

KKP Research



เมื่อเศรษฐกิจโลกไม่สดใส
ส่งออกไทยเสี่ยงหดตัวแรง

ผู้เขียน

ลัทธิศักดิ์ ลากอุดมการ

นักวิเคราะห์

เคนเน็ท โดนัลด์ นิลเวล

นักวิเคราะห์

KKP Research

โดยกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร

พิพัฒน์ เหลืองนฤมิตชัย

ผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการ หัวหน้าทีมเศรษฐกิจศาสตร์

ณชา อนันต์โชติกุล

ผู้อำนวยการอาวุโส หัวหน้าฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์

ลัทธิศักดิ์ ลากอุดมการ

นักวิเคราะห์

เคนเน็ท โดนัลด์ นิลเวล

นักวิเคราะห์

อารยา กาญจนะช

นักวิเคราะห์

บุรกร กิพยสกุลชัย

นักวิเคราะห์

ณัฐนิชา เทพพรพิทักษ์

นักวิเคราะห์

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ทั้งนี้ ข้อคิดเห็นที่ปรากฏเป็นความคิดเห็นของฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์ไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร เว้นแต่จะได้แจ้งไว้และขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงข้อมูลและความคิดเห็นโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

KKP Research

March 31, 2023

เมื่อเศรษฐกิจโลกไม่สดใส ส่งออกไทยเสี่ยง หดตัวแรง



KEY TAKEAWAYS :

- KKP Research โดยเกียรตินาคินภัทร ประเมินว่า เศรษฐกิจไทยในปี 2023 จะชะลอตัวลงมากกว่าที่ คาด ตามสถานการณ์เศรษฐกิจโลกที่มีแนวโน้ม ชะลอตัวจากความกังวลในภาคธนาคารในประเทศ พัฒนาแล้ว และสัญญาณการส่งออกที่ชะลอตัว ลงในช่วงที่ผ่านมา ส่งผลให้ปรับลดการ คาดการณ์ GDP ปี 2023 จาก 3.6% เหลือ 3.3%
- คาดว่าการส่งออกจะหดตัวลง 3.1% ในปีนี้ แต่ เศรษฐกิจในภาพรวมจะยังได้รับแรงส่งจากภาค การท่องเที่ยวและสามารถขยายตัวได้ โดยคาดว่า นักท่องเที่ยวจะทยอยฟื้นตัวชัดเจนขึ้นตั้งแต่ ไตรมาส 2 KKP Research ปรับการคาดการณ์ จำนวนนักท่องเที่ยวในปี 2023 จาก 25.1 ล้านคน เป็น 29.8 ล้านคน
- การบริโภคในประเทศจะยังได้รับแรงกดดันจาก เงินเฟ้อที่แม้จะปรับตัวลงมาบ้างแล้วแต่ยังคงอยู่ ในระดับสูง โดยเฉพาะการบริโภคในกลุ่มสินค้า คงทน เช่น บ้าน รถยนต์ จะมีแนวโน้มชะลอตัวจาก อัตราดอกเบี้ยที่ปรับตัวสูงขึ้น หนี้ครัวเรือนที่อยู่ใน ระดับสูง และการชะลอการปล่อยกู้ของธนาคาร พาณิชย์
- KKP Research คาดว่าเศรษฐกิจโลกในปีนี้จะ สามารถหลีกเลี่ยงการเกิดวิกฤตการเงินไปได้ จาก มาตรการช่วยเหลือภาคธนาคารที่รวดเร็วของ ทางการ แต่เงินเฟ้อที่ค้างอยู่ในระดับสูงและ นโยบายการเงินที่ยังคงตึงตัวต่อเนื่อง ยังเป็น ความเสี่ยงสำคัญ

เมื่อเศรษฐกิจโลกไม่สดใส ส่งออกไทยเสี่ยงหดตัวแรง

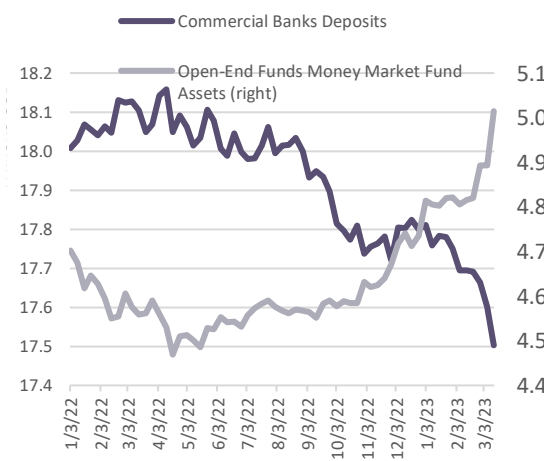
เศรษฐกิจโลกในช่วงที่ผ่านมามีความไม่แน่นอนสูงขึ้นหลังเหตุการณ์ SVB

ภายหลังจากเหตุการณ์ Silicon Valey Bank ได้ล้มครืนลงภาคธนาคารทั้งในสหรัฐฯและภาคธนาคารในยุโรป ทำให้หลายคนมีความกังวลว่าวิกฤตการเงินอาจเกิดขึ้นอีกครั้งอย่างที่เกิดขึ้นในปี 2008 และเศรษฐกิจโลกจะเข้าสู่ภาวะถดถอยอย่างรุนแรง แต่ความพยายามของภาครัฐในการเข้ามาจัดการดูแลภาคธนาคารอย่างรวดเร็ว ทั้งการรับประกันเงินฝากในส่วนที่ไม่ได้ถูกรับประกันของธนาคาร Silicon Valey Bank และการอัดฉีดสภาพคล่องของธนาคารกลางให้แก่ธนาคารพาณิชย์อื่นที่กำลังเผชิญกับแรงกดดันเงินฝากได้ช่วยให้แรงกดดันจากการแห่ถอนเงินในภาคธนาคารลดลงไปได้ ทำให้เราคิดว่าโอกาสที่จะเกิดวิกฤตทางการเงินหลังจากเหตุการณ์นี้ยังอยู่ในระดับต่ำ

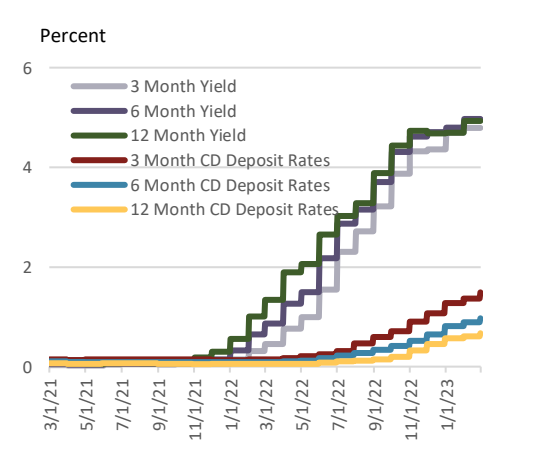
อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ว่าผลกระทบจากเหตุการณ์ SVB อาจไม่ลุกลามเป็นวิกฤตในวงกว้าง แต่แรงกดดันต่อระบบธนาคารพาณิชย์อาจมีอยู่ เนื่องจากปริมาณเงินฝากในระบบบางส่วนเริ่มไหลออก ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นเงินฝากที่ไหลออกไปยังกองทุนรวมตลาดเงิน (money market fund) ซึ่งให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์ให้ ปัจจุบันนี้จะกดดันให้ธนาคารพาณิชย์อาจต้องเริ่มขยายอัตราดอกเบี้ยเงินฝากเพิ่มมากขึ้นเพื่อรักษาสภาพคล่อง ซึ่งจะทำให้ต้นทุนทางการเงินของธนาคารจะปรับสูงขึ้น

ในช่วงที่ผ่านมาเราเริ่มเห็นสัญญาณว่าการประเมินสินเชื่อบริษัทในสหรัฐฯเริ่มมีความตึงตัวมากขึ้นมาบ้างแล้ว หากภาวะทางการเงิน (Financial Conditions) มีความตึงตัวเช่นนี้ต่อไป รวมถึงธนาคารพาณิชย์มีการส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นไปยังการกู้ยืมของภาคการบริโภคและการลงทุน จะเป็นแรงกดดันสำคัญให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจสหรัฐฯชะลอตัวมากขึ้นได้ในอนาคต

รูปที่ 1 แรงกดดันต่อระบบธนาคารพาณิชย์อาจมีอยู่เนื่องจากปริมาณเงินฝากที่ระบบลดลง



รูปที่ 2 เงินฝากบางส่วนไหลออกไปยังกองทุนรวมตลาดเงินซึ่งให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์ให้



ที่มา: Federal Reserve, Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)

การตัดสินใจทำนโยบายการเงินมีความยากลำบากมากขึ้น โดยตลาดเริ่มคาดอัตราดอกเบี้ยสูงสุดที่ FED จะขึ้นไปได้ (Terminal rate) ปรับลดลง หรือแม้กระทั่งคาดว่า FED จะเปลี่ยนทิศทางนโยบายการเงินเป็นลดดอกเบี้ย อย่างไรก็ตาม KKP Research ยังประเมินว่ามาตรการของภาครัฐในสหรัฐฯ ที่ออกมาจะเพียงพอในการดูแลปัญหาเสถียรภาพการเงินในปัจจุบันหากไม่มีเหตุการณ์ไม่คาดคิดอื่น ๆ เพิ่มเติม ในขณะที่คาดว่าเงินเฟ้อจะยังเป็นปัญหายืดเยื้อโดยเฉพาะเงินเฟ้อพื้นฐานในภาคบริการที่ยังคงปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่อง ซึ่งจะกดดันให้ FED จะเป็นต้องดำเนินนโยบายการเงินโดยการคงอัตราดอกเบี้ยไว้ในระดับสูงเป็นระยะเวลานานเพื่อ

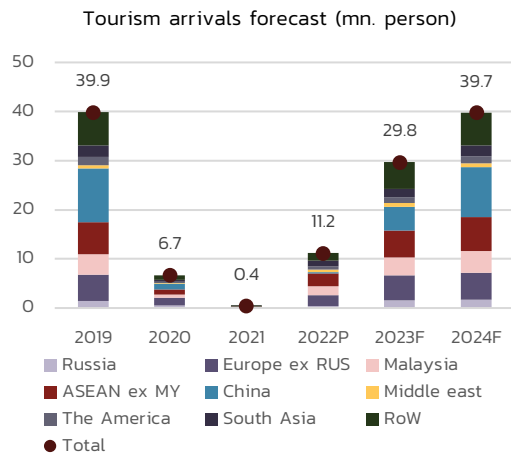
ชะลอแรงกดดันด้านอุปสงค์โดยเฉพาะอุปสงค์ในภาคบริการ ซึ่งหมายความว่าในสถานการณ์ปัจจุบัน ที่อัตราดอกเบี้ยยังมีความจำเป็นต่อง้างสูง ในขณะที่ภาคการเงินมีความเปราะบางมากขึ้น จะส่งผลให้ความเสี่ยงที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะเข้าสู่ภาวะถดถอยมีมากขึ้นไปด้วย

คำถามสำคัญ คือ เมื่อความเสี่ยงจากปัญหาในภาคการเงินในต่างประเทศเพิ่มขึ้น สร้างความกังวลและความไม่แน่นอนในระบบเศรษฐกิจ และอาจทำให้เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลงมากกว่าคาด ผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจไทยจะเป็นอย่างไร ?

ไทยเผชิญความท้าทายมากขึ้น แต่ยังมีภาคการท่องเที่ยวที่กำลังฟื้นตัวช่วยไว้

KKP Research ยังคงประเมินว่าเศรษฐกิจไทยในปี 2023 มีความเสี่ยงจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกมากขึ้น แต่ยังสามารถฟื้นตัวได้จากแรงส่งของการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวจากฐานที่อยู่ในระดับต่ำกว่าปกติมาก ประกอบกับการกลับมาของอุปสงค์ที่อ่อนแอของนักท่องเที่ยวจีน (Pent-up demand) ซึ่งมีแนวโน้มปรับตัวชัดเจนตั้งแต่ไตรมาส 2 เป็นต้นไป การฟื้นตัวที่ดีขึ้นกว่าที่คาดทำให้คาดว่านักท่องเที่ยวจะกลับเข้ามาท่องเที่ยวในไทยได้มากขึ้นกว่าที่ประเมินไว้จากเดิม 25.1 ล้านคน เป็น 29.8 ล้านคนในปี 2023 และคาดว่าในจำนวนนี้เป็นนักท่องเที่ยวจีนจำนวน 5 ล้านคน (รูปที่ 3)

รูปที่ 3 KKP Research ประเมินว่านักท่องเที่ยวในปี 2023 จะเพิ่มขึ้นถึงระดับ 29.8 ล้านคน



ที่มา: TAT, KKP Research

รูปที่ 4 ตารางการคาดการณ์ GDP : KKP Research ปรับตัวเลขคาดการณ์ GDP ลงจาก 3.6% เหลือ 3.3% จากการส่งออกที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง

%YoY	Previous Forecast		Forecast	
	2022	2023E	2023E	2024E
Real GDP	2.6	3.6	3.3	3.6
Private Consumption	6.3	2.8	2.8	3.0
Government Consumption	0	-1.0	-1.0	1.5
Gross Fixed Capital Formation	2.3	2.8	2.8	2.4
Private	5.1	3.5	2.7	1.7
Public	-4.9	1.0	1.0	3
Exports of Goods	1.3	-1.8	-3.1	3.2
Export of Services	65.7	53.7	69.7	22.8
Import of Goods	5.4	0.6	0.3	3.3
Import of Services	-0.5	19.4	17.4	9.8
Current account (US\$ bn)	-9.5	6.8	1.6	15.5
as % of GDP	-1.9	1.3	0.3	2.7
Headline CPI	6	3.3	2.7	1.9
Policy rate	1.25	2.25	2.25	2.0
Tourist arrivals (Mn persons)	11	25.1	29.8	39.7

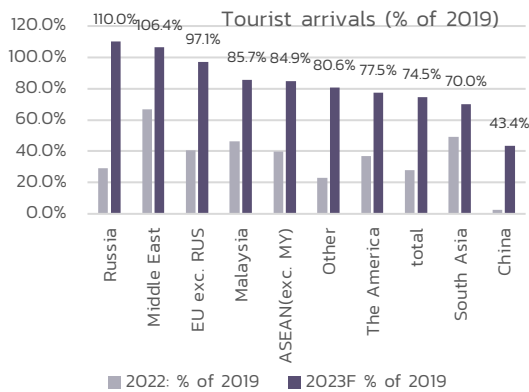
ที่มา: KKP Research

อย่างไรก็ตาม การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกและอุปสงค์จากต่างประเทศจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการส่งออกสินค้าของไทย ประกอบกับฐานที่สูงในปีก่อนทำให้เริ่มเห็นสัญญาณการชะลอตัวค่อนข้างรุนแรงของการส่งออกทั้งของไทยและภูมิภาคในช่วงที่ผ่านมา ในภาพรวม KKP Research ปรับประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจลงจาก 3.6% เหลือ 3.3% จากการส่งออกสินค้าที่คาดว่าจะชะลอตัวลงกว่าที่ประเมินไว้ก่อนหน้านี้ (รูปที่ 4)

ภาคการท่องเที่ยวแนวโน้มฟื้นตัวดีกว่าคาด

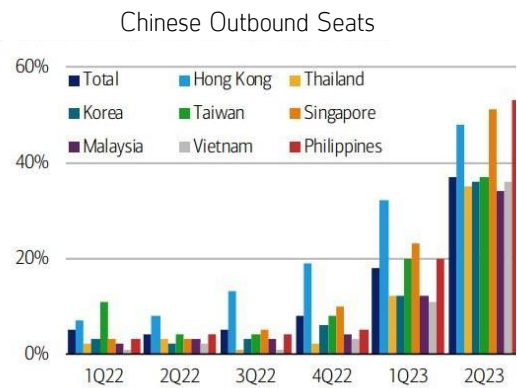
นักท่องเที่ยวต่างชาติกลับมาเร็วกว่าที่ประเมินไว้ โดยเฉพาะจากยุโรปและ ASEAN ที่ฟื้นตัวเกือบเท่าระดับก่อนโควิดแล้ว ขณะที่นักท่องเที่ยวจีนยังกลับมาได้ค่อนข้างช้าในช่วงไตรมาส 1 โดยในเดือนมกราคมและกุมภาพันธ์นักท่องเที่ยวจีนกลับมาเพียง 9 หมื่นคน และ 1.5 แสนคนตามลำดับ นักท่องเที่ยวจากยุโรปที่ฟื้นตัวเร็วกว่าที่คาดหลังจากเศรษฐกิจไม่ได้เข้าสู่ภาวะถดถอยอย่างที่เคียดคาด และนักท่องเที่ยวรัสเซียที่แม้ยังอยู่ในภาวะสงคราม แต่ยังสามารถเดินทางท่องเที่ยวได้มากกว่าคาด (รูปที่ 5)

รูปที่ 5 สัดส่วนนักท่องเที่ยวเทียบกับระดับก่อนโควิด คาดว่าจีนจะยังเป็นกลุ่มที่ฟื้นตัวช้าที่สุด



ที่มา: TAT, KKP Research

รูปที่ 6 ร้อยละของจำนวนเที่ยวบินออกจากจีนมายังประเทศต่าง ๆ เทียบกับระดับก่อนโควิด ปรับตัวดีขึ้นใน 2Q23

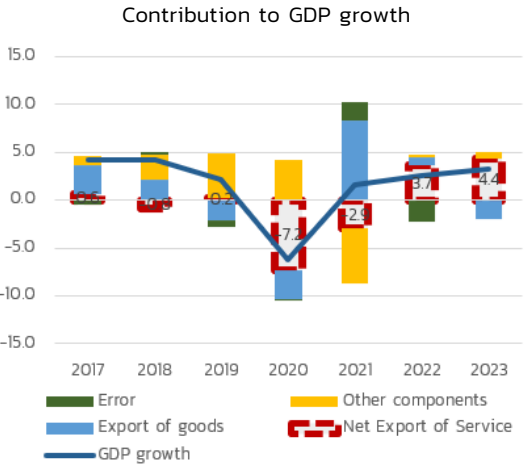


ที่มา: RefA Securities

การฟื้นตัวที่ค่อนข้างช้าของนักท่องเที่ยวจีนคาดว่าเกิดจากเที่ยวบินที่มีจำกัดและราคายังสูงกว่าช่วงก่อนโควิดอยู่มาก โดยเฉพาะเที่ยวบินของสายการบินต้นทุนต่ำ (Low cost airline) ที่ยังไม่กลับมาให้บริการตามปกติ ข้อมูลจาก Bank of America securities research ชี้ว่าแนวโน้มเที่ยวบินขาออกจากจีนมายังประเทศไทยกำลังจะปรับตัวดีขึ้น สะท้อนจากจำนวนเที่ยวบินที่เข้ามาในไตรมาส 1 อยู่ที่ประมาณ 20% ของก่อนโควิด จะปรับตัวขึ้นไป 40% ของก่อนโควิดในช่วงไตรมาส 2 (รูปที่ 6) ทำให้เชื่อว่าโมเมนตัมการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวจีนจะเริ่มปรับตัวดีขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 2 เป็นต้นไป และจะเป็นแรงส่งต่อเนื่องให้กับการบินของภาคการท่องเที่ยวไทยโดยรวมถึงแม้จะเข้าสู่ low season ของนักท่องเที่ยวยุโรปในช่วงไตรมาส 2 และ 3

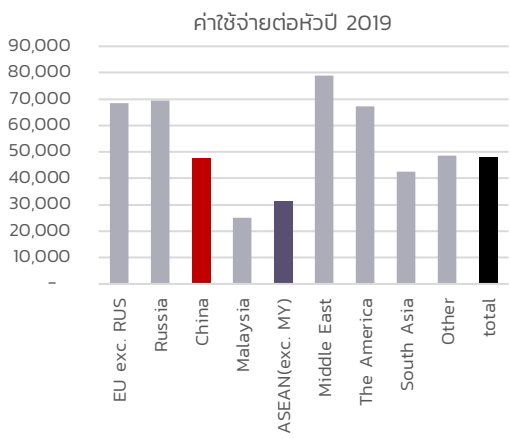
KKP Research ยังคงประเมินว่าภาคการส่งออกเที่ยวจะเป็นแรงส่งหลักเกือบทั้งหมดของเศรษฐกิจไทยในปี 2023 โดยหากพิจารณา Contribution to GDP growth จะพบว่าการเติบโตของนักท่องเที่ยวเป็นที่มาของการเติบโตของเศรษฐกิจไทยถึงประมาณ 4% ในขณะที่การหดตัวของภาคการส่งออกจะเป็นตัวลดทอนการเติบโตของเศรษฐกิจไทยในปีนี้ (รูปที่ 7) โดยคาดว่ารายได้ต่อหัวจากนักท่องเที่ยวที่ปรับตัวลดลงไปบ้างในช่วงที่ผ่านมา จากการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนนักท่องเที่ยวที่เข้ามายังไทยเป็น ASEAN มากขึ้นจะค่อย ๆ ปรับตัวดีขึ้นในปีนี้อย่างไรก็ตามก็ใกล้เคียงกับระดับก่อนโควิดในที่สุดเมื่อนักท่องเที่ยวจีนเริ่มฟื้นตัวกลับเข้ามาชัดเจนมากขึ้น โดยนักท่องเที่ยวจีนเป็นกลุ่มนักท่องเที่ยวที่มีการใช้จ่ายต่อหัวสูงกว่านักท่องเที่ยวจาก ASEAN (รูปที่ 8)

รูปที่ 7 รายได้จากการท่องเที่ยวเป็นปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตของเศรษฐกิจไทยเกือบทั้งหมดในปี 2022 และ 2023



ที่มา: NESDC, KKP Research

รูปที่ 8 ค่าใช้จ่ายต่อหัวในปัจจุบันมีแนวโน้มต่ำลงเล็กน้อยตามสัดส่วนของนักท่องเที่ยวอาเซียนที่เพิ่มขึ้น



ที่มา: TAT, KKP Research

การส่งออกจะหดตัวรุนแรงในช่วงครึ่งปีแรก

สัญญาณการชะลอตัวของภาคการส่งออกเริ่มมีแนวโน้มชัดเจนขึ้นตั้งแต่ปลายปีที่แล้วและต่อเนื่องมาถึงปีนี้ โดยการส่งออกทั้งหมดของไทยและภูมิภาคในปีที่ผ่านมาแม้จะยังสามารถขยายตัวได้บ้างแต่ขยายตัวในระดับที่น้อยลงมาต่อเนื่องและเริ่มติดลบชัดเจนในช่วงไตรมาส 4 ปี 2022 ขณะเดียวกันการส่งออกของประเทศในภูมิภาค เช่น เกาหลีใต้และไต้หวันยังคงหดตัวรุนแรงในช่วงต้นปี 2023 ทำให้เมื่อพิจารณาแนวโน้มการส่งออกของไทย โดยเฉพาะในช่วงครึ่งปีแรกที่มีฐานการส่งออกที่สูงและมีอุปสงค์เร่งตัวในช่วงก่อนหน้า เช่น ในกลุ่มสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ จะทำให้มูลค่าการส่งออกในไตรมาส 1 และ 2 ของไทยปีนี้มีโอกาสติดลบเกิน 10% ได้ (ในรูปดอลลาร์สหรัฐ ฯ) (รูปที่ 9) ประกอบกับแนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่มีความเสี่ยงสูงขึ้นอาจทำให้แนวโน้มการส่งออกของไทยในช่วงครึ่งปีหลังอาจยังเผชิญกับแรงกดดันจากภาวะเศรษฐกิจโลก ทำให้ KKP Research คาดการณ์ว่าปริมาณการส่งออกสินค้าจะติดลบ 3.1% จากที่เคยประเมินไว้ที่ 1.8%

รูปที่ 9 การส่งออกในปี 2023 จะติดลบรุนแรงในช่วงเดือนมีนาคมและไตรมาส 2 จากฐานการส่งออกที่อยู่ในระดับสูง



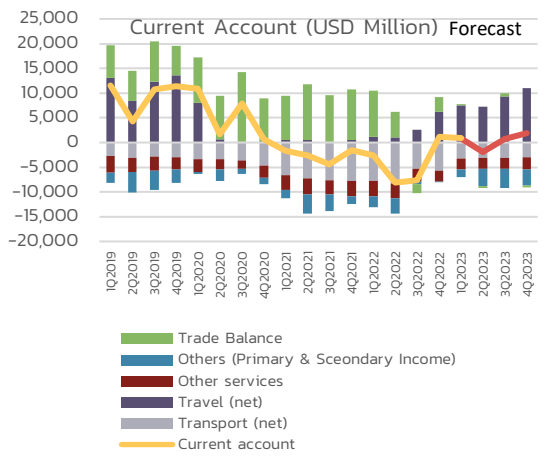
ที่มา: MoC, KKP Research

อย่างไรก็ตาม การส่งออกในแต่ละกลุ่มสินค้าอาจได้รับผลกระทบที่แตกต่างกันโดยสินค้าอุตสาหกรรมจะเป็นกลุ่มสินค้าที่ได้รับผลกระทบจากอุปสงค์โลกที่ชะลอลง ในขณะที่กลุ่มสินค้าเกษตรซึ่งเป็นสินค้าจำเป็นและได้รับประโยชน์จากการเปิดประเทศของจีนในปีนี้น่าจะยังขยายตัวได้ต่อเนื่อง

ดุลบัญชีเดินสะพัดจะเกินดุลได้ในระดับต่ำในปีนี้ ขณะที่การส่งออกเริ่มชะลอลงในช่วงที่ผ่านมา สัญญาณที่เห็นคือมูลค่าการนำเข้าสินค้ากลับชะลอลงได้ช้ากว่า เหตุผลสำคัญมาจากปัจจัยด้านราคาที่สูงขึ้นผ่าน Terms of trade ที่ปรับตัวแย่ลง (รูปที่ 10) ซึ่งหมายความว่าประเทศไทยต้องจ่ายราคาสินค้านำเข้าแพงขึ้นเมื่อเทียบกับราคาสินค้าส่งออกที่ขายได้ ทำให้ในภาพรวมดุลการค้าปรับตัวแย่ลงกว่าปกติ ยิ่งไปกว่านั้นในปีเศรษฐกิจในภาคบริการในประเทศที่เพิ่งจะเริ่มฟื้นตัวขึ้นอาจทำให้อุปสงค์ในประเทศและความต้องการนำเข้าไม่ชะลอลงไปมากตามการส่งออกที่ชะลอลงเหมือนในอดีต

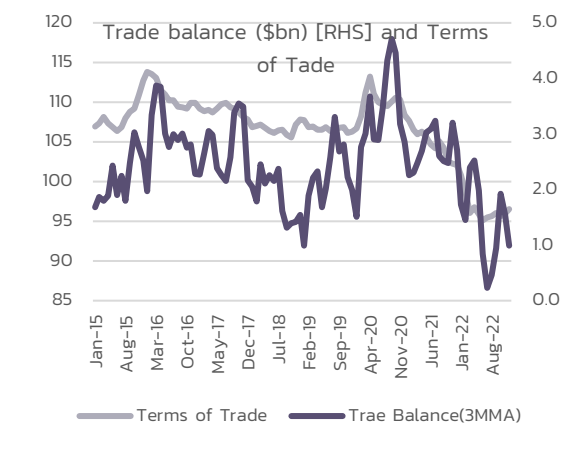
KKP Research ประเมินว่าดุลการค้าในปีนี้จะมีการเกินดุลที่ระดับต่ำกว่าปกติมาก และจะส่งผลให้ดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลได้เพียงเล็กน้อย โดยปรับประมาณการดุลบัญชีเดินสะพัดจาก 1.3% ของ GDP เหลือ 0.3% ของ GDP (รูปที่ 11) แม้ว่ารายได้จากการท่องเที่ยวและต้นทุนค่าขนส่งสินค้าจะปรับตัวดีขึ้นแล้วก็ตาม

รูปที่ 10 ดุลบัญชีเดินสะพัดจะเกินดุลได้น้อยจากดุลการค้าที่เกินดุลลดลงแม้บักทองเกี่ยวจะฟื้นตัว



ที่มา: BoT, KKP Research

รูปที่ 11 การปรับตัวแย่ลงของดุลการค้าเคลื่อนไปตาม Terms of Trade (ราคาสินค้าส่งออก / ราคานำเข้า)



ที่มา: BoT, KKP Research

ความผันผวนของค่าเงินบาทจะมากขึ้นจากความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจโลกและปัจจัยพื้นฐานที่อ่อนแอลง ในสถานการณ์เศรษฐกิจโลกที่มีความไม่แน่นอนสูงโดยเฉพาะปรับการคาดการณ์ของตลาดในมุมมองเรื่องนโยบายการเงินสหรัฐฯ ส่งผลอย่างมากต่อความผันผวนของค่าเงินดอลลาร์ในช่วงที่ผ่านมาและส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนของไทยเช่นกัน ทำให้ในช่วงไตรมาส 2 ที่คาดว่า การเกินดุลบัญชีเดินสะพัดจะกลับมาขาดดุลจะเป็นปัจจัยสำคัญที่กดดันให้ค่าเงินบาทยังมีความผันผวนไปตามการคาดการณ์ของตลาดได้มากขึ้น เพราะขาดปัจจัยพื้นฐานสนับสนุนที่ชัดเจน และความผันผวนของค่าเงินจะเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่จะกลับมาระทบให้การชำระระหว่างประเทศในปีนี้จะลดลงกว่าคาดได้

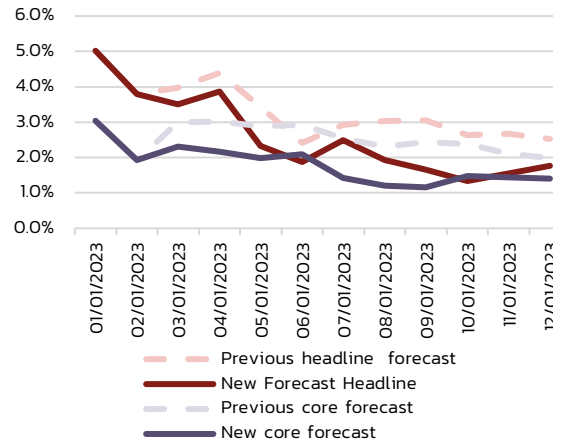
การบริโภคในประเทศถูกกดดันจากเงินเฟ้อและดอกเบี้ย

เงินเฟ้อในช่วงที่ผ่านมาชะลอตัวลงมากกว่าที่คาดไว้ โดยตัวเลขเงินเฟ้อทั่วไปและเงินเฟ้อพื้นฐานปรับตัวลดลงในเดือนกุมภาพันธ์ ส่วนหนึ่งเกิดจากราคาอาหารและอาหารสำเร็จรูปที่เริ่มปรับตัวสูงขึ้นในช่วงปีก่อน นอกจากนี้การส่งผ่านราคาจากต้นทุนที่สูงขึ้นไปสู่ราคาสินค้าอื่นๆ ในภาพรวมของเศรษฐกิจไทยเกิดขึ้นน้อยกว่าที่ประเมินไว้ ซึ่งต่างจากสถานการณ์ในต่างประเทศที่เงินเฟ้อค้างสูงนานกว่าไทย KKP Research ปรับตัวเลขเงินเฟ้อลงเหลือ 2.7% จาก 3.3% ในปีนี้ (รูปที่ 12) ซึ่งเป็นระดับอัตราเงินเฟ้อที่ยังสูงกว่าระดับปกติและสูงกว่าการปรับขึ้นรายได้เฉลี่ยของคนไทย ทำให้เงินเฟ้อจะยังคงเป็นปัจจัยลบที่กดดันการบริโภคอยู่ในปีนี้

KKP Research ประเมินว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะยังคงปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นเข้าสู่ระดับปกติในปีี้ แม้ว่าเงินเฟ้อจะปรับตัวชะลอตัวมาบ้างแล้วแต่จากอัตราดอกเบี้ยที่ยังอยู่ในระดับต่ำและต่ำกว่าระดับปกติ (Neutral rate) ทำให้คาดว่า ธปท. จะยังคงมีความจำเป็นต้องปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก 2 ครั้งไปที่ระดับ 2.25% ในปี 2023 เพื่อให้สอดคล้องกับศักยภาพการเติบโตระยะยาวของเศรษฐกิจไทย โดยการปรับขึ้นดอกเบี้ยมากกว่านี้มีความจำเป็นน้อยลงจากแรงกดดันเงินเฟ้อที่ชะลอตัวลงมาบ้างแล้ว ในขณะที่ความเสี่ยงต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจมีมากขึ้นตามความเสี่ยงของเศรษฐกิจโลกที่อาจจะลดตัวมากกว่าที่คาด

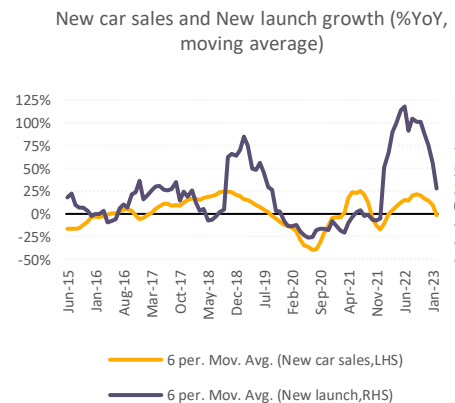
อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นชะลอการบริโภคในกลุ่มสินค้าคงทน โดยเฉพาะบ้านและรถยนต์ ซึ่งเป็นกลุ่มสินค้าที่ได้รับผลกระทบโดยตรงจากการขึ้นดอกเบี้ย ทั้งยอดผ่อนชำระบ้านต่องวดที่ปรับสูงขึ้นตามอัตราดอกเบี้ยแบบลอยตัว และค่าผ่อนรถยนต์ต่องวดที่เพิ่มขึ้นสำหรับสินเชื่อรถยนต์ใหม่ที่ใช้อัตราดอกเบี้ยแบบคงที่ นอกจากนี้ มาตรการ LTV และการกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยเข้าซื้อแบบใหม่ที่เข้มงวดขึ้นเพื่อควบคุมหนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูง ยังเป็นอีกแรงกดดันสำคัญที่ส่งผลให้ยอดขายบ้านและรถยนต์มีแนวโน้มชะลอตัวลงในปี 2023 (รูปที่ 13)

รูปที่ 12 KKP Research ประเมินว่าเงินเฟ้อผ่านจุดสูงสุดไปแล้วและมีแนวโน้มชะลอตัวต่ำกว่าที่ประเมินไว้เดิมตามราคาน้ำมันดิบโลก



ที่มา: MoC, KKP Research

รูปที่ 13 ยอดขายรถยนต์และยอดเปิดตัวบ้านใหม่มีแนวโน้มชะลอตัวลงชัดเจนตั้งแต่ปลายปี 2022



ที่มา: Toyota Motor Thailand, AREA, KKP Research

ความเสี่ยงจากปัญหาในภาคธนาคารในสหรัฐฯ ต่อเศรษฐกิจไทย

KKP Research ประเมินว่าสถานการณ์เศรษฐกิจในปัจจุบันยังมีความไม่แน่นอนสูง โดยความเสี่ยงของการเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยในโลกรวมมากขึ้น แต่ผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยอาจไม่มากนัก ดังนี้

- (1) กรณีฐาน (Base case): ในสถานการณ์ปัจจุบันที่ถึงแม้เศรษฐกิจสหรัฐ ฯ อาจจะชะลอตัวลงมากกว่าที่คาดไว้จากปัญหาในภาคธนาคารและการดึงตัวของอุปสงค์ที่มากขึ้นแต่เชื่อว่าปัญหาจะยังไม่ลุกลามจนถึงขั้นเป็นวิกฤติการเงินรุนแรงสาเหตุที่เป็นเช่นนั้นเพราะภาครัฐและธนาคารกลางสหรัฐ ฯ มีแนวโน้มที่จะออกนโยบายช่วยเหลือธนาคารไม่ให้มีวิกฤติที่แผ่กระจายเป็นวงกว้าง ซึ่งสะท้อนจากทั้งการออกนโยบายและการสื่อสารในช่วงที่ผ่านมา ทำให้ผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยจะไม่มากถึง

ขั้นทำให้ไทยเข้าสู่ภาวะถดถอยได้โดยคาดว่าจะกระทบผ่านเฉพาะช่องทางส่งออกเป็นหลัก นอกจากนี้ไทยยังมีนักท่องเที่ยวที่กำลังฟื้นตัวมาช่วยไว้อีกทางหนึ่งด้วย

ในขณะที่ช่องทางผลกระทบในมุมของเสถียรภาพระบบการเงิน (Financial stability) ของไทยมีค่อนข้างน้อย โดยการส่งผ่านผลกระทบจากวิกฤติภาคธนาคารสหรัฐฯ มาสู่ภาคธนาคารไทยมีน้อยมาก เนื่องจาก

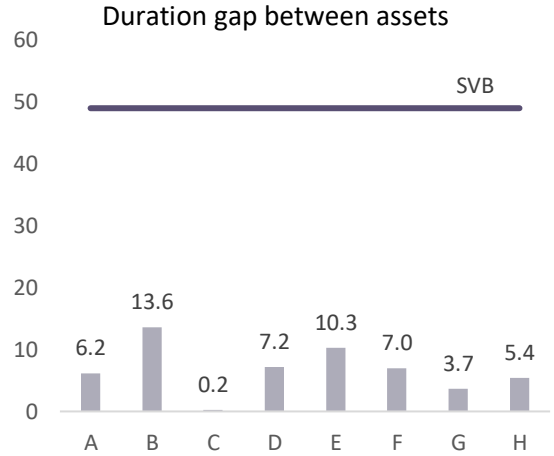
1) ธนาคารพาณิชย์ไทยมีความเสี่ยงจากระยะเวลาที่ไม่สอดคล้องกันระหว่างสินทรัพย์และการจัดหาแหล่งเงินทุน (Duration risk) ต่ำกว่า SVB มาก (รูปที่ 14) ทำให้มูลค่าของทุนของธนาคารพาณิชย์ไทยไม่ได้ลดลงมากในกรณีใช้อัตราดอกเบี้ยปรับสูงขึ้นต่างจากกรณีของ SVB ที่มีความเสี่ยงสูง

2) อัตราดอกเบี้ยไทยไม่ได้ปรับขึ้นรุนแรงเหมือนในสหรัฐฯ ทำให้ความเสี่ยงจากการขาดทุนในหลักทรัพย์และการลดลงของมูลค่าสินทรัพย์มีน้อย

3) ธนาคารพาณิชย์ไทยยังมีระดับเงินกองทุนและทุนสำรองที่เพียงพอและหลายมาตรวัดยังบ่งชี้ว่าธนาคารพาณิชย์ไทยยังมีระดับสภาพคล่องที่เพียงพอ

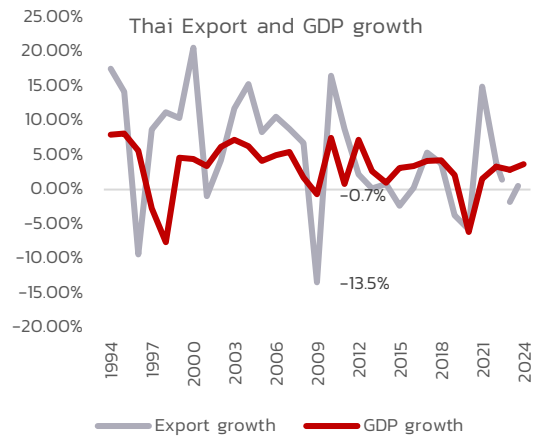
(2) กรณีเลวร้าย (Worse case): ในกรณีที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ ไม่สามารถควบคุมสถานการณ์ในภาคธนาคารได้และทำให้เศรษฐกิจต้องเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยรุนแรง (Deep recession) จากข้อมูลในอดีตจะทำให้โอกาสที่โลกจะเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยมี 75% ซึ่งจะส่งผลต่อไทยรุนแรงขึ้นมาก โดยช่องทางหลักที่จะส่งผลกระทบต่อไทย ยังคงเป็นการส่งออกที่จะหดตัวได้มากกว่า 10% เหมือนที่เคยเกิดขึ้นในปี 2009 และทำให้ GDP หดตัวลงไป 0.7% ในป็นั้น (รูปที่ 15) ในกรณีนี้จะทำให้เกิดปัญหาอื่น ๆ ตามมาได้เพราะเศรษฐกิจไทยในช่วงที่ผ่านมาพึ่งฟื้นตัวไม่เต็มที่ โดยเฉพาะปัญหาคุณภาพสินเชื่อที่จะเป็นประเด็นใหญ่ แต่ในปัจจุบันสถานการณ์นี้ยังมีความเสี่ยงต่ำ

รูปที่ 14 ธนาคารพาณิชย์ไทยมี Duration risk ที่ต่ำกว่ากรณีที่เกิดปัญหาใน SVB มาก



ที่มา: ข้อมูลจากธนาคารพาณิชย์ไทย, Kiatnakin Phatra Securities
หมายเหตุ: ตัวอักษร A-H ใช้แทนชื่อธนาคารพาณิชย์แต่ละแห่งในไทย

รูปที่ 15 การส่งออกไทยมีแนวโน้มชะลอตัวลงรุนแรงในช่วงที่เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอย



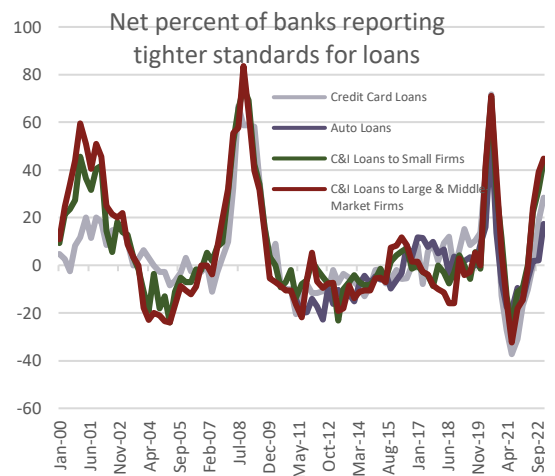
ที่มา: NESDC, KKP Research

จับตา Financial Condition ทั้งไทยและต่างประเทศ

KKP Research ประเมินว่าแม้ว่าในระยะสั้นหรือในปีนี้เศรษฐกิจสหรัฐฯ และเศรษฐกิจโลกจะยังหลีกเลี่ยงวิกฤติและขยายตัวต่อไปได้ แต่ความเสี่ยงที่จะเกิดวิกฤติก็เพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน โดยเฉพาะกรณีที่ปัญหาเงินเฟ้อยืดเยื้อเหมือนช่วงปี 1972-1983 ซึ่งจะทำให้ Fed ต้องคงดอกเบี้ยสูง สภาพคล่องตึงตัว และอาจสร้างผลกระทบต่อจุดเปราะบางในระบบการเงินและนำไปสู่ผลกระทบที่รุนแรงต่อเศรษฐกิจได้ในที่สุด ประเด็นเรื่องเสถียรภาพระบบการเงินจึงยังเป็นความเสี่ยงที่ต้องติดตามอย่างใกล้ชิดและจะเป็นปัจจัยที่จะเปลี่ยนภาพเศรษฐกิจจากหน้ามือเป็นหลังมือหากเกิดเหตุการณ์ขึ้นจริง

ภาวะทางการเงิน (Financial conditions) จะเป็นสัญญาณสะท้อนว่าผลจากการปรับนโยบายการเงินส่งผลต่อเศรษฐกิจมากน้อยแค่ไหนแล้ว เปรียบเสมือนเป็นกลไกในการส่งผ่านผลของนโยบายการเงินไปสู่เศรษฐกิจ โดยหากตึงตัวขึ้นเร็วจะเพิ่มความเสี่ยงให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอยได้ สำหรับในปัจจุบัน ภาวะทางการเงินของสหรัฐฯ ตึงตัวขึ้นมาบ้างแล้ว ตัวอย่างเช่น การปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากของ Credit default swap (CDS) ซึ่งสะท้อนต้นทุนการประกันความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ของธนาคาร หรือตลาดหุ้นที่หดตัวลงอย่างรวดเร็วหลังมีข่าวการล้มของธนาคาร อย่างไรก็ตามนโยบายการเงินในสหรัฐฯ ที่ตอบสนองรวดเร็วโดยมีการอัดฉีดสภาพคล่องให้ธนาคารจำนวนมากเป็นตัวช่วยให้ภาวะทางการเงินไม่ตึงตัวเร็วเกินไปและเริ่มปรับตัวดีขึ้นมาบ้าง (รูปที่ 16)

รูปที่ 16 ธนาคารในสหรัฐฯ 4 มีแนวโน้มชะลอการให้สินเชื่อตามความเสี่ยงในภาครุนานการที่บีบมากขึ้น



ที่มา: Federal Reserve Board, KKP Research

สำหรับประเทศไทยยังไม่มีปัญหาเรื่องภาวะทางการเงินที่ตึงตัวเร็วเหมือนในต่างประเทศ จากความเชื่อมโยงในตลาดการเงินที่ค่อนข้างต่ำ เป็นอีกเหตุผลหนึ่งที่ทำให้ในปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทยยังสามารถปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นได้โดยยังไม่จำเป็นต้องให้น้ำหนักและมีความกังวลกับปัจจัยด้านเสถียรภาพระบบการเงินมากนักเหมือน FED

ในระยะต่อไปค่อนข้างชัดเจนว่าจะเป็นช่วงเวลาตลาดการเงินมีความผันผวนสูงมากขึ้น จากความไม่แน่นอนของภาวะเศรษฐกิจและทิศทางนโยบายการเงินและการคลัง เพราะจากที่เงินเฟ้อเคยเป็นปัจจัยหลักเพียงอย่างเดียวที่นักลงทุนและผู้ดำเนินนโยบายสนใจติดตาม กลายเป็นว่าในวันนี้ต้องมาติดตามเรื่องวิกฤติในภาคธนาคารซึ่งคาดการณ์ได้ยากกว่ามาก การตัดสินใจทั้งการลงทุนและการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจในช่วงที่กำลังจะเป็นจุดวกกลับ (Turning point) ของเศรษฐกิจจึงต้องมีความระมัดระวังมากขึ้น และต้องติดตามและประเมินข้อมูลที่เกี่ยวข้องอย่างใกล้ชิดอยู่เสมอ