

KKP Research



ทำไมเศรษฐกิจไทยชะลอ
แม้ท่องเที่ยวฟื้น ?

ผู้เขียน

ลัทธิกิตติ ลากอุดมการ
นักวิเคราะห์

KKP Research

โดยกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร

พิพัฒน์ เหลืองนฤมิตชัย

กรรมการผู้จัดการ หัวหน้านักเศรษฐศาสตร์

ณชา อนันต์โชติกุล

ผู้อำนวยการอาวุโส หัวหน้าฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์

ลัทธิกิตติ ลากอุดมการ

นักวิเคราะห์

เคนเน็ท โดแนลด์ นิลเวล

นักวิเคราะห์

อารยา กาญจนะช

นักวิเคราะห์

บุรกร กิพย์สกุลชัย

นักวิเคราะห์

ณัฐนิชา เทพพรพิทักษ์

นักวิเคราะห์

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ทั้งนี้ ข้อคิดเห็นที่ปรากฏเป็นความคิดเห็นของฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์ไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร เว้นแต่จะได้แจ้งไว้และขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงข้อมูลและความคิดเห็นโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

KKP Research

July 4, 2023

ทำไมเศรษฐกิจไทยชะลอแม้ท่องเที่ยวฟื้น ?



KEY TAKEAWAYS :

- KKP Research โดยเกียรตินาคินภัทรประเมินว่าเศรษฐกิจไทยในช่วงที่เหลือของปีอาจไม่ได้ฟื้นตัวได้ดีตามที่คาดไว้โดยเกิดจาก 3 ปัจจัยหลัก คือ 1) รายได้จากภาคการท่องเที่ยวไม่ได้กระจายไปภาคเศรษฐกิจอื่น ๆ มากนัก 2) สินเชื่อจากธนาคารมีแนวโน้มชะลอลงตามทิศทางอัตราดอกเบี้ยและการปรับเพิ่มขึ้นของหนี้เสีย 3) เศรษฐกิจจีนไม่สามารถฟื้นตัวได้แข็งแกร่งตามคาด ส่งผลต่อการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวและการส่งออกไทย
- อัตราเงินเฟ้อปรับตัวลดลงเร็วกว่าคาด สะท้อนความอ่อนแอในการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย KKP Research ปรับประมาณการณ์ตัวเลขเงินเฟ้อลงเหลือ 1.8% ในปีนี้และคงการคาดการณ์ว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะปรับดอกเบี้ยขึ้นได้อีก 1 ครั้งไปที่ 2.25% ในเดือนสิงหาคม
- การฟื้นตัวที่แตกต่างกันอย่างมากของเศรษฐกิจในเอเชียรวมทั้งไทย และเศรษฐกิจในประเทศพัฒนาแล้วอย่างสหรัฐ ฯ ส่งผลให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มกว้างมากขึ้น และส่งผลให้เงินบาทได้รับแรงกดดันด้านอ่อนค่ามากขึ้นโดยเฉพาะหากนักท่องเที่ยวจีนไม่สามารถกลับเข้ามาได้ตามคาด
- KKP Research ประเมินว่าความเสี่ยงที่อาจทำให้เศรษฐกิจชะลกว่าคาดได้ คือ 1) การชะลอตัวอย่างรุนแรงของสินเชื่อหากเศรษฐกิจไทยเข้าสู่ Deleveraging Cycle 2) เศรษฐกิจโลกยังมีความเสี่ยงเข้าสู่ภาวะถดถอยในช่วงกลาง - ปลายปี 2024 3) ความไม่แน่นอนทางการเมืองโดยเฉพาะในกรณีเลวร้าย เช่น การชุมนุมประท้วง

ทำไมเศรษฐกิจไทยชะลอแม้ท่องเที่ยวฟื้น ?

ปี 2023 นับเป็นปีที่นักวิเคราะห์ต่างคาดการณ์กันว่าเศรษฐกิจไทยจะกลับมาฟื้นตัวได้อย่างแข็งแกร่ง เป็นเพราะก่อนหน้านี้ไทยฟื้นตัวได้ช้าต่อเนื่องมา 2 ปีหลังการระบาดของโควิด-19 จากภาคการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวได้ช้า โดยเฉพาะนักท่องเที่ยวจากจีนที่ยังไม่ฟื้นตัวกลับมาอย่างเต็มที่ การคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจจะฟื้นตัวได้ดีขึ้นมาจากหลายเหตุผล แต่ในภาพรวมเกิดจาก 3 ปัจจัยสำคัญ คือ (1) การประกาศเปิดเมืองที่เร็วกว่าคาดของจีนในช่วงต้นปีที่ทำให้คนส่วนใหญ่มีมุมมองที่เป็นบวกมากขึ้นต่อภาคการท่องเที่ยวและเศรษฐกิจไทยในภาพรวม (2) การบริโภคในประเทศที่คาดว่าจะฟื้นตัวได้ต่อเนื่องตามรายได้จากภาคการท่องเที่ยว และ (3) ภาคการส่งออกที่คาดว่าจะไม่ชะลอลดตัวลงมากเพราะการเปิดเมืองของจีนจะช่วยให้อุปสงค์ของเศรษฐกิจโลกปรับตัวดีขึ้น

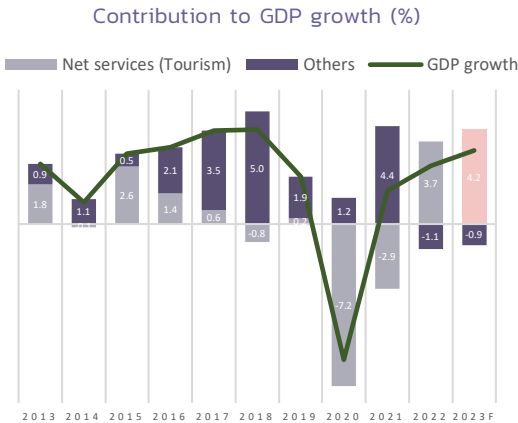
การเปลี่ยนแปลงเหล่านี้สะท้อนอยู่ในตัวเลขการคาดการณ์เศรษฐกิจ โดยมีการคาดการณ์การเติบโตของ GDP ในปี 2023 ซึ่งมีค่ากลางของประมาณการอยู่ที่ 3.6% สูงขึ้นจากเศรษฐกิจไทยในปีก่อนที่เติบโตได้เพียง 2.6% ในขณะที่ KKP Research ประเมินภาพการเติบโตของเศรษฐกิจในปี 2023 ไว้ต่ำกว่าตลาดเล็กน้อยที่ 3.3%

แม้ในปัจจุบันตลาดยังคงคาดการณ์เดิมว่าเศรษฐกิจไทยน่าจะมีแนวโน้มฟื้นตัว แต่ในช่วงที่ผ่านมาสัญญาณเศรษฐกิจหลายอย่างเริ่มชี้ให้เห็นว่าเศรษฐกิจไทยปีนี้อ่อนแอลงกว่าที่ประเมินไว้ แม้ว่าตัวเลขเศรษฐกิจอาจจะค่อยๆฟื้นตัวจากตัวเลขนักท่องเที่ยว KKP Research ยังคงมุมมองว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจเป็นไปอย่างไม่ทั่วถึง และไม่เท่ากัน และคาดว่าภาคเศรษฐกิจอื่น ๆ ที่ไม่ใช่การท่องเที่ยวอาจจะเผชิญความท้าทายและมีทิศทางที่ชะลอลดตัวลง

อะไรเปลี่ยนไปจากช่วงต้นปี ?

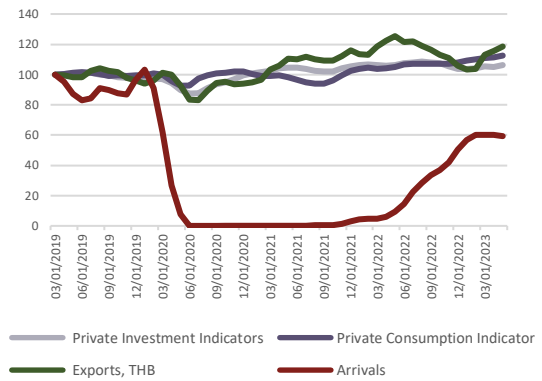
ตัวเลขเศรษฐกิจไทยในช่วงที่ผ่านมาแม้จะยังสามารถฟื้นตัวได้ต่อเนื่อง แต่สัญญาณเตือนล่วงหน้าหลายตัวเริ่มชี้ให้เห็นถึงความเสี่ยงที่เศรษฐกิจอาจจะชะลอลดตัวในระยะข้างหน้า และตอกย้ำให้เห็นว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยในรอบนี้มีลักษณะที่ไม่ปกติ และตัวเลขการเติบโตของ GDP เป็นตัวเลขที่ไม่สามารถสะท้อนภาพเศรษฐกิจโดยรวมได้ดีเหมือนเก่า เพราะการฟื้นตัวมีแนวโน้มจะกระจุกตัวอยู่ในเฉพาะภาคการท่องเที่ยวเท่านั้น (รูปที่ 1) ในประมาณการของ KKP Research คาดว่า ที่มาของการเติบโตของ GDP (GDP contribution) ประมาณ 4.2% จากอัตราการเติบโตโดยรวม 3.3% มาจากภาคการท่องเที่ยว ในขณะที่ภาคการส่งออกจะติดลบ มองไปในระยะข้างหน้า KKP Research ประเมินว่าเศรษฐกิจไทยมีโอกาสปรับตัวแยกลงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ได้มาก จาก 3 สาเหตุสำคัญที่ทำให้การประเมินภาพเศรษฐกิจเปลี่ยนไปจากช่วงต้นปี คือ

รูปที่ 1 เศรษฐกิจไทยในปี 2023 ถูกขับเคลื่อนด้วยการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวเป็นหลัก (4.2% จาก 3.3%)



ที่มา: NESDC, KKP Research

รูปที่ 2 การฟื้นตัวส่วนใหญ่เกิดจากการท่องเที่ยวที่ฟื้นจากฐานต่ำ ในขณะที่ภาคเศรษฐกิจอื่นขยายตัวอย่างช้า ๆ

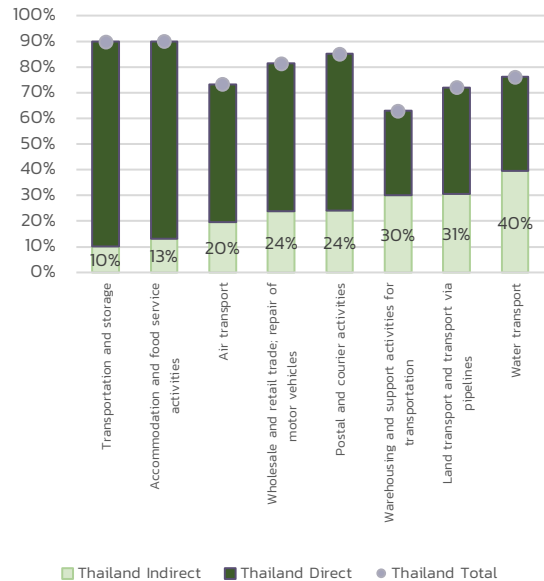


ที่มา: BoT, MoC, KKP Research

1. รายได้จากภาคการท่องเที่ยวไม่กระจายไปภาคเศรษฐกิจอื่น ๆ ตามที่คาด ความหวังสำคัญของเศรษฐกิจไทยในปีนี้เป็น คือ ภาคการท่องเที่ยว ที่คาดว่าจะฟื้นตัวขึ้น ขยับเคลื่อนเศรษฐกิจสำคัญที่จะส่งผลต่อเนื่องไปยังภาคส่วนอื่น ๆ ด้วย ซึ่งนับจากต้นปีมาถึงปัจจุบันการท่องเที่ยวไทยยังสามารถฟื้นตัวได้ดี โดยจำนวนนักท่องเที่ยวจนถึงเดือนพฤษภาคมกลับเข้ามาได้ 11 ล้านคน อย่างไรก็ตาม สัญญาณในภาคเศรษฐกิจอื่น ๆ กลับไม่ได้ฟื้นตัวได้ดีมากนัก โดยตัวเลขการบริโภคในหมวดสินค้าอื่น ๆ ที่ไม่ใช่บริการเริ่มมีสัญญาณชะลอตัวลงชัดเจน (รูปที่ 2) การชะลอตัวของการบริโภคเป็นเครื่องชี้ในทางอ้อมว่ารายได้จากการท่องเที่ยวยังไม่ได้กระจายตัวและไม่ได้ช่วยพยุงเศรษฐกิจในภาพรวมได้ดีมากนัก ซึ่งสอดคล้องกับที่ KKP Research ประเมินว่าภาคการท่องเที่ยวของไทยมีความเชื่อมโยงกับภาคเศรษฐกิจอื่น ๆ ต่ำและครอบคลุมรายได้ของแรงงานเพียงประมาณ 11% ของประเทศเท่านั้น (รูปที่ 4) (ดู [KKP Research ท่องเที่ยวไทยฟื้นแล้ว แต่จะเจอ “Long COVID” หรือไม่ ?](#))

รูปที่ 3 ความเชื่อมโยงของภาคการท่องเที่ยวกับธุรกิจอื่น ๆ ในประเทศอยู่ในระดับไม่สูงมาก

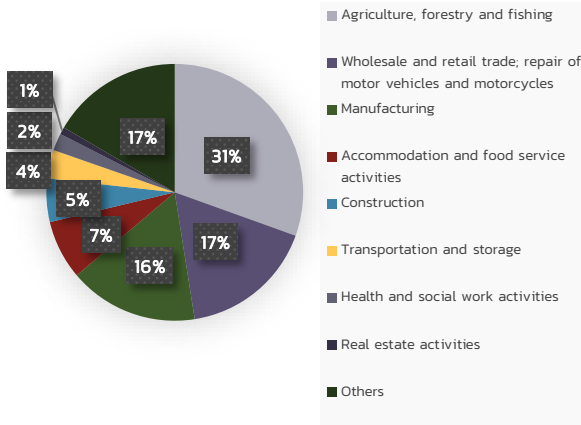
Domestic value added content of gross exports - Thailand



ที่มา: TIVA, KKP Research

รูปที่ 4 แรงงานในหมวดที่พักและการเดินทางที่ได้ประโยชน์จากท่องเที่ยวคิดเป็นเพียงประมาณ 11%

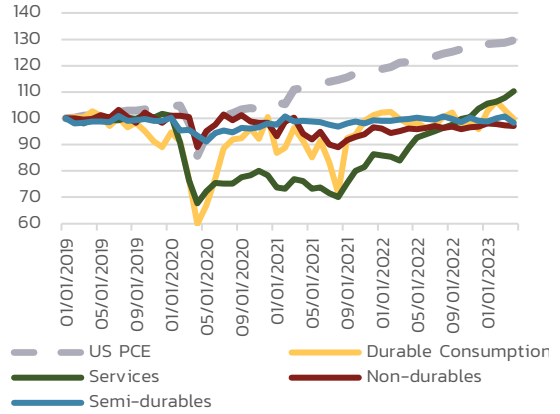
Employment Structure



ที่มา: NSO, KKP Research

รูปที่ 5 การบริโภคในประเทศฟื้นตัวช้าหลังเปิดเมืองต่างจากในสหรัฐ ๔ ที่ฟื้นตัวเกินกว่าระดับก่อนโควิดไปมากแล้ว

US PCE vs Thai Private Consumption Index (SA), Index Jan 2019 = 100

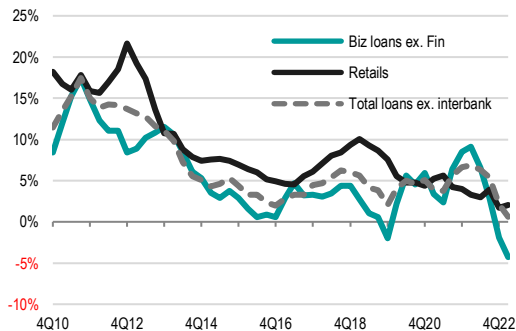


ที่มา: BoT, FRED, KKP Research

2. การชะลอตัวลงอย่างมากของการปล่อยสินเชื่อและการปรับตัวเพิ่มขึ้นของหนี้เสียในภาคธนาคาร เศรษฐกิจไทยกำลังเผชิญหน้ากับแรงกดดันที่อาจทำให้วัฏจักรสินเชื่อกำลังเปลี่ยนทิศทางเป็นขาลง ซึ่งเกิดจาก 3 ปัจจัยหลักที่ทำให้การขยายตัวของสินเชื่อในช่วงหลังจากรีโอบีไม่ปรับตัวดีขึ้นมากนัก คือ 1) หนี้ครัวเรือนของไทยที่ปรับสูงขึ้นเกินกว่า 80% ของ GDP ซึ่งจากงานศึกษานับเป็นระดับที่เริ่มจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ 2) การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ย โดย KKP Research ประเมินว่าอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันปรับตัวสูงขึ้นมากกว่าการเพิ่มขึ้นของรายได้ของคนในประเทศ สะท้อนจากส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้กับการเติบโตของ GDP ที่เพิ่มสูงขึ้น 3) ปัญหาหนี้เสียในประเทศที่เริ่มปรับตัวสูงขึ้น (รูปที่ 7) และเริ่มส่งผลกระทบต่อความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อ ซึ่งเห็นได้ชัดเจนจากการเติบโตของสินเชื่อทั้งสินเชื่อธุรกิจและสินเชื่อรายย่อยที่มีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่อง (รูปที่ 6) และมีความเสี่ยงสูงที่จะติดดลในครึ่งหลังของปี

รูปที่ 6 สินเชื่อธุรกิจและสินเชื่อรายย่อยเริ่มมีสัญญาณชะลอตัวลงต่อเนื่องตั้งแต่ปลายปี 2022

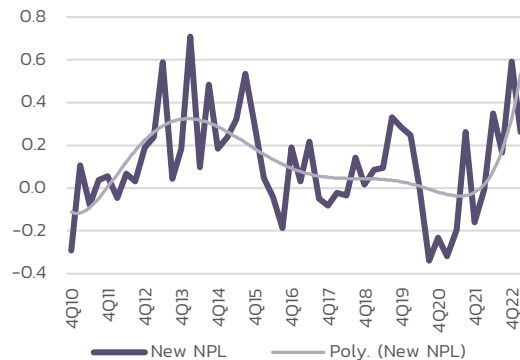
Loan growth (% YoY)



ที่มา: BoT, KKP Research

รูปที่ 7 การเพิ่มขึ้นของ NPL ใหม่มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมาโดยเฉพาะกลุ่มสินเชื่อรถยนต์

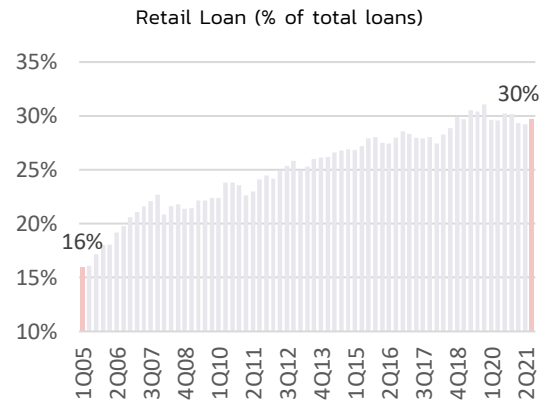
NPL formation: Grand Total



ที่มา: BoT, KKP Research

วัฏจักรสินเชื่อขาลงจะเป็นแรงกดดันสำคัญต่อการเติบโตของการบริโภค โดยภาระหนี้เพิ่มขึ้นในขณะที่สินเชื่อใหม่ไม่เติบโต นั่นหมายถึงผู้บริโภคจำเป็นต้องนำรายได้ไปชำระคินหนี้ในสัดส่วนที่มากขึ้น เหลือเงินสำหรับการบริโภคน้อยลง นอกจากนี้การปล่อยสินเชื่อในระยะหลังล้วนเป็นการปล่อยสินเชื่อเพื่อการบริโภคเป็นส่วนใหญ่ (รูปที่ 8) ซึ่งในภาวะที่ผู้บริโภคมีภาระหนี้สูง ประกอบกับความไม่แน่นอนของการฟื้นตัวของรายได้ ส่งผลให้ธนาคารมีความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อมากขึ้น ทำให้แนวโน้มการบริโภคสินค้าคงทน เช่น บ้าน รถยนต์ ชะลอตัวลงแม้ปัญหาด้านอุปทานของรถยนต์จากภาวะขาดแคลนวัตถุดิบ เช่น ชิปจะเริ่มคลี่คลายลงแล้วก็ตาม

รูปที่ 8 การปล่อยสินเชื่อมีสัดส่วนสินเชื่อรายย่อยเพื่อการบริโภคเพิ่มสูงขึ้นเป็นประมาณ 30% ของสินเชื่อทั้งหมด



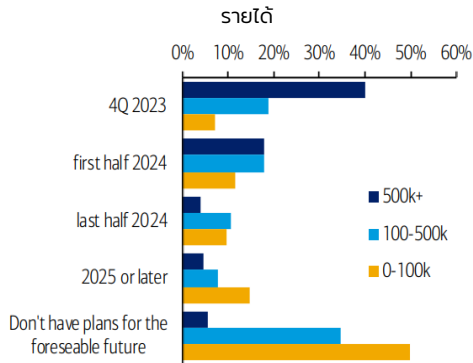
ที่มา: BoT, KKP Research

- เศรษฐกิจจีนฟื้นตัวได้ช้ากว่าที่ตลาดคาด (ดู [KKP Research ไทยเตรียมรับมือ จีนไม่โตเหมือนเดิม](#)) การเปิดเมืองของจีนไม่ได้ทำให้เศรษฐกิจจีนฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งแบบที่คาดการณ์ไว้ โดยตัวเลขเศรษฐกิจล่าสุดทั้งการบริโภคและการลงทุนมีสัญญาณชะลอตัวลงต่อเนื่อง KKP Research ประเมินว่าการชะลอตัวนี้มีส่วนสำคัญมาจากปัจจัยเชิงโครงสร้างโดยเฉพาะปัญหาในภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีนที่ทำให้ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่อง เศรษฐกิจจีนที่อาจไม่ได้ฟื้นตัวได้ดีตามคาดส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยใน 2 มิติ

ประการแรก นักท่องเที่ยวจีนมีความเสี่ยงสูงที่จะกลับมาได้ไม่ถึง 5 ล้านคนในปีนี้ จากการสำรวจล่าสุดของ Bank of America พบว่ากลุ่มคนที่พร้อมออกมาท่องเที่ยวจากจีนในช่วง 1 ปีหลังจากนี้ เกือบทั้งหมดเป็นกลุ่มคนรายได้สูงซึ่งไม่ได้มีเป้าหมายมาเที่ยวที่ไทยเป็นลำดับต้น ๆ โดยประเทศที่จะได้ประโยชน์เป็นหลัก คือ กลุ่มประเทศใกล้เคียง เช่น ฮองกง ญี่ปุ่น ในขณะที่กลุ่มประเทศที่นิยมรองลงมากลายเป็นกลุ่มประเทศราคาแพง เช่น ยุโรป โดยกลุ่มประเทศอาเซียนลดลงมาอยู่ในลำดับที่ 7 ซึ่งสะท้อนว่ากลุ่มนักท่องเที่ยวจีนที่มาเที่ยวอาเซียนโดยปกติเป็นกลุ่มคนรายได้น้อยถึงปานกลาง ซึ่งน่าจะได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจที่ซบเซาในประเทศจีนมากกว่ากลุ่มคนได้รายสูง ทำให้ไทยได้รับอานิสงส์จากการเปิดเมืองของจีนน้อยกว่าที่คาด

รูปที่ 9 ชาวจีนส่วนใหญ่ที่มีแผนเดินทางช่วงปลายปี 2023 เป็นกลุ่มคนรายได้สูง

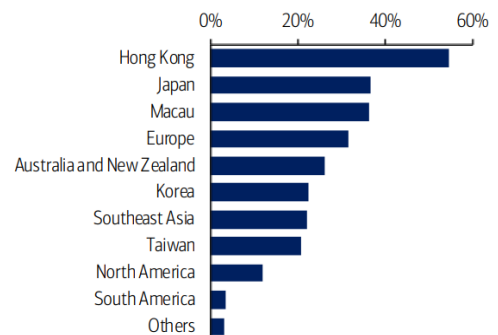
ผลสำรวจชาวจีนที่มีแผนไปเดินทางต่างประเทศแบ่งตามกลุ่มรายได้



ที่มา: Survey Monkey, BofA Global Research

รูปที่ 10 ...ทำให้จุดหมายการเดินทางส่วนใหญ่เป็นกลุ่มประเทศใกล้เคียงและการท่องเที่ยวราคาแพง เช่น ยุโรป มากกว่าอาเซียน

ผลสำรวจจุดหมายการเดินทางของชาวจีนที่มีแผนหารเดินทางไปต่างประเทศ

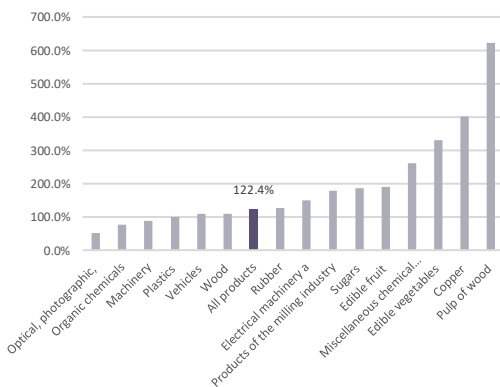


ที่มา: Survey Monkey, BofA Global Research

ประการที่สอง การส่งออกไทยในช่วงครึ่งหลังของปีอาจฟื้นตัวช้ากว่าที่คาดจากเศรษฐกิจจีนที่ฟื้นช้า โดยหากพิจารณามูลค่าการนำเข้าของจีนจากประเทศไทย จะพบว่า การนำเข้าของจีนส่วนใหญ่มีมูลค่ากลับไปใกล้เคียงกับช่วงก่อนโควิดแล้ว เหลือเพียงสินค้าบางชนิดในกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวที่ยังอยู่ในระดับต่ำกว่าก่อนโควิด (รูปที่ 11) ทำให้มีโอกาสน้อยที่สินค้าส่งออกไปจีนจะขยายตัวได้ดีในช่วงที่เศรษฐกิจจีนอยู่ในภาวะซบเซาต่อเนื่อง อย่างไรก็ตามตัวเลขที่ตลาดคาดการณ์ปัจจุบันยังอยู่บนความเชื่อว่าการส่งออกจะต้องกลับมาเป็นบวกในช่วงครึ่งหลังของปี โดย 5 เดือนแรกการส่งออกไทยปรับตัวดีดลไป 5.1% แล้ว KKP research ประเมินว่าตัวเลขการส่งออกอาจปรับตัวดีขึ้นได้บ้าง จากเศรษฐกิจสหรัฐ ฯ ที่ยังเติบโตและฐานการส่งออกในปีก่อนหน้าที่ปรับตัวลดลงในช่วงปลายปี (รูปที่ 12) แต่จะยังถูกกดดันจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนที่ช้ากว่าคาด โดยยังคงประมาณการณว่าการส่งออกทั้งปีของไทยจะติดลบที่ -3.1%

รูปที่ 11 การนำเข้าสินค้าของจีนจากไทยในภาพรวมมีมูลค่าเกินกว่าก่อนระดับโควิดไปแล้ว โดยคิดเป็น 122.4%

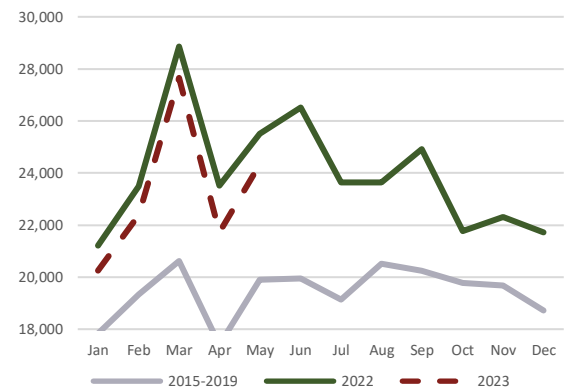
2022 % of 2019 China's import from Thailand



ที่มา: Trademap, KKP Research

รูปที่ 12 การส่งออกมีแนวโน้มกลับมาเป็นบวกเล็กน้อยในช่วงปลายปีจากฐานที่ต่ำลงมากกว่าปกติ

Monthly Export Value 2023 vs 2022 and average 2015 - 2019



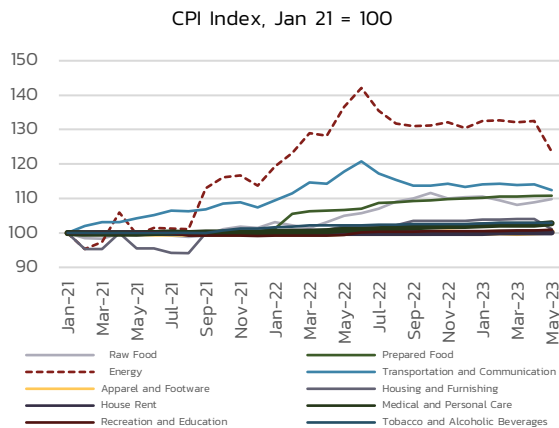
ที่มา: MoC, KKP Research

ทั้ง 3 ปัจจัยที่เปลี่ยนไปทำให้ KKP Research ประเมินว่าตัวเลขการเติบโตทางเศรษฐกิจของไทยมีความไม่แน่นอนสูงและมีโอกาสออกมาต่ำกว่าที่เคยประเมินไว้ได้ค่อนข้างมาก โดยในช่วงครึ่งหลังของปีจะต้องจับตาดูปัจจัย 4 ด้านสำคัญที่จะเป็นเครื่องชี้ว่าเศรษฐกิจไทยจะชะลอต่อเนื่องยาวนานหรือไม่ คือ 1) การส่งออกจะกลับไปเติบโตเป็นบวกในช่วงครึ่งหลังของปีหรือไม่ 2) นักท่องเที่ยวจะกลับมาถึง 5 ล้านคนตามที่คาดหรือไม่ 3) อัตราการปล่อยสินเชื่อของธนาคารจะชะลอตัวลงต่อเนื่องหรือไม่ และ 4) การเพิ่มขึ้นของหนี้เสียในภาคธนาคารจะปรับไปในทิศทางใด

เงินเฟ้อลด สะท้อนเศรษฐกิจชะลอ

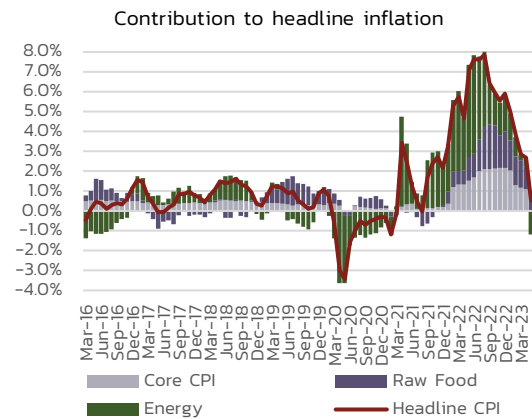
เงินเฟ้อไทยปรับตัวลงเร็วกว่าที่ประเมิน แม้ว่าในช่วงต้นปีจะมีความกังวลมากขึ้นว่าปัญหาเงินเฟ้อในประเทศไทยจะค้างอยู่ในระดับสูงจากเศรษฐกิจที่เริ่มกลับมาฟื้นตัว ซึ่งจะส่งผลต่อเนื่องให้เกิดการส่งผ่านราคาจากผู้ผลิตไปยังผู้บริโภคมากขึ้น อย่างไรก็ตาม ข้อมูลในช่วงที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่าอัตราเงินเฟ้อของไทยปรับตัวลดลงต่ำกว่าที่ประเมินไว้ค่อนข้างเร็ว ซึ่งเกิดจากทั้งราคาน้ำมันและอาหารที่ปรับตัวลดลงเร็ว และอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่ไม่ได้เพิ่มขึ้นแรงอย่างที่คาดและเริ่มมีแนวโน้มชะลอลง KKP Research ประเมินว่าตัวเลขเงินเฟ้อที่ออกมาต่ำกว่าคาดสะท้อนว่าเศรษฐกิจและการบริโภคในประเทศไม่ได้เติบโตได้แข็งแกร่งมากนักในช่วงที่ผ่านมา แม้นักท่องเที่ยวต่างชาติจะฟื้นตัวแล้วก็ตาม เมื่อมองไปข้างหน้าเศรษฐกิจไทยที่มีความเสี่ยงจะเติบโตช้าลงมากขึ้นทำให้ KKP Research มีการปรับประมาณการณ์ตัวเลขเงินเฟ้อในปี 2023 ลดลงเหลือเพียง 1.8% เท่านั้น

รูปที่ 13 การเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าในไทยส่วนใหญ่เป็นการเพิ่มขึ้นของพลังงานและอาหารในขณะที่ราคาสินค้าอื่น ๆ ค่อนข้างคงที่



ที่มา: MoC, KKP Research

รูปที่ 14 เงินเฟ้อของไทยปรับตัวลดลงเร็วในปี 2023 ตามราคาอาหารและพลังงาน



ที่มา: MoC, KKP Research

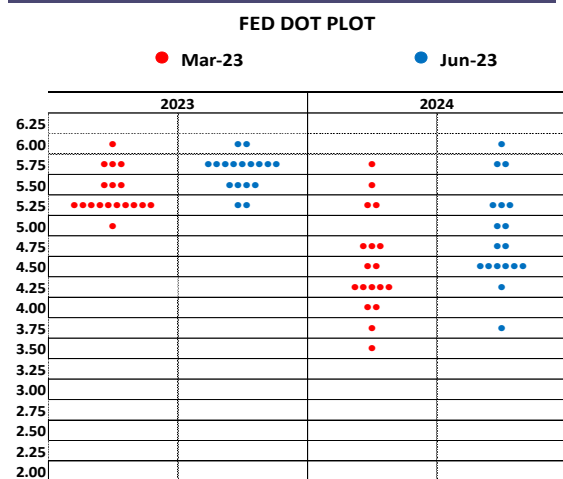
เมื่อเศรษฐกิจพลิกโผ ความเสี่ยงต่อค่าเงินเพิ่มขึ้นจากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย

แม้ว่าเศรษฐกิจไทยและเอเชียนำโดยจีนจะมีสัญญาณที่ชะลอตัวลง แต่ในทางตรงกันข้ามเศรษฐกิจสหรัฐ ยังคงแข็งแกร่งซึ่งจะเป็นปัจจัยที่ทำให้ดอลลาร์แข็งขึ้น ๑ ปรับขึ้นสูงและยาวนานกว่าที่ตลาดคาดไว้ ตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐ ๑ ออกมาแข็งแกร่งกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ค่อนข้างมากโดยเฉพาะจากตลาดแรงงานและภาคบริการที่ยัง

สามารถเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง KKP Research ประเมินว่าโอกาสที่เศรษฐกิจสหรัฐ ฯ จะเข้าสู่ภาวะถดถอยในปีนี้มีน้อย และมีโอกาสที่สถานการณ์เศรษฐกิจโลกในครั้งนี้จะเป็น “Delayed Recession” หรือภาวะเศรษฐกิจถดถอยจะเกิดขึ้นช้าลงเมื่อเทียบกับช่วงดอกเบี้ยขาขึ้นในรอบก่อน ๆ ซึ่งเกิดจากทั้งโครงสร้างเศรษฐกิจที่เปลี่ยนไปพึ่งพาภาคบริการที่ได้รับผลกระทบจากดอกเบี้ยน้อยกว่า รวมถึงเครื่องมือนโยบายการเงินใหม่ ๆ ที่พร้อมเข้ามาช่วยเหลือภาคธนาคารและตลาดการเงินหากมีปัญหามีแนวโน้มลุลูกกลมในวงกว้าง ทำให้ความเสี่ยงด้านเสถียรภาพระบบการเงิน (Financial stability Risk) ลดน้อยลง

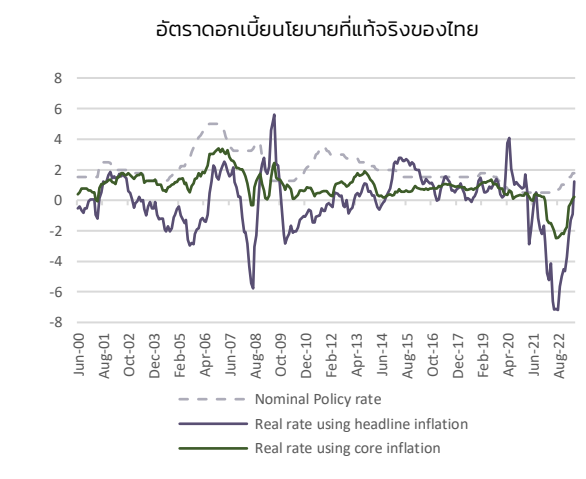
ในสถานการณ์แบบนี้ทำให้ประเมินได้ว่าเศรษฐกิจสหรัฐ ฯ จะยังเติบโตต่อเนื่อง และเงินเฟ้อจะค้างอยู่ในระดับสูงไปอีกระยะหนึ่ง ซึ่งหมายความว่าอัตราดอกเบี้ยสหรัฐ ฯ และโลกจะมีแนวโน้มค้างอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องในระยะข้างหน้า และยังมีความเสี่ยงที่จะปรับสูงขึ้นกว่าที่ตลาดคาดหากตัวเลขเงินเฟ้อยังคงอยู่ในระดับที่สูงกว่าที่ประเมินไว้

รูปที่ 15 FED มีแนวโน้มปรับดอกเบี้ยสูงกว่าที่ตลาดคาด ในช่วงที่ผ่านมาตามเงินเฟ้อที่ค้างสูง



ที่มา: FED, KKP Research

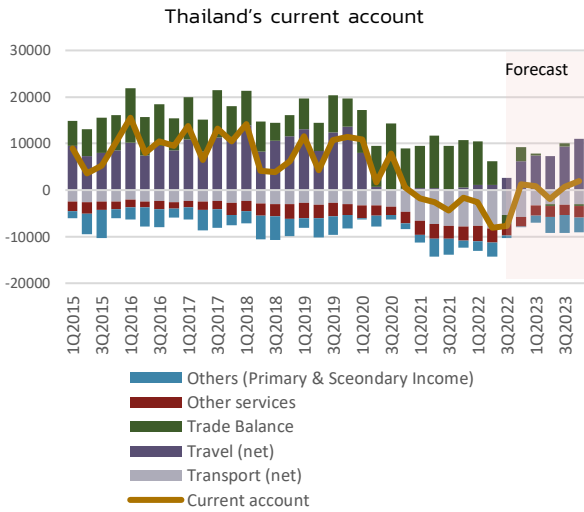
รูปที่ 16 อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของไทยเมื่อคำนวณด้วยเงินเฟ้อพื้นฐานยังต่ำกว่าระดับปกติ



ที่มา: BoT, MoC, KKP Research

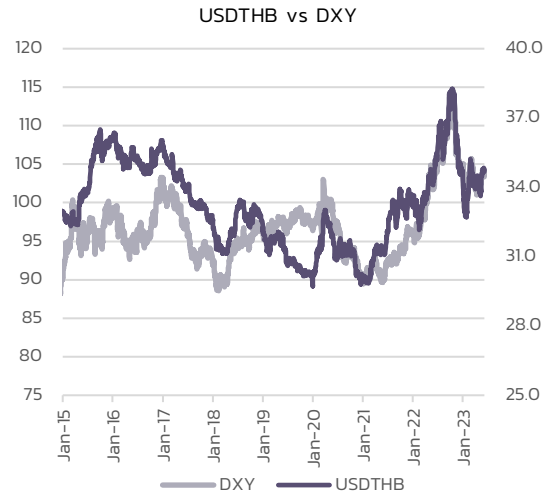
ในทางตรงกันข้าม อัตราดอกเบี้ยของ ธปท. ปรับขึ้นตามที่ประเมินไว้ในช่วงต้นปี โดย ธปท. มีการสื่อสารที่ชัดเจนว่ามีความกังวลกับเงินเฟ้อที่ยังมีความเสี่ยงปรับตัวสูงขึ้นตามเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวได้ต่อเนื่อง ประกอบกับการพยายามปรับอัตราดอกเบี้ยเข้าสู่ระดับปกติโดยต้องการให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริง (Real interest rate) เป็นบวก (รูปที่ 16) เพื่อให้สอดคล้องกับศักยภาพการเติบโตของเศรษฐกิจในระยะยาว อย่างไรก็ตาม KKP Research คาดการณ์ว่า ธปท. จะปรับดอกเบี้ยนโยบายขึ้นได้อีกแค่ 1 ครั้งเท่านั้น จากเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่คาดว่าจะมีแนวโน้มชะลอลงได้มากกว่าที่ประเมินไว้ โดยเชื่อว่าเงินเฟ้อจะเริ่มลดลงต่อเนื่องจนถึงปลายปี ซึ่งจะเป็นข้อจำกัดในการปรับดอกเบี้ยสูงขึ้นเกินกว่าระดับ 2.25% หลังจากการปรับดอกเบี้ยอีกหนึ่งครั้งในเดือนสิงหาคม

รูปที่ 17 ดุลบัญชีเดินสะพัดของจะกลับมาเกินดุลเพียงเล็กน้อยในปีนี้เมื่อก่อนเกี่ยวพันตัวจากดุลการค้าที่อยู่ในระดับต่ำ



ที่มา: BoT, KKP Research

รูปที่ 18 การขึ้นดอกเบี้ยของ FED และการแข็งค่าของดอลลาร์ส่งผลต่อค่าเงินบาทมากขึ้นในระยะหลัง



ที่มา: Bloomberg, KKP Research

ความแตกต่างของสถานการณ์เศรษฐกิจและแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยของไทยและสหรัฐฯ อาจสร้างแรงกดดันต่อค่าเงินบาทในระยะต่อไป สถานการณ์เศรษฐกิจและแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ ที่ยังมีแนวโน้มสูงขึ้นต่อเนื่อง จะทำให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างสหรัฐฯ กับไทยและประเทศอื่น ๆ ในเอเชียที่เศรษฐกิจเริ่มชะลอตัวลง เริ่มถ่างออกจากกันเรื่อย ๆ และเป็นความเสี่ยงให้ค่าเงินของประเทศกำลังพัฒนาในเอเชียมีแนวโน้มอ่อนค่าลงได้ ในกรณีของประเทศไทย 2 ปัจจัยสำคัญที่ต้องจับตามอง คือ 1) ตลาดยังมีความเชื่อว่าภาคการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวจะมีส่วนสำคัญต่อรายได้ของไทยและช่วยให้ดุลบัญชีเดินสะพัดกลับมาเกินดุลเหมือนในอดีต 2) การสื่อสารของธนาคารแห่งประเทศไทยที่ยังคงแสดงความกังวลต่อแรงกดดันต่อเงินเฟ้อในอนาคตแม้ตัวเลขเศรษฐกิจและเงินเฟ้อจะออกมาต่ำ ทำให้ตลาดเชื่อว่าธนาคารแห่งประเทศไทยมีโอกาสปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม KKP Research ประเมินว่าการคาดการณ์ในทั้งสองประเด็นกำลังมีความเสี่ยงมากขึ้นเรื่อย ๆ ในช่วงครึ่งหลังของปีจากทั้งความเสี่ยงของนักท่องเที่ยวจีนและความเสี่ยงเศรษฐกิจและเงินเฟ้อชะลอตัว

เหตุผลที่กล่าวมาทำให้ KKP Research ประเมินว่า ค่าเงินบาทในระยะหลังจากนี้มีความเสี่ยงปรับตัวไปทางด้านอ่อนค่ามากกว่าแข็งค่า โดยเฉพาะหากนักลงทุนมีมุมมองที่เปลี่ยนไปในสองประเด็นที่กล่าวมา ซึ่งในกรณีดังกล่าวอาจส่งผลต่อเนื่องทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นและยาวของไทยปรับตัวสูงขึ้นตามผลตอบแทนสหรัฐฯ ได้

จับตา 3 ความเสี่ยงกระทบไทย

แม้ว่าเศรษฐกิจในภาพรวมของปี 2023 จนถึงปัจจุบันยังฟื้นตัวได้อย่างช้า ๆ และยังมีทิศทางใกล้เคียงกับที่ประเมินไว้ในช่วงต้นปี อย่างไรก็ตาม KKP Research ประเมินว่าเศรษฐกิจไทยในช่วงหลังจากนี้ยังต้องระวังความเสี่ยงอีกอย่างน้อย 3 ข้อที่อาจเกิดขึ้นและจะทำให้เศรษฐกิจปรับตัวชะลอลงรุนแรงกว่าที่คาดได้มาก คือ

- 1) สัญญาณการเริ่มต้นของ Deleveraging cycle สถานการณ์เศรษฐกิจโลกที่เปลี่ยนไป คือ อัตราเงินเฟ้อที่สูงและดอกเบี้ยขาขึ้น จะกระทบต่อภาวะการเงินและภาระหนี้ในไทยอย่างเลี่ยงไม่ได้ งานศึกษาในอดีตชี้ไปในทิศทางเดียวกันว่าการเข้าสู่ภาวะ Deleverage มีโอกาสสูงที่จะนำไปสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย KKP Research ประเมินว่าการเติบโตของการบริโภคในประเทศในอดีตมีส่วนสำคัญมาจากการก่อหนี้ (KKP Research จะพูดถึงเพิ่มเติมในฉบับถัดไป)
- 2) ความเสี่ยงเศรษฐกิจโลกถดถอยในระยะถัดไป แม้ในระยะสั้นความเสี่ยงของภาวะเศรษฐกิจถดถอยจะมีจำกัดแต่ยังไม่ได้หมดไป เมื่อย้อนดูภาพในอดีตการปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นจากธนาคารสหรัฐฯ จะนำไปสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยแทบทุกครั้ง ซึ่งจากความสัมพันธ์ในอดีต ความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอยมากที่สุดจะอยู่ในช่วงกลางถึงปลายปี 2024 และจะกลับมากระทบกับภาคเศรษฐกิจต่างประเทศของไทย
- 3) ความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนทางการเมือง แม้การเลือกตั้งจะสิ้นสุดลงไปแล้วแต่ความไม่แน่นอนทางการเมืองยังคงมีอยู่สูง ประสบการณ์ในอดีตทำให้นักลงทุนยังมีความกังวลเกี่ยวกับสถานการณ์การเมืองที่ไม่แน่นอนในไทย โดยเฉพาะในกรณีเลวร้าย ตัวอย่างเช่น การชุมนุมประท้วงใหญ่ จะส่งผลให้ในช่วงนั้น ๆ การบริโภคและการลงทุนปรับตัวติดลบรุนแรงได้ (รูปที่ 19)

รูปที่ 19 ความไม่แน่นอนทางการเมือง เช่น การชุมนุมประท้วง หรือ การทำรัฐประหาร สามารถส่งผลกระทบต่อการบริโภคและการลงทุนในประเทศ

เหตุการณ์สำคัญทางการเมือง	การบริโภคภาคเอกชน		การลงทุนภาคเอกชน		การส่งออกค้า		การส่งออกบริการ	
	การปรับตัวลดลง	ช่วงที่ปรับลดลง	การปรับตัวลดลง	ช่วงที่ปรับลดลง	การปรับตัวลดลง	ช่วงที่ปรับลดลง	การปรับตัวลดลง	ช่วงที่ปรับลดลง
2006 : รัฐประหารยึดอำนาจทักษิณ	-1.8%	3 ไตรมาส	0.1%	-	-	-	-	-
	(3Q07)		(3Q07)		(3Q07)		(3Q07)	
2008 : กลุ่มพันธมิตรชุมนุมปิดสนามบิน (ตรงกับวิกฤตการเงินในสหรัฐ ฯ)	-26.5%	5 ไตรมาส	-2.0%	5 ไตรมาส	-23.0%	5 ไตรมาส	-11.9%	5 ไตรมาส
2009 : ชุมนุม นปช ขับไล่อภิสิทธิ์	(2Q09)		(2Q09)		(2Q09)		(2Q09)	
2010 : การสลายการชุมนุมของ นปช								
2014 : Bangkok Shutdown	-14.9%	3 ไตรมาส	-4.0%	3 ไตรมาส	-1.6%	3 ไตรมาส	-9.2%	3 ไตรมาส
รัฐประหารยึดอำนาจยิ่งลักษณ์	(4Q13)		(4Q13)		(3Q14)		(3Q14)	

ที่มา: NESDC, KKP Research

สิ่งที่เกิดขึ้น ณ ปัจจุบันอาจกำลังเป็นสัญญาณเตือนถึงความเปราะบางเชิงโครงสร้างที่ไทยกำลังจะเจอในอีกหลายปี ไม่ว่าจะเป็นปัญหาหนี้ครัวเรือนสูงที่กำลังเจอกับการเข้าสู่ยุคดอกเบี้ยสูง ที่จะกดดันให้ไทยโตได้ช้าลง การชะลตัวและความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจโลกที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างมากเทียบกับในอดีตที่จะเป็นแรงยังกดดันการส่งออก การลงทุนจากต่างชาติที่ลดลงจากปัญหาความขัดแย้งด้านภูมิรัฐศาสตร์ระหว่างประเทศ และการพึ่งพา

นักท่องเที่ยวเงินในภาวะที่เศรษฐกิจจีนอ่อนกำลังกว่าในอดีต บัจจยเหล่านี้ชี้ไปในทิศทางเดียวกันว่าแม้การชะลอตัวทางเศรษฐกิจบางส่วนจะเป็นปัญหาที่เกิดขึ้นชั่วคราวตามวัฏจักรเศรษฐกิจ (Cyclical Factors) แต่หลายปัจจัยมีแนวโน้มลากยาวและกำลังจะกลายเป็นข้อจำกัดในการเติบโตของเศรษฐกิจไทยในระยะยาวได้ เครื่องยนต์ทางเศรษฐกิจทุกตัวที่เริ่มชะลอเป็นสัญญาณเตือนที่ชัดเจนว่าในระยะต่อไปภาครัฐจะมีความจำเป็นต้องเข้ามามีบทบาทอย่างมากในการกำหนดทิศทางของเศรษฐกิจไทยเพื่อสร้างแรงขับเคลื่อนขดเขตเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง และต้องเร่งให้มีการวางแผนหาเครื่องยนต์ใหม่ให้กับเศรษฐกิจไทยในระยะต่อไป