

November 27, 2023

KKP Research



เศรษฐกิจไทยส่งสัญญาณโตซ้ำ
หากไม่มีการปฏิรูปอย่างจริงจัง

ผู้เขียน

ลัทธิศักดิ์ ลากอุดมการ
นักวิเคราะห์

KKP Research

โดยกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร

พิพัฒน์ เหลืองนฤมิตชัย

กรรมการผู้จัดการ หัวหน้านักเศรษฐศาสตร์

ณชา อนันต์โชติกุล

ผู้อำนวยการอาวุโส หัวหน้าฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์

ลัทธิศักดิ์ ลากอุดมการ

นักวิเคราะห์

เคนเน็ท โดแนลด์ นิลเวล

นักวิเคราะห์

อารยา กาญจนะช

นักวิเคราะห์

บุรกร กิพยสกุลชัย

นักวิเคราะห์

ณัฐนิชา เทพพรพิทักษ์

นักวิเคราะห์

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ทั้งนี้ ข้อคิดเห็นที่ปรากฏเป็นความคิดเห็นของฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์ไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร เว้นแต่จะได้แจ้งไว้และขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงข้อมูลและความคิดเห็นโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

KKP Research

November 27, 2023

เศรษฐกิจไทยส่งสัญญาณโตช้า หากไม่มีการปฏิรูปอย่างจริงจัง



KEY TAKEAWAYS :

- KKP Research ปรับตัวเลขคาดการณ์ GDP ปี 2023 เป็น 2.4% และปี 2024 เป็น 3.7% ในกรณีที่มีการใช้งาน Digital Wallet ขึ้นจริง โดยเศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวตามการกลับมาขยายตัวของ การส่งออกและการฟื้นตัวต่อเนื่องของนักท่องเที่ยว อย่างไรก็ตามหากไม่ปรับรวม Digital Wallet GDP ปีหน้าจะเติบโตได้แค่ 2.9% จากปัญหาเชิงโครงสร้างที่ยังคงกดดันเศรษฐกิจไทย และสัญญาณการชะลอตัวของการบริโภคและการหดตัวของสินเชื่อ
- KKP ประเมินว่าเศรษฐกิจโลกในปีหน้ายังมีโอกาสขยายตัวได้มากกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้และจะทำให้ อัตราดอกเบี้ยโลกไม่ปรับตัวลดลงเร็ว ส่งผลให้การส่งออกไทยสามารถทยอยฟื้นตัวได้เล็กน้อยในปีหน้า ขณะที่คาดการณ์ว่านักท่องเที่ยวจะกลับมาได้น้อยกว่าที่คาดไว้เดิมโดยลดประมาณการณเป็น 35 ล้านคน จากนักท่องเที่ยวจีนที่กลับมาได้น้อยกว่าที่คาด
- แม้ว่าตัวเลข GDP ในฝั่งการใช้จะขยายตัวได้ดีในไตรมาส 3 ทั้งการบริโภคและการลงทุน แต่มีข้อสังเกตว่าตัวเลขแตกต่างกันมากกับ GDP ในฝั่งการผลิต KKP ประเมินว่าเศรษฐกิจไทยในปัจจุบันอ่อนแอกว่าที่เห็นซึ่งสะท้อนผ่านหลายข้อมูลทั้งยอดขายรถยนต์และบ้านที่ตกต่ำ ยอดค้าปลีกของบริษัทจดทะเบียนที่ชะลอตัว การปรับลดลงของกำไรบริษัทจดทะเบียน การลดลงของผลการเก็บภาษีมูลค่าเพิ่มทั้งหมดสะท้อนภาวะชะลอตัวของเศรษฐกิจในประเทศ
- KKP Research ยังประเมินว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยที่ระดับ 2.5% ตลอดทั้งปี 2024 จาก การประเมินของ กนง. ว่าอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันเป็นระดับที่สอดคล้องกับการขยายตัวตามศักยภาพของเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตามความเสี่ยงของการลดดอกเบี้ยมีมากขึ้นในกรณีที่มาตรการ Digital Wallet ไม่ผ่านและเศรษฐกิจจะชะลอตัวลงมากกว่าที่ สปท คาดไว้

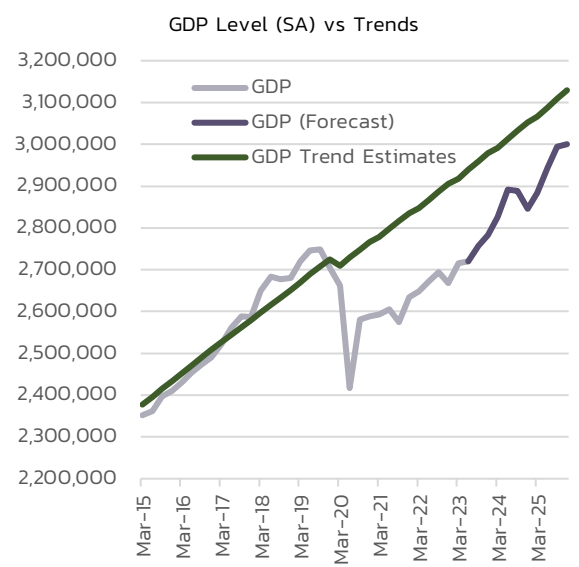
เศรษฐกิจไทยส่งสัญญาณโตช้า หากไม่มีการปฏิรูปเศรษฐกิจอย่างจริงจัง

ปรับ GDP ปีนี้เหลือ 2.4% ปีหน้าเศรษฐกิจไทยโต 3.7% หาก Digital Wallet ผ่าน

KKP Research ประเมินว่าเศรษฐกิจไทยในภาพรวมยังคงอ่อนแอและไม่สามารถฟื้นตัวได้ดีมากนัก อย่างไรก็ตามมีการปรับ GDP ในปี 2024 เพิ่มขึ้นเป็น 3.7% (รูปที่ 1 และ รูปที่ 2) จากสามปัจจัยหลัก 1) มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐผ่านนโยบาย digital wallet ที่จะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมได้ชั่วคราว ประมาณ 0.8% ในช่วงไตรมาสที่ 2 และ 3 ของปี 2) การท่องเที่ยวที่ยังคงฟื้นตัวต่อเนื่องโดยคานานักท่องเที่ยวจะปรับเพิ่มขึ้นเป็น 35 ล้านคนในปีหน้า และ 3) การส่งออกที่เริ่มมีสัญญาณฟื้นตัวตามวัฏจักรการผลิตและการส่งออกโลก โดยส่งออกคาดว่าจะกลับมาโตเป็นบวกได้เล็กน้อย อย่างไรก็ตาม การประเมิน GDP ในปีหน้ามีความไม่แน่นอนสูง โดยเฉพาะนโยบาย Digital Wallet ที่ยังมีโอกาสไม่ผ่านค่อนข้างสูง โดยในกรณีที่ไม่มีมาตรการแจกเงินจากภาครัฐ KKP ประเมินว่าเศรษฐกิจเติบโตได้ชะลอลงเหลือประมาณ 2.9% ในปี 2024 จากเดิมที่เคยคาดว่าจะ 3.3 % เนื่องจากเศรษฐกิจไทยยังเผชิญปัญหาเชิงโครงสร้างที่กีดกันการเติบโตในระยะยาวมาอย่างต่อเนื่อง

ในขณะที่ KKP Research มีการปรับลดประมาณการ GDP ปี 2023 ลงเหลือ 2.4% จากตัวเลข GDP ที่ออกมาต่ำกว่าคาด และแนวโน้มตัวเลขเศรษฐกิจภายในประเทศที่ชะลอ

รูปที่ 1 เศรษฐกิจไทยในปี 2024 มีโอกาสขยายตัวชั่วคราวในไตรมาส 2 และ 3 จากมาตรการแจกเงิน



ที่มา: NESDC, KKP Research

รูปที่ 2 KKP ประเมินเศรษฐกิจปีหน้าโต 3.7% ในกรณีที่มี Digital Wallet และจะชะลอเหลือ 2.7% ในปี 2025 ในขณะที่กรณีไม่รวม Digital Wallet เศรษฐกิจในปี 2024 จะโตได้เพียง 2.9%

| %YoY | 2022 | Previous Forecast | | Current Forecast | | |
|-------------------------------|------------|-------------------|------------|------------------|------------|------------|
| | | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E | 2025E |
| Real GDP | 2.6 | 2.8 | 3.3 | 2.4 | 3.7 | 2.7 |
| Private Consumption | 6.3 | 4.5 | 3.0 | 5.8 | 4.6 | 2.8 |
| Government Consumption | 0.0 | -1.0 | 1.5 | -3.4 | 1.5 | 1.8 |
| Gross Fixed Capital Formation | 2.3 | 1.4 | 3.0 | 1.6 | 3.0 | 3.4 |
| Private | 5.1 | 2.0 | 3.0 | 2.6 | 3.0 | 1.8 |
| Public | -4.9 | 1.0 | 3.0 | -1.0 | 3.0 | 7.9 |
| Exports of Goods | 1.3 | -3.1 | 1.5 | -2.4 | 2.0 | 3.0 |
| Export of Services | 65.7 | 59.8 | 26.8 | 60.3 | 19.5 | 2.6 |
| Import of Goods | 5.4 | -1.7 | 2.3 | -3.1 | 3.0 | 2.3 |
| Import of Services | -0.5 | 8.9 | 12.3 | 5.9 | 7.4 | 9.4 |
| Current account (US\$ bn) | -9.5 | 4.8 | 15.3 | 7.9 | 11.7 | 19.8 |
| as % of GDP | -1.9 | 0.9 | 2.7 | 1.5 | 2.1 | 3.8 |
| Headline CPI | 6.0 | 1.6 | 1.7 | 1.6 | 1.7 | 1.0 |
| Policy rate | 1.25 | 2.50 | 2.50 | 2.5 | 2.5 | 2.0 |
| Tourist arrivals (Mn persons) | 11.0 | 29.5 | 37.9 | 28.7 | 35.2 | 38.8 |

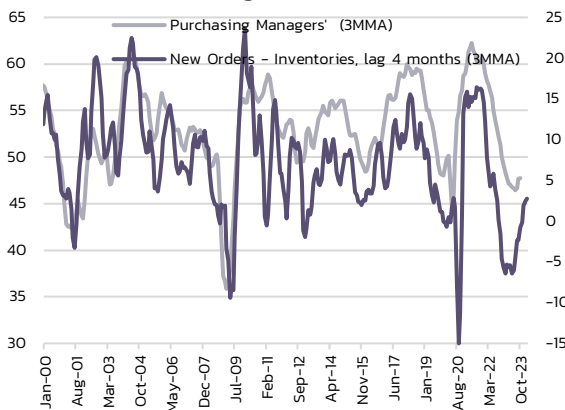
ที่มา: KKP Research

เศรษฐกิจโลกยังไม่เข้าสู่ภาวะถดถอย ก่อเกี่ยวฟื้นช้ากว่าคาด

แม้ตลาดจะมีความกังวลว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีโอกาสชะลอตัวลงและเสี่ยงเข้าสู่ภาวะถดถอยในระยะข้างหน้า KKP Research ประเมินว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ แม้มีแนวโน้มชะลอตัวลง แต่น่าจะยังจะขยายตัวได้และไม่เข้าสู่ภาวะถดถอย จากแรงสนับสนุนทั้งวัฏจักรการผลิตที่เริ่มมีสัญญาณกลับมาเป็นบวก (รูปที่ 3) การย้ายฐานการผลิตกลับสหรัฐฯ (Reshoring) จากภาวะการย้อนกลับของโลกาภิวัตน์ (Deglobalization) และมาตรการกระตุ้นการลงทุนของภาครัฐทำให้การลงทุนในสหรัฐฯ เติบโตขึ้นอย่างมากโดยเฉพาะการลงทุนในสินค้าเทคโนโลยีขั้นสูงซึ่งส่งผลให้ผลิตภาพของแรงงานปรับตัวดีขึ้น (รูปที่ 5) ในขณะที่ภาคเศรษฐกิจอื่น ๆ แม้จะชะลอตัวลงบ้างแล้วแต่ยังมีแนวโน้มขยายตัวต่อได้อีกระยะหนึ่ง (รูปที่ 4)

รูปที่ 3 ยอดซื้อสินค้าใหม่ลบด้วยสินค้าคงคลังปรับตัวดีขึ้น สะท้อนการฟื้นตัวของภาคการผลิต

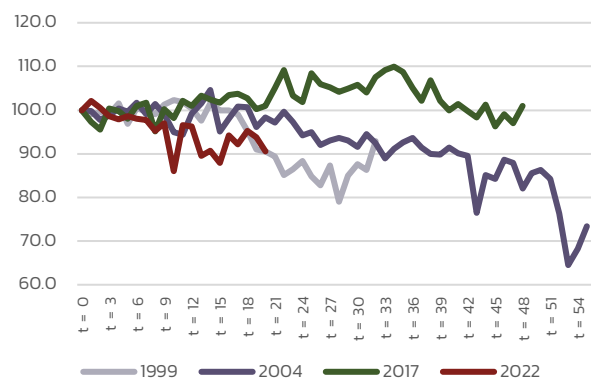
ISM Manufacturing PMI vs New orders minus Inventories (lag 4 Month)



ที่มา: Macrobond, KKP Research

รูปที่ 4 ผลกระทบจากดอกเบี้ยในภาคบริการเกิดขึ้นช้า โดยการชะลอตัวอาจเกิดขึ้นหลังการปรับดอกเบี้ยไปแล้วกว่า 30 - 50 เดือน

ISM Service PMI



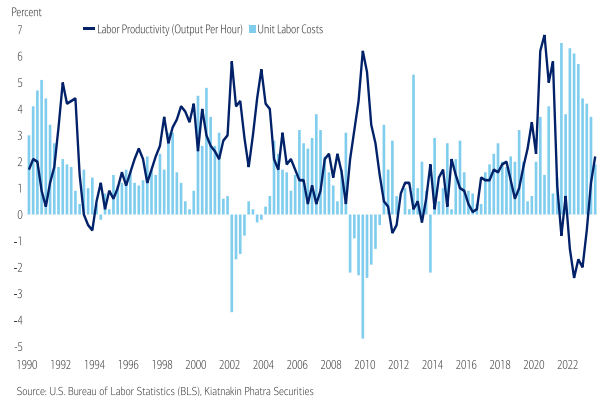
ที่มา: Fred, KKP Research

t = 0 คือ ช่วงเวลาที่ FED ปรับขึ้นดอกเบี้ยเป็นเดือนแรก

เศรษฐกิจโลกที่ยังคงขยายตัวได้จะส่งผลให้การส่งออกไทยในปี 2024 มีแนวโน้มกลับมาฟื้นตัวขึ้น โดยตัวเลขการผลิตในภาคอุตสาหกรรมและการส่งออกของประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาค เช่น เกาหลีใต้ เริ่มกลับมาขยายตัวในช่วงที่ผ่านมา สะท้อนการฟื้นตัวของวัฏจักรอิเล็กทรอนิกส์ โดยคาดการณ์ว่าการส่งออกของไทยไปยังประเทศคู่ค้าหลักจะกลับมาขยายตัวได้ แต่ยังคงติดตามความเสี่ยงจากเศรษฐกิจจีนที่อาจขยายตัวได้ช้ากว่าที่คาดจากปัญหาในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังย่ำแย่และเศรษฐกิจจีนที่มีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจโลกในปีหน้าในภาพรวมยังมีการเติบโตอยู่ในระดับต่ำทำให้คาดการณ์การส่งออกของไทยจะเติบโตได้เล็กน้อย โดยมีความเสี่ยงสำคัญ คือความสามารถในการแข่งขันที่ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยี เช่น การส่งออกรถยนต์สันดาปภายในของไทยที่แนวโน้มได้รับผลกระทบจากแนวโน้มการใช้รถยนต์ไฟฟ้าที่มากขึ้นเรื่อย ๆ

รูปที่ 5 ผลกระทบการผลิตของแรงงานในสหรัฐฯ กำลังปรับตัวขึ้น

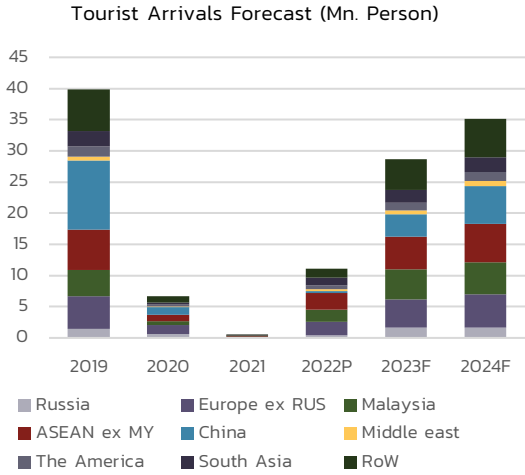
Nonfarm Business Labor Productivity and Unit Labor Costs



ที่มา: BLS, KKP Research

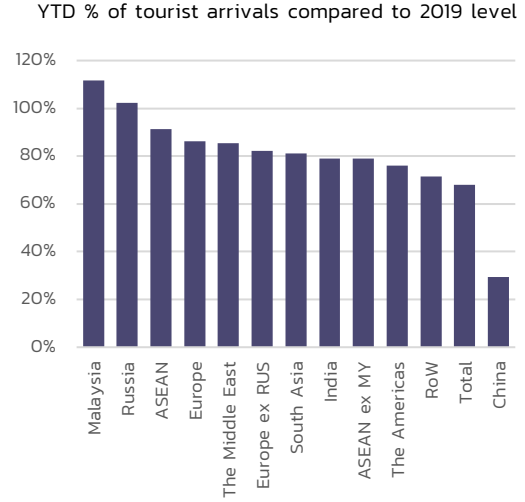
อย่างไรก็ตาม KKP ปรับลดตัวเลขนักท่องเที่ยวในปี 2024 จาก 38 ล้านคน เหลือ 35 ล้านคนในปีหน้า จากนักท่องเที่ยวจีนที่ฟื้นตัวกลับมาได้ช้ากว่าที่คาด ซึ่งเกิดจากทั้งปัญหาเศรษฐกิจภายในของจีนที่ชะลอตัวลง ความเชื่อมั่นในการท่องเที่ยวไทยที่แย่งหลังเหตุการณ์กราดยิงในช่วงที่ผ่านมา และความกังวลด้านความปลอดภัยที่ทำให้คนจีนลดความสนใจในการมาท่องเที่ยวประเทศไทย โดยนักท่องเที่ยวจีนตั้งแต่ต้นปีถึงปัจจุบันยังฟื้นตัวได้เพียงประมาณ 29% (รูปที่ 7) ของระดับก่อนโควิดในปี 2019 โดยมีจำนวนประมาณ 3 แสนคนต่อเดือน เทียบกับ 9 แสนคนต่อเดือนในช่วงก่อนโควิด ในขณะที่นักท่องเที่ยวกลุ่มประเทศอื่น ๆ กลับมาในระดับใกล้เคียงกับก่อนโควิดแล้วคือประมาณ 84% (รูปที่ 6) ในระยะต่อไป KKP research คาดว่าภาคการท่องเที่ยวอาจไม่สามารถฟื้นตัวกลับไประดับก่อนโควิดได้เร็วนัก จากเศรษฐกิจจีนที่ยังมีแนวโน้มชะลอตัวในขณะที่นักท่องเที่ยวจากประเทศอื่น เช่น อินเดีย มีจำนวนไม่เพียงพอที่จะทดแทนเงินได้

รูปที่ 6 KKP Research คาดว่านักท่องเที่ยว จะกลับเข้าไทยประมาณ 35 ล้านคนในปีหน้า



ที่มา: TAT, KKP Research

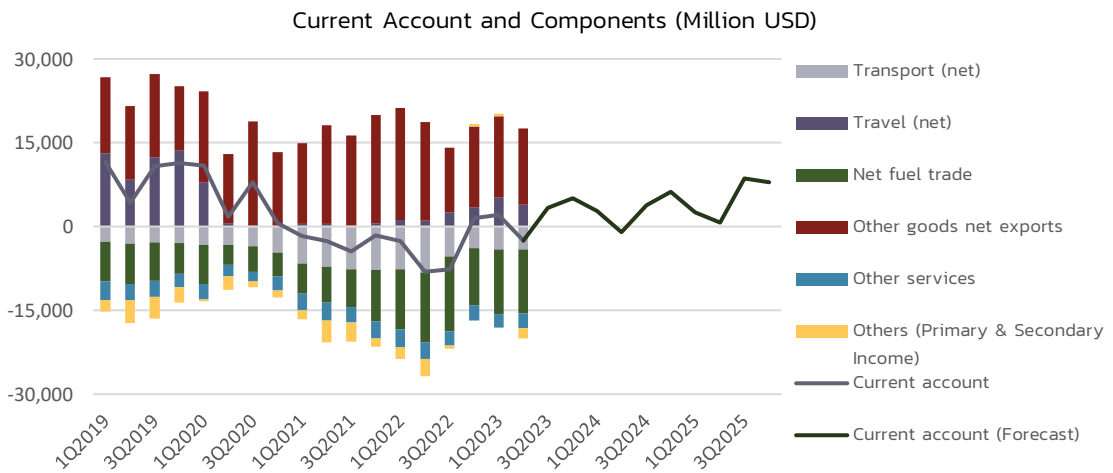
รูปที่ 7 นักท่องเที่ยวจีนที่กลับมาช้า จุดการฟื้นตัวของภาค การท่องเที่ยวไทย



ที่มา: TAT, KKP Research

การปรับตัวดีขึ้นของการส่งออกและการฟื้นตัวต่อเนื่องของนักท่องเที่ยวจะส่งผลให้ดุลบัญชีเดินสะพัดไทย กลับมาเกินดุลได้มากขึ้นในปีหน้า ประกอบกับราคาน้ำมันและต้นทุนค่าขนส่งสินค้าที่เริ่มกลับเข้าสู่ระดับปกติทำให้ แรงกดดันต่อดุลการค้าลดลง อย่างไรก็ตาม ระดับดังกล่าวยังต่ำกว่าช่วงก่อนโควิดที่ดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลถึง 6-10% และยังคงติดตามความเสี่ยงสำคัญคือราคาน้ำมันที่อาจเร่งตัวขึ้นได้ ในกรณีดังกล่าวจะทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดเสี่ยงกลับมาขาดดุลได้ โดยช่วงที่มีความเสี่ยงขาดดุลมากที่สุดคือในช่วงไตรมาส 2 ของปี (รูปที่ 8) ซึ่งจะสร้างแรงกดดันต่ออัตราแลกเปลี่ยนได้

รูปที่ 8 KKP Research ความเป็นดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลเล็กน้อยที่ 2.1% ของ GDP ในปี 2024



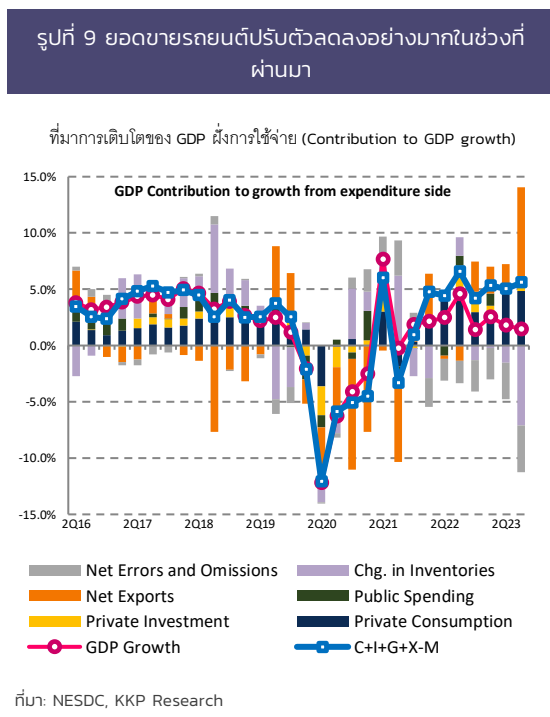
ที่มา: BoT, KKP Research

เศรษฐกิจในประเทศอ่อนแกว่าตัวเลขที่รายงาน

การประเมินภาพเศรษฐกิจในปัจจุบันผ่านตัวเลข GDP ทำได้ค่อนข้างยากจากเครื่องชี้เศรษฐกิจที่ชี้ไปคนละทิศทาง โดยตัวเลข GDP ในไตรมาส 3 ที่ผ่านมามีค่าค่อนข้างอ่อนแอเติบโตเพียง 1.5% ซึ่งหมายความว่ารายได้โดยเฉลี่ยของคนในประเทศโตขึ้นประมาณ 1.5% จากปีก่อน ในขณะที่ตัวเลขการบริโภคโตได้สูงถึงประมาณ 8% จากปีก่อนในภาวะที่หนี้ครัวเรือนอยู่ในระดับสูงมากและธนาคารชะลอการปล่อยกู้สินเชื่อกับครัวเรือน โดยตัวเลขเศรษฐกิจที่รายงานออกมาแตกต่างกันมาก จนอาจทำให้ข้อสรุปเชิงนโยบายผิดพลาดได้ ซึ่งเป็นเหตุการณ์ที่ไม่ค่อยเจอมาก่อนในอดีต

อย่างไรก็ตาม KKP Research ประเมินว่าเมื่อพิจารณาตัวชี้วัดทางเศรษฐกิจอื่น ๆ ประกอบด้วยแล้วจะพบว่าในสถานการณ์ปัจจุบันเศรษฐกิจไทย ถึงแม้จะไม่ได้อยู่ในภาวะวิกฤต แต่มีแนวโน้มโตต่ำและตัวเลขการบริโภคมีทิศทางชะลอลงต่อไป โดยเครื่องชี้เศรษฐกิจตัวอื่น ๆ ที่เป็นข้อสังเกต คือ

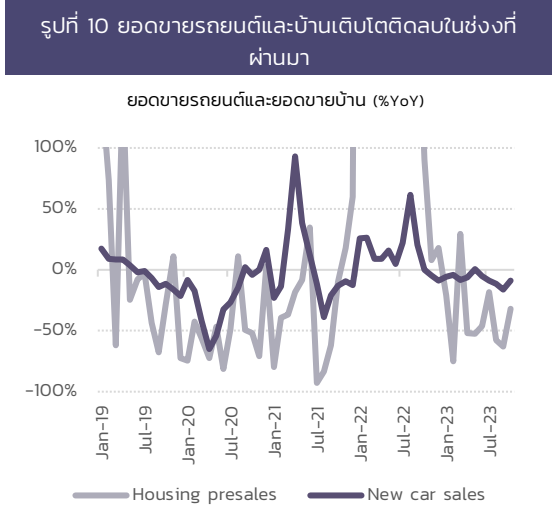
1) การเติบโตของ GDP ในฝั่งการผลิตและการบริโภคแตกต่างกันกว่าปกติมาก เนื่องจากตัวเลข GDP สามารถวัดได้จาก 2 ฝั่งคือฝั่งการใช้จ่ายที่ประกอบไปด้วยการบริโภคและการลงทุนของภาครัฐและเอกชน การส่งออก และการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง โดยในไตรมาสล่าสุดการเติบโตของ GDP ฝั่งการใช้จ่ายสูงถึง 5.6% ในขณะที่ฝั่งการผลิตโตเพียง 1.5% (รูปที่ 9) เป็นสัญญาณว่าการวัดตัวเลข GDP อาจมีความผิดพลาดจากโครงสร้างเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลง เช่น การนับการนำเข้าน้อยเกินไปจากการโตของ E-Commerce หรือการหักการใช้จ่ายจากนักท่องเที่ยวต่างชาติไม่พอในช่วงการกลับมาสำรวจใหม่หลังโควิด



นอกจากนี้ข้อมูลที่สะท้อนการใช้จ่ายอื่น ๆ เช่น ผลการจัดเก็บภาษีมูลค่าเพิ่มยังคงหดตัวเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อนในปีภาษีที่ผ่านมา ภาษีมูลค่าเพิ่มซึ่งควรสะท้อนมูลค่าเพิ่มและกิจกรรมทางเศรษฐกิจ หดตัวประมาณ 3% เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า แม้ปรับมูลค่าการนำเข้าที่ลดลง ผลการจัดเก็บภาษีมูลค่าเพิ่มสะท้อนถึงกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวค่อนข้างช้า

2) ยอดขายบ้านและรถยนต์ปรับตัวลดลงต่อเนื่อง

ในช่วงที่ผ่านมา จากทั้งรายได้ในประเทศที่ยังฟื้นตัวได้ช้า การปล่อยกู้ของสินเชื่อภาคธนาคารที่เข้มงวดขึ้นมาก และอัตราดอกเบี้ยที่ปรับตัวสูงขึ้นเร็วทำให้ภาระหนี้เพิ่มสูงขึ้น โดยตัวเลขตั้งแต่ต้นปีถึงปัจจุบันยอดขายรถยนต์ปรับตัวลดลง 7.5% นำโดยกลุ่มรถยนต์เชิงพาณิชย์ที่หดตัวมากถึง 24% ในขณะที่เดียวกันยอดขายบ้านในเขตกรุงเทพฯและปริมณฑลปรับตัวลดลง 43% โดยกลุ่มบ้านราคาต่ำกว่า 2 ล้านบาทหดตัวมากที่สุดถึง 56.4% (รูปที่ 10) ในระยะข้างหน้าอัตราดอกเบี้ยที่ค้างอยู่ในระดับสูงและหนี้เสียที่มีแนวโน้มสูงขึ้นจะเป็นแรงกดดันต่อการบริโภคต่อไปโดยเฉพาะในกลุ่มสินค้าคงทน



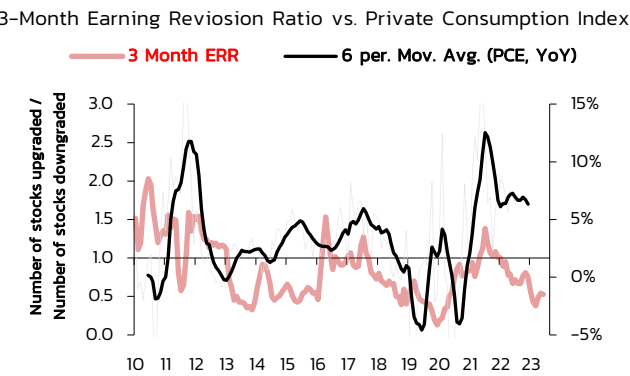
ที่มา: BoT, FTI, KKP Research

3) ผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนอ่อนแอต่อเนื่อง

โดยในช่วงที่ผ่านมา สัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถูกปรับการคาดการณ์ผลกำไรขึ้นต่อจำนวนหุ้นที่ถูกปรับการคาดการณ์ลง (Earnings Revision Ratio—ERR) ปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง และในปัจจุบันสัดส่วนนี้มีค่าเพียง 3 ต่อ 10 โดยในอดีตสัดส่วนนี้มักเป็นตัวแปรนำเศรษฐกิจ (Leading Indicators) ที่สำคัญ โดยมักจะเป็นเครื่องชี้ล่วงหน้าของการบริโภคและการลงทุนประมาณ 6-7 เดือน มีความสัมพันธ์ทางสถิติ (Correlation) เป็นบวกอยู่ที่ประมาณ 40% สำหรับการบริโภค และ 70% สำหรับการลงทุน จึงสะท้อนว่าเศรษฐกิจในประเทศ ณ ปัจจุบันน่าจะยังคงอ่อนแอและไม่น่าจะขยายตัวได้ดีมากเท่ากับตัวเลขการบริโภคและการลงทุนที่อยู่ในองค์ประกอบของ GDP ไตรมาสที่ 3

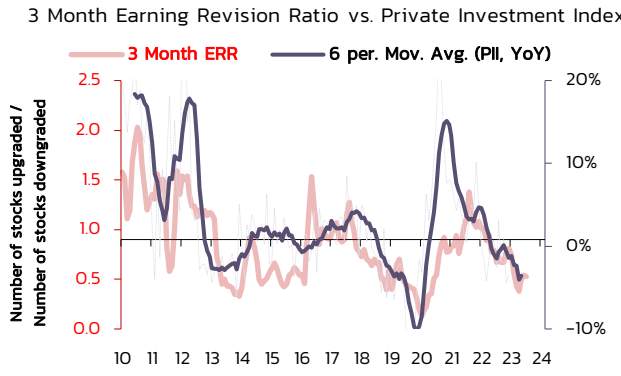
โดยในช่วงที่ผ่านมา สัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถูกปรับการคาดการณ์ผลกำไรขึ้นต่อจำนวนหุ้นที่ถูกปรับการคาดการณ์ลง (Earnings Revision Ratio—ERR) ปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง และในปัจจุบันสัดส่วนนี้มีค่าเพียง 3 ต่อ 10 โดยในอดีตสัดส่วนนี้มักเป็นตัวแปรนำเศรษฐกิจ (Leading Indicators) ที่สำคัญ โดยมักจะเป็นเครื่องชี้ล่วงหน้าของการบริโภคและการลงทุนประมาณ 6-7 เดือน มีความสัมพันธ์ทางสถิติ (Correlation) เป็นบวกอยู่ที่ประมาณ 40% สำหรับการบริโภค และ 70% สำหรับการลงทุน จึงสะท้อนว่าเศรษฐกิจในประเทศ ณ ปัจจุบันน่าจะยังคงอ่อนแอและไม่น่าจะขยายตัวได้ดีมากเท่ากับตัวเลขการบริโภคและการลงทุนที่อยู่ในองค์ประกอบของ GDP ไตรมาสที่ 3

รูปที่ 11 ผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนปรับตัวลดลงต่อเนื่อง สะท้อนว่าความอ่อนแอโดยรวมของเศรษฐกิจ



ที่มา: SET, BoT, KKP Research

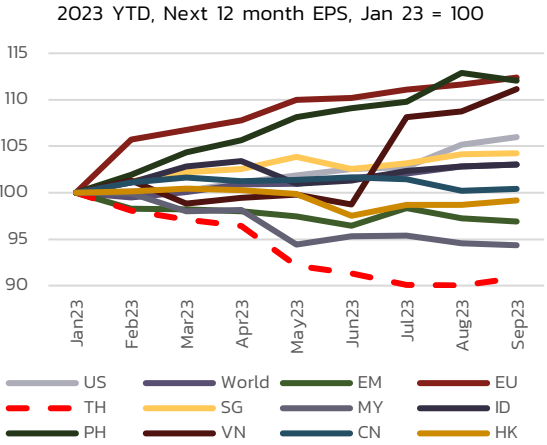
รูปที่ 12 การลงทุนมีแนวโน้มชะลอตัวในปีหน้า ตามผลกำไรบริษัทที่ลดลง



ที่มา: SET, BoT, KKP Research

นอกจากนี้ ตลาดหุ้นไทยมีการปรับตัวลดลงของกำไรต่อหุ้นมากที่สุดประเทศหนึ่งในโลก โดยเมื่อพิจารณาตัวเลข Earning Per Share (EPS) ในปี 2023 ของตลาดหุ้นไทยในปีนี้ลดลงมากกว่า 10% จากต้นปี (รูปที่ 13) ดัชนีหุ้นไทยปรับลดลงเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่นๆ จึงสอดคล้องกับทิศทางกำไรของบริษัทไทยในตลาดหุ้นที่ตกต่ำลงมากกว่าประเทศอื่น สะท้อนความอ่อนแอของเศรษฐกิจไทย โดยเฉพาะเมื่อเทียบกับต่างประเทศ

รูปที่ 13 กำไรต่อหุ้นของบริษัทไทยมีการปรับลดลงมากที่สุดประเทศหนึ่งในโลกในช่วงที่ผ่านมา



ที่มา: Bloomberg, KKP research

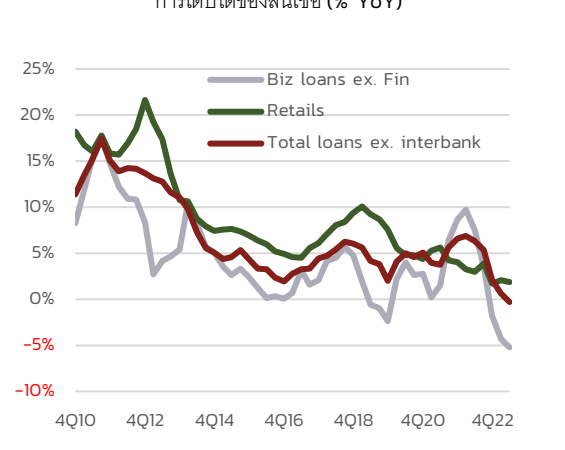
- 4) อัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัทจดทะเบียนมีทิศทางชะลอลงต่อเนื่อง โดยอัตราการเติบโตของยอดขายในสาขาเดียวกันของบริษัท (Same-Store Sale Growth: SSSG) มีการชะลอลงทั้งในกลุ่มของสินค้าจำเป็นและสินค้าฟุ่มเฟือย และมีแนวโน้มปรับตัวเป็นติดลบเมื่อเทียบกับปีก่อนในไตรมาสที่ 3 ปี 2023 (รูปที่ 14) สะท้อนว่าการบริโภคสินค้าในกลุ่มสินค้าไม่คงทนและกึ่งคงทนก็มีทิศทางชะลอลงอย่างมากเช่นกัน สวนทางกับตัวการบริโภคภาคเอกชนใน GDP ล่าสุด

รูปที่ 14 ยอดขายของบริษัทจดทะเบียนชะลอลงอย่างมากในช่วงที่ผ่านมา และเริ่มติดลบ



ที่มา: Company Data, KKP Research

รูปที่ 15 การเติบโตของสินเชื่อเริ่มพลิกเป็นติดลบ

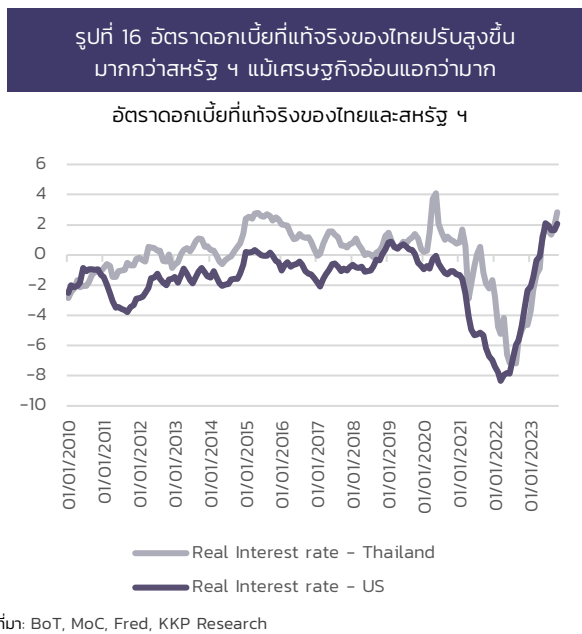


ที่มา: BoT, KKP Research

5) อัตราการขยายตัวของสินเชื่อในภาคธนาคารพลิกเป็นหดตัว (รูปที่ 15) แม้ในช่วงก่อนหน้าจะมีหลายฝ่ายเชื่อว่าการชะลอตัวของสินเชื่อและการปรับเพิ่มขึ้นของหนี้เสียเกิดขึ้นไม่มากและเป็นปัจจัยชั่วคราว แต่พัฒนาการในปัจจุบันยังสะท้อนว่าธนาคารพาณิชย์มีมุมมองที่ไม่ได้เป็นบวกนักต่อแนวโน้มเศรษฐกิจ นำไปสู่การชะลอการปล่อยกู้ ประกอบกับปัญหาหนี้เสียที่เริ่มปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่องและอัตราดอกเบี้ยที่ปรับสูงขึ้นและมีความเสี่ยงค้างสูงเป็นเวลานาน ซึ่งจะเป็นแรงกดดันสำคัญต่อการเติบโตของการบริโภคและการลงทุนในระยะต่อไป และมีความเสี่ยงที่เศรษฐกิจไทยเข้าสู่วัฏจักรขาลงของสินเชื่อ (Delveraging Cycle)

จากทั้ง 5 ชุดข้อมูลสะท้อนให้เห็นว่าเศรษฐกิจในประเทศไทยมีแนวโน้มชะลอลงท่ามกลางปัจจัยลบหลายประการ ซึ่งอาจไม่สอดคล้องกับ GDP ผังการใช้จ่ายที่ค่อนข้างแข็งแกร่ง ข้อมูลเศรษฐกิจที่ไม่ชี้ไปทางใดทางหนึ่งชัดเจนอาจทำให้การประเมินภาพเศรษฐกิจที่จะนำไปสู่การตัดสินใจนโยบายมีความท้าทายมากขึ้น

ในภาวะปัจจุบัน ด้วยอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ปรับสูงขึ้น (2.5%) ในขณะที่เงินเฟ้อลดลงเร็ว (อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานประมาณ 0.6%) ทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของไทยอยู่สูงกว่าสหรัฐฯอีก (รูปที่ 16) ทำให้มีความเสี่ยงที่นโยบายการเงินจะอยู่ในภาวะที่เริ่มตึงตัวมากเกินไป (Over-tightening) และอาจเป็นอีกหนึ่งปัจจัยจุดรั้งการขยายตัวของเศรษฐกิจ



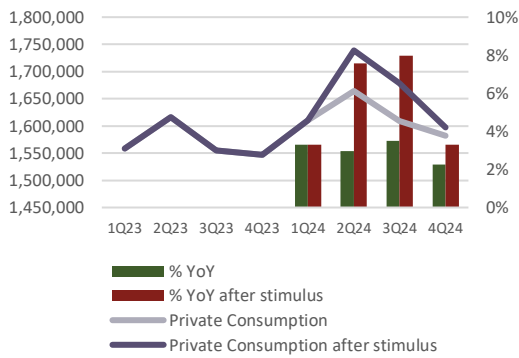
นโยบายรัฐกระตุ้นการบริโภคได้แค่ชั่วคราว

รัฐบาลประกาศนโยบายสำคัญ 2 มาตรการเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในปีหน้า คือ (1) การให้สิทธิลดหย่อนภาษี (E-Refund) สูงสุดที่คนละ 50,000 บาท และ (2) การใช้นโยบาย Digital Wallet แจกเงิน 1 หมื่นบาทให้กับประชาชนอายุ 16 ปีขึ้นไป โดยปรับเงื่อนไขการแจกเงินเล็กน้อย คือ ให้เฉพาะคนที่มีเงินเดือนน้อยกว่า 70,000 บาทและมีเงินฝากไม่เกิน 5 แสนบาท ทำให้จะมีการแจกเงินรวมทั้งสิ้นประมาณ 5 แสนล้านบาท หรือประมาณ 2.7% ของ GDP KKP Research ประเมินว่าตัวคูณทางการคลัง หรือ [Fiscal Multiplier จะอยู่ที่ระดับประมาณ 0.3 เท่านั้น](#) ทำให้ส่งผลบวกต่อ GDP จากนโยบายนี้จะประมาณ 0.8% ในปี 2024 ในขณะที่มาตรการ E-refund จะส่งผลบวกกับคนกลุ่มรายได้มากกว่า 40,000 บาทต่อเดือน ขึ้นไปเป็นหลักเพราะเป็นกลุ่มที่จะได้รับผลประโยชน์จากการลดหย่อนภาษีมากกว่า ซึ่งเป็นกลุ่มที่มีขนาดค่อนข้างเล็กมากเมื่อเทียบกับคนวัยทำงานทั้งประเทศและเมื่อเทียบกับขนาดของเศรษฐกิจ

ทำให้ KKP Research ประเมินว่าผลกระทบต่อเศรษฐกิจจากทั้งสองนโยบายจะมีค่อนข้างน้อยเมื่อเทียบกับต้นทุน (ดู KKP Research นโยบายรัฐได้ไม่คุ้มเสีย) ซึ่งเกิดขึ้นจากทั้งต้นทุนทางการเงินที่ทำให้หนี้สาธารณะปรับตัวสูงขึ้นมากและผลกระทบทางอ้อมต่อตลาดการเงินและอาจสร้างผลที่เรียกว่า “Crowding out Effect” คือ อัตราดอกเบี้ยในตลาดเพิ่มสูงขึ้นจากการกู้เงินของรัฐที่เพิ่มขึ้น ทำให้การลงทุนภาคเอกชนลดลง รวมทั้งเพิ่มความไม่แน่นอนและความผันผวนต่อทั้งอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรไทยและค่าเงินบาท

รูปที่ 17 การบริโภคอาจเติบโตเร่งขึ้นได้ชั่วคราว จากมาตรการ Digital Wallet

การเติบโตของการบริโภคก่อนและหลังมาตรการกระตุ้น



ที่มา: NESDC, KKP Research

รูปที่ 18 ต้นทุนในการกู้ยืมเงินผ่านตลาดพันธบัตรปรับตัวสูงขึ้นมากในช่วงที่ผ่านมา

5-year and 10-year bond yield



ที่มา: Thai BMA, KKP Research

นอกจากนี้ ผลบวกต่อเศรษฐกิจที่จะเกิดขึ้นผ่านช่องทางทางการบริโภคภาคเอกชนเป็นหลักจะเกิดขึ้นเพียงชั่วคราวในช่วงไตรมาสที่ 2 และ 3 เท่านั้น โดยในกรณีที่ไม่มีมาตรการแจกเงิน KKP ประเมินว่าการบริโภคภาคเอกชนจะสามารถเติบโตได้ประมาณ 3% หรือต่ำกว่านั้นเล็กน้อย ในขณะที่มาตรการกระตุ้นอาจทำให้การบริโภคเติบโตขึ้นเป็น 6-8% ในช่วงไตรมาสที่ 2-3 ก่อนจะลดลงมาใกล้เคียงระดับเดิมในไตรมาสที่ 4 พร้อม ๆ กับเศรษฐกิจในช่วงไตรมาส 4 ที่คาดว่าจะชะลอลงอย่างมากจากหลังคนมีการใช้จ่ายใช้สอยผ่านเงิน digital ไปแล้ว ซึ่งจะส่งผลให้เกิดการดึงอุปสงค์ในอนาคตมาใช้ล่วงหน้าในบางส่วนด้วยเช่นกัน โดยคาดว่าจะทำให้การเติบโตของเศรษฐกิจจะชะลอลงที่ระดับประมาณ 2% ในไตรมาส 4

ความไม่แน่นอนยังมีค่อนข้างสูง

อย่างไรก็ตาม KKP Research ประเมินว่านโยบาย Digital Wallet ยังมีความไม่แน่นอนสูงมาก โดยยังมีความเสี่ยงที่รัฐอาจไม่สามารถผลักดันมาตรการนี้ได้ เนื่องจาก มาตรา 53 ของ พรบ. วินัยการเงินการคลังของรัฐ พ.ศ. 2561 ระบุไว้ว่า การกู้เงินนอกเหนือกรอบกฎหมายว่าด้วยการบริหารหนี้สาธารณะ ต้องกระทำโดยการออกกฎหมายที่ตราขึ้นเป็นการเฉพาะ และเฉพาะกรณีที่ (1) มีความจำเป็นที่จะต้องดำเนินการโดยเร่งด่วนและอย่างต่อเนื่อง (2) เพื่อแก้ไขปัญหาวิกฤติของประเทศ และ (3) โดยไม่อาจตั้งงบประมาณรายจ่ายประจำปีได้ทัน ซึ่งการพิจารณาเงื่อนไขเหล่านี้ต้องผ่านการพิจารณาของทั้งสำนักงานกฤษฎีกา สภาผู้แทนราษฎร วุฒิสภา และอาจจะมีผู้ส่งเรื่องให้ศาลรัฐธรรมนูญพิจารณาชี้ขาดในประเด็นนี้ ทำให้ความไม่แน่นอนของโครงการนี้ยังมีอยู่ค่อนข้างมาก

หากไม่มีมาตรการกระตุ้นจะทำให้การเติบโตของเศรษฐกิจอยู่ในระดับต่ำกว่า 3% ในปีหน้า สิ่งที่น่ากังวลประการหนึ่งคือ การคาดการณ์ของผู้เล่นในตลาดการเงินที่ทำได้ยากภายใต้ความไม่แน่นอนสูงเช่นนี้ โดยหลังจากรัฐบาลประกาศนโยบาย ทั้งอัตราดอกเบี้ยในตลาดพันธบัตรได้ปรับตัวสูงขึ้น ขณะที่ค่าเงินบาทอ่อนค่าลงอย่างรวดเร็ว ซึ่งเป็นต้นทุนที่เกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจและภาคธุรกิจในพื้นที่แม้มาตรการอาจไม่ได้ออกใช้จริงในอนาคต

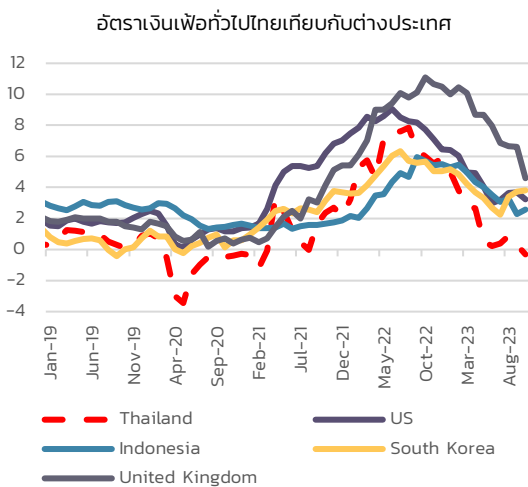
เงินเพื่อทำ ดอกเบี้ยสูง

KKP ประเมินว่าจากทิศทางเศรษฐกิจที่ค่อนข้างอ่อนแอจะทำให้อัตราเงินเฟ้อยังมีแนวโน้มอยู่ในระดับต่ำ โดยคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อในปี 2024 ที่ 1.7% เท่านั้น ในช่วงที่ผ่านมาอัตราเงินเฟ้อทั่วไปของไทยลดลงอย่างรวดเร็วเข้าสู่ระดับใกล้ศูนย์ ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเริ่มคงที่ ซึ่งเงินเฟ้อไทยนับว่าปรับตัวลดลงเร็วที่สุดประเทศหนึ่งในโลก ต่างจากหลายประเทศที่เงินเฟ้อค้างอยู่ในระดับสูงได้นาน (รูปที่ 19) การปรับตัวลดลงเร็วของเงินเฟ้อยังสะท้อนปัญหาเชิงโครงสร้างของเศรษฐกิจไทยในระยะยาวที่และทำให้อุปสงค์ของไทยชะลอลงมาต่อเนื่องในระยะยาว

KKP Research ยังประเมินว่า กนง. จะยังคงอัตราดอกเบี้ยที่ระดับ 2.5% ตลอดทั้งปี 2024 จากการที่ กนง. ประเมินว่าอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันเป็นระดับที่สอดคล้องกับการขยายตัวตามศักยภาพของเศรษฐกิจ และความต้องการที่จะมี policy space ในการรองรับความเสี่ยงในระยะข้างหน้า ประกอบกับความกังวลต่อความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อจากทั้งราคาน้ำมันและสถานการณ์ El Nino ที่อาจกระทบต่อราคาสินค้าในประเทศได้

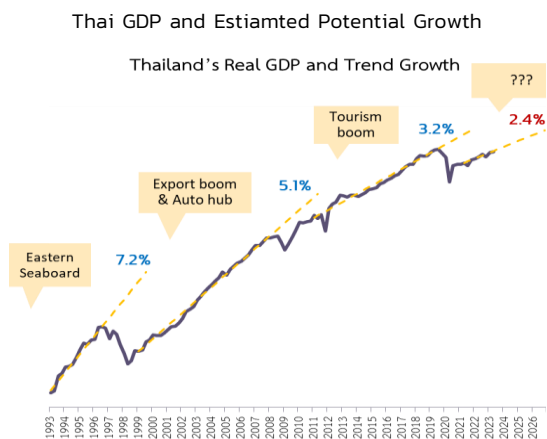
อย่างไรก็ตาม มีโอกาสที่ กนง. อาจพิจารณาลดดอกเบี้ยนโยบายในช่วงปีหน้า โดยเฉพาะอย่างยิ่งภายใต้เศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่อาจชะลอลงมากกว่าที่ ธปท. คาด และหากนโยบาย Digital Wallet ไม่สามารถประกาศใช้จริงได้ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยระยะยาวในไทยน่าจะยังคงค้างอยู่ในระดับสูงตามดอกเบี้ยสหรัฐฯ ที่น่าจะปรับลดลงได้ช้าจากเศรษฐกิจที่ยังไม่เข้าสู่ภาวะถดถอยในปีหน้า

รูปที่ 19 เงินเฟ้อไทยปรับตัวลดลงเร็วที่สุดประเทศหนึ่งในโลกในช่วงที่ผ่านมา



ที่มา: Macrobond, KKP Research

รูปที่ 20 ศักยภาพการเติบโตของเศรษฐกิจไทย มีแนวโน้มชะลอลงทุกครั้งหลังวิกฤติ



ที่มา: NESDC, KKP Research

นโยบายปฏิรูปเชิงโครงสร้างมีความจำเป็นอย่างยิ่ง

KKP Research ทิ้งประเด็นส่งท้ายไว้ว่าการชะลอตัวของเศรษฐกิจไทยโดยเฉพาะอุปสงค์ในประเทศไม่ได้เกิดจากเฉพาะปัจจัยชั่วคราว แต่มีส่วนสำคัญจากปัญหาเชิงโครงสร้างระยะยาวที่ทำให้ศักยภาพการเติบโตของเศรษฐกิจไทยตกต่ำลงต่อเนื่อง (รูปที่ 20) ซึ่งไม่สามารถแก้ไขได้ด้วยการกระตุ้นเศรษฐกิจระยะสั้น โดยเฉพาะการบริโภคในประเทศที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงตามปัญหาสังคมสูงวัยที่คนสูงอายุมีแนวโน้มจะบริโภคสินค้าลดลง และตามรายได้ครัวเรือนส่วนใหญ่ของประเทศที่เติบโตในระดับต่ำอย่างต่อเนื่อง พร้อมกับปัญหาความสามารถในการแข่งขันของประเทศที่ทำให้เศรษฐกิจไทยโตแผ่วลงอย่างต่อเนื่อง อีกทั้งปัญหาความเหลื่อมล้ำด้านโอกาสและรายได้ที่สุุดท้ายเป็นแรงจุดต่อการเติบโตของอุปสงค์ในประเทศและเป็นอุปสรรคต่อการเกิดพลวัตในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจ นโยบายของภาครัฐจำเป็นที่จะต้องมีการแก้ไขปัญหาเชิงโครงสร้างระยะยาวเพื่อยกระดับศักยภาพการเติบโตของเศรษฐกิจไทยให้สามารถเติบโตต่อเนื่องได้อย่างยั่งยืน