



Outlook

Quarter 4/2018



In Focus: **เจาะประเด็นความเสี่ยง :** ภาวะการเงินโลกตึงตัว
ภัยต่อตลาดเกิดใหม่และตลาดหุ้นไทย

Special issues:

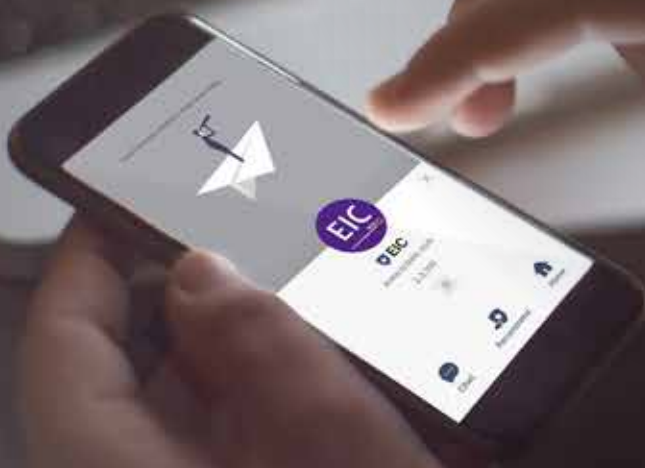
No deal brexit
อนาคตของสหราชอาณาจักร
สหภาพยุโรปและโอกาสของไทย

BOJ ปรับนโยบายรอบใหม่
มีอะไรเปลี่ยนแปลงบ้าง

จับตาการฟื้นตัว
ของตลาดแรงงานไทย

ความเสี่ยงจากภาวะการเงินที่
ตึงตัวขึ้นต่อหนี้สินบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์ไทย

“Economic and business intelligence for effective decision making”



Stay connected
Find us at



@scbeic | 🔍

EIC Online

www.scbeic.com

Economic and business intelligence
for effective decision making

สมัครสมาชิกได้ที่ www.scbeic.com

สอบถามรายละเอียดเพิ่มเติมได้ที่

E-mail : eic@scb.co.th

หรือโทร : +662 544 2953

 @SCB_Thailand

EIC Online เว็บไซต์ที่รวบรวมข่าวสารงานวิเคราะห์เชิงลึกเกี่ยวกับเศรษฐกิจและภาคอุตสาหกรรมเพื่อให้ท่านได้รับข้อมูลที่เป็นประโยชน์ สามารถนำไปใช้วางกลยุทธ์ในการดำเนินธุรกิจได้อย่างถูกต้องและทันต่อเหตุการณ์



Insight

งานวิเคราะห์เจาะลึกหัวข้อที่น่าสนใจ
โดยเสนอแง่คิดและมุมมองระยะยาว



Outlook

งานวิเคราะห์แนวโน้มตัวชี้วัดหลัก
หรือสถานการณ์สำคัญที่มีผลกระทบต่อ
เศรษฐกิจและธุรกิจ



Flash

วิเคราะห์ประเด็นร้อนที่มีผลกระทบต่อ
เศรษฐกิจและธุรกิจของไทย



Note

บทวิเคราะห์แบบกระชับเกี่ยวกับ
สถานการณ์ธุรกิจที่น่าสนใจ

สิทธิประโยชน์ของสมาชิก

- บริการแจ้งเตือนข่าวสารและบทวิเคราะห์ใหม่ ๆ ผ่าน E-mail ของท่าน
- อ่านบทวิเคราะห์ย้อนหลังภายในเว็บไซต์ได้ทั้งหมด

เรื่องในฉบับ

ภาพรวมเศรษฐกิจไทยปี 2018 และ 2019	4
ภาพรวมเศรษฐกิจโลกปี 2018 และ 2019	6
• Box: 2018 US midterm election กับนัยต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ และโลก	14
• Box: No deal Brexit อนาคตของสหราชอาณาจักร สหภาพยุโรปและโอกาสของไทย	20
• Box: BOJ ปรับนโยบายรอบใหม่ มีอะไรเปลี่ยนไปบ้าง?	26
เศรษฐกิจไทยปี 2018 และ 2019	
• เศรษฐกิจภาคต่างประเทศ: ส่งออกและท่องเที่ยวปลายปีนี้ถึงปีหน้ายังขยายตัว แต่มีแนวโน้มชะลอลง	46
• Box: ส่งออก 2019 จะชะลอเพราะอะไร?	50
• เศรษฐกิจในประเทศ: การลงทุนติดเครื่อง การบริโภคต่อเนื่อง แต่ค่อยๆ กระจายตัว	54
• Box: จับตาการฟื้นตัวของตลาดแรงงานไทย	58
แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนปี 2018 และ 2019	64
Bull-Bear:ราคาน้ำมัน	74
In Focus: เจาะประเด็นความเสี่ยงภาวะการเงินโลกตึงตัว นัยต่อตลาดเกิดใหม่และตลาดหุ้นไทย	78
• Box: ความเสี่ยงจากภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้นต่อหนี้สินบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทย (debt at risk)	97
Summary of EIC forecasts	102

คณะผู้จัดทำ:

ดร.ยรรยง ไทยเจริญ	กระแสรังสิพล
ดร.ธนพล ศรีธัญพงศ์	วชิรวัฒน์ บานชื่น
พิมพ์ใจ อุณตระกูล	กณิศ อ่ำสกุล
กัลยรักษ์ นัยรักษ์เสธิ	จิราภรณ์ สุธีธาดา
จิรายุ โพธิ์ราช	ชินโชติ เกรียงไกรนาคร
ณัฐนันท์ อภิวัฒน์วัฒนกุล	ปางอุบล อำนวยสิทธิ์
ปุลลวิธ ปิติไกรสร	พงศ์กร ศรีสทาวกุล
รัชชานนท์ โชติพัฒนศิลป์	

ตีพิมพ์: ตุลาคม 2018

Disclaimer : The information contained in this report has been obtained from sources believed to be reliable. However, neither we nor any of our respective affiliates, employees or representatives makes any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of any of the information contained in this report, and we and each of such persons expressly disclaims any and all liability relating to or resulting from the use of this report or such information by the receipt and persons in whatever manner.

Any opinions presented herein represent the subjective views of ours and our current estimated and judgments which are based on various assumptions that may be subject to change without notice, and may not prove to be correct.

This report is for the recipient's information only. It does not represent or constitutes an advice, offer, recommendation, or solicitation by us and should not be relied as such. We or any of our associates may also have an interest in the companies mentioned herein.

เศรษฐกิจไทย ปี 2018-2019

เติบโตต่อเนื่องท่ามกลาง
สงครามการค้าและ
ทิศทางดอกเบี้ยขาขึ้น

ไฮไลท์

เศรษฐกิจไทยปี 2018 โต 4.5%
และโตต่อเนื่องที่ 4.0% ในปี 2019



ปัจจัยสนับสนุน



การค้าโลกขยายตัว แม้ในอัตราที่ชะลอลง



ภาคการท่องเที่ยวโตต่อเนื่อง



รายได้ภาคครัวเรือนเริ่มฟื้นตัวดีขึ้น



การลงทุนภาคเอกชนมีแนวโน้มขยายตัว



เบิกเงินลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน
ขนาดใหญ่ของภาครัฐเพิ่มขึ้น



แนวโน้มการเข้ามาลงทุนของ
บริษัทต่างชาติในโครงการ EEC



ปัจจัยเสี่ยง



นโยบายกีดกันการค้าของทรัมป์และความเสี่ยง
ของสงครามการค้าระหว่างประเทศ



นโยบายการเงินในสหรัฐฯ ดึงตัวมากขึ้น
กระทบกับประเทศตลาดเกิดใหม่ที่อ่อนแอ



ความไม่แน่นอนทางการเมืองและความเสี่ยง
ด้านภูมิรัฐศาสตร์ เช่น Brexit อิตาลี อิหร่าน



หนี้ครัวเรือนยังเป็นอุปสรรคต่อการใช้จ่าย



จำนวนชั่วโมงการทำงานของแรงงานไทยลดลง

แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยของไทยกำลังจะเข้าสู่ช่วงขาขึ้น อีโอซีประเมินว่าจากแนวโน้มที่เศรษฐกิจเติบโตต่อเนื่อง และอัตราเงินเฟ้อทั่วไปกลับมาอยู่ในกรอบเป้าหมายนโยบายการเงิน จะทำให้คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ตัดสินใจปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อลดความเสี่ยงต่อเสถียรภาพระบบการเงินจากภาวะดอกเบี้ยต่ำต่อเนื่องยาวนาน โดยจังหวะการขึ้นน่าจะเป็นในช่วงต้นปี 2019 หรืออย่างเร็วในช่วงปลายปี 2018 นอกจากนั้น อีโอซีมองว่าวัฏจักรขาขึ้นของดอกเบี้ยนโยบายรอบนี้จะมีลักษณะค่อยเป็นค่อยไปแตกต่างจากวัฏจักรขาขึ้นครั้งก่อนๆ สะท้อนระดับหนี้ครัวเรือนต่อรายได้ที่สูงขึ้นมาก และอัตราเงินเฟ้อทั่วไปที่มีแนวโน้มเฉลี่ยต่ำกว่าในอดีต เพื่อไม่ให้กระทบต่อโมเมนตัมการขยายตัวของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อมากเกินไป แต่จะใช้มาตรการดูแลรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจ (macro-prudential) ในจุดที่มีความเปราะบางเพื่อจัดการกับปัญหาเสถียรภาพระบบการเงินควบคู่ไปด้วย ทั้งนี้ อีโอซีประเมินว่า แม้เสถียรภาพเศรษฐกิจที่เข้มแข็งและสภาพคล่องที่ยังมีอยู่มากในระบบการเงินของไทยจะเป็นตัวกันชนที่ช่วยลดผลกระทบจากภาวะการเงินโลกที่ตึงตัวขึ้นที่มีต่อเศรษฐกิจไทยได้ระดับหนึ่ง แต่ทุกภาคส่วนโดยเฉพาะครัวเรือนที่มีภาระหนี้ผูกพันกับดอกเบี้ยลอยตัวและธุรกิจที่มีการพึ่งพาการกู้ยืมสูงควรให้ความสำคัญต่อการบริหารความเสี่ยงด้านต้นทุนการเงินอย่างเหมาะสม

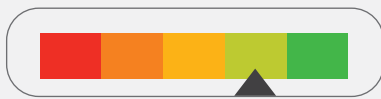
เศรษฐกิจโลก 2018-2019

Growth becoming less synchronized :

การเติบโตเริ่มไม่สอดคล้องกันในหลายภูมิภาค



การเติบโตทางเศรษฐกิจ



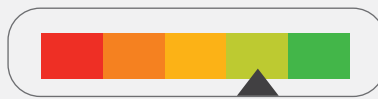
หดตัว

ขยายตัว

- สหรัฐฯ เติบโตโดดเด่นสูงเกินศักยภาพ ในขณะที่ยูโรโซน และญี่ปุ่นเริ่มเติบโตในอัตราที่ชะลอตัว
- จีนเผชิญความเสี่ยงจากผลกระทบสงครามการค้ากับสหรัฐฯ มากขึ้น
- ประเทศตลาดเกิดใหม่บางประเทศเริ่มประสบปัญหาค่าเงินอ่อนค่ารุนแรง



อัตราเงินเฟ้อ



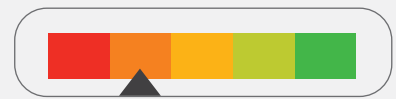
ลดลง

เพิ่มขึ้น

- เริ่มเข้ารอบสำหรับสหรัฐฯ และยูโรโซน และมีแนวโน้มเร่งตัวจากตลาดแรงงานที่ตึงตัวต่อเนื่อง
- ราคาเฉลี่ยน้ำมันโลกที่ปรับสูงขึ้นจากอุปทานที่ลดลงจากปัจจัยเรื่องอิหร่าน และเวเนซุเอลา และความต้องการใช้น้ำมันสูงในช่วงไตรมาส 4



ทิศทางนโยบายการเงิน



ตึงตัว

ผ่อนคลาย

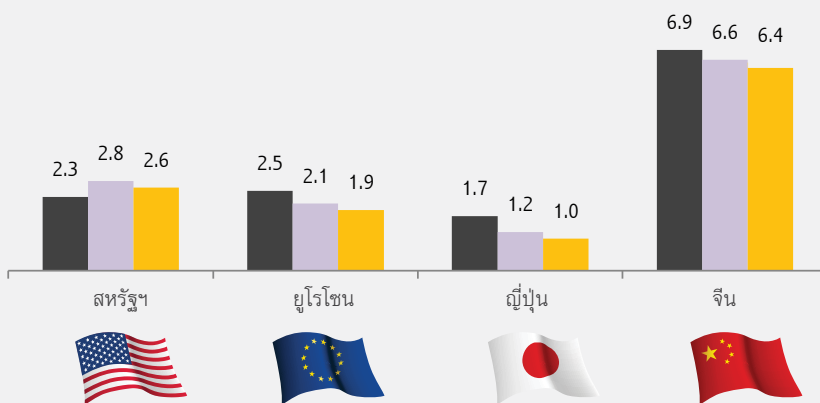
- Fed – ขึ้นดอกเบี้ยนโยบายอีก 1 ครั้งในเดือนธันวาคม และราว 3 ครั้งในปี 2019
- ECB – ยุติการทำ APP ภายในเดือนธันวาคม และอาจเริ่มขึ้นดอกเบี้ยหลังเดือนกันยายน 2019
- BOJ – คงดอกเบี้ยนโยบายและตรึงดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล 10 ปีที่ราว 0% พร้อมทยอยลด QQE

หมายเหตุ : ระดับแสดงถึงแนวโน้มช่วงที่เหลือของปี

ประมาณการการเติบโตของเศรษฐกิจปี 2017 2018 2019

หน่วย: %YOY

■ 2017 ■ 2018F ■ 2019F



ความเสี่ยง



สหรัฐฯ

สงครามการค้าและการตอบโต้จากจีน การขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ที่เร็วเกินไป



ยูโรโซน

ความเสี่ยงวิกฤตธุรกิจ การถูกลดอันดับเครดิตของรัฐบาลอิตาลี ผลการเจรจา Brexit และสงครามการค้า



ญี่ปุ่น

ภาษีนำเข้ายานยนต์และชิ้นส่วนของสหรัฐฯ ที่จะกระทบการส่งออกญี่ปุ่นอย่างมีนัยสำคัญ



จีน

สงครามการค้ากับสหรัฐฯ ที่จะกระทบภาคอุตสาหกรรมและการชะลอตัวทางเศรษฐกิจ

ที่มา: ประมาณการของ EIC และสำนักวิจัยต่างประเทศ (Goldman Sachs, J.P.Morgan, Deutsche Bank และ Bank of America)

ภาพรวมเศรษฐกิจโลก

ปี 2018 และ 2019

เศรษฐกิจโลกช่วงปลายปี 2018 ถึงปี 2019 ยังคงถูกสนับสนุนจากปัจจัยพื้นฐานด้านการบริโภคจากตลาดแรงงานที่แข็งแกร่งและนโยบายการเงินที่อยู่ในระดับผ่อนคลาย แต่การขยายตัวของเศรษฐกิจเริ่มสะท้อนถึงความไม่สอดคล้องกัน (less synchronized) ในหลายภูมิภาค ในช่วงที่เหลือของปี 2018 การเติบโตของเศรษฐกิจโลกจะถูกขับเคลื่อนนำโดยเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่มีการเติบโตสูงเกินศักยภาพ ในขณะที่เขตยูโรโซน ญี่ปุ่นและจีนเริ่มขยายตัวในอัตราที่ชะลอลง โดยภาพรวมเศรษฐกิจในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (DM) ยังขยายตัวได้ค่อนข้างดีจากปัจจัยการบริโภคภาคเอกชนที่ได้แรงส่งจากตลาดแรงงานที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง การค้าโลกที่ขยายตัวอยู่ในเกณฑ์ดี และนโยบายการเงินที่ยังผ่อนคลาย อย่างไรก็ตาม ความไม่สอดคล้องของการเติบโตทางเศรษฐกิจในหลายภูมิภาคเริ่มชัดเจนมากขึ้น เนื่องจากในกลุ่มประเทศหลักขนาดใหญ่ มีเพียงเศรษฐกิจสหรัฐฯ เท่านั้นที่มีแนวโน้มเติบโตโดดเด่น ขณะที่เขตยูโรโซน ญี่ปุ่น รวมถึงจีนจะเติบโตในอัตราที่ชะลอลงและตัวเลขทางเศรษฐกิจจะไม่โดดเด่นเท่าสหรัฐฯ นอกจากนี้ กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ (EM) ก็เผชิญความไม่สอดคล้องของการเติบโตทางเศรษฐกิจและความเสี่ยงที่สูงขึ้นเช่นกัน โดยในอาร์เจนตินา เวเนซุเอลา และตุรกีกำลังประสบวิกฤตเศรษฐกิจที่เกิดจากปัญหาและนโยบายดั้งเดิมของประเทศเหล่านั้นเอง รวมถึงนโยบายการเงินของ Fed ที่มีแนวโน้มตึงตัวต่อเนื่อง ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อค่าเงินและเงินทุนเคลื่อนย้ายของกลุ่มประเทศ EM ในระยะต่อไปได้ สำหรับปี 2019 อีโอซีมองว่าเศรษฐกิจโลกจะยังคงสามารถเติบโตต่อเนื่องจากปี 2018 ได้ด้วยปัจจัยขับเคลื่อนสำคัญ 3 ประการ ได้แก่ 1) การบริโภคภาคเอกชนที่ได้รับอานิสงส์จากตลาดแรงงานที่แข็งแกร่งสะท้อนจากอัตราการว่างงานในภูมิภาคหลักที่ยังคงมีแนวโน้มลดลง 2) การค้าโลกที่ยังสนับสนุนกลุ่มประเทศผู้ส่งออกและแนวโน้มการสร้างความร่วมมือทางการค้าการลงทุนระหว่างภูมิภาค เช่น CPTPP เป็นต้นที่จะช่วยบรรเทาความเสี่ยงจากมาตรการกีดกันทางการค้าจากสหรัฐฯ และ 3) พื้นฐานทางเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศ EM โดยเฉพาะภูมิภาคเอเชียที่ยังคงแข็งแกร่งและยังอยู่ในช่วงต้นถึงกลางวัฏจักรเศรษฐกิจ และมีความเชื่อมโยงต่ำทั้งด้านการค้าการลงทุนกับกลุ่มประเทศ EM ที่ประสบปัญหาขณะนี้ จะช่วยหนุนการเติบโตของเศรษฐกิจโลกเสริมกลุ่มประเทศ DM ส่วนใหญ่และเงินที่เริ่มเติบโตในอัตราที่ชะลอลงในปีหน้าจากการที่อยู่ในช่วงปลายวัฏจักรขาขึ้นและนโยบายการเงินเริ่มตึงตัวขึ้นตามลำดับ

อีโอซีมองว่าความเสี่ยงสำหรับเศรษฐกิจโลกในช่วงที่เหลือของปี 2018 และปี 2019 มาจากปัจจัยที่สำคัญ 3 ประการ ได้แก่ 1) สงครามการค้า 2) ความเปราะบางทางเศรษฐกิจในกลุ่มประเทศ EM บางประเทศ และ 3) การตึงตัวเกินคาดของภาวะการเงินในกลุ่มประเทศ DM ความเสี่ยงแรก คือ สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน รวมถึงประเทศคู่ค้าอื่นๆ ที่ยังคงมีแนวโน้มยกระดับความรุนแรงได้และยังมีความไม่แน่นอนสูง ทั้งนี้ ผลกระทบที่มากขึ้นต่อเศรษฐกิจโลกอาจเกิดขึ้นหากสหรัฐฯ มีการเรียกเก็บภาษีนำเข้ายานยนต์และชิ้นส่วนตามมาตรา 232 (national security tariffs) เนื่องจากอุตสาหกรรมยานยนต์และชิ้นส่วนมีห่วงโซ่การผลิตที่ซับซ้อนและมีอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องมากทั้งในส่วนผู้ผลิตรายยนต์และผู้จัดส่งวัตถุดิบ รวมทั้งการจ้างงานในหลายภูมิภาค ความเสี่ยงที่สอง คือ วิกฤตเศรษฐกิจในกลุ่มประเทศ EM เช่น อาร์เจนตินา เวเนซุเอลาและตุรกี รวมไปถึงกลุ่มประเทศ EM ที่ยังมีความเปราะบางสูง เช่น แอฟริกาใต้ บราซิล อินเดียและอินโดนีเซีย แม้ความเสี่ยงการลุกลามขยายผลกระทบจะมีจำกัดจากการที่วิกฤตที่เกิดขึ้นในอาร์เจนตินา เวเนซุเอลาและตุรกีเกิดจากปัจจัยเฉพาะของประเทศนั้นเองและมีความเชื่อมโยงระหว่างภูมิภาคต่ำ แต่ยังเป็นประเด็นที่ต้องเฝ้าระวังในช่วงดอกเบี้ยโลกขาขึ้นและหากค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ยังแข็งค่าต่อเนื่อง เพราะประเทศที่มีหนี้สินต่างประเทศสูงและทุนสำรองระหว่างประเทศต่ำจะมีความเสี่ยงต่อค่าเงินมากเป็นพิเศษ สุดท้าย ความเสี่ยงจากการตึงตัวเกินคาดของภาวะการเงินโดยเฉพาะในสหรัฐฯ อาจส่งผลกระทบต่อตลาดการเงินโลกได้ผ่านช่องทางค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าและส่งผลกระทบต่อค่าเงินบาทและเงินบาทข้ามสินทรัพย์และข้ามภูมิภาคอย่างฉับพลันได้ในระยะต่อไป

แผนที่ความเสี่ยงเศรษฐกิจโลกปี 2018-2019



หมวดความเสี่ยงของเศรษฐกิจโลกปี 2018-2019

เศรษฐกิจ การเงิน สงคราม การทหาร การเมือง ภูมิรัฐศาสตร์ ปัจจัยอื่นที่กระทบโดยรวม

หมายเหตุ 1 2 3 คือ ความเสี่ยงสำคัญของเศรษฐกิจโลกที่มีโอกาสเกิดมากและผลกระทบสูง 3 ประการในช่วงที่เหลือของปี 2018 2019

คือ ประเด็นเศรษฐกิจหรือความเสี่ยงที่ EIC นำมาขยายความเพิ่ม สามารถอ่านได้ในช่องประเด็นความเสี่ยงเศรษฐกิจโลก

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC และสำนักวิจัยต่างประเทศ (Goldman Sachs, J.P.Morgan, Deutsche Bank และ Bank of America)



วิกฤตตุรกี อาร์เจนตินา เวเนซุเอลา

ถึงเวลาตระหนักความเสี่ยงเศรษฐกิจ EM

สถานการณ์เงินทุนไหลออกและวิกฤตในกลุ่มประเทศ EM รุนแรงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งต้นตอที่สำคัญของวิกฤตค่าเงินในตุรกี อาร์เจนตินา และเวเนซุเอลามีสาเหตุคล้ายกัน คือ การขาดวินัยทางการเงินและการคลัง การขาดดุลการคลังและดุลบัญชีเดินสะพัดที่สูงหรือขาดดุลแฝด (twin deficits) และความเปราะบางทางการเมือง จากการดำเนินนโยบายภายในที่ผิดพลาดขัดกับกลไกตลาดและไม่คำนึงถึงเสถียรภาพเศรษฐกิจระยะยาว จากการใช้จ่ายเกินตัวของรัฐบาลโดยเฉพาะในเวเนซุเอลาที่มีการพิมพ์เงินมาใช้จ่ายซึ่งสะท้อนจากการเติบโตของอุปทานเงินในระบบที่ทะยานสูงขึ้นหลาย 10 เท่าภายในช่วงระยะเวลาแค่ 2 ปี รวมถึงการมีหนี้สินในรูปสกุลเงินต่างประเทศที่สูง การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและขาดดุลการคลังอย่างต่อเนื่อง รวมทั้งการมีเงินทุนสำรองระหว่างประเทศต่ำของตุรกีและอาร์เจนตินา

วิกฤตค่าเงินและวิกฤตเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในตุรกี อาร์เจนตินา เวเนซุเอลา กำลังส่งสัญญาณสำคัญให้ประเทศ EM อื่นๆ เริ่มตระหนักถึงต้นทุนทางเศรษฐกิจจากการดำเนินนโยบายที่ไม่รอบคอบ ซึ่งล้วนมาจากการใช้จ่ายเกินตัวของภาครัฐ การก่อหนี้ในรูปสกุลเงินต่างประเทศเกินตัวที่จะนำไปสู่ความเสี่ยงที่สกุลเงินฝังบิลิทธิและหนี้สินไม่ตรงกัน (currency mismatch) และภาระหนี้ที่จะเพิ่มจากการที่ดอกเบี้ยโลกอยู่ในช่วงขาขึ้นและค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อาจมีแนวโน้มแข็งค่าต่อเนื่อง ซึ่งหากผนวกกับการที่สกุลเงินท้องถิ่นอ่อนค่ารุนแรงจากภาวะเงินทุนไหลออกด้วยแล้ว ยิ่งจะทำให้ความสามารถในการชำระหนี้ลดลง เงินทุนสำรองถูกบั่นทอน ชั่วเติมกลายเป็นวิกฤตค่าเงินและนำไปสู่การหดตัวทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรงได้ ประเทศ EM ขนาดใหญ่ที่ยังมีความเสี่ยงสูงและอาจเป็นลำดับถัดไปหากไม่ระมัดระวังในการดำเนินนโยบายและยังมีความอ่อนไหวต่อเงินทุนไหลออก คือ แอฟริกาใต้ บราซิล อินเดียและอินโดนีเซีย

อย่างไรก็ดี ความเสี่ยงการลุกลามของปัญหา (contagion risk) ของวิกฤตตุรกี อาร์เจนตินา เวเนซุเอลาต่อไทยนั้นยังค่อนข้างจำกัดโดยพิจารณาได้น้อยจาก 3 ความเชื่อมโยง ได้แก่ 1) ความเชื่อมโยงด้านการค้า ซึ่งหากยกตัวอย่างสัดส่วนการส่งออกไปยังตุรกีนั้นยังค่อนข้างต่ำ 2) ความเชื่อมโยงภาคธนาคารก็ค่อนข้างต่ำ เพราะ exposure ของธนาคารในกลุ่มประเทศอาเซียนรวมไทยจะมีน้อยต่อ 3 ประเทศนี้ ลิทธิเรียกร้องของต่างประเทศ (foreign claims) ก็ไม่สูงนัก โดยหากดูเฉพาะตุรกี มีเพียงธนาคารบางแห่งในสเปน ฝรั่งเศส และอิตาลีเท่านั้นที่มี exposure อยู่ในรูปการค้าประกันกับตุรกี และ 3) ความเชื่อมโยงในตลาดการเงินผ่านสถานะตลาดที่ปิดรับความเสี่ยง (risk-off sentiment) น่าจะเป็นความเชื่อมโยงที่ส่งผลกระทบเด่นชัดที่สุดในช่วงที่ผ่านมาที่ทำให้เกิดภาวะเงินทุนไหลออกโดยเฉพาะในตลาดหุ้น EM ดังนั้น ความเสี่ยงของเศรษฐกิจไทยต่อวิกฤต EM ในรอบนี้ยังค่อนข้างต่ำ เนื่องจากไทยมีเสถียรภาพภายนอกที่แข็งแกร่งจากการที่มีการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดสูง เงินสำรองระหว่างประเทศอยู่ในระดับสูงและหนี้สินในรูปเงินตราต่างประเทศต่ำ ซึ่งสะท้อนได้จากค่าเงินบาทที่ผันผวนค่อนข้างต่ำโดยเปรียบเทียบหากเทียบการเปลี่ยนแปลงตั้งแต่ช่วงต้นปี

จากบทเรียนวิกฤตตุรกี อาร์เจนตินา เวเนซุเอลา คงถึงเวลาตระหนักถึงปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อความเปราะบางในกลุ่มประเทศ EM ในระยะข้างหน้า ไม่ว่าจะเป็นปัจจัยภายในทั้งการดำเนินนโยบายการคลังของรัฐบาล การกำหนดทิศทางการดอกเบี้ยของธนาคารกลาง และจากปัจจัยภายนอกโดยเฉพาะการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และการแข็งค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งส่งผลกระทบต่อเงินทุนเคลื่อนย้าย นับเป็นความท้าทายของกลุ่มประเทศ EM ที่มีหนี้สินต่างประเทศในรูปสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ สูง เงินทุนสำรองระหว่างประเทศต่ำและมีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดต่อเนื่อง

จับตาเหตุการณ์สำคัญของเศรษฐกิจโลก

ปี 2018 - 2019

currency manipulation



15 ต.ค.
รายงาน currency
manipulation

จับตาประเทศที่จะถูกเข้ารายชื่อ
เป็นผู้บิดเบือนค่าเงินและเข้า
monitoring list

Brexit



19 ต.ค.
พลสรุป Brexit ใน
EU summit

รูปแบบการแยกตัว ข้อตกลง
ทางการค้าและความสัมพันธ์กับ
สหภาพยุโรป

US election



6 พ.ย.
การเลือกตั้งกลางเทอม
ของสหรัฐฯ

ที่นั่งในสภาผู้แทนราษฎรและ
วุฒิสภาของพรรครีพับลิกันที่
อาจส่งผลต่อนโยบายของทรัมป์

Fed



19 ธ.ค.
การประชุม Fed
พร้อมแถลงข่าว

แนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ย
นโยบายและประมาณการทาง
เศรษฐกิจของสหรัฐฯ ปี2019

จับตาเหตุการณ์สำคัญรายประเทศ

ปี 2018 - 2019

สหรัฐฯ	ยุโรป	ญี่ปุ่น
จับตา Fed ขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย อีก 1 ครั้ง เดือนธันวาคม 2018 และราว 3 ครั้ง ปี 2019 เลือกตั้งกลางเทอมสหรัฐฯ ในเดือนพฤศจิกายน 2018 และนัยต่อการดำเนินนโยบายของประธานาธิบดีทรัมป์ โดยเฉพาะนโยบายการค้า ในช่วง 2 ปีข้างหน้า สงครามการค้ากับจีน ผลกระทบที่สหรัฐฯ ประกาศเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และจีนตอบโต้กลับด้วยการขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าสหรัฐฯ มูลค่า 6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ มีผลบังคับใช้ในเดือนกันยายน 2018 และความเสี่ยงสหรัฐฯ เก็บภาษีนำเข้าสินค้าจีนเพิ่มเติมระยะข้างหน้า	การประชุมสหภาพยุโรป (EU Summit) เพื่อหาข้อสรุปการเจรจา Brexit กับสหราชอาณาจักร ในวันที่ 18 ตุลาคม และช่วงต้นเดือนพฤศจิกายน 2018 แผนงบประมาณการคลังอิตาลีปี 2019 ในวันที่ 15 ตุลาคม 2018 และนัยต่อเสถียรภาพการคลังอิตาลี ECB ยุติโปรแกรมการเข้าซื้อสินทรัพย์ (APP) ในเดือนธันวาคม 2018 และแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยนโยบายครั้งแรกในไตรมาสที่ 3 ปี 2019	นโยบายเกิบบาฮิรยอนต์และขึ้นส่วนนำเข้าของสหรัฐฯ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อภาคการส่งออกญี่ปุ่น
จีน	อินเดีย	ลาว
เงินหยวนอ่อนค่าจากสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ที่ทวีความรุนแรงและเศรษฐกิจในประเทศที่เติบโตชะลอลง	เงินรูปีอ่อนค่ารุนแรง จากการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเพิ่มขึ้น และภาวะเงินทุนไหลออก	โครงการไฟฟ้าพลังงานน้ำอาจล่าช้ากว่ากำหนด หลังภาครัฐสั่งตรวจสอบคุณภาพในการก่อสร้างเขื่อนจากกรณีเขื่อนเซเปียน-เซินน้อยแตกในเดือนกรกฎาคม 2018

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

พื้นฐานเศรษฐกิจแข็งแกร่ง ท่ามกลางความตึงเครียดทางการค้า

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ไตรมาส 2 ปี 2018 ขยายตัวดีกว่าที่คาดการณ์ไว้ โดยเศรษฐกิจขยายตัว 2.9%YOY หรือ 4.2%QOQ SAAR¹ สูงสุดในรอบ 4 ปี เป็นผลจากการบริโภคภายในประเทศที่ขยายตัวถึง 3.8%QOQ และการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรของภาคเอกชนขยายตัว 6.2%QOQ เกินกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ นอกจากนี้ สงครามการค้ากับจีนยังทำให้เกษตรกรสหรัฐฯ เร่งส่งออกผลผลิตทางการเกษตร โดยเฉพาะถั่วเหลืองไปยังจีน ก่อนที่จะถูกเก็บภาษีนำเข้าในเดือนกรกฎาคม ทำให้การส่งออกสินค้าขยายตัวถึง 13.1%QOQ ทั้งนี้ อัตราการว่างงานยังคงต่ำที่ 3.7% ในเดือนกันยายน สนับสนุนการเติบโตทั้งปี 2018 ที่ 2.8%YOY

เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มเติบโตในอัตราที่ชะลอลงในช่วงที่เหลือของปี 2018 และ 2019 โดยในช่วงครึ่งหลังปี 2018 ปัจจัยชั่วคราวโดยเฉพาะผลของการเร่งการส่งออกไปจีนเริ่มหายไป อย่างไรก็ตาม ความเชื่อมั่นผู้บริโภคยังคงอยู่ในระดับสูง ยอดค้าปลีกที่ขยายตัวสูง ประกอบกับตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง ส่งผลให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังได้รับแรงสนับสนุนจากการบริโภคภายในประเทศ ทั้งนี้ อัตราเงินเฟ้อเข้าสู่กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อของ Fed โดยล่าสุดในเดือนสิงหาคมอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานอยู่ที่ 2.2% ซึ่งสนับสนุนให้ Fed ปรับนโยบายการเงินเข้าสู่ภาวะปกติอย่างต่อเนื่อง อีไอซีมองว่า Fed จะปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นครบ 4 ครั้งในปี 2018 ส่งผลให้ดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นปี อยู่ในช่วง 2.25%-2.50% สำหรับปี 2019 การเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอลงเล็กน้อยจากภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้น ประกอบกับผลจากมาตรการลดภาษีที่เริ่มส่งผลลดลง อีไอซีจึงมองว่าในปี 2019 เศรษฐกิจเติบโตมีแนวโน้มขยายตัว 2.6%YOY

ปัจจัยเสี่ยงต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในปี 2019 มี 3 ปัจจัย ได้แก่ 1) สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่เริ่มมีความตึงเครียดมากขึ้น ซึ่งหากไม่สามารถเจรจากันได้ ความตึงเครียดทางการค้าอาจยืดเยื้อไปตลอดถึงปี 2019 ซึ่งเศรษฐกิจสหรัฐฯ อาจชะลอตัวลง 0.2%² แต่ผลกระทบอาจสูงขึ้นเรื่อยๆ หากสงครามการค้ายังดำเนินต่อไป 2) การเลือกตั้งกลางเทอมของสหรัฐฯ ในเดือนพฤศจิกายนนี้ มีความเป็นไปได้สูงที่พรรคเดโมแครตจะครองเสียงข้างมากในสภาผู้แทนราษฎร ซึ่งส่งผลต่อนโยบายการค้าของประธานาธิบดีทรัมป์ ในอีก 2 ปีข้างหน้า (อ่านเพิ่มเติมได้ที่ BOX: การเลือกตั้งกลางเทอมสหรัฐฯ 2018) และ 3) จับา Fed ขึ้นอัตราดอกเบี้ยในปี 2019 โดยอีไอซีมองว่า Fed มีแนวโน้มขึ้นอัตราดอกเบี้ยได้ 3 ครั้งในปี 2019 ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ย ณ สิ้นปี 2019 อยู่ในช่วง 3.00%-3.25% ซึ่งจะเริ่มมีนัยกระทบต่อต้นทุนทางการเงินของภาคธุรกิจ และภาคครัวเรือนในระยะข้างหน้า

ภัยต่อเศรษฐกิจไทย

- ในช่วงไตรมาสที่ 2 เงินบาทอ่อนค่าลงตามการแข็งค่าขึ้นของดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แต่ในเดือนสิงหาคมเงินบาทกลับมาแข็งค่าจากเงินทุนเคลื่อนย้ายไหลเข้าสู่ไทยมากขึ้น โดยเฉพาะในตลาดพันธบัตร เนื่องจากเสถียรภาพเศรษฐกิจไทยยังอยู่ในเกณฑ์ดี ส่งผลให้เงินบาทอยู่ที่ 32.4 บาท ณ วันที่ 28 กันยายน 2018 อีไอซีคาดว่าเงินบาทเคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 32-32.5 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นปี 2018
- มาตรการภาษีการค้าของสหรัฐฯ เริ่มส่งผลต่อการส่งออกไทยโดยใน 8 เดือนแรกของปี 2018 การส่งออกไทยไปยังสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น 5.47%YOY แต่ได้รับผลกระทบจำกัดอยู่รายหมวดสินค้า โดยในเดือนสิงหาคม การส่งออกอุปกรณ์กึ่งตัวนำ (แผงโซลาร์) และเครื่องซักผ้า และส่วนประกอบที่ไปยังสหรัฐฯ ลดลงถึง 80.7%YOY และ 10.3%YOY ตามลำดับ ขณะที่สินค้าอื่นๆ ที่โดนมาตรการภาษีจากสหรัฐฯ ได้แก่ เหล็ก เหล็กกล้าและผลิตภัณฑ์ และผลิตภัณฑ์อะลูมิเนียม กลับส่งออกขยายตัว 12.6%YOY และ 43.6%YOY
- การลงทุนทางตรงจากสหรัฐฯ มาไทยในครึ่งแรกปี 2018 มีมูลค่า 1.96 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ส่วนใหญ่มาจากภาคการผลิต โดยเฉพาะการผลิตเครื่องดื่ม นอกจากนี้ มีบริษัทชั้นนำของสหรัฐฯ อย่าง Dow Chemical สนใจลงทุนในพื้นที่เขต EEC³ ในอุตสาหกรรมเคมีภัณฑ์ ซึ่งเป็นหนึ่งในอุตสาหกรรมที่รัฐบาลส่งเสริมให้มีการลงทุน

12 ¹ อัตราการเติบโตเทียบกับไตรมาสก่อนหน้า แบบปรับฤดูกาล และคิดเป็นอัตราการเติบโตรายปี (quarter-on-quarter, seasonally adjusted and annualized rate)

² จากการประมาณการของ IMF, "World Economic Outlook", October 2018

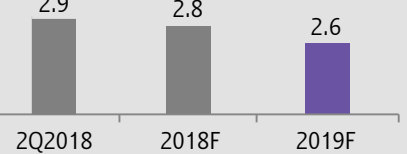
³ เขตส่งเสริมระเบียงเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (Eastern Economic Corridor)



เศรษฐกิจสหรัฐฯ

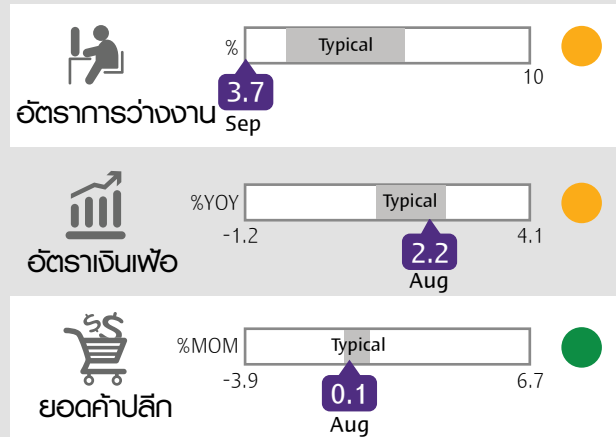
พื้นฐานเศรษฐกิจแข็งแกร่ง
ท่ามกลางความตึงเครียดทางการค้า

คาดการณ์ GDP (%YOY)



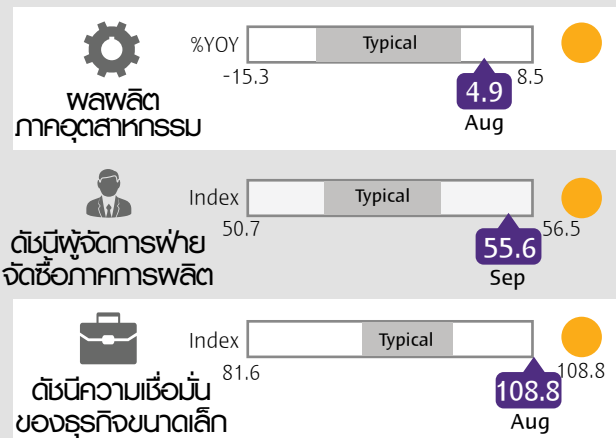
ภาคครัวเรือน

อัตราการว่างงานลดลงต่อเนื่อง



ภาคธุรกิจ

ภาคธุรกิจยังคงกังวลต่อสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน



ความสัมพันธ์กับไทย



นักท่องเที่ยวเข้าไทย
+3.6%YOY
(Jun-Aug18)



FDI
+6.3%YTD
2Q2018



+1.9%YOY
(Jun-Aug18)



+7.5%YOY
(Jun-Aug18)

นโยบายการเงินการคลัง



เงินเฟ้อเข้ากรอบเป้าหมาย ส่งสัญญาณให้ Fed ขึ้นดอกเบี้ยได้ 4 ครั้งในปี



นโยบายปฏิรูปภาษี 2.0 ซึ่งจะขยายระยะเวลาลดภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา

ประเด็นที่ต้องจับตา



ความไม่แน่นอนของสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน



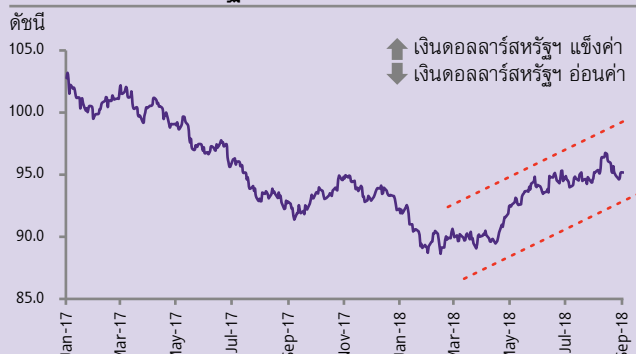
การเลือกตั้งกลางเทอมของสหรัฐฯ ในเดือนพฤศจิกายน



ทิศทางในช่วงที่เหลืองของปี: ดีขึ้น (เขียว), ทรงตัว (เหลือง), แยลง (แดง)

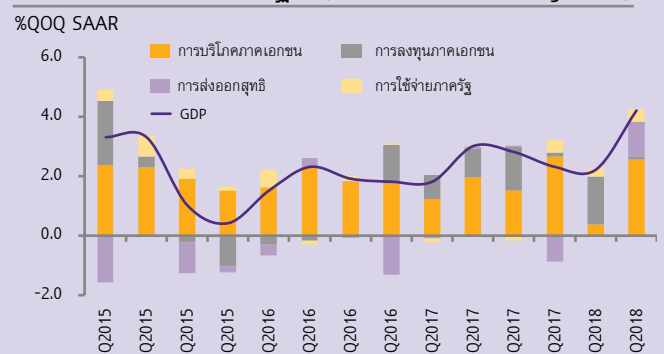
ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าตามภาวะ risk-off

ดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ



สงครามการค้าทำให้สหรัฐฯ เร่งการส่งออกสินค้าเกษตร

ที่มาของการขยายตัวของเศรษฐกิจ (Contribution to GDP growth)



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC ณ กันยายน 2018 จากข้อมูลของ Bloomberg, Federal Reserve, CEIC และ Markit



BOX

2018 US midterm election กับนโยบายเศรษฐกิจ สหรัฐฯ และโลก

การเลือกตั้งกลางเทอมในสหรัฐฯ ที่กำลังจะเกิดขึ้นวันที่ 6 พฤศจิกายน 2018 ถือเป็นเหตุการณ์สำคัญที่มีนัยต่อการดำเนินนโยบายของประธานาธิบดีทรัมป์อีก 2 ปีข้างหน้า เนื่องจาก 2 ปีที่ผ่านมาหลังการเข้ารับตำแหน่งของประธานาธิบดีทรัมป์ มีการดำเนินนโยบายสุดโต่งตามวาทกรรมอเมริกาต้องมาก่อน (America first) ซึ่งสร้างความปั่นป่วนกับเศรษฐกิจโลกในวงกว้าง ทั้งการนำสหรัฐฯ ออกจากข้อตกลงหุ้นส่วนเศรษฐกิจภาคพื้นแปซิฟิก (TPP) ในเดือนมกราคม 2017 การถอนข้อตกลงนิวเคลียร์อิหร่านในเดือนพฤษภาคม 2018 และการทำสงครามการค้ากับนานาประเทศ ขณะเดียวกันก็ออกมาตราการกระตุ้นเศรษฐกิจภายในประเทศด้วยการลดอัตราภาษี และผ่อนคลايกฎระเบียบควบคุมภาคการเงิน ท่ามกลางนโยบายทั้งในเชิงบวกและลบที่กำลังดำเนินอยู่ การเลือกตั้งกลางเทอมจึงเปรียบเสมือนจุดวัดผลงานของทรัมป์ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา

การเลือกตั้งของสหรัฐฯ แบ่งออกเป็น การเลือกตั้งฝ่ายบริหารและฝ่ายนิติบัญญัติ โดยกำหนดให้ฝ่ายบริหารมีการเลือกตั้งประธานาธิบดีทุก 4 ปี และฝ่ายนิติบัญญัติมีการเลือกตั้งสมาชิกสภาครองเกรสทุก 2 ปี ซึ่งประกอบด้วย การเลือกตั้งสมาชิกสภาผู้แทนราษฎร และการเลือกตั้งสมาชิกวุฒิสภา โดยส่วนมากการเลือกตั้งจะเกิดขึ้นภายในเดือนพฤศจิกายน การเลือกตั้งกลางเทอมเป็นการเลือกตั้งในช่วงระหว่างกลางของการดำรงตำแหน่งประธานาธิบดี ซึ่งจะมีการเลือกตั้งสภาผู้แทนราษฎรทั้งหมด 435 ที่นั่ง มีวาระการดำรงตำแหน่งคราวละ 2 ปี และสมาชิกวุฒิสภาทั้งหมดวาระประมาณ 33-35 ที่นั่งจาก 100 ที่นั่ง มีวาระการดำรงตำแหน่งคราวละ 6 ปี

ปัจจุบันพรรครีพับลิกันเป็นฝ่ายครองเสียงข้างมากในสภาสองสภา โดยสภาผู้แทนราษฎร พรรครีพับลิกันมี 236 ที่นั่ง ส่วนพรรคเดโมแครตมี 193 ที่นั่งและที่นั่งว่าง 6 ที่นั่ง ขณะที่วุฒิสภา พรรครีพับลิกันมี 51 ที่นั่ง ส่วนพรรคเดโมแครตมี 49 ที่นั่ง ในการเลือกตั้งครั้งนี้ มีสมาชิกวุฒิสภาพรรครีพับลิกันหมดวาระ 9 คน ขณะที่พรรคเดโมแครตหมดวาระ 26 คน ฉะนั้นพรรคเดโมแครตจะต้องรักษาที่นั่งในวุฒิสภาเดิม 26 ที่นั่งและได้ที่นั่งเพิ่มอีก 2 ที่นั่ง จึงเป็นฝ่ายครองเสียงข้างมากในวุฒิสภา ในขณะที่พรรครีพับลิกันเพียงแค่อำนาจที่นั่งเดิม 9 ที่นั่งก็สามารถครองเสียงข้างมากในวุฒิสภาได้ต่อไป ในส่วนสภาผู้แทนราษฎร พรรคเดโมแครตจะต้องรักษาที่นั่งเดิม 193 ที่นั่ง และต้องได้ที่นั่งฝ่ายตรงข้ามเพิ่มอีก 25 ที่นั่ง จึงจะเป็นฝ่ายครองเสียงข้างมากในสภาผู้แทน จากประวัติการเลือกตั้งกลางเทอมที่ผ่านมา พรรคที่อยู่ฝ่ายตรงข้ามกับประธานาธิบดี (ปัจจุบัน คือ พรรคเดโมแครต) มักจะได้ที่นั่งเพิ่มขึ้นในสภาสองสภาเสมอ

อีโอซีมองว่ากรณีที่เป็นไปได้ของผลการเลือกตั้ง และผลกระทบต่อการดำเนินนโยบายหลังการเลือกตั้งกลางเทอม แบ่งออกเป็น 3 กรณี คือ

กรณีที่ 1 – พรรคเดโมแครตขึ้นมากครองเสียงข้างมากในสภาผู้แทนราษฎร แต่พรรครีพับลิกันยังคงครองเสียงข้างมากในวุฒิสภา

1) สภาสองสภายังเห็นชอบและอนุมัติงบประมาณตามที่ฝ่ายบริหารต้องการยากขึ้น หลังจากการเลื่อนเวลาการจัดสรรงบประมาณรายจ่ายทางการคลังปี 2019 ไปในวันที่ 7 ธันวาคม 2018 หลังเลือกตั้งกลางเทอม (จากเดิมในวันที่ 1 ตุลาคม) ซึ่งรวมถึงงบประมาณการสร้างความแข็งแรงชายแดนเม็กซิโกและโครงการรัฐอื่นๆ เมื่อพรรคเดโมแครตได้ครองเสียงข้างมากในสภาผู้แทนราษฎร ทำให้ในระยะ 2 ปีต่อจากนี้มีแนวโน้มสูงที่สภาสองสภาไม่สามารถตกลงงบประมาณรายจ่ายทางการคลัง และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจหลังจากการเลือกตั้งกลางเทอมอาจออกมาได้น้อยลง และมีความเสี่ยงที่สภาสองสภาไม่สามารถตกลงงบประมาณกับฝ่ายบริหารได้ตามกำหนดเวลาจนนำไปสู่การปิดทำการของหน่วยงานรัฐ (government shutdown) ในระยะต่อไปอีกด้วย อย่างไรก็ตาม อีโอซีคาดว่าสภาสองสภาจะร่างงบประมาณสำหรับปี 2019 และสามารถยืดระยะเวลาการตกลงการขยายงบประมาณรายจ่ายไปจนถึง 30 กันยายน 2019

2) สงครามการค้าและการใช้มาตรการกีดกันทางการค้าโดยการขึ้นภาษีนำเข้ามีความเป็นไปได้ที่จะลดความรุนแรงลงได้บ้าง แม้ว่าสมาชิกพรรคเดโมแครตบางส่วนมีแนวคิดสนับสนุนการดำเนินมาตรการกีดกันทางการค้าและการลงทุนเพื่อจัดระเบียบแนวคิดการทำการค้าการลงทุนระหว่างสหรัฐฯ และจีน ทั้งยังสนับสนุนและต้องการให้เกิดการค้าที่เป็นธรรมต่อธุรกิจและบริษัทสหรัฐฯ อย่างไรก็ดี สมาชิกพรรคเดโมแครตส่วนใหญ่ยังคงมีท่าทีไม่สนับสนุนการใช้มาตรการกีดกันทางการค้าอย่างสุดโต่ง และเห็นได้จากในอดีตที่สนับสนุนความตกลงหุ้นส่วนเศรษฐกิจภาคพื้นแปซิฟิก (TPP) ในช่วงประธานาธิบดีโอบามา ฉะนั้นหากพรรคเดโมแครตสามารถครองเสียงข้างมากในสภาผู้แทนราษฎร น่าจะก่อให้เกิดความสมดุลมากขึ้นในสภาสองสภา และอาจทำให้ความรุนแรงของการใช้มาตรการกีดกันทางการค้ามีความหวังที่จะมีแนวโน้มผ่อนคลายลงได้บ้าง อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงที่ประธานาธิบดีทรัมป์จะยังคงใช้เครื่องมือด้านภาษี รวมถึงมาตรการที่ไม่ใช่ภาษี อาทิ การจำกัดการส่งออก เป็นต้น ในการต่อรองกับประเทศคู่ค้าเพื่อให้ได้ข้อตกลงทางการค้าจะยังคงมีอยู่ และไทยยังคงต้องจับตามผลกระทบจากการดำเนินมาตรการกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ ต่อไป

กรณีที่ 2 – พรรคเดโมแครต ครองเสียงข้างมาก ทั้ง 2 สภา

1) ฝ่ายบริหารในช่วง 2 ปีที่เหลือของประธานาธิบดีทรัมป์มีความสามารถในการกุมอำนาจเบ็ดเสร็จลดลง แม้ว่าตำแหน่งประธานาธิบดีสหรัฐฯ มีอำนาจออกคำสั่งพิเศษ (executive order) โดยไม่ต้องผ่านความเห็นชอบ

ของสภาองค์กร แต่สภาองค์กรสามารถแก้กฎหมายเพื่อมาแทนที่คำสั่งประธานาธิบดีได้ (ซึ่งประธานาธิบดีมีสิทธิคัดค้านกฎหมายได้เช่นกัน) ทำให้ช่วง 2 ปีที่เหลือ การออกคำสั่งพิเศษของทรัมป์อย่างรวดเร็วเหมือนในช่วง 2 ปีแรก อาจทำได้ยากขึ้นและฝ่ายบริหารอาจมีอุปสรรคมากขึ้นในการออกนโยบายใหม่ๆ

2) สงครามการค้าในส่วนของภาษีนำเข้าหัตถยานยนต์และชิ้นส่วนตามมาตรา 232 มีแนวโน้มลดลง เนื่องจากผลการเลือกตั้งที่พรรครีพับลิกันเสียที่นั่งส่วนใหญ่ทั้งสภาผู้แทนราษฎรและวุฒิสภา แสดงให้เห็นว่า แม้พรรครีพับลิกันและประธานาธิบดีทรัมป์จะมีผลงานสำคัญในช่วง 2 ปีแรก ไม่ว่าจะเป็นการปฏิรูประบบภาษีขนานใหญ่ซึ่งทำให้สามารถลดภาษีเงินได้นิติบุคคลและภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาได้สำเร็จ แต่ผลคะแนนที่ออกมาได้สะท้อนว่าความนิยมของชาวอเมริกันที่มีต่อพรรครีพับลิกันลดลง หากไม่รวมถึงประเด็นทางการเมืองที่ทำให้พรรครีพับลิกันเสียคะแนนความนิยม นโยบายการขึ้นภาษีในหัตถยานยนต์และชิ้นส่วนตามมาตรา 232 อาจทำให้อุตสาหกรรมและชิ้นส่วน รวมถึงผู้บริโภคสหรัฐฯ ได้รับผลกระทบสูง จึงมีความเป็นไปได้ที่มาตรการการขึ้นภาษีตามมาตรา 232 อาจถูกพรรคเดโมแครตซึ่งครองเสียงข้างมากในสภาองค์กรจำกัดอำนาจประธานาธิบดีในการออกมาตรการการขึ้นภาษีตามมาตรา 232 โดยเฉพาะหากเห็นว่ามีผลกระทบต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ มาก และหากประเทศคู่ค้ามีการตอบโต้

กรณีที่ 3 - พรรครีพับลิกัน ยังคงครองเสียงข้างมาก ทั้ง 2 สภาเหมือนเดิม

1) การดำเนินนโยบายไม่แตกต่างกับก่อนการเลือกตั้งกลางเทอม โดยทรัมป์ยังคงเดินหน้าทำตามนโยบายสุดโต่งตามที่ได้หาเสียงมาตามวาทกรรมอเมริกาต้องมาก่อน (America First) ทำให้ความไม่แน่นอนทางนโยบายการค้าระหว่างประเทศยังคงดำเนินต่อไป อย่างไรก็ตาม ในช่วง 2 ปีที่เหลือทรัมป์มีแนวโน้มผลักดันให้รัฐบาลลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานมากขึ้น โดยเฉพาะการสร้างกำแพงบริเวณชายแดนเม็กซิโก รวมถึงการออกร่างกฎหมายต่างๆ จะมีความรวดเร็วและพบกับอุปสรรคน้อยกว่าสองกรณีข้างต้นเนื่องจากพรรครีพับลิกันยังคงครองเสียงส่วนใหญ่ได้ทั้งสองสภาเช่นเดิม

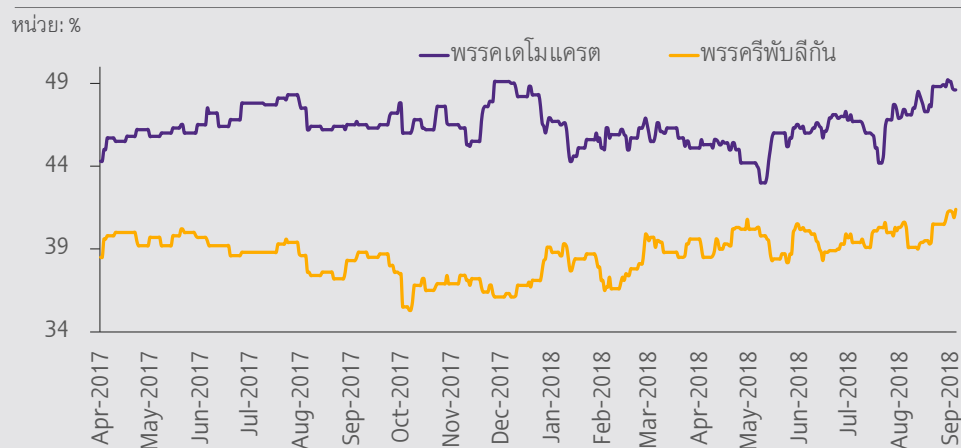
2) สงครามการค้ามีแนวโน้มดำเนินต่อเนื่องและอาจขยายวงกว้างได้ เนื่องจากฝ่ายบริหารและฝ่ายนิติบัญญัติยังคงมีอำนาจไม่แตกต่างกับก่อนการเลือกตั้งกลางเทอม และผลการเลือกตั้งที่ออกมายังแสดงถึงการสนับสนุนนโยบายของทรัมป์ในการทำนโยบายกีดกันทางการค้า รวมถึงนโยบายด้านอื่นๆ เพื่อผลประโยชน์ของสหรัฐฯ ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา ทำให้ทรัมป์สามารถใช้เหตุผลในการเดินหน้าทำนโยบายการค้าแบบเดิมต่อไป ซึ่งทำให้ความตึงเครียดและผลกระทบต่อการค้าโลกอาจขยายตัวรุนแรงขึ้นได้ และสามารถกระทบต่อการส่งออกไทยได้ทั้งทางตรงและทางอ้อมในระยะต่อไป

อีไอซีมองว่ากรณีที่ 1 ที่พรรคเดโมแครตขึ้นมาครองเสียงข้างมากในสภาผู้แทนราษฎร แต่พรรครีพับลิกันยังคงครองเสียงข้างมากในวุฒิสภา มีความเป็นไปได้มากที่สุด หากพิจารณาจากผลสำรวจในการเลือกตั้งรอบนี้ (ข้อมูล ณ วันที่ 28 กันยายน 2018) พรรคเดโมแครตได้เปรียบกว่า ทั้งจากผลสำรวจการเลือกตั้งสภาองค์กรที่พรรคเดโมแครตมีคะแนนนำพรรครีพับลิกัน(รูปที่ 1) และผลสำรวจการยอมรับตำแหน่งประธานาธิบดีของทรัมป์ที่มีสัดส่วนการไม่ยอมรับสูงกว่าการยอมรับมาโดยตลอด (รูปที่ 2) อีไอซีจึงมองว่าจากผลสำรวจดังกล่าวเป็นหนึ่งในสัญญาณที่พรรคเดโมแครตเริ่มที่จะได้เสียงสนับสนุนมากขึ้น ซึ่งจะช่วยให้พรรคเดโมแครตมีความเป็นไปได้สูงที่จะพลิกกลับมาครองเสียงข้างมากในสภาผู้แทนราษฎร ในขณะที่การครองเสียงข้างมากในวุฒิสภาของพรรคเดโมแครตเป็นไปได้ยากกว่า ด้วยเหตุนี้ ผลการเลือกตั้งกลางเทอมของสหรัฐฯ รอบนี้จึงมีความสำคัญ

โดยเฉพาะนัยต่อการดำเนินนโยบายกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ ในอีก 2 ปีข้างหน้าและส่งผลกระทบต่อโอกาสและระดับความรุนแรงของมาตรการกีดกันทางการค้า อย่างไรก็ตาม ไม่ว่าผลการเลือกตั้งกลางเทอมออกมาเป็นเช่นไร เศรษฐกิจโลกและไทยโดยเฉพาะภาคการส่งออกยังคงต้องจับตาความเสี่ยงจากมาตรการกีดกันทางการค้าที่อาจออกมาเพิ่มเติมในปี 2019 ต่อไป เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่เศรษฐกิจและภาคการส่งออกไทยอาจได้รับผลกระทบทั้งทางตรงและทางอ้อมผ่านทางห่วงโซ่อุปทาน โดยเฉพาะผลกระทบผ่านสงครามการค้ากับจีนซึ่งยังมีแนวโน้มยืดเยื้อต่อเนื่อง

รูปที่ 1: พลสำรวจชาวอเมริกันให้พรรคเดโมแครตมีคะแนนนำพรรคริพับลิกัน

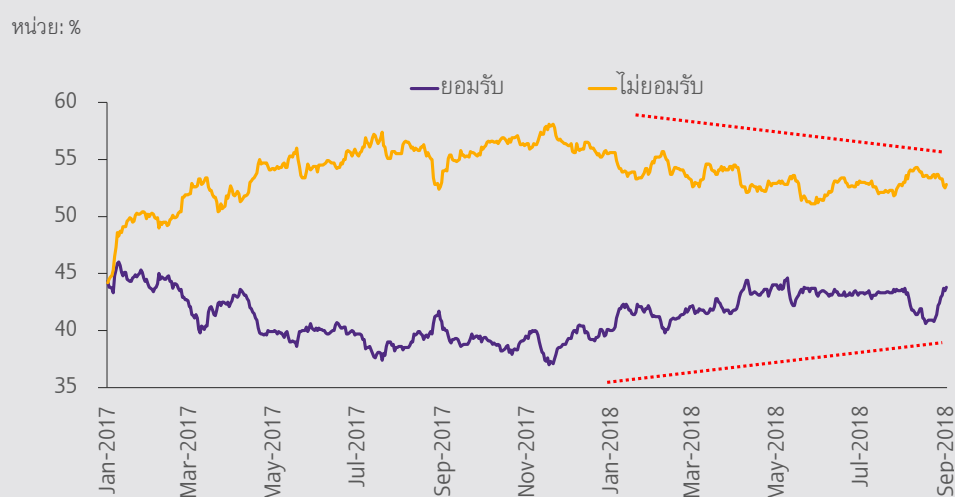
ผลสำรวจการเลือกตั้งสภาครองเกรส 2018 (Generic Congressional vote)



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ RealClearPolitics

รูปที่ 2: ชาวอเมริกันส่วนใหญ่ยังมีความเห็นเอียงไปทางไม่ยอมรับทรัมป์ในภาพรวม

ผลสำรวจการยอมรับประธานาธิบดีทรัมป์ (Approval ratings)



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ RealClearPolitics

เศรษฐกิจยูโรโซน

ขยายตัวลดลง พร้อมเผชิญความเสี่ยงจาก Brexit อิตาลีและตุรกี

เศรษฐกิจยูโรโซนเติบโตชะลอตัวลงในไตรมาส 2 ของปี 2018

ที่ 2.2%YOY หรือคิดเป็นการเติบโต 0.4% QOQSA⁴ ซึ่งชะลอตัวลงจากไตรมาส 1 อย่างไรก็ดี พื้นฐานทางเศรษฐกิจยูโรโซนยังคงดี แต่ได้รับผลกระทบชั่วคราวจากช่วงเปลี่ยนผ่านไปสู่รัฐบาลใหม่ในอิตาลีและสเปน ทำให้ความเชื่อมั่นภาคอุตสาหกรรมลดลง สะท้อนจากดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ PMI ลดลงมาที่ 54.9 ในเดือนมิถุนายน ทั้งนี้ เนื่องจากครึ่งปีแรกเศรษฐกิจยูโรโซนขยายตัวต่ำกว่าการคาดการณ์ ไอโอซีจึงปรับประมาณการเศรษฐกิจปี 2018 ลงมาที่ 2.1%YOY โดยคาดว่าในช่วงครึ่งหลังปี 2018 มีแนวโน้มขยายตัวดีกว่าครึ่งปีแรกเล็กน้อย จากกำลังการผลิตของภาคอุตสาหกรรมที่อยู่ในระดับสูง และตลาดแรงงานที่ตึงตัว ทำให้ค่าจ้างแรงงานสูงขึ้น เป็นปัจจัยที่ส่งผลให้การบริโภคภายในดีขึ้น นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยที่ต่ำยังคงสนับสนุนให้เกิดการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนไปจนถึงปลายปี 2019

เศรษฐกิจยูโรโซนในปี 2019 ขยายตัวลดลงเข้าใกล้แนวโน้มการเติบโตตามศักยภาพ

โดยช่วงปี 2017-2018 เศรษฐกิจยูโรโซนเติบโตที่อัตราสูงกว่าศักยภาพมาโดยตลอด อย่างไรก็ตามในปี 2019 เศรษฐกิจยูโรโซนมีปัจจัยเสี่ยงที่ทำให้การขยายตัวมีแนวโน้มชะลอลง จากการชะลอตัวของภาคการส่งออก โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อที่มีทิศทางลดลงตั้งแต่ต้นปี 2018 อย่างไรก็ดี พื้นฐานทางเศรษฐกิจยังคงแข็งแกร่ง จากอัตราการว่างงานที่ยังคงลดลงต่อเนื่องต่ำสุดในรอบ 8 ปี ที่ 8.1% ในเดือนสิงหาคม และอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในเดือนสิงหาคมอยู่ที่ 2.1% จากผลของราคาน้ำมัน เข้ากรอบเป้าหมายเงินเฟ้อของธนาคารกลางยุโรป (ECB) ซึ่งจะเป็นปัจจัยสนับสนุนให้ ECB ยุติมาตรการการเข้าซื้อพันธบัตร (APP) ภายในธันวาคม 2018 และขึ้นอัตราดอกเบี้ยในช่วงครึ่งหลังปี 2019 ดังนั้น ไอโอซีคาดการณ์เศรษฐกิจยูโรโซนปี 2019 จะขยายตัวราว 1.9% YOY

จับตาเหตุการณ์ที่มีความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจยูโรโซน 3 เหตุการณ์ ได้แก่

1) การเจรจา Brexit กับสหภาพยุโรป ซึ่งจะมีผลกระทบต่อประเทศที่เชื่อมโยงทางการค้ากับสหราชอาณาจักรเป็นหลักหากไม่สามารถสรุปข้อตกลงกันได้ (อ่านเพิ่มเติมได้ใน BOX: No deal Brexit และผลกระทบ) 2) จับตาแผนงบประมาณการคลังปี 2019 ของอิตาลี ที่รัฐบาลต้องการใช้จ่ายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ในขณะที่ประเทศมีหนี้สาธารณะสูงถึง 132% ต่อ GDP หากแผนที่รัฐบาลใหม่อิตาลีเสนอ ยังคงมีการทำนโยบายขาดดุลงบการคลังสูงต่อเนื่อง จะมีความเสี่ยงต่อการถูกลดอันดับเครดิตในระยะต่อไป และ 3) ความเสี่ยงที่วิกฤติตุรกีจะลุกลามสู่ยูโรโซน โดยเชื่อมโยงผ่านภาคการค้าและภาคธนาคาร ในยูโรโซนที่มีการลงทุนและปล่อยสินเชื่อในตุรกี อย่างไรก็ตาม ไอโอซีมองว่ามีความเสี่ยงที่ลุกลามยังคงจำกัด (อ่านเพิ่มเติมที่ Flash: วิกฤติการเงินตุรกีจากความเปราะบางทางเศรษฐกิจและความขัดแย้งทางการเมือง)

ภัยต่อเศรษฐกิจไทย

- จากการชะลอตัวของเศรษฐกิจยูโรโซน ในครึ่งแรกปี 2018 ประกอบกับการแข็งค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ส่งผลให้เงินยูโรอ่อนค่า 2.9% เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ⁵ ไอโอซีคาดว่าในปลายปี 2018 เงินยูโรจะทรงตัวอยู่ราว 1.17 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อยูโร จากเศรษฐกิจยูโรโซนครึ่งหลังปี 2018 มีทิศทางขยายตัวดีกว่าครึ่งปีแรกเล็กน้อย แต่อาจมีความเสี่ยงด้านผลกระทบจากสงครามการค้า
- ใน 8 เดือนแรกของปี 2018 การส่งออกไทยไปยูโรโซนขยายตัว 8.4%YOY โดยเฉพาะสินค้าคอมพิวเตอร์และส่วนประกอบและรถยนต์และส่วนประกอบ ทั้งนี้ การส่งออกไทยไปยูโรโซนอาจไม่ได้ปรับตัวดีขึ้นมาก จากปัจจัยความเสี่ยง Brexit และตุรกี ส่งผลกระทบต่อความต้องการภายในประเทศของยูโรโซนได้ในระยะต่อไป
- มีบริษัทจากสหภาพยุโรปหลายรายสนใจเข้าร่วมประมูลรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน อาทิ บริษัท TRANSDEV Group จากประเทศฝรั่งเศส ดำเนินธุรกิจบริการระบบขนส่งมวลชน มีประสบการณ์ด้านกิจการรถไฟในยุโรป และบริษัท Salini Impregio S.p.A จากประเทศอิตาลี มีความเชี่ยวชาญด้านการก่อสร้าง โดยคาดว่าจะบริษัท ดังกล่าวจะนำความเชี่ยวชาญเข้ามาร่วมทุนกับบริษัทเอกชนของไทย

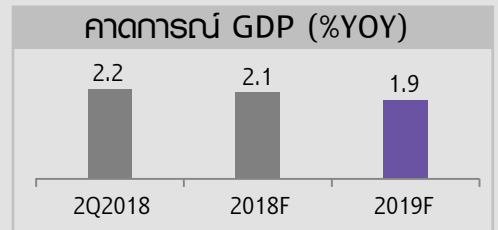
18 ⁴ อัตราการเติบโตเทียบกับไตรมาสก่อนหน้า (แบบปรับฤดูกาล)

⁵ อัตราการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินยูโร ณ วันที่ 29 มิถุนายน 2018 เทียบกับสิ้นปี 2017



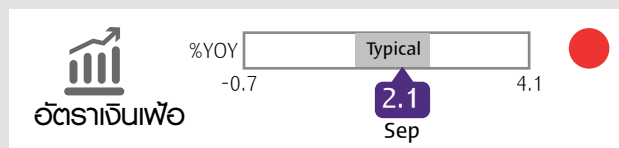
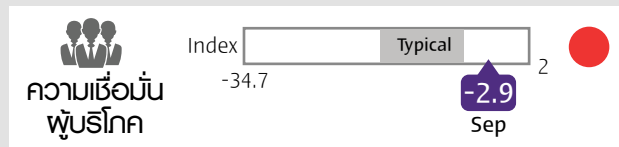
เศรษฐกิจยูโรโซน

ขยายตัวลดลง พร้อมเผชิญ
ความเสี่ยงจาก Brexit
อิตาลีและตุรกี



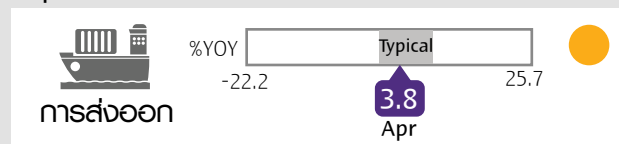
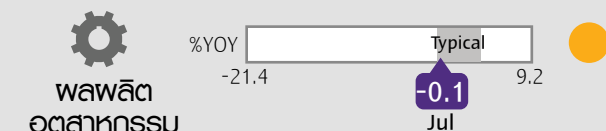
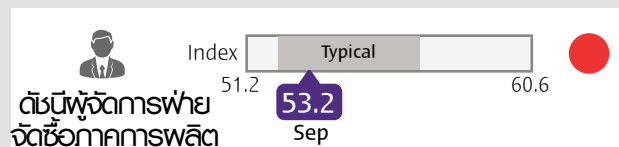
ภาคครัวเรือน

การบริโภคมีแนวโน้มชะลอลงจากปัจจัยเสี่ยงรอบด้าน



ภาคธุรกิจ

การทำการลงทุนมีแนวโน้มชะลอตัว



ความสัมพันธ์กับไทย

นักท่องเที่ยวเข้าไทย
+0.9%YOY
(Jun-Aug18)

FDI
+5.3%YTD
(2Q2018)

Export
+3.2%YOY
(Jun-Aug18)

Import
-0.4%YOY
(Jun-Aug18)

นโยบายการเงินการคลัง

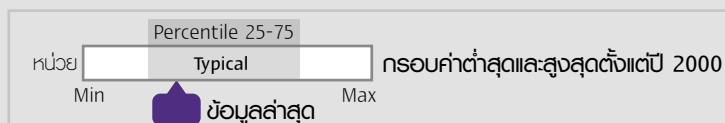
สิ้นสุดมาตรการ APP
ภายในเดือนธันวาคม 2018

มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย
ในช่วงครึ่งหลังปี 2019

ประเด็นที่ต้องจับตา

BR€XIT
ผลกระทบจากสหราชอาณาจักร
ออกจากยูโรโซน (Brexit)

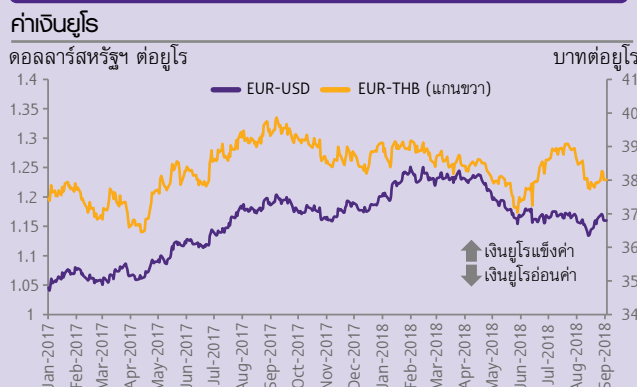
DEBT
สถานการณ์
หนี้สาธารณะ
ของอิตาลี



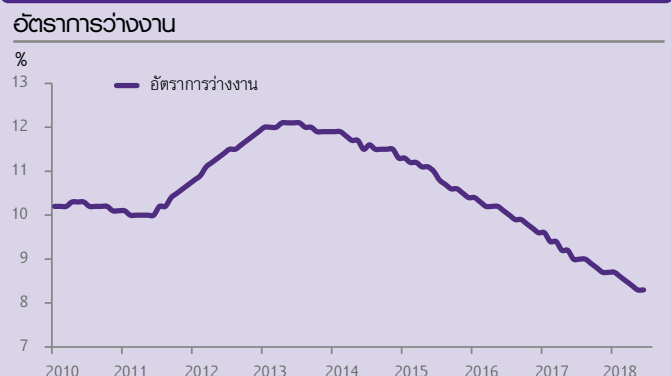
ทิศทางในช่วง
ที่เหลือของปี

● ดีขึ้น ● ทรงตัว ● แย่ลง

ค่าเงินยูโรทรงตัว แต่อาจมีความเสี่ยงจากสงครามการค้า



การจ้างงานมีแนวโน้มดีขึ้น จากอัตราการว่างงานที่ลดลง



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC ณ กันยายน 2018 จากข้อมูลของ Bloomberg และ CEIC



BOX

No deal Brexit

อนาคตของสหราชอาณาจักร สหภาพยุโรปและโอกาส ของไทย

รัฐบาลสหราชอาณาจักรออกสมุดปกขาว (white paper) โดยเปิดเผยรูปแบบความสัมพันธ์ใหม่กับสหภาพยุโรป (EU) หลัง Brexit หรือมีชื่ออย่างไม่เป็นทางการว่า “Chequers plan” โดยมีจุดยืนหลัก คือ ต้องการให้สหราชอาณาจักรยังคงอยู่ในตลาดเดียวของสหภาพยุโรป (EU single market) แต่มีอิสระในการทำข้อตกลงทางการค้าใหม่กับประเทศอื่นๆ และสามารถควบคุมการเคลื่อนย้ายพลเมืองจาก EU ได้ ซึ่งหากมองในรายละเอียดแล้ว สหราชอาณาจักรมีจุดยืนที่แตกต่างจาก EU อยู่พอสมควร เนื่องจากตลาดเดียวของสหภาพยุโรปกำหนดให้เปิดเสรีใน 4 ปัจจัย ได้แก่ สินค้า บริการ แรงงานและเงินทุน แต่สหราชอาณาจักรไม่ต้องการเปิดเสรีด้านการเคลื่อนย้ายแรงงาน ซึ่ง EU ไม่ยอมให้สหราชอาณาจักรคัดเอาเฉพาะเรื่องที่ได้ประโยชน์ (cherry picking) ในการออกจาก EU เพราะเกรงว่าจะเกิดกรณีประเทศอื่นทำตามอีกในอนาคต ในทางกลับกันหากสหราชอาณาจักรไม่ได้ข้อตกลงที่พอใจอาจเลือกไม่เจรจากับ EU ตามที่นายกรัฐมนตรีเทรีซา เมย์ กล่าวไว้ว่า “No deal is better than bad deal” การเจรจา Brexit ระหว่างสหราชอาณาจักรและ EU จึงยังมีอุปสรรคติดขัดอยู่มาก นอกจากนี้ สหราชอาณาจักรยังต้องเผชิญกับเสียงแตกภายในรัฐสภา โดยแบ่งออกเป็น 2 ฝ่าย ทั้งฝ่ายต้องการมีความสัมพันธ์ใกล้ชิดกับ EU (Soft Brexit) และฝ่ายที่ต้องการออกจาก EU อย่างสิ้นเชิง (Hard Brexit) จึงมีโอกาสที่ข้อตกลงจะไม่ผ่านในรัฐสภาของสหราชอาณาจักร แม้ว่าสามารถมีข้อตกลงกับ EU ได้ก็ตาม จากความเป็นได้ข้างต้น ประกอบกับเวลาในการเจรจาเหลืออยู่อีกไม่มาก ทำให้สหราชอาณาจักรมีความเสี่ยงที่จะไม่มีข้อตกลงกับ EU (No deal Brexit) เพิ่มขึ้น



ในกรณีสหราชอาณาจักรไม่สามารถมีข้อตกลงกับสหภาพยุโรป (No deal Brexit) จะต้องสูญเสียสิทธิพิเศษทางการค้าการลงทุนต่างๆ ที่เคยมีกับสหภาพยุโรป เนื่องจากการส่งออกสินค้าจากสหราชอาณาจักรไปยังประเทศในสหภาพยุโรปจะต้องถูกเก็บภาษีนำเข้า และเผชิญกับมาตรการกีดกันการค้าที่ไม่ใช่ภาษีอื่นๆ (non-tariff barriers) ภายใต้ข้อตกลงขององค์การการค้าโลก (WTO) เหมือนกับประเทศที่อยู่นอกสหภาพยุโรป อาจทำให้การส่งออกสินค้าจากสหราชอาณาจักรไปยังประเทศในสหภาพยุโรปที่มีสัดส่วนการส่งออกสูงถึง 44.3% ของมูลค่าการส่งออกสินค้าต้องเสียภาษีนำเข้ามูลค่ากว่า 7,600 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อปี ทำให้สหราชอาณาจักรจะต้องปรับโครงสร้างธุรกิจภายในประเทศครั้งใหญ่ในสินค้าที่มีห่วงโซ่อุปทานเชื่อมโยงกับประเทศในสหภาพยุโรปจนอาจต้องมีการย้ายฐานการผลิตได้ นอกจากนี้ สหราชอาณาจักรจะต้องเร่งทำข้อตกลงทางการค้าก่อนออกจากสหภาพยุโรปอย่างเป็นทางการกับประเทศคู่ค้าใหม่ทั้งหมดที่เคยได้รับประโยชน์เมื่อตอนยังเป็นสมาชิกสหภาพยุโรป แต่ปกติแล้ว การทำข้อตกลงทางการค้าต้องใช้เวลาในการเจรจากับประเทศคู่ค้า จึงมีแนวโน้มว่าการเจรจาข้อตกลงจะไม่สามารถแล้วเสร็จก่อนวันที่สหราชอาณาจักรออกจากการเป็นสมาชิกสหภาพยุโรปอย่างเป็นทางการในวันที่ 29 มีนาคม 2019

ผลต่อเศรษฐกิจสหราชอาณาจักร: ภาคการเงินได้รับผลกระทบมากที่สุดจาก Brexit ซึ่งเป็นภาคที่สำคัญของสหราชอาณาจักร ในปี 2017 ภาคการเงินมีสัดส่วนสูงถึง 6.5% ของ GDP โดยมีแรงงานอยู่ในภาคการเงิน 1.1 ล้านคน หรือคิดเป็น 3.2% ของแรงงานทั้งหมด และเสียภาษีให้รัฐบาลมูลค่ารวม 7.2 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือ 11% ของรายรับของรัฐบาล ซึ่งหากสหราชอาณาจักรออกจาก EU โดยไม่มีข้อตกลงใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับภาคการเงินย่อมส่งผลให้ภาคการเงินของสหราชอาณาจักรโดยเฉพาะภาคธนาคารเข้าถึงตลาด EU ได้ยากขึ้น และมีแนวโน้มที่ธุรกิจการเงินส่วนใหญ่จะย้ายสำนักงานออกจากสหราชอาณาจักรไปยังประเทศในสหภาพยุโรป ซึ่งไม่เพียงแต่สูญเสียตำแหน่งงานในภาคการเงินจำนวนมาก แต่ยังกระทบต่อฐานะการคลังของรัฐบาลสหราชอาณาจักรอ่อนแอลงอีกด้วย

ผลต่อเศรษฐกิจไทย: อีไอซีมองว่าผลกระทบของ No deal Brexit ต่อไทยสามารถส่งผ่านมาได้ 3 ช่องทาง คือ

1) ผลกระทบต่อการส่งออก No deal Brexit มีแนวโน้มส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจภายในของสหราชอาณาจักร ทำให้ความต้องการสินค้าภายในประเทศชะลอตัวและกดดันให้การส่งออกไทยไปสหราชอาณาจักรมีแนวโน้มชะลอตัวลง โดยสินค้าส่งออกหลักไทยที่ไปยังสหราชอาณาจักร คือ รถยนต์และส่วนประกอบ และเนื้อไก่แปรรูป อย่างไรก็ตาม การส่งออกสินค้าไทยไปสหราชอาณาจักรมีสัดส่วนราว 1.5% ของการส่งออกไทยทั้งหมด ไทยจึงได้รับผลกระทบต่อการส่งออกสินค้าจำกัด นอกจากนี้ ในปัจจุบันการเจรจาข้อตกลงทางการค้าระหว่างไทยกับสหภาพยุโรปยังเจรจาไม่สิ้นสุด ทำให้การค้าของไทยกับสหราชอาณาจักรไม่มีความแตกต่างระหว่างก่อนหรือหลัง Brexit แต่อย่างใด ในทางกลับกัน No deal Brexit กลับทำให้ไทยมีโอกาสทำข้อตกลงทางการค้า (FTA) กับสหราชอาณาจักรได้โดยตรง ซึ่งสามารถต่อรองข้อตกลงต่างๆ เพิ่มเติมแบบทวิภาคี อาทิ ลดความเข้มงวดของมาตรการด้านสุขอนามัยสินค้าอาหาร ซึ่งเป็นอุปสรรคต่อการส่งออกอาหารไทยไปสหราชอาณาจักร

2) ผลกระทบต่อการท่องเที่ยว เนื่องจากนักท่องเที่ยวจากสหราชอาณาจักร เป็นกลุ่มนักท่องเที่ยวที่มีการใช้จ่ายด้านการท่องเที่ยวต่อคนสูงเป็นอันดับต้นๆ ราว 77,600 บาทต่อคนต่อทริป หากสหราชอาณาจักรออกจากสหภาพยุโรปแบบไม่มีข้อตกลงย่อมส่งผลกระทบต่อตลาดเงินให้ค่าเงินปอนด์อ่อนค่า ซึ่งอาจมีแนวโน้มกลับไปอ่อนค่าเหมือนช่วงหลังการลงประชามติที่ค่าเงินปอนด์อ่อนค่าถึง 10% เทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ จนส่งผลกระทบต่อกำลังซื้อของคนอังกฤษ และอาจเป็นสาเหตุให้นักท่องเที่ยวสหราชอาณาจักรมาไทยมีแนวโน้มชะลอตัวลงได้ อย่างไรก็ตาม สัดส่วนรายได้จากนักท่องเที่ยวสหราชอาณาจักรมีสัดส่วนเพียง 2.1% ของรายได้จากการท่องเที่ยวทั้งหมด ภาคการท่องเที่ยวไทยจึงได้รับผลกระทบค่อนข้างจำกัด

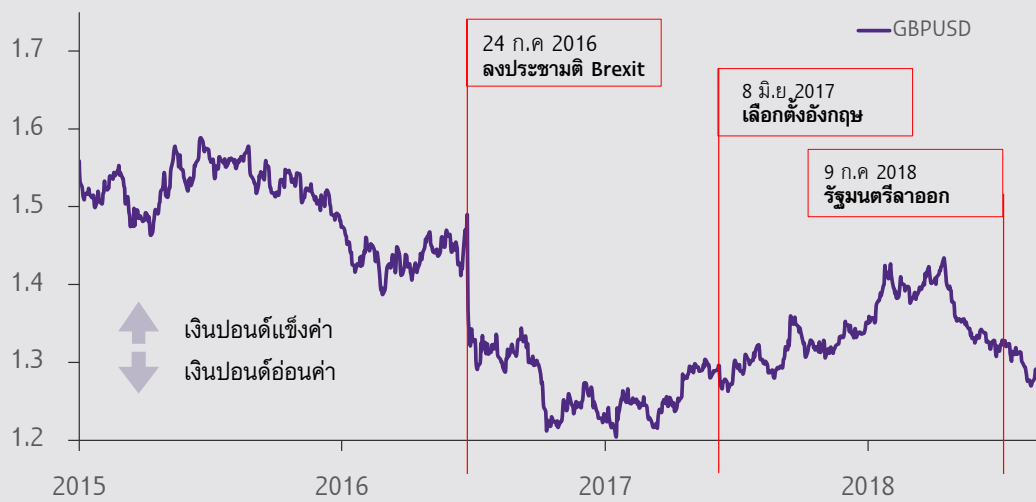
3) ผลกระทบต่อการลงทุนทางตรง หลังเหตุการณ์ Brexit ทำให้ธุรกิจในสหราชอาณาจักรให้ความสำคัญกับตลาดใหม่ๆ รวมถึงประเทศไทยมากขึ้น หากไทยเปิดทางให้นักลงทุนต่างชาติเข้ามาทำธุรกิจได้ง่ายขึ้น อาทิ ขยายการถือครองที่ดินเพิ่มขึ้นจากเดิมที่กฎหมายกำหนดไว้เพียง 30 ปี และลดขั้นตอนการขอวีซ่าและใบอนุญาตทำงาน อาจเป็นโอกาสของไทยที่จะได้รับเงินลงทุนทางตรงจากสหราชอาณาจักรมากขึ้น โดยเฉพาะกลุ่มภาคบริการ ซึ่งสหราชอาณาจักรให้ความสำคัญของกลุ่มธุรกิจ 4 กลุ่มหลักที่มีโอกาสขยายการลงทุนมาในไทย เนื่องจากเป็นธุรกิจที่ผู้ประกอบการไทยมีความต้องการ อาทิ ธุรกิจด้านการศึกษา ธุรกิจด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ เทคโนโลยีด้านการบินและอากาศยาน และเทคโนโลยีด้านการบริการทางการแพทย์ ซึ่งปัจจุบันการลงทุนทางตรงจากสหราชอาณาจักรมาไทยมีสัดส่วน 3.5% ของการลงทุนทางตรงทั้งหมด

สหราชอาณาจักรจะต้องรีบสรุปข้อตกลงกับสหภาพยุโรปให้เร็วที่สุดก่อนจะออกจากสหภาพยุโรปอย่างเป็นทางการ เนื่องจากเหลือเวลาอีกไม่มากนัก ซึ่งผลการเจรจาที่จะออกมาย่อมมีผลกระทบต่อเศรษฐกิจกับสองฝ่ายทั้งสหราชอาณาจักรและประเทศในสหภาพยุโรปไม่มากนักน้อย แต่ไม่ว่าผลจะออกมาเป็นอย่างไร ผลกระทบต่อไทยยังคงจำกัด ทั้งด้านการส่งออกและการท่องเที่ยว นอกจากนี้ เป็นโอกาสที่ทำให้สหราชอาณาจักรหันมาสนใจทำการค้าการลงทุนกับไทยมากขึ้น ไทยจึงควรมอง No deal Brexit นี้ให้เป็นโอกาสที่จะช่วยสนับสนุนความร่วมมือทางการค้าการลงทุนระหว่างไทยกับสหราชอาณาจักรในระยะต่อไป

รูปที่ 3: เหตุการณ์ Brexit กระตุ้นให้ค่าเงินปอนด์อ่อนค่า สะท้อนความไม่เชื่อมั่นของนักลงทุน

ค่าเงินปอนด์เทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ

หน่วย: ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อปอนด์



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เงินเฟ้อฟื้นตัวช้า พร้อมจับตาความเสี่ยงจากสงครามการค้าสหรัฐฯ

เศรษฐกิจญี่ปุ่นขยายตัว 3%QOQ SAAR หรือ 1.3%YOY ในไตรมาส 2 ปี 2018 นำโดยการส่งออกและการลงทุนภาคเอกชนในส่วนที่ไม่ใช่ที่อยู่อาศัย ซึ่งเติบโต 5%YOY และ 6.4%YOY ตามลำดับ การบริโภคภาคครัวเรือน ซึ่งเป็นตัวแปรสำคัญต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นยังคงขยายตัวในระดับต่ำที่ 0.1%YOY เนื่องจากรายได้ครัวเรือนถูกกดดันจากราคาสินค้าอุปโภคบริโภคที่ปรับตัวขึ้น โดยเฉพาะราคาพลังงานและอาหารสด นอกจากนี้ อัตราเงินเฟ้อยังฟื้นตัวช้ากว่าคาดการณ์ โดยในเดือนสิงหาคม 2018 อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานอยู่ที่ระดับ 0.9%YOY สำหรับปี 2018 อีโคโนมิคส์คาดว่าเศรษฐกิจญี่ปุ่นจะขยายตัว 1.2%YOY ชะลอลงจากปีก่อน เนื่องจากเศรษฐกิจในไตรมาส 3 โดยเฉพาะการบริโภคภาคครัวเรือนและการท่องเที่ยวได้รับผลกระทบจากภัยพิบัติทางธรรมชาติทั้งพายุและแผ่นดินไหวที่ค่อนข้างรุนแรง

เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มเติบโตลดลงอยู่ที่ระดับ 1%YOY ในปี 2019 เนื่องจากการบริโภคภาคครัวเรือนมีแนวโน้มเติบโตในอัตราที่ชะลอลงจากรายได้หลังหักภาษีที่มีแนวโน้มลดลงบวกกับค่าจ้างแรงงานที่ไม่มีแนวโน้มปรับสูงขึ้นทั้งยังเริ่มชะลอลงในช่วงปีข้างหน้า อีกทั้งแม้การปรับขึ้นภาษีบริโภคจาก 8% เป็น 10% ในเดือนตุลาคม 2019 อาจกระตุ้นให้การบริโภคภาคครัวเรือนเร่งตัวในช่วงไตรมาส 3 ของปี แต่ในการขึ้นภาษีครั้งสุดท้ายแสดงถึงการหดตัวของภาคการบริโภคที่ลดลงหลังจากนั้น อย่างไรก็ตาม ภาคการส่งออกญี่ปุ่นในปีหน้าจะยังได้ผลบวกจากข้อตกลงการค้า CPTPP และความตกลงหุ้นส่วนเศรษฐกิจระหว่างญี่ปุ่นและสหภาพยุโรป (Japan-EU EPA) ซึ่งคาดว่าจะมีผลบังคับใช้ในช่วงต้นปี 2019 ภายใต้ Japan-EU EPA ญี่ปุ่นจะได้รับประโยชน์จากการลดภาษีสินค้ากว่า 99% ที่ส่งออกไปยังสหภาพยุโรป รวมถึงส่วนประกอบรถยนต์ซึ่งเป็นสินค้าส่งออกหลัก โดยมูลค่าส่งออกไปยังสหภาพยุโรปคิดเป็นสัดส่วน 11% ของการส่งออกญี่ปุ่นทั้งหมดในปี 2017

ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BOJ) ปรับนโยบายการเงินเป็นครั้งแรกในรอบเกือบ 2 ปี โดยเพิ่มความยืดหยุ่นของนโยบายเพื่อรองรับความเสี่ยงในอนาคต BOJ มีมติคงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ระดับ -0.1% แต่ขยายกรอบการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยระยะยาวซึ่งปัจจุบันคงค่ากลางไว้ที่ระดับใกล้เคียง 0% (อ่านเพิ่มเติมที่ Box: BOJ ปรับนโยบายรอบใหม่ มีอะไรเปลี่ยนแปลงบ้าง?)

จับตาความเสี่ยงจากนโยบายกีดกันการค้าของสหรัฐฯ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อ การส่งออกญี่ปุ่น สหรัฐฯ ยังอยู่ระหว่างการเจรจากับญี่ปุ่นและสอบสวนเพื่อพิจารณาเก็บภาษีนำเข้า 25% จากรถยนต์และชิ้นส่วนนำเข้า ซึ่งหากมีการเรียกเก็บภาษีจริง อุตสาหกรรมยานยนต์ญี่ปุ่นจะได้รับผลกระทบอย่างมาก เพราะส่งออกไปยังสหรัฐฯ มากเป็นอันดับหนึ่ง มีมูลค่าคิดเป็นสัดส่วน 35% ของการส่งออกรถยนต์และชิ้นส่วนจากญี่ปุ่นในปี 2017

นัยต่อเศรษฐกิจไทย

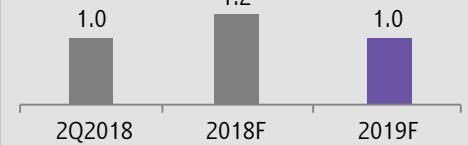
- เงินเยนอ่อนค่าลง 0.8%YTD เทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ณ วันที่ 28 กันยายน 2018 ในระยะต่อไป เงินเยนมีทิศทางอ่อนค่าลงเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ เนื่องจากเศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มเติบโตชะลอลง และ BOJ ยังมีมติคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระดับต่ำต่อไปในระยะข้างหน้า ซึ่งสวนทางกับการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed ทำให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยของทั้งสองประเทศยิ่งสูงขึ้น
- การส่งออกไทยไปญี่ปุ่นขยายตัว 17%YOY ในช่วง 8 เดือนแรกของปี 2018 ตามการขยายตัวของผลผลิตภาคอุตสาหกรรมและการส่งออกญี่ปุ่น โดยสินค้าส่งออกหลักจากไทย ได้แก่ รถยนต์และส่วนประกอบ ไม้แปรรูป และ เม็ดพลาสติก อย่างไรก็ตาม การส่งออกไทยไปญี่ปุ่นมีแนวโน้มเติบโตชะลอลงในช่วงที่เหลือของปี และต่อเนื่องไปจนถึงปี 2019 ตามทิศทางเศรษฐกิจญี่ปุ่นที่คาดว่าจะขยายตัวลดลง
- ในช่วงครึ่งแรกของปี 2018 การลงทุนทางตรงจากญี่ปุ่นมาไทยเพิ่มขึ้น 17.7%YTD ความเชื่อมั่นของนักธุรกิจญี่ปุ่นต่อเศรษฐกิจไทยยังดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยในเดือนกรกฎาคม 2018 องค์การส่งเสริมการค้าต่างประเทศของญี่ปุ่น (JETRO) รายงานว่าดัชนีความเชื่อมั่นของนักธุรกิจญี่ปุ่นต่อเศรษฐกิจไทยในครึ่งหลังของปี 2018 อยู่ในระดับสูงสุดในรอบหลายปี สะท้อนว่าการลงทุนจากญี่ปุ่นจะยังมีแนวโน้มขยายตัวต่อไปในปีข้างหน้า



เศรษฐกิจญี่ปุ่น

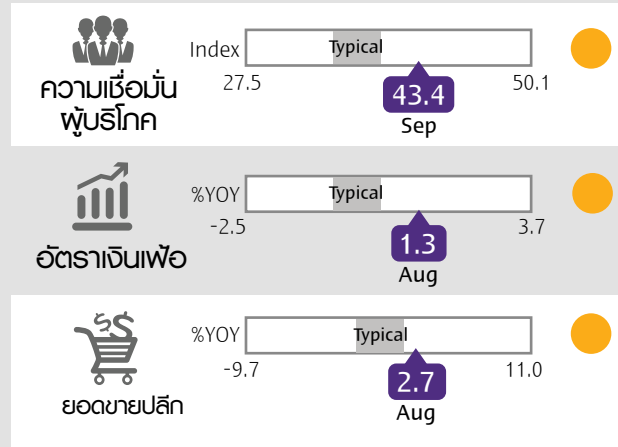
เงินเฟ้อฟื้นตัวช้า
พร้อมจับตาความเสี่ยงจาก
สงครามการค้าสหรัฐฯ

คาดการณ์ GDP (%YOY)



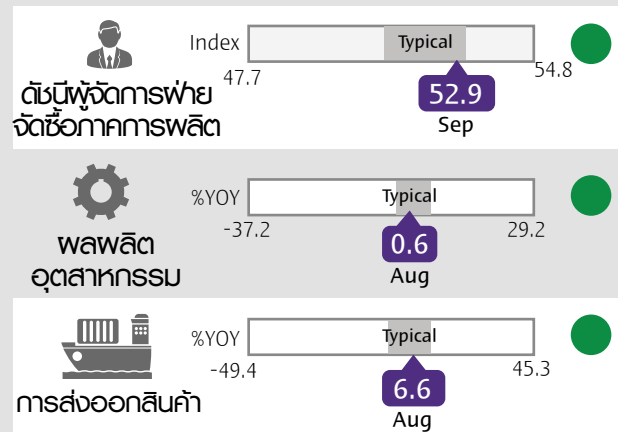
ภาคครัวเรือน

อัตราเงินเฟ้อยังขยายตัวต่ำกว่าคาดการณ์



ภาคธุรกิจ

ภาคอุตสาหกรรมขยายตัวตามการส่งออก



ความสัมพันธ์กับไทย



นโยบายการเงินการคลัง

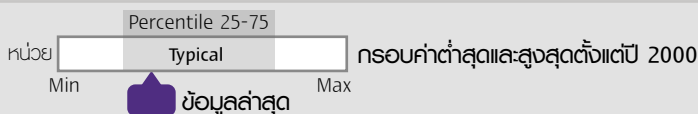
เพิ่มความยืดหยุ่นของนโยบายการเงิน
แต่ยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระดับต่ำ

ภาครัฐกำลังพิจารณามาตรการเพื่อลดผลกระทบจากการขึ้นภาษีบริโภคในปี 2019

ประเด็นที่ต้องจับตา

นโยบายของสหรัฐฯ ที่จะเรียกเก็บภาษีรถยนต์และชิ้นส่วนนำเข้า

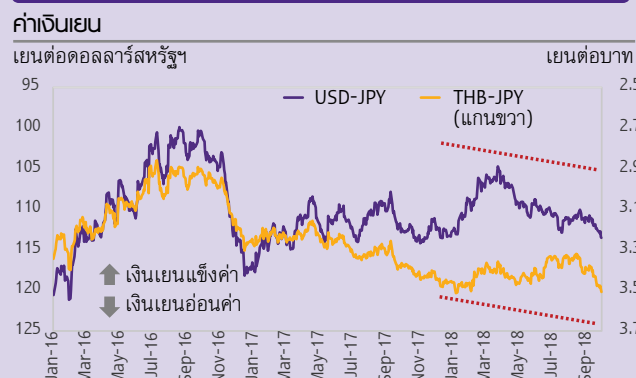
การปรับขึ้นภาษีการบริโภคจาก 8% เป็น 10% ในเดือนตุลาคม 2019



ทิศทางในช่วงที่เหลือนของปี

● ดีขึ้น ● ทรงตัว ● แย่ลง

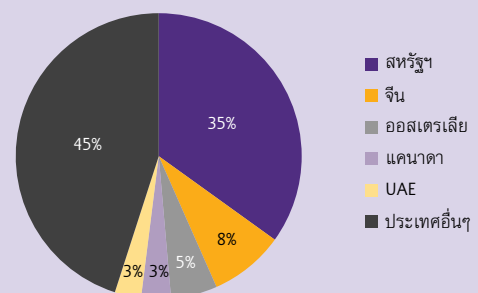
เงินเยนมีทิศทางอ่อนค่าหลัง BOJ คงอัตราดอกเบี้ย



การส่งออกยานยนต์เสี่ยงกระทบจากการเก็บภาษีของสหรัฐฯ

สัดส่วนการส่งออกรถยนต์และส่วนประกอบจากญี่ปุ่น รายประเทศ ปี 2017

% ของมูลค่าส่งออกญี่ปุ่นทั้งหมดในหมวดรถยนต์และส่วนประกอบ



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC ณ ตุลาคม 2018 จากข้อมูลของ Bloomberg และ Trademap



BOX

BOJ ปรับนโยบายรอบใหม่ มีอะไรเปลี่ยนไปบ้าง?

ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BOJ) ปรับนโยบายการเงินเป็นครั้งแรกในรอบ 2 ปี ในการประชุมเมื่อเดือนกรกฎาคม 2018 ทำให้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายที่ญี่ปุ่นใช้มาอย่างยาวนานมีความยืดหยุ่นได้มากขึ้น โดย BOJ ยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายระยะสั้นไว้ที่ -0.1% และอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นอายุ 10 ปีไว้ที่ระดับใกล้เคียง 0% แต่ปรับแนวทางการดำเนินนโยบายการเงินเล็กน้อยใน 2 ประเด็นหลัก คือ

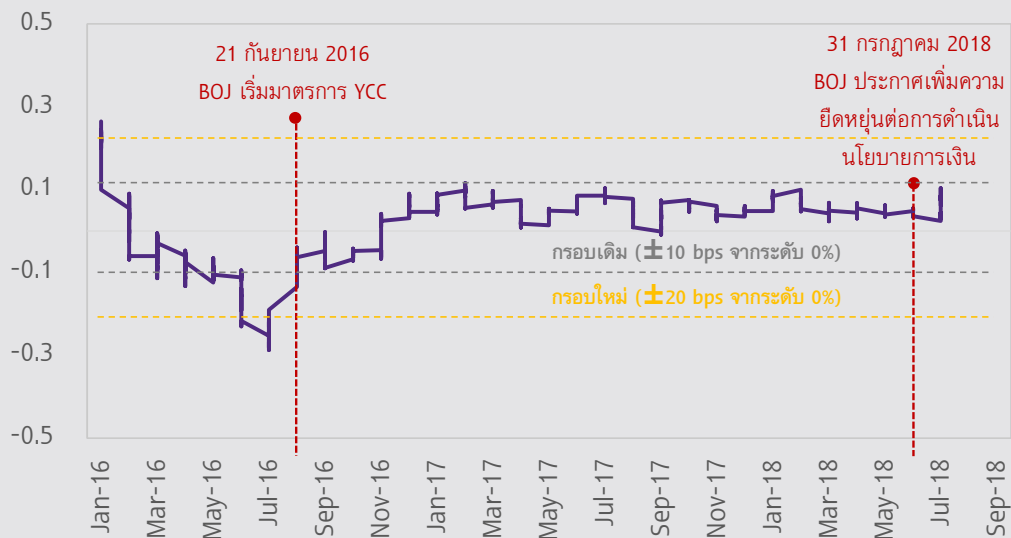
1) ขยายกรอบการเคลื่อนไหวอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ซึ่งเป็นมาตรวัดอัตราดอกเบี้ยระยะยาว ให้สามารถเคลื่อนไหวได้กว้างขึ้น จากเดิมในช่วง -0.1% ถึง 0.1% มาเป็น -0.2% ถึง 0.2% ซึ่งหากอัตราดอกเบี้ยมีการเคลื่อนไหวเกินกว่ากรอบที่กำหนด BOJ จะสามารถเข้าแทรกแซงตลาดผ่านการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลได้ภายใต้วงเงินเท่าเดิมที่ 80 ล้านล้านเยนต่อปี (รูปที่ 4)

การขยายกรอบนโยบายในครั้งนี้ทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวสามารถปรับตัวขึ้นลงได้มากขึ้นตามพื้นฐานทางเศรษฐกิจและสถานการณ์ในตลาดเงิน หมายความว่าอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีหรือมากกว่า 10 ปีจะมีโอกาสปรับตัวได้สูงขึ้น ซึ่งตรงนี้จะส่งผลดีกับภาคการเงินของญี่ปุ่นที่ผลกำไรโดนกระทบจากภาวะดอกเบี้ยต่ำมาเป็นเวลานาน โดยเฉพาะธุรกิจธนาคาร ประกันชีวิต และกองทุนบำเหน็จบำนาญ

รูปที่ 4: BOJ ขยายกรอบการเคลื่อนไหวดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นอายุ 10 ปี ให้กว้างขึ้น

อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นอายุ 10 ปี

หน่วย: %



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg



2) ปรับสัดส่วนการเข้าซื้อ ETF โดย BOJ จะเข้าซื้อกองทุนหุ้น (Exchange Trade Fund: ETF) ที่เกี่ยวข้องกับดัชนี TOPIX (Tokyo Stock Price Index) มากขึ้น และลดการเข้าซื้อกองทุนหุ้นที่เกี่ยวข้องกับดัชนี Nikkei 225 ด้วยวงเงินการเข้าซื้อ ETF เท่าเดิมที่ 6 ล้านล้านเยนต่อปี การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการซื้อ ETF ในรอบนี้มีนัยว่า BOJ ต้องการทยอยลดการแทรกแซงซึ่งถือเป็นการบิดเบือนกลไกตลาดในทางอ้อม ถ้าเทียบกันแล้ว หุ้นตัวใหญ่ๆ ใน TOPIX มีสภาพคล่องสูงกว่าใน Nikkei 225 ดังนั้น การเข้าซื้อกองทุนหุ้น TOPIX โดย BOJ จึงไม่ได้ทำให้เกิดการบิดเบือนราคาหลักทรัพย์มากเท่ากับกองทุนหุ้นใน Nikkei 225

นอกจากปรับนโยบายการเงินแล้ว BOJ ยังประกาศสัญญาณชี้นำล่วงหน้า (Forward Guidance) ว่าจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระดับต่ำต่อไป พร้อมทั้งปรับลดคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อในช่วง 3 ปีข้างหน้า BOJ ได้ปรับคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในปีงบประมาณ 2018 ลงจาก 1.3% เป็น 1% สำหรับปี 2019 จาก 1.8% เป็น 1.5% และสำหรับปีงบประมาณ 2020 จาก 1.8% เป็น 1.6% ซึ่งยังต่ำกว่าระดับอัตราเงินเฟ้อเป้าหมายที่ 2% หมายความว่า BOJ ยังจำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นต่อไปเพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวของเงินเฟ้อ

ทำไม BOJ ถึงเลือกปรับนโยบายในครั้งนี้?

BOJ ตัดสินใจปรับนโยบายเพราะต้องการทำให้นโยบายการเงินมีความยั่งยืนมากขึ้น ถึงแม้ BOJ จะยังคงทิศทางนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นเหมือนเดิม แต่ก็ลดการเข้าแทรกแซงตลาดเงิน และในขณะเดียวกันก็สร้าง policy space เพื่อรองรับความเสี่ยง ในกรณีที่เศรษฐกิจชะลอตัวแล้วต้องการมาตรการกระตุ้นทางการเงินจากธนาคารกลาง หนึ่งความเสี่ยงของญี่ปุ่นในระยะข้างหน้าคือการปรับขึ้นภาษีการบริโภคจาก 8% เป็น 10% ในเดือนตุลาคมปี 2019 ซึ่งอาจทำให้การบริโภคครัวเรือนซบเซา และส่งผลลบต่อการเติบโตของเศรษฐกิจญี่ปุ่นที่มีการบริโภคภาคเอกชนคิดเป็นสัดส่วนสูงถึง 2 ใน 3 ของ GDP จากตัวอย่างที่ผ่านมา การปรับขึ้นภาษีการบริโภคครั้งล่าสุดในปี 2014 จุดให้การบริโภคตกต่ำอย่างรุนแรง เช่นเดียวกับตัวเลขการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ลดลงจาก 2% ในปี 2013 เหลือ 0.34% ในปี 2014 ดังนั้น BOJ จึงต้องการทางเลือกสำหรับการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมหากเศรษฐกิจกลับมาหดตัว

การปรับนโยบายในครั้งนี้ยังถือเป็นทางออกของ BOJ เนื่องจากนักลงทุนต่างเริ่มคาดการณ์ถึงการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินญี่ปุ่น ท่ามกลางกระแสการเปลี่ยนทิศทางดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางใหญ่ๆ อย่างสหรัฐฯ ที่ทยอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และธนาคารกลางยุโรปที่เริ่มลดมาตรการผ่อนคลายทางการเงิน การที่ BOJ ยังคงยืนยนนโยบายการเงินแบบเดิมซึ่งสวนทางกับธนาคารกลางใหญ่ๆ ในโลก จึงกลายเป็นประเด็นอ่อนไหวสำหรับนักลงทุน ทำให้ตลาดเงินเกิดความผันผวนทุกครั้งที่มีการคาดการณ์ว่า BOJ อาจมีการเปลี่ยนแปลงนโยบาย ซึ่งสำหรับกรณีนี้ BOJ แก้ปัญหาโดยประกาศว่าจะยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายระดับต่ำต่อไปในระยะข้างหน้า รวมทั้งปรับลดคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อจนถึงปีงบประมาณ 2020 ส่งผลสัญญาณว่า BOJ จะยังคงนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายต่อไปอย่างน้อยจนถึงปี 2021

การปรับนโยบายของ BOJ ส่งผลอะไรกับไทยบ้าง?

โดยรวมแล้ว การปรับนโยบายของ BOJ ไม่ได้ส่งผลทางตรงกับไทย แต่อาจมีผลกระทบทางอ้อมผ่านการอ่อนค่าของเงินเยน การที่ BOJ ตัดสินใจคงดอกเบี้ยนโยบายในระดับต่ำนั้นสวนทางกับนโยบายการเงินของสหรัฐฯ ที่เตรียมปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 1 ครั้งในปีนี้ และยังสวนทางกับธนาคารแห่งประเทศไทยที่คาดว่าจะเริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปี 2019 ทำให้เงินเยนมีทิศทางอ่อนค่าลง และอาจส่งผลลบต่อจำนวนนักท่องเที่ยวญี่ปุ่น รวมถึงชาวญี่ปุ่นที่เข้ามาอาศัยในไทยแบบระยะยาว (long stay) โดย ณ วันที่ 31 กรกฎาคม เงินเยนอ่อนค่าลง 0.7%YTD และที่ระดับ 111.86 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ และอ่อนค่าลง 1%YTD และที่ระดับ 3.37 เยนต่อบาทไทย อย่างไรก็ตาม เงินเยนยังถูกมองว่าเป็นสกุลเงินปลอดภัย (safe haven) สำหรับนักลงทุน เงินเยนจึงอาจพลิกกลับมาแข็งค่าขึ้นได้ หากเกิดสถานการณ์ความไม่แน่นอนขึ้นในเศรษฐกิจโลก ซึ่งจะส่งผลให้ตลาดการเงินเกิดภาวะปิดรับความเสี่ยง (risk off) ไม่ว่าจะเป็นสงครามการค้า ท่าทีของเกาหลีเหนือ หรือแม้กระทั่งความกังวลในวิกฤตค่าเงินกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ เป็นต้น

เศรษฐกิจจีน

ส่งสัญญาณชะลอตัวจากการปรับโครงสร้างภายในและสงครามการค้า

เศรษฐกิจจีนครึ่งแรกของปี 2018 ขยายตัว 6.8%YOY แต่มีแนวโน้มชะลอตัวในครึ่งปีหลัง นโยบายปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจภายในประเทศประกอบกับมาตรการควบคุมธนาคารและการจำกัดการก่อหนี้ที่ดำเนินมาอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ตัวเลขสำคัญทางเศรษฐกิจชะลอตัวลง โดยใน 7 เดือนแรก การลงทุนและภาคการผลิตขยายตัวต่ำที่ 5.5%YOY และ 6.6%YOY ตามลำดับ เช่นเดียวกับการบริโภคภายในซึ่งยอดค้าปลีกเพิ่มขึ้นเพียง 8.8%YOY ลดลงจากค่าเฉลี่ยในช่วง 10 ปีก่อนที่โตเกิน 10%YOY อย่างไรก็ตาม การส่งออกยังคงโตได้ดีที่ 13.3%YOY จากการเร่งส่งออกไปยังสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้นถึง 13.8%YOY ก่อนมาตรการภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ มีผลบังคับใช้

อีไอซีคงประมาณการการเติบโตของเศรษฐกิจจีนที่ 6.6% ในปี 2018 และชะลอตัวเล็กน้อยที่ 6.4% ในปี 2019 ขับเคลื่อนโดยการพัฒนาอุตสาหกรรมแห่งอนาคตภายใต้ นโยบาย Made in China 2025 โดยในครึ่งแรกของปี 2018 การผลิตรถยนต์ไฟฟ้าโต 88%YOY การผลิตหุ่นยนต์อุตสาหกรรมขยายตัว 24%YOY และยอดค้าปลีกออนไลน์เพิ่มขึ้น 30%YOY นอกจากนี้ รัฐบาลยังคงออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง เช่น การลดภาษีธุรกิจที่ลงทุนในการวิจัยและพัฒนาและการส่งเสริมการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาลท้องถิ่นมูลค่าราว 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

นโยบายการเงินจีนเริ่มผ่อนคลายมากขึ้นเพื่อรักษาระดับการเติบโตของเศรษฐกิจและเสถียรภาพภาคการเงิน การเพิ่มสภาพคล่องในภาคธนาคารโดยมุ่งเน้นส่งเสริมการปล่อยกู้ให้แก่ SME สะท้อนทิศทางนโยบายการเงินของ PBOC ที่ผ่อนคลายขึ้นเพื่อรับมือเศรษฐกิจภายในที่เริ่มชะลอตัวและผลกระทบจากสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ขณะเดียวกัน PBOC ยังคงคุมเข้มการขยายตัวของสินเชื่อสำหรับรัฐวิสาหกิจและธนาคารเงา นอกจากนี้ PBOC ยังประกาศให้ธนาคารพาณิชย์ตั้งถิ่นฐานสำรองเพิ่มขึ้นเป็น 20% สำหรับการซื้อขายเงินตราต่างประเทศและนำ Counter-Cyclical Factor⁶ กลับมาใช้อีกครั้ง เพื่อพยุงค่าเงินหยวนและชะลอภาวะเงินทุนไหลออก

สงครามการค้าสหรัฐฯ – จีนที่ทวีความรุนแรงขึ้นเริ่มส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจและภาคการเงินจีน ภายหลังสหรัฐฯ ประกาศเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจากจีน 10% มูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในวันที่ 24 กันยายน 2018 จีนประกาศตอบโต้ทันทีด้วยมาตรการภาษีนำเข้า 5-10% สินค้าสหรัฐฯ มูลค่า 6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ 5,207 รายการ ได้แก่ สินค้าเกษตร ยานยนต์ และพลังงาน ทั้งนี้ รายการสินค้าที่มีสัดส่วนการนำเข้าจากสหรัฐฯ น้อยจะถูกเก็บภาษีในอัตราที่สูงกว่าสินค้าที่มีสัดส่วนการนำเข้าจากสหรัฐฯ สูง การยกระดับความรุนแรงของสงครามการค้าสหรัฐฯ-จีนทำให้ภาคการผลิตและส่งออกในจีนมีแนวโน้มชะลอตัว โดยเฉพาะสินค้าเทคโนโลยีขึ้นสูงตามนโยบาย Made in China 2025 ที่สหรัฐฯ มุ่งเป้าโจมตี ทั้งยังเป็นแรงกดดันให้เงินหยวนอ่อนค่าต่อเนื่องและอาจกระทบความเชื่อมั่นและการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะต่อไป

นัยต่อเศรษฐกิจไทย

- เงินหยวนอ่อนค่า 6%YTD ต่อเนื่องในครึ่งหลังของปี 2018 โดยมีมูลค่า 6.9 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ณ วันที่ 28 กันยายน 2018 จากเศรษฐกิจภายในประเทศที่เริ่มชะลอตัวลง ประกอบกับการตอบโต้มาตรการกีดกันทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน อีไอซีคาดว่าหยวนอาจแตะมูลค่า 7 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นปี 2018 หากสงครามการค้าสหรัฐฯ-จีนทวีความรุนแรงขึ้น
- การส่งออกของไทยไปจีนใน 8 เดือนแรกของปี 2018 ขยายตัว 6.25%YOY นำโดยหมวดสินค้าเม็ดพลาสติก เคมีภัณฑ์ คอมพิวเตอร์และอุปกรณ์และแผงวงจรไฟฟ้า ผลไม้ และยางและผลิตภัณฑ์ ยาง ขณะที่การนำเข้าสินค้าจากจีนเพิ่มสูงถึง 14.82%YOY นำโดยสินค้าหมวดเครื่องจักรกลและเครื่องจักรไฟฟ้า เคมีภัณฑ์ คอมพิวเตอร์และอุปกรณ์ ทั้งนี้ สินค้าไทยในห่วงโซ่อุปทานจีนในหมวดยางและผลิตภัณฑ์ยาง เม็ดพลาสติก และไม่มีแนวโน้มได้รับผลกระทบในระยะต่อไป
- การลงทุนโดยตรงจากจีนในไทยในครึ่งแรกของปี 2018 เพิ่มขึ้นถึง 17.3%YTD จากการลงทุนในอุตสาหกรรมการผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ การซ่อมบำรุงยานยนต์ และอสังหาริมทรัพย์ ผลกระทบจากสงครามการค้าสหรัฐฯ-จีน อาจทำให้จีนย้ายฐานการผลิตมาที่ไทยมากขึ้น โดยเฉพาะในอุตสาหกรรมการผลิตสินค้าในหมวด E&E ที่โดนสหรัฐฯ พุ่งเป้าโจมตี

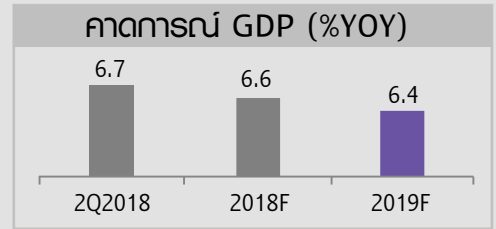
(อ่านเพิ่มเติมที่ Flash: สงครามการค้าระอุ สหรัฐฯ เก็บภาษีนำเข้าจีนเพิ่ม 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)

30 ⁶ คือหนึ่งใน 3 ปัจจัยการกำหนดค่ากลางเงินหยวนรายวัน (CNY fixing) โดยอีก 2 ปัจจัยได้แก่ ราคาปิด CNY/USD ในวันก่อนหน้า และการเคลื่อนไหวดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ (DXY) ซ้ำกัน ซึ่ง Counter Cyclical Factor ที่ทางการจีนไม่เปิดเผยสูตรการคำนวณจะทำงานในทิศทางตรงกันข้ามกับอีก 2 ปัจจัย เพื่อลดการแกว่งทิศทางค่าเงินหยวนทางเดียว



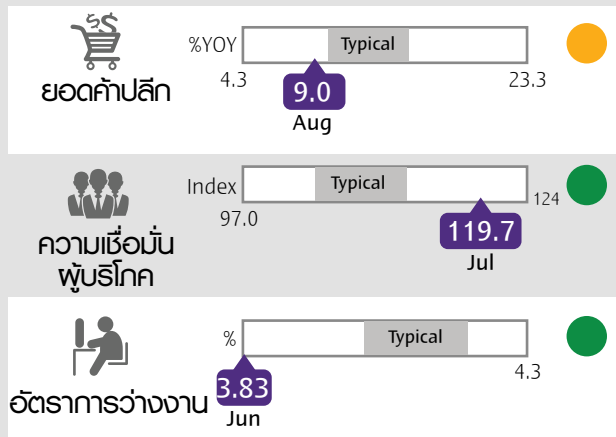
เศรษฐกิจจีน

ส่งสัญญาณชะลอตัว
จากการปรับโครงสร้างภายใน
และสงครามการค้า



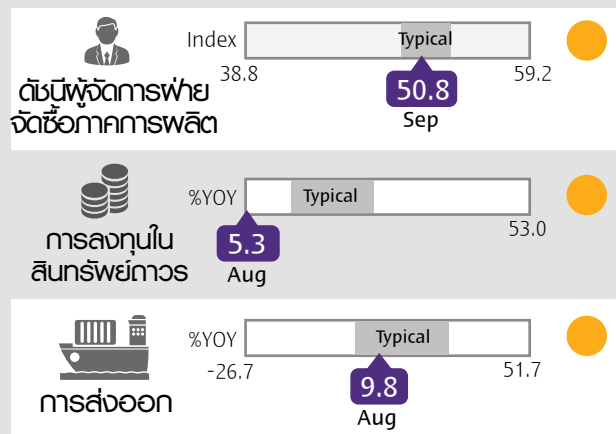
ภาคครัวเรือน

การบริโภคครัวเรือนชะลอตัวลง



ภาคธุรกิจ

การผลิตและการลงทุนขยายตัวต่ำ



ความสัมพันธ์กับไทย

นักท่องเที่ยวเข้าไทย

+0.5%YOY (Jun-Aug18)

FDI

+17.3%YTD (2Q2018)

Export

+5.6%YOY (Jun-Aug18)

Import

+12.0%YOY (Jun-Aug18)

นโยบายการเงินการคลัง



ส่งเสริมการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาลท้องถิ่น



การเพิ่มสภาพคล่องในภาคธนาคารเน้นปล่อยกู้ SMEs

ประเด็นที่ต้องจับตา



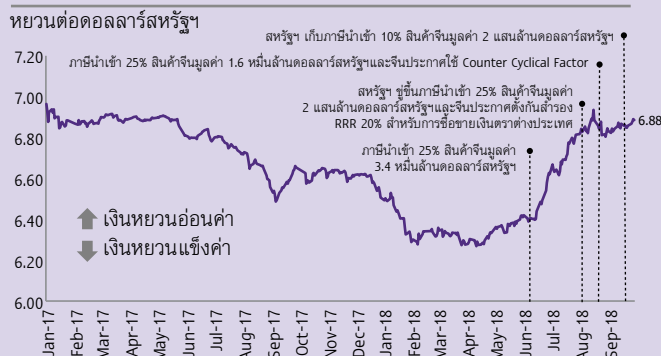
การปรับโครงสร้างภายในประเทศและการควบคุมการก่อหนี้



เงินหยวนอ่อนค่าจากสงครามการค้ากับสหรัฐฯ และความเชื่อมั่นนักลงทุน

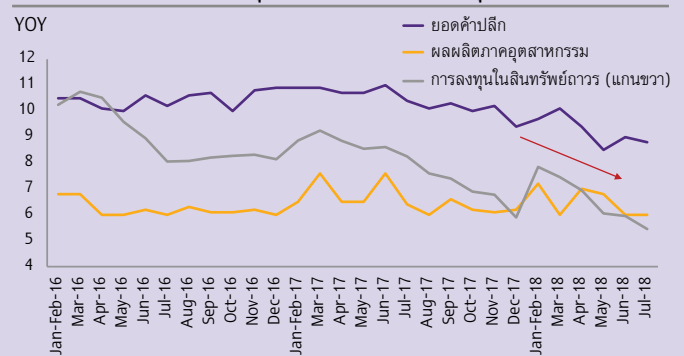
เงินหยวนอ่อนค่าต่อหลังสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ไร้แววยุติ

ค่าเงินหยวน



ตัวเลขสำคัญทางเศรษฐกิจเริ่มชะลอตัว

ยอดค้าปลีก ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม และการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC ณ กรกฎาคม 2018 จากข้อมูลของ Bloomberg และ CEIC

มุมมองเศรษฐกิจโลกภูมิภาคหลัก ปี 2019



เศรษฐกิจสหรัฐฯ

อีไอซีมองว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะยังคงมีการเติบโตโดดเด่นจากการบริโภคภาคเอกชนซึ่งได้แรงส่งจากตลาดแรงงานที่ยังมีแนวโน้มแข็งแกร่ง ค่าแรงฟื้นตัวต่อเนื่องและอัตราการว่างงานที่มีแนวโน้มลดลงต่ำเป็นประวัติการณ์ ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อเข้ารอบ 2% ตามประมาณการของ Fed และยังได้อานิสงส์ช่วงปลายของมาตรการลดภาษีที่ยังส่งผลบวกต่อการลงทุนของภาคธุรกิจและการใช้จ่ายภาครัฐเร็วขึ้น แม้จะเริ่มส่งผลน้อยลงเมื่อเทียบกับปี 2018 ก็ตาม ด้านคณะรัฐบาลของประธานาธิบดีทรัมป์หลังการเลือกตั้งกลางเทอมจะยังคงเดินหน้าการทำงานนโยบายเพื่อเน้นผลประโยชน์ของสหรัฐฯ เป็นหลักต่อเนื่อง ซึ่งผลของแผนนโยบาย America First จะมีทั้งส่วนที่ส่งผลดีและส่งผลเสียต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ และโลกในช่วงต่อไป โดยในด้านนโยบายที่ส่งผลดีนั้น มาตรการการใช้จ่ายเพื่อก่อสร้างและปรับปรุงโครงสร้างพื้นฐานของสหรัฐฯ เป็นที่คาดการณ์ว่าจะเริ่มมีความเด่นชัดและมีรายละเอียดมากขึ้น เพราะเป็นสิ่งที่ทรัมป์เคยใช้หาเสียงในช่วงปลายปี 2016 ซึ่งหากมาตรการกระตุ้นทางการคลังและร่างกฎหมายเพื่อการเบิกจ่ายสามารถสัมฤทธิ์ผลโดยไม่ถูกยับยั้งหรือพบอุปสรรคจนเกิดความล่าช้าในสภาองเกรส นโยบายการคลังเหล่านี้จะช่วยเสริมศักยภาพการขยายตัวทางเศรษฐกิจได้ ในอีกด้าน มาตรการกีดกันทางการค้าอาจมีความรุนแรงขึ้นโดยเฉพาะต่อจีน ซึ่งหากประเทศคู่ค้าอื่นๆ รวมทั้งจีน มีการตอบโต้สหรัฐฯ จนก่อให้เกิดสงครามการค้าเต็มรูปแบบ จะสามารถส่งผลกระทบต่อการค้าสหรัฐฯ โดยเฉพาะในอุตสาหกรรมยานยนต์และชิ้นส่วน รวมถึงการค้าในสินค้าขั้นกลางซึ่งจะส่งผลให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ และการค้าโลกเริ่มชะลอตัวได้เนื่องจากต้นทุนการผลิตและส่งออกสูงขึ้นหากไม่มีฝ่ายใดยอมประนีประนอม ดังนั้น สรุปประเด็นที่ต้องจับตาสำหรับเศรษฐกิจสหรัฐฯ คือ ที่นั่งของพรรครีพับลิกัน ในสภาผู้แทนราษฎรและวุฒิสภาลงการเลือกตั้งกลางเทอม ซึ่งจะส่งผลต่อความสามารถในการออกกฎหมายและแนวการดำเนินนโยบายของทรัมป์โดยเฉพาะนโยบายกีดกันทางการค้าในอีก 2 ปีข้างหน้า รวมถึงการปรับประมาณการการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และความเสี่ยงการเกิด inverted yield curve ของตลาดดอกเบี้ยพันธบัตรสหรัฐฯ (อ่านเพิ่มเติมได้ที่ Flash: Fed ขึ้นดอกเบี้ยตามคาดท่ามกลางสงครามการค้าและความเสี่ยง Inverted Yield Curve)



เศรษฐกิจยุโรป

อีไอซีมองว่าเศรษฐกิจยุโรปจะเริ่มขยายตัวในอัตราที่ชะลอลงแต่ในภาพรวมยังคงอยู่ในเกณฑ์ดีเนื่องจากอัตราการว่างงานยังมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่อง และนโยบายการเงินยังผ่อนคลายและดอกเบี้ยนโยบายของ ECB ยังไม่มีแนวโน้มถูกปรับขึ้นในช่วงครึ่งแรกของปี 2019 ส่งผลให้การลงทุนภาคเอกชนและการบริโภคภาคครัวเรือนยังมีแนวโน้มสนับสนุนการเติบโตทางเศรษฐกิจควบคู่กับภาวะการส่งออกที่ยังคงขยายตัวต่อได้ แม้ความเสี่ยงจะเริ่มเพิ่มขึ้นจากมาตรการกีดกันทางการค้าจากสหรัฐฯ โดยเฉพาะมาตรการภาษีนำเข้ายานยนต์สหรัฐฯ ที่จะเรียกเก็บจากสหภาพยุโรป ซึ่งจะสามารถส่งผลกระทบต่อประเทศผู้ส่งออกหลักอย่างเยอรมนีได้ นอกจากนี้ ความเสี่ยงจากวิกฤติเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในตุรกีและความเชื่อมโยงโดยเฉพาะภาคการค้าและภาคธนาคารกับกลุ่มประเทศหลักในเขตยูโรโซนทั้งเยอรมนี ฝรั่งเศส และอิตาลีจะเป็นปัจจัยที่ต้องเฝ้าระวังหากผลกระทบขยายวงมากขึ้น ในอีกด้าน ความเสี่ยงของการถูกลดอันดับเครดิตของรัฐบาลอิตาลียังไม่หมดไปหากรัฐบาลอิตาลียังไม่สามารถลดการขาดดุลทางการคลังได้อย่างเหมาะสม อีกทั้งข้อสรุปของ Brexit และผลการเจรจาความสัมพันธ์ระหว่างสหภาพยุโรปและสหราชอาณาจักร จะส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อภาคบริการ รวมถึงแนวโน้มการค้าการลงทุนของเศรษฐกิจยุโรปได้หากทั้งสองฝ่ายไม่สามารถบรรลุข้อตกลงใดๆ ซึ่งอาจทำให้เกิดการชะงักงันของการค้าการลงทุนชั่วคราวในภูมิภาคได้



เศรษฐกิจญี่ปุ่น

อีไอเอ็มมองว่าเศรษฐกิจญี่ปุ่นจะขยายตัวในอัตราที่ชะลอลง แต่ยังคงอยู่บนพื้นฐานของภาพรวมเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งจากการฟื้นตัวของตลาดแรงงาน และเน้นการเติบโตโดยอุปสงค์ภายในประเทศจากการลงทุนของภาครัฐและภาคเอกชนในช่วงสุดท้ายก่อนโตเกียวโอลิมปิกเกมส์ในปี 2020 ขณะที่แรงส่งจากการขยายตัวของภาคการส่งออกจะมีแนวโน้มชะลอลง นอกจากนี้ การบริโภคภาคเอกชนจะมีแนวโน้มเร่งตัวในช่วงครึ่งปีแรกจนถึงช่วงการเร่งใช้จ่ายก่อนการขึ้นภาษี sales tax ในเดือนตุลาคม ซึ่งจะเป็นแรงกระตุ้นอุปสงค์ภายในประเทศที่สำคัญ อย่างไรก็ตาม หลังการขึ้น sales tax อาจส่งผลให้เศรษฐกิจญี่ปุ่นในไตรมาสสุดท้ายชะลอตัวลงได้ โดยเฉพาะการบริโภคภาคครัวเรือนจากการเร่งการใช้จ่ายก่อนการขึ้นภาษี นอกจากนี้ แนวโน้มการคงเป้าหมายดอกเบี้ยต่ำทั้งในระยะสั้นและระยะยาวของ BOJ จะยังคงเป็นแรงสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจต่อเนื่อง และญี่ปุ่นจะเป็นเพียงประเทศเดียวในกลุ่ม G3 ที่ยังคงมีการอัดฉีดสภาพคล่อง (QQE) ผ่านการซื้อสินทรัพย์ทั้งพันธบัตรรัฐบาลและกองทุนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งทำให้ภาวะการเงินยังมีแนวโน้มผ่อนคลายต่อเนื่อง และความเข้มงวดทางนโยบายจะไม่เกิดก่อนเดือนตุลาคมเพื่อสนับสนุนการขยายตัวทางเศรษฐกิจ สำหรับความเสี่ยงสำคัญที่ต้องจับตา คือ ประเด็นภาษีนำเข้ายานยนต์ของสหรัฐฯ เนื่องจากอุตสาหกรรมยานยนต์และชิ้นส่วนเป็นสัดส่วนสำคัญของภาคการส่งออกของญี่ปุ่น หากสหรัฐฯ เก็บภาษีนำเข้าในส่วนนี้โดยที่ญี่ปุ่นไม่สามารถมีข้อตกลงใดๆ เพื่อบรรเทาความเสียหายจะสามารถส่งผลกระทบต่อภาคการส่งออกญี่ปุ่นอย่างมีนัยสำคัญ และในส่วนของการขึ้นภาษี sales tax นั้นนับเป็นความเสี่ยงภายในประเทศที่สำคัญ เนื่องจากการขึ้นภาษี sales tax ในปี 2014 ที่ผ่านมามีผลกระทบต่อภาคการบริโภคภาคเอกชนค่อนข้างรุนแรงหลังจากนั้น ซึ่งจะทำให้การฟื้นตัวของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในระยะต่อไปพบความท้าทายมากยิ่งขึ้น



เศรษฐกิจจีน

อีไอเอ็มมองว่าเศรษฐกิจจีนจะค่อยๆ ชะลอตัวลงต่อเนื่องจากปีก่อน แต่จะเน้นการเติบโตที่มีคุณภาพมากขึ้น โดยสร้างความแข็งแกร่งจากภาคการบริโภคครัวเรือน และทยอยลดการพึ่งพาการค้าพร้อมลดหนี้ภาคธุรกิจในช่วงที่เหมาะสม ทางการเงินมีแนวโน้มกลับมาใช้นโยบายการกระตุ้นเศรษฐกิจทั้งนโยบายการเงินและการคลังมากขึ้นหากความเสี่ยงจากสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ขยายตัวอย่างไรก็ตาม รัฐบาลจีนจะต้องเผชิญกับความท้าทายสำคัญในการดำเนินนโยบายทั้งเศรษฐกิจในประเทศและต่างประเทศ โดยภายในประเทศ PBOC มีแนวโน้มผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม โดยลดอัตราส่วนเงินทุนสำรองของธนาคารพาณิชย์ (RRR) และขยายช่องทางการเพิ่มสภาพคล่องผ่านโครงการเงินกู้ระยะต่างๆ เช่น standing lending facility (SLF) และ medium-term lending facility (MLF) เพื่อกระตุ้นธนาคารพาณิชย์ให้เพิ่มการปล่อยสินเชื่อและช่วยสร้างเสถียรภาพในตลาดการเงิน รวมถึงนโยบายการคลังที่ช่วยสนับสนุนเฉพาะจุด เช่น การลดภาษีและส่งเสริมความสามารถการแข่งขันของธุรกิจ แต่ในขณะเดียวกันก็ต้องพยายามลดหนี้ (deleveraging) ที่สั่งสมมานาน ซึ่งความพยายามในการลดหนี้นี้อาจส่งผลให้เกิดการลดกำลังการผลิตและการควบรวมกิจการ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อจ้างงานบางส่วนโดยเฉพาะในอุตสาหกรรมหนักเดิม เช่น เหล็ก การก่อสร้าง เป็นต้น ในส่วนของภาคต่างประเทศ สงครามการค้ากับสหรัฐฯ ยังคงมีแนวโน้มยืดเยื้อและส่งผลกระทบต่อเนื่องจากการชะลอตัวของการส่งออก โดยเฉพาะในหมวดสินค้าที่สหรัฐฯ มีการเก็บภาษีไปแล้ว เช่น หมวดอุปกรณ์สื่อสารมือถือ ชิ้นส่วนคอมพิวเตอร์ เป็นต้น ในขณะเดียวกัน จีนก็ต้องรักษาเสถียรภาพด้านค่าเงินพร้อมกันด้วย ดังนั้น ประเด็นสำคัญของเศรษฐกิจจีนที่ต้องเฝ้าระวัง คือ สงครามการค้ากับสหรัฐฯ ที่ยังคงถูกเพ่งเล็งเป็นการเฉพาะในอุตสาหกรรมอนาคตภายใต้นโยบาย “Made in China 2025” หากสงครามการค้าขยายความรุนแรง ในภาพรวมฝ่ายจีนจะได้รับผลกระทบรุนแรงกว่าเนื่องจากการเกินดุลการค้ากับสหรัฐฯ และหลายหมวดสินค้ายังพึ่งพาการส่งออกไปยังสหรัฐฯ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อภาคการเติบโตทางเศรษฐกิจของจีนในระยะข้างหน้า และสุดท้าย ประเด็นการอ่อนค่าของเงินหยวนและปริมาณเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ ซึ่งหากมีการอ่อนค่ามากเกินไป และ/หรือเงินทุนสำรองระหว่างประเทศลดลงเร็วเกินไป ความเสี่ยงต่อการนำมาตรการควบคุมเงินทุนไหลออกมาใช้จะเพิ่มสูงขึ้น

เศรษฐกิจอาเซียน 4

ขยายตัวได้ดีในระยะข้างหน้า ท่ามกลางความ ผันผวนสถานการณ์การค้าและการเงินโลก

เศรษฐกิจอาเซียน 4 จะลดตัวลงในไตรมาส 2 ปี 2018 จากปัจจัยภายในประเทศ ภาคการผลิตและบริการในเศรษฐกิจอาเซียน 4 จะลดตัวลง ประกอบกับการดำเนินนโยบายการคลังที่รัดกุมขึ้นโดยเฉพาะในมาเลเซียและฟิลิปปินส์ ส่งผลให้เศรษฐกิจในไตรมาส 2 ของมาเลเซีย ฟิลิปปินส์ และสิงคโปร์ ขยายตัวเพียง 4.5%YOY 6.0%YOY และ 3.9%YOY ตามลำดับ ซึ่งต่ำกว่าประมาณการของแต่ละประเทศ ขณะที่อินโดนีเซียเป็นเพียงประเทศเดียวที่เศรษฐกิจเร่งตัวในไตรมาสที่ 2 ที่ 5.27%YOY จากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจและการเร่งลงทุนของภาครัฐที่ทำให้การบริโภคภาคเอกชนฟื้นตัว และแม้จะมีความไม่แน่นอนในสถานการณ์การค้าโลกในครึ่งแรกของปี 2018 ภาคการส่งออกของมาเลเซีย อินโดนีเซีย และสิงคโปร์ยังคงเติบโตได้ดีเกิน 10%YOY ขณะที่การส่งออกของฟิลิปปินส์หดตัว อย่างไรก็ตาม ฟิลิปปินส์และอินโดนีเซียประสบกับการขาดดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัดต่อเนื่องจากความต้องการสินค้านำเข้าสูง ในด้านนโยบายการเงิน ธนาคารกลางฟิลิปปินส์และอินโดนีเซียปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นอีกในเดือนกันยายนตามการขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของ Fed เพื่อรักษาเสถียรภาพภาคการเงินภายในประเทศและชะลอการไหลออกของเงินทุน

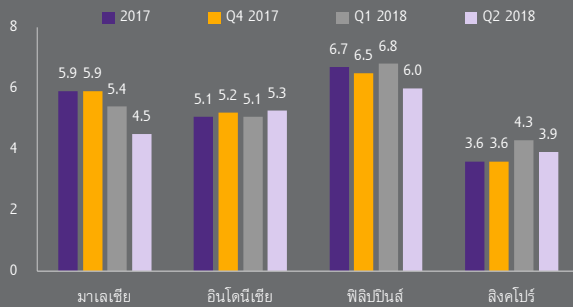
อีอีซีมองว่าเศรษฐกิจอาเซียน 4 ยังคงขยายตัวได้ดีในช่วงที่เหลือของปี 2018 และต่อเนื่องในปี 2019 โดยมีการลงทุนของภาครัฐและการบริโภคภาคเอกชนเป็นปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตทางเศรษฐกิจสำคัญ การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาลเศรษฐกิจอาเซียน 4 จะเร่งตัวในครึ่งหลังของปี 2018 และจะสนับสนุนกิจกรรมทางเศรษฐกิจได้ต่อไปในระยะข้างหน้า เช่น โครงการ Build Build Build ของฟิลิปปินส์ที่เน้นการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้านคมนาคมและเขตอุตสาหกรรม ประกอบกับการดำเนินนโยบายส่งเสริมการลงทุนจะกระตุ้นการเติบโตของภาคธุรกิจและเพิ่มการจ้างงานในประเทศ ทิศทางเศรษฐกิจอาเซียน 4 ที่ยังคงมีแนวโน้มขยายตัวได้ดีส่งผลให้การบริโภคภาคเอกชนเพิ่มขึ้น สะท้อนความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวสูงขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาดผู้บริโภคขนาดใหญ่ของอินโดนีเซียและมาเลเซีย

ความตึงเครียดสงครามการค้าสหรัฐฯ-จีน การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐฯ และความผันผวนของภาวะการเงินของตลาดเกิดใหม่ยังคงเป็นความเสี่ยงต่อการเติบโตของเศรษฐกิจอาเซียน สงครามการค้าสหรัฐฯ-จีนที่ทวีความรุนแรงขึ้นในครึ่งหลังของปี 2018 อาจส่งผลกระทบโดยตรงต่อภาคการส่งออกของเศรษฐกิจอาเซียน 4 โดยเฉพาะอย่างยิ่งมาเลเซียและสิงคโปร์ซึ่งเป็นผู้ส่งออกหลักสินค้าวัตถุดิบและสินค้าขั้นกลางให้แก่จีน โดยเฉพาะในหมวดอิเล็กทรอนิกส์ (E&E) ในขณะเดียวกัน การปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ ได้สร้างแรงกดดันให้สกุลเงินของเศรษฐกิจอาเซียน 4 อ่อนค่าลง ทำให้เงินรูเปียห์อินโดนีเซียและเปโซฟิลิปปินส์อ่อนค่าลงถึง 10.3%YTD และ 8.6%YTD ตามลำดับ ณ วันที่ 28 กันยายน 2018 และยิ่งก่อให้เกิดภาวะเงินทุนไหลออกจากอินโดนีเซียและฟิลิปปินส์อีกด้วย นอกจากนี้ แม้เศรษฐกิจอาเซียน 4 จะมีความเชื่อมโยงต่ำกับเศรษฐกิจ EM อื่นที่ประสบปัญหาอยู่ในขณะนี้ เช่น อาร์เจนตินาและตุรกี แต่วิกฤติการเงินในตุรกีที่เริ่มขึ้นตั้งแต่ช่วงต้นเดือนสิงหาคมอาจส่งผ่านผลกระทบทางอ้อมมายังตลาดเกิดใหม่อีกทางเศรษฐกิจอาเซียน 4 ได้ในระยะข้างหน้า ผ่านความเชื่อมั่นของนักลงทุนในตลาดการเงินและการส่งออก นโยบายการคลังของประเทศอาเซียน 4 จึงมุ่งไปที่การกระตุ้นเศรษฐกิจภายในประเทศ ในขณะที่ นโยบายการเงินเน้นการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจและตลาดการเงิน

เศรษฐกิจอาเซียน 4 ไตรมาส 2 ปี 2018 เติบโตจากปัจจัยภายในประเทศ

อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ

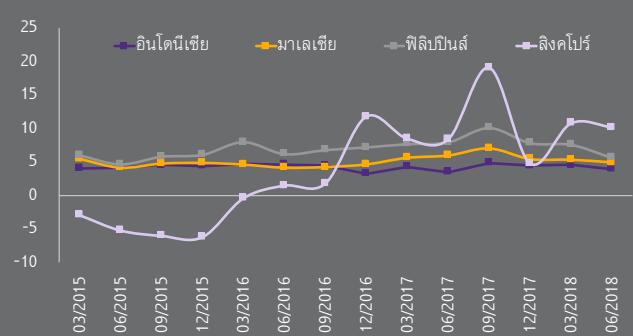
%YOY



การชะลอตัวของภาคการผลิตเป็นปัจจัยหนึ่งที่ลดการเติบโตของเศรษฐกิจอาเซียน 4 ในไตรมาส 2

อัตราการเติบโตของภาคการผลิต

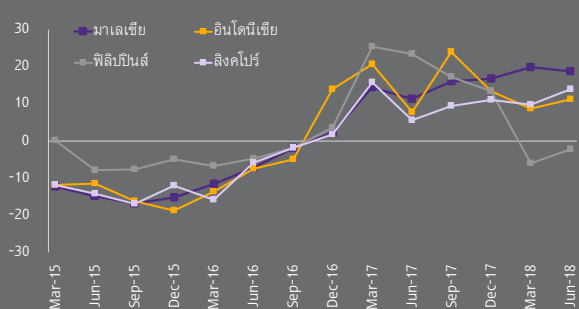
%YOY



การส่งออกกลับมาขยายตัวในไตรมาสที่ 2 ท่ามกลางความไม่แน่นอนสถานการณ์การค้าโลก

อัตราการเติบโตของภาคส่งออก

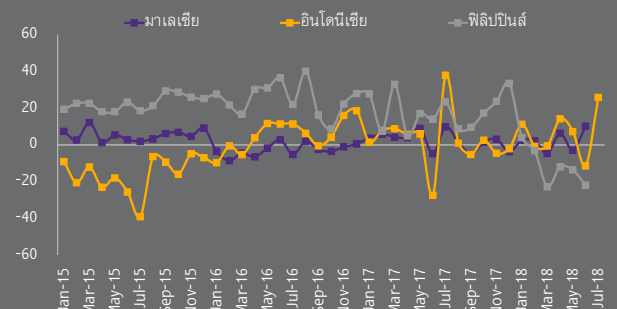
%YOY



การบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะในอินโดนีเซียและมาเลเซีย

ยอดขายรายยนต์

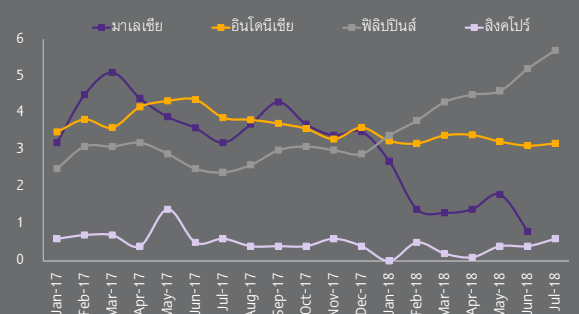
%YOY



อัตราเงินเฟ้อฟิลิปปินส์เร่งตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่เงินเฟ้อมาเลเซียชะลอตัว

อัตราเงินเฟ้อทั่วไป

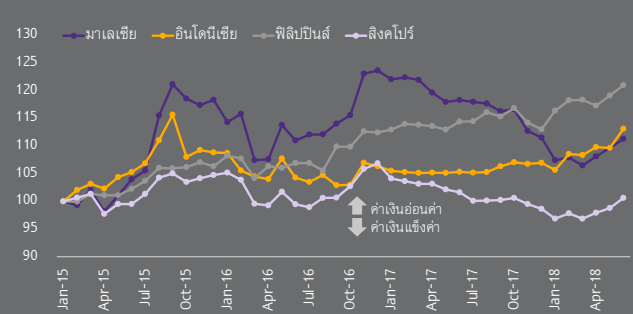
%YOY



ค่าเงินรูเปียห์อินโดนีเซียและเปโซฟิลิปปินส์อ่อนค่ารุนแรงจากการขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของ Fed

ทิศทางการเคลื่อนไหวของค่าเงินกลุ่มประเทศอาเซียน 4 เทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ

ดัชนี ม.ค. 2015 = 100



เศรษฐกิจอินโดนีเซีย

แนวโน้มเติบโต แต่ยังมีความเสี่ยงด้านเสถียรภาพภายนอก

เศรษฐกิจอินโดนีเซียในไตรมาส 2 ปี 2018 ขยายตัวสูงสุดในรอบ 5 ปี ที่ 5.3%YOY ด้วยปัจจัยภายในประเทศ โดยการบริโภคภาคครัวเรือนซึ่งมีสัดส่วนเกินกว่าครึ่งของ GDP เติบโต 5.2%YOY การใช้จ่ายของภาครัฐเพิ่มขึ้นราว 5.3%YOY จากการเร่งเบิกจ่ายเงินกองทุนหมู่บ้านเพื่อลดปัญหาความยากจน และการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน และการลงทุนภาคเอกชนที่ขยายตัว 5.87%YOY อย่างไรก็ตาม อินโดนีเซียประสบปัญหาขาดดุลการค้าตั้งแต่ต้นปี โดยใน 8 เดือนแรกของปี 2018 การนำเข้าขยายตัวถึง 24.5%YOY ซึ่งสูงกว่าการส่งออกที่ขยายตัวเพียง 10.4%YOY การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่เพิ่มขึ้นเป็น 2.3% ของ GDP ในไตรมาสที่ 2 ของปี 2018 และภาวะเงินทุนไหลออกกดดันให้ค่าเงินรูเปียห์อ่อนค่าต่อเนื่อง ดังนั้น ธนาคารกลางอินโดนีเซียจึงปรับดอกเบี้ยนโยบายขึ้นถึง 5 ครั้ง ตั้งแต่เดือนพฤษภาคม โดยปัจจุบันอยู่ที่ 5.75% เพื่อรักษาเสถียรภาพของค่าเงิน

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจภายในประเทศจะเป็นปัจจัยสนับสนุนการเติบโตที่สำคัญในระยะข้างหน้า อีไอซีคาดว่าเศรษฐกิจอินโดนีเซียจะขยายตัว 5.1% ในปี 2018 และปี 2019 ขับเคลื่อนด้วยการบริโภคภายในประเทศที่แข็งแกร่งตามความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่เพิ่มขึ้นและอัตราการว่างงานต่ำสุดที่ 5.13% การใช้จ่ายของภาครัฐจะเร่งตัวภายใต้กรอบขาดดุลการคลังไม่เกิน 3% ของ GDP จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงก่อนการเลือกตั้งประธานาธิบดีเดือนเมษายน 2019 นำโดยการเบิกจ่ายมาตรการช่วยเหลือทางสังคม การช่วยเหลือผู้ประกอบการผ่านสินเชื่อและการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน และการลงทุนภาคเอกชนก็มีแนวโน้มโตต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ธนาคารกลางอินโดนีเซียอาจพิจารณาปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายอีกครั้งในปี เพื่อยับยั้งภาวะเงินทุนไหลออกและรักษาเสถียรภาพค่าเงินรูเปียห์ ซึ่งอัตราดอกเบี้ยในขณะนี้ยังคงค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีต ทำให้มีแนวโน้มยังไม่ส่งผลกระทบต่อภาคการบริโภคและการลงทุนในปีหน้ามากนัก

ความเสี่ยงของอินโดนีเซียมาจากความเปราะบางด้านเสถียรภาพภายนอก ซึ่งอาจได้รับผลกระทบจากปัจจัย 2 ประการ คือ 1) สงครามการค้าสหรัฐฯ-จีน ที่เข้มข้นขึ้นอาจส่งผลกระทบต่อส่งออกวัตถุดิบและสินค้าชั้นกลางของอินโดนีเซียไปยังจีนและสหรัฐฯ ซึ่งเป็นตลาดส่งออกสำคัญ ส่งผลให้ดุลการค้าขาดดุลเพิ่มขึ้น และ 2) การขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของ Fed และความกังวลในกลุ่มประเทศ EM ซึ่งมีต้นกำเนิดมาจากวิกฤตค่าเงินในตุรกีและอาร์เจนตินา เป็นปัจจัยกดดันให้เงินทุนไหลออกจากอินโดนีเซีย โดยเฉพาะในตลาดพันธบัตรซึ่งมีสัดส่วนการถือครองพันธบัตรโดยชาวต่างชาติสูงถึงราว 40% ส่งผลให้เงินรูเปียห์ยังมีความเสี่ยงอ่อนค่าต่อเนื่อง ซึ่งอาจทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดของอินโดนีเซียมีแนวโน้มขาดดุลสูงขึ้นในอนาคต จากปริมาณการส่งออกที่มีแนวโน้มลดลง ในขณะที่ปริมาณการนำเข้าสินค้าทุนเร่งตัวประกอบกับมูลค่าการนำเข้าที่เพิ่มขึ้นจากเงินรูเปียห์อ่อนค่ารุนแรง

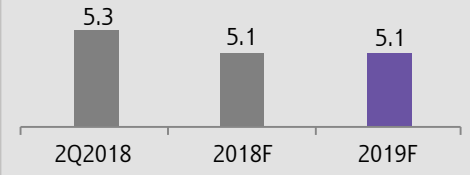
นัยต่อเศรษฐกิจไทย

- การแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐฯ ภาวะเงินทุนไหลออกและความกังวลต่อสินทรัพย์ในตลาดเกิดใหม่ที่มีต้นตอมาจากวิกฤตในตุรกีและอาร์เจนตินา ส่งผลให้เงินรูเปียห์อ่อนค่าถึง 10.3%YTD อยู่ที่ 14,903 รูเปียห์ต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ณ วันที่ 28 กันยายน 2018 อีไอซีมองว่าเงินรูเปียห์มีแนวโน้มอ่อนค่าในช่วงที่เหลือของปี 2018 ตามทิศทางการขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของ Fed และแนวโน้มการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเพิ่มสูงขึ้น
- การส่งออกของไทยไปยังอินโดนีเซีย ใน 8 เดือนแรกของปี 2018 ขยายตัวสูงที่ 14.7%YOY เช่นเดียวกับการนำเข้าที่เติบโต 15.9%YOY โดยมีสินค้าส่งออกนำเข้าหลักอยู่ในหมวดสินค้าประเภทเดียวกัน ได้แก่ รถยนต์ อุปกรณ์และส่วนประกอบ เคมีภัณฑ์ และเครื่องจักรและส่วนประกอบ ทั้งนี้ ไทยและอินโดนีเซียเป็นศูนย์กลางการผลิตรถยนต์ของภูมิภาค ทำให้การส่งออก-นำเข้าสินค้าที่เกี่ยวข้องกับรถยนต์ของทั้งสองประเทศมีแนวโน้มเติบโตได้ดีตามเศรษฐกิจของภูมิภาค
- การลงทุนโดยตรงจากไทยไปยังอินโดนีเซียคิดเป็นสัดส่วนเพียง 2% ของการลงทุนไทยในต่างประเทศในปี 2017 โดยในครึ่งแรกของปี 2018 หดตัว 13%YTD แต่การลงทุนในภาคอุตสาหกรรมและภาคการเงินยังคงเติบโตได้ดังใดก็ตามตลาดผู้บริโภคขนาดใหญ่ของอินโดนีเซียยังคงเป็นโอกาสสำหรับนักธุรกิจไทย โดยเฉพาะในสินค้าอุปโภคบริโภค อิเล็กทรอนิกส์และชิ้นส่วนยานยนต์

เศรษฐกิจอินโดนีเซีย

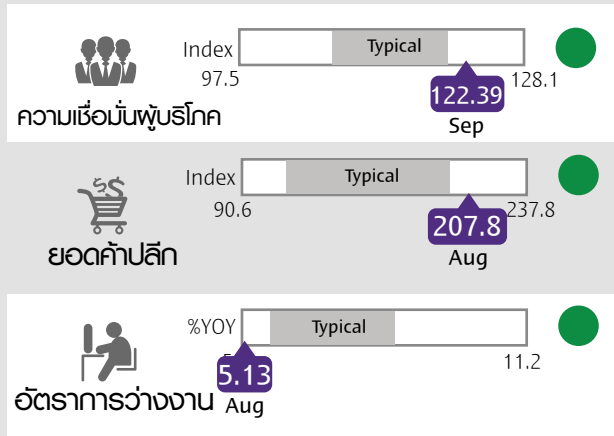
แนวโน้มเติบโตดี แต่ยังมี
ความเสี่ยงด้านเสถียรภาพ
ภายนอก

คาดการณ์ GDP (%YOY)



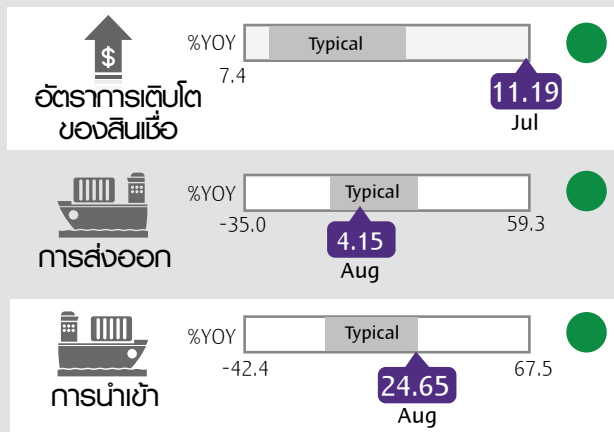
ภาคครัวเรือน

การบริโภคขยายตัวได้ดี และอัตราว่างงานต่ำสุด



ภาคธุรกิจ

การนำเข้าสินค้าเพื่อการลงทุนขยายตัวได้ดี



ความสัมพันธ์กับไทย

นักท่องเที่ยวเข้าไทย
+15.8%YOY
(Jun-Aug18)

TDI
-13%YTD
(2Q2018)

Export
+16.7%YOY
(Jun-Aug18)

Import
+17.3%YOY
(Jun-Aug18)

นโยบายการเงินการคลัง

รัฐบาลเพิ่มการใช้จ่ายของภาครัฐและ
การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน

ธนาคารกลางอินโดนีเซียมีแนวโน้มปรับขึ้น
ดอกเบี้ยนโยบายอีกในปี 2018 และ 2019

ประเด็นที่ต้องจับตา

เงินรูปีอ่อนค่ารุนแรงจาก
การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่เพิ่มขึ้น
และภาวะเงินทุนไหลออก

การเลือกตั้ง
ประธานาธิบดีในเดือน
เมษายน 2019

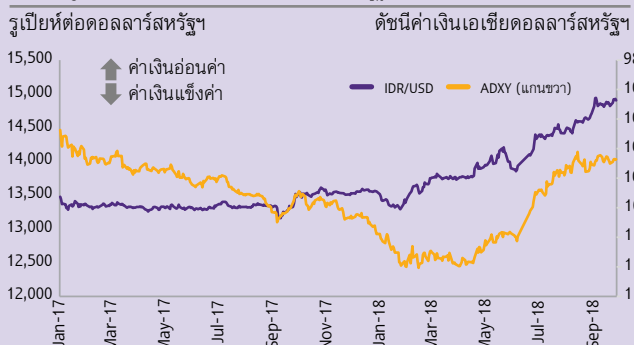
หน่วย: Percentile 25-75
Min Typical Max
ข้อมูลล่าสุด

ทิศทางในช่วง
ที่เหลือนของปี

● ดีขึ้น ● ทรงตัว ● แยลง

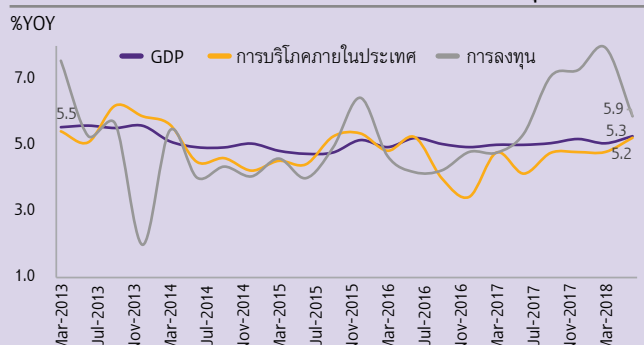
เงินรูปีอินโดนีเซียอ่อนค่าจากความเปราะบางทางเศรษฐกิจ

ค่าเงินรูปีอินโดนีเซียต่อดอลลาร์สหรัฐ และดัชนีค่าเงินเอเชีย



เศรษฐกิจอินโดนีเซียขับเคลื่อนด้วยปัจจัยภายในประเทศ

การเติบโตของ GDP การบริโภคภายในประเทศ และการลงทุน



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC ณ กรกฎาคม 2018 จากข้อมูลของ Bloomberg, CEIC

เศรษฐกิจซีแอลเอ็มวี

เติบโตต่อเนื่อง แม้เวียดนามอาจมีความเสี่ยง จากสงครามการค้า

เศรษฐกิจกลุ่มประเทศซีแอลเอ็มวีจะยังคงขยายตัวสูงที่ระดับ 6-7% ในปี 2018 และ 2019 โดยมีการส่งออกและการลงทุนจากต่างประเทศเป็นแรงสนับสนุนหลัก ในปี 2017 มูลค่าการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศ (FDI) ในกลุ่มซีแอลเอ็มวีขยายตัว 21%YOY นำโดยการลงทุนจากประเทศเอเชียอย่างจีน เกาหลีใต้ ญี่ปุ่น และสิงคโปร์ ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนสูงถึง 63% ของ FDI ทั้งหมด อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงสำคัญสำหรับกลุ่มประเทศซีแอลเอ็มวีคือการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างต่อเนื่อง ขณะที่ทุนสำรองระหว่างประเทศอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ ทั้งนี้ ค่าเงินกลุ่มประเทศซีแอลเอ็มวีมีทิศทางอ่อนค่าลงตั้งแต่ต้นปีตามการแข็งค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แต่อ่อนค่าในระดับต่ำกว่าค่าเงินประเทศเอเชียอื่นๆ เนื่องจากอยู่ภายใต้การควบคุมจากธนาคารกลาง

ในปี 2018 ภาครัฐของกลุ่มซีแอลเอ็มวีได้ออกมาตรการสนับสนุนภาคธุรกิจ รวมทั้งผ่อนคลายข้อกฎหมายต่างๆ อย่างต่อเนื่อง เพื่อส่งเสริมการลงทุนในประเทศซึ่งเป็นแรงสนับสนุนหลักต่อเศรษฐกิจ ตัวอย่างเช่น สิทธิพิเศษสำหรับการลงทุนในเขตเศรษฐกิจพิเศษลาว การเปิดให้ชาวต่างชาติสามารถลงทุนในภาคค้าปลีกในเมียนมา การออกประกาศสร้างความชัดเจนเกี่ยวกับการลงทุนด้านโลจิสติกส์ของชาวต่างชาติในเวียดนาม และการเปิดอนุสัญญาภาษีซ้อน (Double Tax Agreement: DTA) ระหว่างกัมพูชากับประเทศคู่ค้า เป็นต้น ทั้งนี้ DTA จะช่วยลดภาระการเก็บภาษีซ้ำซ้อนระหว่างประเทศ โดยภาษีที่เรียกเก็บจากประเทศหนึ่งไปแล้ว สามารถนำมายื่นขอยกเว้นหรือขอลดหย่อนภาษีในอีกประเทศได้ ปัจจุบันไทยมี DTA กับกลุ่มประเทศซีแอลเอ็มวีทั้ง 4 ประเทศ โดย DTA ระหว่างไทย-กัมพูชาเพิ่งมีผลบังคับใช้ไปเมื่อวันที่ 1 มกราคม 2018

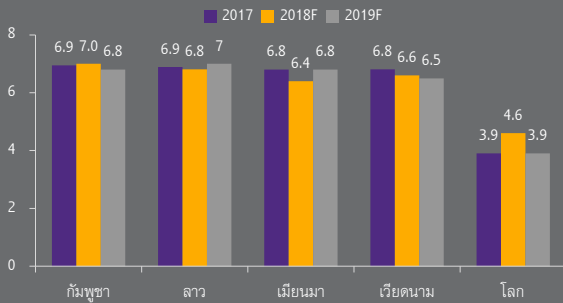
ภาวะเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องทำให้กลุ่มประเทศซีแอลเอ็มวีเริ่มปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำตั้งแต่ช่วงต้นปี 2018 ค่าแรงขั้นต่ำสำหรับแรงงานกัมพูชาในอุตสาหกรรมเครื่องนุ่งห่มและรองเท้าปรับขึ้นเป็น 170 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อเดือน สำหรับแรงงานในลาวและเมียนมาปรับขึ้นเป็น 132 และ 79 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อเดือน ตามลำดับ สำหรับแรงงานภาคเอกชนในเวียดนามอยู่ที่ระหว่าง 119-171 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อเดือน การปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำสะท้อนถึงต้นทุนในการดำเนินธุรกิจที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม ค่าแรงในกลุ่มประเทศซีแอลเอ็มวียังถือว่าอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับไทยและประเทศอาเซียนอื่นๆ ซึ่งเฉลี่ยอยู่ที่ราว 164-236 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อเดือน

สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนอาจส่งผลกระทบทั้งทางบวกและทางลบต่อเศรษฐกิจซีแอลเอ็มวี มาตรการตอบโต้ของจีนที่เรียกเก็บภาษีสินค้าเกษตรจากสหรัฐฯ อาจทำให้จีนหันมานำเข้าสินค้าเกษตรจากประเทศซีแอลเอ็มวีแทน เช่น เส้นใยฝ้าย ซึ่งเป็นสินค้าส่งออกสำคัญของเมียนมา และผลิตภัณฑ์ถั่วจากเวียดนาม เป็นต้น ในทางกลับกัน มาตรการเก็บภาษีของสหรัฐฯ ต่อสินค้าจีนจะส่งผลกระทบต่อเวียดนาม เนื่องจากเวียดนามส่งออกสินค้าขึ้นกลางไปยังจีนเป็นหลัก เช่น ส่วนประกอบเครื่องจักร และอุปกรณ์เครื่องมือสื่อสาร เป็นต้น ซึ่งเป็นสินค้าที่จีนนำไปประกอบเพื่อส่งออกต่อไปยังสหรัฐฯ โดยในปี 2017 เวียดนามส่งออกสินค้าในหมวดดังกล่าวไปจีนคิดเป็นสัดส่วนสูงถึง 45% ของการส่งออกเวียดนามไปจีน และ 7% ของการส่งออกเวียดนามทั้งหมด ในขณะเดียวกัน การส่งออกของกัมพูชา ลาว และเมียนมาไปยังจีนจะไม่ได้รับผลกระทบมากนักจากการเก็บภาษีของสหรัฐฯ เพราะสินค้าส่งออกหลักส่วนใหญ่เป็นเครื่องนุ่งห่ม รองเท้า แร่ธาตุ และก๊าซธรรมชาติ นอกจากนี้ กัมพูชาและเมียนมายังได้รับ GSP (Generalized System of Preferences) หรือสิทธิพิเศษทางภาษีจากสหรัฐฯ เป็นทุนเดิมอยู่แล้ว ดังนั้น การส่งออกของทั้งสองประเทศไปยังสหรัฐฯ จึงไม่น่าได้รับผลกระทบแม้สหรัฐฯ จะประกาศเรียกเก็บภาษีเพิ่มเติม

เศรษฐกิจซีแอลเอ็มวียังขยายตัวสูงต่อเนื่อง ในปี 2018-2019

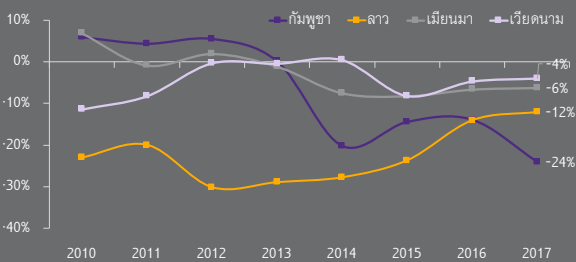
อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ

%YOY



การขาดดุลการค้าอย่างต่อเนื่องเป็นความเสี่ยงหลักของเศรษฐกิจกลุ่มซีแอลเอ็มวี โดยเฉพาะลาว สัดส่วนดุลการค้าต่อ GDP

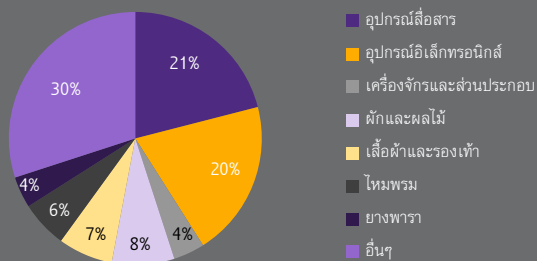
% ของ GDP



เวียดนามอาจได้รับผลกระทบทางอ้อมจากการเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจีนของสหรัฐฯ เนื่องจากสินค้าส่งออกหลักไปจีนคือสินค้าขึ้นกลางซึ่งจีนนำไปประกอบเพื่อส่งออกไปสหรัฐฯ

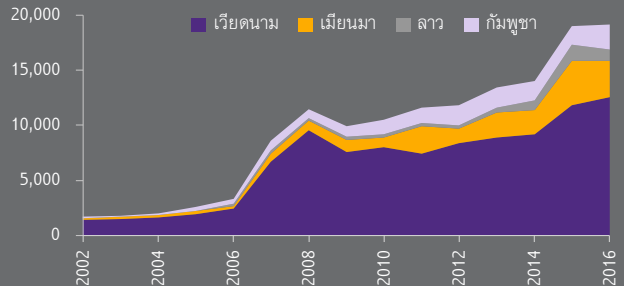
การส่งออกของเวียดนามไปยังจีนในปี 2017

% ของการส่งออกเวียดนามไปจีนทั้งหมด



การลงทุนโดยตรงจากต่างชาติเติบโตต่อเนื่อง และเป็นแรงสนับสนุนหลักของเศรษฐกิจซีแอลเอ็มวี การลงทุนโดยตรงจากต่างชาติ

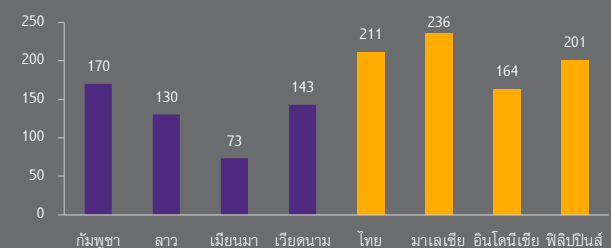
ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ



ค่าจ้างขั้นต่ำในกลุ่มซีแอลเอ็มวียังต่ำกว่าประเทศอื่นๆ ในกลุ่มอาเซียน

ค่าจ้างขั้นต่ำต่อเดือนในกลุ่มประเทศอาเซียน

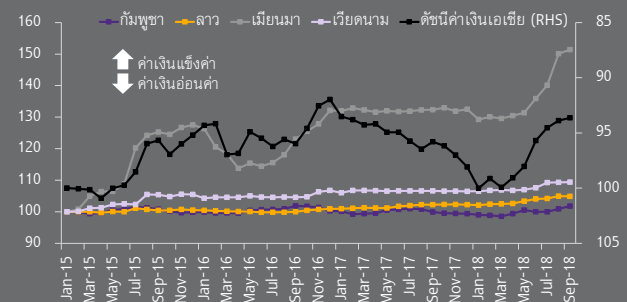
ดอลลาร์สหรัฐฯ



ค่าเงินกลุ่มประเทศซีแอลเอ็มวีเคลื่อนไหวภายใต้การควบคุมโดยธนาคารกลาง และมีแนวโน้มอ่อนค่าลงจากการขาดดุลการค้า

ทิศทางการเคลื่อนไหวของค่าเงินกลุ่มประเทศซีแอลเอ็มวีเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ

ดัชนี ม.ค. 2015 = 100



เศรษฐกิจลาว

เติบโตบนความเสี่ยงจากการขาดดุลการค้าและการคลังอย่างต่อเนื่อง

เศรษฐกิจลาวชะลอตัวเล็กน้อยในปี 2017 อยู่ในระดับ 6.9%YOY จากประมาณการโดย IMF ด้วยการขยายตัวของภาคอุตสาหกรรมและภาคบริการ โดยเฉพาะการผลิตไฟฟ้า การก่อสร้าง และการค้าส่งค้าปลีก สำหรับปี 2018 คาดว่าเศรษฐกิจลาวจะยังเติบโตที่ระดับ 6.8%YOY โดยทางการลาวได้ผลักดันภาคการท่องเที่ยวให้เป็นหนึ่งตัวขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจ ผ่านแคมเปญส่งเสริมการท่องเที่ยว Visit Laos Year 2018 ซึ่งมีเป้าหมายสร้างรายได้จากการท่องเที่ยว 9 ร้อยล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือเพิ่มขึ้น 18%YOY ในปีนี้

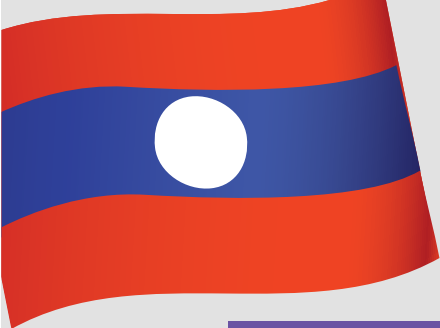
การเติบโตทางเศรษฐกิจของลาวจะเร่งตัวขึ้นเล็กน้อยที่ 7%YOY ในปี 2019 จากประมาณการของ IMF ด้วยแรงสนับสนุนจากการส่งออกพลังงานไฟฟ้า โดยลาวมีแผนเปิดทำการเขื่อนผลิตไฟฟ้าอีก 7 แห่งในปีหน้า คาดว่าจะเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าอีกราว 2,446 MW โดยไฟฟ้าส่วนใหญ่ที่ผลิตได้จะส่งออกมายังประเทศไทย นอกจากนี้ การลงทุนจากจีนจะเป็นอีกแรงส่งสำคัญต่อเศรษฐกิจลาว โดยในปี 2017 การลงทุนทางตรงจากจีนขยายตัวถึง 85%YOY จากโครงการโรงไฟฟ้า และโครงการก่อสร้างรถไฟความเร็วสูงลาว-จีน ซึ่งคาดว่าจะเปิดทำการในปี 2021

อย่างไรก็ดี ความเสี่ยงหลักต่อเศรษฐกิจลาวคือการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด และการขาดดุลการค้าอย่างต่อเนื่อง ในปี 2017 ลาวขาดดุลบัญชีเดินสะพัดคิดเป็นสัดส่วน -12% ของ GDP และยังมีแนวโน้มขาดดุลต่อไปในระยะข้างหน้า สร้างแรงกดดันต่อเงินกีบให้อ่อนค่าลง ขณะที่ระดับทุนสำรองระหว่างประเทศอยู่ในระดับต่ำ นอกจากนี้ รายได้ภาครัฐที่ยังเพิ่มขึ้นไม่ทันรายจ่ายทำให้รัฐบาลลาวเผชิญปัญหาขาดดุลการค้าอย่างต่อเนื่อง ส่งผลลบต่อระดับหนี้สาธารณะที่สูงราว 61% ของ GDP ในปี 2017 ซึ่งเกินกว่าครึ่งเป็นหนี้สกุลเงินต่างประเทศ ทำให้เศรษฐกิจลาวอาจเผชิญความเสี่ยงในกรณีที่เงินกีบอ่อนค่าลงอย่างฉับพลัน แม้จะมีรายได้บางส่วนในรูปสกุลเงินต่างประเทศจากการส่งออกก็ตาม

การขาดดุลการค้าอย่างต่อเนื่องทำให้รัฐบาลลาวพยายามหาช่องทางสร้างรายได้ใหม่ๆ เช่น การส่งเสริมภาคการท่องเที่ยว และสนับสนุนการลงทุนภายในประเทศผ่านการพัฒนาสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ ในเดือนสิงหาคม 2018 ทางการลาวได้ประกาศยกเว้นภาษีเพิ่มเติมสำหรับนักลงทุนในเขตเศรษฐกิจพิเศษ (SEZ) โดยยกเว้นภาษีกำไรเป็นเวลา 8 หรือ 16 ปีตามพื้นที่การลงทุน สำหรับผู้ลงทุนในภาคการผลิตสินค้าอุตสาหกรรม การท่องเที่ยว การบริการ ด้านสุขภาพ การศึกษา และภาคอสังหาริมทรัพย์ ทั้งยังยกเว้นภาษีมูลค่าเพิ่มสำหรับผู้ลงทุนพัฒนาเขตเศรษฐกิจพิเศษในส่วนของการก่อสร้างถนน ระบบไฟฟ้า การประปาและการระบายน้ำ ปัจจุบัน ลาวมีเขตเศรษฐกิจพิเศษทั้งหมด 12 แห่งในพื้นที่ 7 จังหวัด และมีจำนวนบริษัทผู้ลงทุนราว 377 ราย สร้างมูลค่าลงทุนรวม 8 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

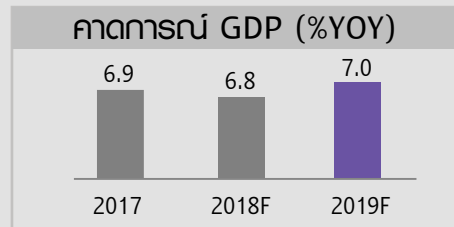
นัยต่อเศรษฐกิจไทย

- เงินกีบอ่อนค่าลง 3.24%YTD เทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ณ วันที่ 28 กันยายน 2018 แนวโน้มการอ่อนค่าของเงินกีบอย่างต่อเนื่องในอนาคตอาจสร้างแรงกดดันต่อการควบคุมค่าเงินของธนาคารกลางลาว (BOL) ซึ่งปัจจุบันกำหนดกรอบการเคลื่อนไหวของเงินกีบไม่เกิน 5% รวมทั้งยอดหนี้สาธารณะที่สูงและส่วนใหญ่เป็นหนี้สินในสกุลเงินต่างประเทศในรูปดอลลาร์สหรัฐฯ
- มูลค่าการค้าระหว่างไทยและลาวขยายตัว 14.2%YOY ในช่วง 8 เดือนแรกของปี 2018 และมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปี 2018 และ 2019 ตามการขยายตัวของเศรษฐกิจลาว รวมถึงการเปิดด่านการค้าชายแดนใหม่ๆ ล่าสุด ทางกรมการค้าชายแดนใหม่ฯ ลำสุต ทางกรมการค้าชายแดนระดับจุดผ่อนปรนการค้าบ้านฮวก จังหวัดพะเยา ให้เป็นด่านการค้าชายแดนถาวร คาดว่าจะช่วยเพิ่มการค้ากับแขวงไชยบุรีของประเทศไทย
- ไทยจัดเป็นประเทศผู้ลงทุนอันดับ 2 ในลาวรองจากจีน มีมูลค่าการลงทุนทางตรง (FDI) คิดเป็น 9% ของ FDI ทั้งหมดในลาวปี 2017 การลงทุนทางตรงจากไทยไปลาวยังมีแนวโน้มเติบโตตามสภาพแวดล้อมทางการลงทุนในลาวที่พัฒนาขึ้นต่อเนื่อง รวมถึงการให้สิทธิประโยชน์แก่นักลงทุนเพิ่มเติม เช่น การยกเว้นภาษีสำหรับการลงทุนใน SEZ



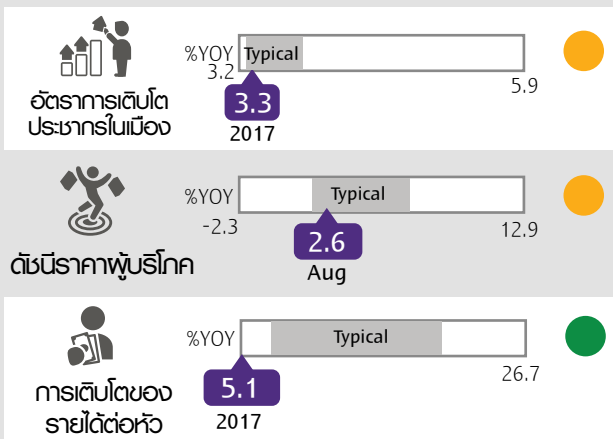
เศรษฐกิจลาว

เติบโตบนความเสี่ยงจาก การขาดดุลการค้าและการคลัง อย่างต่อเนื่อง



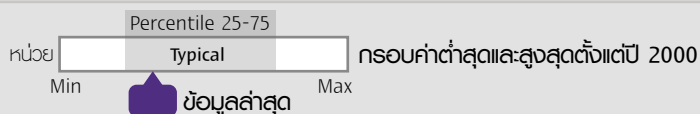
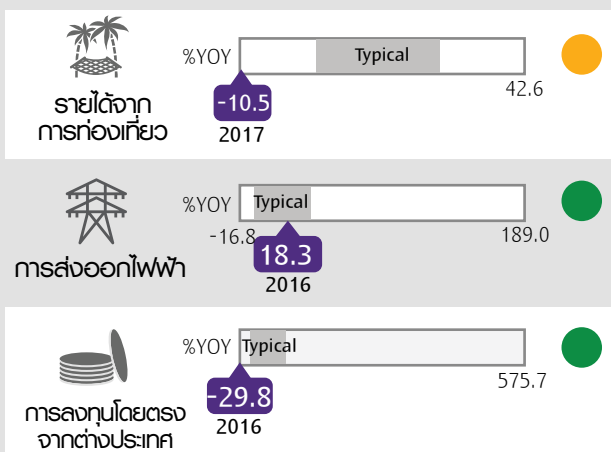
ภาคครัวเรือน

รายได้ต่อหัวขยายตัวตามการเติบโตทางเศรษฐกิจ

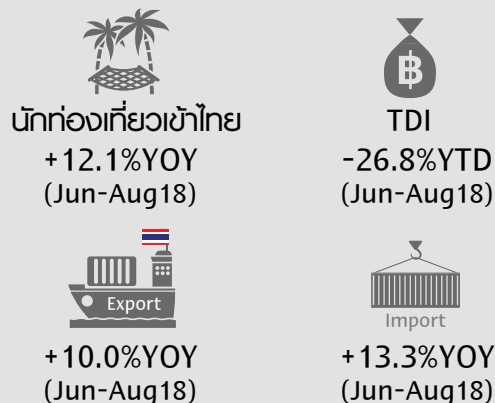


ภาคธุรกิจ

การส่งออกไฟฟ้าเติบโตต่อเนื่อง



ความสัมพันธ์กับไทย



นโยบายการเงินการคลัง

ธนาคารกลางลาวควบคุมค่าเงินกับ
ด้วยระบบแบบลอยตัวภายใต้การจัดการ

ส่งเสริมภาคการท่องเที่ยวและการลงทุน
ภายในประเทศ เพื่อแก้ไขปัญหาดุล
การค้า

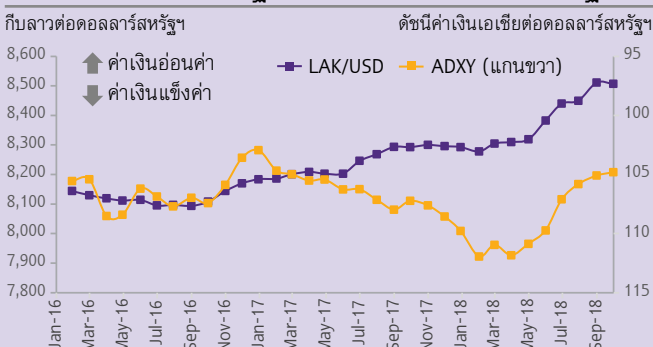
ประเด็นที่ต้องจับตา



รัฐบาลลาวสั่งตรวจสอบคุณภาพการก่อสร้างเขื่อน
และหยุดพิจารณาเขื่อนโครงการใหม่ชั่วคราว
ซึ่งอาจส่งผลให้เงินลงทุนจากต่างประเทศลดลง

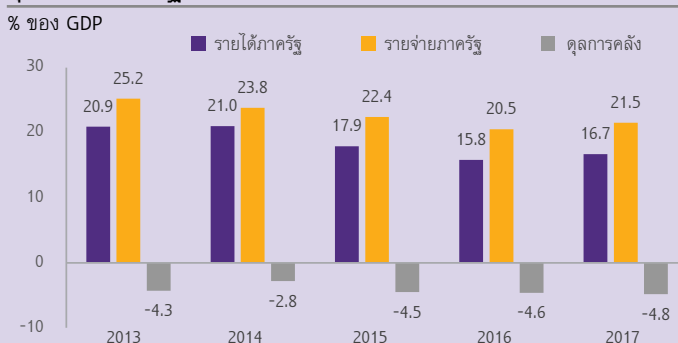
เงินกับอ่อนค่าตามแนวโน้มค่าเงินภูมิภาคเอเชียเอเชีย

เงินกีบลาวต่อดอลลาร์สหรัฐฯ และดัชนีค่าเงินเอเชียต่อดอลลาร์สหรัฐฯ



รัฐบาลลาวเผชิญกับปัญหาดุลการค้าและดุลการคลังมายาวนาน

ดุลการค้าของรัฐบาลลาว



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC ณ กรกฎาคม 2018 จากข้อมูลของ Bloomberg และ IMF

เศรษฐกิจไทย ปี 2018 และ 2019

เศรษฐกิจไทยในช่วงครึ่งปีแรกเติบโตได้ในระดับสูงและมีการกระจายตัวที่ดีขึ้น
เมื่อมองไปในระยะ 1 ปีข้างหน้ามีแนวโน้มที่จะขยายตัวได้ต่อเนื่อง แต่การรักษาระดับ
การเติบโตให้ได้เท่ากับครึ่งแรกของปี 2018 มีความท้าทายสูงโดยเฉพาะอย่างยิ่ง
เมื่อการค้าโลกเริ่มชะลอตัว



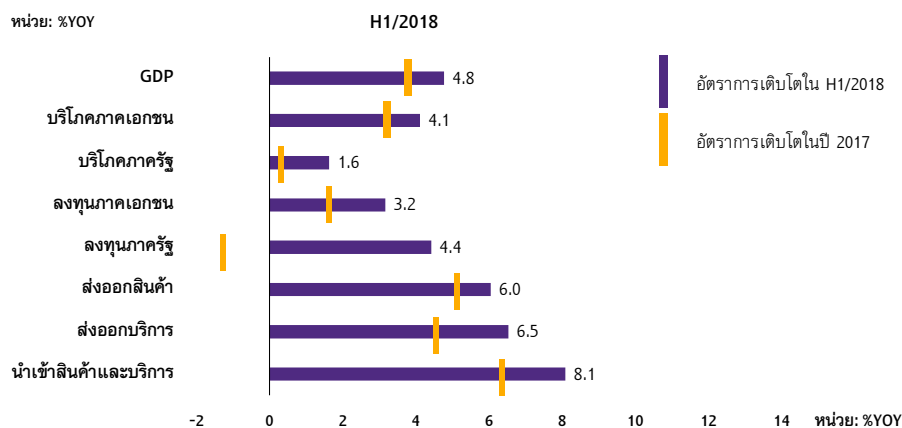


มุมมองเศรษฐกิจไทยปี 2018-2019 ณ ไตรมาส 4/2018

อีไอซีประเมินเศรษฐกิจไทยปี 2018 ขยายตัว 4.5% ตามการเติบโตของอุปสงค์ทั้งจากในและนอกประเทศ ขณะที่ปี 2019 จะขยายตัวต่อเนื่องที่ 4.0%

ในช่วงครึ่งปีแรกของปี 2018 ตัวเลข GDP ของไทยขยายตัวสูงถึง 4.8%YOY ซึ่งเป็นอัตราสูงที่สุดในรอบมากกว่า 5 ปี และเป็นการขยายตัวเร่งขึ้นจากทุกหมวดการใช้จ่ายสำคัญ (รูปที่ 5) โดยการบริโภคและการลงทุนจากภาคเอกชนในประเทศ การใช้จ่ายภาครัฐ และอุปสงค์จากต่างประเทศต่อสินค้าและบริการ มีการขยายตัวที่เร่งขึ้นจากปี 2017 สะท้อนถึงแนวโน้มการเติบโตที่แข็งแกร่งมากยิ่งขึ้นของเศรษฐกิจไทยต่อเนื่องจากปีที่แล้วที่ถือว่าเศรษฐกิจในภาพใหญ่มีการฟื้นตัวที่ชัดเจน

รูปที่ 5: เศรษฐกิจไทยในช่วงครึ่งแรกของปี 2018 เติบโตจากแรงส่งที่เร่งขึ้นของทุกหมวดการใช้จ่ายจากในปี 2017



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของสำนักงานคณะกรรมการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

อย่างไรก็ตาม ภายใต้การเติบโตภาพใหญ่ที่ค่อนข้างดี เศรษฐกิจในระดับฐานรากยังไม่ได้ขยายตัวมากนัก โดยการบริโภคภาคเอกชนในหมวดสินค้าไม่คงทนซึ่งมีสัดส่วนค่อนข้างสูงในรายจ่ายของครัวเรือนรายได้น้อยถึงปานกลางยังคงเติบโตในระดับต่ำที่ 1.5%YOY และชะลอลงจากไตรมาสก่อนหน้าที่ขยายตัวได้ที่ 2.1%YOY ส่วนหนึ่งมาจากภาระหนี้ครัวเรือนที่ยังคงอยู่ในระดับสูงที่ 78% ต่อ GDP ขณะที่รายได้เกษตรกรและค่าจ้างของลูกจ้างนอกภาคเกษตรแม้มีสัญญาณที่ดีขึ้นแต่ยังไม่ได้เติบโตสูงมากนัก โดยขยายตัวที่ 2.0%YOY และ 2.7%YOY ตามลำดับในช่วงครึ่งปีแรกของปี 2018 โดยในช่วง 2 ปีก่อนหน้า (2015-2017) ก็ค่อนข้างซบเซาโดยรายได้เกษตรกรหดตัวที่ -1.1% ต่อปี ขณะที่ค่าจ้างนอกภาคเกษตรขยายตัวเพียง 1.4% ต่อปี ด้วยเหตุนี้ การบริโภคภาคเอกชนจึงยังคงต้องพึ่งพาผู้มีรายได้สูง ซึ่งได้รับประโยชน์จากเศรษฐกิจภาพใหญ่ที่ขยายตัวต่อเนื่อง ความเชื่อมั่นที่เพิ่มขึ้น และภาระหนี้ครัวเรือนจากการซื้อรถยนต์คันแรกที่ทยอยหมดลง

สำหรับในช่วงที่เหลือของปี 2018 ไปจนถึงปี 2019 เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง อีไอซีประเมินว่าอัตราการเติบโตของ GDP ในครึ่งปีหลังจะอยู่ที่ราว 4.2%YOY ขณะที่ในปี 2019 จะเติบโตราว 4.0%YOY โดยเป็นการขยายตัวจากทั้งการบริโภคและการลงทุนของทั้งรัฐและเอกชน สะท้อนการฟื้นตัวแบบทั่วถึงต่อเนื่องจากครึ่งปีแรกของปี 2018 โดยคาดว่าจะมีการใช้จ่ายภายในประเทศจะได้รับแรงสนับสนุนจากแนวโน้มการขยายการลงทุนของภาคเอกชน และการเร่งลงทุนโครงการเมกะโปรเจกต์ต่างๆ ของภาครัฐ แต่การเติบโตในระยะข้างหน้าอาจแผ่วลงตามปัจจัยฐานสูงและทิศทางค่าโลกที่เริ่มชะลอตัวซึ่งจะทำให้ภาคการส่งออกขยายตัวชะลอลง

อัตราเงินเฟ้อปี 2018 โต 4.5% ปี 2019 โต 4.0%

Key forecasts



GDP

	2018F	2019F
GDP (%YOY)	4.5 ▲	4.0

เศรษฐกิจไทยยังขยายตัวต่อเนื่อง แต่ต้องระวังจากต่างประเทศมีแนวโน้มชะลอตัวในปี 2019

▲ ปรับขึ้นจากคาดการณ์ครั้งก่อน ▼ ปรับลงจากคาดการณ์ครั้งก่อน



อัตราดอกเบี้ยนโยบาย

	2018F	2019F
อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (ณ สิ้นปี)	1.5-1.75%	2.0-2.5%

ดอกเบี้ยเริ่มปรับขึ้นในปีหน้า 3-4 ครั้ง สอดคล้องกับเศรษฐกิจที่โตต่อเนื่องและเงินเฟ้อที่สูงกว่ากรอบล่างของนโยบาย



อัตราแลกเปลี่ยน

	2018F	2019F
USD/THB	32-32.5 ▼	31.5-32

เงินบาทยังมีแนวโน้มกลับมาแข็งค่าจากเดิมตามปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจของไทยที่แข็งแกร่ง

หน่วย: %YOY

2018F

2019F

ปัจจัยสำคัญในปี 2019



การบริโภคภาคเอกชน

4.0 ▲

3.2

- รายได้ครัวเรือนที่เริ่มฟื้นตัว
- หนี้ครัวเรือนจะยังคงเป็นอุปสรรคสำคัญ



การลงทุนภาคเอกชน

3.6 ▲

4.3

- กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นหนุนการลงทุน
- จัดทำโครงการ EEC จะมีผลชัดเจนขึ้น



การบริโภคภาครัฐ

2.0 ▼

2.8

- ขยายตัวในระดับปกติ ตามการปรับเพิ่มขึ้นของค่าตอบแทนข้าราชการ



การลงทุนภาครัฐ

6.1 ▼

7.2

- ขยายตัวตามการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ ทั้งในเขต กทม. และต่างจังหวัด จากโครงการที่เริ่มก่อสร้างแล้วเป็นสำคัญ



การส่งออกสินค้า*

8.5

4.7

- มีแนวโน้มโตต่อเนื่องแต่อาจชะลอตัวบ้างตามทิศทางค่าเงินบาท
- จัดทำความเสี่ยงจากการกีดกันทางการค้าเพิ่มเติม



จำนวนนักท่องเที่ยว

7.8

6.0

- ขยายตัวชะลอตัวจากการลดลงของนักท่องเที่ยวที่ไม่ทันกับความต้องการ



การนำเข้าสินค้า*

15.0 ▲

6.7

- ขยายตัวจากความต้องการการลงทุนในประเทศที่เพิ่มสูงขึ้น



เงินเฟ้อทั่วไป

1.2 ▼

1.3

- เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปตามกำลังซื้อผู้บริโภค



ส่งออก 2019 จะชะลอเพราะอะไร?

จัดทำเศรษฐกิจคู่ค้ามีแนวโน้มชะลอตัวลง แรงส่งจากด้านราคาส่ง และความเสี่ยงสงครามการค้า



จับตาการฟื้นตัวของตลาดแรงงานไทย

อัตราการว่างงานลดลงและค่าจ้างเริ่มฟื้นตัว แต่ชั่วโมงการทำงานลดลงอย่างต่อเนื่อง และในระยะข้างหน้ายังมีข้อจำกัด

*มูลค่าการส่งออกและนำเข้าสินค้าในรูปดอลลาร์สหรัฐ

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC ณ วันที่ 10 ตุลาคม 2018 จากข้อมูลของสภาพัฒนาฯ, ธปท., กระทรวงพาณิชย์, ททท. และ Bloomberg

เศรษฐกิจภาคต่างประเทศ

ส่งออกและท่องเที่ยวขยายปีนี้ถึงปีหน้ายังขยายตัว แต่มีแนวโน้มชะลอลง

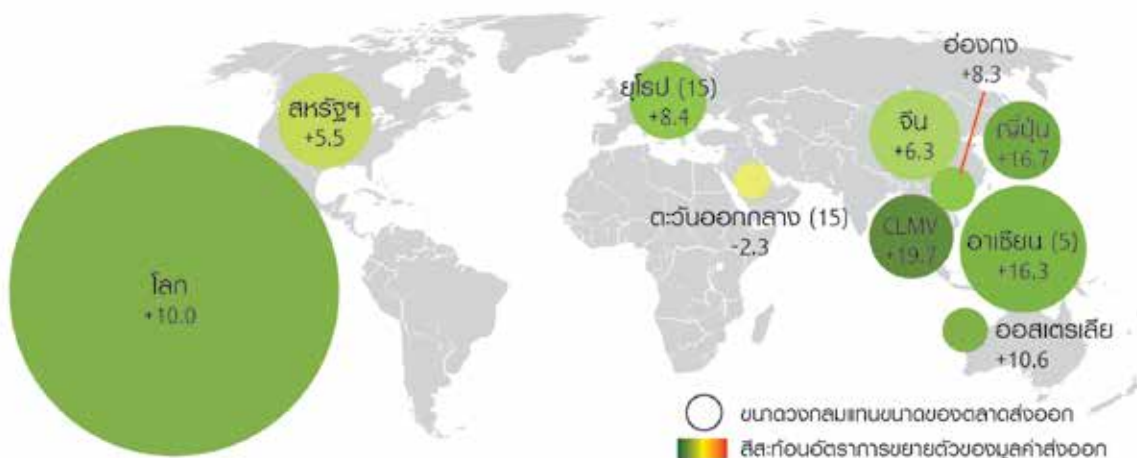


ธุรกิจส่งออกสินค้าในช่วง 8 เดือนแรกของปี 2018 ขยายตัวได้ดีในหลายภูมิภาค และหลายกลุ่มสินค้า โดยมูลค่าการส่งออกของไทยเติบโตได้ถึง 10.0%YOY และเป็นการขยายตัวในหลายตลาดส่งออกสำคัญ (รูปที่ 6) และในหลายหมวดสินค้า (รูปที่ 7) ทั้งสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ ยานยนต์และส่วนประกอบ อาหารและเครื่องดื่ม เคมีภัณฑ์และสินค้ากลุ่มพลังงาน อย่างไรก็ตาม สินค้าหมวดเกษตรกรรมมีอัตราการเติบโตที่ชะลอลงจากปีก่อนหน้า ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากสินค้ากลุ่มยางพารา (สัดส่วน 2.5% ของมูลค่าการส่งออกรวมปี 2017) ที่ได้รับผลกระทบจากราคาตลาดโลกที่ซบเซา โดยราคายางเฉลี่ยในช่วง 8 เดือนแรกลดลงถึง -25%YOY ทั้งนี้ ราคายางที่ซบเซาส่วนหนึ่งมาจากการขยายตัวของราคาน้ำมันดิบเกิดจากสภาวะอุปทานล้นเกินของยางพาราโลก

รูปที่ 6: การส่งออกเติบโตได้ดีในทุกภูมิภาคสำคัญ ยกเว้นตะวันออกกลางที่ส่งออกหดตัวในหลายหมวดสินค้าสำคัญ

มูลค่าส่งออกไทยในช่วง 8 เดือนแรกของปี 2018 - รายตลาดส่งออก

หน่วย: %YOY



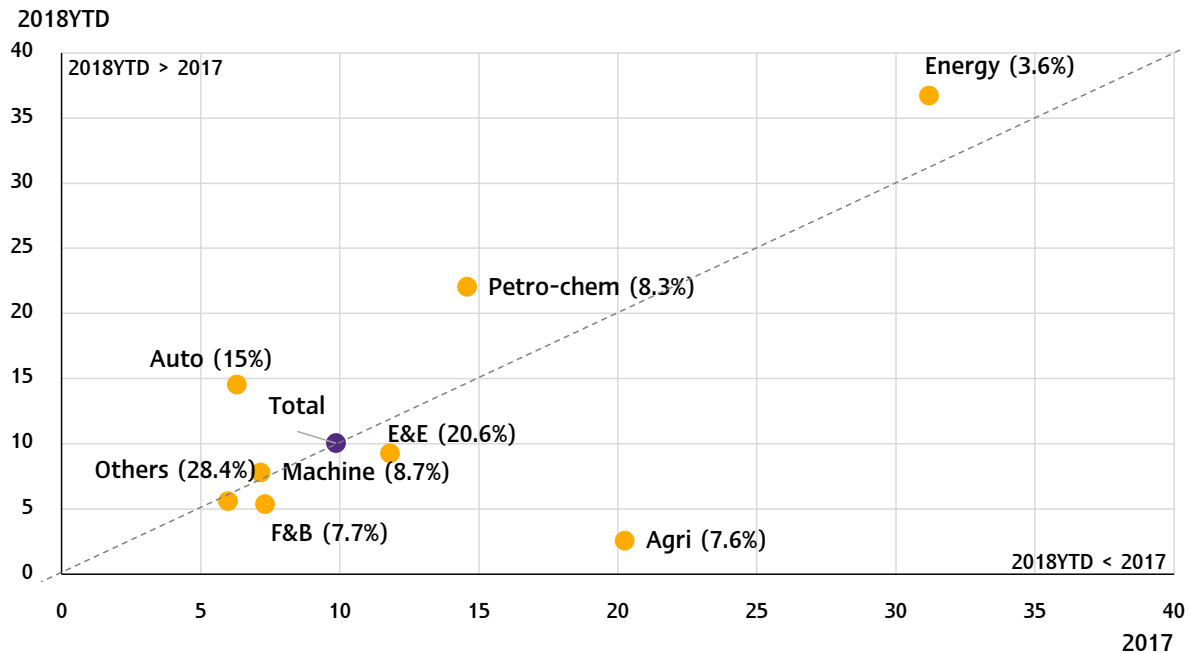
หมายเหตุ: ยุโรป (15) ได้แก่ เยอรมนี สหราชอาณาจักร อิตาลี ฝรั่งเศส สเปน ออสเตรีย เนเธอร์แลนด์ เบลเยียม โปรตุเกส เดนมาร์ก กรีซ ฟินแลนด์ สวีเดน ลักเซมเบิร์ก และไอร์แลนด์ อาเซียน (5) ได้แก่ สิงคโปร์ อินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ และบรูไน

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกระทรวงพาณิชย์

รูปที่ 7: การส่งออกสินค้าในช่วง 8 เดือนแรกของปีเติบโตเร่งขึ้นในหลายหมวดสินค้าสำคัญ

อัตราการขยายตัวของมูลค่าการส่งออกปี 2017 เทียบ 8 เดือนแรกปี 2018

หน่วย: %YOY, ในวงเล็บคือสัดส่วนต่อมูลค่าการส่งออกทั้งหมด



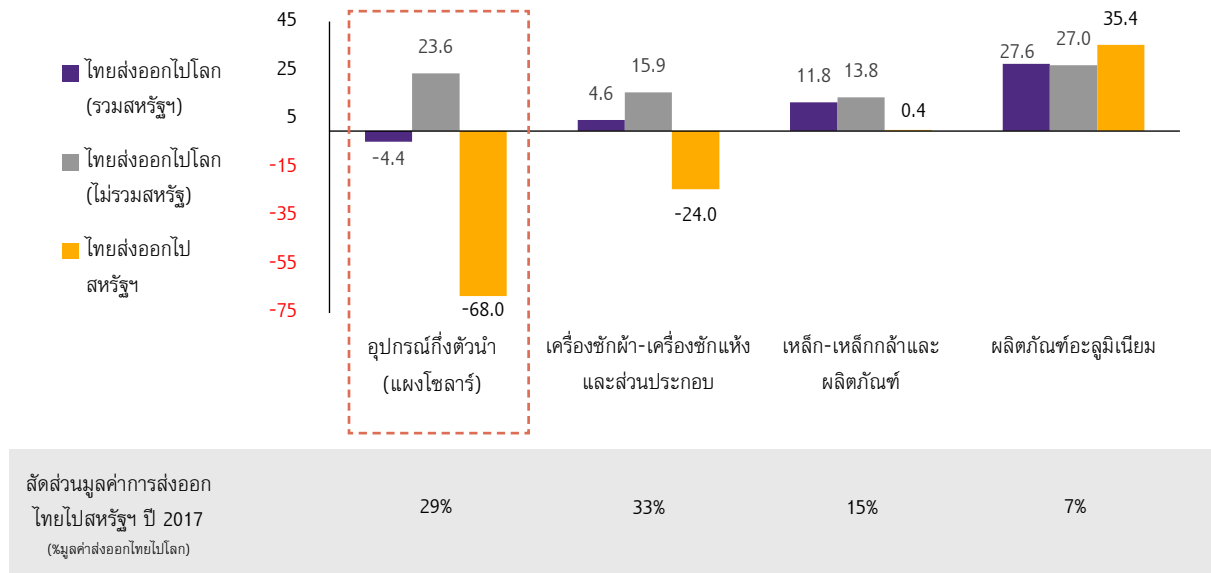
ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกระทรวงพาณิชย์

นโยบายกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ เริ่มส่งผลกระทบต่อมูลค่าการส่งออกไทยบางกลุ่มสินค้าในช่วงที่ผ่านมา โดยมูลค่าการส่งออกอุปกรณ์กึ่งตัวนำ (แผงโซลาร์) ที่ถูกตั้งมาตรการภาษีนำเข้าเมื่อเดือนมกราคม 2018 ในภาพรวมหดตัวที่ -4.4%YOY ขณะที่การส่งออกเครื่องซักผ้า-เครื่องซักแห้งและส่วนประกอบยังขยายตัวได้ที่ 4.6%YOY ในช่วงตั้งแต่มีมาตรการฯ (กุมภาพันธ์ - สิงหาคม 2018) ซึ่งเป็นผลมาจากการส่งออกไปสหรัฐฯ ที่ลดลงถึง -68.0%YOY และ -24.0%YOY เนื่องจากมูลค่าที่ไม่รวมการส่งออกไปยังสหรัฐฯ ของสินค้าดังกล่าวขยายตัวที่ 23.6%YOY และ 15.9%YOY ตามลำดับ (รูปที่ 8) อย่างไรก็ตาม เหล็ก-เหล็กกล้าและผลิตภัณฑ์และอะลูมิเนียม ที่ถูกตั้งมาตรการภาษีนำเข้าเมื่อเดือนมีนาคมยังมีการส่งออกขยายตัวได้ที่ 11.8%YOY และ 27.6%YOY ตามลำดับ เนื่องจากราคารวมอัตราภาษีของสินค้าดังกล่าวของไทยยังอยู่ในระดับที่แข่งขันได้ ประกอบกับผู้ส่งออกไทยยังสามารถกระจายสินค้าไปยังตลาดอื่นๆ ได้ดี เช่น เหล็ก-เหล็กกล้าและผลิตภัณฑ์ยังมีการขยายตัวในภาพรวมที่สูง แม้ส่วนที่ส่งไปยังสหรัฐฯ จะมีขยายตัวเพียง 0.4%YOY หลังมีมาตรการ นอกจากนี้ มาตรการการเก็บภาษีนำเข้าจากจีนของสหรัฐฯ ที่เริ่มบังคับใช้เมื่อ 6 กรกฎาคม เริ่มส่งผลกระทบต่อเครื่องคอมพิวเตอร์และอุปกรณ์บ้างแล้ว แม้ว่าการส่งออกเครื่องคอมพิวเตอร์และอุปกรณ์ในภาพรวมยังขยายตัวได้ดี โดย 8 เดือนแรกปี 2018 ขยายตัวที่ 17.1%YOY แต่มูลค่าส่งออกสินค้าดังกล่าวไปยังจีนเดือนสิงหาคมหดตัวเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือนมกราคม 2017 ที่ -10.7%YOY

รูปที่ 8: นโยบายกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ เริ่มส่งผลกระทบต่อมูลค่าการส่งออกไทยในช่วงที่ผ่านมา การส่งออกแผงโซลาร์และกลุ่มเครื่องซักผ้าไปยังสหรัฐฯ ที่หดตัวในช่วงที่เริ่มมีผลบังคับใช้

อัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าการส่งออกของไทยในช่วงหลังมาตรการการกีดกัน* เทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน

หน่วย: %YOY (ช่วงหลังมาตรการกีดกัน)



หมายเหตุ*: สหรัฐฯ เริ่มใช้มาตรการกีดกันทางการค้า โดยเริ่มเก็บภาษีนำเข้าอุปกรณ์กึ่งตัวนำ (แผงโซลาร์) และเครื่องซักผ้า-เครื่องซักแห้งและส่วนประกอบ เมื่อวันที่ 22 มกราคม 2018 และเริ่มเก็บภาษีนำเข้าเหล็ก-เหล็กกล้าและผลิตภัณฑ์ และอะลูมิเนียม เมื่อวันที่ 8 มีนาคม 2018

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกระทรวงพาณิชย์

ทั้งนี้ อีไอซีมองว่าความเสี่ยงจากมาตรการที่จะออกมาเพิ่มเติมยังมีอยู่ โดยเฉพาะกลุ่มยางแผ่น ไม้แผ่นและไม้แปรรูป เครื่องคอมพิวเตอร์-อุปกรณ์และส่วนประกอบ เม็ดพลาสติก และเคมีภัณฑ์ ที่อาจได้รับผลกระทบจากมาตรการจัดเก็บภาษีสินค้านำเข้าจากจีนของสหรัฐฯ⁷ ที่เริ่มบังคับใช้ในเดือนกันยายนในหลายหมวดสินค้ารวมมูลค่ากว่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เนื่องจากผู้ส่งออกไทยมีการส่งออกสินค้ากลุ่มดังกล่าวค่อนข้างมาก โดยส่งออกไปยังจีนในปี 2017 คิดเป็นมูลค่ากว่า 5.4 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือ 4.1% ของมูลค่าการส่งออกทั้งหมดของไทย นอกจากนี้ กลุ่มผลิตภัณฑ์-อุปกรณ์และส่วนประกอบ ยังต้องจับตาการพิจารณาจัดเก็บภาษีสินค้านำเข้าในหมวดดังกล่าวของสหรัฐฯ ที่จะมีการสรุปผลการสอบสวนในเดือนกุมภาพันธ์ 2019 หากนโยบายนี้บังคับใช้ ไทยอาจได้รับผลกระทบในแง่ที่ไทยเป็นผู้ผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ในห่วงโซ่อุปทานที่จะส่งต่อไปยังสหรัฐฯ

อีไอซีคาดว่าทั้งปีมูลค่าส่งออกในภาพรวมจะขยายตัว 8.5%YOY ในปี 2018 และ 4.7%YOY ในปี 2019 โดยมีปัจจัยสนับสนุนสำคัญคือเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าหลักและการค้าโลกที่คาดว่าจะยังขยายตัวได้ดี แต่ในช่วงปลายปี 2018 ไปจนถึงปี 2019 คาดว่าการขยายตัวของมูลค่าการส่งออกสินค้าไทยจะเริ่มชะลอตัวลงจากแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจคู่ค้าสำคัญ และการค้าโลกที่ชะลอตัวลง ผลจากการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันที่ลดน้อยลง และความเสี่ยงจากสงครามการค้า (อ่านเพิ่มเติมใน Box: ส่งออก 2019 จะชะลอเพราะอะไร?)

48 ⁷ การส่งออกสินค้ากลุ่มยางแผ่น ไม้แผ่นและไม้แปรรูป เครื่องคอมพิวเตอร์-อุปกรณ์และส่วนประกอบ เม็ดพลาสติก และเคมีภัณฑ์ จากไทยไปยังจีนคิดเป็นสัดส่วน 1.2% 0.7% 0.2% 0.2% และ 0.01% ของมูลค่าการส่งออกทั้งหมดของไทยปี 2017

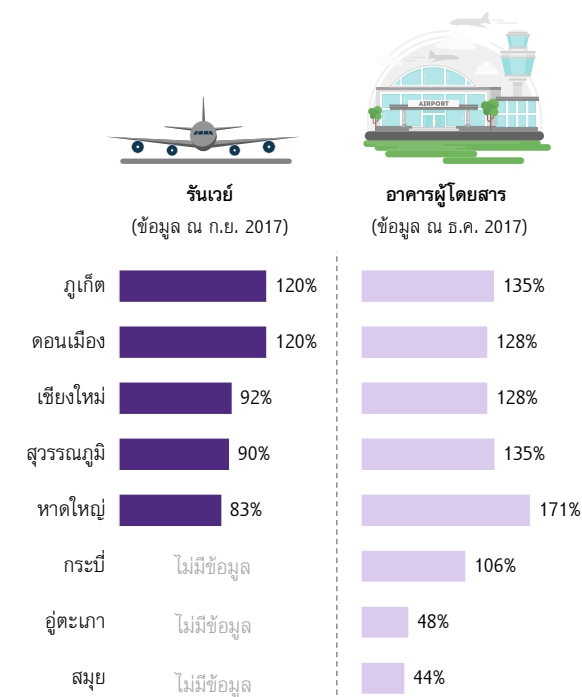
ด้านธุรกิจท่องเที่ยวขยายตัวได้ดีในช่วง 8 เดือนแรกของปี 2018 ตามการเติบโตของนักท่องเที่ยวต่างชาติ โดยมีจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเข้ามา 25.9 ล้านคน คิดเป็นการเพิ่มขึ้น 9.9%YOY นำโดยกลุ่มนักท่องเที่ยวจีนที่คิดเป็นสัดส่วนราว 29.9% ของนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมด เติบโตต่อเนื่องที่ 16.5%YOY ทั้งนี้ นักท่องเที่ยวจากกลุ่มประเทศอื่นๆ ที่สำคัญก็มีการเพิ่มขึ้นเช่นกันในช่วงดังกล่าว เช่น จากอาเซียน (8.2%YOY) ยุโรป (5.6%YOY) รัสเซีย (14.7%YOY) ญี่ปุ่น (6.6% YOY) และอินเดีย (13.0% YOY) เป็นต้น ขณะที่รายได้จากนักท่องเที่ยวต่างชาติในช่วงเดียวกันอยู่ที่ 1.4 ล้านล้านบาท หรือขยายตัวที่ 12.9% เป็นผลมาจากทั้งจำนวนนักท่องเที่ยวที่ขยายตัวและการใช้จ่ายต่อคนที่เพิ่มขึ้น

อีไอซีคาดจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในภาพรวมจะขยายตัว 7.8%YOY ในปี 2018 และขยายตัวชะลอลงในปี 2019 ที่ 6.0%YOY ปัจจัยสนับสนุนหลักที่ทำให้แนวโน้มการท่องเที่ยวยังคงขยายตัวได้มาจากการขยายตัวของเศรษฐกิจในกลุ่มประเทศสำคัญ โดยเฉพาะการเพิ่มขึ้นของรายได้ประชากรในจีน ประกอบกับแนวโน้มการขยายตัวของเส้นทางท่องเที่ยวของโลก อย่างไรก็ตาม เหตุการณ์อุบัติเหตุทางทะเลที่ภูเก็ตที่ส่งผลให้จำนวนนักท่องเที่ยวชาวจีนเดือนสิงหาคมในภาพรวมลดลง -11.8%YOY ซึ่งเป็นการลดลงต่อเนื่องจากเดือนกรกฎาคมที่ -0.9%YOY โดยกระทรวงท่องเที่ยวและกีฬาคาดการณ์ว่าเหตุการณ์ดังกล่าวจะทำให้นักท่องเที่ยวชาวจีนลดลงชั่วคราวในช่วงเดือนกรกฎาคม-สิงหาคม แต่จะกลับมาขยายตัวได้อีกครั้งในช่วงไตรมาสที่สี่ของปี สำหรับปัจจัยที่จะชะลอการเติบโตที่สำคัญอีกประการคือกำลังการรองรับของสนามบินหลักของไทยที่เริ่มมีข้อจำกัด (รูปที่ 9) เนื่องจาก ทั้งปริมาณการใช้รันเวย์และจำนวนผู้ใช้บริการในปัจจุบันอยู่ในระดับที่เกินกำลังการรองรับไปแล้วพอสมควร ขณะที่กำหนดการขยายสนามบินส่วนใหญ่จะเสร็จสิ้นและเปิดให้บริการตั้งแต่ปี 2020 เป็นต้นไป ทำให้ในปี 2019 ความหนาแน่นจะยังคงเป็นความท้าทายสำหรับการบริหารจัดการของสนามบินรวมไปถึงการขยายตัวของเที่ยวบินและนักท่องเที่ยวในภาพรวม

รูปที่ 9: ความหนาแน่นของสนามบินจะกดดันการขยายตัวของนักท่องเที่ยวในช่วง 3 ปีข้างหน้า โดยเฉพาะปริมาณการใช้งานรันเวย์ที่ตึงตัวมากขึ้น

ปริมาณการใช้งานสนามบินหลัก

หน่วย: % ของขีดความสามารถให้บริการ



โครงการพัฒนาสนามบินที่สำคัญ

สนามบิน	โครงการพัฒนา	ปีที่แล้วเสร็จ ¹	ขีดความสามารถ
สุวรรณภูมิ	เฟส 2 : อาคารเทียบเครื่องบินรองหลังที่ 1	2020	60 ล้านคน/ปี
	เฟส 3 : อาคารผู้โดยสารหลังที่ 2 และรันเวย์ที่ 3	2021	90 ล้านคน/ปี
กระบี่	อาคารผู้โดยสารหลังที่ 3	2020	8 ล้านคน/ปี
อุดรธานี	อาคารเชิงพาณิชย์และรันเวย์ที่ 2	2021	5 ล้านคน/ปี
ภูเก็ต	อาคารผู้โดยสารหลังที่ 3 และทางขึ้นสู่ขนาน	2022	18 ล้านคน/ปี
ดอนเมือง	อาคารผู้โดยสารหลังที่ 3	2022	40 ล้านคน/ปี
เชียงใหม่	อาคารผู้โดยสารหลังที่ 2	2022	16.5 ล้านคน/ปี
หาดใหญ่	อาคารผู้โดยสารหลังที่ 2 และทางขึ้นสู่ขนาน	2024	8.5 ล้านคน/ปี

หมายเหตุ: ปีที่กำหนดแล้วเสร็จของแต่ละโครงการอ้างอิงตามรายงานของกระทรวงคมนาคม ซึ่งอาจเกิดความล่าช้ากว่าที่วางแผนไว้

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกรมท่าอากาศยาน บมจ. ท่าอากาศยานไทย และ บลจ. กัทธ



BOX

ส่งออก 2019 จะชะลอเพราะอะไร?

การเติบโตของการส่งออกสินค้ามีแนวโน้มชะลอลงใน
ปี 2019 จากเหตุผลหลัก 3 ประการ ได้แก่ 1) การขยายตัว
ทางเศรษฐกิจของคู่ค้าสำคัญและปริมาณการค้าโลกที่จะ
ชะลอตัว 2) ผลกระทบและความเสี่ยงของสงครามการค้า
และ 3) ผลบวกจากราคาน้ำมันดิบที่ลดลง **ทำให้อิโชนีประเมิน**
ว่าการส่งออกสินค้าของไทยในปี 2019 จะขยายตัวได้ที่
4.7%YOY จาก 8.5%YOY ในปี 2018

1) การขยายตัวทางเศรษฐกิจของคู่ค้าสำคัญและปริมาณ
การค้าโลกที่จะชะลอตัว อิโชนีประมาณการการขยายตัว
ทางเศรษฐกิจปี 2019 ของสหรัฐฯ ยูโรโซน ญี่ปุ่น และจีน
ชะลอตัวจากปี 2018 นอกจากนี้ คู่ค้าสำคัญอื่นๆ ได้แก่ มาเลเซีย
ออสเตรเลีย และสิงคโปร์ ก็มีการคาดการณ์โดย IMF ว่าจะมี
การเติบโตทางเศรษฐกิจที่ชะลอตัวเช่นกัน (รูปที่ 10) ซึ่งอาจส่ง
ผลเชิงลบต่อสินค้าส่งออกของไทยในประเทศดังกล่าวผ่าน
กำลังซื้อที่ลดลง ซึ่งมูลค่าส่งออกของไทยไปยังประเทศ
ดังกล่าวคิดเป็น 55.4% ของมูลค่าการส่งออกทั้งหมดใน
ปี 2017 สอดคล้องกับการคาดการณ์มูลค่าการค้าโลก
ของ WTO ที่คาดว่ามูลค่าการค้าโลกในปี 2019 จะขยายตัว
ที่ระดับ 4.0% ลดลงจากคาดการณ์ทั้งปี 2018 ที่ 4.4%
อย่างไรก็ตาม อัตราการขยายตัวของการค้าโลกปี 2019
ยังถือว่าอยู่ในเกณฑ์ดีเมื่อเทียบกับช่วง 5 ปีก่อนหน้าที่เติบโต
เฉลี่ยน้อยกว่า 3% ต่อปี

รูปที่ 10: เศรษฐกิจปี 2019 ของประเทศคู่ค้าสำคัญของไทยมีแนวโน้มขยายตัวชะลอ
ลงจากปี 2018

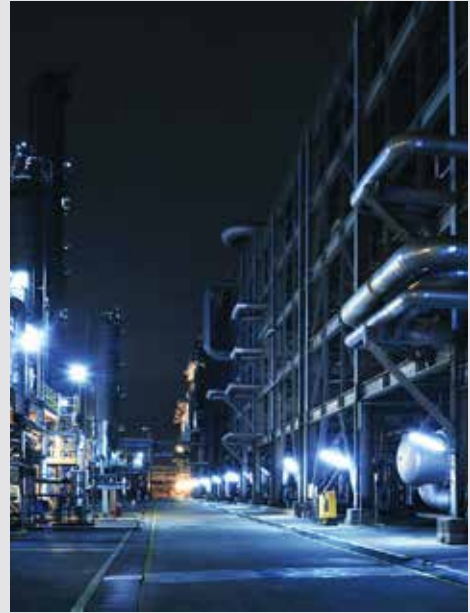
ประเทศ	สัดส่วนการส่งออก ทั้งปี 2017 (%มูลค่าการส่งออกไทยทั้งหมด)	คาดการณ์ GDP 2018 (%YOY)	คาดการณ์ GDP 2019 (%YOY)
 จีน	12.5	6.6	6.5
 สหรัฐอเมริกา	11.2	2.8	2.6
 ญี่ปุ่น	9.3	1.2	1.0
 ยูโรโซน	9.1	2.1	1.9
 มาเลเซีย*	4.4	4.7	4.6
 ออสเตรเลีย*	4.4	3.2	2.8
 สิงคโปร์*	3.5	2.9	2.5

หมายเหตุ*: คาดการณ์ GDP ของมาเลเซีย ออสเตรเลีย และสิงคโปร์ เป็นการคาดการณ์ของ IMF

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกระทรวงพาณิชย์ และประมาณการณ์ของ EIC สำนักวิจัยต่างประเทศ และ IMF

2) ผลกระทบและความเสี่ยงของสงครามการค้า นอกจากมาตรการภาษีการค้าของสหรัฐฯ ที่เริ่มส่งผลกระทบต่อการส่งออกไทยบ้างแล้ว โดยเฉพาะการส่งออกหมวดอุปกรณ์กึ่งตัวนำ (แพคเกจจิ้ง) และเครื่องซักผ้า-เครื่องซักแห้งและส่วนประกอบ ยังมีอีกหนึ่งสถานการณ์การค้าโลกที่เป็นความเสี่ยงต่อการส่งออกไทย คือ การตอบโต้ทางการค้ากันระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่มีแนวโน้มจะทวีความรุนแรงขึ้น ซึ่งอาจส่งผลกระทบทางอ้อมต่อการส่งออกของไทย โดยสหรัฐฯ ได้เริ่มเก็บภาษีนำเข้าจากจีนที่อัตรา 25% รอบแรกเมื่อ 6 กรกฎาคม ที่ผ่านมา ในกลุ่มสินค้าเม็ดพลาสติกเคมีคอนดักเตอร์ และเครื่องคอมพิวเตอร์-อุปกรณ์และส่วนประกอบ ซึ่งจีนได้ทำการตอบโต้กลับด้วยการประกาศเก็บภาษีสินค้านำเข้าจากสหรัฐฯ ในอัตราที่เท่ากันในกลุ่มสินค้าเกษตร ยานยนต์ และพลังงาน รวมไปถึงการประกาศเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจีนเพิ่มเติมอีกรอบของสหรัฐฯ ที่จะเก็บที่อัตรา 10% ในเดือนกันยายน 2018 และเพิ่มเป็น 25% ในเดือนมกราคม 2019 ในกลุ่มสินค้ายางแผ่น ไม้แผ่นและไม้แปรรูป เครื่องคอมพิวเตอร์-อุปกรณ์และส่วนประกอบ เม็ดพลาสติก และเคมีภัณฑ์ ทั้งนี้ สัดส่วนมูลค่าส่งออกสินค้าหมวดดังกล่าวที่ไทยส่งไปยังจีนคิดเป็น 4.1% ของมูลค่าการส่งออกทั้งหมดของไทยในปี 2017 การตอบโต้กันทางการค้าของสองประเทศคู่ค้าสำคัญของไทยทำให้ในช่วงปลายปี 2018 จนถึงปี 2019 ผู้ส่งออกไทยที่อยู่ในห่วงโซ่อุปทานของสินค้าส่งออกหมวดดังกล่าวมีความเสี่ยงจะได้รับผลกระทบ

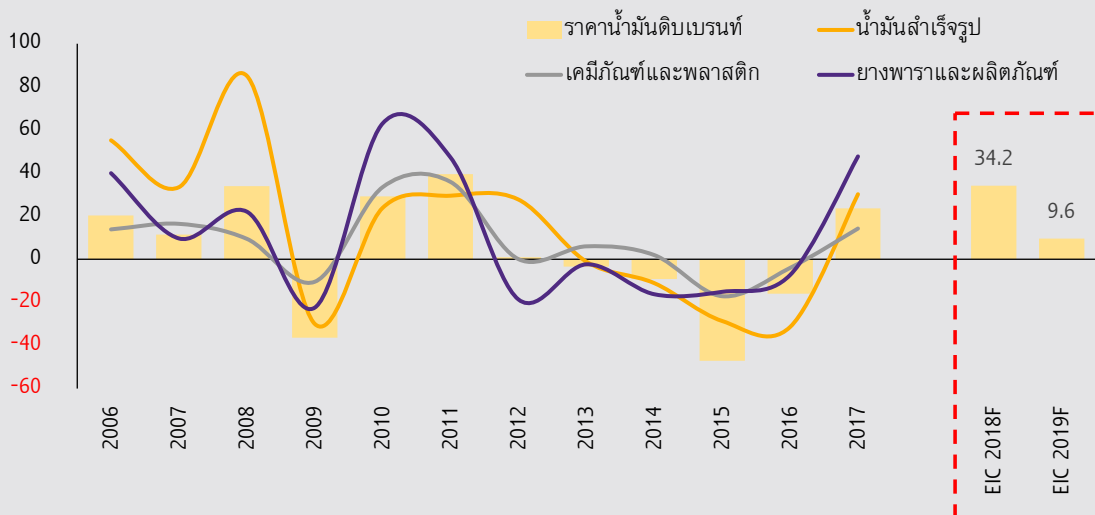
3) **ผลบวกจากราคาน้ำมันดิบที่ลดลง** มูลค่าการส่งออกของสินค้าที่เกี่ยวข้องกับน้ำมันในปี 2019 อาจไม่ได้รับผลบวกด้านราคาเหมือนในปี 2018 โดยในช่วง 8 เดือนแรกราคาน้ำมันดิบเบรนท์เพิ่มขึ้นถึง 38% ส่งผลให้มูลค่าการส่งออกของสินค้าที่เกี่ยวข้องกับน้ำมันขยายตัวถึง 15%YOY โดยส่งผลผ่านทางด้านราคา อย่างไรก็ตาม อีไอซีมองว่าราคาน้ำมันดิบเฉลี่ยทั้งปี 2019 จะขยายตัวชะลอลงจากปี 2018 (อ่านเพิ่มเติมที่ : Bull-Bear) ส่งผลให้มูลค่าการส่งออกของสินค้าที่เกี่ยวข้องกับน้ำมันซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 18% ของมูลค่าการส่งออกรวมปี 2017 อาจขยายตัวชะลอลงจากผลที่ลดน้อยลงของราคา อย่างไรก็ตาม ราคาน้ำมันยังมีความเสี่ยงด้านสูงอยู่พอควรจากประเด็นการคว่ำบาตรอิหร่านของสหรัฐฯ และปัญหาด้านเสถียรภาพทางการเมืองของประเทศผู้ผลิตน้ำมันอย่าง เวเนซุเอลา ซีเรีย ไนจีเรีย และลิเบีย ซึ่งเป็นประเด็นที่ต้องติดตามใกล้ชิด (รูปที่ 11)



รูปที่ 11: ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกในปี 2019 มีแนวโน้มขยายตัวชะลอลง ทำให้แรงส่งด้านราคาของสินค้าที่เกี่ยวข้องกับน้ำมันลดลง

อัตราการขยายตัวของราคาน้ำมันดิบเบรนท์ และมูลค่าการส่งออกสินค้าที่เกี่ยวข้องกับน้ำมัน*

หน่วย: %YOY



หมายเหตุ*: การคาดการณ์ราคาน้ำมันดิบเบรนท์ของอีไอซีเฉลี่ยทั้งปี 2018 และ 2019 อยู่ที่ 73 และ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ตามลำดับ และสินค้าส่งออกที่เกี่ยวข้องกับน้ำมัน ได้แก่ เคมีภัณฑ์และพลาสติก ยางพาราและผลิตภัณฑ์ และน้ำมันสำเร็จรูป

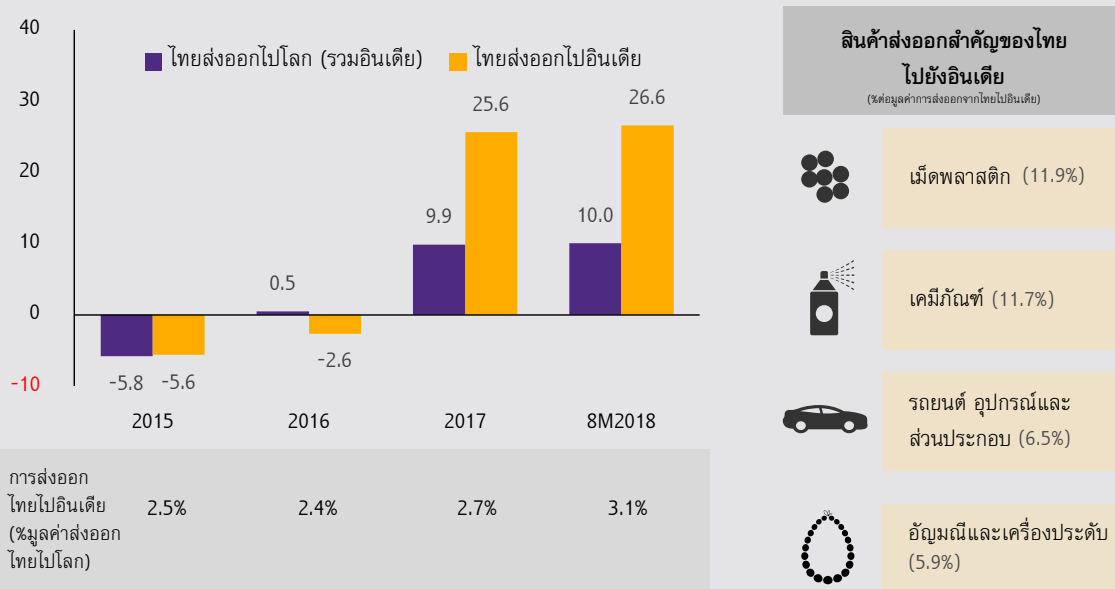
ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกระทรวงพาณิชย์ และ Bloomberg

อย่างไรก็ตาม อีไอซีมองว่าผู้ส่งออกสินค้ายังมีโอกาสได้รับอานิสงส์จากความร่วมมือทางการค้าที่กำลังจะเกิดขึ้น และศักยภาพในบางตลาดที่เติบโตสูง เช่น ข้อตกลงความร่วมมือทางเศรษฐกิจระหว่างยุโรปและญี่ปุ่น (EU-Japan Economic Partnership Agreement) ที่จะสำเร็จตามกำหนดการในเดือนมีนาคม 2019 จะสามารถเป็นโอกาสของผู้ผลิตชิ้นส่วนยานยนต์ของไทยได้ รวมไปถึงประโยชน์ทางอ้อมจากการตอบโต้ทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน กล่าวคือ **บริษัทในสหรัฐฯ อาจหันมานำเข้าสินค้าที่โดนขึ้นภาษ้นำเข้าจากไทยแทนที่การนำเข้าจากจีน** โดยเฉพาะหมวดสินค้าเกษตร เช่น ข้าวสาลี ยางแท่ง รวมถึงหมวดสินค้าอุตสาหกรรม เช่น กรดซัลฟริก และเครื่องยนต์สันดาปภายใน เป็นต้น หรือการมองหาตลาดใหม่ เช่น **อินเดียที่มีการขยายตัวทางเศรษฐกิจสูง ก็ถือเป็นตลาดที่เพิ่มโอกาสให้ผู้ประกอบการส่งออกไทย** โดย 8 เดือนแรกปี 2018 มูลค่าการส่งออกของไทยไปยังอินเดียขยายตัวถึง 26.6%YOY สูงกว่าอัตราการขยายตัวของการส่งออกรวมที่ 10.0%YOY หรือคิดเป็น 3.1% ของการส่งออกทั้งหมดของไทย โดยหมวดสินค้าสำคัญที่อินเดียนำเข้าจากไทย ได้แก่ เม็ดพลาสติก เคมีภัณฑ์ รถยนต์ อุปกรณ์และส่วนประกอบ และอัญมณีและเครื่องประดับ คิดเป็น 36% ของมูลค่าส่งออกของไทยไปอินเดียทั้งหมดปี 2017 ประกอบกับการเติบโตทางเศรษฐกิจที่สูงของอินเดียที่ในไตรมาส 1 ปี 2018 ขยายตัวถึง 7.7%YOY และ IMF คาดการณ์ทั้งปี 2018 เศรษฐกิจของอินเดียจะขยายตัวถึง 7.3%YOY และ 7.4%YOY ในปี 2019 ทำให้อินเดียน่าจับตามองในฐานะตลาดที่ยังมีโอกาสำหรับผู้ประกอบการส่งออกไทย (รูปที่ 12)

รูปที่ 12: อินเดียยังเป็นตลาดที่มีศักยภาพสูงสำหรับผู้ส่งออกไทย จากมูลค่าการส่งออกจากไทยไปอินเดียที่เติบโตได้ดี และแนวโน้มเศรษฐกิจของอินเดียที่ยังขยายตัวอย่างต่อเนื่อง

การขยายตัวของมูลค่าการส่งออกของไทยไปยังอินเดียและทั่วโลก

หน่วย: %YOY



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกระทรวงพาณิชย์ และกระทรวงสถิติและการดำเนินโครงการคือกระทรวงการต่างประเทศของอินเดีย

เศรษฐกิจในประเทศ

การลงทุนติดเครื่อง การบริโภคโตต่อเนื่องแต่ค่อยๆ กระจายตัว



การเติบโตทางเศรษฐกิจได้รับแรงส่งจากทุกหมวดการใช้จ่ายหลักในช่วงครึ่งปีแรกที่ผ่านมา โดยนอกจากการเติบโตของอุปสงค์จากต่างประเทศแล้ว ทั้งการบริโภคและการลงทุนจากทั้งภาครัฐและเอกชนก็มีการขยายตัวเช่นกัน สะท้อนการส่งผ่านผลประโยชน์ของการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจจากภาคต่างประเทศเข้ามายังการใช้จ่ายในประเทศโดยเฉพาะการลงทุนภาคเอกชนที่ได้รับแรงส่งจากการฟื้นตัวของการขยายตัวของภาคการส่งออก นอกจากนี้ การใช้จ่ายภาครัฐก็ได้ปรับตัวดีขึ้นหลังจากซบเซาในช่วงปี 2017 อีไอซีคาดว่าแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจจากทุกเครื่องยนต์มีโอกาสดำเนินต่อไปในช่วงที่เหลือของปี 2018 ไปจนถึงปีหน้า

ในระยะข้างหน้า การลงทุนภาครัฐมีแนวโน้มขยายตัวสูง อีไอซีประเมินว่าการก่อสร้างภาครัฐในปี 2019 จะอยู่ที่ 8.13 แสนล้านบาท คิดเป็นการเติบโตจากประมาณการในปี 2018 ที่ราว 9%YOY **โดยเม็ดเงินที่ผลักดันการเติบโตมาจากความคืบหน้าของโครงการที่เริ่มมีการก่อสร้างไปแล้วจากปีก่อนหน้าเป็นหลัก** โดยโครงการสำคัญในกลุ่มนี้ได้แก่ รถไฟฟ้าในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล รถไฟฟ้าทางคู่ มอเตอร์เวย์ และการขยายสนามบิน ทั้งนี้ อีไอซีประเมินว่ามูลค่าการก่อสร้างรวมของโครงการดังกล่าวจะมีมูลค่ารวมทั้งสิ้นราว 1.6 แสนล้านบาทหรือคิดเป็น 87% ของมูลค่าการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานที่คาดการณ์ในปี 2019 โดยส่วนที่เหลือจะมาจากโครงการใหม่ที่กำลังจะมีการประมูลและว่าจ้างผู้รับเหมาในช่วงไตรมาสที่ 4 ไปจนถึงครึ่งปีแรกของปี 2019 และมีการก่อสร้างภายในปี 2019 โครงการดังกล่าว ได้แก่ รถไฟฟ้าความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน ส่วนต่อขยายของรถไฟฟ้าในเมืองและเส้นทางเพิ่มเติมของรถไฟฟ้าทางคู่ นอกจากนี้ การก่อสร้างภาครัฐจะมีเม็ดเงินที่เพิ่มขึ้นจากงบลงทุนที่เพิ่มขึ้นในด้านการก่อสร้างภาครัฐทั่วไป เช่น ถนน สิ่งก่อสร้างด้านชลประทาน ทั้งนี้ แม้สัดส่วนในการก่อสร้างรวมภาครัฐจะน้อยกว่าการก่อสร้างทั่วไป แต่การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานจะเป็นปัจจัยหลักในการขับเคลื่อนการเติบโตของ GDP ในระยะสั้นถึงกลาง (รูปที่ 13) รวมถึงจะเป็นปัจจัยที่จะช่วยยกระดับคุณภาพชีวิตและความสามารถในการทำธุรกิจของไทยอีกด้วย

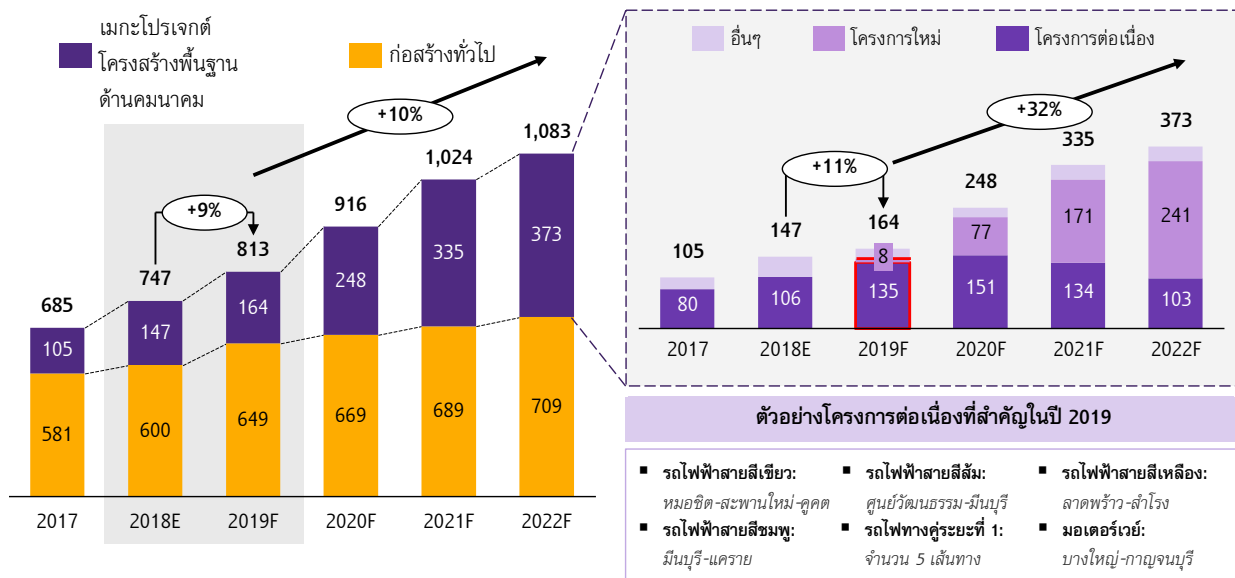
รูปที่ 13: การก่อสร้างภาครัฐจะขยายตัวราว 9% ในปีหน้า โดยมาจากการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานส่วนที่เป็นโครงการต่อเนื่องเป็นหลัก

ประมาณการมูลค่าการก่อสร้างภาครัฐตามประเภทโครงการ

ประมาณการมูลค่าการก่อสร้างในส่วนของเมกะโปรเจกต์ตามความคืบหน้าการลงทุน

หน่วย: พันล้านบาท

หน่วย: พันล้านบาท



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกระทรวงคมนาคม สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ และสำนักงานงบประมาณ

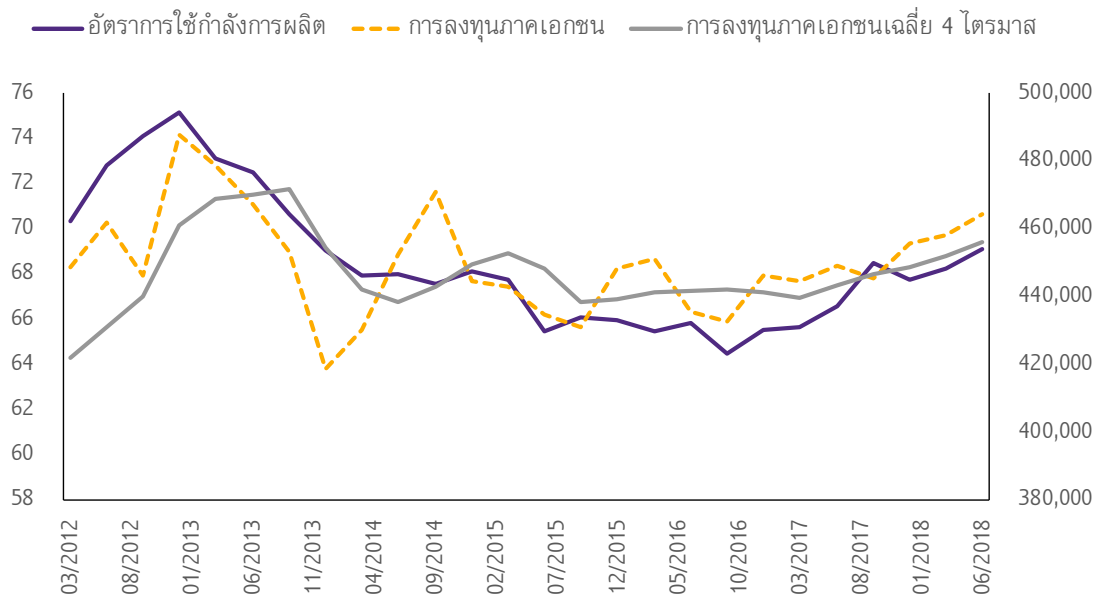
การลงทุนภาคเอกชนในระยะข้างหน้าจะขยายตัวได้จากปัจจัยสนับสนุนหลายประการ การที่อุปสงค์จากต่างประเทศยังเติบโตได้และการลงทุนภาครัฐขยายตัวได้ในระดับสูงจะส่งผลให้การผลิตสินค้าและบริการเพิ่มขึ้น ซึ่งในช่วงที่ผ่านมากิจกรรมการผลิตที่เพิ่มขึ้นได้นำไปสู่อัตราการใช้จ่ายการลงทุนที่เพิ่มสูงขึ้น สะท้อนความต้องการการลงทุนของภาคเอกชนที่เพิ่มขึ้นในระยะต่อไป (รูปที่ 14) นอกจากนี้ จากการสำรวจโดยธนาคารแห่งประเทศไทย ผู้ประกอบการยังมีความเชื่อมั่นเพิ่มขึ้นในด้านการลงทุนในช่วง 3 เดือนข้างหน้า โดยดัชนีความเชื่อมั่นในส่วนดังกล่าวมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (รูปที่ 15) อีกทั้งการลงทุนภาคเอกชนบางส่วนจะมีเพิ่มเข้ามาจากบริษัทต่างชาติที่เข้ามาลงทุนในเขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก (EEC) ตามมาตรการจูงใจที่มีความชัดเจนและโครงสร้างพื้นฐานใน EEC ที่เริ่มมีการพัฒนาอย่างเป็นรูปธรรมมากขึ้น



รูปที่ 14: การลงทุนภาคเอกชนยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตามอัตราการใช้กำลังการผลิตที่เพิ่มมากขึ้นตามลำดับ อัตราการใช้กำลังการผลิตและการลงทุนภาคเอกชน (ปรับฤดูกาล)

หน่วย: %

หน่วย: ล้านบาท



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของสำนักงานเศรษฐกิจอุตสาหกรรมและสำนักงานคณะกรรมการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

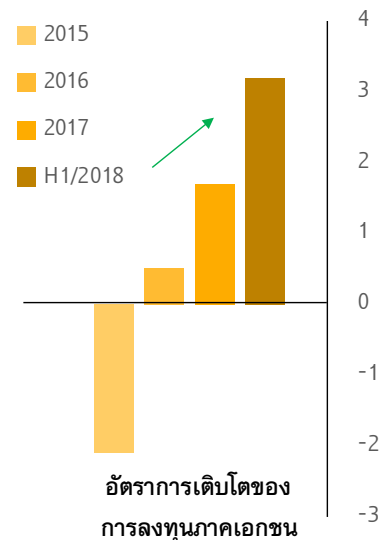
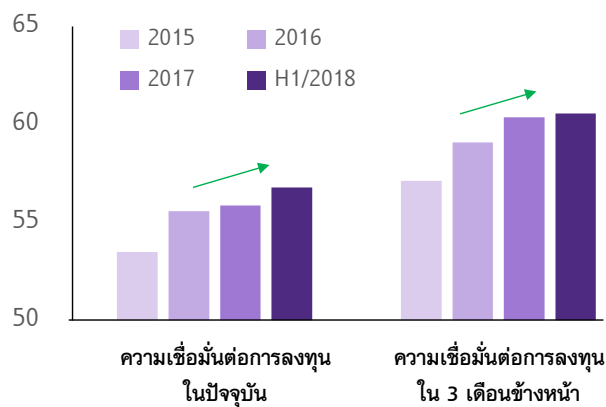
รูปที่ 15: ความเชื่อมั่นภาคธุรกิจต่อการลงทุนมีทิศทางเป็นขาขึ้น ถือเป็นอีกหนึ่งสัญญาณบวกต่อการลงทุนภาคเอกชนในระยะต่อไป

ดัชนีความเชื่อมั่นภาคธุรกิจต่อการลงทุน

การลงทุนภาคเอกชน

หน่วย: ดัชนี

หน่วย: %YOY



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทยและสำนักงานคณะกรรมการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

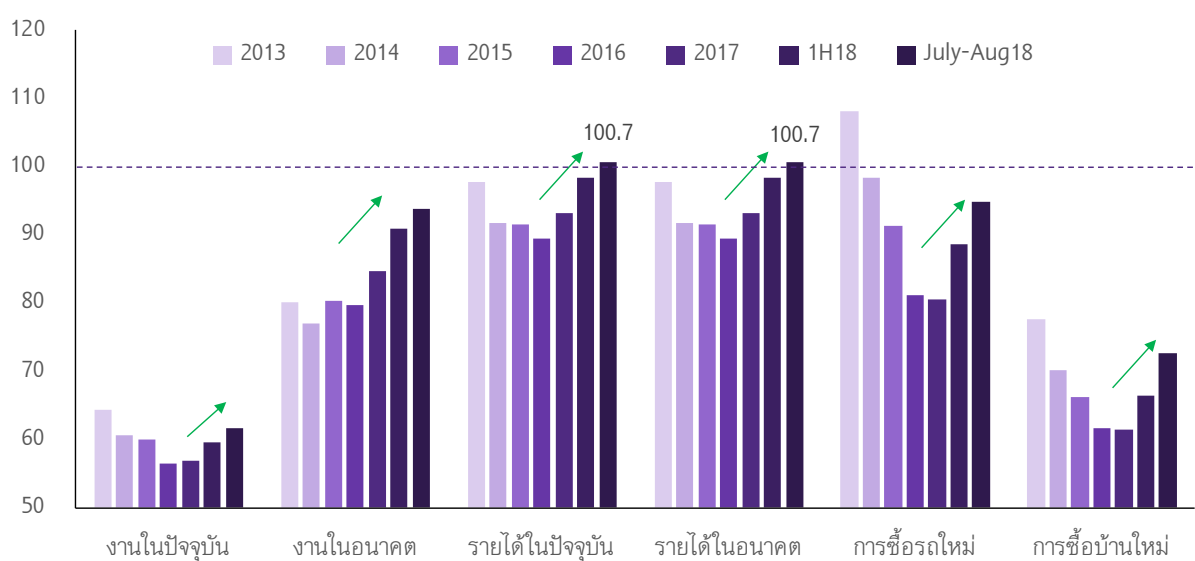
ในด้านการบริโภคภาคเอกชน การใช้จ่ายของผู้มีรายได้ปานกลางถึงสูงมีแนวโน้มขยายตัวตามเศรษฐกิจภาพใหญ่และความเชื่อมั่นที่เพิ่มขึ้น ทั้งในด้านการจ้างงาน รายได้ และความเชื่อมั่นในการซื้อรถหรือซื้อบ้านใหม่เพิ่มมากขึ้น (รูปที่ 16) โดยเฉพาะในกลุ่มคนชั้นกลาง ขณะที่รายได้ครัวเรือนรายได้น้อยถึงปานกลางยังต้องการการฟื้นตัวที่ต่อเนื่อง เพื่อนำไปสู่การเร่งตัวของการใช้จ่ายจากกลุ่มคนฐานราก เพราะในปัจจุบันค่าจ้างโดยเฉลี่ยยังฟื้นตัวในระดับต่ำ โดยเฉพาะเมื่อหักผลของเงินเฟ้อออก ประกอบกับลักษณะการเปลี่ยนแปลงของจำนวนผู้จ้างงานทำยังมีทั้งส่วนที่เพิ่มขึ้นและลดลง ไม่ได้ฟื้นตัวทั่วถึงทุกกลุ่ม โดยในช่วงครึ่งปีแรกที่ผ่านมามีการเปลี่ยนแปลงในตลาดแรงงานไทยที่สะท้อนถึงภาวะรายได้ที่ยังอาจไม่ได้ฟื้นตัวทั่วถึง ได้แก่ การลดลงของจำนวนลูกจ้าง และการลดลงของการทำงานโอที เป็นต้น (อ่านเพิ่มเติมที่ Box: การฟื้นตัวที่ยังคงต้องจับตาของตลาดแรงงานไทย) นอกจากนี้ ในสถานะที่การฟื้นตัวของรายได้นี้ยังไม่สูงมากนัก อุปสรรคจากภาระหนี้ครัวเรือนจึงยังคงมีผลกดดันการบริโภคภาคเอกชนในระยะต่อไป



รูปที่ 16: ความเชื่อมั่นผู้บริโภคมีเพิ่มมากขึ้นต่องาน รายได้ และการใช้จ่ายเพื่อการซื้อรถและบ้าน โดยเฉพาะในด้านรายได้ที่มีความเชื่อมั่นเกินระดับ 100

ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคในด้านต่างๆ

หน่วย: ดัชนี (มากกว่า 100 คือ ดีขึ้น)



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย



BOX

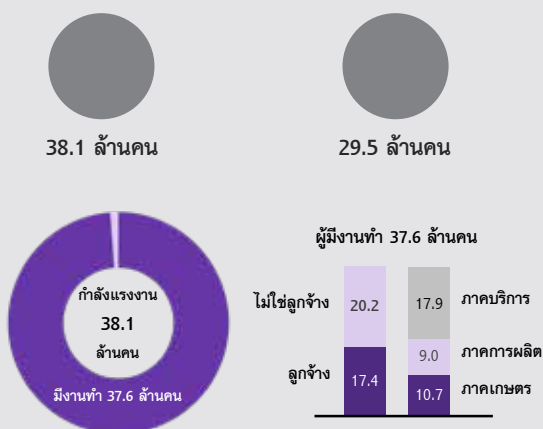
จับตาการฟื้นตัวของตลาดแรงงานไทย

ตลาดแรงงานของไทยในภาพรวมในช่วง 6 เดือนแรกของปี 2018 ฟื้นตัวเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อนหน้า จากทั้งจำนวนผู้มีงานทำและค่าจ้างที่เพิ่มขึ้น โดยเป็นการเพิ่มขึ้นในด้านจำนวนผู้มีงานทำเฉลี่ยราว 1.25 แสนคน คิดเป็นการเพิ่มขึ้นเล็กน้อยที่ 0.3%YOY ฟื้นตัวจากการหดตัวเฉลี่ยทั้งปี 2017 ที่ -0.6%YOY ส่งผลให้อัตราการว่างงานลดลงมาอยู่ที่ 1.15% ต่อกำลังแรงงานรวม จากค่าเฉลี่ยในปีที่แล้วที่ 1.18% ขณะที่ค่าจ้างรายเดือนของกลุ่มลูกจ้างในช่วงเดียวกันก็เพิ่มสูงขึ้น 2.4%YOY มาอยู่ที่ 14,660 บาทต่อคน ซึ่งเป็นการปรับเพิ่มขึ้นในหลายอุตสาหกรรมที่มีการจ้างงานสูง ได้แก่ ภาคการผลิต การก่อสร้างค้าส่งค้าปลีก และโรงแรมและร้านอาหาร (รูปที่ 17)

รูปที่ 17: การจ้างงานในภาพรวมครึ่งแรกปี 2018 ที่ขยายตัวเล็กน้อยส่งผลให้อัตราการว่างงานลดลงมาอยู่ที่ 1.15% ต่อกำลังแรงงานรวม

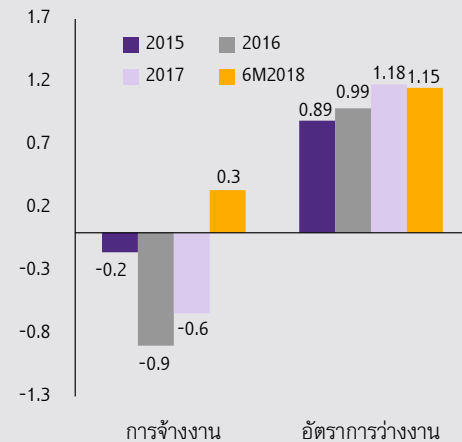
ภาวะการมีงานทำปี 2017

หน่วย: %YOY



อัตราการขยายตัวของการจ้างงาน และอัตราการว่างงาน

หน่วย: %YOY



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของสำนักงานสถิติแห่งชาติ

จำนวนผู้มีงานทำไม่ได้เพิ่มขึ้นในทุกสาขา จำนวนผู้มีงานทำที่เพิ่มขึ้นมาจากภาคเกษตร และส่วนที่เกี่ยวข้องกับการขยายตัวของอุปสงค์จากต่างประเทศเป็นสำคัญ โดยผู้มีงานทำในภาคเกษตรเพิ่มขึ้น 5.1%YOY สอดคล้องกับผลผลิตทางการเกษตรที่เพิ่มขึ้นถึงราว 12.3%YOY ในช่วงเดียวกัน ขณะที่ส่วนที่เชื่อมโยงกับอุปสงค์ต่างประเทศ ได้แก่ ภาคการผลิต (manufacturing) และโรงแรมและร้านอาหาร ที่มีการเติบโตในช่วงครึ่งปีแรก มีผู้มีงานทำเพิ่มขึ้นที่ 0.8%YOY และ 0.6%YOY ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม จำนวนผู้มีงานทำนอกภาคเกษตรในภาพรวมยังคงลดลงที่ -1.4%YOY เป็นผลมาจากการลดลงในภาคการก่อสร้างและภาคค้าส่งค้าปลีกเป็นสำคัญ (รูปที่ 18)

รูปที่ 18: การจ้างงานในภาพรวมครึ่งแรกปี 2018 ที่เพิ่มขึ้นมาจากการขยายตัวของภาคเกษตร ขณะที่ผู้มีงานทำภาคการก่อสร้างและค้าส่งค้าปลีกลดลง

จำนวนการจ้างงาน

หน่วย: ล้านคน



หมายเหตุ: การจ้างงานครึ่งแรกปี 2018 ของแรงงานภาคเกษตร และนอกภาคเกษตร มีสัดส่วน 28% และ 72% ของการจ้างงานทั้งหมด 37.9 ล้านคน ตามลำดับ โดยสำหรับนอกภาคเกษตร มีการจ้างงานแรงงานอุตสาหกรรมการผลิต การก่อสร้าง โรงแรมและร้านอาหาร การค้าส่งค้าปลีก และการบริการอื่นๆ คิดเป็น 25% 6% 11% 12% และ 19% ของการจ้างงานทั้งหมด ตามลำดับ

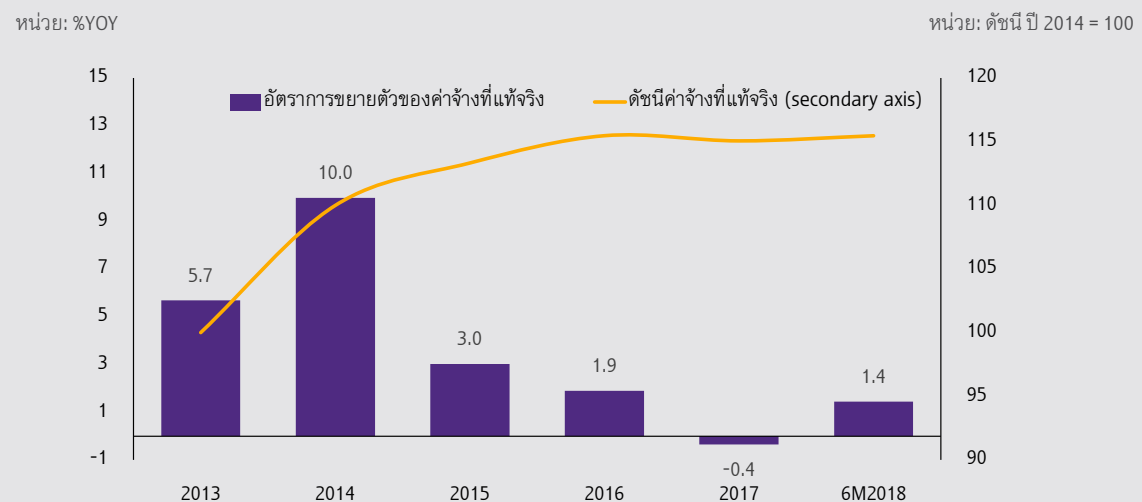
ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของสำนักงานสถิติแห่งชาติ

จำนวนผู้มีงานทำที่เพิ่มขึ้นมาจากกลุ่มที่ไม่ใช่ลูกจ้าง เช่น การออกไปทำธุรกิจที่มีลูกจ้าง (employer) หรือการประกอบอาชีพอิสระ (self-employed) โดยจำนวนผู้มีงานทำที่ไม่ใช่ลูกจ้างเพิ่มขึ้นจากปีก่อนหน้าถึงราว 8.1 แสนคน ในจำนวนนี้ถือเป็นการเพิ่มขึ้นในภาคเกษตรเป็นสำคัญ คือ เพิ่มขึ้นกว่า 5.4 แสนคนในช่วงครึ่งปีแรก หรือคิดเป็นการเพิ่มขึ้น 6.1%YOY โดยเป็นสัดส่วนถึง 66% ของการเพิ่มขึ้นของการมีงานทำในส่วนที่ไม่ใช่ลูกจ้างในช่วงเวลาดังกล่าว ส่งผลให้จำนวนผู้มีงานทำในภาคเกษตรโดยรวมกลับมาเพิ่มขึ้นหลังจากที่มีแนวโน้มลดลงมาตลอดในช่วง 4 ปีที่ผ่านมา ทั้งนี้ รายได้ในภาคเกษตรในช่วงครึ่งปีแรกของปี 2018 เพิ่มขึ้นจากปีก่อนหน้าไม่สูงมากนักที่ราว 2.0%YOY แม้ผลผลิตจะขยายตัวที่ 12.3%YOY เนื่องจากราคาสินค้าเกษตรโดยเฉลี่ยหดตัวที่ -9.2%YOY สำหรับในสาขาอื่นๆ ก็มีจำนวนผู้มีงานทำที่ไม่ใช่ลูกจ้างเพิ่มเช่นกัน **ขณะที่กลุ่มลูกจ้างมีจำนวนลดลงในทุกสาขา** ทั้งภาคเกษตร การผลิต การก่อสร้าง โรงแรมและร้านอาหาร และการค้าส่งค้าปลีก ที่การจ้างงานในช่วงครึ่งแรกปี 2018 ลดลง -1.6%YOY -0.5%YOY -15.5%YOY -5.8%YOY และ -3.2%YOY ตามลำดับ สะท้อนถึงการจ้างงานลูกจ้างที่ยังไม่ฟื้นตัว แม้กิจกรรมการผลิตในทุกสาขาจะมีการขยายตัวจากการเติบโตที่ดีของภาคการส่งออก (รูปที่ 19)

สำหรับกลุ่มลูกจ้าง ค่าจ้างปรับตัวดีขึ้นแต่ยังเป็นเพียงการฟื้นตัวในอัตราที่ไม่สูงนัก โดยเฉพาะเมื่อหักผลของเงินเฟ้อ แม้ในช่วงครึ่งปีแรกค่าเฉลี่ยของค่าจ้างในภาพรวมจะปรับตัวดีขึ้น แต่เมื่อพิจารณาเทียบกับช่วง 5 ปีที่ผ่านมาถือว่าเพิ่มขึ้นไม่มากนัก (รูปที่ 19) โดยเฉพาะเมื่อพิจารณาค่าจ้างที่หักผลของเงินเฟ้อหรือค่าจ้างที่แท้จริง (real wage) พบว่า ทิศทางของค่าจ้างในระยะหลังไม่ได้เพิ่มขึ้นมากนัก (stagnant) โดยค่าจ้างที่แท้จริงของลูกจ้างขยายตัวในช่วงครึ่งแรกปี 2018 เพียง 1.4%YOY ฟื้นตัวจากการหดตัวในปี 2017 และยังต่ำกว่าการขยายตัวในปี 2015-2016

รูปที่ 19: ค่าจ้างปรับตัวดีขึ้นแต่ยังเป็นเพียงการฟื้นตัวในอัตราที่ไม่สูงนัก โดยเฉพาะเมื่อหักผลของเงินเฟ้อ

ค่าจ้างที่แท้จริงของกลุ่มลูกจ้าง*



หมายเหตุ*: ค่าจ้างหมายถึงรวมทั้งค่าจ้าง (wage) และค่าทำงานล่วงเวลา (overtime pay) ขณะที่ค่าจ้างที่แท้จริง (real wage) คือ ค่าจ้างที่หักผลด้านราคาแล้ว

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของสำนักงานสถิติแห่งชาติ

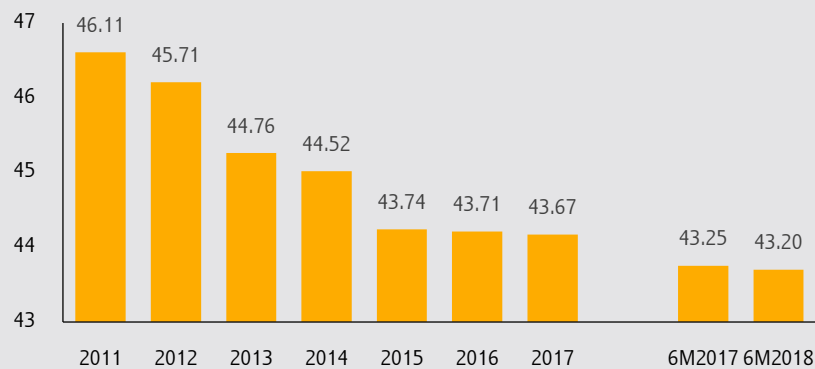
อีไอซีมองว่าสาเหตุของการที่ค่าจ้างเพิ่มขึ้นช้ามาจาก slack ที่ยังมีเหลืออยู่พอสมควรในตลาดแรงงาน โดย slack ดังกล่าวสะท้อนจาก 1) จำนวนชั่วโมงการทำงานเฉลี่ยที่ลดลง (รูปที่ 20) ซึ่งสอดคล้องกันกับ 2) จำนวนและสัดส่วนที่ลดลงของผู้ที่ทำงานล่วงเวลาหรือทำงานตั้งแต่ 50 ชั่วโมงต่อสัปดาห์ขึ้นไป และ 3) สัดส่วนที่เพิ่มขึ้นของผู้ที่ว่างงานนานกว่า 6 เดือน (รูปที่ 21) ทั้งนี้ slack ที่เกิดขึ้นอาจมีสาเหตุมาจากหลายประการ เช่น การฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่ยังเร่งตัวได้ไม่นาน การปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตโดยการใช้เทคโนโลยีการผลิตแบบอัตโนมัติด้วยเครื่องจักร (automation) การทดแทนด้วยแรงงานต่างด้าว ฝีมือแรงงานที่ไม่ตรงกับความต้องการ (skill mismatch)



รูปที่ 20: ชั่วโมงการทำงานเฉลี่ยของพนักงานกำลังลดลงต่อเนื่อง สอดคล้องกับสัดส่วนผู้ทำงานล่วงเวลาที่ลดลง

ชั่วโมงการทำงานเฉลี่ยต่อสัปดาห์

หน่วย: ชั่วโมงต่อสัปดาห์



สัดส่วนผู้ทำงานล่วงเวลาต่อ
ผู้มีงานทำทั้งหมด

34.3%	33.1%	29.1%	25.3%	22.5%	21.2%	20.5%	20.2%	19.2%
-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

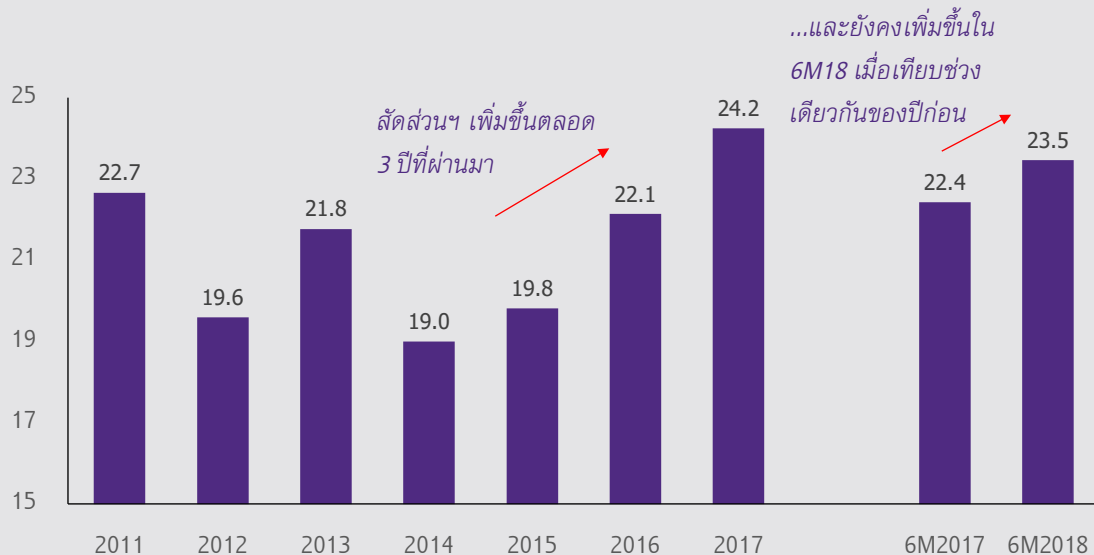
หมายเหตุ: ผู้ทำงานล่วงเวลา คือผู้มีงานทำที่ทำงานตั้งแต่ 50 ชั่วโมงต่อสัปดาห์ ขึ้นไป

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของสำนักงานสถิติแห่งชาติ

รูปที่ 21: สัดส่วนของผู้ที่ว่างงานนานกว่า 6 เดือนมีเพิ่มมากขึ้นในระยะหลัง

สัดส่วนของผู้ที่ว่างงานมากกว่า 6 เดือน

หน่วย: % ของกำลังแรงงานที่ว่างงาน



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของสำนักงานสถิติแห่งชาติ

ในระยะต่อไป ตลาดแรงงานไทยยังมีความท้าทายและประเด็นที่ต้องติดตามอย่างต่อเนื่อง ในส่วนของจำนวนผู้มีงานทำ ปัจจัยสำคัญประการหนึ่ง คือ ภาวะอุปสงค์จากต่างประเทศที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงอาจส่งผลให้การเพิ่มขึ้นของจำนวนผู้มีงานทำไม่ต่อเนื่อง ขณะที่การเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีที่ยังมีผลต่อการจ้างงานโดยเฉพาะในส่วนของชั่วโมงการทำงาน ซึ่งในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาจำนวนผู้มีงานทำที่เกี่ยวข้องกับเครื่องจักรและโรงงาน (plant and machine operators) รวมไปถึงการทำงานล่วงเวลาในภาคการผลิตมีแนวโน้มลดลงมาโดยตลอด สำหรับแนวโน้มของค่าแรง หลังจากมีการปรับเพิ่มค่าแรงขั้นต่ำไปแล้วเมื่อเดือนเมษายนที่ผ่านมา ทางภาครัฐยังไม่ได้มีประกาศเพิ่มอีกสำหรับปีหน้าซึ่งอาจต้องรอการตัดสินใจของรัฐบาลใหม่หลังมีการเลือกตั้ง ส่วนค่าแรงในส่วนอื่นๆ ขึ้นอยู่กับผลประกอบการของบริษัทในปี และความต้องการแรงงานของภาคเอกชนในระยะข้างหน้า ทั้งนี้ การฟื้นตัวของค่าจ้างที่แท้จริงในช่วงที่ผ่านมาถือว่าอยู่ในระดับต่ำอาจทำให้การบริโภคของกลุ่มแรงงานอาจไม่แข็งแกร่งมากนัก การเพิ่มขึ้นของค่าจ้างจำเป็นต้องมีความต่อเนื่องอีกสักระยะหนึ่งเพื่อสร้างความเชื่อมั่นต่อกลุ่มคนดังกล่าว อันจะนำไปสู่ภาวะการจับจ่ายใช้สอยที่ดีขึ้นในระยะต่อไป

นอกจากนี้ อีกประเด็นที่ควรติดตาม คือ แนวโน้มรายได้ของผู้ประกอบอาชีพอิสระ ซึ่งมีจำนวนเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งปีแรกที่ผ่านมา และเกิดขึ้นพร้อมกับการลดลงของจำนวนลูกจ้าง นั่นหมายถึงอาจมีแรงงานบางส่วนที่ออกจากการเป็นลูกจ้างไปประกอบอาชีพอื่นๆ ทั้งนี้ การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวอาจส่งผลกระทบต่อเชิงบวกและเชิงลบต่อแนวโน้มรายได้ กล่าวคือ การเปลี่ยนอาชีพที่เกิดขึ้นในสภาวะเศรษฐกิจที่กำลังขยายตัว ทำให้โอกาสในการทำธุรกิจจะเพิ่มมากขึ้น อย่างไรก็ตาม การที่จำนวนผู้ปฏิบัติงานเพิ่มขึ้นส่วนใหญ่อยู่ในภาคเกษตรซึ่งรายได้เฉลี่ยต่ำกว่าภาคอุตสาหกรรมอื่นๆ และมักมีความไม่แน่นอนสูง รวมถึงการสูญเสียความมั่นคงทางรายได้ในรูปค่าจ้างและสวัสดิการที่เคยได้รับการเป็นลูกจ้าง จะมีผลกระทบต่อความเชื่อมั่นและการใช้จ่าย โดยเฉพาะในส่วนที่ต้องขอสินเชื่อเพราะรายได้มีความแน่นอนลดลง



100.0

8



แนวโน้มอัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยน ปี 2018 และ 2019

9.5

6



อัตราดอกเบี้ยนโยบาย



อีไอซีคาดว่า กนง. จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายจาก 1.50% เป็น 1.75% ในการประชุม กนง. ครั้งแรกปี 2019 หรืออย่างเร็วในช่วงการประชุมเดือนธันวาคมปีนี้ โดยสาเหตุหลักมาจากความกังวลในเรื่องเสถียรภาพระบบการเงิน และความจำเป็นของการสร้างขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายทางการเงิน (policy space) ในอนาคต โดย กนง. ได้สื่อสารอย่างต่อเนื่องว่ามีความกังวลต่อภาวะการประเมินความเสี่ยงต่ำกว่าที่ควรภายใต้ภาวะดอกเบี้ยต่ำ รวมทั้งแสดงความกังวลมากขึ้นในช่วงหลังต่อการก่อหนี้ใหม่ในภาคครัวเรือนที่เร่งตัวขึ้น และมองว่าอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำมากอย่างยาวนานเป็นปัจจัยหนึ่งที่ทำให้เกิดการสะสมความเปราะบางซึ่งอาจนำไปสู่ปัญหาเสถียรภาพระบบการเงินในอนาคต นอกจากนี้ ช่องว่างการผลิต (output gap) ที่ปิดลง ไตรมาสแรกของปี เศรษฐกิจที่มีแนวโน้มขยายตัวเหนือระดับศักยภาพต่อไป รวมไปถึงอัตราเงินเฟ้อทั่วไปที่มีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในกรอบเป้าหมายได้ในปี 2018 และ 2019 จะทำให้ กนง. สามารถปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ นอกจากนี้ ในระยะข้างหน้าเศรษฐกิจอาจเผชิญหน้ากับปัจจัยลบที่ทำให้เศรษฐกิจถดถอย ซึ่ง กนง. จำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ จึงมีความจำเป็นที่ต้องสร้างขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายทางการเงิน (policy space) ไว้เพื่อรองรับกับวัฏจักรเศรษฐกิจที่อาจชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า สำหรับแนวโน้มการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่องโดยธนาคารกลางในต่างประเทศนั้น อีไอซีมองว่าไม่ใช่ปัจจัยสำคัญสำหรับพิจารณาโยบายการเงินของ กนง. เนื่องจากไทยมีสถานะการเงินระหว่างประเทศที่แข็งแกร่ง ทั้งดุลบัญชีเดินสะพัดไทยที่เกินดุลในระดับสูงและเงินทุนสำรองที่มีขนาดใหญ่สามารถรองรับความผันผวนจากเงินทุนเคลื่อนย้ายได้

อีไอซีมองว่าวัฏจักรการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในรอบนี้จะเป็นการปรับขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป และจุดสูงสุดของอัตราดอกเบี้ยนโยบายในวัฏจักรนี้จะต่ำกว่าวัฏจักรในอดีต หากพิจารณาวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นในอดีตจะพบว่าอัตราการขึ้นดอกเบี้ยนโยบายจะค่อนข้างเร็ว ประมาณ 2% ต่อปี โดยเฉลี่ยจะขึ้นในเกือบทุกรอบการประชุมของ กนง. เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อของไทยในช่วงนั้นค่อนข้างสูง ซึ่งเป็นผลจากราคาน้ำมันที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว จึงทำให้ กนง. ต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่องเพื่อลดความร้อนแรงของเศรษฐกิจและรักษาระดับของอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ในกรอบเป้าหมาย แต่ในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา แนวโน้มค่าเฉลี่ยอัตราเงินเฟ้อของไทยได้ปรับตัวลดลง เนื่องด้วยปัจจัยเชิงโครงสร้างทางเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงไป จากกระแสโลกาภิวัตน์ การขยายตัวของ e-commerce ที่ทำให้เกิดการแข่งขันด้านราคา การพัฒนาของเทคโนโลยีที่เพิ่มประสิทธิภาพและลดต้นทุนการผลิต รวมไปถึงการเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ ทำให้ความต้องการใช้เงินเพื่อการลงทุนในช่วงที่ผ่านมาอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับกรอบเป้าหมาย ด้วยเหตุนี้ความจำเป็นที่ กนง. ต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างรวดเร็วจึงลดน้อยลง นอกจากนี้ หนี้ครัวเรือนที่ปรับขึ้นจาก 40% ต่อ GDP ในปี 2003 มาอยู่ที่ 78% ต่อ GDP ในปัจจุบัน จะทำให้การขึ้นอัตราดอกเบี้ยส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจมากขึ้น เพราะภาระการชำระหนี้เพิ่มสูงขึ้นมากกว่าในอดีต โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงนี้ที่คุณภาพสินเชื่อเพื่อการบริโภค และสินเชื่อ SME ยังคงโน้มถ่วง ดังนั้น กนง. น่าจะปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายอย่างค่อยเป็นค่อยไปในวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นรอบนี้ พร้อมรอดูความชัดเจนของข้อมูลทางเศรษฐกิจต่อไปด้วย (data dependent) โดยในครั้งแรกของปี 2019 อีไอซีมองว่า กนง. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายประมาณ 2 ครั้ง ครั้งละ 25bps และไม่ขึ้นดอกเบี้ยติดต่อกันในทุกการประชุม เพื่อไม่ให้กระทบต่อโมเมนตัมการขยายตัวของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อมากเกินไป แต่จะใช้มาตรการดูแลรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจ (macro-prudential) ในจุดที่มีความเปราะบางเพื่อจัดการกับปัญหาเสถียรภาพระบบการเงินควบคู่ไปด้วย ส่วนการปรับขึ้นดอกเบี้ยหลังจากนั้นจะขึ้นกับข้อมูลเศรษฐกิจและการสื่อสารของ กนง. ในระยะต่อไป

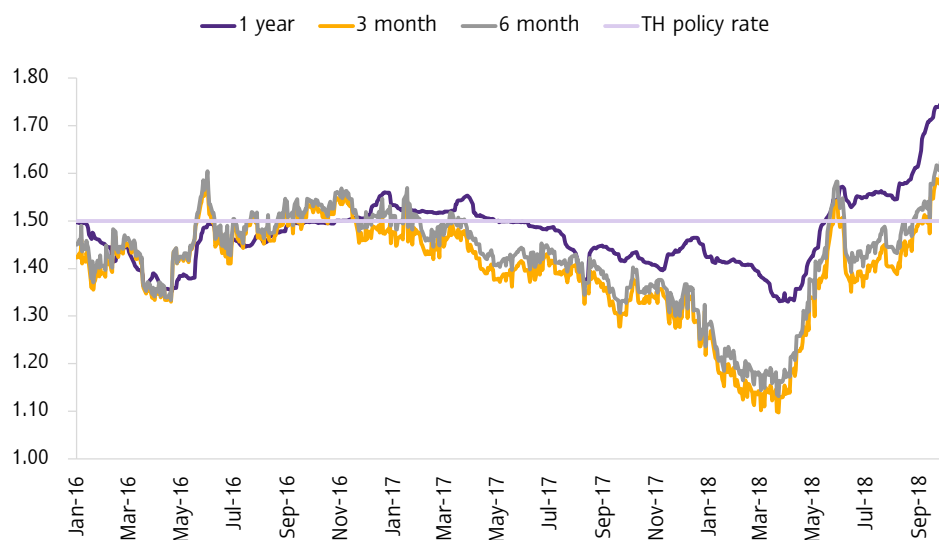
ตลาดพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้น

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้นอายุ 1 ปี ในช่วงที่ผ่านมาปรับตัวสูงขึ้นจากปริมาณพันธบัตรที่เพิ่มขึ้น เงินทุนไหลออกจากตลาดพันธบัตรไทย และการคาดการณ์การขึ้นอัตราดอกเบี้ยในอนาคต (รูปที่ 22) โดยในช่วงที่ผ่านมา ธปท. ได้มีการเพิ่มวงเงินการออกพันธบัตรระยะสั้น (อายุ 3-6 เดือน) เป็นระยะ ๆ จนเข้าใกล้ระดับเดียวกับเมื่อ เมษายน ปี 2017⁸ อีกทั้งเม็ดเงินลงทุนต่างชาติสู่ตลาดพันธบัตรไทยได้ชะลอลงในช่วงไตรมาส 2 และต้นไตรมาส 3 ซึ่งเป็นผลจากความกังวลเรื่องสงครามการค้าที่มีความตึงเครียดมากขึ้น รวมไปถึงการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของประเทศเศรษฐกิจหลักบางประเทศ ทำให้นักลงทุนขายพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้นเพื่อทำกำไรจากการถือครองในช่วงที่ผ่านมา นอกจากนี้ นักลงทุนได้รับคาดการณ์การขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท. โดยมองว่าจะมีการขึ้นดอกเบี้ยอย่างน้อย 25 bps ในช่วง 6 เดือนข้างหน้า ทำให้มีการขายพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นไปล่วงหน้าเพื่อลดผลขาดทุนจากราคาพันธบัตรที่อาจปรับตัวลดลง

รูปที่ 22: ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้นปรับตัวสูงขึ้นในไตรมาสที่ผ่านมา โดยผลตอบแทนระยะ 1 ปี และ 6 เดือน สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

อัตราดอกเบี้ยนโยบาย และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้น

หน่วย: %



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทย และสมาคมตราสารหนี้แห่งประเทศไทย

มองไปข้างหน้า อีไอซีคาดว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นอาจปรับตัวสูงขึ้นได้อีกเล็กน้อยในช่วงปลายปี เป็นผลมาจาก 1) ธปท. มีแนวโน้มส่งสัญญาณที่ชัดเจนขึ้นต่อการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งจะทำให้นักลงทุนขายพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นต่อเนื่อง 2) การดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวขึ้นของ Fed ทำให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างสหรัฐฯ และไทยกว้างขึ้น ความน่าสนใจต่อการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้นจึงลดลง อย่างไรก็ตาม อีไอซีมองว่าอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นจะปรับตัวสูงขึ้นอีกไม่มากในช่วงปีนี้ เนื่องจาก ในปัจจุบันอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะ 1 ปีได้ปรับตัวสูงขึ้นจนอยู่เหนืออัตราดอกเบี้ยนโยบายกว่า 25 bps แล้ว ทั้งนี้ อีไอซีมองว่าอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นจะสามารถอยู่ในระดับที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ต่อไป หากเงินบาทไม่แข็งค่าขึ้นมากจนทำให้ ธปท. ต้องลดวงเงินการออกพันธบัตรอีกครั้ง สำหรับในปี 2019 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นมีแนวโน้มปรับสูงขึ้นต่อเนื่อง ซึ่งจะเป็นไปตามทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยเป็นสำคัญ

⁸ เมื่อเดือน เมษายน 2017 ธปท. ได้ลดวงเงินการออกพันธบัตรระยะสั้นอายุ 3-6 เดือน ในแต่ละช่วงอายุเป็นจาก 4 หมื่นล้านบาทต่อเดือน เป็น 3 หมื่นล้านบาทต่อเดือน เพื่อลดการเข้ามาเก็งกำไรค่าเงินบาทของนักลงทุนต่างชาติ

ตลาดพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาว

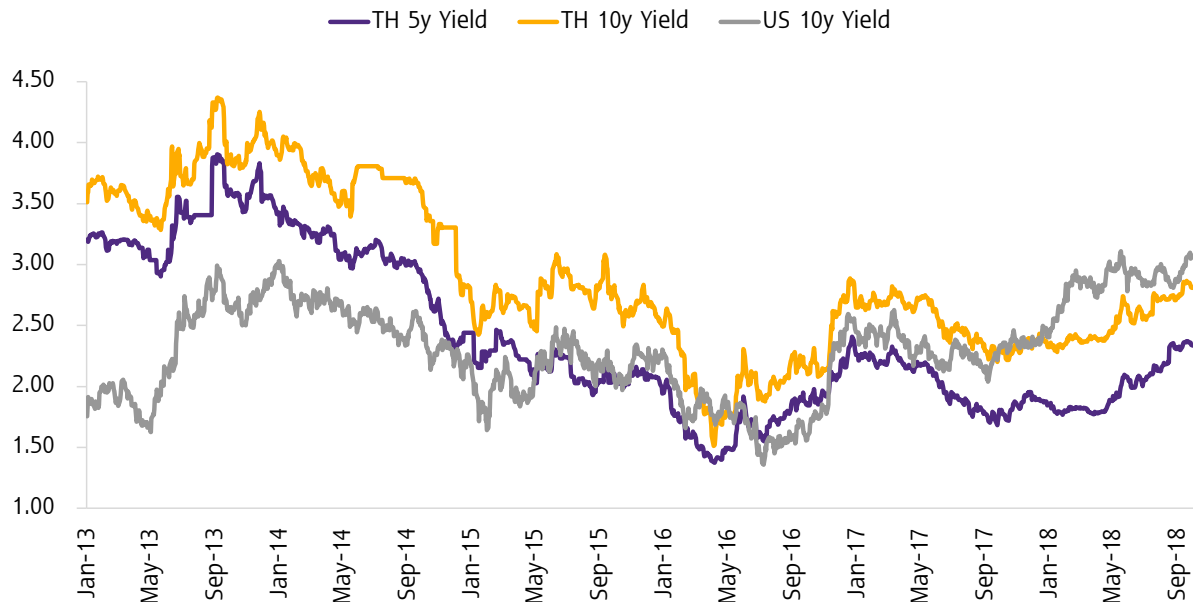


อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาวอายุ 10 ปี ในช่วงที่ผ่านมาปรับตัวสูงขึ้นตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ และการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยที่ปรับตัวดีกว่าที่คาด (รูปที่ 23) โดยในช่วงที่ผ่านมาอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ปรับตัวสูงขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปตามคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อที่ปรับตัวสูงขึ้นอย่างช้า ๆ แม้ตลาดแรงงานสหรัฐฯ จะตึงตัวมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง ด้วยเหตุนี้ แรงกดดันต่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาวจากภาคต่างประเทศจึงมีไม่มากนัก สำหรับปัจจัยในประเทศ พบว่าตัวเลขการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยปรับตัวสูงขึ้นกว่าที่คาด ทำให้นักลงทุนบางกลุ่มเชื่อว่าอัตราเงินเฟ้อไทยว่าจะเร่งตัวขึ้นจึงเป็นผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวของไทยปรับตัวสูงขึ้นบ้างเป็นบางช่วง อย่างไรก็ตาม นักลงทุนต่างชาติมีความต้องการถือครองพันธบัตรรัฐบาลไทยบางรุ่นเพิ่มขึ้นเพื่อปรับสัดส่วนการลงทุน หลังมีการเปลี่ยนรุ่นพันธบัตรอ้างอิงใน global bond index จึงทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาวปรับเพิ่มขึ้นไม่มากนัก

รูปที่ 23: อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาวปรับตัวสูงขึ้นตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ และการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยที่ปรับตัวดีกว่าที่คาด

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย และสหรัฐฯ ระยะยาว

หน่วย: %



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของสำนักงานสถิติแห่งชาติ

มองไปข้างหน้าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาวมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นอีกเล็กน้อยตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะยาว และแนวโน้มเศรษฐกิจไทยที่จะยังคงขยายตัวต่อไปโดยปัจจัยที่จะทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น คือ 1) คาดการณ์อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ จะปรับตัวสูงขึ้นตามภาวะตลาดแรงงานที่ตึงตัวและเข้าใกล้การจ้างงานเต็มที่ และ 2) แนวโน้มการเพิ่มปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ เพื่อมาสนับสนุนการขาดดุลการค้าที่จะเพิ่มสูงขึ้น โดยปัจจัยเหล่านี้จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาวมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตามไปด้วย เพราะนักลงทุนอาจมีการโยกย้ายการลงทุนไปสู่สินทรัพย์ปลอดภัยในต่างประเทศที่มีผลตอบแทนที่ดีกว่าได้ อย่างไรก็ตาม การที่เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัวในอัตราเร่งที่ลดลงจะส่งผลให้ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาวไม่สามารถปรับเพิ่มขึ้นได้มาก อีกทั้ง น่าจะไม่มี การเพิ่มปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวอย่างมีนัยในปีหน้า เนื่องจากงบประมาณขาดดุลของรัฐไม่ปรับเพิ่มจากปีที่แล้วมากนัก แม้จะมีการลงทุนในโครงการที่เกี่ยวข้องกับ EEC ก็ตาม เพราะเงินทุนที่ใช้สนับสนุนโครงการจะมาจากแหล่งทุนอื่น

มุมมองค่าเงินบาท

ค่าเงินบาทตั้งแต่ไตรมาสสองถึงเดือนสิงหาคมอ่อนค่าลง โดยส่วนใหญ่เป็นผลจากดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้น (รูปที่ 24) จาก 1) มุมมองของนักลงทุนต่อเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ที่เติบโตได้ดีกว่าประเทศเศรษฐกิจหลักอื่น ๆ และกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ (รูปที่ 25) 2) การดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวของ Fed ทำให้ผลตอบแทนของตราสารหนี้ (carry return) ในสหรัฐฯ ปรับสูงขึ้น เงินทุนเคลื่อนย้าย (portfolio flows) ที่ไหลเข้ากลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่จึงชะลอลง และ 3) นโยบายกีดกันทางการค้าที่มีความตึงเครียดเพิ่มขึ้น เป็นผลให้นักลงทุนมีความกังวลต่อประเทศที่ได้รับผลกระทบได้แก่จีน กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ รวมถึงกลุ่มประเทศ G10 (ยกเว้นสหรัฐฯ) ค่าเงินของกลุ่มประเทศดังกล่าวจึงอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ นอกจากนี้ การแข็งค่าของดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แล้ว ยังมีปัจจัยเสริมคือ การอ่อนค่าของค่าเงินหยวนที่ทำให้เงินบาทอ่อนค่าตามไปด้วย เนื่องจากชนิดสินค้าและปลายทางส่งออกของไทยคล้ายคลึงกับจีน ทำให้สินค้าไทยสูญเสียความสามารถในการแข่งขันด้านราคาต่อจีนในเวลาที่เงินหยวนอ่อนค่า ซึ่งส่งผลต่อภาคการส่งออกและเศรษฐกิจไทยที่พึ่งพาการส่งออกเป็นหลัก ค่าเงินบาทจึงมีแนวโน้มอ่อนค่าตามหยวนค่อนข้างมาก (รูปที่ 26)

รูปที่ 24: เงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในไตรมาสสามแข็งค่าขึ้นจากเชื่อมั่นต่อเสถียรภาพต่างประเทศของไทย นอกจากนี้ เงินบาทยังปรับแข็งค่าเทียบกับสกุลเงินอื่นๆ ในภูมิภาคเช่นกัน

DXY NEER และ USDTHB

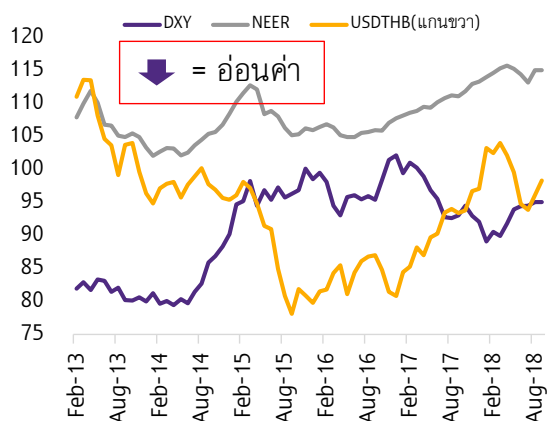
การเปลี่ยนแปลงของสกุลเงินในปี 2018

หน่วย: %

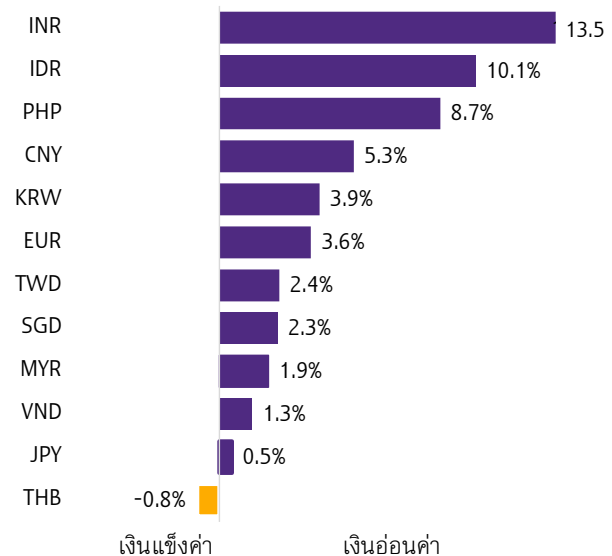
หน่วย: บาทต่อดอลลาร์

หน่วย: %

	USDTHB	DXY	NEER
% ytd	0.8%	3.3%	1.5%
% qtd	2.2%	0.7%	0.5%



ข้อมูล ณ วันที่ 28 ก.ย. 2018



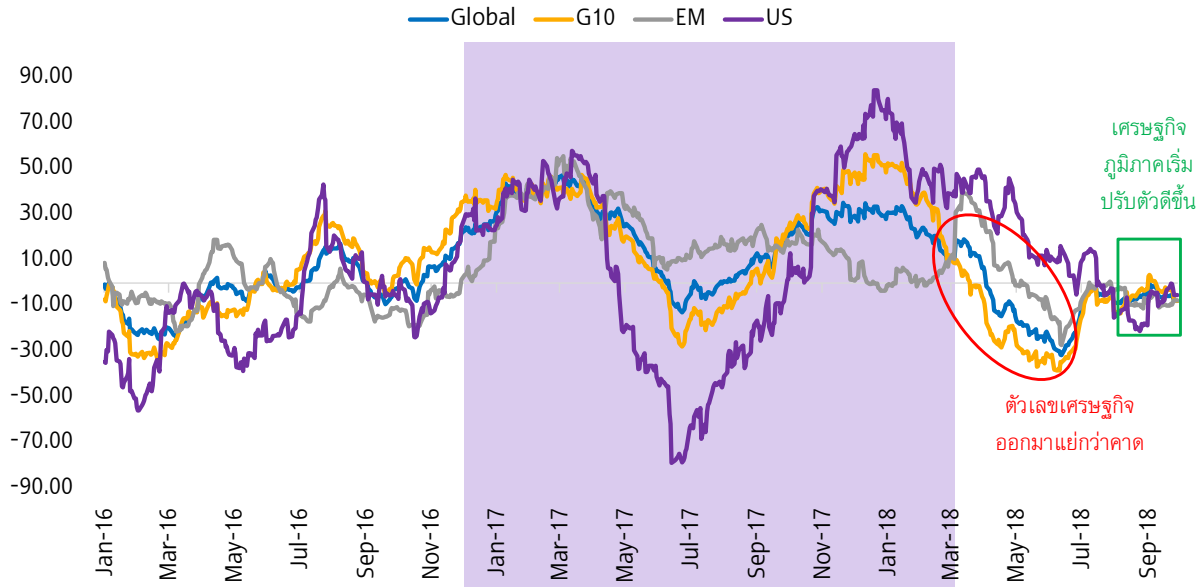
ข้อมูล ณ วันที่ 28 ก.ย. 2018 เทียบกับ 30 ธ.ค. 2017

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทยและ Bloomberg

รูปที่ 25: ในช่วงไตรมาส 2 เศรษฐกิจกลุ่ม G10 และ EM ออกมาแย่กว่าคาด ทำให้ค่าเงิน EM อ่อนค่าลง แต่ในไตรมาสที่สาม ตัวเลขเศรษฐกิจภูมิภาคเริ่มออกมาดีขึ้น ขณะที่สหรัฐฯ ออกมาต่ำกว่าคาด จึงทำให้ค่าเงิน EM กลับมาทรงตัวเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ

Economic surprise index

หน่วย: ดัชนี

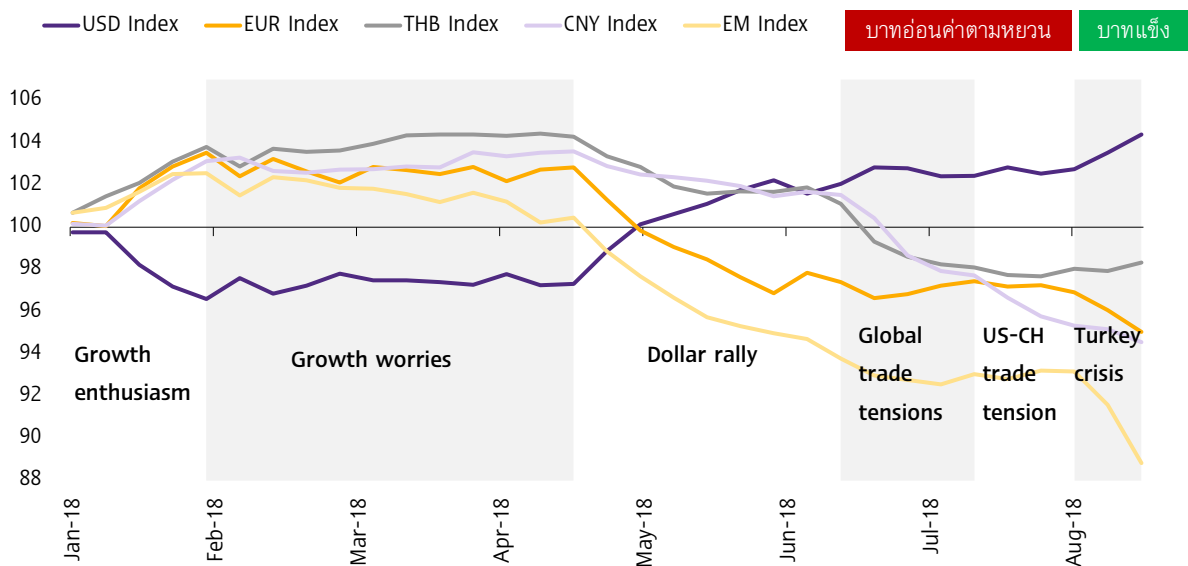


ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทยและ Bloomberg

รูปที่ 26 ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ โจมตีแข็งค่าเทียบกับสกุลเงินภูมิภาคและเงินบาทในช่วงที่มีความกังวลเรื่องสงครามการค้า แต่ในช่วงที่เกิดวิกฤติตุรกี เงินบาทกลับมาแข็งค่า

ค่าเงินในช่วงเหตุการณ์สำคัญของเศรษฐกิจโลก

หน่วย: ดัชนี (ม.ค. = 100)



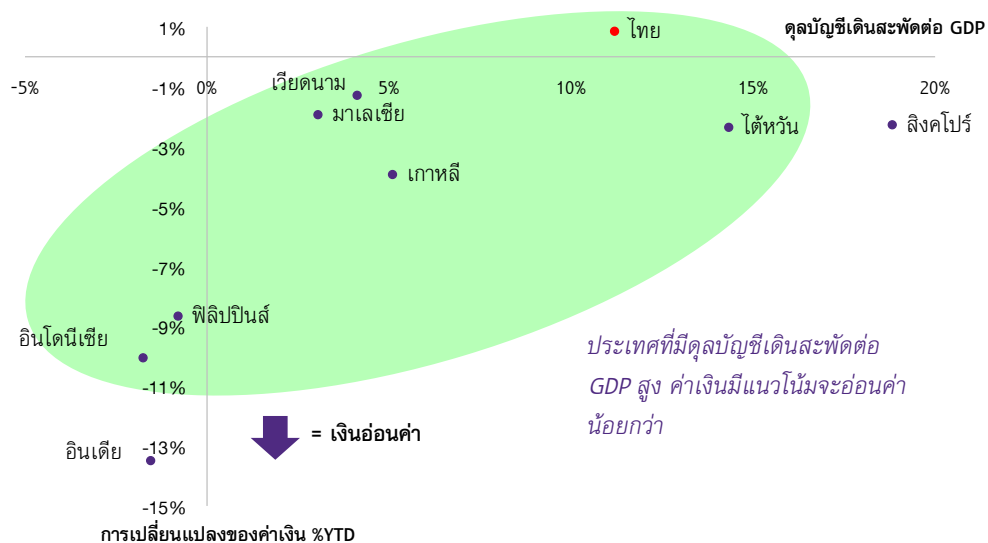
ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของสำนักงานสถิติแห่งชาติ



อย่างไรก็ตาม ในช่วงที่เกิดวิกฤตการเงินตอร์เกิ และหลังจากที่สหรัฐฯ ปรับนโยบายกีดกันทางการค้าโดยมุ่งเน้นไปที่จีนมากขึ้น เงินบาทปรับแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับค่าเงินสกุลอื่นในภูมิภาค สะท้อนจากดัชนีค่าเงินบาท (nominal effective exchange rate: NEER) ที่แข็งค่าขึ้นในช่วงดังกล่าว โดยอีไอซีมองว่าเหตุผลหลักมาจากเสถียรภาพด้านต่างประเทศของไทยที่แข็งแกร่งและเศรษฐกิจในภาพรวมที่ขยายตัวต่อเนื่อง (รูปที่ 27) ทำให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่นต่อการถือครองสินทรัพย์ไทย ค่าเงินบาทมีสถานะเปรียบเสมือนสินทรัพย์ปลอดภัยในภูมิภาค (regional safe haven) ดังนั้น ในเวลาที่เกิดความกังวลและนักลงทุนต้องการลดความเสี่ยงจากการลงทุน (risk-off sentiment) เงินบาทจึงแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับสกุลเงินอื่นในภูมิภาค

รูปที่ 27: ด้วยเสถียรภาพทางเศรษฐกิจที่ยังอยู่ในเกณฑ์ดี เงินบาทจึงไม่อ่อนค่าลงมากในช่วงที่ผ่านมา
การเปลี่ยนแปลงของดุลบัญชีเดินสะพัดและค่าเงินในแต่ละประเทศ

หน่วย: %



หมายเหตุ: ข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยน ณ วันที่ 28 ก.ย. 2018 และข้อมูลดุลบัญชีเดินสะพัดปี 2017

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

อีไอเอ็มมองค่าเงินบาท ณ สิ้นปี 2018 มีแนวโน้มทรงตัวใกล้เคียงระดับปัจจุบันตามดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่ทรงตัว และการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยที่มีแนวโน้มชะลอลง การแข็งค่าของดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอลง โดยมีปัจจัยจาก 1) สงครามการค้าจะคงไปยังรายประเทศมากขึ้น โดยเฉพาะสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน 2) เศรษฐกิจของกลุ่มประเทศเศรษฐกิจหลัก (ไม่รวมสหรัฐฯ) มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในช่วงที่เหลือของปี นักลงทุนจึงน่าจะปรับมุมมองและทิศทางการลงทุนทำให้เงินทุนเคลื่อนย้ายสู่สหรัฐฯ มีแนวโน้มลดลง อย่างไรก็ตาม อีไอเอ็มมองว่าโอกาสที่เงินบาทจะกลับมาแข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็วนั้นมีจำกัด เนื่องจากการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มชะลอลงจากภาคการส่งออกและการท่องเที่ยว อีกทั้งดุลบัญชีเดินสะพัดที่จะเกินดุลลดลงเมื่อเทียบกับปีที่แล้ว ดังนั้น เมื่อพิจารณาจากทั้งดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ และปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจของไทยแล้ว อีไอเอ็มมองว่าเงินบาทจะทรงตัวใกล้เคียงระดับปัจจุบันในช่วงที่เหลือของปี โดยเคลื่อนไหวในกรอบ 32 – 32.5 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ

สำหรับมุมมองค่าเงินบาท ณ สิ้นปี 2019 อีไอเอ็มมองว่าเงินบาทมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นได้อีกเล็กน้อย โดยมีปัจจัยจาก 1) ดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อาจอ่อนค่าลงตามวัฏจักรเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ขยายตัวชะลอลง ประกอบกับผลการนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐที่ทยอยหมดไป 2) แม้ว่าค่าเงินบาทจะอ่อนค่าตามเงินหยวน แต่รูปแบบสงครามการค้าที่เจาะจงระหว่างจีนและสหรัฐฯ ทำให้ความกังวลของนักลงทุนลดลงส่งผลให้เงินบาทไม่อ่อนค่าตามหยวนเหมือนในอดีต และ 3) แม้เสถียรภาพด้านต่างประเทศของไทยที่อยู่ในเกณฑ์ดี แต่ดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยมีแนวโน้มเกินดุลลดลงจากปีนี้ ตามการนำเข้าที่อาจสูงขึ้น การเติบโตของภาคการท่องเที่ยวที่ปรับตัวลดลง และการเมืองที่อาจมีความผันผวนมากขึ้นในปีหน้า จึงเป็นผลทำให้เงินบาทแข็งค่าขึ้นได้ไม่มากนัก อีไอเอ็มจึงมองว่าเงินบาทมีแนวโน้มเคลื่อนไหวในกรอบ 31.5 – 32.5 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นปี 2019



A photograph of an oil refinery at sunset. The scene is dominated by large white storage tanks and complex piping. A bright sun is low on the horizon, creating a strong orange and yellow glow that silhouettes the industrial structures. In the foreground, a chain-link fence runs across the bottom of the frame.

Bull - Bear

ราคาน้ำมัน

Bull-Bear ราคาน้ำมัน

ราคาน้ำมัน (USD/บาร์เรล) (ค่าเฉลี่ย)	2017					2018F							2019F
	Q1	Q2	Q3	Q4	เฉลี่ย	Q1	Q2	Q3F	Q4F	เฉลี่ย	สูงสุด*	ต่ำสุด*	เฉลี่ย
ราคาน้ำมันดิบ WTI	52	48	48	55	51	63	68	69	73	68	74	59	72
ราคาน้ำมันดิบ Brent	54	50	52	61	54	67	75	73	79	73	79	62	80

* ข้อมูลจาก Leading global houses (ณ 25 กันยายน 2018)
ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC

BULLs:

●ความต้องการใช้น้ำมันทั่วโลกมีแนวโน้มสูงขึ้นตามฤดูกาล เนื่องจากเข้าสู่ฤดูหนาว ทั้งนี้ สำนักงานสารสนเทศด้านการพลังงานของรัฐบาลสหรัฐ (EIA) ได้ประเมินว่าในไตรมาส 4 ปี 2018 อุปสงค์จะมีการขยายตัวราว 1.5% YOY มาอยู่ที่ 100.6 ล้านบาร์เรลต่อวัน

●สหรัฐฯ เริ่มใช้มาตรการคว่ำบาตรต่ออิหร่านในวันที่ 6 สิงหาคม ซึ่งนับเป็นเวลา 90 วันหลังจากที่สหรัฐฯ ถอนตัวออกจากข้อตกลงนิวเคลียร์ อย่างไรก็ตาม มาตรการคว่ำบาตรยังไม่ครอบคลุมถึงสินค้าปิโตรเลียมในเวลานี้ โดยประเทศต่างๆ ยังมีเวลาจนถึงวันที่ 4 พฤศจิกายนในการหยุดการนำเข้าน้ำมันจากอิหร่าน โดยมาตรการคว่ำบาตรนี้จะส่งผลให้อุปทานน้ำมันดิบหายไปจากตลาดโลกราว 1.1 - 2 ล้านบาร์เรลต่อวัน

BEARs:

●สงครามการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ อาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกและความต้องการน้ำมัน

●การแก้ไขปัญหาคอขวดทางด้านท่อส่งแก๊สและน้ำมันของสหรัฐฯ คาดว่าจะเสร็จเร็วกว่ากำหนด ทำให้ขนส่งน้ำมันได้เพิ่มขึ้น 1 แสนบาร์เรลต่อวัน โดยแผนการขยายท่อขนส่งจากแหล่ง Permian ซึ่งเป็นแหล่งจุดเจาะแก๊สและน้ำมันขนาดใหญ่ของสหรัฐฯ จะเริ่มทยอยเสร็จตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 ของปี 2018 ต่อเนื่องไปจนถึงปี 2022



มุมมอง EIC: **BULLs**

ราคาน้ำมันดิบในไตรมาส 4 มีแนวโน้มสูงขึ้น โดยปัจจัยเรื่องสหรัฐฯ คำว่าบาตรอิหร่านจะส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมันในไตรมาสนี้ เนื่องจากญี่ปุ่น เกาหลี สหภาพยุโรป และ อินเดียจะปฏิบัติตามการคว่ำบาตรของสหรัฐฯ เพื่อรักษาความสามารถในการเข้าถึงระบบการเงินของสหรัฐฯ อย่างไรก็ตาม โออีซีมองว่าประเทศที่ปัจจุบันมีความขัดแย้งกับสหรัฐฯ เช่น ตุรกีและจีน จะยังคงนำเข้าน้ำมันจากอิหร่าน ทั้งนี้ การคว่ำบาตรในครั้งนี้จะส่งผลให้อุปทานจากอิหร่านหายไปราว 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน นอกจากนี้ ปริมาณการผลิตน้ำมันในเวเนซุเอลาที่ยังลดลงอย่างต่อเนื่องจากปัญหาทางการเมืองในประเทศเป็นอีกปัจจัยสนับสนุนราคาน้ำมันให้ปรับตัวสูงขึ้น โดยอุปทานน้ำมันดิบจากเวเนซุเอลาจะลดลงเหลือ 1 ล้านบาร์เรลต่อวันภายในสิ้นปี 2018

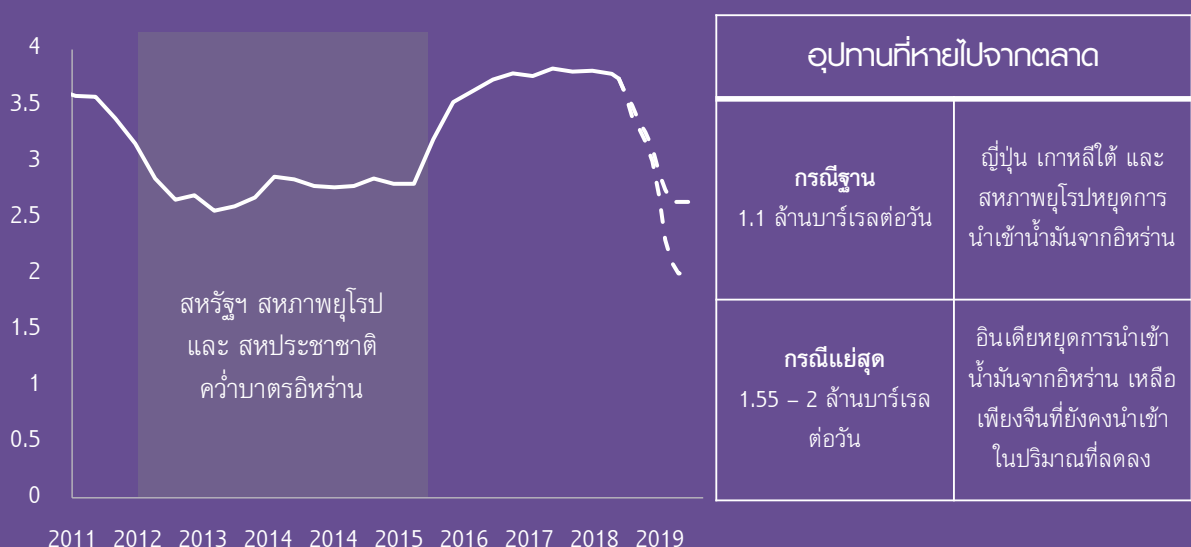
ในส่วนของปัจจัยที่จะกดดันราคาน้ำมันดิบมาจากการเพิ่มการผลิตของ OPEC และรัสเซียที่ตกลงเพิ่มปริมาณการผลิตเมื่อเดือนกรกฎาคมที่ผ่านมา โดยนักวิเคราะห์คาดว่าในไตรมาส 4 OPEC จะมีการผลิตอยู่ที่ราว 38 ล้านบาร์เรลต่อวัน และมี spare capacity อยู่ราว 2 - 3 ล้านบาร์เรลต่อวัน

ในปี 2019 ราคาน้ำมันยังมีแนวโน้มสูงขึ้น เนื่องจากอุปทานของอิหร่านที่หายไปและความต้องการน้ำมันดิบที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นราว 1 ล้านบาร์เรลต่อวันเทียบกับปี 2018 ในขณะที่ downside risk ของราคาน้ำมันเป็นความเสี่ยงจากสงครามการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกและความต้องการน้ำมันที่ลดลงได้ นอกจากนี้ หากราคาน้ำมันทรงตัวอยู่ในระดับสูงอาจส่งผลให้ความต้องการน้ำมันลดลงโดยเฉพาะจากกลุ่มประเทศ EM ที่มีการเติบโตของความต้องการน้ำมันสูง รวมทั้งมีความเสี่ยงด้านค่าเงินในภาวะที่ค่าเงินสหรัฐฯ แข็งขึ้น

ในด้านอุปทาน การผลิตจากสหรัฐฯ มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นราว 5 แสนบาร์เรลต่อวันในปี 2019 อย่างไรก็ตาม อุปทานจากสหรัฐฯ จะเพิ่มขึ้นในไตรมาส 2 เป็นต้นไปเมื่อท่อขนส่งน้ำมันทยอยเปิด ซึ่งอาจส่งผลให้ความตึงตัวของอุปทานน้ำมันในตลาดโลกมีแนวโน้มลดลงในไตรมาส 3 และไตรมาส 4 ของปี 2019 นอกจากนี้ อุปทานจากผู้ผลิต non-OPEC non-OECD เช่น บราซิล และ รัสเซีย มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นราว 3 แสนบาร์เรลต่อวันและ 1 แสนบาร์เรลต่อวัน ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ (geo-political risk) ปัญหาทางการเมืองของเวเนซุเอลา ซีเรีย ไนจีเรีย และลิเบียยังคงเป็นปัจจัยกดดันอุปทานน้ำมันในปี 2019

ปริมาณการผลิตน้ำมันของอิหร่าน

หน่วย: ล้านบาร์เรลต่อวัน







In Focus :

เจาะประเด็นความเสี่ยง ภาวะการเงินโลกตึงตัว นัยต่อตลาดเกิดใหม่ และตลาดหุ้นไทย

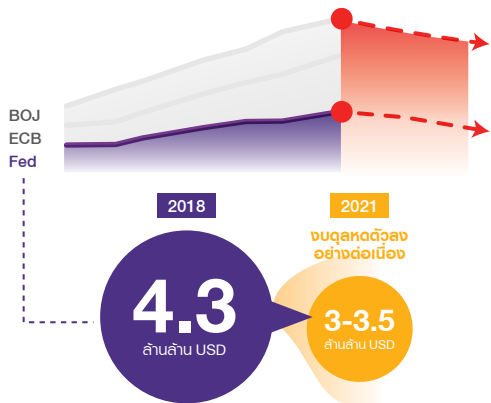
ภาวะการเงินโลกที่มีแนวโน้มตึงตัวขึ้นจากการดำเนินนโยบายการเงินของกลุ่มประเทศเศรษฐกิจหลัก (DM) ทำให้กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ (EM) อาจได้รับผลกระทบจากหลายช่องทางด้วยกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ในภาวะที่หนี้สินของ EM มีแนวโน้มขยายตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง บทความนี้มุ่งตอบคำถามว่าผลกระทบสามารถส่งผ่านมาสู่ EM อย่างไรบ้าง รวมไปถึงบ่งชี้จุดเปราะบางในประเทศที่ต้องจับตามอง ซึ่งพบว่า นอกจากอาร์เจนตินาและตุรกีแล้ว ประเทศที่ต้องจับตามองอีกเช่นกันคือ แอฟริกาใต้ อินโดนีเซีย และอินเดีย

อีไอซี ยังได้ศึกษาต่อไปว่า ภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้นตามแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยขาขึ้นจะเป็นความเสี่ยงต่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทยที่ระดมทุนผ่านการออกหุ้นกู้มากน้อยเพียงใด โดยผลการศึกษาบ่งชี้ว่าความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ของบริษัทไทยอยู่ในระดับต่ำ และความเสี่ยงส่วนใหญ่กระจุกตัวอยู่ในเฉพาะบางภาคธุรกิจเท่านั้น อย่างไรก็ตาม หากรัตราดอกเบี้ยปรับสูงขึ้นมาก จะทำให้หุ้นกู้เสี่ยงเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยได้

เจาะประเด็น ความเสี่ยงภาวะการเงินโลก ที่ตึงตัว นัยต่อตลาดเกิดใหม่

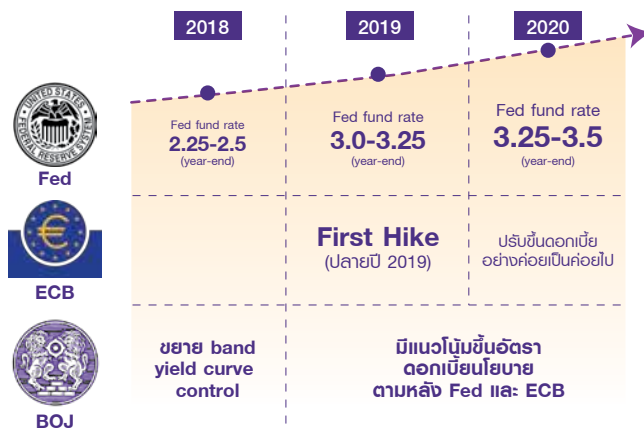
ภาวะการเงิน DM ตึงตัว

ขนาดงบดุลของ Fed, ECB, BOJ
มีแนวโน้มลดลง



BOJ มีแนวโน้มซื้อสินทรัพย์ทางการเงินลดลง
ECB เตรียมยกเลิกการเข้าซื้อสินทรัพย์ทางการเงิน (APP) ณ สิ้นปี 2018

อัตราดอกเบี้ยของกลุ่ม DM
มีแนวโน้มปรับขึ้นอย่างต่อเนื่อง



ช่องทางการส่งผ่านของภาวะการเงินโลก ที่ตึงตัวขึ้นสู่กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่

ส่งผ่านช่องทาง



เงินทุนเคลื่อนย้าย

เงินทุนเคลื่อนย้ายสู่กลุ่ม EM มีแนวโน้มชะลอตัว หลังผลตอบแทนจากการถือครองตราสารหนี้ของกลุ่ม DM เพิ่มขึ้น



อัตราแลกเปลี่ยน

อัตราแลกเปลี่ยนของกลุ่ม EM อาจอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับค่าเงินของกลุ่ม DM



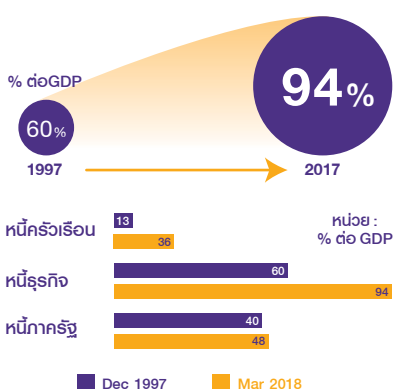
อัตราผลตอบแทนพันธบัตร

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลและเอกชนของกลุ่ม EM มีแนวโน้มปรับสูงขึ้น

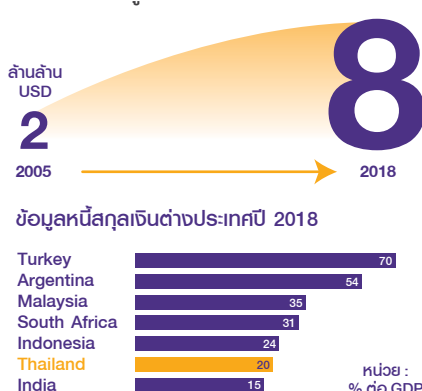
ภาวะการเงินโลกที่ตึงตัวขึ้นต่อ ภาระหนี้และเสถียรภาพด้านต่างประเทศของกลุ่ม EM

เป็นความเสี่ยงต่อ EM

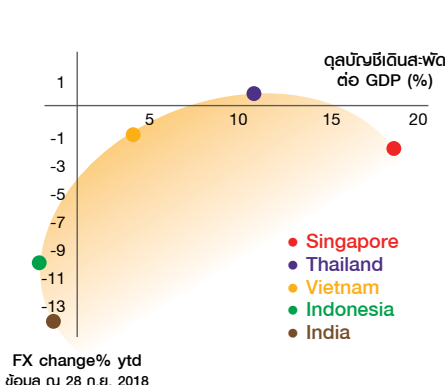
หนี้ภาครัฐ
ขยายตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว



มูลค่าหนี้สกุลต่างประเทศ
สูงขึ้นอย่างรวดเร็ว



ประเทศที่มี
เสถียรภาพต่างประเทศที่แข็งแกร่ง
ค่าเงินอ่อนค่าลงน้อย



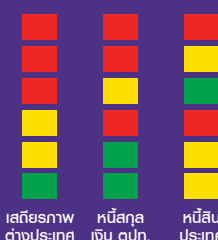
สรุป

กลุ่มประเทศที่มีความเสี่ยงสูง
ที่จะได้รับผลกระทบจาก
ภาวะการเงินโลกที่ตึงตัวขึ้น

ระดับความเสี่ยง



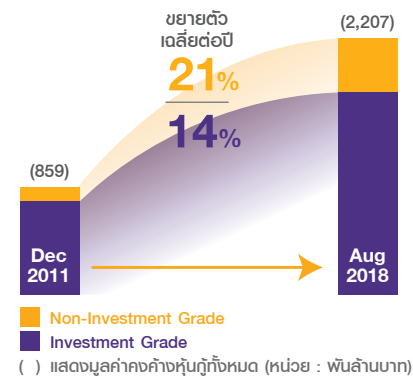
Turkey
Argentina
Indonesia
Malaysia
India
Thailand



ความเสี่ยง จากภาวะการเงิน ที่ตึงตัวขึ้นต่อตลาดหุ้นไทย

ตลาดหุ้นไทยต้องเผชิญความเสี่ยง
จากภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้น

มูลค่าคงค้างหุ้นขยายตัวอย่างต่อเนื่อง
โดยเฉพาะ Non-Investment Grade



หุ้นส่วนใหญ่ในตลาด
จะครบกำหนดไต่ถอนในปี 2019-2021

54%

ของมูลค่า
หุ้นทั้งหมด

จะครบกำหนด
ไต่ถอนในปี

2019
-
2021

ซึ่งเป็นช่วงที่ ภาวะการเงินโลก
มีแนวโน้มตึงตัวขึ้น และ กบง.
น่าจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย



ทำให้ภาคธุรกิจที่ออกหุ้น
อาจเผชิญกับความเสี่ยง



ความเสี่ยงในการต่ออายุ
หุ้น (roll-over risk)

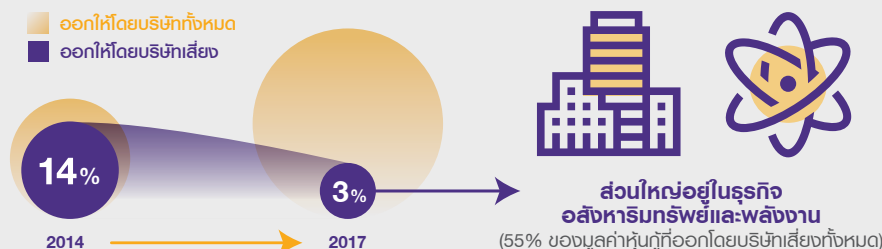


ความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ย
ปรับสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว
(yield snapback)

ธุรกิจไทยที่ออกหุ้น

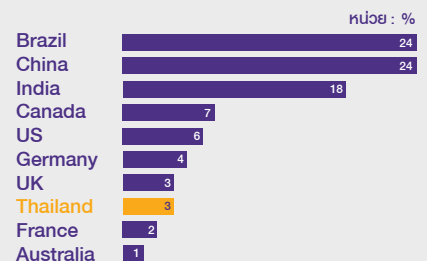
มีความพร้อมสำหรับภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้นหรือไม่

สัดส่วนมูลค่าหุ้นที่ออกโดยบริษัทเสี่ยง*
เทียบกับหุ้นที่ออกโดยบริษัททั้งหมด



*บริษัทเสี่ยงคือบริษัทที่มี interest coverage ratio (ICR) ต่ำกว่า 1.5

สัดส่วนหุ้นที่ออกโดยบริษัทเสี่ยงในไทย
ยังต่ำเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ



Scenario analysis

จำลองสถานการณ์ให้อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยที่บริษัทต้องจ่ายเพิ่มสูงขึ้น
เพื่อดูผลกระทบต่อสัดส่วนหุ้นที่ออกโดยบริษัทเสี่ยง

หากดอกเบี้ยเฉลี่ยเพิ่ม
เล็กน้อย

25bps

สัดส่วนหุ้นที่ออกโดย
บริษัทเสี่ยงจะเพิ่มขึ้น

3% → 3.4%

เพิ่มขึ้นเล็กน้อย

หากดอกเบี้ยเฉลี่ยเพิ่ม
อย่างรุนแรง

200bps

สัดส่วนหุ้นที่ออกโดย
บริษัทเสี่ยงจะเพิ่มขึ้น

3% → 11%

เพิ่มขึ้นมาก

ตลาดหุ้นไทยรับมือได้ดีกว่าประเทศอื่น
แม้ดอกเบี้ยเฉลี่ยเพิ่ม 200 bps

สัดส่วนหุ้นที่เสี่ยง



กลุ่มธุรกิจที่ได้รับผลกระทบมาก



ธุรกิจกลุ่ม
วัสดุก่อสร้าง



ธุรกิจกลุ่ม
รับเหมาก่อสร้าง



ธุรกิจกลุ่ม
อสังหาริมทรัพย์



1. ความเสี่ยงจากภาวะการเงินโลกที่ตึงตัวขึ้น ต่อกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่และไทย

ภาวะการเงินโลกมีแนวโน้มตึงตัวขึ้น จากการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นอย่างต่อเนื่องของธนาคารกลางของกลุ่มประเทศเศรษฐกิจหลัก หลังวิกฤตเศรษฐกิจปี 2008-2009 ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ธนาคารกลางยุโรป (ECB) และธนาคารกลางญี่ปุ่น (BOJ) ได้ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอย่างมากพร้อมเข้าซื้อสินทรัพย์ทางการเงิน (quantitative easing: QE) เพื่อช่วยกระตุ้นทางการเงินอยู่ในระดับต่ำ โดยผลของมาตรการ QE ทำให้งบดุล (balance sheet) ของธนาคารกลางหลักมีขนาดใหญ่ขึ้นมาก⁹ อย่างไรก็ตาม ภาวะการเงินที่ผ่อนคลายนี้เริ่มลดลงหลัง Fed หยุดขยายขนาดงบดุลและปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่อง โดยตลาดคาดการณ์ว่า Fed จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 1 ครั้งในปี 2019 และอีก 1 ครั้งในปี 2020 ในส่วนของ ECB ก็มีโอกาสปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งแรกในช่วงปลายปี 2019 ซึ่งนับเป็นจุดเริ่มต้นของวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นในยุโรป นอกจากนี้ ขนาดงบดุลของธนาคารกลางทั้งสามแห่งมีแนวโน้มลดลงเช่นกัน โดยในกรณีของ Fed ถึงแม้ขนาดงบดุลจะลดลงบ้างแล้วหลังจากที่ Fed ได้หยุดการเข้าซื้อสินทรัพย์ทางการเงินและปล่อยให้สินทรัพย์ในงบดุลหมดอายุลง (mature) อย่างไรก็ดี นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่มองว่า Fed น่าจะปล่อยให้งบดุลหดตัวลงอีก จาก 4.3 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 3-3.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (เทียบเท่ากับ 13% ของ GDP) ในปี 2021 สำหรับงบดุลของทาง ECB และ BOJ ก็มีแนวโน้มหดตัวลงในระยะข้างหน้าเช่นกัน¹⁰ ดังนั้น จึงคาดการณ์ได้ว่าปริมาณเงิน (liquidity) ในระบบการเงินโลกจะลดลงอย่างต่อเนื่องทำให้ภาวะการเงินโลกยิ่งตึงตัวขึ้น

ช่องทางการส่งผ่านของภาวะการเงินโลกที่ตึงตัวขึ้นสู่กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่

การดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวขึ้นของกลุ่มประเทศเศรษฐกิจหลัก (DM) ส่งผลกระทบต่อกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ (EM) ได้หลายช่องทางด้วยกัน กล่าวคือ 1) เงินทุนเคลื่อนย้ายสู่ประเทศตลาดเกิดใหม่มีแนวโน้มชะลอลงหลังผลตอบแทนจากการถือครองตราสารหนี้ (carry return) ของประเทศเศรษฐกิจหลักเพิ่มสูงขึ้น 2) อัตราแลกเปลี่ยนของกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่อาจอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับค่าเงินของประเทศเศรษฐกิจหลักได้ และ 3) อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลและเอกชนของกลุ่มประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่มีแนวโน้มปรับสูงขึ้นตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรของกลุ่มประเทศเศรษฐกิจหลัก โดยอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวจะได้รับผลกระทบมากกว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นผ่านช่องทาง “ค่าชดเชยความเสี่ยงการถือครองพันธบัตรระยะยาว (term premium)” ซึ่งได้รับผลกระทบจากการลดขนาดงบดุลของกลุ่มประเทศเศรษฐกิจหลัก¹¹ และการปรับมุมมองต่อเศรษฐกิจโลกและแนวโน้มเงินเฟ้อระยะยาว ขณะที่อัตราผลตอบแทนระยะสั้นถูกยึดเหนี่ยวอยู่กับอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบันและการคาดการณ์การดำเนินนโยบายการเงินภายในประเทศในช่วงข้างหน้า

⁹ งบดุลของ Fed มีขนาดกว่า 4.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (คิดเป็นสัดส่วน 25% ของ GDP) ณ สิ้นปี 2015 จากที่มีขนาดน้อยกว่า 9 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (คิดเป็นสัดส่วน 6% ของ GDP) ในช่วงเดือนมกราคม 2007 สอดคล้องกับ ECB ที่ได้ขยายขนาดงบดุลจาก 13% ของ GDP เป็น 26% ของ GDP และ BoJ ได้ขยายขนาดงบดุลจาก 22% ของ GDP เป็น 72% ของ GDP

¹⁰ ECB ได้ประกาศว่าจะลดปริมาณการเข้าซื้อสินทรัพย์ในโครงการ Asset purchase program (APP) ในไตรมาสที่ 3 ของปี 2018 และหยุดการเข้าซื้อสินทรัพย์ในช่วงสิ้นปี ขณะที่ BoJ แม้จะยังไม่มีการประกาศลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ทางการเงินอย่างเป็นทางการ แต่ปริมาณการซื้อสินทรัพย์ทางการเงินก็ลดลง หลังจากที่ไม่ได้เข้าซื้อเต็มวงเงินที่ได้ประกาศไว้

ภาวะการเงินโลกที่ตึงตัวขึ้น และการหนีของกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่

ด้วยหนี้สินที่มีแนวโน้มขยายตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่จึงเผชิญกับความเสี่ยงจากภาวะการเงินโลกที่ตึงตัวขึ้น ภาวะอัตราดอกเบี้ยขาขึ้น สภาพคล่องที่ลดลง และค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อาจแข็งค่าขึ้นได้ ทำให้กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ต้องระวังความเสี่ยงที่มาจากภาระหนี้สิน จากข้อมูลของ IIF พบว่า หนี้ต่อ GDP ของกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่โดยรวมเพิ่มขึ้นในทุกภาคเศรษฐกิจ ทั้งหนี้ครัวเรือน หนี้ธุรกิจ หนี้ภาครัฐ และหนี้ภาคการธนาคารและการเงิน (รูปที่ 28) โดยเฉพาะหนี้ภาครัฐและหนี้ครัวเรือนที่เร่งตัวในระดับสูง ทั้งนี้ อีโอซีมองว่าความเสี่ยงจากหนี้ธุรกิจของกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่เป็นสิ่งที่ต้องจับตามองเป็นพิเศษ เพราะมีการขยายตัวขึ้นอย่างรวดเร็วจาก 60% ต่อ GDP ในปี 1997 เป็น 94% ต่อ GDP ในปี 2017 อีกทั้งยังมีความเสี่ยงที่หนี้ธุรกิจจะส่งผลกระทบต่อวงกว้างได้ หากบริษัทและผู้ประกอบการประเมินความเสี่ยงต่ำเกินไป และมีการกู้ยืมเกินตัวโดยเฉพาะในสกุลเงินต่างประเทศ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพระบบสถาบันการเงินได้ค่อนข้างมาก สำหรับหนี้ครัวเรือนนั้น ถึงแม้อัตราการขยายตัวจะเพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน แต่ระดับหนี้ครัวเรือนต่อ GDP ยังคงอยู่ในระดับที่ไม่สูงมาก และส่วนใหญ่เป็นหนี้สกุลเงินในประเทศ

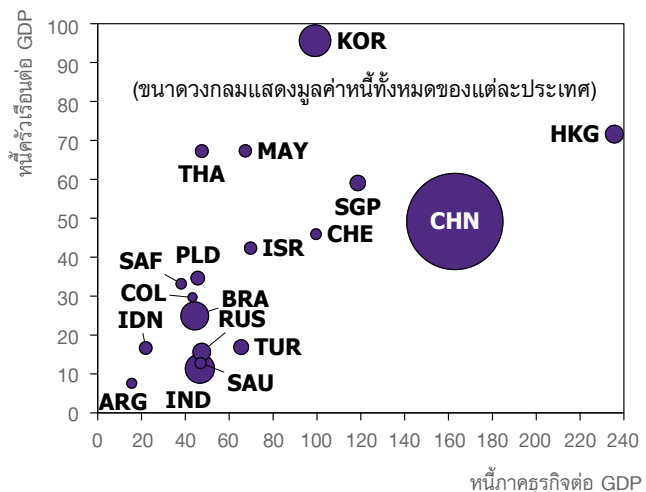
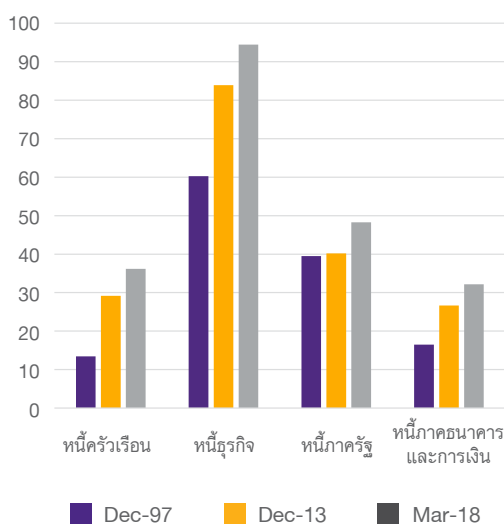
รูปที่ 28: หนี้ต่อ GDP ของกลุ่มประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่เพิ่มขึ้นในทุกภาคเศรษฐกิจ

สัดส่วนหนี้ต่อ GDP ของกลุ่มประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่

หนี้ครัวเรือน และหนี้ธุรกิจ แยกตามประเทศ

หน่วย: % ต่อ GDP

หน่วย: % ต่อ GDP



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ IIF

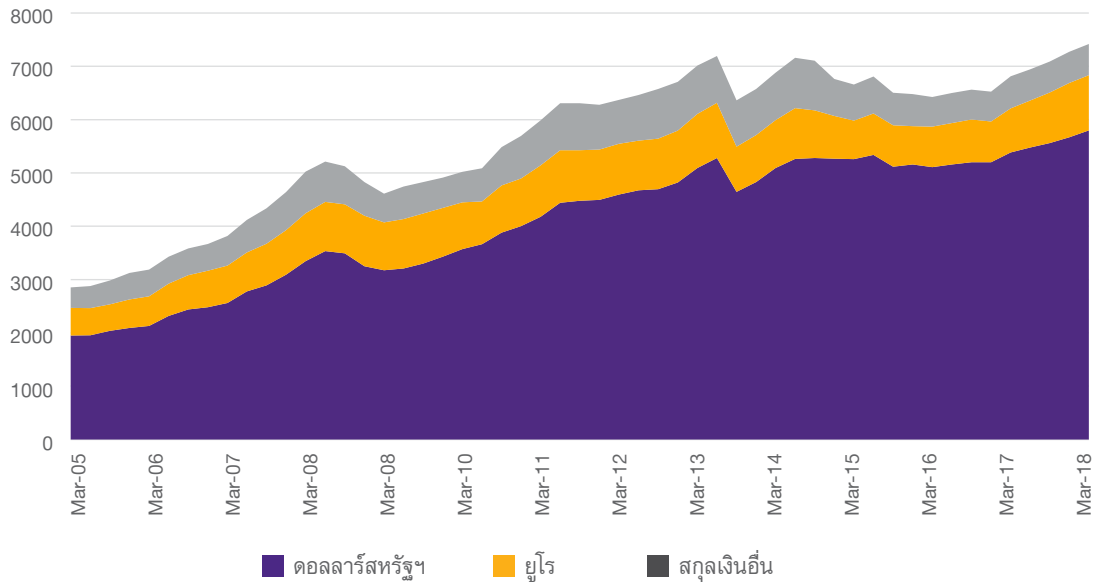
ในอีกมิติที่ต้องพิจารณาคือ หนี้สกุลเงินต่างประเทศของกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ที่มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน จึงทำให้แรงกดดันจากภาวะการเงินโลกที่ตึงตัวเพิ่มสูงขึ้น ความเสี่ยงอีกด้านหนึ่งจากแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น และค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่า คือการที่หนี้สกุลเงินต่างประเทศจะมีมูลค่าสูงขึ้นตามไปด้วย โดยมูลค่าหนี้สกุลต่างประเทศโดยรวมเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็วจากที่อยู่ในระดับ 2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 2005 สู่ระดับสูงกว่า 8 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 2018 (รูปที่ 29) อีกทั้งยังพบว่า ในเดือนมีนาคม 2018 หนี้สกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีสัดส่วนมากที่สุดคิดเป็น 77% ของมูลค่าหนี้ทั้งหมด จึงทำให้กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ต้องเผชิญกับความเสี่ยงสูงในเวลาที่จะ Fed ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายซึ่งอาจส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้นได้ นอกจากนี้ ยังคงพบว่าหนี้สกุลเงินต่างประเทศส่วนใหญ่นั้นกระจุกตัวอยู่ในหนี้ภาครัฐกับครัวเรือน (รูปที่ 30) โดยมีประเทศฮ่องกง สิงคโปร์ และตุรกี ที่มีสัดส่วนหนี้สกุลเงินต่างประเทศสูงที่สุด สำหรับไทยนั้นสัดส่วนหนี้สกุลเงินต่างประเทศยังคงอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ ในภูมิภาค

¹¹จากการที่ธนาคารกลางของกลุ่มประเทศเศรษฐกิจหลักเผชิญกับสถานการณ์ที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ที่ระดับศูนย์ (zero lower bound) จึงทำให้มีการดำเนินนโยบาย quantitative easing เพื่อมุ่งเน้นลดอัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมในระยะยาว (long-end of the curve) ดังนั้น ในเวลาที่ผ่านมาการขยายงบดุลการเข้าซื้อสินทรัพย์และลดขนาด balance sheet ลง จึงทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น

รูปที่ 29: มูลค่าหนี้สกุลเงินต่างประเทศของกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

มูลค่าหนี้ต่างประเทศในรูปสกุลเงินต่างๆ ของประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่

หน่วย: พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

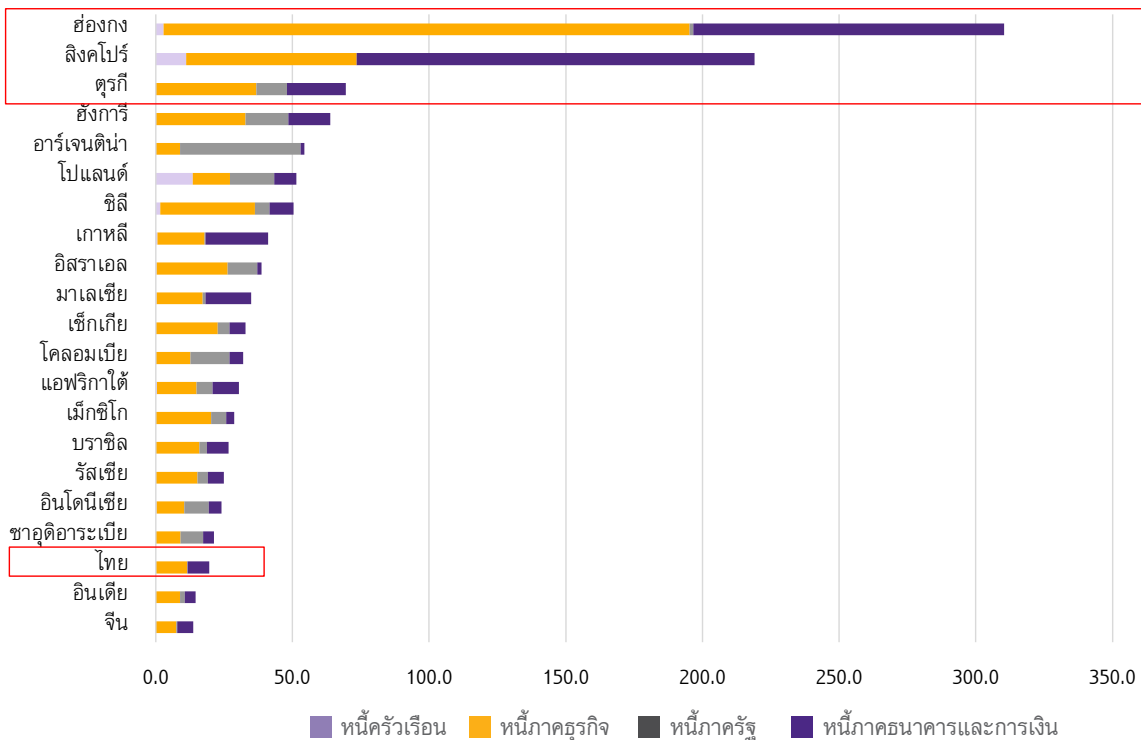


ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ IIF

รูปที่ 30: หนี้สกุลเงินต่างประเทศของกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ ส่วนใหญ่เป็นหนี้ธุรกิจ

สัดส่วนหนี้สกุลเงินต่างประเทศต่อ GDP ของประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ ณ ไตรมาส 1 ปี 2018

หน่วย: % ของ GDP



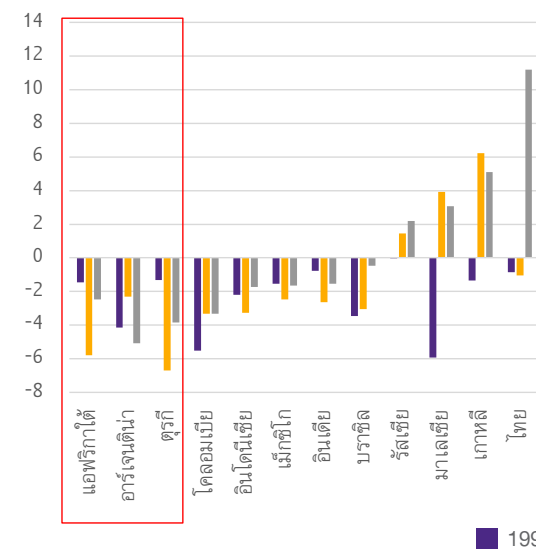
ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ IIF

อย่างไรก็ดี นับจากเหตุการณ์ Asian Financial Crisis ในปี 1997 เป็นต้นมา กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ส่วนใหญ่รวมถึงไทย ได้สั่งสมความแข็งแกร่งทางด้านเสถียรภาพต่างประเทศมากขึ้น (รูปที่ 31) อีไอซีมองว่า กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่โดยรวม มีกันชนทางการเงินที่สูงขึ้น กล่าวคือ ประเทศส่วนใหญ่ขาดดุลบัญชีเดินสะพัดลดน้อยลงหรือเกินดุลสูงขึ้น และมีสัดส่วนเงินทุนสำรองต่อหนี้ต่างประเทศระยะสั้นเพิ่มขึ้น จึงทำให้สามารถรับมือต่อความผันผวนจากปัจจัยต่างประเทศได้ดีขึ้น อย่างไรก็ตาม ยังมีบางประเทศที่มีความเปราะบางทางเศรษฐกิจ เช่น แอฟริกาใต้ อาร์เจนตินา และตุรกี ที่ขาดดุลบัญชีเดินสะพัดสูง และเงินทุนสำรองต่อหนี้ต่างประเทศต่ำ โดยอีไอซีพบว่าประเทศที่มีเสถียรภาพต่างประเทศที่มั่นคงกว่า ตลาดเงินจะรับมือกับผลกระทบจากการดำเนินนโยบายทางการเงินในต่างประเทศได้ดีกว่า (รูปที่ 32)

รูปที่ 31: ประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ส่วนใหญ่มีเสถียรภาพต่างประเทศแข็งแกร่งขึ้นหลังวิกฤตการเงินเอเชียปี 1997

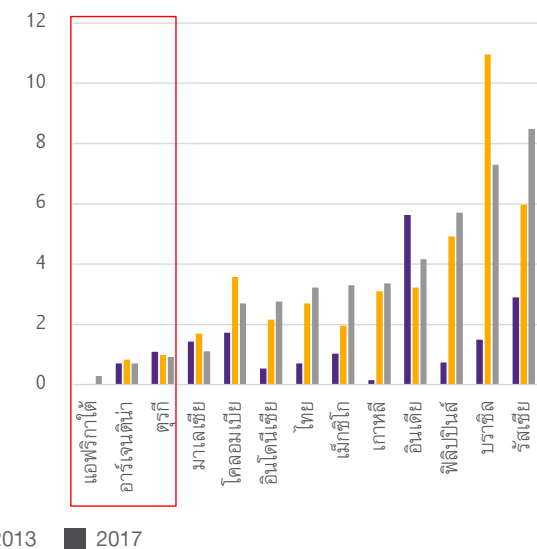
ดุลบัญชีเดินสะพัดต่อ GDP

หน่วย: % ต่อ GDP



เงินทุนสำรองระหว่างประเทศต่อหนี้ต่างประเทศระยะสั้น

หน่วย: เท่า

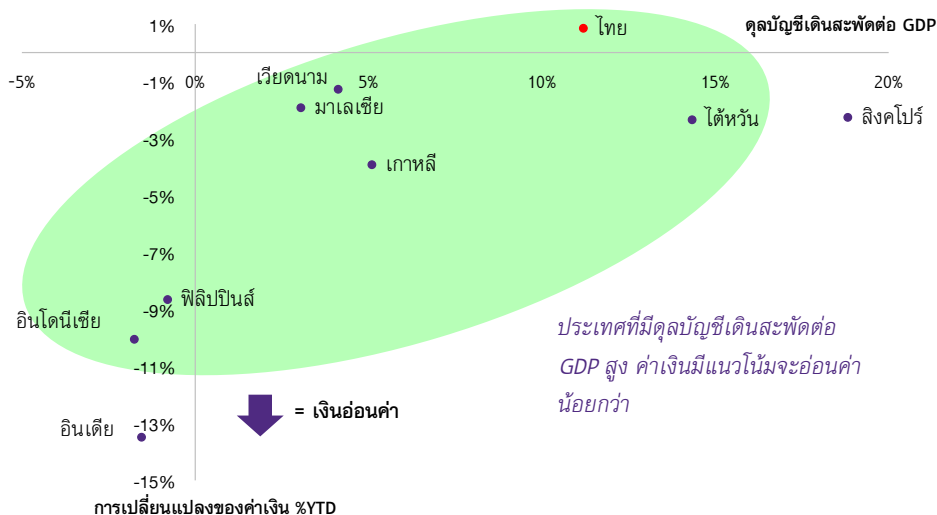


ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ IIF

รูปที่ 32: ประเทศที่มีเสถียรภาพต่างประเทศแข็งแกร่ง อัตราแลกเปลี่ยนจะอ่อนค่าน้อยกว่า

การเปลี่ยนแปลงของดุลบัญชีเดินสะพัดและค่าเงินในแต่ละประเทศ

หน่วย: %



หมายเหตุ: ข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยน ณ วันที่ 28 ก.ย. 2018 และข้อมูลดุลบัญชีเดินสะพัดปี 2017

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

เมื่อพิจารณาจากทั้ง 3 มิติ คือ เสถียรภาพเศรษฐกิจด้านต่างประเทศ ปริมาณหนี้สกุลเงินต่างประเทศ และหนี้สินของประเทศ อีโอซีมองว่ากลุ่มประเทศที่มีความเสี่ยงสูงที่จะได้รับผลกระทบจากภาวะการเงินโลกที่ตึงตัวขึ้นได้แก่ ตุรกี อาร์เจนตินา และแอฟริกาใต้ (รูป 33) เนื่องจากมีเสถียรภาพต่างประเทศที่อ่อนแอ รวมไปถึงมีหนี้สกุลเงินต่างประเทศในระดับสูง กล่าวคือ อาร์เจนตินาขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเพิ่มขึ้นมาอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2010 โดยล่าสุดในปี 2017 ขาดดุลถึงกว่า 5% ต่อ GDP และมีสัดส่วนเงินทุนสำรองต่อหนี้ต่างประเทศระยะสั้นเพียงแค่ 0.7 เท่า นอกจากนี้ หนี้สกุลเงินต่างประเทศและหนี้สาธารณะก็อยู่ในระดับสูงประมาณ 50% ต่อ GDP สำหรับตุรกีนั้น มีเสถียรภาพต่างประเทศที่อ่อนแอเช่นกัน คือ ขาดดุลบัญชีเดินสะพัดมาอย่างต่อเนื่อง โดยในปี 2017 ขาดดุลถึงเกือบ 4% ต่อ GDP มีสัดส่วนเงินทุนสำรองต่อหนี้ต่างประเทศระยะสั้นเพียงแค่ 0.9 เท่า และมีหนี้สกุลเงินต่างประเทศอยู่ในระดับสูงถึงเกือบ 70% ต่อ GDP ด้วยเสถียรภาพที่อ่อนแอนี้ จึงทำให้ทั้งสองประเทศเผชิญกับวิกฤตการเงินที่รุนแรงในช่วงที่ผ่านมา สำหรับอีกประเทศที่อีโอซีมองว่าต้องจับตามองเช่นกันคือ แอฟริกาใต้ เนื่องจากการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดกว่า 2% ต่อ GDP และมีสัดส่วนเงินทุนสำรองต่อหนี้ต่างประเทศระยะสั้นเพียงแค่ 0.3 เท่า เท่านั้น อย่างไรก็ตาม ประเด็นเรื่องหนี้ของแอฟริกาใต้ยังไม่น่าเป็นห่วงนัก เพราะถึงแม้ว่าหนี้สาธารณะจะอยู่ในระดับสูงถึง 52.7% ต่อ GDP แต่หนี้สกุลเงินต่างประเทศมีสัดส่วนเพียง 30% ต่อ GDP ส่วนหนี้ครัวเรือนและหนี้ธุรกิจมีสัดส่วนคิดเป็น 33% และ 38% ต่อ GDP เท่านั้น

สำหรับประเทศตลาดเกิดใหม่ในเอเชียที่ต้องจับตามอง คือ อินโดนีเซีย มาเลเซีย และอินเดีย ทั้งนี้ จุดเปราะบางของแต่ละประเทศมีความแตกต่างกัน กล่าวคือ อินโดนีเซียมีเสถียรภาพต่างประเทศที่ค่อนข้างอ่อนแอ โดยในปี 2017 ขาดดุลบัญชีเดินสะพัด 1.7% ต่อ GDP แต่สำหรับความเสี่ยงในเรื่องหนี้ยังไม่สูงนัก เนื่องจากอินโดนีเซียมีหนี้สกุลเงินต่างประเทศเพียง 24% ต่อ GDP อีกทั้ง มีหนี้ครัวเรือนและหนี้ธุรกิจเพียง 17% และ 22% ต่อ GDP เท่านั้น ในส่วนของมาเลเซีย นั้น แม้ดุลบัญชีเดินสะพัดในปี 2017 จะเกินดุลอยู่ 3% ต่อ GDP จากราคาน้ำมันที่ปรับสูงขึ้นเป็นหลัก แต่เงินทุนสำรองต่อหนี้ต่างประเทศระยะสั้นอยู่ในระดับต่ำเพียง 1.1 เท่า อีกทั้งหนี้ครัวเรือนและหนี้ธุรกิจต่างอยู่ในระดับสูงถึง 67% ต่อ GDP หนี้สาธารณะก็อยู่ในระดับสูงเช่นกันที่ 54% ต่อ GDP มาเลเซียจึงยังคงมีความเสี่ยงที่ต้องจับตามอง โดยเฉพาะหากราคาน้ำมันปรับลดลงมาอยู่ในระดับต่ำ ก็จะทำให้เสถียรภาพต่างประเทศของมาเลเซียอ่อนแอลงอย่างมาก อีกประเทศที่ต้องจับตามองเช่นกันคือ อินเดีย เนื่องจากขาดดุลบัญชีเดินสะพัดมาอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2005 และในปี 2017 ขาดดุลบัญชีเดินสะพัด 1.5% ต่อ GDP อีกทั้ง หนี้สาธารณะก็ยังคงสูงถึง 70.2% ต่อ GDP อย่างไรก็ตาม หนี้ต่างประเทศของอินเดียอยู่ในระดับต่ำเพียง 14% ต่อ GDP และมีเงินทุนสำรองต่อหนี้ต่างประเทศระยะสั้นสูงถึง 4 เท่า จึงทำให้ความกังวลในเรื่องหนี้ไม่สูงมากนัก สำหรับไทยพบว่า เสถียรภาพต่างประเทศยังอยู่ในเกณฑ์ดี คือ ดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลถึง 11% ต่อ GDP ในปี 2017 หนี้สกุลเงินต่างประเทศอยู่ในระดับต่ำ (19% ต่อ GDP) และมีเงินทุนสำรองต่อหนี้ต่างประเทศระยะสั้นสูงเกิน 3 เท่า จึงทำให้ไทยน่าจะรองรับผลกระทบจากภาวะการเงินโลกตึงตัวได้

รูปที่ 33: กลุ่มประเทศที่มีความเสี่ยงสูงที่จะได้รับผลกระทบจากภาวะการเงินโลกที่ตึงตัวขึ้น ได้แก่ ประเทศ ตุรกี อาร์เจนตินา และแอฟริกาใต้ ขณะที่อินโดนีเซีย มาเลเซีย และอินเดียเสี่ยงรองลงมา

ตารางแสดงเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของแต่ละประเทศ

	เสถียรภาพต่างประเทศ		หนี้สกุลเงินต่างประเทศ	หนี้ต่อ GDP		เงินเพื่อ	
	2017	2017	2018 Q1	2018 Q1	2018 Q1	2017	Aug 2018
	ทุนสำรองต่อหนี้สินระยะสั้น	ดุลบัญชีเดินสะพัดต่อ GDP	หนี้สกุลเงินต่างประเทศต่อ GDP	หนี้ครัวเรือนต่อ GDP	หนี้ธุรกิจต่อ GDP (ไม่รวมภาคการเงิน)	หนี้สาธารณะต่อ GDP	อัตราเงินเฟ้อ (YOY%)
ตุรกี	0.91	-3.84	69.57	16.87	65.45	28.50	17.9
อาร์เจนตินา	0.71	-5.08	54.30	7.60	15.53	52.60	34.23
แอฟริกาใต้	0.29	-2.46	30.47	33.17	38.08	52.70	4.94
อินโดนีเซีย	2.76	-1.72	24.07	16.68	21.88	28.90	3.2
มาเลเซีย	1.11	3.06	34.91	67.33	67.33	54.20	0.17
อินเดีย	4.16	-1.54	14.54	11.36	46.58	70.20	3.69
ไทย	3.22	11.00	19.57	67.25	47.47	41.90	1.62

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ IIF Bloomberg และ CEIC

2. ความเสี่ยงจากภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้นต่อตลาดหุ้นไทย

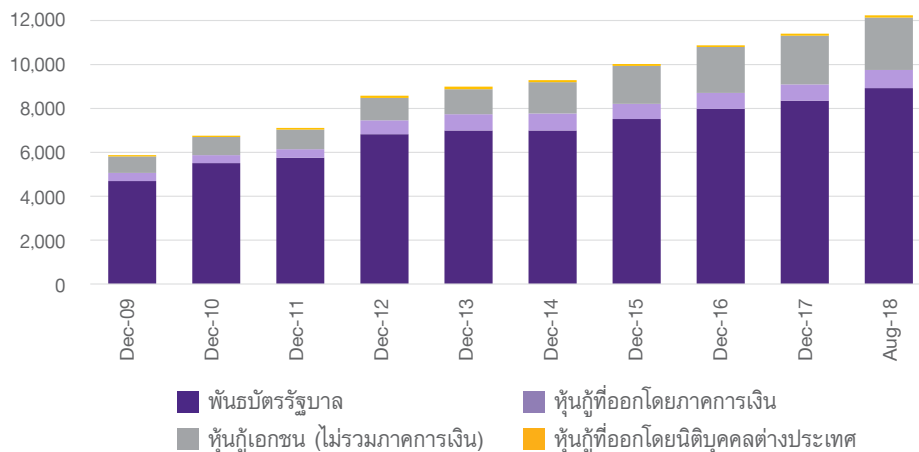
แม้ว่าเสถียรภาพเศรษฐกิจด้านต่างประเทศโดยรวมของไทยจะเข้มแข็ง แต่อีกมิติหนึ่งที่ต้องจับตามองคือ ตลาดหุ้นไทย เนื่องจากมีโอกาสที่จะได้รับผลกระทบจากภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้นตามแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในช่วงขาขึ้น ในลำดับถัดไป อีโอซีจะทำการศึกษาโครงสร้างตลาดหุ้นไทย และประเมินว่ามีความเสี่ยง (exposure) ต่อภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้นอย่างไร

ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา พันธุ์ระยะยาวที่จ่ายดอกเบี้ยแบบคงที่มีอัตราการเติบโตอย่างรวดเร็ว และสูงกว่าพันธบัตรประเภทอื่นๆ ข้อมูลจากสมาคมตราสารหนี้ไทยบ่งชี้ว่ามูลค่าคงค้างของตราสารหนี้ทั้งหมดที่จดทะเบียนรายปีกับสมาคม ขยายตัวขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2011 ถึง 2018 โดยมีอัตราการขยายตัวเฉลี่ยต่อปี (CAGR) สูงถึง 8% (รูปที่ 34) นอกจากนี้ ยังพบอีกว่าหุ้นกู้ (corporate bond) มีอัตราการขยายตัวที่สูงกว่าตราสารหนี้ประเภทอื่นๆ โดยเปรียบเทียบ จึงสะท้อนได้ว่าภาคเอกชนมีการระดมทุนผ่านการออกหุ้นกู้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยที่สัดส่วนการระดมทุนผ่านหุ้นกู้ส่วนใหญ่เป็นการกู้ยืมผ่านหุ้นกู้ระยะยาว (หุ้นกู้ที่มีอายุการไถ่ถอนมากกว่า 1 ปี) และส่วนใหญ่ล้วนจ่ายอัตราดอกเบี้ยแบบคงที่ (fixed rate) โดยระหว่างปี 2011-2018 หุ้นกู้ที่จ่ายอัตราดอกเบี้ยคงที่มีสัดส่วนสูงกว่า 99% ของหุ้นกู้ทั้งหมด

รูปที่ 34: ตราสารหนี้ขยายตัวต่อเนื่องโดยเฉพาะหุ้นกู้ที่ออกโดยภาคเอกชน

มูลค่าคงค้างของตราสารหนี้โดยแบ่งกลุ่มผู้ออก

หน่วย: พันล้านบาท



	Government Debt Securities	Financial Institution Bond	Corporate Bond	Foreign Bond	Total
อัตราการขยายตัวเฉลี่ยต่อปี (CAGR)	6%	11%	15%	4%	8%

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA

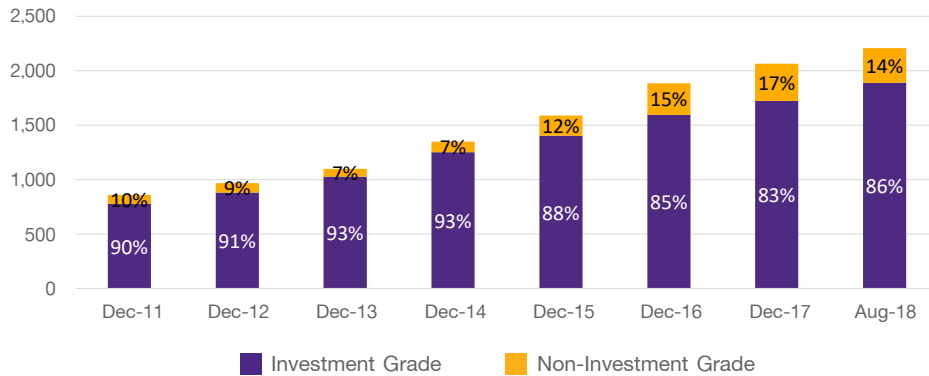
หุ้นกู้ส่วนใหญ่ในตลาดเป็นกลุ่ม investment grade แต่หุ้นกู้กลุ่ม non-investment grade มีอัตราการขยายตัวในระดับที่สูงกว่า เมื่อจำแนกหุ้นกู้ตามลำดับความน่าเชื่อถือ พบว่าหุ้นกู้ที่กลุ่ม investment grade (ตั้งแต่ระดับ BBB- ขึ้นไป)¹² ยังคงเป็นสัดส่วนใหญ่ของตลาดหุ้นกู้ไทย คิดเป็น 86% ของหุ้นกู้ทั้งหมด ขณะที่หุ้นกู้กลุ่ม non-investment grade (ตั้งแต่ระดับ BB+ ลงมา รวมถึงหุ้นกู้ที่ไม่มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ unrated bond ด้วย) มีสัดส่วนต่ำเพียง 14% ในปี 2018 (รูปที่ 35) อย่างไรก็ดี แม้สัดส่วนของหุ้นกู้กลุ่ม non-investment grade จะยังต่ำ แต่อัตราการขยายตัวอยู่ในระดับสูงอย่างต่อเนื่องโดยพบว่าตั้งแต่ปี 2011 ถึง 2018 อัตราการขยายตัวเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ของหุ้นกู้กลุ่มนี้สูงถึง 21% ต่อปี ซึ่งในมุมหนึ่งก็เป็นสิ่งสะท้อนได้ว่าภาคธุรกิจสามารถเข้าถึงบริการทางการเงินได้มากขึ้น แต่ในอีกมุมหนึ่งก็เป็นการสะท้อนถึงความเปราะบางของระบบการเงินไทยที่อาจเกิดขึ้นได้

¹² อ้างอิงการจัดลำดับความน่าเชื่อถือจาก TRIS และ Fitch Rating

รูปที่ 35 : หุ้นกู้มีอัตราการเติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยหุ้นกู้ที่มีความน่าเชื่อถือระดับน่าลงทุนเป็นสัดส่วนใหญ่ของตลาด

มูลค่าคงค้างของหุ้นกู้โดยแบ่งเป็น investment grade และ non-investment grade

หน่วย: พันล้านบาท (ตัวเลขในกราฟ แสดงสัดส่วนของมูลค่าคงค้างของหุ้นกู้ระยะยาวในแต่ละประเภท)



	Investment Grade	Non Investment Grade	Overall
อัตราการขยายตัวเฉลี่ยต่อปี (CAGR)	14%	21%	14%

หมายเหตุ : Investment grade (ตั้งแต่ BBB- ขึ้นไป) และ non-investment grade (ต่ำกว่า BBB- รวมถึง unrated grade)

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA

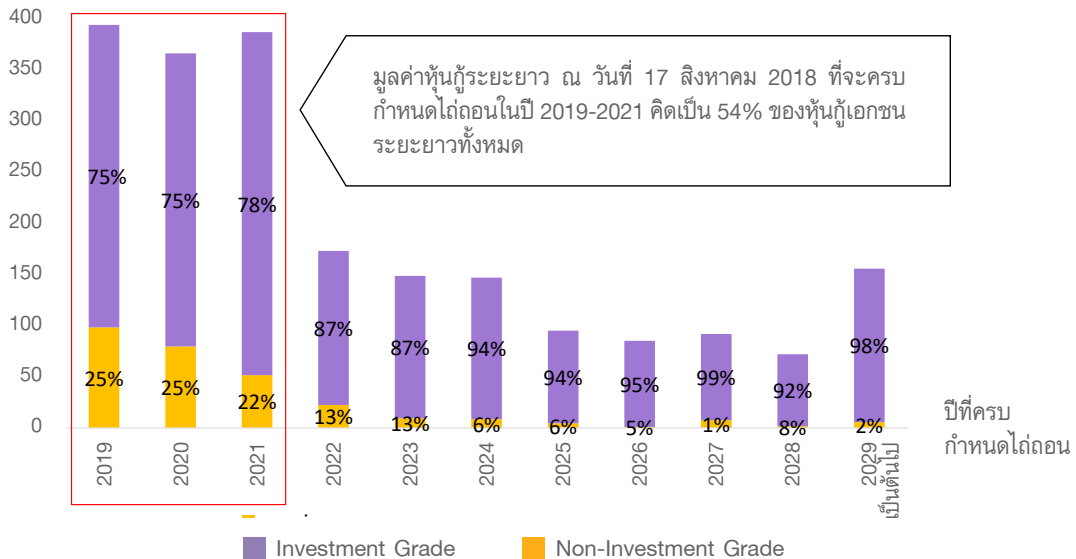
หุ้นกู้ส่วนใหญ่ในตลาดตราสารหนี้ไทยจะครบกำหนดไถ่ถอนใน 1-3 ปีข้างหน้า (รูปที่ 36) แสดงหุ้นกู้ระยะยาวทั้งหมดที่จะครบกำหนดไถ่ถอนตั้งแต่ปี 2018 เป็นต้นไป พบว่า มูลค่าคงค้างของหุ้นกู้ระยะยาวที่จะครบกำหนดไถ่ถอนในระหว่างปี 2019-2021 มีสัดส่วนสูงถึง 54% ของมูลค่าคงค้างหุ้นกู้เอกชนระยะยาวทั้งหมดในตลาด โดยหุ้นกู้ส่วนใหญ่ที่จะครบกำหนดชำระในช่วงปี 2019-2021 นั้นเป็นหุ้นกู้ที่มีความน่าเชื่อถือสูง (investment grade) คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 80% ของมูลค่าหุ้นกู้เอกชนระยะยาวที่จะครบกำหนดไถ่ถอนระหว่างปี 2019-2021



รูปที่ 36 : ในระหว่างปี 2019-2021 มีมูลค่าหุ้นกู้ระยะยาวที่จะครบกำหนดไถ่ถอนมากที่สุด

มูลค่าหุ้นกู้ระยะยาวที่จะครบกำหนดไถ่ถอนตั้งแต่ปี 2019 เป็นต้นไป

หน่วย: พันล้านบาท (เปอร์เซ็นต์ในกราฟ แสดงสัดส่วนของมูลค่าคงค้างของหุ้นกู้ระยะยาวแต่ละประเภท)



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA

ผู้ประกอบการไทยที่ออกหุ้นกู้ส่วนใหญ่ต้องเผชิญกับความเสี่ยงในการต่ออายุหุ้นกู้ และความเสี่ยงที่อัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ภายใต้ภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้นในระยะข้างหน้า ด้วยโครงสร้างตลาดตราสารหนี้ไทยที่หุ้นกู้ส่วนใหญ่จ่ายอัตราดอกเบี้ยในรูปแบบคงที่ (fixed rate) จึงทำให้ในระยะสั้นนี้ อัตราดอกเบี้ยอาจยังไม่ปรับเพิ่มสูงขึ้นทันที อย่างไรก็ตาม พบว่าหุ้นกู้ส่วนใหญ่ในระบบจะครบกำหนดชำระในระหว่างปี 2019-2021 ซึ่งเป็นช่วงเวลาภาวะการเงินโลกมีแนวโน้มตึงตัวขึ้น และ กนง. น่าจะดำเนินการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย แม้จะเป็นไปอย่างค่อยเป็นค่อยไป (hike cycle) ดังนั้น ภาคธุรกิจยังต้องเผชิญกับความเสี่ยงในการต่ออายุหุ้นกู้ (roll-over risk) รวมทั้งความเสี่ยงที่อัตราดอกเบี้ยอาจปรับสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว (yield snapback)

3. ธุรกิจไทยที่ออกหุ้นกู้ มีความพร้อมสำหรับภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้นหรือไม่

เนื่องด้วยตลาดหุ้นไทยต้องเผชิญกับความเสี่ยงจากภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้นดังที่กล่าวไปข้างต้น คำถามสำคัญต่อไปคือ บริษัทไทยที่ออกหุ้นกุนั้นจะสามารถรับมือกับภาวะดังกล่าวได้หรือไม่ ทั้งนี้ International Monetary Fund (IMF) และ McKinsey Global Institute ได้เคยทำการศึกษาเพื่อประเมินความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นต่อหนี้สินเสี่ยงและหุ้นกู้เสี่ยงของหลายประเทศ ในลำดับถัดไป อีไอซีจะทำการศึกษารiskของการผิดนัดชำระหนี้ของธุรกิจไทยในตลาดหลักทรัพย์ที่ออกหุ้นกู้ หากอัตราดอกเบี้ยปรับสูงขึ้น อีกทั้งประเมินความเสี่ยงว่าภาคธุรกิจใดที่มีความเสี่ยงจะจุกตัวอยู่มาก สำหรับความเสี่ยงต่อหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในไทยทั้งหมด (อ่านเพิ่มเติมได้ที่ Box : ความเสี่ยงจากภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้นต่อหนี้สินบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทย (Debt at risk))

อีไอซี ได้นำข้อมูลบริษัทไทยที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และออกหุ้นกู้มาศึกษา เพื่อดูว่ามูลค่าหุ้นกู้ที่มีความเสี่ยงสูง (bond-at-risk) มีมากน้อยเพียงใด และกระจุกตัวอยู่ในภาคส่วนใด โดยศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนทั้งใน SET และ MAI และออกหุ้นกู้ที่จดทะเบียนต่อสมาคมตราสารหนี้ไทย ใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี 2011-2017 ในการศึกษาได้ทำการแบ่งประเภทของ

บริษัทที่ออกหุ้นกู้ออกเป็นสองกลุ่ม คือ กลุ่มที่มีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้มาก (มีความเข้มแข็งทางการเงินต่ำ) และกลุ่มที่มีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ต่ำ (มีความเข้มแข็งทางการเงินสูง) โดยพิจารณาจากอัตราส่วน interest coverage ratio (ICR)^{13 14} กล่าวคือ บริษัทที่มี ICR สูงกว่า 1.5 ถูกจัดเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ เนื่องจากรายได้ของบริษัท (EBITDA) มีสูงพอที่จะครอบคลุมภาระรายจ่ายด้านดอกเบี้ย (interest expense) จึงทำให้โอกาสที่บริษัทจะผิดนัดชำระหนี้มีน้อย ส่วนบริษัทที่มี ICR ต่ำกว่า 1.5 ถูกจัดเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง เพราะมีโอกาสที่รายได้อาจไม่สามารถครอบคลุมรายจ่ายดอกเบี้ยได้เพียงพอในเวลาที่บริษัทขาดสภาพคล่องหรือเผชิญกับเหตุการณ์ไม่คาดคิดที่ทำให้รายได้ลดลง โดยเรียกมูลค่าหุ้นกู้ของกลุ่มบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงว่า “หุ้นกู้เสี่ยง” (bond at risk)

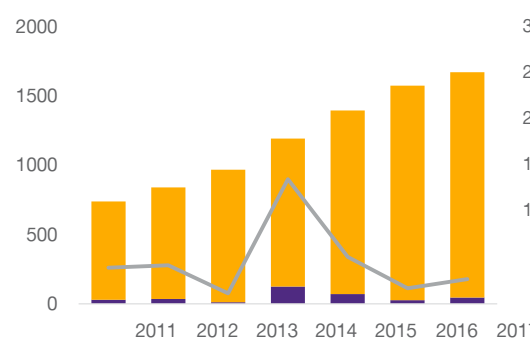
มูลค่าคงค้างของหุ้นกู้เพิ่มสูงขึ้นทุกปี โดยมูลค่าที่เพิ่มขึ้นมานั้น ส่วนใหญ่มาจากตราสารหนี้ที่ออกโดยบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ มูลค่าคงค้างของหุ้นกู้ที่ออกโดยบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง (bond at risk) มีแนวโน้มลดลงตั้งแต่ปี 2014 เป็นต้นมา และในปี 2017 สัดส่วนหุ้นกู้เสี่ยงต่อหุ้นกู้ทั้งหมด (bond-at-risk ratio) อยู่ที่ประมาณ 3% เท่านั้น (รูปที่ 37) ซึ่งถือว่าน้อยมากเมื่อเทียบกับประเทศกำลังพัฒนาอื่น ๆ เช่น บราซิล จีน และอินเดีย¹⁵ (รูปที่ 38) แต่อยู่ในระดับต่ำใกล้เคียงกับกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว ซึ่งมีสัดส่วนประมาณ 2-7% นอกจากนี้ เมื่อศึกษาสัดส่วนหุ้นกู้ของบริษัท โดยแบ่งตาม ICR ในระดับต่าง ๆ พบว่า สัดส่วนหุ้นกู้ของบริษัทที่มี ICR สูงกว่า 5 เท่า ปรับเพิ่มขึ้นจากปี 2014 ขณะที่สัดส่วน bond at risk มีแนวโน้มลดลง จึงกล่าวได้ว่า แม้ธุรกิจไทยจะมีการระดมทุนผ่านตลาดหุ้นกู้มากขึ้น แต่ความเสี่ยงของตลาดหุ้นกู้ไทยลดลง

ปัจจัยที่ทำให้หุ้นกู้เสี่ยงลดลงนั้นมาจากการที่มูลค่าหุ้นกู้เสี่ยงของบริษัทขนาดใหญ่ลดลงมาก โดยเฉพาะในปี 2014 และ 2015 (รูปที่ 39) ซึ่งเกิดจากบริษัทขนาดใหญ่ที่เคยถูกจัดอยู่ในกลุ่มบริษัทความเสี่ยงสูงมีความแข็งแกร่งทางการเงินมากขึ้น (รายได้สามารถรองรับรายจ่ายดอกเบี้ยได้มากขึ้น) จึงทำให้ ICR ปรับขึ้นมาสูงกว่า 1.5 ดังนั้น มูลค่าคงค้างของหุ้นกู้ที่ออกโดยบริษัทเหล่านั้นจึงไม่ถูกนับรวมอยู่ในหุ้นกู้เสี่ยง (bond at risk) ในปีต่อมา อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาเฉพาะจำนวนบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง

รูปที่ 37: แม้ธุรกิจไทยจะมีการระดมทุนผ่านตลาดหุ้นกู้มากขึ้น แต่ความเสี่ยงของตลาดหุ้นกู้ของไทยลดลงตั้งแต่ปี 201

มูลค่าคงค้างของหุ้นกู้ แยกตามความเสี่ยงของบริษัท

หน่วย: พันล้านบาท หน่วย: %



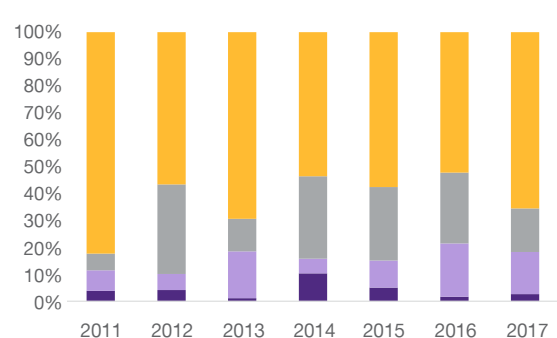
มูลค่าคงค้างของหุ้นกู้ที่ออกโดยบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ (ICR น้อยกว่า 1.5)

มูลค่าคงค้างของหุ้นกู้ที่ออกโดยบริษัทที่มีความเสี่ยง (bond-at-risk) (ICR น้อยกว่า 1.5)

สัดส่วนมูลค่าหุ้นกู้ที่ออกโดยบริษัทเสี่ยงสูง (bond-at-risk) เทียบกับมูลค่าหุ้นกู้ที่ออกโดยบริษัททั้งหมด (แกนขวา)

สัดส่วนหุ้นกู้ของบริษัท แบ่งตาม ICR ในระดับต่าง ๆ

หน่วย: %



สัดส่วนหุ้นกู้ของบริษัทที่มี ICR มากกว่า 5

สัดส่วนหุ้นกู้ของบริษัทที่มี ICR มากกว่า 3 ถึง 5

สัดส่วนหุ้นกู้ของบริษัทที่มี ICR มากกว่า 1.5 ถึง 3

สัดส่วนหุ้นกู้ของบริษัทที่มี ICR น้อยกว่า 1.5

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA และ Bloomberg

¹³ Interest Rate Coverage Ratio = EBITDA/Interest expense โดยอัตราส่วน ICR ที่สูงหมายถึงบริษัทมีความสามารถในการชำระหนี้ที่ดี และสามารถรองรับผลกระทบได้แม้ต้องเผชิญกับเหตุการณ์ไม่คาดคิดที่บั่นทอนสภาพคล่องของบริษัท

¹⁴ ในการศึกษาส่วนนี้ อีไอซีได้ทำการตัดข้อมูลบริษัทที่มีค่า interest coverage ratio อยู่ในระดับที่สูงกว่า 99 percentile และบริษัทที่อยู่ต่ำกว่า 1 percentile

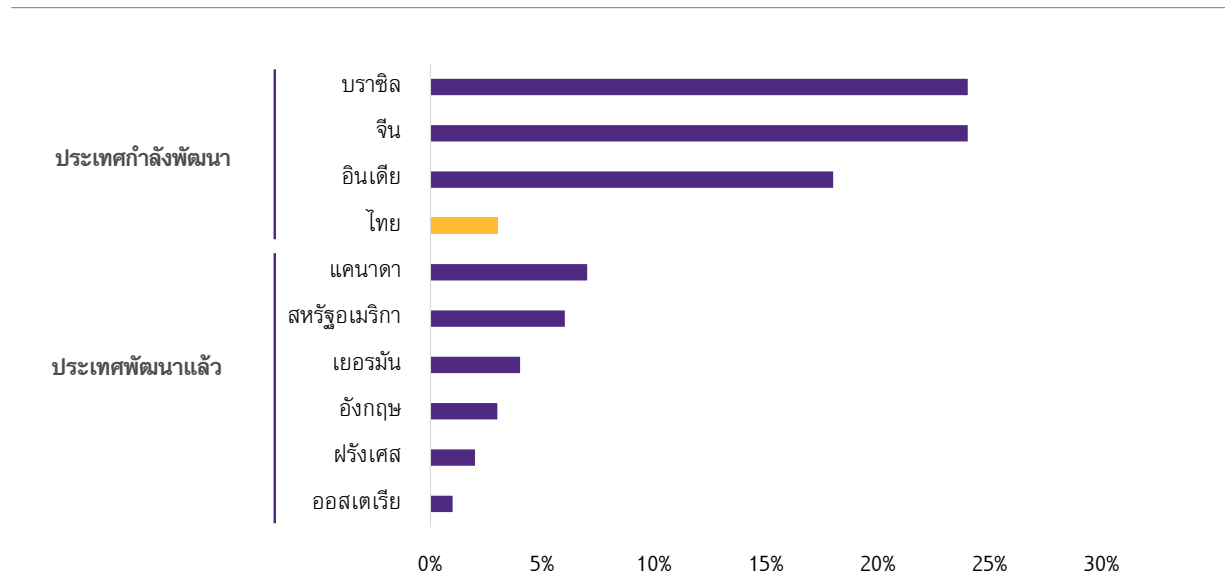
¹⁵ ออกจากการพิจารณา เนื่องจากข้อมูลดอกเบี้ยจ่ายของกลุ่มบริษัทดังกล่าวอาจมีความบิดเบือนสูง

¹⁶ จากการศึกษา “Rising Corporate Debt, Peril or Promise?” ของ McKinsey Global Institute เดือน มิถุนายน 2018

อีไอซีกำหนดให้บริษัทขนาดใหญ่เป็นบริษัทที่มีขนาดสินทรัพย์สูงกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดในแต่ละปี ฉะนั้น ข้อที่ต้องระวังคือ อาจมีบางบริษัทที่ถูกจำแนกเป็นบริษัทขนาดเล็กหรือใหญ่แตกต่างกันในแต่ละปี

รูปที่ 38: สัดส่วน bond at risk ของไทยอยู่ในระดับต่ำมากเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ

สัดส่วน bond at risk ของประเทศต่าง ๆ ในปี 2016



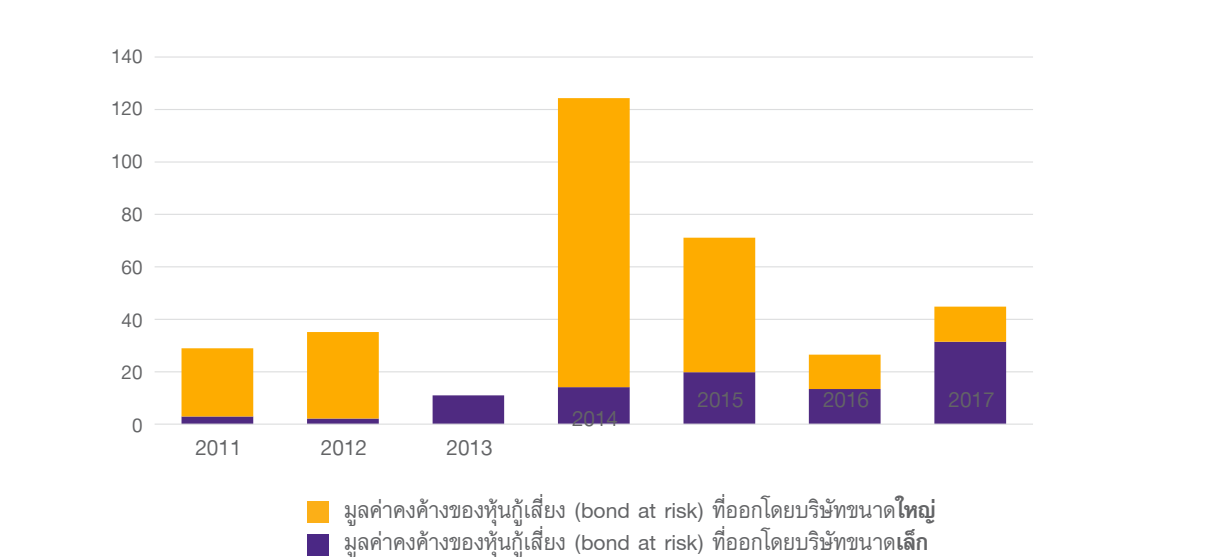
หมายเหตุ: bond at risk ของไทยคำนวณโดยใช้ข้อมูลปี 2017

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA, Bloomberg และ Mckinsey

รูปที่ 39 : มูลค่าคงค้างของหุ้นกู้ที่ออกโดยบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงปรับลดลง จากการที่บริษัทที่ออกหุ้นกู้นั้นมีความแข็งแกร่งทางการเงินมากขึ้น (ICR ปรับสูงขึ้นเกิน 1.5)

มูลค่าคงค้างของหุ้นกู้ที่ออกโดยบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง (bond at risk) แบ่งตามขนาดบริษัท

หน่วย: พันล้านบาท

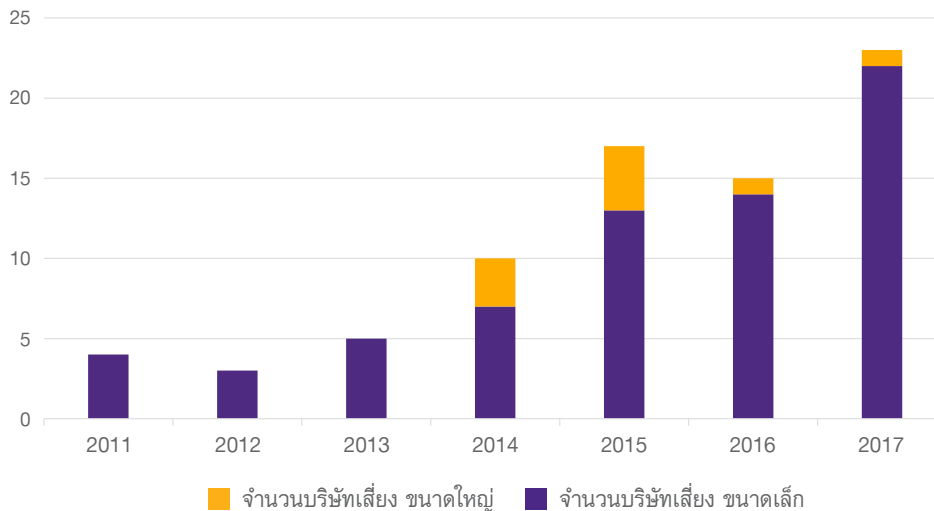


ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA และ Bloomberg

รูปที่ 40 : บริษัทที่มีความเสี่ยงสูงส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดเล็ก และมีปริมาณเพิ่มขึ้นเกือบทุกปี

จำนวนบริษัทเสี่ยงที่ออกหุ้นกู้แยกตามขนาดบริษัท

หน่วย: จำนวนบริษัท



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA และ Bloomberg

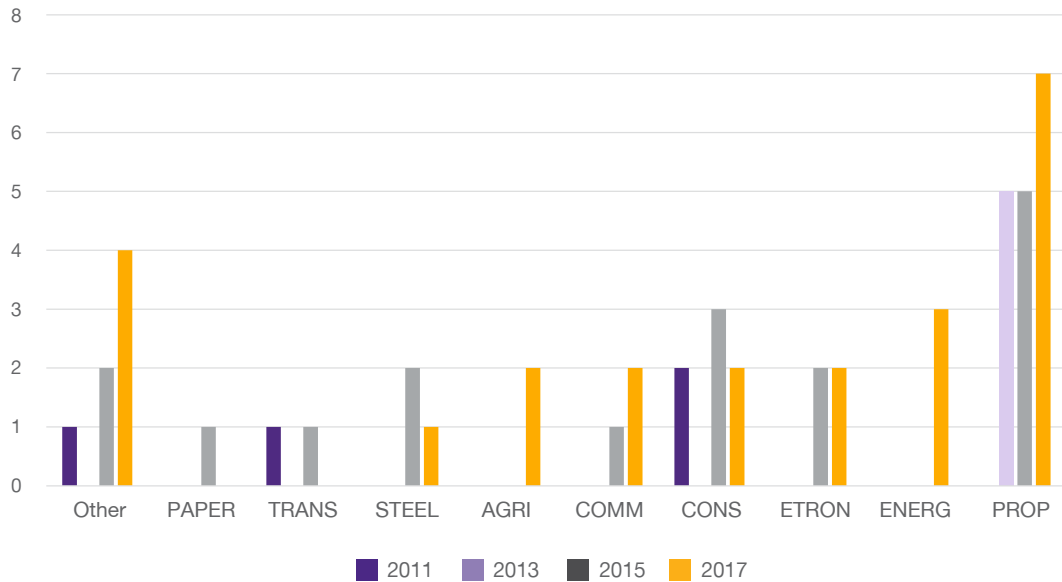
(บริษัทที่ ICR < 1.5) แล้ว พบว่าบริษัทเสี่ยงส่วนใหญ่เป็นบริษัทเสี่ยงที่มีขนาดเล็ก¹⁶ ซึ่งมีจำนวนเพิ่มขึ้นเกือบทุกปี (รูปที่ 40) **อีไอซีได้วิเคราะห์เพิ่มเติมว่าบริษัทในกลุ่มธุรกิจใดที่ออกหุ้นกู้และมีความเสี่ยงสูง** โดยพบว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงส่วนใหญ่แล้วอยู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์และกลุ่มพลังงาน (รูปที่ 41) นอกจากนี้ อีไอซีได้วิเคราะห์มูลค่าหุ้นกู้ของบริษัทเสี่ยง (รูปที่ 42) และจำนวนของบริษัทเสี่ยงในปี 2017 แบ่งตามภาคธุรกิจ (รูปที่ 43) ได้ข้อสรุปว่า

- ธุรกิจที่มีหุ้นกู้เสี่ยง (bond at risk) ส่วนใหญ่กระจุกตัวในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจพลังงาน อย่างไรก็ตาม สัดส่วนหุ้นกู้เสี่ยงของสองอุตสาหกรรมนี้ยังอยู่ในระดับต่ำ** มูลค่าหุ้นกู้ที่ออกโดยบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงส่วนใหญ่มาจากธุรกิจสองกลุ่มนี้ และมีจำนวนบริษัทเสี่ยงที่ออกหุ้นกู้เป็นจำนวนมากเช่นกัน อย่างไรก็ตาม สัดส่วนของหุ้นกู้เสี่ยง (bond at risk) ของทั้งสองธุรกิจนี้ยังคงมีน้อยเมื่อเทียบกับหุ้นกู้ทั้งหมดภายในกลุ่มธุรกิจ กล่าวคือ หุ้นกู้เสี่ยงของทั้งภาคอสังหาริมทรัพย์และพลังงานมีสัดส่วนไม่ถึง 10% ของหุ้นกู้ทั้งหมดในกลุ่มธุรกิจตัวเอง
- สำหรับภาคธุรกิจอื่นนอกเหนือธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจพลังงาน มูลค่าคงค้างของหุ้นกู้เสี่ยงค่อนข้างน้อย และมีจำนวนบริษัทเสี่ยงที่ออกหุ้นกู้ในปริมาณไม่มาก** อย่างไรก็ตาม ยังมีธุรกิจที่ต้องจับตามองต่อไป คือ ธุรกิจเครื่องจักรและอุปกรณ์ ธุรกิจกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ ธุรกิจเหล็ก และธุรกิจกลุ่มการเกษตร เนื่องจาก ทุกบริษัทในกลุ่มธุรกิจเหล่านี้ที่ออกหุ้นกู้ในปี 2017 เป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง
- ถึงแม้จะมีเหตุการณ์ที่บริษัทเสี่ยงเหล่านี้มีนัดชำระหนี้เกิดขึ้น แต่อีไอซีคาดว่าผลกระทบโดยตรงต่อภาคเศรษฐกิจจริงค่อนข้างจำกัด** เนื่องจากมูลค่าของหุ้นกู้ที่ออกโดยกลุ่มบริษัทเสี่ยงในตลาดหลักทรัพย์มีสัดส่วนค่อนข้างน้อย อีกทั้งบริษัทเสี่ยงที่ออกหุ้นกู้ ก็มีจำนวนน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับจำนวนบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่ออกหุ้นกู้ทั้งหมดเช่นกัน อย่างไรก็ตาม การผิดนัดชำระหนี้ของบางธุรกิจอาจส่งผลให้การระดมทุนหรือการต่ออายุหุ้นกู้ (roll-over) ของธุรกิจอื่นๆ ทำได้ยากขึ้น เพราะต้นทุนอาจปรับสูงขึ้นตามการเพิ่มขึ้นของ risk premium จึงเป็นประเด็นที่ต้องระมัดระวังและติดตามอย่างใกล้ชิด

รูปที่ 41 : บริษัทที่มีความเสี่ยงสูงและออกหุ้นกู้ ส่วนใหญ่อยู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์ และกลุ่มพลังงาน

จำนวนบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงและออกหุ้นกู้แยกตามภาคธุรกิจ

หน่วย: จำนวนบริษัท

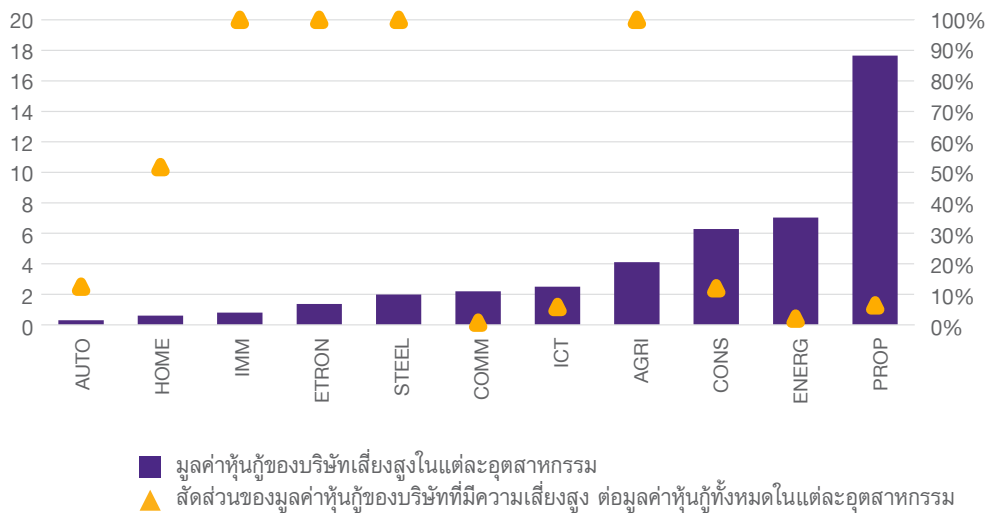


ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA และ Bloomberg

รูปที่ 42 : มูลค่าคงค้างของหุ้นกู้ของบริษัทที่มีความเสี่ยง ส่วนใหญ่อยู่ในกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจกลุ่มพลังงาน

มูลค่าคงค้างหุ้นกู้ของบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงในแต่ละธุรกิจ ในปี 2017

หน่วย: พันล้านบาท



■ มูลค่าหุ้นกู้ของบริษัทเสี่ยงสูงในแต่ละอุตสาหกรรม

▲ สัดส่วนของมูลค่าหุ้นกู้ของบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง ต่อมูลค่าหุ้นกู้ทั้งหมดในแต่ละอุตสาหกรรม

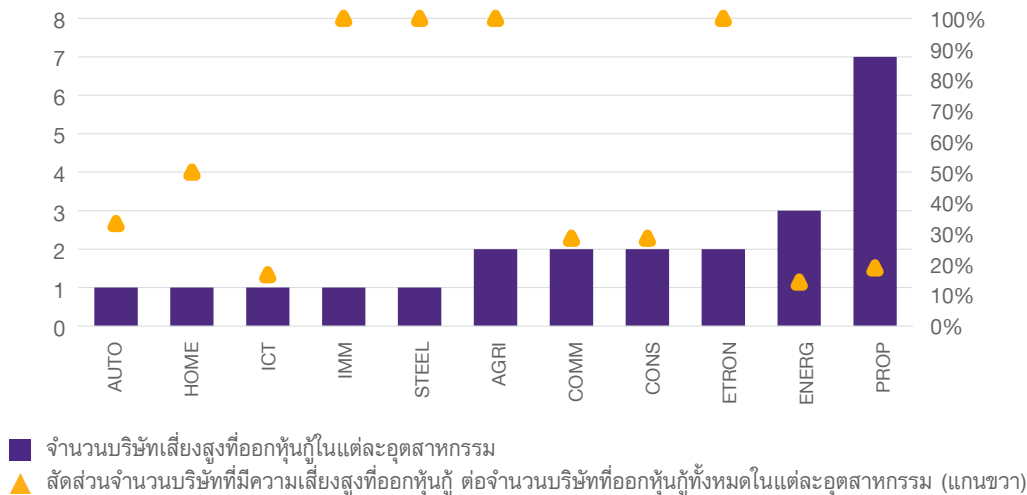
ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA และ Bloomberg

รูปที่ 43: บริษัทที่มีความเสี่ยงสูงและออกหุ้นกู้ส่วนใหญ่อยู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์ และกลุ่มพลังงาน

จำนวนบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงและออกหุ้นกู้ แยกตามภาคธุรกิจ ในปี 2017

หน่วย: จำนวนบริษัท

หน่วย: %



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA และ Bloomberg

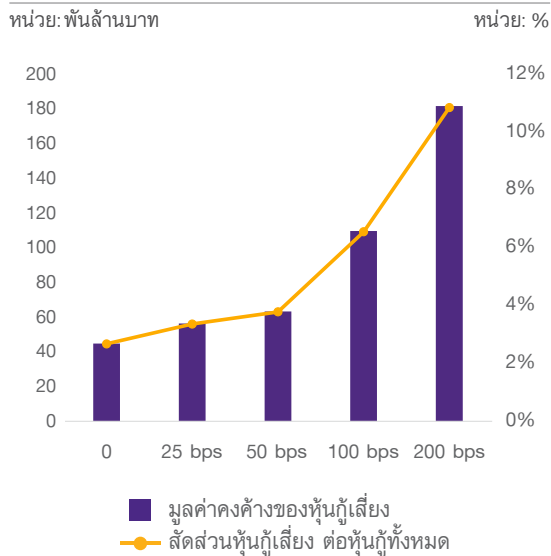
อีไอซีได้ทำการศึกษาเพิ่มเติม โดยจำลองสถานการณ์ (scenario analysis) ให้อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยที่บริษัทต้องจ่ายเพิ่มสูงขึ้น พบว่าหากอัตราดอกเบี้ยปรับสูงขึ้น จะทำให้หุ้นกู้เสี่ยงเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยเช่นกัน โดยในขั้นแรก อีไอซีได้คำนวณอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย (average interest rate)¹⁷ ของแต่ละบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่ออกหุ้นกู้ และจำลองสถานการณ์ (simulate) ให้อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยที่แต่ละบริษัทต้องจ่ายเพิ่มสูงขึ้น¹⁸ เพื่อดูผลกระทบต่อ ICR ของแต่ละบริษัท และสัดส่วน bond at risk ในตลาดหุ้นกู้ไทย ผลการศึกษานี้พบว่า หากอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยของแต่ละบริษัทเพิ่มขึ้นเพียง 25 bps จะทำให้สัดส่วน bond-at-risk ในตลาดหุ้นกู้ไทยปรับสูงขึ้นมาอยู่ที่ 3.4% หรือสูงขึ้นเพียง 0.7% จากกรณีฐาน (รูปที่ 44) อย่างไรก็ตาม หากอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยของแต่ละบริษัทเพิ่มขึ้นมากถึง 200 bps จะทำให้สัดส่วน bond at risk ในตลาดหุ้นกู้ไทยปรับสูงขึ้นมาอยู่ที่ 10.9% หรือสูงขึ้น 8.2% จากกรณีฐาน ทั้งนี้ เมื่อเปรียบเทียบผลการศึกษาดังกล่าวกับต่างประเทศ พบว่า ไทยสามารถรองรับผลกระทบจากภาวะอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นได้ดีกว่าประเทศตลาดเกิดใหม่อื่น ซึ่งสะท้อนถึงมูลค่าของหุ้นกู้ไทยที่ส่วนใหญ่นั้นมาจากธุรกิจที่มีฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง และมีความน่าเชื่อถืออยู่ในเกณฑ์ดี (รูปที่ 45) โดยการศึกษาของ McKinsey พบว่า ผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นต่อกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วยังค่อนข้างน้อย กล่าวคือ แม้ว่าจะจำลองสถานการณ์ให้อัตราดอกเบี้ยปรับสูงขึ้น 200 bps แต่สัดส่วน bond at risk ของประเทศพัฒนาแล้วส่วนใหญ่มักจะคงอยู่ต่ำกว่า 10% อย่างไรก็ตาม อัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นนั้นส่งผลกระทบต่อกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่มากกว่า ยกตัวอย่างเช่น หากอัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้น 200 bps จะทำให้สัดส่วน bond at risk ของจีนปรับเพิ่มขึ้นเป็น 43% ของมูลค่าหุ้นกู้จีนทั้งหมด

นอกจากนี้ อีไอซีได้จำลองสถานการณ์โดยดูผลกระทบแยกตามภาคธุรกิจ พบว่าบางภาคธุรกิจต้องเผชิญกับความเสี่ยงหากอัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้นมาก (รูปที่ 46) พบว่า ธุรกิจที่มีความเสี่ยงสูงคือ ธุรกิจกลุ่มวัสดุก่อสร้าง (CONMAT) ธุรกิจกลุ่มบริการรับเหมาก่อสร้าง (CONS) และธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ (PROP) โดยธุรกิจเหล่านี้เป็นกลุ่มที่มีสัดส่วน bond at risk เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว หากอัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้นมาก (100-200 bps)

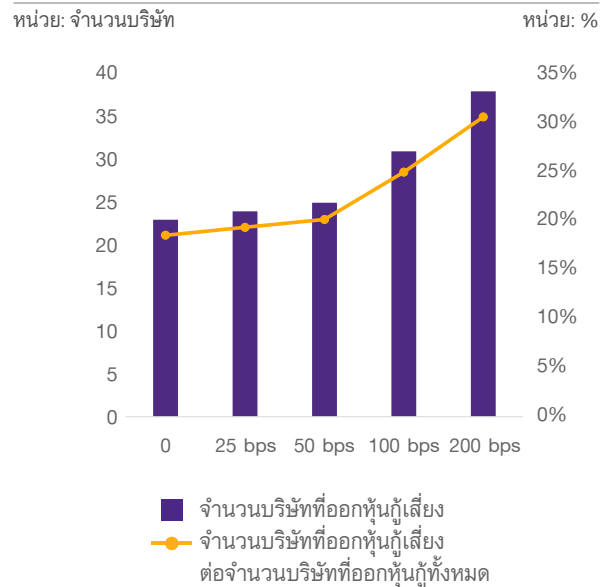
94 ¹⁷ อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย (average interest rate) ของแต่ละบริษัทคำนวณจาก รายจ่ายอัตราดอกเบี้ย (interest expense) ต่อหนี้สินทั้งหมดของบริษัท (total debt) ¹⁸ ในการจำลองสถานการณ์นี้ ผู้ศึกษาตั้งสมมติฐานว่าอัตราดอกเบี้ยที่บริษัทต้องจ่ายจริงจะปรับขึ้นตามอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยเฉลี่ยในสัดส่วนหนึ่งต่อหนึ่ง นอกจากนี้ ผู้ศึกษาได้ให้รายได้ของบริษัทที่นับจากข้อมูลปี 2017 ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงของ ICR หลังการจำลองสถานการณ์จึงมาจากการปรับส่วนของรายจ่ายดอกเบี้ยเท่านั้น

รูปที่ 44: ธุรกิจไทยที่ออกหุ้นกู้สามารถรับมือกับภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้นได้พอสมควร หากอัตราดอกเบี้ยไม่ปรับเพิ่มขึ้นอย่างรุนแรง

มูลค่าคงค้างของหุ้นกู้เสี่ยง แยกตามกรณีที่อัตราดอกเบี้ยปรับสูงขึ้น



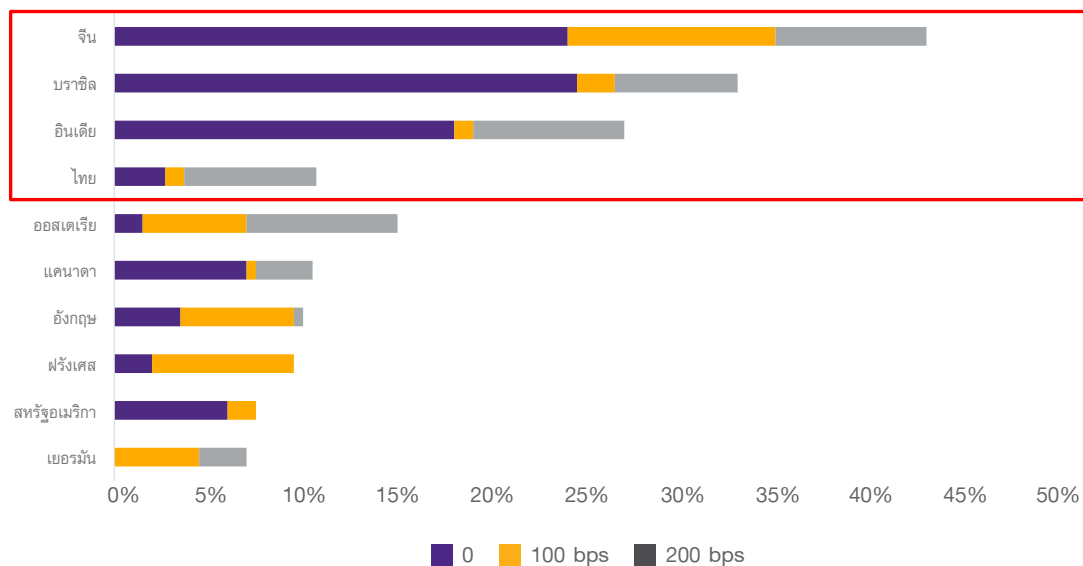
จำนวนบริษัทที่ออกหุ้นกู้เสี่ยง แยกตามกรณีที่อัตราดอกเบี้ยปรับสูงขึ้น



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA และ Bloomberg

รูปที่ 45 : บริษัทไทยที่ออกหุ้นกู้สามารถรองรับผลกระทบจากภาวะอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นได้ดีกว่าประเทศตลาดเกิดใหม่อื่น

สัดส่วนมูลค่าหุ้นกู้เสี่ยง ต่อมูลค่าหุ้นกู้ทั้งหมด แยกตามกรณีที่อัตราดอกเบี้ยปรับสูงขึ้น



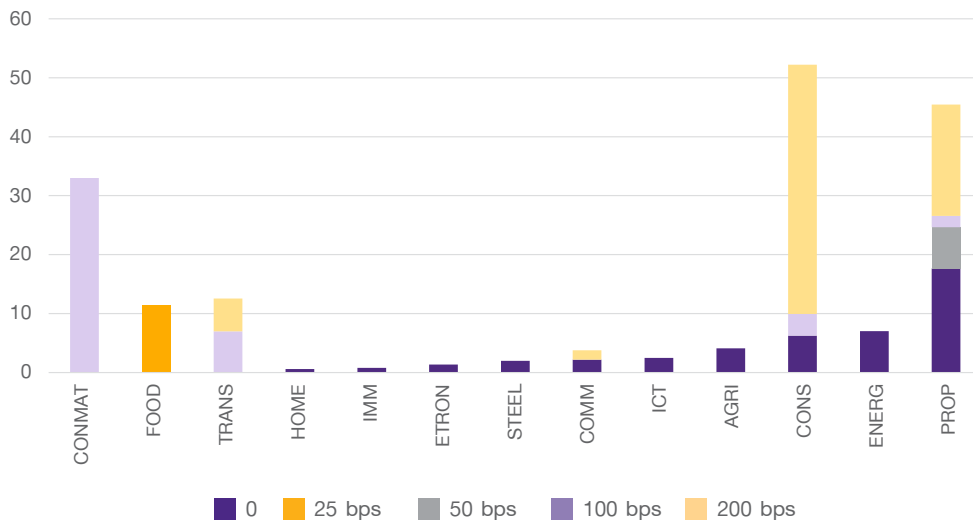
หมายเหตุ: ข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยน ณ วันที่ 28 ก.ย. 2018 และข้อมูลดุลบัญชีเดินสะพัดปี 2017

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA, Bloomberg และ McKinsey

รูปที่ 46 : ธุรกิจที่มีความเสี่ยงสูงเป็น ธุรกิจกลุ่มวัสดุก่อสร้าง (CONMAT) ธุรกิจกลุ่มบริการรับเหมาก่อสร้าง (CONS) และธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ (PROP)

มูลค่าคงค้างของหุ้นกู้เสี่ยงในแต่ละภาคธุรกิจ แยกตามกรณีที่อัตราดอกเบี้ยปรับสูงขึ้น

หน่วย: พันล้านบาท



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA และ Bloomberg

โดยสรุป อีไอซีมองว่า แม้ภาคธุรกิจไทยจะมีการระดมทุนผ่านการออกหุ้นกู้มากขึ้น แต่น่าจะรับมือกับภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้นในอนาคตได้ ทั้งที่มาจากปัจจัยต่างประเทศ (การดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวของธนาคารกลางกลุ่มประเทศเศรษฐกิจหลัก) และปัจจัยภายในประเทศ (การขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท.) ได้ เนื่องจาก ความเสี่ยงของตลาดหุ้นระยะยาวของไทยลดลง โดยความเสี่ยงส่วนใหญ่กระจุกตัวอยู่แค่บางภาคธุรกิจ (อสังหาริมทรัพย์และกลุ่มพลังงาน) และมีสัดส่วนที่น้อย อย่างไรก็ตาม อีไอซีพบว่า หากอัตราดอกเบี้ยปรับสูงขึ้นมาก จะทำให้หุ้นกู้เสี่ยงเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยได้ โดยเฉพาะหากเกิดการผันผวนของอัตราดอกเบี้ยของธุรกิจที่ระดมทุนผ่านการออกหุ้นกู้บางราย อาจส่งผลให้ต้นทุนการระดมทุนผ่านหุ้นกู้มีค่าสูงขึ้นจาก risk premium ที่เพิ่มขึ้น จึงทำให้บริษัทอาจต่ออายุหุ้นกู้ได้ยากขึ้น ผู้ประกอบการโดยเฉพาะภาคธุรกิจที่สภาพคล่องต่ำจึงจำเป็นต้องเตรียมพร้อมรับมือต่อภาวะการเงินที่อาจตึงตัวขึ้นต่อไป



BOX

ความเสี่ยงจากภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้นต่อหนี้สินบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทย (debt at risk)

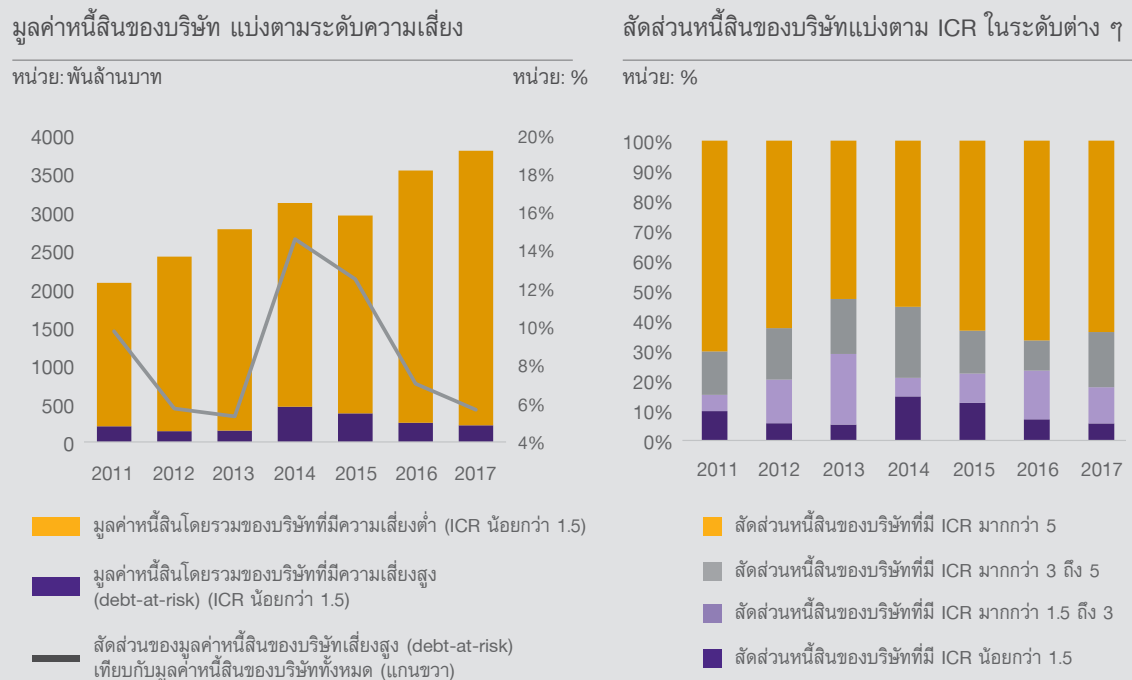
อีไอซีได้นำข้อมูลของบริษัทไทยที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้ง SET และ MAI ตั้งแต่ปี 2011-2017 มาศึกษาเพื่อดูสัดส่วนหนี้ที่มีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ (debt at risk) โดยยังคงใช้วิธีการศึกษาเดียวกันกับการดูหุ้นกู้เสี่ยง (bond at risk) กล่าวคือ แบ่งประเภทของบริษัทออกเป็น กลุ่มที่มีความเสี่ยงสูง (ICR ratio น้อยกว่า 1.5) และกลุ่มที่มีความเสี่ยงต่ำ (ICR ratio สูงกว่า 1.5) และดูมูลค่าหนี้สินของบริษัทในแต่ละกลุ่ม โดยเรียกหนี้สินของกลุ่มบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงว่า “หนี้สินเสี่ยง” (debt at risk)¹⁹

¹⁹ หนี้สินของบริษัทคำนวณจาก หนี้ระยะสั้น (short-term debt) และหนี้ระยะยาว (long-term debt) โดยใช้ข้อมูลจาก balance sheet ของแต่ละบริษัทในตลาดหลักทรัพย์

บริษัทไทยในตลาดหลักทรัพย์มีมูลค่าหนี้สินเพิ่มสูงขึ้นเกือบทุกปี โดยหนี้สินที่เพิ่มขึ้นมานั้นส่วนใหญ่มาจากบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ (กลุ่ม ICR สูงกว่า 1.5) ขณะที่มูลค่าหนี้สินของบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง (กลุ่ม ICR น้อยกว่า 1.5) มีแนวโน้มลดลงตั้งแต่ปี 2014 เป็นต้นมา (รูปที่ 47) อีกทั้งยังพบว่าสัดส่วนหนี้สินของบริษัทที่มี ICR สูงกว่า 5 เท่า ปรับเพิ่มขึ้นจากปี 2014 เช่นกัน จึงกล่าวได้ว่า แม้บริษัทไทยจะมีการก่อหนี้เพิ่มขึ้น แต่ส่วนใหญ่เป็นหนี้ของภาคธุรกิจที่มีสภาพคล่องอยู่ในเกณฑ์ดี โดยในปี 2017 มูลค่าหนี้สินของบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงต่อมูลค่าหนี้สินของบริษัททั้งหมด (debt-at-risk ratio) คิดเป็นสัดส่วนเพียง 5.7% ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับที่ต่ำเมื่อเทียบกับกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา โดยจากการศึกษาของ IMF²⁰ พบว่า กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่มีสัดส่วนหนี้สินเสี่ยง (debt at risk) ในปี 2015 อยู่ที่ 10% ขณะที่กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่เอเชียมีสัดส่วนหนี้สินเสี่ยงในปี 2015 อยู่ที่ 18% (รูปที่ 48) อย่างไรก็ตาม ตัวเลข debt-at-risk ที่คำนวณนี้สะท้อนเฉพาะหนี้ของธุรกิจที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น สำหรับธุรกิจที่อยู่นอกตลาดหลักทรัพย์ซึ่งมีแนวโน้มเป็นธุรกิจขนาดเล็กกว่าและมีสภาพคล่องน้อยกว่า ก็น่าจะทำให้ debt-at-risk ของธุรกิจกลุ่มนี้สูงกว่าได้

เมื่อแบ่งหนี้สินเสี่ยง (debt at risk) ตามขนาดบริษัทไทย²¹ พบว่าหนี้สินเสี่ยงส่วนใหญ่มาจากกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ ซึ่งมีแนวโน้มลดลง มูลค่าหนี้สินเสี่ยง (debt at risk) โดยรวมที่ลดลงมาตั้งแต่ปี 2014 นั้น เป็นผลจากมูลค่าหนี้สินเสี่ยงของบริษัทขนาดใหญ่ที่ปรับลดลง (รูปที่ 49) ซึ่งเกิดจากบริษัทขนาดใหญ่มีความแข็งแกร่งทางการเงินมากขึ้นจากรายได้ที่เพิ่มสูงขึ้น จึงทำให้ความสามารถในการชำระหนี้สูงขึ้น ICR ของบริษัทจึงปรับเพิ่มขึ้นอยู่ในระดับที่สูงกว่า 1.5 เท่า ทำให้หนี้สินของบริษัทเหล่านั้นไม่ถูกนับรวมเป็นหนี้สินเสี่ยงในปีต่อไป อย่างไรก็ตาม มูลค่าหนี้สินเสี่ยงของบริษัทขนาดเล็กกลับเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็วในปี 2017 ดังนั้น แม้ความเสี่ยงของกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่จะลดลง แต่ยังจำเป็นต้องจับตามองความเสี่ยงในกลุ่มบริษัทขนาดเล็กต่อไป

รูปที่ 47 : มูลค่าหนี้สินโดยรวมของทุกบริษัทมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม มูลค่าหนี้ของ บริษัทที่มีความเสี่ยงสูงมีแนวโน้มลดลงตั้งแต่ปี 2014

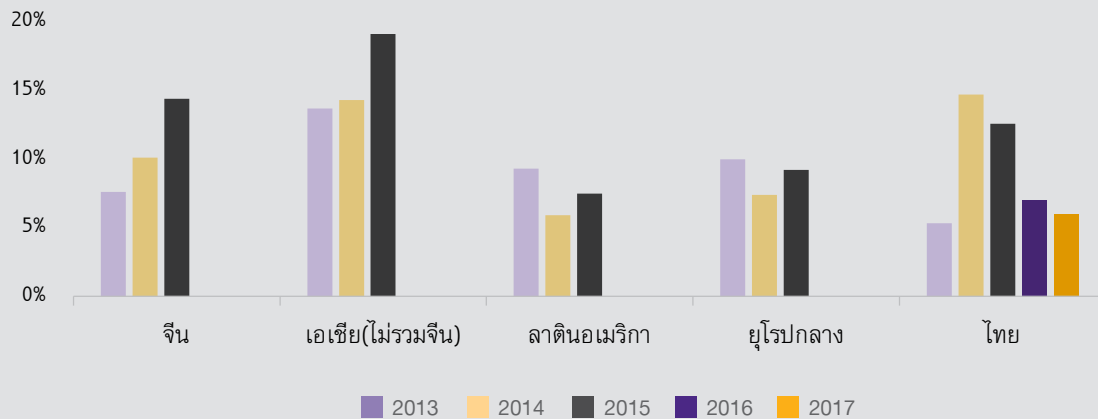


ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA และ Bloomberg

รูปที่ 48 : เมื่อเปรียบเทียบ debt at risk ของไทยกับต่างประเทศ พบว่าไทยมีความเสี่ยงค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ในเอเชีย

สัดส่วนหนี้สินของบริษัทเสี่ยงต่อมูลค่าหนี้สินทั้งหมด (debt at risk) ของประเทศต่าง ๆ

หน่วย: %



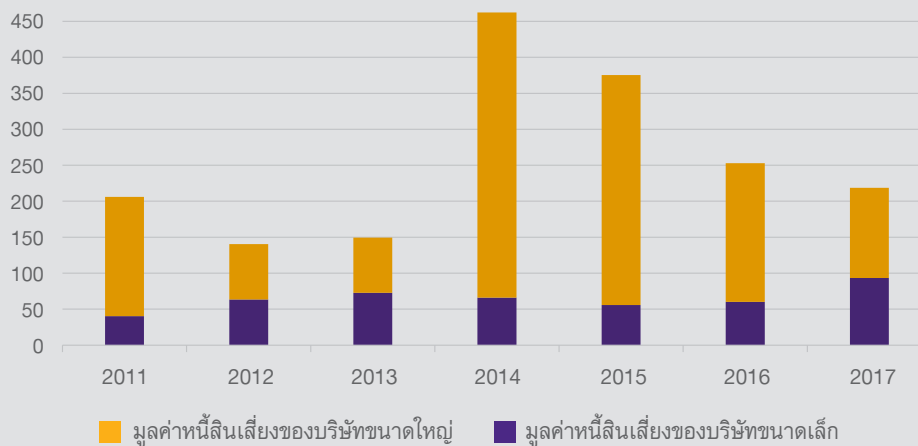
หมายเหตุ: ผลการศึกษาของไทยคำนวณโดย EIC ขณะที่ผลการศึกษาของกลุ่มประเทศอื่นคำนวณโดย IMF ในปี 2016

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA และ IMF

รูปที่ 49 : มูลค่าหนี้ debt at risk ลดลงตั้งแต่ปี 2014 โดยเป็นผลจากมูลค่าหนี้เสี่ยงของบริษัทขนาดใหญ่ปรับลดลง

มูลค่าหนี้สินที่มีความเสี่ยงสูง (debt-at-risk) โดยแยกเป็นบริษัทเล็กและบริษัทใหญ่

หน่วย: พันล้านบาท



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA และ Bloomberg

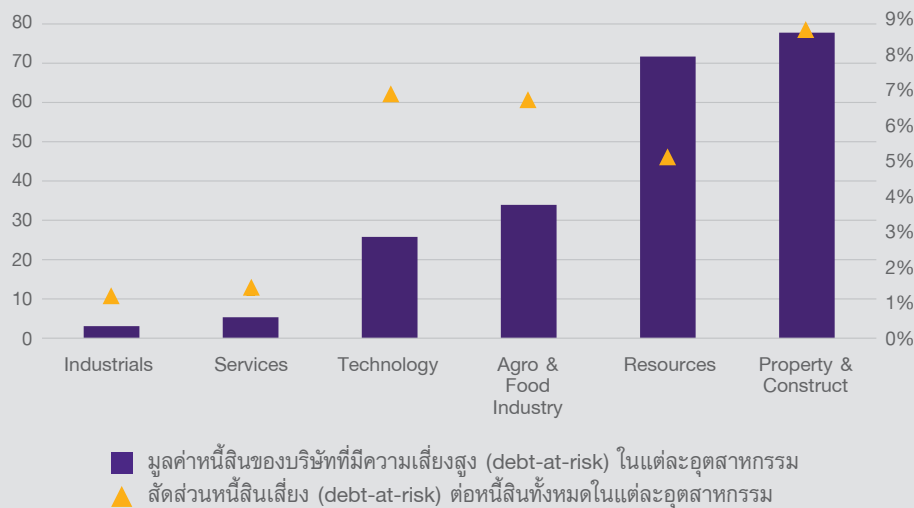
หนี้สินเสี่ยงส่วนใหญ่กระจุกตัวในภาคอสังหาริมทรัพย์และกลุ่มพลังงาน อย่างไรก็ตามหนี้สินเสี่ยงยังคงน้อยเมื่อเทียบกับมูลค่าหนี้สินรวมภายในภาคอุตสาหกรรม อีไอซีได้วิเคราะห์ความเสี่ยงเพิ่มเติมโดยฉายภาพความเสี่ยงที่เกิดขึ้นในแต่ละอุตสาหกรรมในปี 2017 (รูปที่ 50) พบว่า มูลค่าหนี้สินเสี่ยงส่วนใหญ่อยู่ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และอุตสาหกรรมกลุ่มพลังงาน โดยทั้งสองอุตสาหกรรมนี้มีมูลค่าหนี้สินเสี่ยง (debt at risk) รวมกันกว่าหนึ่งแสนห้าหมื่นล้านบาท ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนกว่า 68% ของมูลค่าหนี้สินเสี่ยงทั้งหมด อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงในทั้งสองอุตสาหกรรมยังคงค่อนข้างจำกัด เนื่องจากสัดส่วนมูลค่าหนี้สินเสี่ยง (debt at risk) เทียบภายในอุตสาหกรรมยังคงต่ำอยู่ที่ประมาณ 5-9%

รูปที่ 50 : มูลค่าหนี้สินของบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงส่วนใหญ่อยู่ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และอุตสาหกรรมกลุ่มพลังงาน

มูลค่าหนี้สินที่มีความเสี่ยงสูง และสัดส่วนหนี้สินเสี่ยงในแต่ละอุตสาหกรรม

หน่วย: พันล้านบาท

หน่วย: %



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA และ Bloomberg

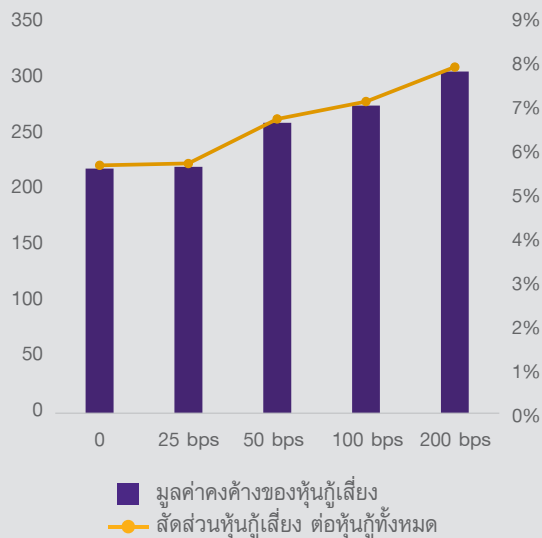
อีไอซีได้ทำการจำลองสถานการณ์ (scenario analysis) โดยปรับให้อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยที่บริษัทต้องจ่ายเพิ่มสูงขึ้นพบว่า มูลค่าหนี้สินเสี่ยงของธุรกิจไทยปรับขึ้นไม่มากนัก สะท้อนว่าภาคธุรกิจไทยสามารถรับมือกับภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้นได้ โดยอีไอซีได้ใช้วิธีการจำลองสถานการณ์ (simulate) แบบเดียวกับการศึกษาในกรณีของบริษัทที่ออกหุ้นกู้ ผลการศึกษาหนี้สินเสี่ยงบ่งชี้ว่า หากอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยของแต่ละบริษัทเพิ่มขึ้น 50 bps จะทำให้สัดส่วน debt at risk ของธุรกิจไทยปรับสูงขึ้นมาอยู่ที่ 6.8% หรือสูงขึ้น 1.1% จากกรณีฐาน (รูปที่ 51) และถึงแม้อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยของแต่ละบริษัทจะเพิ่มขึ้นถึง 200 bps สัดส่วน debt at risk ก็ปรับสูงขึ้นมาอยู่ที่ 8% หรือสูงขึ้น 2.3% จากกรณีฐานเท่านั้น

นอกจากนี้ อีไอซีได้จำลองสถานการณ์โดยดูผลกระทบแยกตามภาคธุรกิจ พบว่าธุรกิจที่มีความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นยังคงเป็นธุรกิจกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ (รูปที่ 52) กล่าวคือ เมื่อจำลองให้อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น 100-200 bps จะทำให้ debt at risk ของธุรกิจกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ปรับเพิ่มขึ้นประมาณ 3 หมื่นล้านบาท

รูปที่ 51 : แม้อัตราดอกเบี้ยจะเสี่ยงที่บริษัทต้องจ่ายสูงขึ้น แต่มูลค่าหนี้สินเสี่ยงของธุรกิจไทยปรับขึ้นไม่มากนัก สะท้อนว่าภาคธุรกิจไทยสามารถรับมือกับภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้นได้

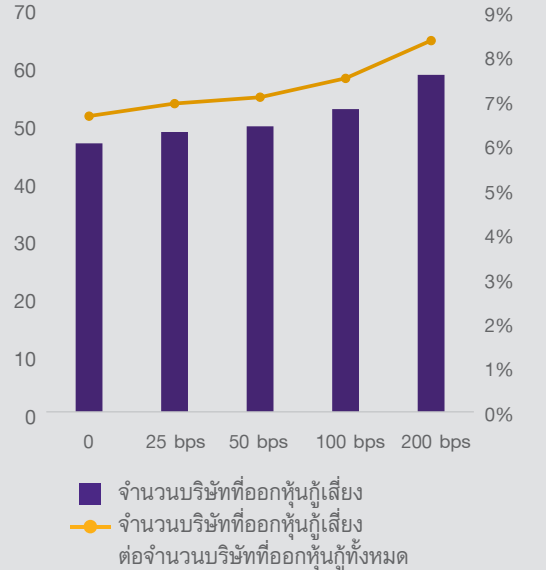
มูลค่าหนี้สินเสี่ยง แยกตามกรณีที่อัตราดอกเบี้ยปรับสูงขึ้น

หน่วย: พันล้านบาท หน่วย: %



จำนวนบริษัทที่มีหนี้สินเสี่ยง แยกตามกรณีที่อัตราดอกเบี้ยปรับสูงขึ้น

หน่วย: จำนวนบริษัท หน่วย: %

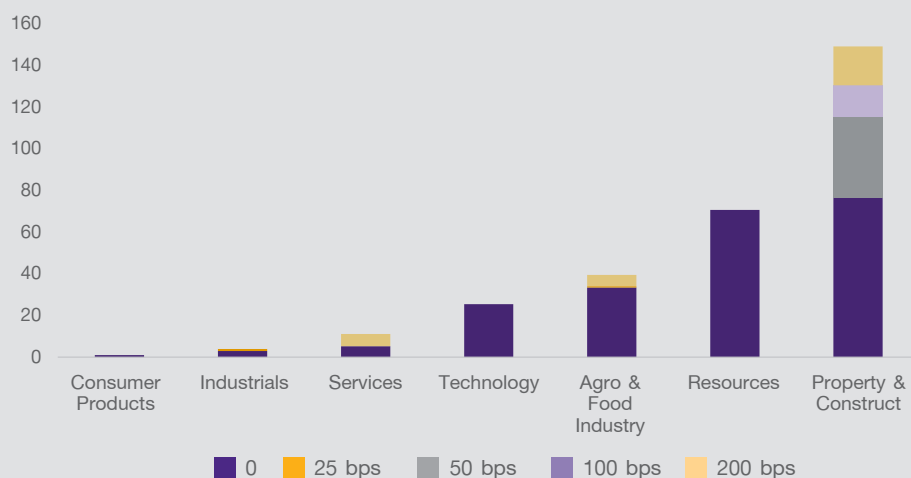


ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA และ Bloomberg

รูปที่ 52 : ภาคอุตสาหกรรมที่มีความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น คือ ภาคอสังหาริมทรัพย์

มูลค่าหนี้สินเสี่ยงของบริษัทในแต่ละภาคธุรกิจ แยกตามกรณีที่อัตราดอกเบี้ยปรับสูงขึ้น

หน่วย: พันล้านบาท



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ThaiBMA และ Bloomberg

Summary of EIC forecasts

ไตรมาส 4/2018

Key indicators	2017	Unit	Actual		EIC forecast				Consensus	
	Share (%)		2016	2017	H1/18	H2/18	2018	2019	2018	2019
Real GDP growth		% YOY	3.3%	3.9%	4.8%	4.3%	4.5%	4.0%	4.5%	3.9%
Demand-side										
Private consumption	51%	% YOY	3.0%	3.2%	4.1%	3.9%	4.0%	3.2%	3.9%	3.5%
Public consumption	15%	% YOY	2.2%	0.5%	1.6%	2.3%	2.0%	2.8%		
Private investment	18%	% YOY	0.5%	1.7%	3.2%	4.1%	3.6%	4.3%		
Public investment	6%	% YOY	9.5%	-1.2%	4.4%	7.8%	6.1%	7.2%		
External sector										
Export of Goods (USD)		% YOY	0.1%	9.8%	11.1%	6.3%	8.5%	4.7%	8.4%	5.1%
Import of Goods (USD)		% YOY	-5.1%	13.2%	17.3%	12.9%	15.0%	6.7%	12.8%	6.8%
Current account		USD bn	48.2	51.1	21.7	15.8	37.5	35.0	43.8	41.0
Key rates										
Headline inflation		% YOY	0.2%	0.7%	1.0%	1.4%	1.2%	1.3%	1.2%	1.5%
Core inflation		% YOY	0.7%	0.6%	0.7%	0.75%	0.7%	0.8%		
Policy rate (RP-1D) (end period)		% p.a.	1.50%	1.50%	1.5%	1.5-1.75%	1.5-1.75%	2.0%-2.5%		
THB/USD (end period)		THB/USD	35.8	32.6	33.0	32-32.5	32-32.5	31.5-32		
Oil price, Brent (average)		USD/barrel	44	55	71	76	73	80		

Source: EIC forecast based on data from Bloomberg, BOT, CEIC, IMF, MOC, NESDB, OAE, OIE, TAT. Consensus forecast from APCF Consensus Economics Survey as of September 2018

คณะผู้จัดทำ



ดร.ยรรยง ไยจรรย์
รองผู้จัดการใหญ่ ผู้บริหารสูงสุด
Economic Intelligence Center

ดร.ยรรยง ไยจรรย์ ดำรงตำแหน่งรองผู้จัดการใหญ่ ผู้บริหารสูงสุด Economic Intelligence Center (EIC) ซึ่งเป็นหน่วยงานกลยุทธ์ของธนาคารไทยพาณิชย์ ทั้งนี้ ก่อนร่วมงานกับธนาคารไทยพาณิชย์ ดร.ยรรยง มีประสบการณ์ทำงานที่ธนาคารแห่งประเทศไทย ในตำแหน่ง ผู้อำนวยการฝ่ายนโยบายการเงิน สายนโยบายการเงิน ซึ่งรับผิดชอบภาพรวมของงานนโยบาย ด้านอัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยน และเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ และที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในตำแหน่ง ผู้อำนวยการสถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน

ดร.ยรรยง เป็นผู้เชี่ยวชาญด้านเศรษฐกิจมหภาค นโยบายการเงินและตลาดทุน รวมทั้งเป็นผู้บรรยายให้ความรู้ในงานสัมมนาแก่สาธารณชนและองค์กรภายนอกทั้งในและต่างประเทศอย่างต่อเนื่อง ตลอดจนเป็นอาจารย์พิเศษให้กับสถาบันการศึกษาต่างๆ

ดร.ยรรยง จบการศึกษาระดับปริญญาเอก ด้านเศรษฐศาสตร์ สาขาการเงิน และเศรษฐศาสตร์ระหว่างประเทศและระดับปริญญาตรีในสาขาเศรษฐศาสตร์ จากมหาวิทยาลัย Massachusetts Institute of Technology (MIT) ประเทศสหรัฐอเมริกา ภายใต้ทุนธนาคารแห่งประเทศไทย



กระแสร์ อังสิทธิ์
นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

กระแสร์ มีประสบการณ์ด้านการวิเคราะห์และประมาณการเศรษฐกิจมหภาค โดยมีความเชี่ยวชาญในการใช้แบบจำลองเชิงปริมาณเป็นเครื่องมือ ก่อนหน้านี้ เคยร่วมงานกับสถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย (TDRI) ในฐานะนักวิจัยในฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจมหภาค และเคยเป็นนักเศรษฐศาสตร์ของสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง กระทรวงการคลังที่มีหน้าที่รับผิดชอบหลักในการประมาณการเศรษฐกิจรายไตรมาส และวิเคราะห์นโยบายต่างๆ ของภาครัฐ

กระแสร์ จบการศึกษาระดับปริญญาตรี สาขาเศรษฐศาสตร์ ด้านปริมาณวิเคราะห์ จากจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย และได้รับทุนรัฐบาลไทยเพื่อศึกษาต่อปริญญาโทด้านเศรษฐศาสตร์ที่ University of Warwick สหราชอาณาจักร อีกทั้งยังได้รับประกาศนียบัตรการอบรมหลักสูตรการวิเคราะห์เศรษฐศาสตร์มหภาคหลายหลักสูตรจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF)

คณะผู้จัดทำ



ดร.สุนพล ศรีธัญพงศ์
นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

ดร.สุนพล มีประสบการณ์ทำงานวิจัยทางด้านเศรษฐศาสตร์ระหว่างประเทศ โดยเฉพาะงานวิจัยด้านการค้าระหว่างประเทศ การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ผลการดำเนินงานของหน่วยธุรกิจ และการประยุกต์ทฤษฎีเศรษฐกิจจุลภาคและเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ โดยมีงานวิจัยที่ได้รับการตีพิมพ์ในวารสารทางเศรษฐศาสตร์ทั้งในและต่างประเทศ ดร.สุนพล เคยผ่านการฝึกงานที่บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนไทยพาณิชย์ จำกัด และธนาคารแห่งประเทศไทย ในสายนโยบายการเงินระหว่างการศึกษาในระดับปริญญาตรี นอกจากนี้ ยังเคยทำหน้าที่เป็นเจ้าหน้าที่เป็นเจ้าหน้าที่ข้อมูลให้กับการท่องเที่ยวแห่งประเทศไทย สำนักงานโตเกียว และลุ่มธุรกิจไทย ญี่ปุ่นให้กับกรมส่งเสริมการค้าระหว่างประเทศ สำนักงานโตเกียว ในระหว่างการศึกษาปริญญาเอกที่ญี่ปุ่น

ดร.สุนพล จบการศึกษาปริญญาตรี (เกียรตินิยมอันดับหนึ่งเหรียญทอง) สาขาเศรษฐศาสตร์ธุรกิจและการจัดการ จากจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย และได้รับทุนรัฐบาลญี่ปุ่นเพื่อศึกษาต่อระดับปริญญาโทและปริญญาเอก สาขา Business and Commerce จาก Keio University ญี่ปุ่น



วชิรวัฒน์ บานthin
นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

วชิรวัฒน์ มีประสบการณ์ด้านการวางแผนกลยุทธ์การลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินต่างประเทศ และการดำเนินนโยบายการเงินโดยเฉพาะการดูแลอัตราแลกเปลี่ยนของไทย โดยมีความเชี่ยวชาญในการใช้แบบจำลองเศรษฐกิจในการวิเคราะห์และพยากรณ์อัตราแลกเปลี่ยน/อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล วชิรวัฒน์ เคยเป็นนักลงทุนอาวุโสที่ฝ่ายบริหารเงินทุนสำรอง และเศรษฐกิจอาวุโสที่ฝ่ายนโยบายการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย และได้เผยแพร่งานวิจัยด้านตลาดพันธบัตรรัฐบาลที่สถาบันวิจัยเศรษฐกิจป๋วย อึ๊งภากรณ์

วชิรวัฒน์ จบการศึกษาปริญญาตรี (เกียรตินิยมอันดับหนึ่ง) สาขาเศรษฐศาสตร์การเงิน ด้านปริมาณวิเคราะห์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ และปริญญาโทสาขาเศรษฐศาสตร์จาก University of Warwick อีกทั้งผ่านการฝึกอบรมหลักสูตรการใช้แบบจำลองเศรษฐกิจเพื่อพยากรณ์ภาวะเศรษฐกิจการเงินโลกของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF)



พิมใจ อุตรกุล
นักวิเคราะห์อาวุโส
สาขาธุรกิจที่ดูแล: ไฟฟ้าและ
เหมืองแร่
คลัสเตอร์: ธุรกิจโครงสร้าง
พื้นฐาน

พิมใจ มีประสบการณ์ทำงานในอุตสาหกรรมนิวเคลียร์ ระบบการจัดการพลังงาน การสนับสนุนการใช้พลังงานทางเลือก การจัดการการพัฒนาอย่างยั่งยืนและนโยบายด้านพลังงานระหว่างประเทศก่อนหน้านี้เคยเป็นผู้จัดการโครงการด้านเทคนิคใน Department of Energy's National Nuclear Security Administration ของสหรัฐอเมริกา และเป็นที่ปรึกษาในด้านเทคโนโลยีและนโยบายพลังงานให้กับ United Nations Economic and Social Commission for Asia and the Pacific อีกทั้ง เป็น senior consultant ที่บริษัท Environmental Resources Management (ERM) โดยเป็นที่ปรึกษาให้กับบริษัทชั้นนำของไทย ในการพัฒนาอย่างยั่งยืนและการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ

พิมใจ จบการศึกษาปริญญาตรี สาขาวิทยาศาสตร์วิศวกรรมเครื่องกล จาก Georgia Institute of Technology และปริญญาโท สาขาพลังงานและทรัพยากร จาก The University of Texas at Austin สหรัฐอเมริกา



กณิศ อ่ำสกุล
นักวิเคราะห์

กณิศ มีประสบการณ์ทำงานด้านการขายและการตลาดของบริษัทผลิตเหล็กชั้นนำของญี่ปุ่น

กณิศ จบการศึกษาปริญญาตรี (เกียรตินิยมอันดับหนึ่ง) สาขาเศรษฐศาสตร์ระหว่างประเทศมหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ โดยได้รับทุนภูมิพลขณะกำลังศึกษาและระดับปริญญาโท สาขาบริหารธุรกิจ จากจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



กัลยรักษ์ นัยรักษ์ศรี
นักวิเคราะห์

กัลยรักษ์ มีประสบการณ์ทำงานเป็นผู้ช่วยวิจัยที่ Economic Research and Training Center (ERTC) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ โดยรับผิดชอบงานวิจัยเรื่องการลงทุนในประเทศลาว และเคยทำงานในตำแหน่งนักบัญชีบริหารที่บริษัท มิตรบุษิ มอเตอร์ส (ประเทศไทย) ดูแลงบประมาณการลงทุนในภาคโรงงาน

กัลยรักษ์ จบการศึกษาปริญญาตรี (เกียรตินิยมอันดับสอง) สาขาเศรษฐศาสตร์หลักสูตรนานาชาติ จากมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ และเคยเข้าร่วมโครงการแลกเปลี่ยนระดับมหาวิทยาลัยที่ Linnaeus University, Sweden เป็นเวลาหนึ่งปี



จิรามน สุธีธชาติ
นักวิเคราะห์

จิรามน มีประสบการณ์ทำงานเป็นที่ปรึกษาด้านเศรษฐกิจให้กับธนาคารโลกในด้านเศรษฐกิจมหภาคและตลาดการเงิน โดยได้ทำงานร่วมกับนักเศรษฐศาสตร์อาวุโสและผู้เชี่ยวชาญของธนาคารโลกในการวิเคราะห์เศรษฐกิจ พร้อมทั้งนำเสนอโครงการเพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจให้แก่ประเทศไทยและประเทศเพื่อนบ้าน ก่อนหน้านี้ จิรามนผ่านการฝึกงานด้านการตรวจสอบการดำเนินงานที่สำนักงานการตรวจเงินแผ่นดิน

จิรามน จบการศึกษาปริญญาตรี สาขาเศรษฐศาสตร์ต่างประเทศ หลักสูตรนานาชาติ จากมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



จิรายุ โพธิ์ราช
นักวิเคราะห์

จิรายุ มีประสบการณ์ทำงานเป็นผู้ช่วยวิจัยในสาขาเศรษฐศาสตร์สิ่งแวดล้อมและผู้ช่วยอาจารย์ในวิชาเศรษฐมิติการเงิน จิรายุได้รับรางวัลจากการแข่งขันประกวดบทความจากสถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย (TDRI) ในโครงการ Redesign Thailand โดยได้รับการอบรมจากโครงการ Research Training Program (RTP) ของคณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ นอกจากนี้ จิรายุผ่านการฝึกงานกับธนาคารพาณิชย์แห่งหนึ่ง

จิรายุ จบการศึกษาปริญญาตรี สาขาเศรษฐศาสตร์ (เกียรตินิยมอันดับสอง) ด้านเศรษฐศาสตร์การเงิน จากมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

คณะผู้จัดทำ



ชินโชติ เกรปปัญากรณ์
นักวิเคราะห์

ชินโชติ มีประสบการณ์การทำงานเป็นผู้ช่วยวิจัยที่สถาบันทรัพยากรมนุษย์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ โดยรับผิดชอบงานวิจัยเกี่ยวกับการปฏิรูประบบราชการ ซึ่งรับผิดชอบการรวบรวมข้อมูลของโครงการวิจัย ในระหว่างการศึกษา ชินโชติ ผ่านการฝึกงานที่ฝ่ายปฏิบัติการบริหารเงิน ธนาคารพาณิชย์แห่งหนึ่ง ซึ่งดูแลเกี่ยวกับธุรกรรมเงินตราต่างประเทศ

ชินโชติ จบการศึกษาระดับปริญญาตรี (เกียรตินิยมอันดับหนึ่ง) สาขาเศรษฐศาสตร์ ด้านเศรษฐศาสตร์การเงิน จากมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ และผ่านหลักสูตร Certified Investment and Securities Analyst (CISA) ระดับหนึ่ง



ณัฐนันท์ อภิณันท์วัฒนกุล
นักวิเคราะห์

ณัฐนันท์ มีประสบการณ์ทำงานด้านการวิเคราะห์ วางแผนกลยุทธ์องค์กร และบริหารความเสี่ยง กับกลุ่มบริษัท PTT Public Company Limited ก่อนหน้านี้ เคยเป็นผู้เชี่ยวชาญเฉพาะทางเกี่ยวกับการบริหารจัดการต้นทุนการผลิต ให้กับบริษัท Toyota Motor Asia Pacific Engineering and Manufacturing และมีประสบการณ์การเขียนบทความให้กับสถาบันปิโตรเลียมแห่งประเทศไทย Petroleum Institute of Thailand (PTIT)

ณัฐนันท์ จบการศึกษาระดับปริญญาตรี สาขาบริหารธุรกิจ จาก จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย และปริญญาโท สาขาบริหารธุรกิจ หลักสูตรนานาชาติ จากมหาวิทยาลัยมหิดล (MUIC)



ปางอุบล อำนวยสิทธิ์
นักวิเคราะห์

ปางอุบลมีประสบการณ์ด้านการวิเคราะห์เศรษฐกิจมหภาคและการประมาณการ รายได้รัฐบาล โดยใช้แบบจำลองเชิงปริมาณเป็นเครื่องมือ และมีประสบการณ์ ในด้านการจัดการข้อมูล ก่อนหน้านี้ เคยทำงานในตำแหน่งนักวิชาการภาษี กรมสรรพากร กระทรวงการคลัง โดยรับผิดชอบการประมาณการติดตาม และวิเคราะห์ การจัดเก็บรายได้ของกรมสรรพากร รวมไปถึงวิเคราะห์และติดตามสถานการณ์ เศรษฐกิจทั้งในและต่างประเทศที่มีผลกระทบต่อการจัดเก็บรายได้ และการจัดการ ข้อมูลภาษีอากรเพื่อนำไปประเมินความคุ้มค่าของนโยบายทางภาษีของรัฐบาล

ปางอุบล จบการศึกษาระดับปริญญาตรี (เกียรตินิยมอันดับสอง) สาขาเศรษฐศาสตร์ ด้านปริมาณวิเคราะห์ จากจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย และได้รับทุนรัฐบาล เพื่อศึกษาต่อระดับปริญญาโท สาขาเศรษฐศาสตร์ ณ University of Warwick สหราชอาณาจักร อีกทั้งยังได้รับประกาศนียบัตรการอบรมหลักสูตรการ วิเคราะห์ประสิทธิภาพของนโยบายทางภาษีต่อระบบเศรษฐกิจจากองค์การ เพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจ (OECD)



พลวัชร ปิติไกรสร
นักวิเคราะห์

พลวัชร มีประสบการณ์ทำงานกับธนาคารพาณิชย์แห่งหนึ่งในการวิเคราะห์อุตสาหกรรม นอกจากนี้ ผ่านการฝึกงานกับบริษัท PriceWaterhouse Coopers ประเทศไทย ทั้งนี้ เคยได้รับรางวัลชนะเลิศเหรียญทองในการแข่งขันเศรษฐศาสตร์เพชรยอดมงกุฎระดับอุดมศึกษาประจำปี 2557 ซึ่งจัดโดยมูลนิธิร่มฉัตรและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

พลวัชร จบการศึกษาระดับปริญญาตรี (เกียรตินิยมอันดับหนึ่ง) สาขาเศรษฐศาสตร์การเงินและนโยบายการเงิน สาขาเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



พงศกร ศรีสากุล
นักวิเคราะห์

พงศกร มีประสบการณ์การทำงานเป็นผู้ช่วยอาจารย์ในหลายวิชา ได้แก่ เศรษฐมิติทางการเงิน เศรษฐศาสตร์การเงินระหว่างประเทศ และหลักเศรษฐศาสตร์จุลภาค และเคยได้รับรางวัลจากการแข่งขันประกวดบทความจากสถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย (TDRI) พงศกรผ่านการอบรมจากโครงการ Research Training Program (RTP) ของคณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ นอกจากนี้ พงศกรมีประสบการณ์ฝึกงานกับสำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ในฝ่ายนโยบายธุรกิจจัดการลงทุน

พงศกร จบการศึกษาระดับปริญญาตรี (เกียรตินิยมอันดับหนึ่ง) สาขาเศรษฐศาสตร์การเงิน จากมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ภายใต้ทุนการศึกษาจากธนาคารแห่งประเทศไทย



รัชชานนท์ โซติพิศิลป
นักวิเคราะห์

รัชชานนท์ มีความสนใจงานวิจัยเกี่ยวข้องกับเศรษฐศาสตร์มหภาคและแบบจำลองเชิงประจักษ์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการวิจัยที่ช่วยลดช่องว่างระหว่างแบบจำลองทางทฤษฎีและข้อมูลโดยใช้วิธีการเชิงประจักษ์แบบใหม่ ทั้งนี้ รัชชานนท์มีประสบการณ์การทำงานเป็นผู้ช่วยวิจัยและผู้ช่วยสอนที่มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ รวมถึงเป็นผู้ช่วยวิจัยที่เอ็มไอที

รัชชานนท์จบการศึกษาระดับปริญญาตรี สาขาเศรษฐศาสตร์ จากมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ด้านเศรษฐศาสตร์ด้านทฤษฎีและปริมาณ (เกียรตินิยมอันดับ 2) และจบการศึกษาระดับปริญญาโทจากมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์และมหาวิทยาลัยชิคาโก

Economic Intelligence Center (EIC)

E-mail: eic@scb.co.th โทร: +66 (2) 544 2953

ดร. ยรรยง ไทยเจริญ

รองผู้จัดการใหญ่ ผู้บริหารสูงสุด Economic Intelligence Center ธนาคารไทยพาณิชย์
yunyong.thaicharoen@scb.co.th

Economic and Financial Market Research

กระแสรังสีพล
krasae.rangsipol@scb.co.th

ดร.ธนพล ศรีรัตนพงศ์
thanapol.sritthanpong@scb.co.th

วชิรวัฒน์ บานชื่น
wachirawat.banchuen@scb.co.th

กัลยรักษ์ นัยรักษ์เสรี
kunyaruk.naiyarakssaree@scb.co.th

จิรามณ สุธีระชาติ
jiramon.sutheerachart@scb.co.th

จิรายุ โพธิ์ราษ
jirayu.photirat@scb.co.th

ชินโชติ เกรษณ์นภการณ
chinnachod.thaerapanyaporn@scb.co.th

ปางอุบล อำนวยสิทธิ์
pangubon.amnueysit@scb.co.th

พงศ์กร ศรีสากุล
pongsakorn.srisakawkul@scb.co.th

รัชชานนท์ โชติพัฒนศิลป์
ratchanon.chotiputsilp@scb.co.th

Export Cluster

โชติกา ชุ่มมี
chotika.chummee@scb.co.th

กฤษกร ตราชู
kriskorn.trachoo@scb.co.th

กมลชนก คล้ายนก
kamonchanok.klainok@scb.co.th

กัญญารัตน์ กาณจนวิสุทธิ
kanyarat.kanjanavisut@scb.co.th

Service Cluster

วิธาน เจริญพล
ผู้อำนวยการอาวุโสคลัสเตอร์ธุรกิจบริการ
vithan.charoenphon@scb.co.th

ปราณิดา ศยามานนท์
pranida.syamananda@scb.co.th

วิรงรอง วิโรจน์รัตน์
wirongrong.wirotat@scb.co.th

พูลวัชร ปีติไกรศร
pullawat.pitigraisorn@scb.co.th

Infrastructure Cluster

ดร.สุปรีย์ ศรีสำราญ
supree.srisamran@scb.co.th

กมลมาลย์ แจ่งล้อม
kamonmarn.jaenglom@scb.co.th

กนิศ อ่ำสกุล
kanit.umsakul@scb.co.th

ปณณภพ ตันติปิฎก
punyapob.tantipidok@scb.co.th

นวพร โกมลสุรเดช
nawaporn.komolsuradej@scb.co.th

โอฬาร เอื้อวิทย์ยุทธ
olan.aeovithayasupon@scb.co.th

Energy and Resources Cluster

พิมใจ ฮอนตระกูล
pimjai.hoontrakul@scb.co.th

ดร.ศิวาลัย ชันธะวง:
sivalai.khantachavana@scb.co.th

นันทพงศ์ พันทวีศักดิ์
nantapong.pantaweesak@scb.co.th

ณัฐนันท์ อภินันท์วัฒนกุล
natthanan.apinunwattanakul@scb.co.th

พริตตา แยมจินดา
puthita.yamchinda@scb.co.th

อภิณญา อักษรกิจ
apinya.aksornkij@scb.co.th

Business Advisory

นธิ กวีวิชัย
nithi.kaveevivitchai@scb.co.th

ภัทรวัตติ์ รัตนะสิวกุล
pattarawadee.rattanasiwakoon@scb.co.th

ภัทราภรณ์ เอี่ยมศิริ
phatranij.eamsiri@scb.co.th

Knowledge Management & Networking

ภาณุมาศ เหลืองอร่าม
phanumard.lueangaram@scb.co.th

ไกรฤกษ์ วัลลภศิริ
krilerk.vallopsiri@scb.co.th

ณัฐริดา อินทรมยุร
nattida.intaramayoon@scb.co.th

ภูมิศักดิ์ คำประเสริฐ
poomisak.kumprasert@scb.co.th

วนิชชา นาทีสุวรรณ
wanitcha.nateesuwana@scb.co.th

วรรณวรรณ วรรณประพันธ์
worawan.wannaprapan@scb.co.th

โสฬสญา อุบมัย
sorodda.upamai@scb.co.th

