

November 29, 2022

KKP Research



เมื่อปีหน้าโลกถดถอย เศรษฐกิจไทยจะเป็น
อย่างไร ?

ผู้เขียน

ลัทธกิตติ์ ลากอุดมการ
นักวิเคราะห์

KKP Research โดยกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร

พิพัฒน์ เหลืองนฤมิตชัย

ผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการ

หัวหน้านักเศรษฐศาสตร์ และหัวหน้าฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์

ลัทธกิตติ์ ลากอุดมการ

นักวิเคราะห์

เคนเน็ท โดแนลด์ นิลเวล

นักวิเคราะห์

อารยา กาญจนะช

นักวิเคราะห์

บุรกร กิพย์สกุลชัย

นักวิเคราะห์

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ทั้งนี้ขอคิดเห็นที่ปรากฏเป็นความคิดเห็นของฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์ไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร เว้นแต่จะได้แจ้งไว้และขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงข้อมูลและความคิดเห็นโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

KKP Research

November 29, 2022

เมื่อปีหน้าโลกถดถอย เศรษฐกิจไทยจะเป็นอย่างไร ?



KEY TAKEAWAYS:

- KKP Research ประเมินเศรษฐกิจไทยในปี 2023 มีแนวโน้มเติบโต 2.8% ชะลอลงจากปีที่คาดว่าจะเติบโตได้ 3.4% โดยได้รับแรงส่งจากนักท่องเที่ยวต่างชาติที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นถึงประมาณ 19.2 ล้านคน ในขณะที่เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มชะลอตัวและเข้าสู่ภาวะถดถอยจะส่งผลกระทบต่อให้การส่งออกไทยหดตัว และส่งผลกระทบต่อภาคการผลิต
- เศรษฐกิจโลกที่เข้าสู่ภาวะถดถอยยังมีลักษณะที่แตกต่างจากภาวะถดถอยแบบปกติใน 2 ประเด็น คือ (1) เศรษฐกิจที่ชะลอตัวเกิดขึ้นในภาคการผลิตเป็นหลัก ในขณะที่ภาคบริการและการจ้างงานยังมีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่ง (2) อัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มค้างอยู่ในระดับสูง ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยค้างอยู่ในระดับสูงแม้เศรษฐกิจจะเริ่มชะลอตัว
- KKP Research ประเมินว่าเศรษฐกิจไทยยังมี 5 ความเสี่ยงที่ต้องจับตามอง คือ (1) เศรษฐกิจอาจเติบโตต่ำลงได้มากหากโลกเข้าสู่ภาวะถดถอยรุนแรง (2) ราคาน้ำมันอาจยังปรับตัวสูงขึ้นและส่งผลกระทบต่อเงินเฟ้อและดุลการค้าของไทย (3) เงินเฟ้อไทยจะค้างสูงนานกว่าคาดหากเงินเฟ้อโลกไม่ลดลง (4) ค่าเงินบาทยังเสี่ยงผันผวนจากเงินไหลออก และ (5) อัตราดอกเบี้ยไทยยังคงต้องปรับสูงขึ้นในปีหน้าแม้เศรษฐกิจจะชะลอจากการปรับดอกเบี้ยที่ช้ากว่าต่างประเทศในช่วงที่ผ่านมา

เมื่อเศรษฐกิจโลกถดถอย ปรับลดประมาณการเศรษฐกิจไทยปีหน้าเหลือ 2.8% จับตา 5 ความเสี่ยงสำคัญ

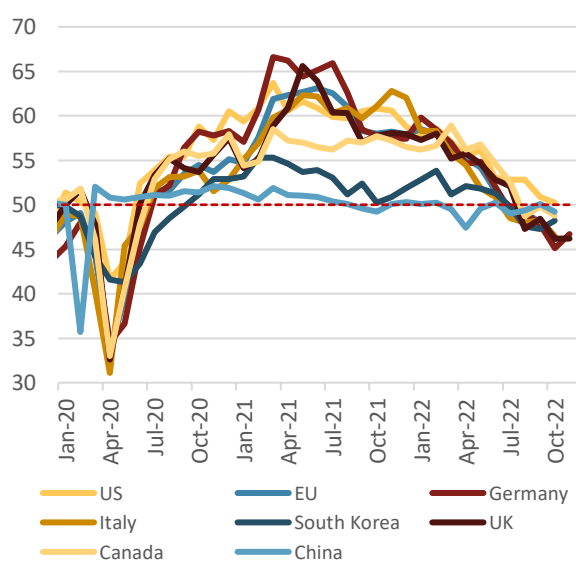
แม้เศรษฐกิจไทยน่าจะมีแนวโน้มฟื้นตัวได้ต่อเนื่องจากนักท่องเที่ยวต่างชาติที่จะกลับมาได้มากขึ้น โดยคาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติเข้ามาประมาณ 19.2 ล้านคนในปี 2023 จากประมาณ 10 ล้านคนในปีนี้อ่างไรก็ตาม ในปีหน้าเศรษฐกิจไทยกำลังจะเจอผลกระทบทางลบจากเศรษฐกิจสำคัญโลกที่มีโอกาสเข้าสู่ภาวะถดถอย ซึ่งอาจจะกระทบการเติบโตของการส่งออกและการท่องเที่ยว และจะทำให้เศรษฐกิจไทยในปีหน้าเติบโตได้ต่ำลงจากปีนี้ สถานการณ์ในลักษณะนี้กำลังสะท้อนว่าเศรษฐกิจไทยจะมีภาพการฟื้นตัวที่แตกต่างกันอย่างมากระหว่างแต่ละกลุ่มธุรกิจและการฟื้นตัวจะไม่ได้สดใสอย่างที่เคยหวังเอาไว้ ท่ามกลางปัญหาเงินเฟ้อที่ยังยืดเยื้อ และอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในช่วงขาขึ้น

บทความชิ้นนี้ต้องการชี้ให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจในปีหน้าตั้งอยู่บนความไม่แน่นอน ความเปราะบาง และไม่ทั่วถึงอย่างมาก นับว่าเป็นสถานการณ์การฟื้นตัวที่ยังไม่ปกติ และยังมีโอกาสเจอความเสี่ยงในหลายประเด็นที่ทำให้สถานการณ์เศรษฐกิจไม่เป็นไปตามที่ประเมินไว้

เศรษฐกิจใหญ่ของโลกเข้าสู่ภาวะถดถอยพร้อมกัน (แบบไม่ปกติ)

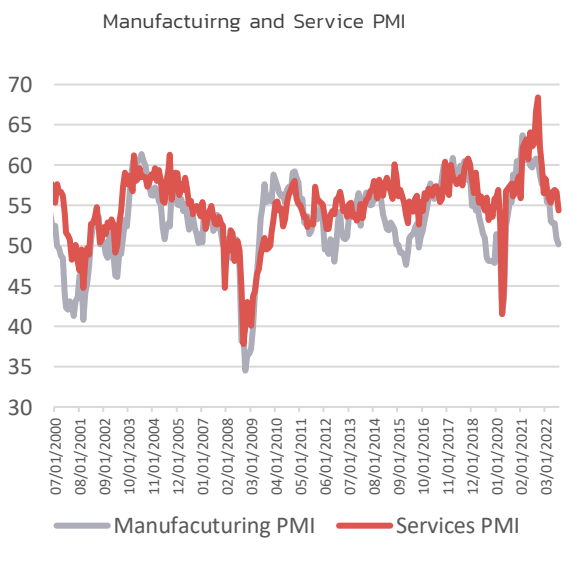
จากภาพเศรษฐกิจโลกที่ค่อนข้างชัดเจนว่าเห็นสัญญาณที่จะลดตัวลง (รูปที่ 1) และมีโอกาสสูงที่เศรษฐกิจใหญ่ของโลก อย่างสหรัฐอเมริกา ยุโรป อังกฤษ และญี่ปุ่น ซึ่งนับรวมกันกว่าครึ่งหนึ่งของเศรษฐกิจโลก จะเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยพร้อมๆ กันในช่วงต้นถึงกลางปีหน้า โดย KKP Research ประเมินว่าการเข้าสู่ภาวะถดถอยของเศรษฐกิจในรอบนี้มีลักษณะที่ไม่ปกติเมื่อเทียบกับรอบก่อน ๆ ซึ่งเป็นลักษณะของเศรษฐกิจที่เข้าสู่ภาวะ Stagflation โดยประเด็นสำคัญคือ เศรษฐกิจอาจหดตัวลงเมื่อวัดด้วยปริมาณสินค้าที่ขายได้ แต่ยังขยายตัวหากวัดเป็นมูลค่าเนื่องจากราคาปรับตัวสูงขึ้น สะท้อนตามเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับสูง หรือพูดอย่างง่าย ๆ คือ ธุรกิจอาจขายของได้น้อยลงแต่รายได้ก็ยังเพิ่มขึ้น

รูปที่ 1: Manufacturing PMI หลายประเทศเศรษฐกิจหลักของโลกมีการปรับตัวชะลอตัวลงพร้อม ๆ กันในช่วงที่ผ่านมา



ที่มา: Macrobond, KKP Research

รูปที่ 2: ภาคการผลิตมีการชะลอตัวลงอย่างมาก ในขณะที่ภาคบริการยังสามารถขยายตัวได้ในสหรัฐ ฯ



ที่มา: Macrobond, KKP Research

ความไม่ปกติอีกอย่างหนึ่ง คือ ภาวะเศรษฐกิจถดถอยในรอบนี้กำลังแยกเศรษฐกิจโลกออกเป็นสองส่วน คือ ภาคการผลิตถดถอย แต่ภาคบริการยังขยายตัว (รูปที่ 2) และน่าจะยังสามารถขยายตัวต่อเนื่องได้หากการท่องเที่ยวกลับเข้าสู่ภาวะปกติมากขึ้น ซึ่งเป็นสิ่งที่เกิดขึ้นน้อยในอดีต ผลลัพธ์ที่เกิดขึ้น คือ การจ้างงานส่วนใหญ่ของเศรษฐกิจสหรัฐ ฯ ซึ่งเป็นการจ้างงานในภาคบริการเป็นหลักยังคงแข็งแกร่งต่อเนื่องและมีโอกาสสูงที่จะทำให้เงินเฟ้อไม่สามารถปรับลดลงได้เร็ว ในกรณีนี้นับเป็นสถานการณ์ที่เป็นผลลบต่อเศรษฐกิจในภาพรวมเพราะธนาคารกลางจะต้องคงดอกเบี้ยไว้ในระดับสูงเพื่อชะลอเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ และไม่สามารถเร่งลดอัตราดอกเบี้ยลงเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจได้ แม้ว่าการผลิตสินค้าในภาคการผลิตจะเริ่มหดตัวลงแล้วก็ตาม ดังนั้นการอ่านเศรษฐกิจจากตัวเลขในภาพรวมเพียงอย่างเดียวจะทำได้ยากขึ้น ซึ่งทำให้เศรษฐกิจถดถอยที่จะเจอในปี 2023 อาจเป็นการถดถอยแบบที่ยังไม่เกิดขึ้นอย่างเต็มที่และมีโอกาสที่เศรษฐกิจจะชะลอตัวยาวกว่าปกติได้

ประเด็นที่ค่อนข้างน่ากังวล คือ ความท้าทายในการดำเนินนโยบายที่มีโอกาสผิดพลาดเหมือนเศรษฐกิจในช่วงปี 1970 -1980 โดยในรอบปัจจุบันแม้นโยบายการเงินจะปรับดอกเบี้ยขึ้นไปพอสมควรแล้ว แต่สิ่งที่คาดว่าจะเกิดขึ้นตามมา คือ การใช้นโยบายการคลังช่วยเหลือกลุ่มคนที่ได้รับผลกระทบจากราคาสินค้าที่แพงขึ้น โดยเฉพาะผ่านนโยบายอุดหนุนราคาสินค้า ซึ่งจะส่งผลให้อุปสงค์ค้างอยู่ในระดับสูงและทำให้เงินเฟ้อปรับตัวลดลงได้ช้า ข้อมูลในอดีตสะท้อนว่าทุกครั้งที่มีเงินเฟ้อจะเห็นการใช้นโยบายการคลังแบบขยายตัว คือภาครัฐมีการใช้จ่ายมากขึ้นเพื่อช่วยเหลือกลุ่มคนที่ได้รับผลกระทบเสมอ เป็นอีกความเสี่ยงสำคัญที่ทำให้ KKP Research ยังคงประเมินว่าปัญหาเงินเฟ้ออาจค้างยาวนานกว่าที่ตลาดคาดได้

5 ประเด็นเศรษฐกิจไทยปี 2023 โลกถดถอย-น้ำมันแพง-เงินเฟ้อค้าง-เงินไหลออก-ดอกเบี้ยสูง

จากลักษณะของเศรษฐกิจโลกที่ไม่ปกติ KKP Research ต้องการฉายภาพให้เห็นว่าแม้เศรษฐกิจไทยในปี 2023 จะมีแนวโน้มฟื้นตัว โดยได้รับแรงส่งจากการท่องเที่ยว ซึ่งเป็นเครื่องจักรสำคัญ แต่ยังมีปัจจัยเสี่ยงและความไม่แน่นอนสูงมาก และยังมีคำถามสำคัญที่เป็นประเด็นความเสี่ยงของเศรษฐกิจที่ต้องจับตามองในปีหน้า

1) เศรษฐกิจไทยเติบโตได้ไหมหากเศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอย

KKP Research ประเมินว่าเศรษฐกิจไทยในปี 2023 จะสามารถเติบโตได้ที่ระดับเพียง 2.8% ปรับลดลงจากการคาดการณ์ครั้งก่อนที่ 3.6% และต่ำกว่าการเจริญเติบโตในปี 2022 ที่คาดว่าจะโตได้ 3.4% (รูปที่ 3) และเติบโตได้ต่ำลงเมื่อเทียบกับปีนี้ โดยเมื่อเศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอยเศรษฐกิจไทยจะได้รับผลกระทบมากที่สุดผ่านช่องทางภาคการผลิตเพื่อการส่งออกเป็นหลัก โดย KKP ประเมินว่าการส่งออกสินค้าในปีหน้าจะหดตัวลง 1.8% ซึ่งเกิดจากผลกระทบใน 2 ประเด็น คือ

รูปที่ 3 : KKP Research คาดการณ์ GDP ไทยปี 2023 เติบโตได้ช้าลงเหลือ 2.8% โดยแรงส่งหลักมาจากภาคการท่องเที่ยว ในขณะที่การส่งออกสินค้าจะเติบโตติดลบ

%YoY	2021	2022E	Previous forecast		New forecast		
			2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
Real GDP	1.6	3.4	3.6	3.6	3.4	2.8	3.7
Private Consumption	0.3	4.8	2.5	2.5	4.8	2.2	2.8
Government Consumption	3.2	-0.3	1.5	1.5	-0.3	1.5	1.0
Gross Fixed Capital Formation	3.4	4.5	2.8	2.8	4.5	2.8	2.4
Private	3.2	5.7	3.5	3.5	5.7	3.5	1.7
Public	3.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	2.0
Exports of Goods and Services	10.4	11.0	4.2	4.2	11.0	2.8	5.6
Imports of Goods and Services	17.9	6.0	1.7	1.7	6.0	1.1	2.1
Current account (US\$ bn)	-10.9	-9.5	15.2	15.2	-9.5	10.9	24.6
as % of GDP	-2.1	-1.9	2.8	2.8	-1.9	2.0	4.2
Headline CPI	1.2	6.0	3.0	3.0	6.0	3.2	1.5
Policy rate	0.5	1.50	2.75	2.75	1.25	2.25	2.00
Tourist arrivals (Mn persons)	0.4	10.2	18.5	18.5	10.2	19.2	28.1

ที่มา: KKP Research

เมื่อปีหน้าโลกถดถอย เศรษฐกิจไทยจะเป็นอย่างไร ?

1) อุปสงค์ของโลกที่จะปรับตัวลดลงโดย KKP research มีสมมติฐานว่าประเทศเศรษฐกิจหลักทั้งสหรัฐอเมริกา ยุโรป และญี่ปุ่น จะเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยแบบไม่รุนแรงในช่วงต้นถึงกลางปีหน้า (รูปที่ 4) ซึ่งจะส่งผลให้การส่งออกสินค้าในภาพรวมหดตัวลง

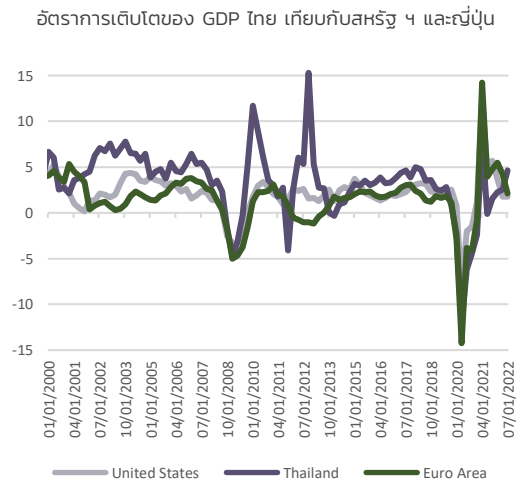
2) การส่งออกสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ซึ่งขยายตัวไปอย่างมากในช่วงที่ผ่านมา ทำให้มีการสะสมสินค้าคงคลัง (Inventory) ในปริมาณมาก และความต้องการซื้อสินค้าใหม่ในช่วงหลังจากนี้จะหดตัวลงอย่างมาก

รูปที่ 4: KKP ประเมินว่าเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกา และยุโรปจะชะลอตัวลงอย่างมีนัยยะสำคัญในปี 2023

	2022		2023		2024
	New	Old	New	Old	Current
Global	3.3	4.3	2.3	3.5	3.2
US	1.8	4.0	-0.4	2.2	0.9
Euro Area	3.3	3.6	0.0	2.1	0.9
China	3.0	4.0	5.5	5.3	6.5
Developed Markets	2.5	3.8	-0.1	2.2	0.9
Emerging Markets	3.9	4.6	3.8	4.4	4.7

ที่มา: BofA Global Research, KKP Research

รูปที่ 5: เศรษฐกิจไทย และเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกัน



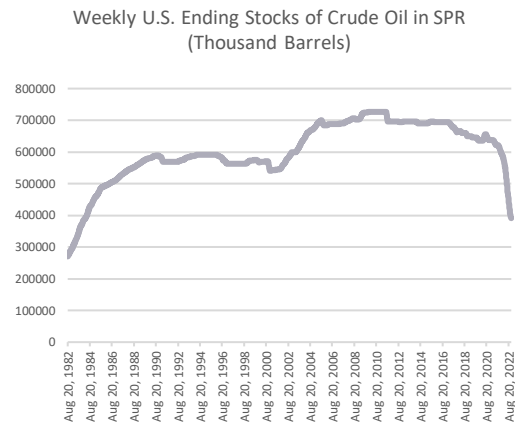
ที่มา: IMF, KKP Research

ความเสี่ยงสำคัญ คือ เมื่อเศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอยในอดีตจะเห็นว่าแทบทุกครั้งเศรษฐกิจไทยจะเติบโตติดลบเช่นกัน (รูปที่ 5) สะท้อนให้เห็นว่าเศรษฐกิจไทยยังมีโอกาสเติบโตได้ต่ำกว่านี้มากโดยเฉพาะในกรณีนี้ที่เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลงแรงกว่าที่คาดไว้ ซึ่งมีความเป็นไปได้ในฝั่งของภาคการผลิตจากความต้องการซื้อของบริษัทที่กำลังปรับตัวลดลงจากการเร่งกักตุนสินค้าไปแล้วในช่วงก่อนหน้า นอกจากนี้ความเสี่ยงที่เงินจะปิดเมืองนานกว่าที่คาดจากการระบาดรอบใหม่ของโควิดจะส่งผลกระทบต่อไทยจากทั้งการส่งออกที่จะชะลอตัวลงเพิ่มเติม และนักท่องเที่ยวเงินที่กลับเข้ามาได้น้อยกว่าที่คาดไว้ที่ประมาณ 1 ล้านคนในปีหน้า ในกรณีเลวร้ายเช่นนี้อาจทำให้เศรษฐกิจไทยเติบโตในระดับต่ำกว่า 2% ได้

2)ราคาน้ำมันจะปรับตัวลดลงได้จริงหรือไม่

ในปีที่ผ่านมาสาเหตุสำคัญที่เป็นตัวดันให้เงินเฟ้อสูงขึ้นในช่วงแรกเกิดจากราคาน้ำมันที่ได้รับผลกระทบจากสงครามระหว่างรัสเซีย-ยูเครน ก่อนที่ราคาสินค้าแทบทุกชนิดจะเริ่มปรับตัวสูงขึ้นตามมา ในปี 2023 ตลาดเริ่มคาดการณ์ว่าแรงกดดันจากเงินเฟ้อจะลดลงตามราคาน้ำมันที่อาจจะลดลงโดยเฉพาะเมื่อเศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอย อย่างไรก็ตามยังมีความเสี่ยงที่ราคาน้ำมันอาจจะเร่งตัวขึ้นอีกครั้งหนึ่งได้ เพราะราคาน้ำมันที่ลดลงในช่วงที่ผ่านมาเห็นได้ชัดว่าเกิดจากการนำน้ำมันสำรองออกมาใช้ ในสหรัฐ ฯ ปริมาณน้ำมันสำรองลดลงอย่างมีนัยยะสำคัญทำให้เกิดความเสี่ยงว่าเมื่อน้ำมันสำรองลดลงถึงระดับหนึ่งแล้วอาจต้องมีการกลับมาซื้อซึ่งจะทำให้ราคาน้ำมันพุ่งสูงขึ้นอีกครั้ง (รูปที่ 6) ยิ่งไปกว่านั้นการเปิดประเทศของจีนที่คาดการณ์ว่าจะทยอยเปิดประเทศมากขึ้นเรื่อย ๆ ในช่วงครึ่งหลังของปี 2023 กำลังจะเพิ่มอุปสงค์ต่อน้ำมันอย่างมากและทำให้เงินเฟ้อไม่สามารถปรับตัวลดลงได้เร็วอย่างที่คาดไว้ซึ่งจะเป็นประเด็นกดดันต่อค่าครองชีพ และดุลการค้าของไทยได้

รูปที่ 6: ปริมาณน้ำมันสำรองในสหรัฐ ฯ ปรับตัวลดลงต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา



ที่มา: EIA, KKP Research

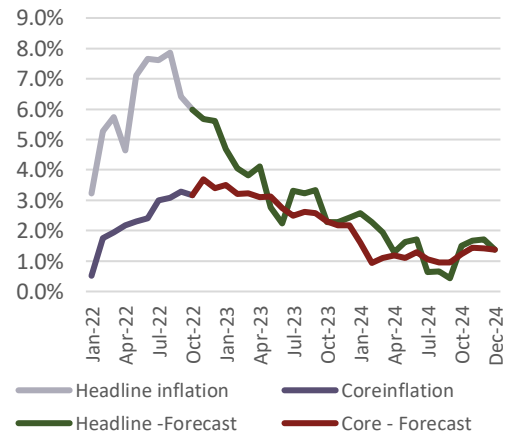
3) เงินเฟ้อไทยจะปรับตัวลดลงได้มากแค่ไหน

KKP Research ประเมินว่าเงินเฟ้อไทยในปี 2023 จะทยอยปรับตัวลดลงแต่ยังคงอยู่ในระดับที่สูงกว่ากรอบเป้าหมายของธนาคารแห่งประเทศไทย หรือมากกว่า 3% (รูปที่ 7) การปรับตัวลดลงของเงินเฟ้อตั้งอยู่บนสมมติฐานสำคัญว่าราคาน้ำมันจะไม่ปรับตัวลดลงแต่ไม่เร่งตัวขึ้นและการคาดการณ์เงินเฟ้อไม่ปรับตัวสูงขึ้นมากกว่าระดับปัจจุบัน ด้วยฐานของราคาในปีก่อนที่สูงขึ้นจะทำให้เงินเฟ้อไทยค่อยๆปรับตัวลดลงได้

รูปที่ 7: อัตราเงินเฟ้อไทยมีแนวโน้มปรับตัวลดลงในปีหน้าตามฐานของราคาที่สูงขึ้น แต่ยังคงสูงกว่ากรอบเป้าหมายของธนาคารแห่งประเทศไทย

อย่างไรก็ตามสถานการณ์เงินเฟ้อในปีหน้าของไทยยังมีความไม่แน่นอนสูงและมีหลายปัจจัยที่เพิ่มความเสี่ยงเงินเฟ้ออยู่ ปัจจัยสำคัญคือการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำในประเทศ การปรับค่าไฟฟ้า และการขุดเขยการอุดหนุนราคาน้ำมันดีเซล นอกจากนี้ ภาวะเงินเฟ้อโลกที่ยังอยู่ในระดับสูง ความเสี่ยงเงินบาทที่ยังคงมีความเสี่ยงอ่อนค่า และราคาน้ำมันที่อาจปรับตัวสูงขึ้นได้ ทำให้มีความเสี่ยงที่เงินเฟ้ออาจอยู่ในระดับสูงได้

เงินเฟ้อพื้นฐานและเงินเฟ้อทั่วไป



ที่มา: MoC, KKP Research

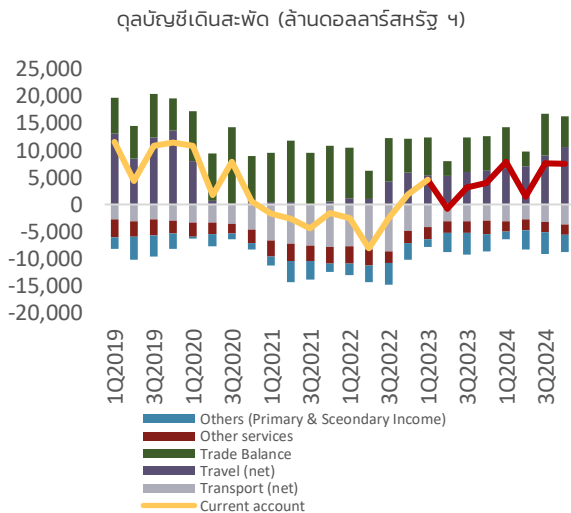
4) เงินบาทจะกลับมาแข็งค่าและช่วยลดแรงกดดันต่อเงินเฟ้อหรือไม่

KKP Research ประเมินว่าดุลบัญชีเดินสะพัดน่าจะกลับมาเกินดุลได้ในปี 2023 หลังจากขาดดุลต่อเนื่องติดต่อกันมากกว่า 3 ไตรมาสในปีนี้ ปัจจัยสำคัญที่ทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดกลับมาเกินดุล เกิดจากนักท่องเที่ยวที่เริ่มกลับเข้ามามากขึ้น การลดลงของราคาน้ำมัน และการลดลงของต้นทุนค่าขนส่งสินค้า ซึ่งการกลับมาเป็นบวกของดุลบัญชีเดินสะพัดทำให้ตลาดเชื่อว่าค่าเงินบาทน่าจะ

สามารถปรับตัวกลับมาแข็งค่าได้ หลังจากค่าเงินดอลลาร์เริ่มมีแนวโน้มอ่อนค่าลง หลังจากแข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากแนวโน้มเงินเฟ้อที่เริ่มปรับลดลง และคาดว่าธนาคารกลางสหรัฐไม่จำเป็นต้องขึ้นอัตราดอกเบี้ยมากกว่าที่ตลาดคาด แต่ KKP Research ประเมินว่าค่าเงินบาทในปีหน้ายังมีความผันผวนสูง และมีความเสี่ยงจะอ่อนค่าได้จากหลายประเด็น คือ

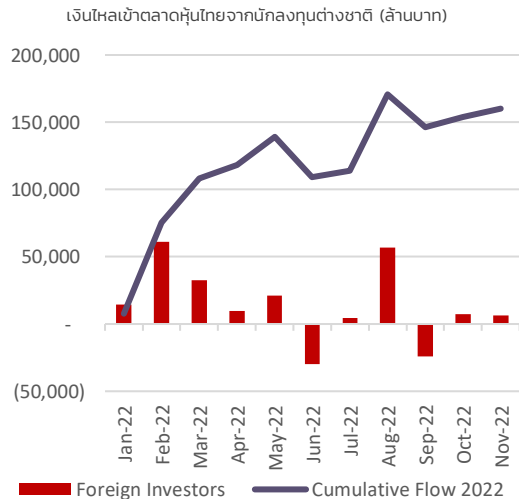
- A) ดุลบัญชีเดินสะพัดอาจยังกลับมาติดลบในช่วงไตรมาส 2 ของปีหน้าหลังจากนักท่องเที่ยวที่เร่งตัวขึ้นในช่วงไตรมาส 4 ปี 2022 ถึงไตรมาส 1 ปี 2023 แม้ว่าดุลบัญชีเดินสะพัดน่าจะปรับตัวเกินดุลในปีหน้าซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่ช่วยสนับสนุนให้ค่าเงินบาทไม่อ่อนค่าไปมากในปีนี้ แต่เมื่อพิจารณาเป็นรายไตรมาสจะพบว่าการท่องเที่ยวและการค้ามีแนวโน้มชะลอตัวลงพร้อมกันช่วงไตรมาส 2 ซึ่งเป็นช่วงที่ฤดูกาลท่องเที่ยวซบเซา มีการไหลออกของเงินจากการจ่ายเงินปันผลของตลาดหลักทรัพย์ และภาวะเศรษฐกิจโลกที่จะเริ่มชะลอตัวลง (รูปที่ 8) สร้างความเสี่ยงต่อการคาดการณ์ของตลาด (Market Sentiment) ที่อาจเปลี่ยนจากความหวังว่าดุลบัญชีเดินสะพัดไทยจะปรับตัวดีขึ้น มาเป็นปรับตัวแย่ลง ซึ่งจะสร้างแรงกดดันต่อค่าเงินบาทได้

รูปที่ 8: ดุลบัญชีเดินสะพัดจะปรับตัวดีขึ้นในปี 2023 ตามนักท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวแต่มีโอกาสติดลบในช่วงไตรมาส 2



ที่มา: BoT, KKP Research

รูปที่ 9: ในปี 2022 มีเงินไหลเข้าตลาดหุ้นไทยมูลค่ากว่า 1 แสน 6 หมื่นล้านบาท



ที่มา: Bloomberg, KKP Research

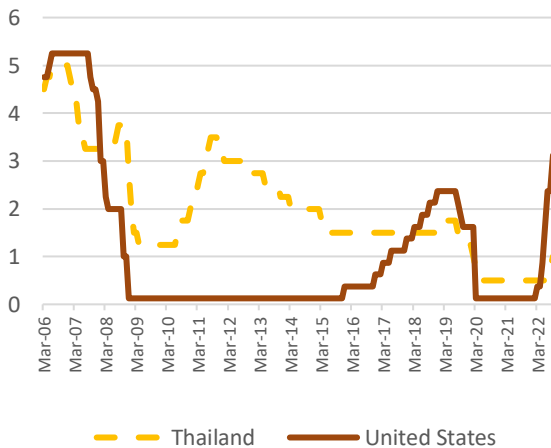
- B) ในช่วงที่ผ่านมาค่าเงินบาทอ่อนค่าน้อยกว่าหลายสกุลในภูมิภาคแม้จะมีดุลบัญชีเดินสะพัดที่ขาดดุลมากกว่าหลายประเทศ เนื่องจากมีเงินไหลเข้ามาซื้อหุ้นกว่า 1.6 แสนล้านบาท (รูปที่ 9) ซึ่งเกิดจากผลตอบแทนในตลาดโลกที่ปรับตัวแย่ลงจากการปรับขึ้นดอกเบี้ยของธนาคารกลาง เมื่อมองไปในระยะข้างหน้าหากเศรษฐกิจต่างประเทศเข้าสู่ภาวะถดถอย เงินเฟ้อถึงจุดสูงสุด และเศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวขึ้นอาจทำให้การคาดการณ์ผลตอบแทนตลาดหุ้นต่างประเทศเริ่มปรับตัวในทิศทางที่ดีขึ้น และเงินที่เข้ามาลงทุนในไทยสามารถไหลออกจากไทยอย่างรวดเร็วได้ ซึ่งเป็นประสบการณ์ที่เคยเกิดขึ้นมาแล้วในช่วงปี 2015 ในกรณีนี้การเกินดุลบัญชีเดินสะพัดอาจยังมีขนาดไม่ใหญ่พอที่จะช่วยพยุงค่าเงินบาทไว้ได้
- C) สถานการณ์เศรษฐกิจโลกที่มีแนวโน้มจะเข้าสู่ภาวะ Stagflation เป็นปัจจัยสำคัญที่จะทำให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างไทยกับต่างประเทศค้างอยู่ในระดับสูง ซึ่งจะทำให้ค่าเงินบาทมีความผันผวนได้

5) ถ้าโลกลดดอกเบี้ยปีหน้า ไทยยังจำเป็นต้องขึ้นดอกเบี้ยหรือไม่

อัตราดอกเบี้ยนโยบายไทยมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น “อย่างค่อยเป็นค่อยไป” ต่อเนื่องไปในปีหน้า และจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจในประเทศ ในช่วงที่ผ่านมาประเทศไทยยังถือเป็นหนึ่งในประเทศที่ปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นช้ามากที่สุดในโลก (รูปที่ 10) และยังไม่ถึงระดับที่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจตามทฤษฎี หรืออัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงยังคงอยู่ในแดนติดลบมากกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค ด้วยระดับเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับสูง KKP Research ประเมินว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะยังจำเป็นต้องปรับดอกเบี้ยขึ้นอย่างต่อเนื่องในปีหน้า โดยเป็นการขึ้นต่อเนื่องครั้งละ 25bps จนถึงระดับ 2.25% ในช่วงไตรมาส 3 ปีหน้าโดยไทยจะถือเป็นประเทศท้าย ๆ ที่ยังคงต้องปรับดอกเบี้ยขึ้นมากกว่าประเทศอื่น ๆ จากการปรับดอกเบี้ยที่ค่อนข้างช้าในช่วงที่ผ่านมา ในขณะที่ธนาคารกลางสหรัฐน่าจะหยุดปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงไตรมาสแรกในปี เมื่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ที่ประมาณ 5%

รูปที่ 10: ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยของไทยและสหรัฐ 4 ปี ขนาดใหญ่ขึ้นเรื่อย ๆ เนื่องจากไทยปรับดอกเบี้ยช้า

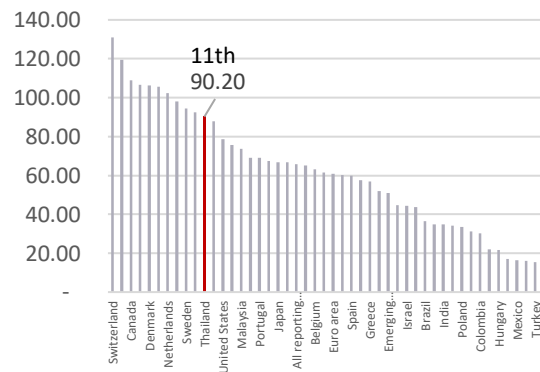
อัตราดอกเบี้ยนโยบายไทยเทียบกับสหรัฐอเมริกา



ที่มา: BoT, FED, KKP Research

รูปที่ 11: หนี้ครัวเรือนของไทยยังเป็นปัญหาที่น่ากังวลจากระดับหนี้ที่อยู่ในกลุ่มสูงที่สุดในโลก

สัดส่วนหนี้ครัวเรือนต่อ GDP



ที่มา: BIS, KKP Research

การปรับขึ้นดอกเบี้ยในภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว เป็นความท้าทายเชิงนโยบายที่เราหลีกเลี่ยงไม่ได้ เพราะแม้เศรษฐกิจไทยจะยังไม่ฟื้น แต่ด้วยเศรษฐกิจที่มีลักษณะเป็นเศรษฐกิจเปิดขนาดเล็กและมีตลาดการเงินที่เชื่อมโยงกับโลก การขึ้นดอกเบี้ยจากต่างประเทศจะสร้างแรงกดดันให้ไทยต้องขึ้นดอกเบี้ยตามไปด้วย นับเป็นหนึ่งในช่วงเวลาที่เป็นความท้าทายอย่างมากของธนาคารกลางในการจัดการกับปัญหาเศรษฐกิจ ปัญหาสำคัญ คือ ดอกเบี้ยจะเป็นต้นทุนขนาดใหญ่ต่อเศรษฐกิจจากภาระหนี้ของครัวเรือนที่ปัจจุบันอยู่ในระดับที่สูงมาก (รูปที่ 11) การปรับดอกเบี้ยขึ้นในภาวะที่เศรษฐกิจชะลอตัวและหนี้สูง จะเพิ่มความเสี่ยงต่อความสามารถในการชำระหนี้และอาจทำให้หนี้เสียทยอยปรับตัวสูงขึ้นในปีหน้าได้

จีนอาจจะยังไม่สามารถเปิดประเทศได้ในระยะสั้น

ปัจจัยบวกที่จะส่งผลให้เศรษฐกิจไทยสามารถเติบโตได้ดีกว่าที่ KKP Research ประเมินไว้อย่างมีนัยยะสำคัญ คือ หากจีนสามารถกลับมาเปิดประเทศได้เร็วและภาคการท่องเที่ยวสามารถกลับมาฟื้นตัวได้ ในปัจจุบันเราประเมินว่าจำนวนนักท่องเที่ยวในปี 2023 จะกลับเข้ามาได้ 19.2 ล้านคน ซึ่งเป็นตัวเลขที่นับรวมผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจถดถอยไปแล้วบางส่วน ในจำนวนนี้คาดการณ์ว่านักท่องเที่ยวจีนจะยังกลับเข้ามาได้เพียง 1 ล้านคนในช่วงปลายปีเท่านั้น เทียบกับระดับประมาณ 11 ล้านคนต่อปี

ในช่วงก่อนการระบาดของโควิด -19 โดยหากนักท่องเที่ยวจีนกลับมาได้เร็วและมากกว่าที่คาด ทุก ๆ 1 ล้านคนจะส่งผลให้ GDP เติบโตเพิ่มขึ้นประมาณ 0.2%

อย่างไรก็ตาม KKP Research ยังประเมินว่าโอกาสที่จีนจะเปิดประเทศได้เร็วยังมีน้อย โดยในช่วงที่ผ่านมาเห็นได้ชัดเจนว่าเมื่อจีนเริ่มมีการผ่อนคลายมาตรการการควบคุมโควิดลง ทำให้จำนวนผู้ติดเชื้อสูงขึ้น ความท้าทายสำคัญ คือ ประชากรจำนวนมากยังไม่ได้รับวัคซีน MRNA โดยเฉพาะกลุ่มผู้สูงอายุ จึงมีโอกาสมืออาชีพที่แข็งแกร่งกว่าและสร้างแรงกดดันต่อระบบสาธารณสุขได้ การเปิดประเทศของจีนจึงจะไม่สามารถดำเนินการได้อย่างราบรื่นในระยะสั้น และน่าจะต้องใช้เวลาเตรียมการโดยเฉพาะการฉีดวัคซีนให้กับประชากรอย่างทั่วถึงเพื่อลดความเสี่ยงต่อระบบสาธารณสุขลง ทำให้โอกาสที่จีนจะเริ่มกลับมาเปิดประเทศได้อย่างเร็วที่สุดในช่วงครึ่งหลังของปี 2023

สภาพคล่องล้นระบบ ลดปัญหาเสถียรภาพระบบการเงิน

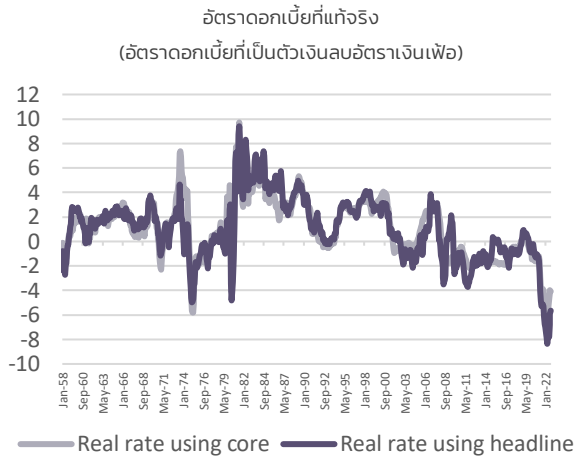
อีกหนึ่งปัญหาที่น่ากังวล คือ เสถียรภาพระบบการเงิน (Financial Stability) ของเศรษฐกิจโลกตามที่ IMF ออกมาเตือนในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งเป็นต้นเหตุที่ทำให้เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอยแบบรุนแรงมาตลอดในอดีต การปรับขึ้นดอกเบี้ยอย่างรวดเร็วในรอบปัจจุบันอาจสร้างความเสี่ยงต่อจุดเปราะบางทางเศรษฐกิจที่มีการพูดถึงกันใน 4 ประเด็น คือ

- 1) เสถียรภาพในตลาดอสังหาริมทรัพย์ ในช่วงที่ผ่านมาราคาบ้านเกือบทุกประเทศในโลกปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว และสูงเกินกว่าช่วงวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ปี 2008 เมื่ออัตราดอกเบี้ยปรับตัวสูงขึ้น เศรษฐกิจปรับตัวชะลอตัวลง กำลังซื้อลดลง ทำให้คนเริ่มมีความกังวลเกี่ยวกับผลกระทบต่อตลาดอสังหาริมทรัพย์มากขึ้น โดยเฉพาะอสังหาในประเทศจีนที่มีแนวโน้มส่งผลกระทบต่อภาคธนาคารอย่างมีนัยยะสำคัญ
- 2) เสถียรภาพในตลาดเกิดใหม่ ในภาพรวมตลาดเกิดใหม่มีความแข็งแกร่งมากขึ้นจากเงินสำรองระหว่างประเทศที่สูงขึ้น หนี้ต่างประเทศที่ไม่สูงเท่าในอดีต อย่างไรก็ตามยังมีกลุ่มประเทศ Frontier market ที่เจอกับปัญหาอยู่จากเสถียรภาพต่างประเทศที่อยู่ในระดับต่ำ แต่น่าจะไม่ลุกลามเป็นวงกว้าง
- 3) ปัญหาสภาพคล่องในตลาดการเงิน มีการปรับตัวแย่งกันขังขาดเงิน ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดคือตัวอย่างของประเทศอังกฤษในตลาดพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งทำให้เกิดความผันผวนในตลาดการเงินเป็นอย่างมาก ทำให้ธนาคารกลางอังกฤษต้องกลับเข้ามาช่วยไม่ให้ปัญหาลุกลาม
- 4) ปัญหาเสถียรภาพในภาคธุรกิจ (Corporate Sector) ในภาวะที่ดอกเบี้ยขาขึ้นและเศรษฐกิจชะลอตัวลง โดยเฉพาะตัวเลข Corporate Profit ในจีนที่ปรับตัวติดลบอย่างมากอาจส่งผลกระทบต่อปัญหาความสามารถในการจ่ายเงินของบริษัทโดยเฉพาะบริษัทขนาดเล็ก ซึ่งสะท้อนผ่าน Credit Spread ที่เริ่มปรับตัวสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา

เงินเฟ้อค้ำสูง หรือ ถดถอยรุนแรง ?

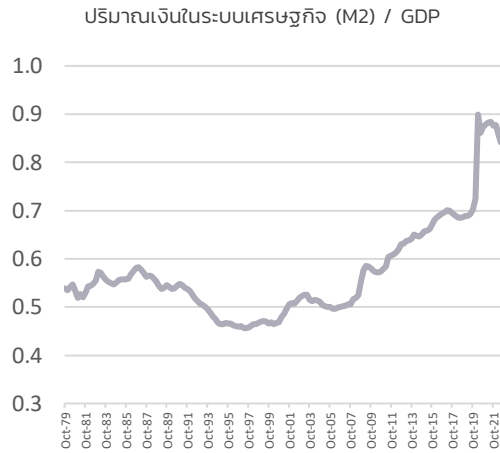
เศรษฐกิจในปีหน้าเป็นหนึ่งในช่วงเวลาที่มีความไม่แน่นอนสูงมากและมีสัญญาณเศรษฐกิจที่คลุมเครือ แต่ค่อนข้างชัดเจนว่าเศรษฐกิจโลกกำลังจะเจอกับปัญหาในสองทาง คือ หากเศรษฐกิจโลกชะลอตัวลงแต่ไม่ถึงกับถดถอยรุนแรงโลกจะเผชิญหน้ากับความเสถียรที่เงินเฟ้อจะค้ำสูงนาน หรือในอีกกรณีหนึ่งหากเกิดสถานการณ์ที่ไม่คาดคิดที่กระทบต่อเสถียรภาพก็จะทำให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอยรุนแรงได้ทันที ซึ่งในทั้งสองกรณีนี้ถือเป็นสถานการณ์ที่จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยได้

รูปที่ 12: อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงยังอยู่ในระดับที่ติดลบ หรือ การขึ้นดอกเบี้ยอาจยังไม่พอเพื่อชะลอเศรษฐกิจ



ที่มา: FRED, KKP Research

รูปที่ 13: ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเทียบกับ GDP เพิ่มขึ้นอย่างมากในช่วงหลังโควิด และยังคงอยู่ในระดับสูง



ที่มา: FRED, KKP Research

KKP Research ประเมินว่า มีโอกาสไม่มากนักที่จะเกิดกรณีเลวร้ายปัญหาเสถียรภาพระบบการเงินนำไปสู่ความเสี่ยงเชิงระบบ (Systemic Risk) และภาวะเศรษฐกิจถดถอยรุนแรง จากเหตุผลสำคัญ คือ สภาพคล่องในตลาดที่ยังค้างอยู่ในระดับสูงสะท้อนจากปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ โดยข้อมูลในอดีตสะท้อนว่าวิกฤติในภาคการเงิน (Financial Crisis) มักมีสาเหตุมาจากปัญหาสภาพคล่องเป็นหลัก ในขณะที่ปัจจุบันสภาพคล่องยังคงล้นระบบอยู่ (รูปที่ 12 และ รูปที่ 13) ยิ่งไปกว่านั้นหากเกิดสถานการณ์เลวร้ายขึ้นจริง ธนาคารกลางสามารถใช้เครื่องมือนโยบายการเงินใหม่ ๆ ที่สามารถอัดฉีดสภาพคล่องเฉพาะจุดเพื่อสนับสนุนตลาดเพื่อป้องกันความเสี่ยงในการเกิดวิกฤติและความเสี่ยงเชิงระบบได้

เราประเมินว่าเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มสูงที่จะอยู่ในภาวะ “Stagflation” ก่อนอย่างน้อยในระยะสั้นมากกว่าภาวะที่จะเป็น “Deep Recession” หรือเศรษฐกิจถดถอยรุนแรงจากความเสี่ยงเสถียรภาพระบบการเงิน อย่างไรก็ตามการอัดฉีดสภาพคล่องอาจเป็นการลากปัญหาเงินเฟ้อให้ยาวขึ้นและต้องขึ้นดอกเบี้ยตามหลังซึ่งเพิ่มความเสี่ยงของภาวะเศรษฐกิจถดถอยรุนแรงในเวลาต่อมาได้

สถานการณ์เศรษฐกิจโลกและไทยที่มีความไม่แน่นอนสูง และความเสี่ยงของภาวะ Stagflation จะส่งผลให้ประเทศไทยยังเจอความท้าทายต่อทั้งภาพการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ และการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจในระยะต่อไป นโยบายการเงินจะยังคงมีบทบาทสำคัญที่ต้องชั่งน้ำหนักระหว่างประโยชน์และผลกระทบต่อเศรษฐกิจ เงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยน เสถียรภาพระบบการเงิน อยากรอบคอบเพื่อปิดความเสี่ยงด้านต่ำต่อเศรษฐกิจ และช่วยประคองให้เศรษฐกิจในปีหน้าสามารถฟื้นตัวอย่างมีเสถียรภาพได้