

August 31, 2023

KKP Research

เมื่อต้องเกี่ยวพันไม่พอช่วย
เศรษฐกิจไทย



KKP Research

โดยกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร

พิพัฒน์ เหลืองนฤมิตชัย

กรรมการผู้จัดการ หัวหน้านักเศรษฐศาสตร์

ณชา อนันต์โชติกุล

ผู้อำนวยการอาวุโส หัวหน้าฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์

ลัทธิศักดิ์ ลากอุดมการ

นักวิเคราะห์

เคนเน็ท โดแนลด์ นิลเว

นักวิเคราะห์

อารยา กาญจนะช

นักวิเคราะห์

บุรกร กิพย์สกุลชัย

นักวิเคราะห์

ณัฐนิชา เทพพรพิทักษ์

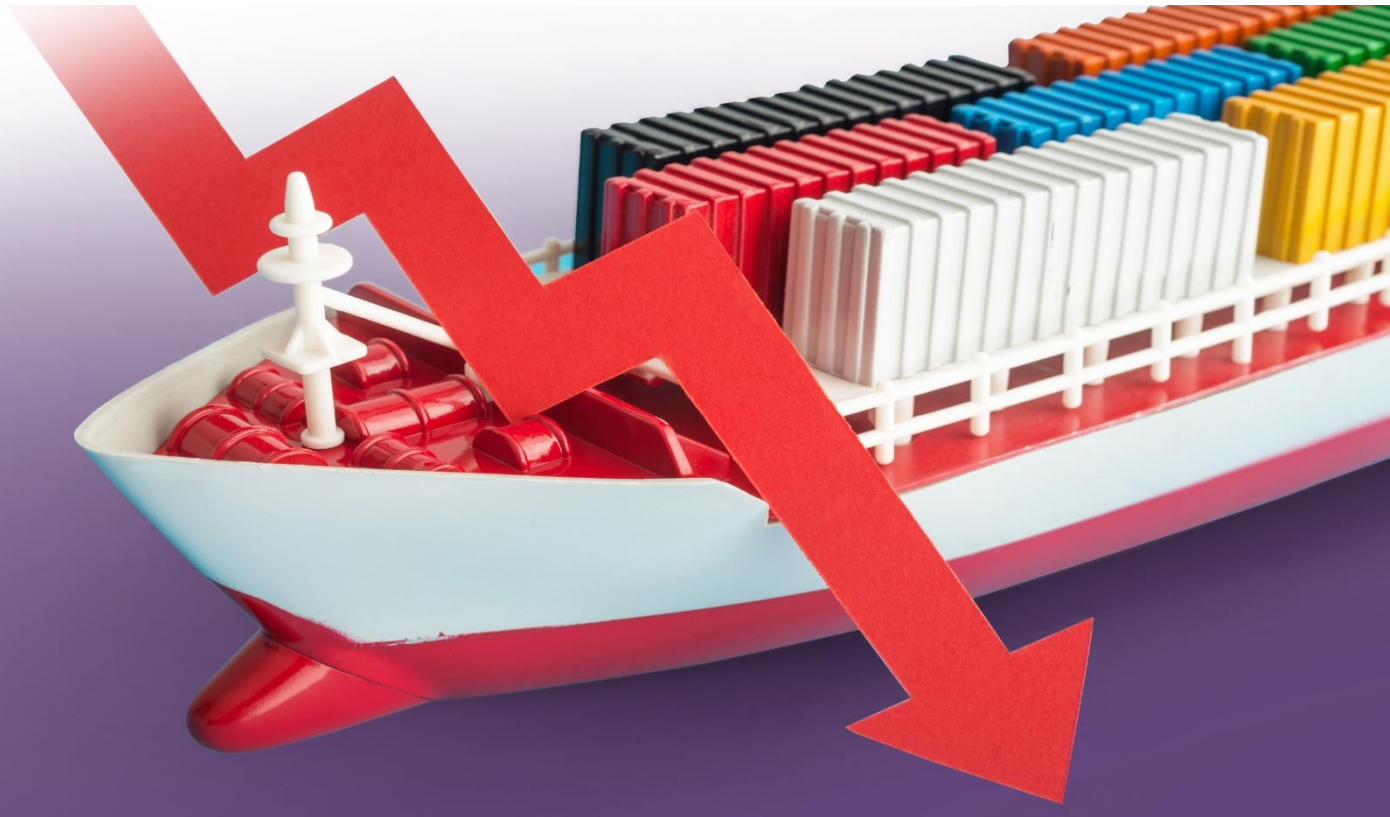
นักวิเคราะห์

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ทั้งนี้ ข้อคิดเห็นที่ปรากฏเป็นความคิดเห็นของฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์ไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร เว้นแต่จะได้แจ้งไว้และขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงข้อมูลและความคิดเห็นโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

KKP Research

August 31, 2023

เมื่อท่องเที่ยวฟื้นไม่พอช่วยเศรษฐกิจไทย



KEY TAKEAWAYS :

- KKP Research โดยกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทรวิเคราะห์ ตัวเลข GDP ไตรมาส 2 ต่ำกว่าคาดตามการผลิตในภาคอุตสาหกรรมที่หดตัว สะท้อนทิศทางเศรษฐกิจที่ยังคงอ่อนแอ ทำให้ KKP Research ปรับประมาณการณ์ตัวเลขการเติบโตของ GDP ในปี 2023 เหลือ 2.8% และจะฟื้นตัวอย่างช้า ๆ ในปี 2024 โดยเติบโตได้ 3.3%
- แม้ตัวเลขในฝั่งการใช้จ่ายจะเติบโตได้ดีกว่าที่ตัวเลขที่วัดจากฝั่งการผลิตมาก แต่ KKP Research ประเมินว่าการเติบโตของการบริโภคในช่วงที่ผ่านมามีลักษณะกระจุกตัวและในระยะข้างหน้ายังมีปัจจัยลบต่อการบริโภคในประเทศมากขึ้น ตามสิ้นเชื่อกว่าที่ชะลอตัวลง ในขณะที่เศรษฐกิจโลกที่เติบโตไปคนละทางโดยจีนชะลอ แต่สหรัฐ ฯ เติบโตได้ดี จะทำให้ภาคการท่องเที่ยวและภาคการส่งออกไทยยังคงฟื้นตัวอย่างช้า ๆ
- ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างไทยและสหรัฐ ฯ และดุลบัญชีเดินสะพัดไทยที่เกินดุลลดลงตามดุลการค้าที่เกินดุลลดลง จะทำให้ค่าเงินบาทยังคงผันผวนในระยะสั้น ในขณะที่ KKP Research คงการคาดการณ์ว่า กนง. จะหยุดขึ้นดอกเบี้ยที่ 2.25% ตามเงินเฟ้อและเศรษฐกิจที่ชะลอลงกว่าคาด
- KKP Research มองว่า 3 นโยบายที่จะถูกผลักดันทันทีในปีแรกและมีผลกระทบต่อเศรษฐกิจในวงกว้างได้แก่ (1) นโยบายกระเป๋าเงินดิจิทัล 10,000 บาท ซึ่งมีต้นทุนประมาณ 5.5 แสนล้านบาท และมีโอกาสทำให้ GDP ในปี 2024 เติบโตได้มากขึ้นประมาณ 1% - 1.2% (2) นโยบายพักหนี้ อาจมีต้นทุนตั้งแต่ 2 หมื่นล้านบาทจนถึงหลายแสนล้านบาท และ (3) นโยบายลดค่าครองชีพ โดยเฉพาะค่าไฟฟ้า

เมื่อกองเกี่ยวพันไม่พอช่วยเศรษฐกิจไทย

ตัวเลข GDP ไตรมาส 2 ออกมาค่อนข้างต่ำและชี้ว่าเศรษฐกิจไทยฟื้นตัวช้า และชะลุดี้นมากกว่าที่หลายฝ่ายคาดไว้ โดยเติบโตเพียง 1.8% เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 3.1% ทำให้ตัวเลข GDP ทั้งปีมีความเสี่ยงที่จะโตต่ำกว่าที่ตลาดประเมินได้ค่อนข้างมาก ตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมา สวนทางกับการคาดการณ์ในช่วงต้นปีว่าเศรษฐกิจไทยน่าจะฟื้นตัวได้ดีจากนักท่องเที่ยวที่คาดว่าจะกลับมาฟื้นตัวและการส่งออกที่จะได้รับแรงสนับสนุนหลังการเปิดเมืองของจีน และยังมีภาพคล้ายกับที่ประเมินไว้ว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยมีความเปราะบางและแตกต่างกันในแต่ละภาคเศรษฐกิจ โดยภาคการผลิตและการส่งออกหดตัวอย่างมีนัยสำคัญในช่วงครึ่งแรกของปีในขณะที่การท่องเที่ยวฟื้นตัวต่อเนื่อง แต่อาจจะยังไม่ได้ส่งผลบวกในวงกว้างต่อภาพรวมเศรษฐกิจไทย

การเติบโตที่อ่อนแอกว่าคาดมีสาเหตุมาจากทั้งสถานการณ์เศรษฐกิจจีนที่ไม่ได้ฟื้นตัวได้มากนักหลังเปิดประเทศ และเศรษฐกิจในประเทศได้รับผลกระทบจากปัญหาหนี้ครัวเรือน ทิศทางอัตราดอกเบี้ยขาขึ้น และความไม่แน่นอนของการเมืองในประเทศ ตัวเลขที่ออกมาต่ำกว่าคาดทำให้ KKP Research ปรับประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจลงจาก 3.3% เป็น 2.8% สำหรับปี 2023 และจาก 3.6% เป็น 3.3% ในปี 2024 โดยปรับตัวเลขนักท่องเที่ยวและการลงทุนภาคเอกชนลงเล็กน้อย ในขณะที่ยังคงตัวเลขการส่งออกติดลบในปี

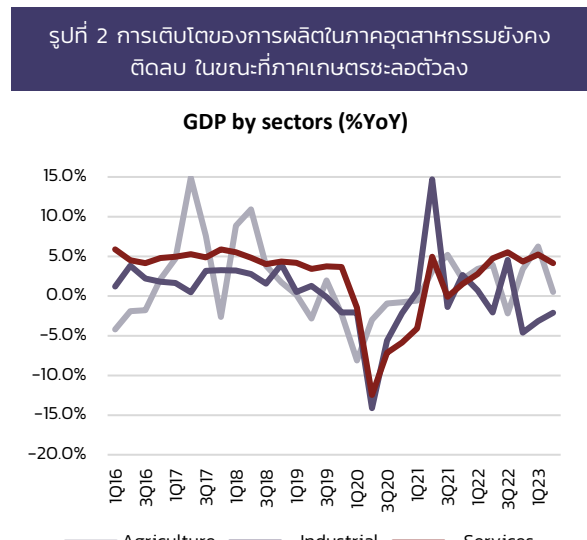
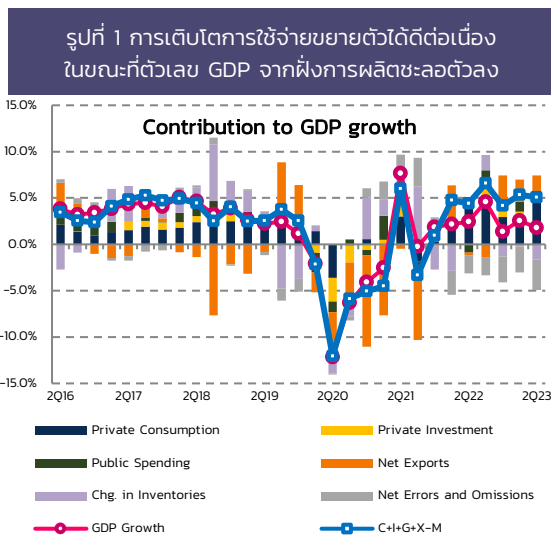
ตารางที่ 1 ตารางการคาดการณ์ GDP และตัวแปรเศรษฐกิจหลัก ปี 2023 และ 2024

%YoY	2022	Previous Forecast		Current Forecast	
		2023E	2024E	2023E	2024E
Real GDP	2.6	3.3	3.6	2.8	3.3
Private Consumption	6.3	2.8	3.0	4.5	3.0
Government Consumption	0.0	-1.0	1.5	-1.0	1.5
Gross Fixed Capital Formation	2.3	2.8	2.4	1.4	3.0
Private	5.1	2.7	1.7	2.0	3.0
Public	-4.9	1.0	3.0	1.0	3.0
Exports of Goods	1.3	-3.1	3.2	-3.1	1.5
Export of Services	65.7	69.7	22.8	59.8	26.8
Import of Goods	5.4	0.3	3.3	-1.7	2.3
Import of Services	-0.5	17.4	9.8	8.9	12.3
Current account (US\$ bn)	-9.5	1.6	15.5	4.8	15.3
as % of GDP	-1.9	0.3	2.7	0.9	2.7
Headline CPI	6.0	1.8	1.9	1.6	1.7
Policy rate	1.25	2.25	2.00	2.25	2.00
Tourist arrivals (Mn persons)	11.0	29.8	39.7	29.5	37.9

ที่มา: KKP Research

การเติบโตของ GDP ด้านการใช้จ่ายปรับตัวขึ้นมาก สวนทางกับ GDP ด้านการผลิต

ตัวเลขที่ออกมาทำให้เกิดคำถามเกี่ยวกับการประเมินสภาพเศรษฐกิจที่แท้จริง โดยหากดูตัวเลข GDP ในฝั่งการใช้จ่าย (Expenditure side) พบว่าสามารถเติบโตได้ดีกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตมาก โดยเฉพาะการเติบโตของการบริโภคภาคเอกชนและการส่งออกภาคบริการซึ่งได้รับแรงส่งจากการฟื้นตัวของการท่องเที่ยว (รูปที่ 1) ในขณะที่ภาคการส่งออกสินค้ายังคงมีทิศทางหดตัวต่อเนื่อง เมื่อนับรวมการเติบโตในฝั่งการใช้จ่ายจะพบว่าในไตรมาสที่ผ่านมาการเติบโตของการใช้จ่ายรวม (Total expenditure) ซึ่งประกอบไปด้วยการบริโภค การใช้จ่ายภาครัฐ การลงทุน และการค้าระหว่างประเทศ (C+I+G+X-M) เติบโตถึง 6.7%

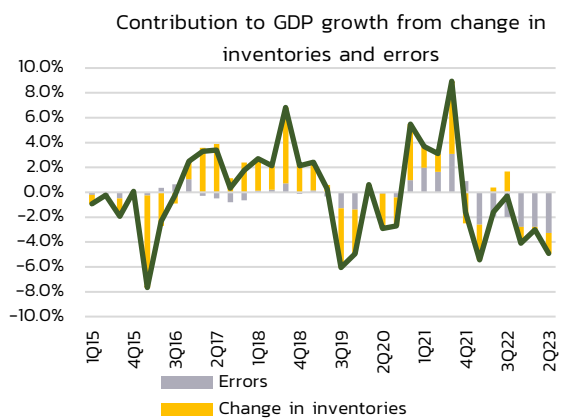


การเติบโตที่สูงนี้เป็นการเติบโตที่สวนทางกับตัวเลข GDP ที่วัดจากฝั่งภาคการผลิต (Production side) ที่ชะลอตัวลง โดยการผลิตในกลุ่มภาคอุตสาหกรรมหดตัวลง 2.1% และภาคเกษตรมีทิศทางที่ชะลอตัวลงชัดเจนจาก 6.2% ในไตรมาสก่อนเป็น 0.5% ในไตรมาสนี้ (รูปที่ 2) ในขณะที่ภาคบริการยังฟื้นตัวต่อเนื่องตามการท่องเที่ยวทำให้ตัวเลข GDP ที่วัดจากฝั่งภาคการผลิตเติบโตได้เพียง 1.8% เท่านั้นความแตกต่างกันระหว่าง GDP ฝั่งการใช้จ่ายและฝั่งการผลิต มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ ในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งเกิดจาก 2 ส่วนหลัก คือ

1) การเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง (Change in inventory) ตัวเลข GDP โดยนิยามคือมูลค่าของสินค้าและบริการที่ถูกผลิตขึ้นในระยะเวลาหนึ่ง แต่สามารถวัดได้จากทั้งการผลิตและการใช้จ่าย โดยปกติการวัดตัวเลข GDP จากฝั่งการผลิตและการใช้จ่ายจะไม่เท่ากันอยู่แล้วเพราะในช่วงเวลาหนึ่งสินค้าที่ผลิตไม่จำเป็นต้องถูกซื้อไปทั้งหมด หรือในทางกลับกันการใช้จ่ายที่เกิดขึ้นอาจเป็นการซื้อของจากคลังสินค้าที่ผลิตมาในช่วงก่อนหน้าแล้วไม่ได้ผลิตเพิ่มในไตรมาสนั้น ๆ ส่วนต่างดังกล่าวจะสะท้อนอยู่ในการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง ซึ่งในไตรมาสที่ผ่านมาการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลังติดลบ สะท้อนว่าบริษัทเริ่มลดกำลังการผลิตลงและระบายสินค้าออกอย่างไรก็ตาม ถึงแม้จะนับรวมการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลังแล้ว ส่วนต่างระหว่างตัวเลข GDP ฝั่งการผลิตและฝั่งการผลิต ก็ยังแตกต่างกันอยู่ค่อนข้างมาก

(2) ค่าคลาดเคลื่อนทางสถิติ (Statistical discrepancy หรือ Errors) ซึ่งเป็นส่วนที่ไม่สามารถอธิบายที่มาที่ไปได้ชัดเจน โดยอาจเกิดจากค่าคลาดเคลื่อนจากการคำนวณ GDP ด้วยวิธี Chain Volume Measures (CVM) และค่าคลาดเคลื่อนจากการสำรวจที่ไม่ตรงกัน โดยปกติค่าคลาดเคลื่อนควรมีขนาดเล็กและควรจะมีค่าเฉลี่ยใกล้ศูนย์ ซึ่งจะไม่ส่งผลกระทบต่อทิศทางของ GDP แต่ในช่วงที่ผ่านมาค่าคลาดเคลื่อนมีทิศทางที่เป็นลบอย่างต่อเนื่องและมีขนาดใหญ่ขึ้นเรื่อย ๆ โดยในไตรมาสล่าสุดส่งผลต่อ GDP ถึง 3.3% (รูปที่ 3)

รูปที่ 3 การเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลังและค่าความคลาดเคลื่อนส่งผลต่อ GDP ต่อเนื่อง



ที่มา: NESDC, KKP Research

การประเมินภาวะเศรษฐกิจผ่านตัวเลข GDP ในระยะหลังจึงทำได้ค่อนข้างยาก จากตัวเลขในแต่ละองค์ประกอบที่มีทิศทางที่แตกต่างกันและมีส่วนที่อธิบายไม่ได้ค่อนข้างใหญ่ การวิเคราะห์เศรษฐกิจโดยดูเฉพาะตัวเลข GDP เพียงอย่างเดียวจะมีประโยชน์น้อยลงและจำเป็นต้องพิจารณาตัวเลขในมิติอื่น ๆ ประกอบไปด้วย

ตัวเลข Error ที่ใหญ่กว่าปกติสะท้อนอะไร ?

ตัวเลขที่แตกต่างกันสะท้อนผ่านค่าคลาดเคลื่อนทางสถิติที่ใหญ่กว่าปกติมากและเป็นไปในทิศทางเดียวกันมาหลายไตรมาส โดยในไตรมาสที่ผ่านมาส่งผลต่อ GDP มากถึง 3.3% KKP Research ประเมินว่าปัญหานี้อาจสะท้อนปัญหาการวัดข้อมูลบางอย่างที่ไม่ถูกต้องทำให้ตัวเลขเศรษฐกิจไม่สอดคล้องกันและประเมินได้ยาก โดยคาดการณ์ว่า 2 ปัจจัยที่เป็นไปได้ คือ

- (1) การวัดปริมาณของสินค้าคงคลังที่คลาดเคลื่อน ทำให้การลดลงของปริมาณสินค้าคงคลังน้อยกว่าที่ควรจะเป็น ซึ่งหากย้อนไปดูช่วง COVID ตั้งแต่ปี 2020 เป็นต้นมาจนถึงข้อมูลไตรมาสแรกในปีนี้เป็นปริมาณสินค้าคงคลังปรับเพิ่มขึ้นสุทธิแล้วกว่า 1.7 ล้านล้านบาท หรือประมาณ 1% ของ GDP ซึ่งในช่วงที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจเริ่มฟื้นกลับมาเป็นปกติ น่าจะเห็นธุรกิจเริ่มระบายสินค้าคงคลังออกมามากขึ้น แต่สินค้าคงคลังกลับมีปริมาณเพิ่มขึ้น

ต่อเนื่องมาตั้งแต่ไตรมาส 4 ปี 2020 ขณะที่ในไตรมาสสองนี้กลับเห็นสินค้าคงคลังลดลงเพียง 9.5 หมื่นล้านบาทเท่านั้น จึงเป็นไปได้ที่ส่วนหนึ่งของค่าคลาดเคลื่อนทางสถิติที่ใหญ่เป็นพิเศษในไตรมาสนี้อาจเป็นการลดลงของสินค้าคงคลังที่ตัวเลขทางการไม่สามารถวัดได้อย่างแม่นยำ

- (2) มีข้อจำกัดในการสุ่มเก็บข้อมูลจากทั้งฝั่งการผลิตและการใช้จ่ายมากขึ้น จากโครงสร้างเศรษฐกิจที่เปลี่ยนไปหลังโควิด เช่น ภาคบริการที่เปลี่ยนโครงสร้างของผู้ประกอบการไป หรืออาจมีการนำเข้าที่ไม่ได้บันทึกในสถิติของทางการมากขึ้น ทำให้มีการบันทึกการนำเข้าสินค้าที่น้อยเกินไป ยกตัวอย่างเช่น มีข่าวการลักลอบนำเข้าเนื้อหมูเถื่อนในช่วงเดือนที่ผ่านมา มูลค่าการนำเข้าดังกล่าวอาจจะไม่ถูกบันทึกในระบบ หากมีนัยสำคัญ อาจทำให้ GDP ฝั่งการใช้จ่ายสูงกว่าฝั่งการผลิตมากกว่าที่ควรจะเป็น และทำให้ตัวเลข Error มีขนาดใหญ่ขึ้นได้

อย่างไรก็ตาม ค่าความคลาดเคลื่อนส่วนหนึ่งถูกอธิบายด้วยการสร้างตัวเลข GDP แบบ Chain Volume Measures (CVM) ซึ่งทำให้องค์ประกอบของ GDP แต่ละส่วนไม่สามารถนำมาบวกกันได้โดยตรงและทำให้ตัวเลขมีความแตกต่างกันได้ แต่โดยปกติตัวเลขความคลาดเคลื่อนควรจะอยู่ในระดับไม่สูงมากและโดยเฉลี่ยแล้วควรใกล้เคียง 0 ค่าความคลาดเคลื่อนที่ติดลบติดกันหลายไตรมาสทำให้การประเมินทิศทางเศรษฐกิจในระยะต่อไปทำได้ยากขึ้น

การบริโภคอาจไม่ด้อย่างที่เห็น

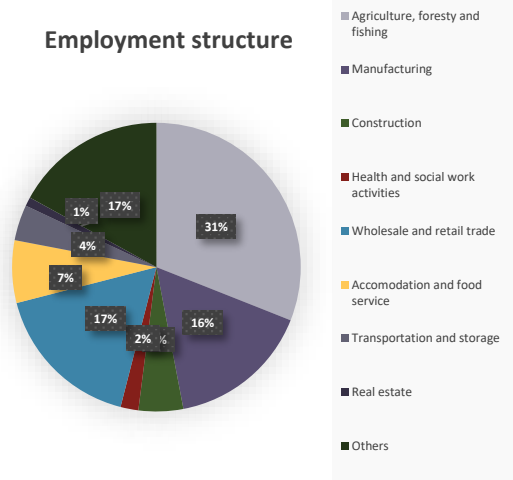
ตัวเลขการบริโภคภาคเอกชนในไตรมาส 2 ที่ผ่านมาเติบโตได้ดีมากอย่างไม่เคยเห็นมาก่อน โดยเฉพาะในช่วงเวลาที่ภาคการผลิตชะลอตัวลงเช่นในปัจจุบัน KKP Research ตั้งข้อสังเกตว่าตัวเลขการเติบโตของการบริโภคที่โตขึ้นอย่างก้าวกระโดดอาจไม่ได้สะท้อนว่าเศรษฐกิจฟื้นตัวได้ดีในภาพรวม หากมองจากมุมมองของการจ้างงาน การจ้างงานในภาคอุตสาหกรรมมีสัดส่วนถึง 16% ของการจ้างงานทั้งหมด ซึ่งเป็นภาคส่วนที่ได้รับผลกระทบจากการชะลอตัวของภาคการส่งออก ในขณะที่ภาคบริการที่เกี่ยวข้องการท่องเที่ยวที่อาจได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวโดยตรงมีเพียง 11% (รูปที่ 4) ซึ่งทำให้ในภาพรวมแล้วการจ้างงานอาจไม่ได้ฟื้นตัวแข็งแกร่งอย่างที่สะท้อนในการเติบโตของการบริโภค KKP Research มีข้อสังเกตเกี่ยวกับตัวเลขการบริโภคที่สำคัญ 2 ประเด็น คือ

(1) เครื่องจักรการบริโภคหลายตัวมีทิศทางชะลอลง แม้การบริโภคใน GDP จะขยายตัวได้ดี แต่ตัวชี้วัดอื่น ๆ ด้านการบริโภคนั้นไม่ได้ฟื้นตัวได้ดีมากนัก ตัวอย่างเช่น ตัวเลขยอดขายปลีกของบริษัทขนาดใหญ่ (Same store sale growth, SSSG) ที่มีทิศทางชะลอลง หรือภาษีที่เก็บได้จากภาษีมูลค่าเพิ่มที่ปรับตัวลดลง ข้อมูลเหล่านี้ยังสะท้อนว่าการเติบโตของการบริโภคมีแนวโน้มเป็นการเติบโตที่กระจุกอยู่ในบางกลุ่มสินค้า และเป็นปัจจัยชั่วคราว เช่น การซื้อรถยนต์ EV ที่มีการออกโปรโมชั่นและรถยนต์ EV รุ่นใหม่ในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งมีแนวโน้มเป็นการบริโภคของกลุ่มคนรายได้ปานกลางถึงสูง ในขณะที่ภาคอื่น ๆ ของเศรษฐกิจ โดยเฉพาะกลุ่มคนรายได้น้อยอาจยังไม่ฟื้นตัวได้นัก

(2) ปัจจัยในระยะข้างหน้ายังคงเพิ่มแรงกดดันต่อการบริโภค โดยเฉพาะหนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูงและการชะลอการปล่อยกู้ของธนาคารพาณิชย์ หนี้ครัวเรือนของไทยอยู่ในระดับสูงเกือบมากที่สุดเมื่อเทียบกับประเทศอื่น ๆ ในเอเชียและสูงกว่าประเทศที่มีระดับรายได้ใกล้เคียงกันอย่างมาก ทำให้ในภาวะที่ดอกเบี้ยอยู่ในทิศทางขาขึ้นและภาวะทางการเงินตึงตัวขึ้น กำลังการจ่ายหนี้ของคนเริ่มปรับตัวแยกลงส่งผลกระทบต่อเนื่องถึงสัญญาณหนี้เสียที่เพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมา ธนาคารพาณิชย์ที่เริ่มกังวลมากขึ้นเกี่ยวกับคุณภาพสินเชื่อเริ่มชะลอการปล่อยกู้ทำให้สินเชื่อหดตัวลงในช่วงที่ผ่านมา (รูปที่ 5) ในระยะต่อไปการบริโภคโดยเฉพาะการบริโภคสินค้าคงทนมีโอกาสสูงที่จะชะลอลง

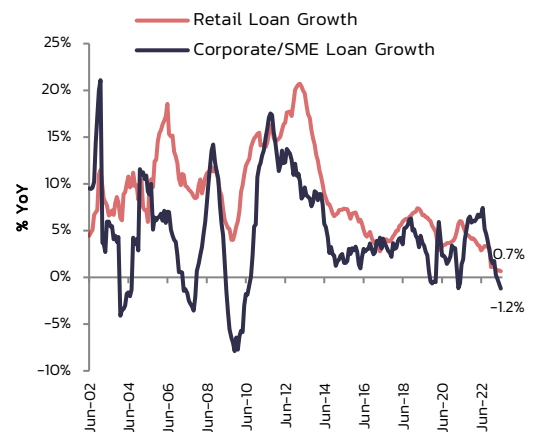
จากปัจจัยทั้งหมดทำให้ KKP Research ประเมินว่าตัวเลขการเติบโตของบริโภคภายในประเทศในครึ่งหลังของปีจะชะลอลงอย่างมีนัยสำคัญและทำให้ตัวเลขการบริโภคทั้งปีชะลอลงเหลือ 4.5% จากตัวเลขไตรมาส 2 ที่เติบโตได้ถึง 7.8% และในปี 2024 การบริโภคจะยังคงฟื้นตัวได้อย่างช้า ๆ โดยเติบโตประมาณ 3.0% อย่างไรก็ตามมีโอกาสที่การบริโภคจะเติบโตได้มากกว่านี้หากรัฐบาลมีนโยบายกระตุ้นการบริโภคขนาดใหญ่ ที่สำคัญ คือ การแจกเงินดิจิทัลวอลเล็ต 10,000 บาท (จะพูดถึงรายละเอียดในหัวข้อถัดไป) ในกรณีดังกล่าวจะทำให้การบริโภคสามารถขยายตัวได้เพิ่มขึ้นอีกประมาณ 2.5-3%

รูปที่ 4 การจ้างแรงงานกว่า 16% อยู่ในภาคการผลิต



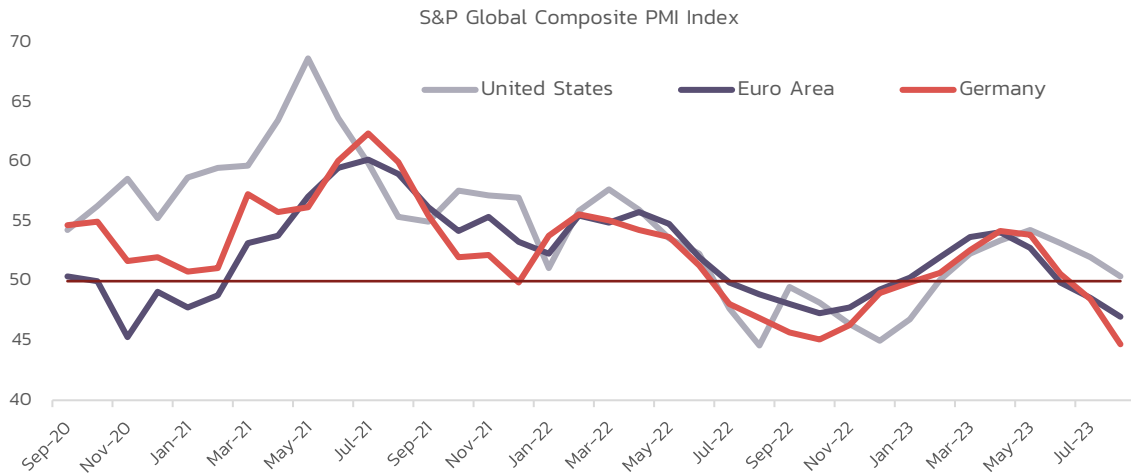
ที่มา: NSO, KKP Research

รูปที่ 5 การเติบโตของสินเชื่อในช่วงที่ผ่านมาทิศทางชะลอลง เพิ่มแรงกดดันทางลบต่อการบริโภค



ที่มา: BoT, KKP Research

รูปที่ 6: เศรษฐกิจเยอรมนีเริ่มส่งสัญญาณชะลอ จากโครงสร้างของเศรษฐกิจมีการพึ่งพาภาคการส่งออกสูงและไม่ได้มีอุปสงค์ในประเทศที่แข็งแกร่งเหมือนกับเศรษฐกิจสหรัฐฯ



ที่มา: S&P Global

โลกผันผวนกระทบไทย

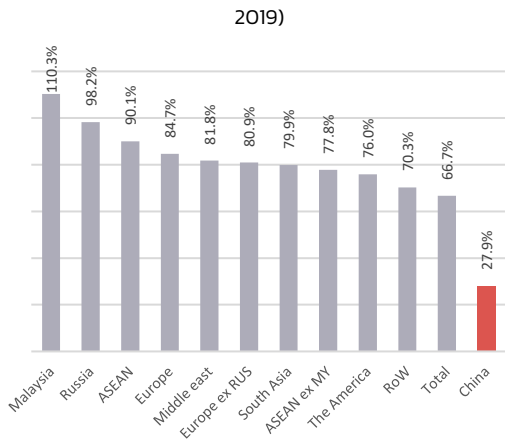
ทิศทางเศรษฐกิจโลกเปลี่ยนแปลงอย่างชัดเจนในช่วงที่ผ่านมา โดยมีการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญ คือ (1) เศรษฐกิจสหรัฐฯยังคงเติบโตได้ดีโดยได้รับแรงส่งจากการลงทุนภาคเอกชนและมาตรการส่งเสริมการลงทุนของรัฐ แม้ว่าธนาคารกลางสหรัฐฯ จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยขึ้นต่อเนื่อง (2) เศรษฐกิจจีนชะลอตัวลงจากปัญหาเชิงโครงสร้างในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่กำลังเผชิญกับภาวะอุปทานล้นตลาด และมีการสะสมปริมาณหนี้ที่สูงมาก (3) เศรษฐกิจยุโรปเริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวโดยเฉพาะในภาคการส่งออกและภาคการผลิต ส่วนหนึ่งจะผลกระทบจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจจีน สะท้อนวัฏจักรการเติบโตที่สวนทางกัน (Global Divergence)

เศรษฐกิจไทยมีโครงสร้างที่พึ่งพาต่างประเทศค่อนข้างมาก ทั้งภาคการส่งออกและการท่องเที่ยว ทำให้ในช่วงที่มีการระบาดของโควิด-19 เศรษฐกิจไทยเป็นหนึ่งในประเทศที่ได้รับผลกระทบรุนแรงมากที่สุดในโลก ในปัจจุบันสถานการณ์เศรษฐกิจโลกที่มีวัฏจักรที่สวนทางกันกำลังสร้างความไม่แน่นอนต่อเศรษฐกิจไทยมากขึ้นและนับเป็นความท้าทายอย่างมากต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยในระยะต่อไป KKP Research ประเมินว่ามี 3 ประเด็นที่ต้องติดตาม คือ

- (1) ภาคการท่องเที่ยวอาจฟื้นตัวได้ช้ากว่าที่คาด จนถึงปัจจุบันนับว่าภาคการท่องเที่ยวไทยฟื้นตัวได้ต่อเนื่อง และนักท่องเที่ยวจากหลายประเทศเริ่มกลับมาอยู่ในระดับใกล้เคียงหรือเกินกว่าจำนวนก่อนการระบาดของโควิด-19 ไปแล้ว ในทางตรงกันข้ามนักท่องเที่ยวจีนที่เป็นความหวังในการเติบโตของเศรษฐกิจไทยยังเป็นกลุ่มที่กลับมาได้ช้ามากที่สุด (รูปที่ 7) ในช่วงที่ผ่านมามีการคาดการณ์กันว่า การฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวจีนมาจากปัญหาด้านอุปทานเป็นหลักทั้งจำนวนเที่ยวบินที่น้อย หรือปัญหาความล่าช้าในการทำหนังสือเดินทางและวีซ่า

รูปที่ 7 นักท่องเที่ยวจีนเป็นกลุ่มหลักที่ยังกลับมาเที่ยวซ้ำเมื่อเทียบกับระดับก่อนโควิด-19

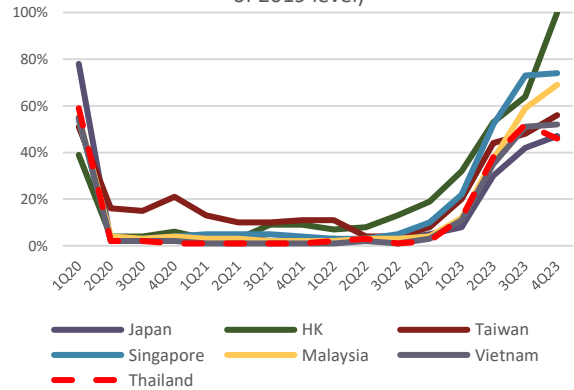
2023YTD Tourism recovery in selected country (% of 2019)



ที่มา: TAT, KKP Research

รูปที่ 8 จำนวนที่นั่งเที่ยวบินจากจีนมาไทยยังน้อยกว่าประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาค

Chinese outbound seats by top destinations (% of 2019 level)



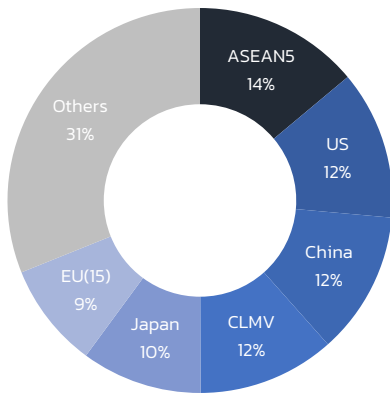
ที่มา: Diio, BofA, KKP Research

อย่างไรก็ตาม KKP Research ประเมินว่าปัจจัยทั้งด้านอุปทานและอุปสงค์ ส่งผลให้คนจีนมีแนวโน้มออกมาเที่ยวนอกประเทศลดลง โดยส่วนหนึ่งได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจจีนที่ชะลอตัวลง ทำให้คนจีนส่วนใหญ่ที่ออกมาท่องเที่ยวต่างประเทศตั้งแต่หลังโควิด-19 เป็นต้นมา มักเป็นกลุ่มคนที่มีฐานะปานกลางขึ้นไปและอาจไม่ใช่กลุ่มคนที่มองประเทศไทยเป็นจุดหมายหลัก มองไปในระยะข้างหน้าตัวเลขจาก Diio ยังสะท้อนว่าเที่ยวบินของจีนมายังไทยจะยังอยู่ในระดับต่ำกว่า 50% เมื่อเทียบกับช่วงก่อนโควิด (รูปที่ 8) ทำให้ KKP Research ปรับลดประมาณการณ์ตัวเลขนักท่องเที่ยวในปี 2024 จาก 39.7 ล้านคนเป็น 37.9 ล้านคน

- (2) ภาคส่งออกจะยังฟื้นตัวได้ช้ากว่าที่คาด สาเหตุหลักมาจากการเติบโตที่ชะลอของจีน โครงการส่งออกสินค้าของไทยมีการพึ่งพาทั้งสหรัฐฯ และจีนในสัดส่วนใกล้เคียงกัน (รูปที่ 9) ในระยะแรกจีนยังช่วยภาคการส่งออกไทยได้หลังการเปิดเมืองแต่ในสถานการณ์ปัจจุบันเศรษฐกิจจีนจะเริ่มส่งผลทางลบต่อการส่งออกไทยชัดเจนขึ้น ทำให้แม้ Bank of America Securities (BofA) จะเปลี่ยนการคาดการณ์ว่าสหรัฐฯ จะไม่เข้าสู่ภาวะถดถอยในปีหน้า หรือที่เรียกว่า Soft-landing แต่การส่งออกไทยยังเจอผลกระทบจากสองทิศทางและการฟื้นตัวในระยะข้างหน้าจะไม่สามารถฟื้นตัวได้เร็วมากนัก KKP Research คงการคาดการณ์การเติบโตของการส่งออกที่ -3.1% สำหรับปีนี้ สำหรับปี 2024 การส่งออกจะกลับมาเติบโตเป็นบวกที่ 1.5% และช่วยพยุงเศรษฐกิจไทยได้ตามเศรษฐกิจโลกในภาพรวมที่คาดว่าจะยังเติบโตได้เล็กน้อย

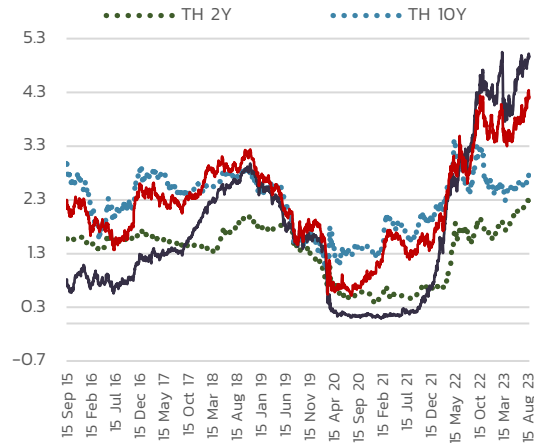
ประเด็นที่น่ากังวลมากขึ้น คือการเริ่มเห็นสัญญาณการส่งออกจากจีนมาไทยที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง เพราะเศรษฐกิจจีนชะลอตัวในขณะที่จีนยังมีกำลังในการผลิตเหลืออยู่ทำให้ต้องเริ่มส่งออกสินค้าไปยังประเทศอื่นรวมทั้งไทย ตัวอย่างที่เห็นได้ชัด เช่น การส่งออกรถยนต์ EV รวมถึงอุปกรณ์เครื่องใช้ไฟฟ้า จากจีนมายังไทยที่เพิ่มขึ้นอย่างมากหลังจากตลาด EV ในจีนเริ่มชะลอตัวลง

รูปที่ 9 สัดส่วนการส่งออกของไทยไปยังจีนและอเมริกา อยู่ในระดับใกล้เคียงกัน



ที่มา: Ministry of Commerce, KKP Research

รูปที่ 10 ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างไทยและสหรัฐปรับตัว ไทยและสหรัฐปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่อง



ที่มา: ThaiBMA, Bloomberg, KKP Research

(3) อัตราดอกเบี้ยที่ค้างสูงในสหรัฐฯ จะกดดันให้ กนง. ไม่สามารถลดดอกเบี้ยได้เร็วเพื่อพยุงเศรษฐกิจในประเทศ ด้วยทิศทางเศรษฐกิจที่ไม่สอดคล้องกันระหว่างเศรษฐกิจสหรัฐและไทย อาจกดดันเศรษฐกิจไทยผ่านส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างไทยและสหรัฐฯ ที่กว้างขึ้นอย่างมาก (รูปที่ 10) ในกรณีที่ปีหน้าเศรษฐกิจสหรัฐ ยังเติบโตได้ดีต่อเนื่องจะทำให้อัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ ค้างอยู่ในระดับที่สูงกว่าไทย และมีความเสี่ยงที่เงินจะไหลออกจากไทยไปสหรัฐฯ ได้มากขึ้น ส่งผลให้ค่าเงินบาทผันผวนมากขึ้นตามไปด้วย ทำให้การปรับลดอัตราดอกเบี้ยเพื่อช่วยเศรษฐกิจในประเทศจึงทำได้ยากกว่าในสถานการณ์ปกติ

อย่างไรก็ตามสำหรับการประชุมในครั้งหน้าแม้คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ยังสื่อสารโดยเปิดช่องให้มีการปรับดอกเบี้ยขึ้นต่อได้หากจำเป็น แต่มีการส่งสัญญาณหยุดขึ้นดอกเบี้ยชัดเจนขึ้นเช่นกัน การตัดสินใจนโยบายหลังจากนี้มีแนวโน้มตัดสินใจตามข้อมูลเศรษฐกิจที่ออกมามากขึ้นหลังจากที่การปรับดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมาเป็นเพียงการปรับดอกเบี้ยกลับเข้าสู่ระดับปกติ KKP Research ประเมินว่าแม้ กนง. ยังแสดงความกังวลต่อเงินเฟ้อและคาดว่าจะกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมายได้ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ แต่จากข้อมูลเงินเฟ้อและเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาที่ออกมาต่ำกว่าคาดมาก และอาจทำให้ตัวเลขทั้งปีต่ำกว่ากรอบเป้าหมายได้ ประกอบกับแนวโน้มเศรษฐกิจที่อาจไม่ได้ฟื้นตัวแข็งแกร่งนักจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก ทำให้เราประเมินว่า กนง. จะหยุดขึ้นดอกเบี้ยที่ 2.25% นั่นคือจะไม่ขึ้นดอกเบี้ยต่อในการประชุมครั้งหน้า เพื่อประเมินความชัดเจนของแนวโน้มเงินเฟ้อและการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในระยะต่อไป

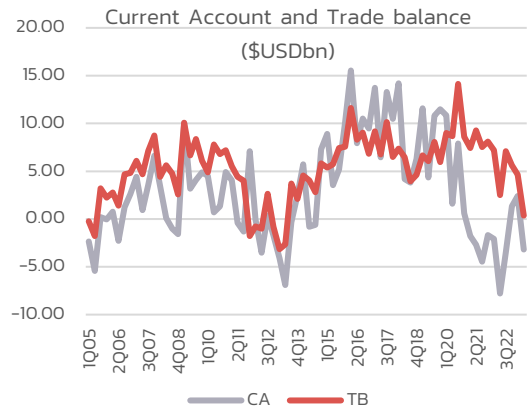
ค่าเงินบาทผันผวนต่อ ไทยเกินดุลการค้าไม่เท่าเดิม

ดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัดที่อยู่ในระดับต่ำเป็นอีกปัจจัยกดดันค่าเงินบาท ในช่วงที่ผ่านมานักวิเคราะห์คาดการณ์ว่าดุลบัญชีเดินสะพัดจะกลับมาเกินดุลได้มากและใกล้เคียงระดับปกติมากขึ้นในปีนี้ จากนักท่องเที่ยวที่กลับมาฟื้นตัวซึ่งจะทำให้เงินบาทกลับมาแข็งค่าขึ้นได้ อย่างไรก็ตาม กลับพบว่าดุลบัญชีเดินสะพัดในไตรมาส 1 และ 2 ที่ผ่านมายังคงอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องซึ่งเกิดจากดุลการค้าที่เกินดุลในระดับที่ต่ำกว่าปกติอย่างมาก (รูปที่ 11)

KKP Research ประเมินว่าดุลการค้าที่อยู่ในระดับต่ำกว่าปกติเป็นผลมาจากการปรับตัวแย่งของดัชนีการค้า (Terms of trade) หรือราคาสินค้าส่งออกหารด้วยราคาสินค้านำเข้าซึ่งจะพบว่าดุลการค้าและ Terms of trade มีความสัมพันธ์กันอย่างมากในอดีต (รูปที่ 12) โดยในช่วงที่ผ่านมาราคาสินค้านำเข้าของไทยปรับตัวสูงขึ้นกว่าราคาสินค้าส่งออกจากการนำเข้าพลังงานทำให้ดัชนีการค้าปรับตัวแย่งและอยู่ในระดับต่ำที่สุดในประวัติศาสตร์ (รูปที่ 13) ทำให้เมื่อมองไปข้างหน้าจากราคาน้ำมันที่เริ่มมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นจากปัญหาอุปทานทั่วโลกที่ยังคงตึงตัว อัตราเงินเฟ้อในสหรัฐฯ ที่ยังอยู่ในระดับสูง จะทำให้ Terms of trade ปรับตัวดีขึ้นได้ไม่มากนักและการเกินดุลการค้าของไทยจะยังคงอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าปกติมาก

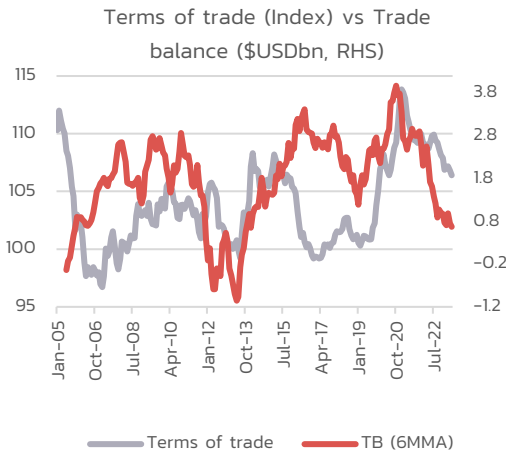
KKP Research ประเมินว่าการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยจะยังคงอยู่ในระดับต่ำทั้งในปีนี้และปีหน้า และเป็นอีกแรงกดดันให้ค่าเงินบาทจะไม่กลับมาแข็งค่าได้เร็วเหมือนในอดีต

รูปที่ 11 การเกินดุลการค้าปรับตัวลดลงอย่างมากตั้งแต่ปลายปี 2022



ที่มา: BoT, KKP Research

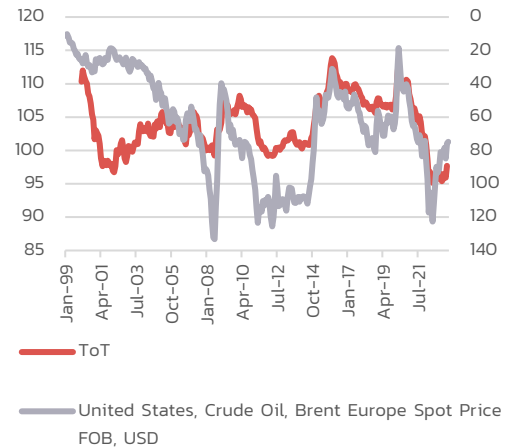
รูปที่ 12 ดุลการค้าของไทยมีแนวโน้มเคลื่อนไหวตามตัวเลขดัชนีการค้า (Terms of trade)



ที่มา: BoT, KKP Research

รูปที่ 13 ราคาพลังงานที่ปรับตัวสูงขึ้นเป็นปัจจัยหลักที่ส่งผลลบต่อ Terms of trade

Terms of trade (Index) and Oil prices (USD, RHS, Reversed)



ที่มา: BoT, Macrobond, KKP Research

จับตามโยบายภาครัฐหลังตั้งรัฐบาล

แม้ว่าในที่สุดเราจะได้นายกรัฐมนตรีคนใหม่แล้ว คือ นายเศรษฐา ทวีสิน จากพรรคเพื่อไทย แต่ยังคงมีความไม่แน่นอนด้านนโยบายจากการจัดตั้งรัฐบาลผสมถึง 11 พรรค การแบ่งตำแหน่งรัฐมนตรีกระจายไปตามพรรคต่าง ๆ จะทำให้การผลักดันนโยบายสำคัญ ๆ อาจเป็นไปอย่างยากขึ้น

นโยบายสำคัญ ๆ ของ 4 แกนนำพรรคร่วมที่คาดว่าจะถูกผลักดันในรัฐบาลนี้ อาทิ นโยบายกระเป๋าเงินดิจิทัล 10,000 บาท ค่าแรงขั้นต่ำ 600 บาท มาตรการสนับสนุนกัญชาเพื่อการแพทย์ มาตรการพักหนี้เกษตรกร การสนับสนุนราคาสินค้าเกษตร ลดค่าโดยสารสาธารณะ ลดค่าสาธารณูปโภค พัฒนาระบบ 30 บาทรักษาทุกโรค นโยบายสนับสนุน Solar rooftop สวัสดิการผู้สูงอายุ เด็ก คนพิการ มาตรการคนละครึ่งและบัตรสวัสดิการแห่งรัฐ อาจจะไปเร็วที่จะสรุปได้ว่านโยบายใดที่รัฐบาลชุดนี้จะผลักดันบ้าง อย่างไรก็ตาม คาดว่า 3 นโยบายที่อาจจะถูกผลักดันทันทีในระยะเวลา 1 ปีแรกและมีผลกระทบต่อเศรษฐกิจในวงกว้าง ได้แก่ นโยบายกระเป๋าเงินดิจิทัล 10,000 บาท นโยบายพักหนี้ และนโยบายลดค่าครองชีพ โดยเฉพาะค่าไฟฟ้าและน้ำมัน โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. นโยบายกระเป๋าเงินดิจิทัล ที่ให้ประชาชนทุกคนที่อายุมากกว่า 16 ปี จำนวนกว่า 55.4 ล้านคน สามารถใช้จ่ายใช้สอยเงินดิจิทัลภาครัฐคนละ 10,000 บาทในรัศมี 4 กิโลเมตร จากที่อยู่ตามทะเบียนบ้าน คาดว่าต้องใช้งบประมาณประจำปี หรือ 3.2% ของ GDP โดย 16.7% หรือเกือบ 1 แสนล้านบาทจะกระจุกตัวอยู่ใน กทม. และปริมณฑล 6 จังหวัด

KKP Research ประเมินว่าการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการแจกเงินดิจิทัลคนละ 10,000 บาท จะสร้างผลบวกต่อ GDP ได้ไม่มากเท่ากับจำนวนเงินที่ไหลไปโดยเกิดจากทั้ง (1) เงินที่แจกให้ประชาชนไม่ได้ถูกใช้ทั้งหมดจากประชาชนบางส่วนที่เลือกไม่ใช้งานหรือใช้งานไม่ทันระยะเวลาที่กำหนด (2) ประชาชนบางส่วน

อาจไม่ใช้เงินเพื่อซื้อสินค้าใหม่ทั้งหมดแต่เป็นการใช้เพื่อทดแทนการใช้จ่ายที่จำเป็นเดิม (3) สินค้าบางส่วนที่ใช้จ่ายเพิ่มขึ้นเป็นสินค้านำเข้าซึ่งไม่ได้กระทบโดยตรงกับตัวเลข GDP ในไทย

ปัจจัยทั้งหมดทำให้ KKP Research ประเมินว่า ผลกระทบที่จะเกิดต่อ GDP หรือ Fiscal Multiplier effect จะอยู่ที่ระดับประมาณ 0.4 และหากเป็นการนโยบายที่สร้างการใช้จ่ายใหม่ (ไม่ได้มีการตัดค่าใช้จ่ายอื่นชดเชย) น่าจะช่วยเพิ่มการบริโภคอย่างมีนัยสำคัญ และทำให้การเติบโตของ GDP ในปี 2024 สูงขึ้นประมาณ 1% - 1.2% จากการประมาณการณ์ในปัจจุบัน

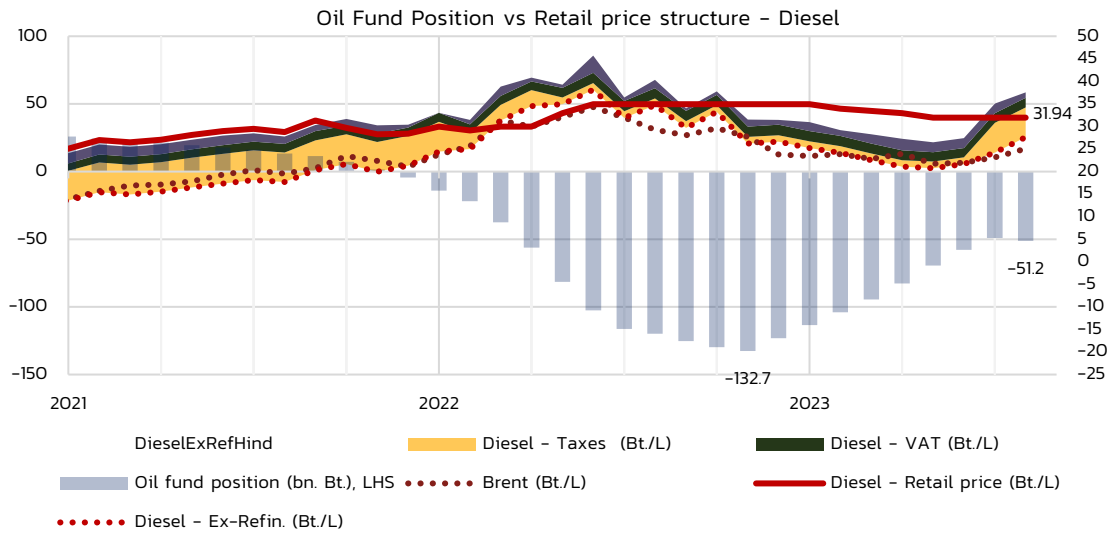
2. นโยบายพักหนี้เกษตรกร ในอดีตที่ผ่านมา ได้มีการดำเนินกรนโยบายพักหนี้เกษตรกรในรูปแบบพักชำระหนี้เงินต้นและหรือชดเชยดอกเบี้ยบางส่วนให้กับสถาบันการเงินเฉพาะกิจ โดยเฉพาะลูกหนี้ธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร (ธ.ก.ส.) โดยจะกำหนดเพดานวงเงินหนี้ที่จะชดเชยไว้ โดยเฉลี่ยแต่ละโครงการจะมีมูลหนี้รวมประมาณ 1-3 แสนล้านบาท ครอบคลุมเกษตรกรประมาณ 2-4 ล้านราย และใช้งบประมาณประมาณ 1-2 หมื่นล้านบาทต่อปี ขณะที่ข้อมูลจากสำนักงานสถิติแห่งชาติที่สำรวจภาวะหนี้ของเกษตรกรไทยในปี 2564 พบว่าเกษตรกรไทยมีหนี้ประมาณ 6.45 ล้านคนจากทั้งหมด 9 ล้านคน คิดเป็นหนี้สินเฉลี่ย 94,000 บาทต่อคน หรือมีมูลหนี้รวมประมาณ 6.11 แสนล้านบาท ถ้ารัฐบาลเลือกชดเชยดอกเบี้ย 4% จะเป็นงบประมาณ 24,000 ล้านบาทต่อปี

นอกจากนี้ พรรคเพื่อไทยได้นำเสนอนโยบายพักหนี้ลูกหนี้ NPL ที่ได้รับผลกระทบจากโควิด-19 จำนวน 5 ล้านราย วงเงินหนี้ทั้งหมด 4.3 แสนล้านบาท ซึ่งถ้ามีการชดเชยดอกเบี้ยอีกประมาณ 4% จะมีต้นทุนประมาณ 21,500 ล้านบาทต่อปี

3. นโยบายลดค่าครองชีพ ซึ่งรัฐบาลถือเป็นนโยบายเร่งด่วน มีทั้ง 1) ค่าไฟฟ้า ที่อาจมีการอุดหนุนให้ส่วนลดค่า Ft ผ่านภาระของการไฟฟ้าผลิต หรือ ส่วนลดค่าไฟฟ้าเป็นขั้นบันไดตามจำนวนหน่วยการใช้งาน (ในช่วงโควิด-19) โดยการลดค่าไฟฟ้าตามขั้นบันไดในช่วงโควิด-19 ได้ดำเนินการทั้งหมด 4 ครั้งตั้งแต่ มี.ค. 2020 - มี.ย. 2021 และตั้งกรอบเงินงบประมาณไว้ประมาณ 5.5 หมื่นล้านบาท

2) มาตรการลดราคาน้ำมันดีเซล ที่ส่วนหนึ่งดำเนินการผ่านกองทุนน้ำมันและทำให้ที่ผ่านมาสถานะกองทุนน้ำมันติดลบสูงสุดประมาณ 1.32 แสนล้านบาท ปัจจุบันฐานะของกองทุนน้ำมันปรับตัวดีขึ้นตามราคาน้ำมันโลกที่ปรับลดลง ซึ่งมีความเป็นไปได้ที่จะมีการใช้กองทุนน้ำมันมาอุดหนุนอีกครั้ง ที่ผ่านมามีการลดภาษีสรรพสามิตลิตรละ 5 บาท ตั้งแต่ ก.พ. 2022 -ก.ค. 2023 ซึ่งคิดเป็นรายได้ภาษีที่ต้องสูญเสียไปหรือต้นทุนของนโยบายนี้ประมาณ 1.56 แสนล้านบาท

รูปที่ 14 สถานะกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิงกลับมาติดลบมากขึ้นอีกครั้ง หลังจากหมดมาตรการภาษีasswลาบิต



ราคาปลีกที่สูงกว่ายอดรวมของราคาหน้าโรงกลั่น ภาษี ค่าการตลาดสะท้อนถึงการเก็บเงินเข้ากองทุนน้ำมันเชื้อเพลิง ในทางกลับกันถ้าราคาปลีกต่ำกว่าแล้วกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิงกำลังขาดเยยราคาปลีกน้ำมัน

ที่มา: สำนักงานนโยบายและแผนพลังงาน, สำนักงานกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิง และ KKP Research

อย่างไรก็ตาม ยังมีประเด็นที่ต้องติดตามคือ “ข้อจำกัดทางการคลัง” ในการดำเนินนโยบายต่าง ๆ ที่ถูกตีกรอบโดย พ.ร.บ. การบริหารหนี้สาธารณะ และ พ.ร.บ. วินัยการเงินการคลังของรัฐ โดยแบ่งเป็น 3 ส่วน

1) การขาดดุลงบประมาณรายจ่าย โดยรัฐบาลสามารถกู้เงินได้ไม่เกิน 20% ของงบประมาณที่บังคับใช้อยู่ขณะนั้น รวมกับ 80% ของงบประมาณรายจ่ายสำหรับชำระคืนต้นเงินกู้ ซึ่งในปีงบประมาณ 2023 มีวงเงินงบประมาณ 3.185 ล้านล้านบาทและตั้งวงเงินชำระคืนต้นเงินกู้ไว้ 100,000 ล้านบาท ทำให้ในปีงบประมาณ 2024 รัฐบาลสามารถกู้ ขาดเขยการขาดดุลงบประมาณได้สูงสุด 717,000 ล้านบาท หรือประมาณ 3.8% ของ GDP

2) การดำเนินการนโยบายผ่านรัฐวิสาหกิจ โดย พ.ร.บ.วินัยการเงินการคลังของรัฐ มาตรา 28 กำหนดยอดคงค้าง ของภาระที่รัฐต้องรับชดเชยค่าใช้จ่ายหรือการสูญเสียรายได้ฯ ของรัฐวิสาหกิจทั้งหมดรวมกันต้องไม่เกิน 32% ของ งบประมาณรายจ่ายประจำปี หรือประมาณ 1.07 ล้านล้านบาท (จากงบประมาณปี 2024 เบื้องต้นที่ 3.35 ล้านล้านบาท) ณ สิ้นสุดปีงบประมาณ 2022 สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง (สศค.) รายงานว่าปัจจุบันมียอดคงค้างดังกล่าวอยู่ที่ 1.04 ล้านล้านบาท ทำให้รัฐบาลใหม่สามารถใช้จ่ายผ่านรัฐวิสาหกิจเพิ่มเติมได้อีกเพียง 3.2 หมื่นล้านบาท ภายใต้ กรอบปัจจุบัน

3) กรอบเพดานหนี้สาธารณะ ปัจจุบัน หนี้สาธารณะคงค้างในเดือนมิ.ย. 2023 ที่ 10.9 ล้านล้านบาท คิดเป็น 61.1% ของ GDP แม้ยังต่ำกว่ากรอบเพดานหนี้สาธารณะที่ 70% อยู่พอสมควร แต่การขาดดุลการคลังอย่างต่อเนื่อง อัตรา ดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ภาระของรัฐในอนาคตจากโครงสร้างประชากรที่เปลี่ยนไป และเศรษฐกิจที่โตช้าลง อาจทำให้ อัตราส่วนหนี้สาธารณะปรับตัวสูงขึ้นได้ หากไม่มีการปฏิรูปด้านการคลังอย่างจริงจัง

โดยสรุป เศรษฐกิจไทยในภาพรวมไม่ได้ฟื้นตัวได้ดีตามคาดและอยู่ในช่วงที่ประเมินสถานการณ์ได้ยาก เพราะเศรษฐกิจในระยะข้างหน้ายังมีแนวโน้มเผชิญกับความไม่แน่นอนที่มากขึ้นและอาจกลับมากระทบให้เศรษฐกิจไทยชะลอลงได้มากกว่าที่คาด ในระยะต่อไปยังต้องติดตาม 4 ปัจจัยสำคัญที่จะส่งผลอย่างมากต่อแนวโน้มเศรษฐกิจไทย คือ (1) เศรษฐกิจจีนจะชะลอลงมากแค่ไหน และกระทบท่องเที่ยวมากแค่ไหน (2) การเมืองในประเทศจะราบรื่นหรือไม่ และรัฐจะมีมาตรการช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจออกมาได้มากน้อยแค่ไหน (3) อัตราเงินเฟ้อโลกจะกลับมาเร่งตัวขึ้นอีกครั้ง ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยค้ำสูงนานและสร้างความผันผวนต่อค่าเงินบาทหรือไม่ และ (4) การชะลอลงของสินเชื่อก็จะกลายเป็นปัจจัยซ้ำเติมเศรษฐกิจที่รุนแรงมากขนาดไหน KKP Research ยังคงประเมินว่าทิศทางเศรษฐกิจไทยจะยังคงอยู่ในทิศทางฟื้นตัวต่อเนื่องอย่างช้า ๆ แต่มีความเสี่ยงไปในทางด้านต่ำมากกว่า โดยปัจจัยที่กล่าวมาทั้งหมดนี้จะทำให้เศรษฐกิจไทยในระยะต่อไปชะลอลงได้มากกว่าที่คาดได้