยช่วงปลายปี 2023 ถึงปี 2024 โดยในอดีตเกือบทุกครั้งที่ธนาคารกลางสหรัฐ ฯ ปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นแล้ว มักจะตามมาด้วยภาวะเศรษฐกิจถดถอยเสมอ ซึ่งประเทศไทยจะได้รับผลกระทบผ่านภาคการส่งออกและการท่องเที่ยว
- ปัจจัยเชิงโครงสร้างที่เคยกดดันให้เงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำกำลังเปลี่ยนทิศทาง คือ 1) โลกอาจกำลังผ่านจุดสูงสุดของยุคโลกาภิวัตน์ และต้นทุนการผลิตกำลังปรับตัวสูงขึ้น 2) แนวโน้มที่บริษัทจะกลับมาใช้อำนาจตลาดมากขึ้น 3) การเพิ่มขึ้นของ Dependency ratio จะกดดันให้เงินเฟ้อปรับตัวสูงขึ้น อัตราเงินเฟ้อที่เปลี่ยนทิศทางจะเพิ่มความท้าทายกับการเติบโตของเศรษฐกิจไทยในอนาคต จากอัตราดอกเบี้ยที่ต้องปรับขึ้นในภาวะที่หนี้ครัวเรือนอยู่ในระดับสูง

## ทำไมเงินเฟ้อจะสูงกว่าที่ตลาดคาดและทำให้ “เศรษฐกิจไทยซบเซา” ? (ตอนที่ 1)

บทความฉบับนี้เป็นหนึ่งในบทความชุด “ความเปราะบางของเศรษฐกิจไทยเมื่อกระแสโลกกำลังเปลี่ยนทิศทาง” ซึ่ง KKP Research โดยเกียรตินาคินภัทร ต้องการชี้ให้เห็นถึงเหตุการณ์ในปัจจุบันว่าจะเป็นจุดเปลี่ยนสำคัญของเศรษฐกิจไทยและต้องมีการเร่งปฏิรูปเศรษฐกิจระยะยาวโดยเร็ว ซึ่งไม่ใช่เกิดจากภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงเท่านั้น แต่เศรษฐกิจไทยยังเปราะบางต่อการเปลี่ยนแปลงของกระแสโลกมากขึ้น

ประเด็นสำคัญของเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาคงหนีไม่พ้นเรื่องของเงินเฟ้อที่กำลังปรับตัวสูงขึ้นทั่วโลก ซึ่งส่งผลให้ภาระค่าใช้จ่ายของประชาชนเพิ่มขึ้นมาก เช่นเดียวกัน อัตราเงินเฟ้อของไทยในเดือนล่าสุดเพิ่มสูงขึ้นเป็น 7.1% สูงกว่าตัวเลขที่นักวิเคราะห์ในตลาดและธนาคารแห่งประเทศไทยคาดการณ์ไว้มาก แม้ว่าธนาคารแห่งประเทศไทยซึ่งเป็นผู้ที่มีหน้าที่ดูแลเงินเฟ้อ จะแสดงความกังวลด้านเงินเฟ้อมากขึ้น แต่ในช่วงที่ผ่านมาจึงไม่มีการปรับขึ้นดอกเบี้ยเพื่อตอบสนองกับเงินเฟ้อจากการคาดการณ์ว่าเงินเฟ้อยังไม่ใช่ประเด็นที่น่ากังวลและเงินเฟ้อจะสามารถชะลอตัวลงมาได้เองในช่วงปลายปี KKP Research ประเมินว่าโครงสร้างของเศรษฐกิจโลกที่เปลี่ยนแปลงไปจะทำให้ปัญหาเงินเฟ้อไม่จบลงเร็ว ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยอย่างมาก โดยปรับประมาณการณตัวเลขเงินเฟ้อขึ้นเป็น 6.6% ในปีนี้ และ 3.1% ในปี 2023 และคาดว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 3 ครั้งในปีนี้ และขึ้นอีก 4 ครั้งในปี 2023

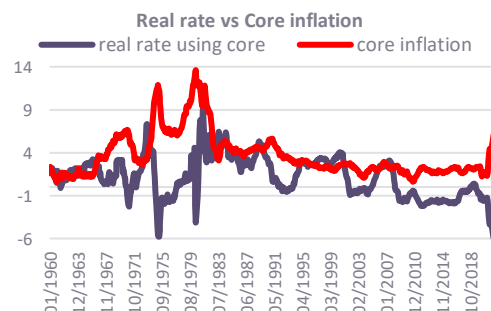
KKP Research วิเคราะห์ว่ามีโอกาสสูงที่เงินเฟ้อไทยและโลกจะค้างอยู่ในระดับสูงกว่าในทศวรรษก่อนทั้งในระยะสั้น และระยะยาว และจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยได้มากซึ่งเกิดจากสองส่วน คือ 1) ประสบการณ์ในอดีตกำลังบอกว่าในช่วง 1-3 ปีหลังจากนี้เศรษฐกิจโลกกำลังเผชิญความเสี่ยงที่จะเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยจากราคาสินค้าที่สูงขึ้นต่อเนื่อง หรือที่เรียกว่า ภาวะ Stagflation ซึ่งเศรษฐกิจไทยจะได้รับผลกระทบจากการส่งออกและการท่องเที่ยวที่ชะลอตัว 2) จากปัจจัยเชิงโครงสร้างที่อาจทำให้เงินเฟ้อค้างอยู่ในระดับสูงและอัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนทิศทางเป็นขาขึ้น จะส่งผลให้ภาระหนี้ของครัวเรือนเพิ่มขึ้นและการปล่อยกู้เพิ่มเติมทำได้ยากขึ้น ปัจจัยทั้งสองข้อจะทำให้เศรษฐกิจไทยได้รับผลกระทบรุนแรง ทั้งสองประเด็นเป็นปัจจัยที่สะท้อนว่าเศรษฐกิจไทยมีความเปราะบางกับการเปลี่ยนแปลงของโลกอย่างมาก

### สถานการณ์เงินเฟ้อน่ากังวลแค่ไหน

KKP Research ประเมินว่าสถานการณ์เงินเฟ้อในปัจจุบันถือว่ามีความเสี่ยงสูงและมีปัจจัยหลายอย่างที่คล้ายกับเหตุการณ์ Stagflation ที่ในช่วงทศวรรษ 1972 – 1983 ซึ่งอัตราเงินเฟ้อสหรัฐ ฯ พุ่งสูงขึ้นไปถึงเกิน 10% เทียบกับตัวเลขล่าสุดที่ 8.6% ในเดือนพฤษภาคม 2022 และในเวลานั้นนักเศรษฐศาสตร์เองก็ไม่มีใครคาดการณ์ว่าจะมีเงินเฟ้อสูงขึ้นต่อเนื่องยาวนานเช่นเดียวกับในปัจจุบัน โดยส่วนใหญ่คาดการณ์ว่าเงินเฟ้อเกิดจากปัจจัยด้านอุปทานเป็นหลัก เช่น การกลับมาผลิตสินค้าไม่ทัน หรือปัญหาสงคราม และจะสามารถปรับตัวลงได้เอง อย่างไรก็ตาม KKP Research ประเมินว่ามี 3 ข้อสังเกตที่สะท้อนถึงความน่ากลัวของเงินเฟ้อโลกที่อาจยืดเยื้อกว่าคาด คือ

1) นโยบายการเงินตอบสนองต่อปัจจัยทางเศรษฐกิจช้าที่สุด นับตั้งแต่ช่วงวิกฤติปี 1970 เมื่อเปรียบเทียบตัวเลขอัตราเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง พบว่ามีค่าห่างกันมากที่สุด นับตั้งแต่ช่วงปี 1972-1983 หรือหมายความว่าธนาคารกลางสหรัฐ ฯ มีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพื่อตอบสนองต่อเงินเฟ้อช้ามาก (รูปที่ 1) ซึ่งกระตุ้นให้เศรษฐกิจมีการขยายตัวต่อเนื่อง สะท้อนจากตลาดแรงงานอยู่ในภาวะตึงตัว อัตราการว่างงานอยู่ในระดับต่ำมาก ในขณะที่มีการจ้างงานใหม่เพิ่มขึ้นอย่าง

รูปที่ 1: ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงและเงินเฟ้อสูงสุดนับตั้งแต่ช่วงวิกฤติ Stagflation ครึ่งก่อน



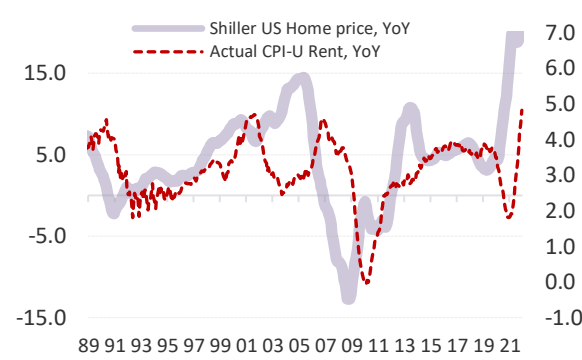
ที่มา: FRED, KKP Research

ทำไมเงินเฟ้อจะสูงกว่าที่ตลาดคาดและทำให้ “เศรษฐกิจไทยซบเซา” ? (ตอนที่ 1)

ต่อเนื่อง ในปัจจุบันจำนวนตำแหน่งงานที่เปิดรับมีจำนวนมากกว่าคนว่างงานเกือบสองเท่า สะท้อนภาพว่าแรงกดดันต่อเงินเฟ้อเกิดจากแรงกดดันฝั่งอุปสงค์ที่จะค้างอยู่ได้นานกว่าคาด

2) การส่งผ่านของเงินเฟ้อไปยังสินค้าต่าง ๆ ยังมีอย่างต่อเนื่อง โดยปกติเมื่อต้นทุนการผลิตสินค้าสูงขึ้นผู้ประกอบการจะยังใช้เวลาอีกระยะหนึ่งจึงจะมีการปรับขึ้นราคาสินค้า ในสถานการณ์ปัจจุบันยังมีราคาสินค้าที่เตรียมปรับขึ้นอยู่อีก ตัวอย่างเช่น ในสหรัฐ ฯ อเมริกา ราคาบ้านปรับตัวสูงขึ้นอย่างมากจากปัญหาการขาดแคลนอุปทาน และในอดีตราคาบ้านจะเป็นดัชนีราคาที่น่าการเพิ่มขึ้นของค่าเช่าถึง 18 เดือน (รูปที่ 2) และค่าเช่ามีสัดส่วนถึงประมาณ 30% ของตระกร้าสินค้าของผู้บริโภคในสหรัฐ ฯ KKP Research ประเมินว่าเงินเฟ้อสหรัฐ ฯ จะยังคงค้างอยู่ในระดับสูงที่ 4% - 5% ในปี 2023

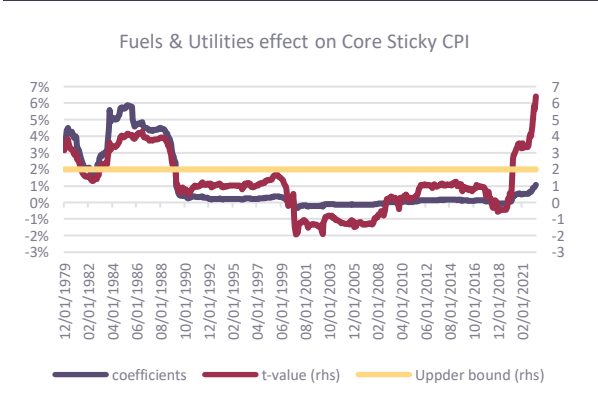
รูปที่ 2: ราคาบ้านที่ยังคงสูงขึ้นต่อเนื่องจะเป็นตัวนำการเพิ่มขึ้นของค่าเช่าในระยะถัดไป



ที่มา: Fred, S&P Dow Jones Indices LLC; U.S. Bureau of Labor Statistics, KKP Research

3) ปัจจัยความขัดแย้งด้านภูมิรัฐศาสตร์ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมันและอาหารและความเสี่ยงด้านการคาดการณ์เงินเฟ้อ ในสถานการณ์ปัจจุบันยังไม่มีสัญญาณที่ชัดเจนที่ชี้ว่าปัญหาด้านอุปทานจะจบลงโดยเร็ว นักธุรกิจและผู้เชี่ยวชาญยังให้ความคิดเห็นว่าการขาดแคลนอุปทานจะลากยาวไปจนถึงปีหน้า ในขณะที่ทั้งราคาน้ำมันและอาหารยังค้างอยู่ในระดับสูงจากปัญหาอุปทานที่เกิดต่อเนื่องจากภาวะสงคราม ราคา น้ำมันที่ค้างในระดับสูงยาวนานจะทำให้ราคาสินค้าอื่น ๆ และการคาดการณ์เงินเฟ้อสามารถปรับตัวสูงขึ้นและยังทำให้เงินเฟ้อไม่ปรับตัวลง ซึ่งการประเมินผลกระทบส่วนนี้ทำได้ยากเนื่องจากความสัมพันธ์ระหว่างน้ำมันและสินค้ากลุ่มอื่นลดลงไปมากในช่วงกว่า 20 ปีที่ผ่านมา ทำให้ผลกระทบเพิ่มขึ้นชัดเจนในปี 2022 ทำให้ตลาดคาดการณ์ผลกระทบจากเรื่องนี้น้อยเกินไป (รูปที่ 3) คล้ายคลึงกับสถานการณ์ช่วงปี 1972 -1983 ที่อัตราเงินเฟ้อค้างอยู่ในระดับสูงเป็นระยะเวลานาน

รูปที่ 3: ความสัมพันธ์ระหว่างราคาน้ำมันและราคาสินค้าชนิดอื่น ๆ เพิ่มขึ้นมากในปี 2022 เช่นเดียวกับเหตุการณ์ Stagflation ช่วงปี 1972 - 1983

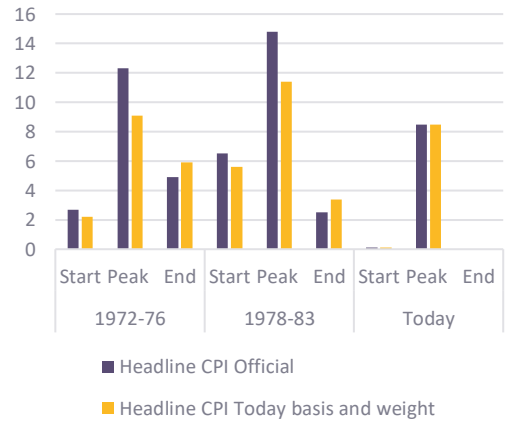


ค่า t-value และ coefficient จาก rolling regression model ระหว่างราคาสินค้าในกลุ่มพลังงาน (X) และดัชนี core sticky cpi (Y)  
ที่มา: FRED, FED, KKP Research

## ความน่ากลัวของภาวะ Stagflation

เศรษฐกิจโลกในปัจจุบันอยู่ในช่วงที่มีความเสี่ยงสูงมากแม้ว่าธนาคารกลางสหรัฐ ฯ เริ่มแสดงความกังวลเรื่องเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นแต่ยังมีความเสี่ยงสูงเนื่องจากการปรับนโยบายการเงินที่ช้าอาจไม่ทันต่อเงินเฟ้อที่ปรับตัวสูงขึ้นไปแล้วและเริ่มส่งผลกระทบต่ออัตราการคาดการณ์ของคน ผู้คนส่วนใหญ่ไม่เคยเผชิญหน้ากับภาวะ Stagflation หรือของแพงแต่เศรษฐกิจถดถอยซึ่งเกิดขึ้นครั้งล่าสุดในช่วงปี 1970 อย่างไรก็ตาม KKP Research ประเมินว่าสถานการณ์ปัจจุบันมีความคล้ายคลึงกับเหตุการณ์ในช่วงปี 1970 อย่างมาก คือเศรษฐกิจเจอภาวะขาดแคลนอุปทานในตลาดพลังงานจากสงครามทำให้อาหารน้ำมันปรับตัวสูงขึ้น เศรษฐกิจโลกเติบโตได้ดีธนาคารกลางมองว่าเงินเฟ้อจะเกิดขึ้นเพียงชั่วคราวและสามารถลดลงไปได้อีก แต่ท้ายที่สุดสถานการณ์กลับไม่เป็นอย่างนั้นตัวเลขเงินเฟ้อในปัจจุบันกำลังสะท้อนความท้าทายลักษณะเดียวกัน งานวิจัยของ Summer แสดงให้เห็นว่าจากวิธีการวัดเงินเฟ้อที่เปลี่ยนแปลงไปหากใช้วิธีการวัดในปัจจุบันกับตัวเลขเงินเฟ้อในอดีต จะพบว่าเงินเฟ้อในปัจจุบันมีระดับใกล้เคียงกับเงินเฟ้อในช่วงปี 1972 -1983 แล้ว (รูปที่ 4)

รูปที่ 4: เมื่อเปลี่ยนวิธีวัดเงินเฟ้อให้เหมือนกัน อัตราเงินเฟ้อในปัจจุบันมีความรุนแรงใกล้เคียงกับช่วงปี 1972 - 1983



ที่มา: Comparing Past and Present Inflation  
Marijn A. Bolhuis, Judd N. L. Cramer, and Lawrence H. Summers

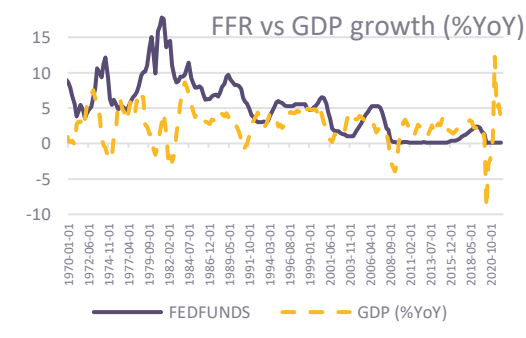
KKP Research ประเมินว่าเศรษฐกิจโลกในช่วงหลังจากนี้กำลังจะเข้าสู่ภาวะ Stagflation หรือสถานการณ์ที่เศรษฐกิจเริ่มชะลอตัวลงในขณะที่อัตราเงินเฟ้อค้างอยู่ในระดับสูง ก่อนจะเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) ในช่วงปลายปี 2023 ถึงปี 2024 โดยสถิติในอดีตสะท้อนให้เห็นว่าเกือบทุกครั้งที่ธนาคารกลางสหรัฐ ฯ ปรับดอกเบี้ยขึ้นจะนำมาสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยเสมอ (รูปที่ 5 และ รูปที่ 6) และสัญญาณที่ต้องจับตา คือ Inverted Yield Curve ซึ่งมักจะเกิดขึ้นก่อนภาวะเศรษฐกิจถดถอยประมาณ 1 ปี โดยสถานการณ์ปัจจุบันที่เงินเฟ้อกดดันให้มีการขึ้นดอกเบี้ยมากขึ้นจะยิ่งทำให้ความเสี่ยงนี้มากขึ้นไปอีก อย่างไรก็ตามในปัจจุบันผู้เล่นในตลาดการเงินยังหวังว่าเศรษฐกิจโลกจะเข้าสู่ภาวะ Soft-landing หรือไม่มีวิกฤติ ซึ่งมีโอกาสน้อยลงไปเรื่อย ๆ

รูปที่ 5: การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์กับภาวะเงินเฟ้อและเป็นสัญญาณของเศรษฐกิจถดถอยในอนาคต

Tightening period	Change in RFF (bps)	NBER first recession month	First Inverted yield	Average inflation during tightening period	Lag to recession	Lag to inverted yield
Sep 1955 - Nov 1955	175	--	--	1.72	--	--
July 1967 - Aug 1969	540	Jan-70	1968-11-01	4.23	29	16
Feb 1972 - July 1974	960	Dec-73	1973-03-01	6.12	22	13
Jan 1977 - Apr 1980	1300	Feb-80	1978-09-01	9.02	37	20
July 1980 - Jan 1981	1000	Aug-81	1980-09-01	12.6	13	2
Feb 1983 - Aug 1984	315	--	--	3.68	--	--
Mar 1988 - Apr 1989	325	Aug-90	1989-02-01	4.29	29	11
Dec 1993 - Apr 1995	310	--	--	2.68	--	--
Jan 1999 - July 2000	190	Apr 01	2000-04-01	2.60	27	16
June 2004 - June 2006	425	Jan-08	2006-06-01	3.38	43	24

ที่มา: FRED, KKP Research

รูปที่ 6: เกือบทุกครั้งที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐ ฯ ปรับสูงขึ้น เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอย

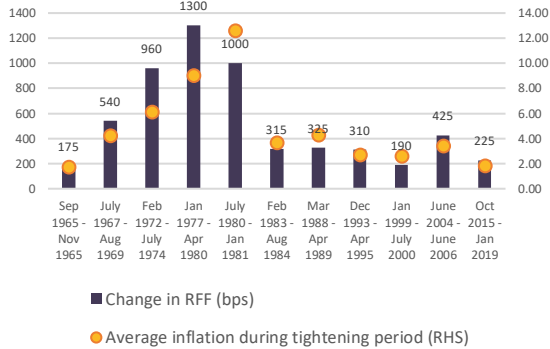


ที่มา: FRED, KKP Research

## ทำไมเงินเฟ้อจะสูงกว่าที่ตลาดคาดและทำให้ “เศรษฐกิจไทยซบเซายาว” ? (ตอนที่ 1)

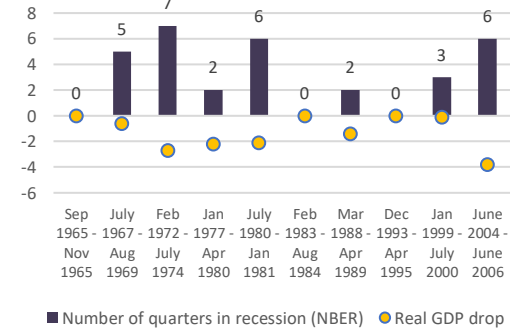
เมื่อพิจารณาจากข้อมูลในอดีตเศรษฐกิจที่เข้าสู่ภาวะ Stagflation จะหมายถึงเศรษฐกิจปรับตัวลงแรงกว่า ยาวกว่า และดอกเบี้ยขึ้นนานกว่าการลดดอกเบี้ยแบบปกติ โดยหากเศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอยจริงจะส่งผลอย่างมากต่อตลาดการเงิน และในกรณีเลวร้ายที่หากเงินเฟ้อยังคงอยู่ในระดับสูงแม้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอยแล้วยังจะทำให้ตลาดการเงินได้รับผลกระทบรุนแรง (รูปที่ 7 และ 8)

**รูปที่ 7: ภาวะ Stagflation ทำให้ธนาคารกลางต้องปรับดอกเบี้ยขึ้นอย่างรุนแรงแม้เศรษฐกิจจะซบเซา**



ที่มา: FRED, KKP Research

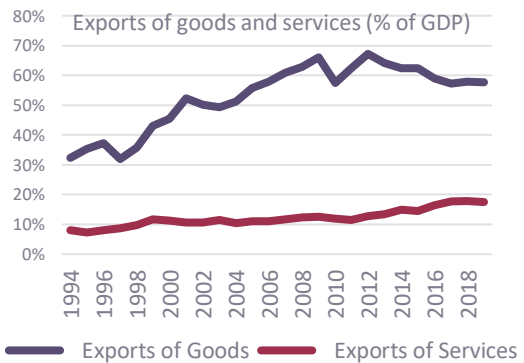
**รูปที่ 8: ภาวะ Stagflation เป็นช่วงที่เศรษฐกิจหดตัวแรงกว่าและยาวกว่าภาวะเศรษฐกิจถดถอยแบบปกติ**



ที่มา: NBER, KKP Research

หากเกิดภาวะ Stagflation ขึ้นประเทศไทยจะได้รับผลกระทบเนื่องจากคาดการณ์ว่าแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจไทยในช่วง 1-2 ปีหลังจากนี้จะเกิดจากภาคต่างประเทศเป็นหลัก ซึ่งจะได้รับผลกระทบหากเศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย (รูปที่ 9) โดยการส่งออกมีแนวโน้มได้รับผลกระทบตามเศรษฐกิจจีนที่ชะลอตัวลงซึ่งไทยส่งออกไปจีนมากกว่า 10% ของการส่งออกทั้งหมด ในขณะที่ภาคการท่องเที่ยวซึ่งถือว่าเป็นสินค้าฟุ่มเฟือยจะมีการตอบสนองโดยลดการเดินทางลง โดยเฉพาะในสถานการณ์ stagflation ที่ราคาสินค้าสูงขึ้นและรายได้ได้รับผลกระทบ ซึ่งจะทำให้การท่องเที่ยวไทยอาจฟื้นตัวได้ช้ากว่าที่คาด ซึ่งจะส่งผลให้เศรษฐกิจไทยโดยเฉพาะภาคการท่องเที่ยวได้รับผลกระทบรุนแรงต่อเนื่อง

**รูปที่ 9: เศรษฐกิจไทยมีการพึ่งพาภาคต่างประเทศมากขึ้นทำให้มีความเปราะบางต่อปัจจัยภายนอก**



ที่มา: NESDC, KKP Research

## เงินเพื่อกลับทิศ กระแสโลกกำลังเปลี่ยนทาง

มองไกลออกไปในทศวรรษหน้าปัญหาเงินเฟ้อไม่น่ากังวลแค่ในระยะสั้นแต่อาจเป็นการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างระยะยาวย้อนหลังกลับไปหลาย 10 ปีเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยอยู่ในทิศทางขาลงมาตลอด ทำให้หลายฝ่ายชะล่าใจว่าเงินเฟ้อจะอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องไปเรื่อย ๆ หรือความเสี่ยงเงินเฟ้อในปัจจุบันเป็นความเสี่ยงที่จะลากยาวอย่างมากไม่เกินช่วง 1 – 2 ปี และปัญหานี้จะคลี่คลายลง ซึ่งเกิดจากปัจจัยเชิงโครงสร้างได้แก่ การก้าวเข้าสู่ยุคโลกาภิวัตน์ การเข้าสู่สังคมสูงอายุ เป็นต้น

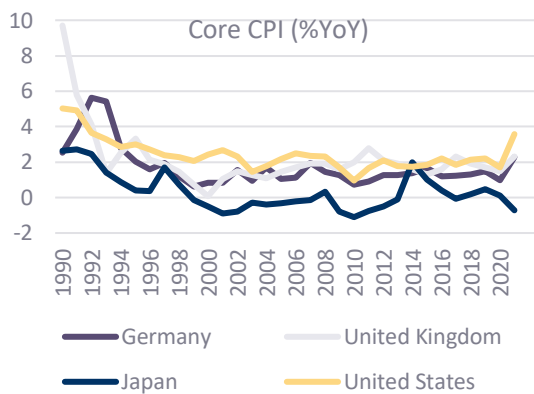


ทำไมเงินเฟ้อจะสูงกว่าที่ตลาดคาดและทำให้ “เศรษฐกิจไทยซบเซา” ? (ตอนที่ 1)

อย่างไรก็ตาม KKP Research ประเมินว่ากระแสโลกกำลังเปลี่ยนทิศทางไปจากเดิมมากและปัจจัยเหล่านี้กำลังกลับทิศทางจากการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างหลายอย่างของเศรษฐกิจโลก และอาจทำให้เงินเฟ้อไม่ได้อยู่ในทิศทางข้างลงเหมือนช่วงที่ผ่านมาซึ่งจะมีนัยยะอย่างมากต่อทิศทางนโยบายการเงินและดอกเบี้ยในอนาคต โดยเกิดจากการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญ คือ

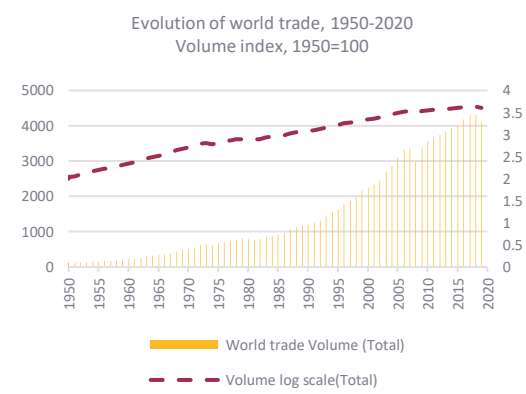
1) การเข้าสู่จุดสูงสุดของยุคโลกาภิวัตน์ การเข้าร่วมเป็นส่วนหนึ่งในการค้าโลกของจีนส่งผลให้ต้นทุนการผลิตทั่วโลกถูกลงและราคาสินค้าในภาพรวมถูกลงโดยจีนเป็นแหล่งแรงงานราคาถูกให้กับโลก (รูปที่ 10) อย่างไรก็ตามจากทั้งตัวเลขการค้าระหว่างประเทศที่โตต่ำกว่าเศรษฐกิจโลกในปี 2019 ซึ่งมีโอกาสเกิดขึ้นน้อยมากในอดีต สัญญาณความขัดแย้งระหว่างประเทศทางการค้าระหว่างจีนและสหรัฐ ฯ ความขัดแย้งระหว่างรัสเซียและยูเครน การย้ายฐานการผลิตกลับประเทศ ล้วนแล้วแต่เป็นตัวสะท้อนว่ากระแสโลกาภิวัตน์อาจผ่านจุดสูงสุดมาแล้ว(รูปที่ 11) ซึ่งจะเพิ่มแรงกดดันต่อต้นทุนการผลิตในระยะต่อไป

รูปที่ 10: อัตราเงินเฟ้อปรับตัวลดลงมาตลอดเป็นผลสำคัญมาจากการเข้าสู่ยุคโลกาภิวัตน์เต็มตัว



ที่มา: World Bank, KKP Research

รูปที่ 11: การค้าระหว่างประเทศเริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวลง โดยมีแนวโน้มเติบโตได้ช้าลง

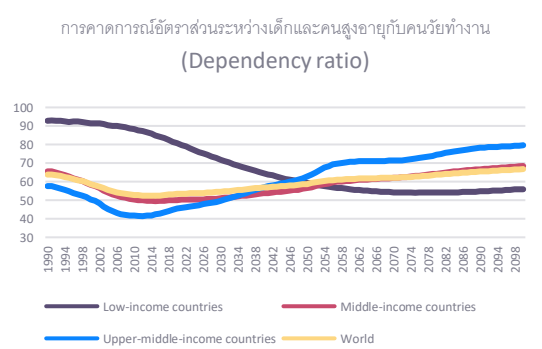


ที่มา: WTO, KKP Research

2) อำนาจตลาดที่มีแนวโน้มสูงขึ้นต่อเนื่อง แม้ว่าธุรกิจใหม่ ๆ จะมีประสิทธิภาพที่สูงขึ้นและประหยัดต้นทุนลงได้ แต่งานวิจัยในอดีตกำลังสะท้อนว่าบริษัทในสหรัฐ ฯ มีอำนาจตลาดเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และมองไปในอนาคตมีแนวโน้มที่หลายธุรกิจจะกลายเป็นธุรกิจแบบผูกขาด เช่น Platform E-commerce ทำให้มีความเสี่ยงที่จะเห็นราคาสินค้ากลับมาแพงขึ้นอีกครั้ง

3) สังคมสูงวัยในระดับโลกอาจเพิ่มแรงกดดันด้านเงินเฟ้อ แม้ว่าผู้สูงอายุจะบริโภคสินค้าน้อยกว่าคนวัยหนุ่มสาว แต่ปัจจัยสำคัญอีกทางหนึ่งคือสัดส่วนระหว่างคนสูงอายุเทียบกับประชากรวัยทำงาน (รูปที่ 12) ที่กำลังเพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง เป็นสัญญาณสะท้อนว่าแรงงานและกำลังการผลิตกำลังลดลงเมื่อเปรียบเทียบกับจำนวนผู้บริโภค ซึ่งอาจกดดันให้ต้นทุนและราคาปรับตัวสูงขึ้นในระยะยาวได้

รูปที่ 12: ในทศวรรษหน้าสัดส่วนระหว่างเด็กและคนสูงวัยต่อคนวัยทำงานกำลังจะเพิ่มขึ้น หรือกำลังการผลิตจะลดลง



ที่มา: Our world in data, KKP Research

## ทำไมเงินเฟ้อจะสูงกว่าที่ตลาดคาดและทำให้ “เศรษฐกิจไทยซบเซา” ? (ตอนที่ 1)

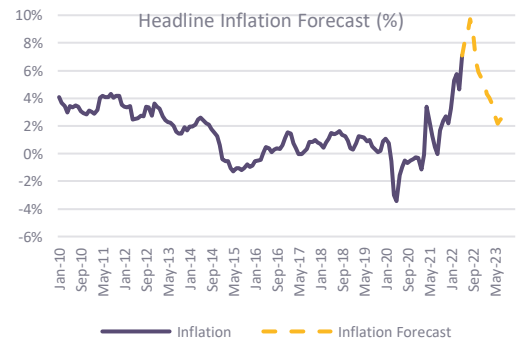
ในทศวรรษที่ผ่านมานโยบายการเงินมีการอัดฉีดเงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจอย่างเต็มที่เพื่อสนับสนุนเศรษฐกิจมาโดยตลอดโดยอัตราดอกเบี้ยอยู่ในทิศทางขาลงมาอย่างยาวนาน แต่นโยบายการเงินอาจกำลังถึงจุดเปลี่ยน สัญญาณในปัจจุบันที่มีแรงกดดันด้านเงินเฟ้อในระดับสูง ทำให้ธนาคารกลางสหรัฐ ฯ ต้องปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้น แม้ตลาดบางส่วนยังคงคาดการณ์ว่าท้ายที่สุดแล้วธนาคารกลางสหรัฐ ฯ จะต้องกลับมาสนับสนุนเศรษฐกิจผ่านการใช้เครื่องมือนโยบายการเงิน เช่น QE อีกครั้ง อย่างไรก็ตาม KKP Research ประเมินว่าจากสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงไปซึ่งกดดันให้เงินเฟ้อปรับตัวสูงขึ้นแบบถาวรและอาจสูงกว่าเป้าหมายของธนาคารกลางหลายแห่ง อาจส่งผลให้นโยบายการเงินในช่วงหลายปีหลังจากนี้ไม่สามารถกลับมากระตุ้นเศรษฐกิจได้เต็มที่แบบเดิม และธนาคารกลางอาจจำเป็นต้องกลับมาให้น้ำหนักกับเป้าหมายเงินเฟ้อมากขึ้น หรือหมายความว่าทิศทางอัตราดอกเบี้ยในระยะยาวอาจปรับตัวกลายเป็นดอกเบี้ยขาขึ้นได้

### เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยคาดการณ์เงินเฟ้อต่ำเกินไป

ในช่วงที่ผ่านมาธนาคารแห่งประเทศไทยยังแสดงความกังวลกับตัวเลขเงินเฟ้อน้อยมาก เมื่อย้อนดูเหตุการณ์เงินเฟ้อในสหรัฐ ฯ ซึ่งตัวเลขเงินเฟ้อปรับตัวขึ้นไปก่อนไทย ตัวเลขการคาดการณ์เงินเฟ้อจาก Bloomberg ของนักเศรษฐศาสตร์ทั่วโลกในช่วงที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่านักเศรษฐศาสตร์คาดการณ์เงินเฟ้อผิดมาแล้วหลายครั้งในปัจจุบันโดยคาดว่าเงินเฟ้อจะปรับตัวลดลงแต่ทุกครั้งเงินเฟ้อกลับปรับตัวสูงขึ้นซึ่งส่วนใหญ่เกิดจากสมมติฐานว่าปัจจัยด้านอุปทานจะคลี่คลายลง KKP Research มีความกังวลว่าสถานการณ์ในลักษณะเดียวกันกำลังจะเกิดขึ้นกับประเทศไทยและการคาดการณ์เงินเฟ้อของไทยจะต่ำเกินไปและมีความเสี่ยงที่ตัวเลขจะสูงกว่าและค้างยาวนานกว่าที่คาดได้อีกมาก จากทั้งผลกระทบเนื่องจากราคาน้ำมันต่อราคาสินค้าอื่น ๆ มาตรการช่วยเหลือจากภาครัฐที่ลดลง และค่าเงินบาทที่เริ่มปรับตัวอ่อนค่าลงซึ่งจะส่งผลต่อราคาสินค้านำเข้า

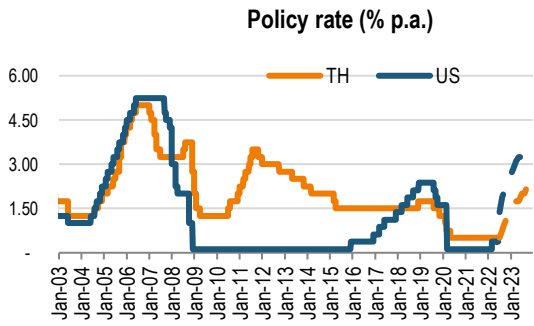
KKP Research ได้ปรับการคาดการณ์ตัวเลขเงินเฟ้อของไทยเป็น 6.6% ในปี 2022 และ 3.1% ในปี 2023 (รูปที่ 13) ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงข้อจำกัดในการทำนโยบายการเงินที่เพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ จากทั้งเงินเฟ้อเองและนโยบายการเงินในต่างประเทศที่เริ่มปรับเป็นทิศทางขาขึ้นในหลายที่ (รูปที่ 14) การปรับนโยบายการเงินที่ช้าจะยิ่งเพิ่มความเสี่ยงให้เงินเฟ้อค้างอยู่ในระดับสูงได้นานและส่งผลให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าลง KKP Research คาดการณ์ว่าแรงกดดันจากเงินเฟ้อ ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างสหรัฐ ฯ และไทยที่มากขึ้น และการอ่อนค่าของเงินบาทจะรุนแรงกว่าที่ธนาคารแห่งประเทศไทยคาดและเป็นปัจจัยที่ทำให้คณะกรรมการนโยบายการเงินต้องปรับดอกเบี้ยขึ้นเร็วกว่าที่คิดไว้ โดยคาดการณ์ว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้น 3 ครั้งในปีนี้ และปรับขึ้นอีก 4 ครั้งในปี 2023

รูปที่ 13: KKP Research ประเมินว่าอัตราเงินเฟ้อในปัจจุบันยังไม่พบจุดสูงสุด และอาจสูงขึ้นแตะระดับ 10% ในช่วงไตรมาส 3 และจะยังคงค้างอยู่ในระดับสูงในปี 2023



ที่มา: Ministry of Commerce, KKP Research

รูปที่ 14: ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นจะเป็นแรงกดดันให้ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องปรับดอกเบี้ยขึ้น



ที่มา: BoT, FRED, KKP Research

การปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นในปี 2022 และ 2023 เป็นเรื่องที่น่าเสียดายไม่ได้เพราะไทยเป็นประเทศเศรษฐกิจเปิดขนาดเล็กที่ได้รับ การส่งผ่านราคาและแรงกดดันที่มาจากภาวะเงินเฟ้อโลกและราคาน้ำมัน แต่การปรับขึ้นดอกเบี้ยจะส่งผลให้ภาระหนี้ของภาค ครัวเรือนปรับตัวสูงขึ้นด้วย ไม่เพียงแต่การปรับดอกเบี้ยขึ้นในระยะสั้นช่วง 1-2 ปีข้างหน้าแต่ KKP Research ประเมินว่า เศรษฐกิจไทยกำลังเผชิญความท้าทายจากโครงสร้างของเศรษฐกิจโลกที่เปลี่ยนไปที่จะกดดันให้เงินเฟ้อสูงขึ้นมากกว่าเดิมในระยะ ยาวและระดับของดอกเบี้ยจะปรับตัวสูงขึ้นเช่นกัน จากสถานการณ์หนี้ครัวเรือนของไทยที่สูงเกินกว่า 90% ของ GDP ไปแล้วทำให้ เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มที่จะมีความเปราะบางต่อการปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นมากกว่าประเทศอื่นๆ ในบทความฉบับถัดไป (ตอนที่ 2) KKP Research จะประเมินว่าปัญหาหนี้ครัวเรือนในปัจจุบันเมื่อเจอกับดอกเบี้ยที่อาจปรับสูงขึ้นจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทย อยู่ในภาวะซบเซา