

ค่าเงินบาทจะตามรอยริงกิตหรือไม่

The Explainer

Key takeaways

- KKP Research มองว่าดุลบัญชีเดินสะพัดที่ลดลงอย่างถาวรเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่ทำให้ค่าเงินริงกิตอ่อนค่าต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2013 และไม่กลับไประดับเดิมอีกเลย เนื่องจากมาเลเซียสูญเสียความสามารถของการแข่งขันในภาคส่งออกและต้องพึ่งพาการนำเข้าพลังงานเพิ่มขึ้น ขณะที่การอ่อนค่าในปี 2022 มาจากอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของมาเลเซียที่อยู่ต่ำกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค
- มาเลเซียพยายามยกระดับอุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์ในประเทศเพื่อยกระดับความสามารถในการแข่งขันของภาคส่งออก ซึ่งหากทำได้สำเร็จก็จะช่วยสนับสนุนดุลบัญชีเดินสะพัดและค่าเงินริงกิตในระยะข้างหน้าได้
- ไทยเผชิญปัญหาเชิงโครงสร้างหลายอย่างที่คล้ายคลึงกับมาเลเซีย ซึ่งอาจทำให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าเหมือนกับที่เคยเกิดขึ้นกับริงกิตได้หากไม่ได้รับการแก้ไข

ทำไมค่าเงินริงกิตจึงร่วงหนัก

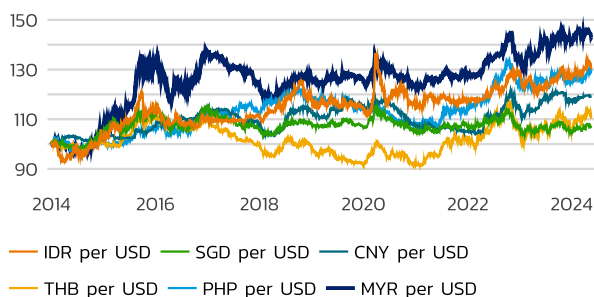
ในช่วงต้นปีที่ผ่านมา ค่าเงินริงกิตของมาเลเซีย กลายเป็นประเด็นพาดหัวข่าวจากการอ่อนค่าจนทะลุ 4.8 ริงกิตมาเลเซียต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งถือเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 26 ปีนับตั้งแต่ปี 1998 ในช่วงวิกฤตการเงินเอเชีย (Asian Financial Crisis) และถือเป็นสกุลเงินที่อ่อนค่ามากที่สุดสกุลหนึ่งในภูมิภาค บทความฉบับนี้จึงอยากย้อนดูพัฒนาการของค่าเงินริงกิตตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน เพื่อทำความเข้าใจว่าอะไรเป็นตัวขับเคลื่อนให้ค่าเงินริงกิตอ่อนค่าเช่นนี้

ริงกิตอ่อนค่าต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2013

หากเราย้อนดูอดีตจะพบว่าค่าเงินริงกิตเผชิญแรงกดดันด้านอ่อนค่ามาตั้งแต่ปี 2013 แล้ว โดยหากดูการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินจะพบว่าในช่วงปี 2013-2016 ค่าเงินริงกิตอ่อนค่าลงเกือบ 50% โดยในปี 2015 ปีเดียวอ่อนค่าแรงถึง 22.8% และการอ่อนค่าดังกล่าวเป็นการปรับฐานของค่าเงินริงกิตไปสู่จุดสมดุลใหม่อย่างถาวร โดยหลังจากนั้นเราแทบไม่เห็นค่าเงินริงกิตกลับมาในระดับแข็งค่ากว่า 4 ริงกิต/ดอลลาร์สหรัฐฯ อีกเลย

FX Spot Rates

(2014-2024, Index 2014 = 100)



Source: Intercontinental Exchange (ICE), Macrobond Financial AB, Kiatnakin Phatra Securities

Weakening trend of Ringgit since 2013

MYR/USD

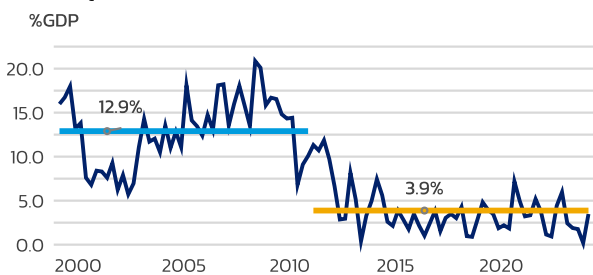


Source: Macrobond Financial AB, Intercontinental Exchange (ICE), Bank of Thailand (BOT), Kiatnakin Phatra Securities

การเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างของดุลบัญชีเดินสะพัด

สาเหตุสำคัญประการหนึ่งที่ทำให้ค่าเงินริงกิตอ่อนค่าไปอย่างถาวร คือการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างของดุลบัญชีเดินสะพัดของมาเลเซีย ซึ่งก่อนหน้านี้ ดุลบัญชีเดินสะพัดของมาเลเซียเคยอยู่ในระดับราว 15% ของ GDP แต่หลังปี 2010 เป็นต้นมา ได้ปรับลดลงมาเหลือเพียง 2-3% ของ GDP เท่านั้น

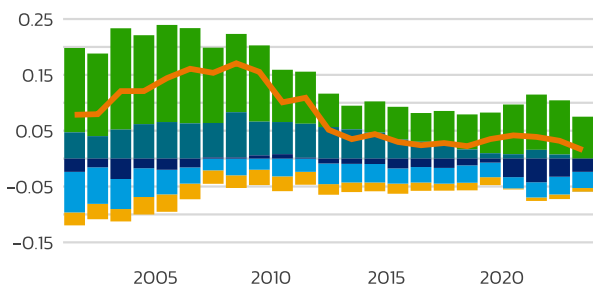
Malaysia's current account has shifted to a low equilibrium



Source: Department of Statistics Malaysia (DOSM), Energy Information Administration (EIA), Kiatnakin Phatra Securities

หากดูในรายละเอียดจะพบว่าดุลบัญชีเดินสะพัดที่ลดลงมาจากดุลการค้า (Trade balance) ที่เกิดดุลลดลงอย่างมากเป็นสำคัญ จากระดับ 20% ของ GDP ลงมาเหลือเพียงครึ่งเดียวที่ระดับ 10% ของ GDP เท่านั้น ซึ่งมาจาก 2 เหตุผลหลัก ได้แก่

Malaysia Current Account, by components

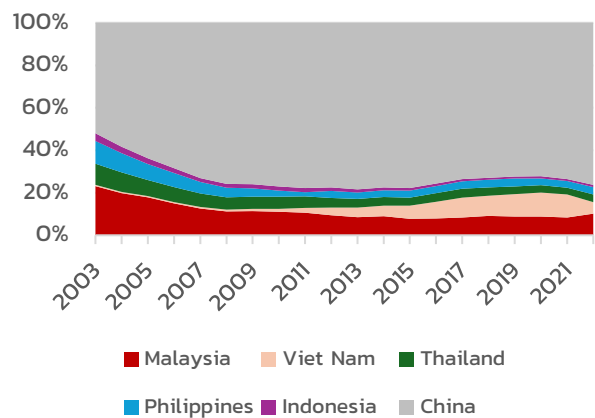


Legend:
 - Current account (%GDP) (Orange line)
 - Non-fuel trade balance (%GDP) (Green)
 - Fuel trade balance (%GDP) (Dark Blue)
 - Primary income (%GDP) (Light Blue)
 - Secondary income (%GDP) (Yellow)
 - Service balance (%GDP) (Dark Blue)

Source: Department of Statistics Malaysia (DOSM), Central Bank of Malaysia (Bank Negara Malaysia), Kiatnakin Phatra Securities

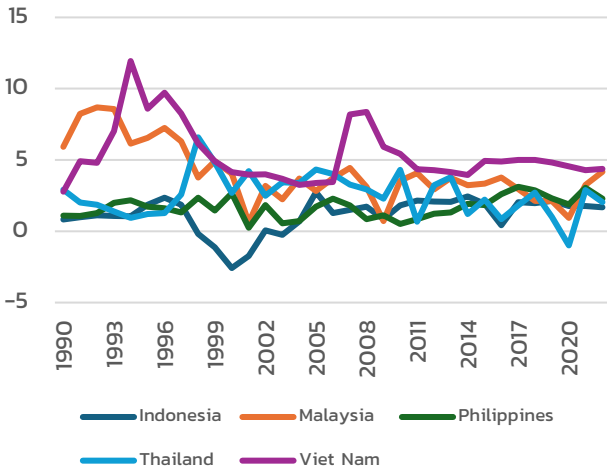
ข้อแรก การสูญเสียความสามารถในการแข่งขันในสินค้าส่งออกหมวดอุปกรณ์ไฟฟ้าและอิเล็กทรอนิกส์ โดยอุตสาหกรรมเครื่องใช้ไฟฟ้าและอิเล็กทรอนิกส์ถือเป็นอุตสาหกรรมสำคัญของมาเลเซียมาตั้งแต่ทศวรรษที่ 1970 อย่างไรก็ดี ตั้งแต่ปี 2005 เป็นต้นมา มาเลเซียเริ่มสูญเสียความสามารถในการแข่งขันให้กับคู่แข่ง เช่น จีนและเวียดนาม ที่ได้เปรียบด้านค่าแรงที่ถูกกว่า จึงทำให้มาเลเซียสูญเสียส่วนแบ่งตลาดจากเดิมที่เคยมีส่วนแบ่งถึงเกือบ 1 ใน 4 ในตลาดโลก ลดลงมาเหลือเพียง 10% เท่านั้น ดุลการค้าในส่วนเครื่องจักรและอุปกรณ์ไฟฟ้าจึงลดลงจาก 11% ในปี 2002 เหลือเพียง 3-5% ของ GDP ในปี 2012-2013 โดยหลังจากนั้น ทางรัฐบาลมาเลเซียได้ปรับเปลี่ยนกลยุทธ์ที่จะเพิ่มมูลค่าให้กับอุตสาหกรรมอุปกรณ์ไฟฟ้าและอิเล็กทรอนิกส์จากเดิมที่มุ่งเน้นแต่สินค้าที่มีมูลค่าเพิ่มต่ำ (low value-added) และอาศัยแรงงานมาก (labor-intensive) มาเน้นสินค้าที่อาศัยเทคโนโลยีขั้นสูงและมีมูลค่าเพิ่มมากขึ้น เช่น เซมิคอนดักเตอร์ ทำให้ตั้งแต่ปี 2018 เป็นต้นมา ดุลการค้าในหมวดเครื่องจักรและอุปกรณ์ไฟฟ้าของมาเลเซียทยอยเพิ่มขึ้นจนกลับมาสู่ระดับเดิมได้ แต่ก็ยังไม่สามารถช่วยให้ดุลบัญชีเดินสะพัดกลับมาจุดเดิมได้ เนื่องจากมาเลเซียต้องเผชิญกับการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างในอีกหนึ่งด้านที่สำคัญ

Export shares of electrical machinery and equipments in selected ASEAN countries + China



Source: Trademap

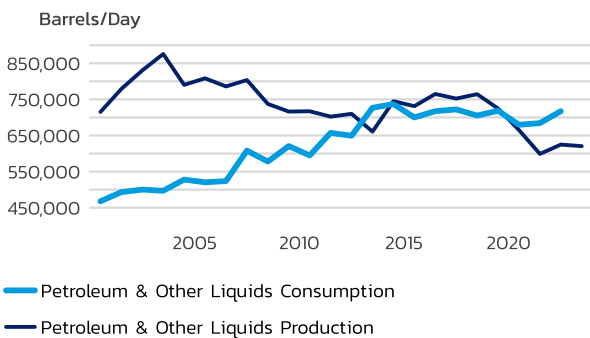
FDI inflows (% of GDP)



Source: UNCTAD

ข้อสอง การเปลี่ยนจากประเทศผู้ผลิตและส่งออกน้ำมัน (Net oil exporter) มาสู่ประเทศผู้นำเข้าน้ำมันเข้ามาบริโภค (Net oil importer) ดุลการค้าผลิตภัณฑ์แร่ธาตุ (mineral products) ซึ่งรวมถึงน้ำมัน เคยอยู่ที่ราว 5-6% ต่อ GDP ในช่วงปี 2002-2011 ได้ปรับลดลงต่อเนื่องจนเหลือเพียง 1% ของ GDP เท่านั้นในช่วงหลังโควิด ซึ่งสะท้อนการผลิตน้ำมันดิบได้ลดลงในมาเลเซีย จากเคยผลิตได้สูงสุดอยู่ที่ 800,000 บาร์เรลต่อวัน ลดลงเหลือเพียง 600,000 บาร์เรลต่อวันในปี 2022 ตามสภาพที่เสื่อมลงของแหล่งน้ำมันที่ผลิตมานาน (brown field) และการค้นพบแหล่งน้ำมันใหม่ที่น้อยลง สวนทางกับการบริโภคที่มีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2002 ตามการขยายตัวทางเศรษฐกิจและการเพิ่มขึ้นของจำนวนประชากร

Malaysia became net oil importer in 2013



Source: Energy Information Administration (EIA), Kiatnakin Phatra Securities

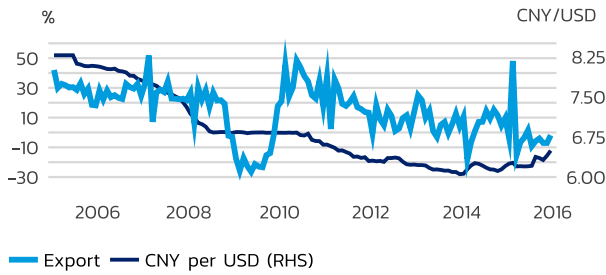
ปัจจัยภายนอกและภายในซ้ำเติมวิกฤต

นอกจากนี้ ในปี 2015 ยังมีอีก 2 ปัจจัยที่มาซ้ำเติมค่าเงินริงกิตของมาเลเซีย โดยปัจจัยแรก คือ ปัญหาภายในจากการฉ้อโกงของกองทุนเพื่อการพัฒนามาเลเซีย (1 Malaysia Development Berhad: 1MDB) ซึ่งเป็นกองทุนความมั่งคั่ง (Sovereign Wealth Fund) ที่รัฐบาลภายใต้การนำของนายกรัฐมนตรีนาจิบ ราซัค จัดตั้งขึ้นในปี 2009 โดยมีจุดประสงค์เพื่อนำเงินทุนสำรองระหว่างประเทศไปลงทุนในกิจการต่าง ๆ สร้างผลตอบแทนเพิ่มเติม แต่แทนที่กองทุน 1MDB จะนำเงินดังกล่าวไปลงทุน กลับพบว่ามีการยักยอกเงินจำนวนมากซึ่งรวมถึงเงินที่กองทุน 1MDB ระดมทุนเพิ่มเติมผ่านการออกพันธบัตร โดยเงินจำนวนหนึ่งถูกโอนเข้าบัญชีส่วนตัวของนายราซัคด้วย เรื่องนี้ถูกเปิดเผยขึ้นในปี 2015 และการสอบสวนของกระทรวงยุติธรรมสหรัฐฯ คาดว่ามูลค่าความเสียหายทั้งหมดสูงถึงกว่า 4.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือประมาณ 1.5% ของ GDP มาเลเซียในปี 2015 ความเสียหายดังกล่าวส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติและสร้างความกังวลว่าประเทศอาจโดนลดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit rating) จากนี้สสารณะที่จะปรับสูงขึ้นทำให้เกิดการแห่ถอนเงินทุนออกจากมาเลเซีย

อีกหนึ่งปัจจัยเป็นปัจจัยภายนอกจากการที่ธนาคารกลางจีน (PBOC) ประกาศลดค่าเงินหยวนในเดือนสิงหาคม 2015 ทำให้ค่าเงินหยวนอ่อนค่าลงกว่า 4.4% ในระยะเวลาเพียง 3 วัน จากระดับ 6.1162 สู่ระดับ 6.4010 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ เนื่องจากค่าเงินหยวนที่มีแนวโน้มแข็งค่ามาตลอดตั้งแต่ปี 2005 ทำให้การส่งออกของจีนเริ่มสูญเสียความสามารถในการแข่งขันมาตลอด เศรษฐกิจที่ชะลอลงต่อเนื่องจากที่เคยโตระดับ 10% ในช่วงหลังวิกฤตการเงินโลกมาอยู่ที่ระดับ 7% เท่านั้นในปี 2015 ประกอบกับการส่งออกที่หดตัวเกือบตลอดทั้งปีทำให้จีนตัดสินใจลดค่าเงินเพื่อกระตุ้นการส่งออก ส่งผลให้สกุลเงินภูมิภาคปรับอ่อนค่าตามลงมาเช่นกัน โดยเฉพาะมาเลเซียที่มีเงินเป็นคู่ค้าสำคัญรายใหญ่ที่สุด (สัดส่วนการค้าขายของ

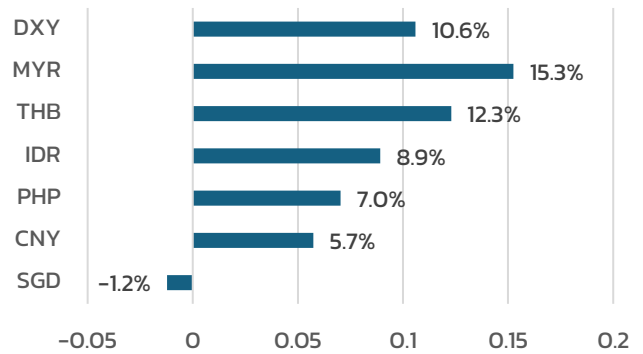
มาเลเซียกับจีนสูงถึง 17% ของมูลค่าการค้าขายทั้งหมด)

Continued RMB appreciation vs China's exports contraction (2005-2015)



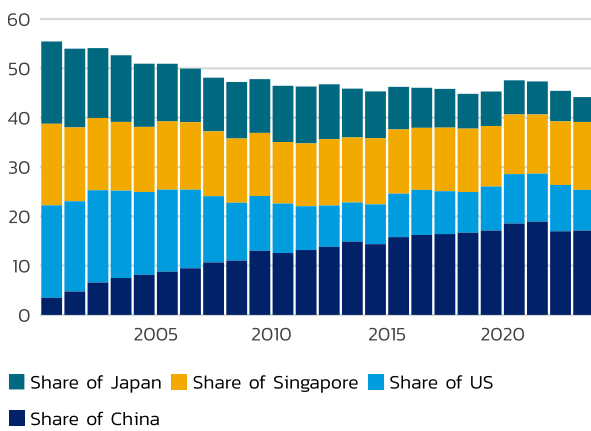
Source: People's Bank of China (PBoC), Macrobond Financial AB, China Customs Statistics Information Center (CCS), Kiatnakin Phatra Securities

Change in currency value (Aug 2018 - May 2024)



Source: Macrobond

Malaysia's trading partners (% share)



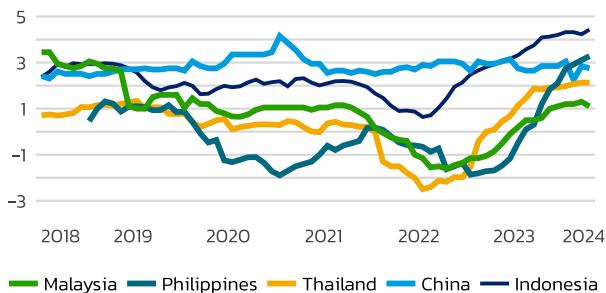
Source: Department of Statistics Malaysia (DOSM), Kiatnakin Phatra Securities

ริงกิตอ่อนค่าปี 2022 จากดอกเบี้ยที่แท้จริงที่ต่ำสุดในภูมิภาค

การอ่อนค่าของสกุลเงินริงกิตในช่วงปี 2022-2023 เป็นผลจากการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) สวนทางกับหลายประเทศในภูมิภาคอาเซียนที่สภาพเศรษฐกิจในประเทศไม่เอื้อให้ธนาคารกลางสามารถขึ้นดอกเบี้ยได้มากเท่ากับ Fed ส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์ปรับแข็งค่าขึ้นมาก สะท้อนจากดัชนีดอลลาร์สหรัฐฯ (DXY) ปรับแข็งค่าขึ้นกว่า 10% จากช่วงต้นปี 2022 ทำให้สกุลเงินอื่นปรับอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ

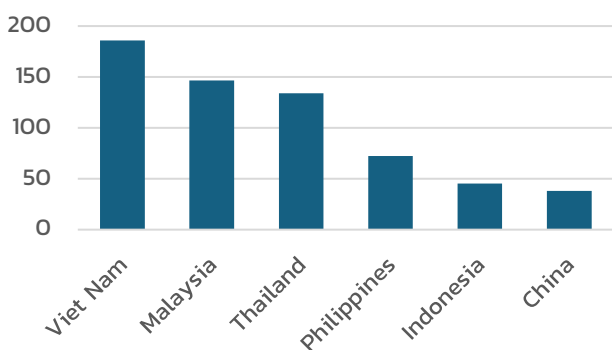
อย่างไรก็ตาม หากเราดูมูลค่าของริงกิตเทียบกับสกุลเงินภูมิภาคจะพบว่าค่าเงินริงกิตมีทิศทางอ่อนค่าแม้เทียบกับเงินสกุลภูมิภาคด้วยกันเอง เช่น สกุลเงินเปโซฟิลิปปินส์ สกุลเงินบาท สกุลเงินหยวนของจีน หรือสกุลเงินรูเปียนอินโดนีเซีย มาตั้งแต่ปี 2018 แล้ว ซึ่งเป็นผลจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริง (real interest rate) ของมาเลเซียที่อยู่ในระดับต่ำสุดเมื่อเทียบกับประเทศภูมิภาคอื่น ๆ จากที่เคยอยู่สูงสุดในภูมิภาคในช่วงกลางปี 2018 ลดต่ำลงมากในช่วงปลายปี 2022 จากอัตราเงินเฟ้อที่เร่งสูงขึ้น และถึงแม้ธนาคารกลางมาเลเซียจะพยายามปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายตั้งแต่ช่วงกลางปี 2022 ถึงปี 2023 เพื่อลดแรงกดดันเงินเฟ้อและช่วยพยุงค่าเงินริงกิต แต่ด้วยเศรษฐกิจมาเลเซียที่ยังอ่อนแอตามอุปสงค์โลก เนื่องจากเป็นประเทศที่พึ่งพาการค้าขายระหว่างประเทศในระดับสูง (สัดส่วนการค้าขายระหว่างประเทศต่อ GDP ของมาเลเซียสูงถึง 147% ของ GDP ซึ่งสูงเป็นอันดับต้น ๆ ในภูมิภาครองจากเวียดนามเท่านั้น) ทำให้ธนาคารกลางสามารถปรับขึ้นดอกเบี้ยได้แค่ 1.25% เท่านั้น ซึ่งน้อยมากหากเทียบกับการปรับขึ้นดอกเบี้ยของประเทศอื่นในภูมิภาค (ไม่รวมจีนที่เผชิญปัญหาวิกฤตภาคอสังหาริมทรัพย์ในประเทศทำให้ธนาคารกลางจีนปรับลดดอกเบี้ยแทน)

Malaysia's real interest rate fell to the lowest level compared with regional countries



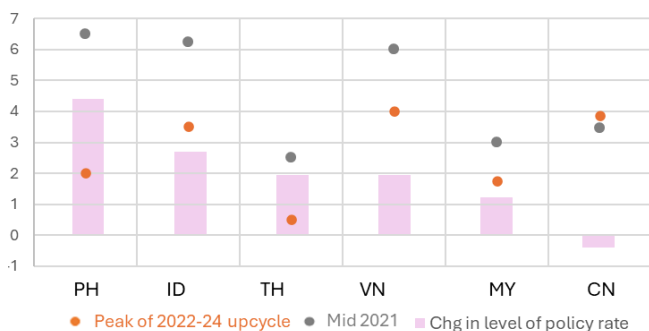
Reserve, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), ECB (European Central Bank), Eurostat, Bank of Japan (BOJ), Japanese Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs & Communications, Bank of Korea (BOK), Statistics Korea (KoSIS), Bank Indonesia, Statistics Indonesia (Badan Pusat Statistik, BPS), Central Bank of Malaysia (Bank Negara Malaysia), Department of Statistics Malaysia (DOSM), Bank of England, U.K. Office for National Statistics (ONS), Reserve Bank of India (RBI), Indian Ministry of Statistics & Programme Implementation (MoS&PI), Central Bank of the Philippines (Bangko Sentral ng Pilipinas), Philippine Statistics Authority, People's Bank

Trade volume as a percentage of GDP (2022)



Source: World Bank

Level of Policy Rates (Mid 2021 vs Peak of the 2022-2024 upcycle)



Source: Central Bank of Malaysia (Bank Negara Malaysia), Bank of Thailand (BOT), Central Bank of the Philippines (Bangko Sentral ng Pilipinas), Bank Indonesia, People's Bank of China (PBoC), State Bank of Vietnam

การเปลี่ยนผ่านสู่อุตสาหกรรมมูลค่าเพิ่มสูง

รัฐบาลมาเลเซียได้วางรากฐานและขับเคลื่อนอุตสาหกรรมไฟฟ้าและอิเล็กทรอนิกส์เพื่อเปลี่ยนผ่านไปสู่กิจกรรมที่ซับซ้อนและสร้างมูลค่าเพิ่มที่สูงขึ้นให้กับเศรษฐกิจ ภายหลังจากที่มาเลเซียเริ่มสูญเสียความสามารถในการแข่งขันด้านค่าจ้างแรงงานจนทำให้หลายบริษัทย้ายฐานการผลิตออก โดยจะเห็นว่าในช่วงหลังนี้มาเลเซียถูกกล่าวถึงบ่อยครั้งในฐานะประเทศที่อาจกลายเป็นฐานการผลิตเซมิคอนดักเตอร์ท่ามกลางความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ระหว่างสหรัฐฯ และจีน เนื่องจากมาเลเซียมีความพร้อมทั้งประสบการณ์กว่า 50 ปีในการประกอบ ทดสอบและบรรจุชิปมาก่อน แรงงานที่มีทักษะ และการสนับสนุนจากภาครัฐ ซึ่งจะทำให้มาเลเซียมีการเตรียมพร้อมและวางรากฐานดังกล่าวนี้มาตั้งแต่ทศวรรษที่ 1970 แล้ว และทำให้มาเลเซียพร้อมที่จะยกระดับบทบาทในห่วงโซ่อุปทานนี้ ซึ่งหากทำสำเร็จก็จะเป็นปัจจัยที่มาช่วยหนุนดุลบัญชีเดินสะพัดและค่าเงินริงกิตในระยะข้างหน้าได้

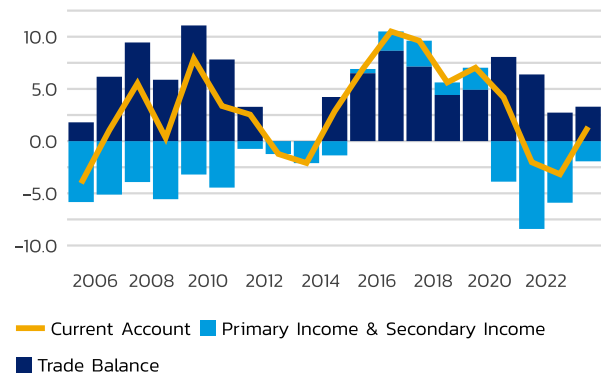
ค่าเงินบาทจะเดินรอยตามค่าเงินริงกิตหรือไม่

ตั้งแต่การแพร่ระบาดของ COVID-19 เงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าอย่างต่อเนื่อง ซึ่งถึงแม้ปัจจัยหลักจะมาจากการขึ้นดอกเบี้ยอย่างรุนแรงของธนาคารกลางสหรัฐฯจนทำให้สกุลเงินดอลลาร์แข็งค่ามาก แต่ก็ปฏิเสธไม่ได้ว่าประเทศไทยกำลังเผชิญสถานการณ์หลายอย่างที่คล้ายคลึงกับมาเลเซียจนชวนให้สงสัยว่า ค่าเงินบาทอาจจะไม่สามารถกลับไประดับ 30 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯเหมือนก่อน COVID-19 ได้อีก แต่กำลังจะเข้าสู่ระดับสมดุลใหม่ที่อ่อนค่าลงอย่างถาวรเหมือนค่าเงินริงกิตหรือไม่ โดยเฉพาะดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยที่มีแนวโน้มจะปรับลดลงถาวรตามความสามารถในการแข่งขันของภาคการส่งออกที่แยลงของไทย ปัญหาด้านความมั่นคงทางพลังงานที่ไทยต้องพึ่งพาการนำเข้ามากขึ้นในอนาคตเมื่อแหล่งก๊าซธรรมชาติในประเทศกำลังจะหมดลง หรือแม้กระทั่งดอกเบี้ยนโยบาย

ของไทยที่หลังฟื้นช่วง COVID มากี่ปรับขึ้นได้ไม่
 มากเนื่องจากเศรษฐกิจฟื้นตัวช้าจากผลกระทบของ
 ปัจจัยเชิงโครงสร้างหลายประการ รวมทั้งระดับหนี้
 ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูง ปัญหาเชิงโครงสร้าง
 กิ่งหลายเหล่านี้จะเป็นปัจจัยกดดันค่าเงินบาทให้
 อ่อนค่าในระยะยาว หากไทยยังไม่มีแผนที่เป็น
 รูปธรรมมาดำเนินการ ซึ่งในกรณีของมาเลเซียก็
 แสดงให้เห็นแล้วว่าการจะแก้ปัญหาเหล่านี้ไม่ใช่เรื่อง
 ง่ายและอาจต้องอาศัยระยะเวลายาวนาน

TH current account to a low new equilibrium

thousand USD



Source: Bank of Thailand (BOT), Thailand Office of the National Economic & Social Development Council (NESDC), Kiatnakin Phatra Securities

ผู้เขียน
ณัฐนิชา เทพพรพิทักษ์
 นักวิเคราะห์

KKP Research
 โดยกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร

พิพัฒน์ เหลืองนฤมิตชัย
 กรรมการผู้จัดการ
 หัวหน้านักเศรษฐศาสตร์

ณชา อนันต์โชติกุล
 ผู้อำนวยการอาวุโส
 หัวหน้าฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์

ลัทธิศักดิ์ ลากอุดมการ
 นักวิเคราะห์

เคนเน็ท โดนัลท์ นิลเว
 นักวิเคราะห์

อารยา กาญจนะศษ
 นักวิเคราะห์

บุรกร กิพยสกุลชัย
 นักวิเคราะห์

ณัฐนิชา เทพพรพิทักษ์
 นักวิเคราะห์

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ทั้งนี้
 ข้อคิดเห็นที่ปรากฏเป็นความคิดเห็นของฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์ไม่
 จำเป็นต้องสอดคล้องกับกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร เว้นแต่จะได้
 แจ้งไว้และขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงข้อมูลและความคิดเห็นโดยไม่
 ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า