

KKP Research



เศรษฐกิจไทยเจอปัญหาสั้นและยาว
ปรับลด GDP ปีนี้เหลือ 2.6%

ผู้เขียน

ลัทธิศักดิ์ ลากอุดมการ

นักวิเคราะห์

KKP Research

โดยกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร

พิพัฒน์ เหลืองนฤมิตชัย

กรรมการผู้จัดการ หัวหน้านักเศรษฐศาสตร์

ณชา อนันต์โชติกุล

ผู้อำนวยการอาวุโส หัวหน้าฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์

ลัทธิศักดิ์ ลากอุดมการ

นักวิเคราะห์

เคนเน็ท โดแนลด์ นิลเวล

นักวิเคราะห์

อารยา กาญจนะช

นักวิเคราะห์

บุรกร กิพยสกุลชัย

นักวิเคราะห์

ณัฐนิชา เทพพรพิทักษ์

นักวิเคราะห์

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ทั้งนี้ ข้อคิดเห็นที่ปรากฏเป็นความคิดเห็นของฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์ไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร เว้นแต่จะได้แจ้งไว้และขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงข้อมูลและความคิดเห็นโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

KKP Research

February 23, 2024

เศรษฐกิจไทยเจอปัญหาสิ้นและยาว ปรับลด GDP ปีนี้เหลือ 2.6%



KEY TAKEAWAYS :

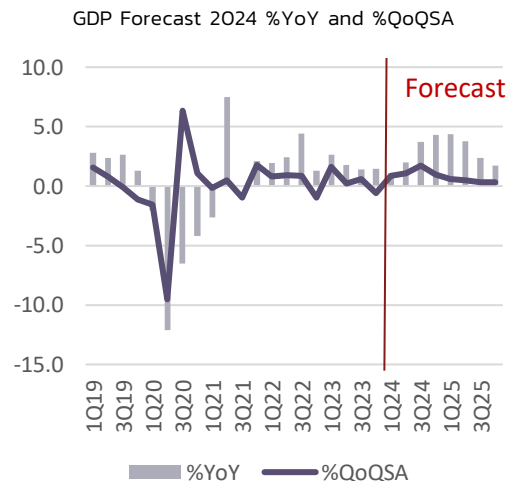
- KKP Research โดยกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทรปรับลดประมาณการตัวเลข GDP สำหรับปี 2024 จาก 3.7% เหลือ 2.6% จากความไม่แน่นอนที่สูงขึ้นของโครงการ Digital Wallet รวมทั้งภาคการผลิตที่อ่อนแอ และการใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ปรับลดลงเมื่อเทียบกับช่วงก่อนโควิด-19
- GDP ฝั่งอุปสงค์ยังเติบโตได้ดี ในขณะที่ฝั่งอุปทานโดยเฉพาะการผลิตภาคอุตสาหกรรมหดตัวลงอย่างต่อเนื่อง KKP Research ประเมินว่าปัจจัยสำคัญมาจากสินค้าคงคลังที่อยู่ในระดับสูง และการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีที่เริ่มกระทบความต้องการสินค้าอุตสาหกรรมบางกลุ่มของไทย ทำให้คาดว่าภาคการผลิตจะยังคงอ่อนแอในระยะต่อไป
- ค่าเงินบาทมีแนวโน้มเปลี่ยนทิศทางเป็นอ่อนค่าในระยะยาวจากหลายปัจจัยที่เริ่มชี้ว่าดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยอาจไม่กลับไปเกินดุลได้มากเท่าเดิม จากทั้งดุลการค้าที่ปรับลดลงจากปัญหาด้านความสามารถในการแข่งขันและการนำเข้าที่สูงขึ้น และรายได้จากการท่องเที่ยวที่ไม่กลับไปสูงเท่าเดิมตามการใช้จ่ายต่อหัวของนักท่องเที่ยวที่ลดลง แม้จำนวนนักท่องเที่ยวจะเริ่มกลับสู่ระดับก่อนโควิด-19 แล้วก็ตาม
- KKP Research คาดการณ์ว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะปรับลดอัตราดอกเบี้ย 2 ครั้งในปีนี้ เหลือ 2.0% โดยมีเหตุผลจากอัตราเงินเฟ้อในช่วงที่ผ่านมาที่อยู่ในระดับต่ำและคาดว่าจะยังไม่กลับเข้าสู่กรอบเป้าหมายของ ธปท. ในช่วง 1 -2 ปีข้างหน้า ซึ่งจะมีแนวโน้มทำให้ระดับดอกเบี้ยปัจจุบันของ ธปท. อยู่ในระดับที่ตึงตัวมากขึ้นแม้ ธปท. จะไม่ปรับดอกเบี้ยขึ้นก็ตาม

ปรับ GDP เหลือ 2.6% คาด กนง. ลดดอกเบี้ยเหลือ 2.0% ปีนี้

KKP Research โดยกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทรประเมินว่าสัญญาณเศรษฐกิจในปัจจุบันมีสัญญาณที่ชะลอตัวกว่าที่ประเมินไว้ แม้ในช่วงที่ผ่านมาสัญญาณเศรษฐกิจจะมีความไม่แน่นอนและความไม่ชัดเจนทั้งตัวแปรเศรษฐกิจที่ส่งสัญญาณไปคนละทิศทาง ความไม่แน่นอนของนโยบายเศรษฐกิจขนาดใหญ่โดยเฉพาะนโยบาย Digital Wallet และความไม่แน่นอนจากสถานการณ์เศรษฐกิจโลกทั้งแนวโน้มเศรษฐกิจสหรัฐฯ และสถานการณ์ความขัดแย้งระหว่างประเทศ ทำให้การประเมินภาพเศรษฐกิจทำได้ยากขึ้นกว่าปกติ อย่างไรก็ตาม ในช่วงที่ผ่านมาข้อมูลเริ่มสะท้อนภาพชัดเจนขึ้นว่าปัญหาของการชะลอตัวของเศรษฐกิจไม่ได้เกิดจากเฉพาะวัฏจักรเศรษฐกิจที่ชะลอตัวแต่เป็นปัญหาเชิงโครงสร้างที่อาจทำให้เศรษฐกิจไทยไม่สามารถกลับมาเติบโตได้ที่ระดับศักยภาพเดิมที่ประมาณ 3-3.5% ได้ สัญญาณที่น่ากังวล คือ ตัวเลข GDP ตั้งแต่หลังโควิด-19 เป็นต้นมาที่เศรษฐกิจโตต่ำกว่า 3% มาตลอดแม้จะฟื้นตัวจากวิกฤตโควิด-19 แล้วก็ตาม ทำให้ระดับ GDP ของไทยในปี 2023 ยังคงอยู่ในระดับต่ำกว่า GDP ในปี 2019 ก่อนโควิด-19 ยิ่งไปกว่านั้น ความน่ากังวลคือการเติบโตทั้งหมดเกิดจากการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว สะท้อนให้เห็นว่าเครื่องยนต์อื่น ๆ ของเศรษฐกิจกำลังอ่อนแรงลงเรื่อย ๆ

GDP ในไตรมาส 4 ปี 2023 หดตัว 0.6% QoQSA สะท้อนปัญหาความอ่อนแอของเศรษฐกิจ และทำให้ตลาดการมีความกังวลว่าเศรษฐกิจไทยอาจเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยเชิงเทคนิค อย่างไรก็ตาม KKP Research ประเมินว่าโอกาสที่ไทยจะเข้าสู่ภาวะถดถอยยังมีไม่มากนัก (รูปที่ 1) เนื่องจากปัจจัยหลักที่ฉุดเศรษฐกิจไทยในไตรมาสที่ 4 (% QoQSA) ที่ผ่านมาก็คือ การเบิกจ่ายงบประมาณที่ล่าช้าของภาครัฐที่ส่งผลให้การลงทุนภาครัฐหดตัวลงไปกว่า 20% โดยเชื่อว่าสถานการณ์ดังกล่าวไม่น่าจะปรับแก้ในไตรมาสที่ 1 และจะไม่ส่งผลมากนักกับการเติบโตของ GDP รายไตรมาส (%QoQSA) และจะไม่ทำให้เศรษฐกิจไทยเข้าสู่ภาวะถดถอยเชิงเทคนิค (นิยามคือ GDP เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อนหน้าและปรับฤดูกาล %QoQSA ติดลบติดต่อกัน 2 ไตรมาส)

รูปที่ 1 KKP Research ยังประเมินว่าการเติบโตของ GDP ไตรมาส 1 จะเป็นบวกเล็กน้อยและเร่งตัวขึ้นในครึ่งหลัง



ที่มา: Bank of Thailand, KKP Research

สำหรับปี 2024 KKP Research คาดการณ์ว่าเศรษฐกิจไทยจะเติบโตได้ที่ระดับ 2.6% จากเดิมที่คาดว่าจะเติบโตได้ 3.7% (รูปที่ 2) จากการเปลี่ยนแปลงหลัก 3 เรื่อง คือ 1) การนำมาตรการ Digital Wallet ออกจากการคาดการณ์ GDP จากกระบวนการพิจารณาที่มีความล่าช้ามากและมีความไม่แน่นอนสูงทั้งการดำเนินงานและความเสี่ยงด้านกฎหมาย 2) การปรับตัวเลขการผลิตภาคอุตสาหกรรมลง เพื่อสะท้อนปัญหาสินค้าคงคลังที่อยู่ในระดับสูงกว่าปกติ และความสามารถในการแข่งขันที่ลดลงของสินค้าไทย และ 3) รายได้ต่อหัวของนักท่องเที่ยวที่ปรับตัวลดลงต่ำกว่าช่วงก่อนการระบาดของโควิด-19 มากและมีแนวโน้มยังไม่กลับมาปกติ โดยคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจไทยจะสามารถโตได้ดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2024 ตามการเบิกจ่ายงบประมาณของภาครัฐที่จะกลับมาชัดเจนการชะลอตัวในช่วงก่อนหน้า พร้อมกับโอกาสที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะปรับลดดอกเบี้ยลง ซึ่งอาจจะช่วยภาคการบริโภคได้บ้าง

รูปที่ 2 ตารางการคาดการณ์เศรษฐกิจปี 2024 และ 2025

%YoY	2023E	Previous Forecast		Current Forecast	
		2024E	2025E	2024E	2025E
Real GDP	1.9	3.7	2.7	2.6	2.8
Private Consumption	7.1	4.6	2.8	2.8	3.0
Government Consumption	-4.6	1.5	1.8	1.3	1.8
Gross Fixed Capital Formation	1.2	3.0	3.4	1.9	2.0
Private	3.2	3.0	1.8	2.0	2.0
Public	-4.6	3.0	7.9	3.1	2.0
Exports of Goods	-2.8	2.0	3.0	1.8	2.5
Export of Services	38.3	19.5	2.6	22.7	6.6
Import of Goods	-3.8	3.0	2.3	3.5	2.3
Import of Services	4.3	7.4	9.4	5.9	1.9
Current account (US\$ bn)	7.9	11.7	19.8	4.5	10.1
as % of GDP	1.5	2.1	3.8	0.8	1.7
Headline CPI	1.6	1.7	1.0	0.8	0.9
Policy rate	2.50	2.5	2.0	2.0	1.75
Tourist arrivals (Mn persons)	28.7	35.2	38.8	35.2	38.8

ที่มา: KKP Research

ในระยะยาว KKP Research ประเมินว่าในช่วงหลังจากนี้เศรษฐกิจไทยกำลังจะเจอความท้าทายที่มากขึ้นเรื่อย ๆ ทั้งจากปัญหาเศรษฐกิจในประเทศที่เปราะบางจากปัญหานี้ครัวเรือนในระดับสูง การลงทุนที่อยู่ในระดับต่ำมาเป็นเวลานานส่งผลให้ความสามารถในการแข่งขันของเศรษฐกิจลดลง การรุกเข้ามาไทยจากตลาดจีนที่มีแนวโน้มรุนแรงขึ้นเรื่อย ๆ และการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีที่กระทบต่อการผลิตสินค้าหลายกลุ่มของไทย ทำให้ KKP Research ประเมินว่าเศรษฐกิจไทยมีความเสี่ยงสูงที่จะไม่สามารถกลับไปเติบโตได้ดีเหมือนเก่า โดยเชื่อว่าโอกาสที่เศรษฐกิจไทยจะเติบโตที่ระดับ 3% มีลดลงและคาดการณ์การเติบโตของ GDP ในปี 2025 ที่ 2.8%

การบริโภคชะลอ Digital Wallet โอกาสเกิดน้อยลง

KKP Research เคยประเมินไว้ว่านโยบาย Digital Wallet เป็นนโยบายที่ได้ไม่คุ้มเสียโดยคาดว่าจะมีผลต่อเศรษฐกิจเพียง 0.3 เท่าของเม็ดเงินที่ใส่ไปเท่านั้น แต่ด้วยขนาดของการกระตุ้นจะทำให้การเติบโตทางเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นได้ 0.8% ในสถานการณ์ปัจจุบันที่ภาครัฐยังไม่มีความคืบหน้าที่ชัดเจนเกี่ยวกับมาตรการ Digital Wallet แม้เวลาจะผ่านมาระยะหนึ่งแล้ว ทำให้เราประเมินว่าทางออกที่เป็นไปได้มีอยู่สามทาง คือ (1) รัฐบาลอาจยืนยันว่าจะมีการดำเนินการต่อแต่จะเริ่มได้เร็วที่สุดในเดือนสิงหาคม แต่ยังมีโอกาสที่จะถูกตีความขัดกับกฎหมายและไม่สามารถดำเนินการได้ (2) การลดขนาดเม็ดเงินการกระตุ้นของนโยบายลงและใช้งบประมาณของปี 2025 ซึ่งผลต่อเศรษฐกิจจะน้อยลงอย่างมีนัยสำคัญจากทั้งขนาดที่เล็กลงและการใช้งบประจำที่มีอยู่แล้วแทนการกู้เงินเพิ่มเติม หรือ (3) ยกเลิกการทำนโยบายนี้โดยไม่มีดำเนินการต่อทั้งในช่วงนี้และปีงบประมาณหน้า ทำให้ในปัจจุบัน KKP Research ปรับการคาดการณ์กรณีฐานโดยประเมินว่าภายใต้เงื่อนไขปัจจุบันโอกาสไม่เกิดมาตรการ Digital Wallet แบบเต็มรูปแบบตามที่คาดไว้เดิมมีมากขึ้น จึงปรับการคาดการณ์การเติบโตของการบริโภคในปี 2024 จาก 4.6% เหลือ 2.8%

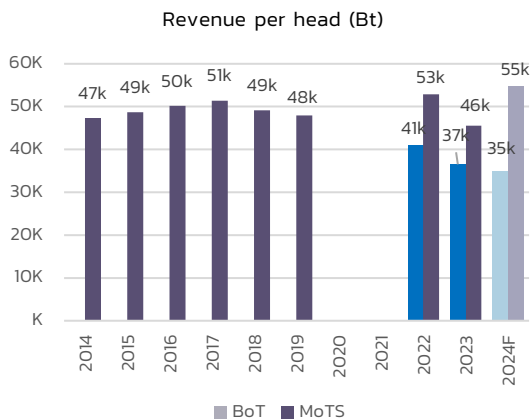
นอกจากนี้ สัญญาณเศรษฐกิจในประเทศยังคงสะท้อนว่าการบริโภคมีแนวโน้มชะลอลงในระยะข้างหน้า แม้ว่าเครื่องชี้การบริโภคจะเติบโตได้ดีมากในช่วงที่ผ่านมาและดีกว่าสถานการณ์ที่รายได้แรงงานยังเติบโตได้ช้า KKP Research ประเมินว่าการเติบโตของการบริโภคดีังกล่าวส่วนใหญ่มีแนวโน้มเกิดจากการฟื้นตัวในการบริโภคกลุ่มบริการจากฐานที่ต่ำและเป็นการฟื้นตัวตามภาคการท่องเที่ยว ในระยะต่อไปเมื่อการบริโภคบริการเข้าใกล้ภาวะปกติมากขึ้น คาดว่าการเติบโตจะเริ่มกลับเข้าสู่ระดับปกติและส่งผลกระทบต่อตัวเลขการเติบโตน้อยลง ในขณะที่การบริโภคในกลุ่มสินค้าคงทนเริ่มชะลอลงอย่างชัดเจนตามยอดปล่อยสินเชื่อใหม่ของการพาณิชย์ที่เติบโตติดลบในช่วงที่ผ่านมา ในภาพรวมการบริโภคในปี 2024 จึงไม่น่าจะเติบโตได้ดีมากนัก

ท่องเที่ยวฟื้นแต่ไม่เหมือนเดิม

ท่องเที่ยวไม่สามารถกลับมาเป็นแรงขับเคลื่อนหลักได้ดีเท่ากับในอดีต การท่องเที่ยวถือเป็นเครื่องยนต์หลักของเศรษฐกิจไทยมาตั้งแต่ช่วงก่อนโควิด-19 เมื่อเศรษฐกิจไทยถูกกระทบจากโควิดและมีการปิดเมืองทำให้ภาคการท่องเที่ยวหยุดชะงัก หลายคนคาดการณ์ว่าภาคการท่องเที่ยวจะกลับมาเป็นกำลังสำคัญในการผลักดันเศรษฐกิจไทยหลังจากการเปิดเมือง อย่างไรก็ตาม แม้การท่องเที่ยวจะฟื้นตัวได้แต่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจในภาพรวมน้อยกว่าที่คาดไว้จากรายได้จากท่องเที่ยวที่อยู่ในระดับต่ำกว่าช่วงก่อนโควิด-19 เป็นความท้าทายที่เศรษฐกิจไทยจะไม่สามารถคาดหวังภาคการท่องเที่ยวเป็นแรงส่งที่แข็งแกร่งให้กับเศรษฐกิจไทยได้ดีเท่ากับช่วงก่อนโควิด-19

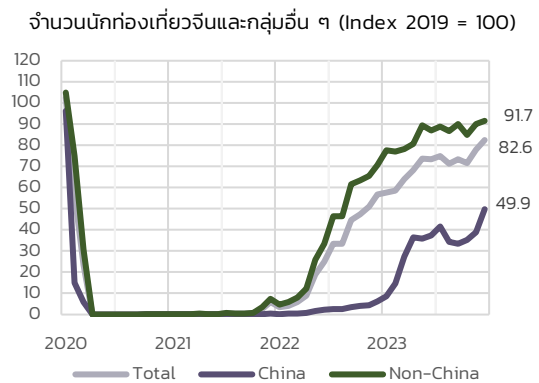
- (1) การใช้จ่ายต่อหัวของนักท่องเที่ยวที่ต่ำกว่าช่วงก่อนการระบาดของโควิด-19 อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเกิดจากทั้งโครงสร้างนักท่องเที่ยวที่สัดส่วนเพิ่มขึ้นในกลุ่มนักท่องเที่ยวที่มีการใช้จ่ายต่ำกว่าค่าเฉลี่ย พฤติกรรมการใช้จ่ายที่เปลี่ยนไป และวิธีการคำนวณรายได้ต่อหัวที่เปลี่ยนไปหลังจากมีการหยุดทำข้อมูลในช่วงระหว่างการระบาดของโควิด-19 จากข้อมูลของทั้งกระทรวงท่องเที่ยวและธนาคารแห่งประเทศไทยยังสะท้อนว่าค่าใช้จ่ายต่อหัวในปัจจุบันต่ำกว่าช่วงปี 2019 อยู่มาก ส่งผลให้แม้ในระยะหลังแม้จำนวนนักท่องเที่ยวจะสามารถฟื้นตัวได้ต่อเนื่องแต่รายรับจากนักท่องเที่ยวกลับไม่ฟื้นตัวขึ้นตามคาด (รูปที่ 3)

รูปที่ 3 ค่าใช้จ่ายต่อหัวของนักท่องเที่ยวปรับตัวลดลงจากช่วงก่อนโควิด-19



ที่มา: Bank of Thailand, Ministry of Tourism and Sports

รูปที่ 4 นักท่องเที่ยวจีนเป็นนักท่องเที่ยวกลุ่มหลักที่การฟื้นตัวยังอยู่ในระดับต่ำกว่าก่อนโควิด



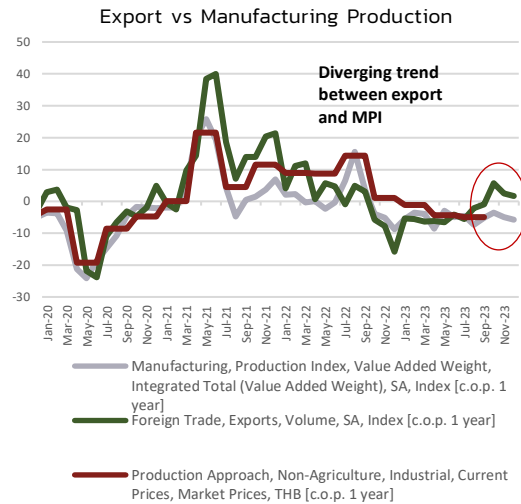
ที่มา: TAT, KKP Research

- (2) KKP Research ยังคงคาดการณ์จำนวนนักท่องเที่ยวในปี 2024 ที่ 35.2 ล้านคน แต่ประเมินว่ามีความเสี่ยงที่ในระยะยาวภาคการท่องเที่ยวจะไม่สามารถกลับมาเติบโตเป็นแรงส่งสำคัญของเศรษฐกิจไทยได้ จากนักท่องเที่ยวจีนที่เคยเป็นกลุ่มนักท่องเที่ยวสำคัญ ที่ในระยะต่อไปอาจมีแนวโน้มฟื้นตัวได้ช้าลงกว่าเดิมหรืออาจไม่กลับมาในจำนวนเท่าเดิมอีกต่อไปตามสภาวะเศรษฐกิจในประเทศที่ชะลอตัวลงอย่างหนักจากปัญหาเชิงโครงสร้างโดยเฉพาะในภาคอสังหาริมทรัพย์ โดยจากข้อมูลพบว่าในปัจจุบันนักท่องเที่ยวจีนยังเป็นนักท่องเที่ยวกลุ่มหลักเพียงกลุ่มเดียวที่ยังกลับมาท่องเที่ยวในไทยลดลงกว่าช่วงก่อนโควิด (รูปที่ 4) เมื่อเปรียบเทียบกับการท่องเที่ยวภายในประเทศจีนเองจะพบว่าในปัจจุบันอยู่ในระดับใกล้เคียงกับภาวะปกติแล้ว ซึ่งส่วนหนึ่งเนื่องจากพฤติกรรมการท่องเที่ยวของคนจีนอาจเปลี่ยนไปท่องเที่ยวในประเทศมากขึ้นตามรายได้ที่ได้รับผลกระทบจากการผลิตไทยส่งสัญญาณชะลอตัวยาว

ภาคการผลิตไทยเสี่ยงชะลอตัวยาว

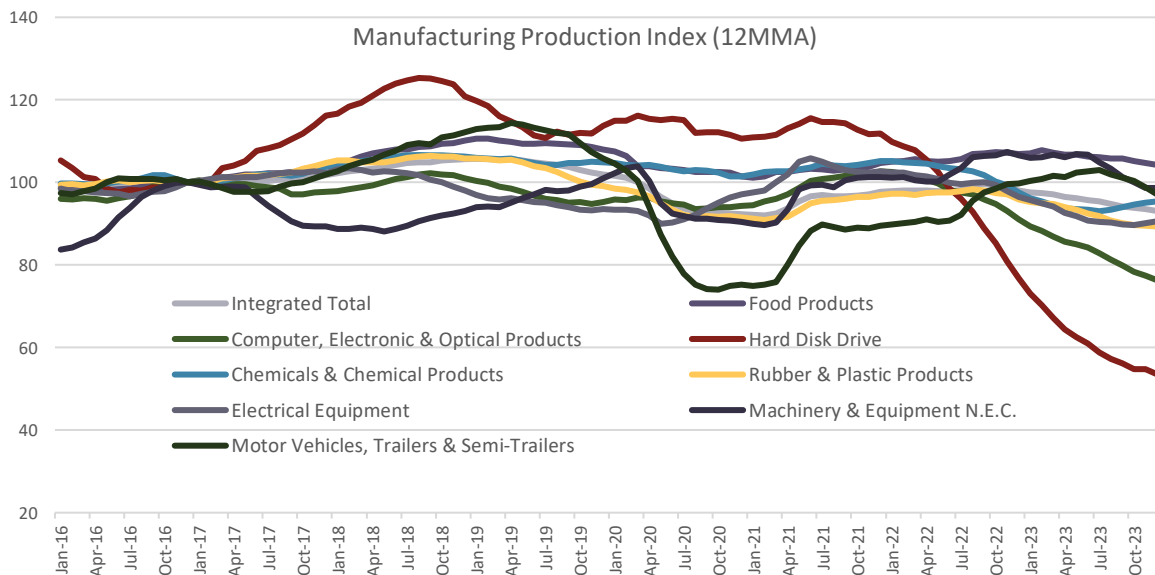
ภาคการผลิตของไทยในช่วงที่ผ่านมาไม่ฟื้นตัวตามอุปสงค์และยังคาดว่าฟื้นตัวช้ากว่าวัฏจักรเศรษฐกิจรอบก่อนจากทั้งปัจจัยชั่วคราวและปัจจัยเชิงโครงสร้าง โดยดัชนีการผลิตภาคอุตสาหกรรมในเดือนธันวาคมปี 2566 ยังคงเติบโตติดลบ และติดลบติดต่อกันห้าไตรมาส ซึ่งสะท้อนการสะสมสินค้าคงคลังและปัญหาความสามารถในการแข่งขันของไทย แม้การส่งออกจะเริ่มฟื้นตัวได้ในช่วงปลายปีที่ผ่านมา (รูปที่ 5) โดยภาคการผลิตชะลอตัวลงค่อนข้างมากในหมวดรถยนต์และ Hard Disk Drive (รูปที่ 6)

รูปที่ 5 การส่งออกของไทยเริ่มกลับมาขยายตัวแต่การผลิตสินค้ายังคงติดลบรุนแรง



ที่มา: Bank of Thailand, NESDC, KKP Research

รูปที่ 6 ดัชนีการผลิตอุตสาหกรรมของไทยในหลายกลุ่มสินค้ามีการปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

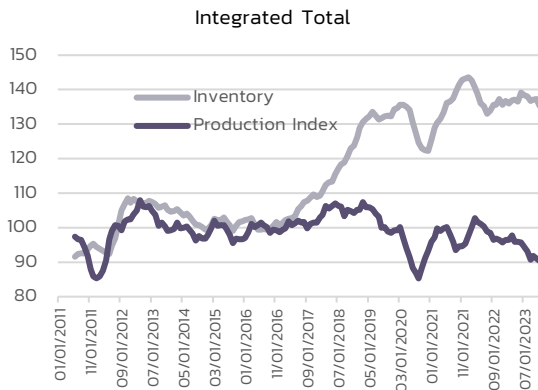


ที่มา: Office of Industrial Economics, KKP Research

KKP Research ประเมินว่าภาคการส่งออกไทยจะสามารถฟื้นตัวได้บ้างโดยขยายตัว 1.8% สอดคล้องกับการคาดการณ์การขยายตัวของการค้าโลก อย่างไรก็ตามการเติบโตของปริมาณการผลิตในภาคอุตสาหกรรมไทยอาจขยายตัวได้น้อยกว่าและคาดการณ์ได้ยาก โดยพบว่าในปัจจุบันสินค้าคงคลังของไทยอยู่ในระดับที่สูงกว่าในอดีตมาก (รูปที่ 7) และเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่อาจทำให้การผลิตไม่ฟื้นตัวไปตามอุปสงค์ที่ปรับตัวดีขึ้น ซึ่งสะท้อนว่า

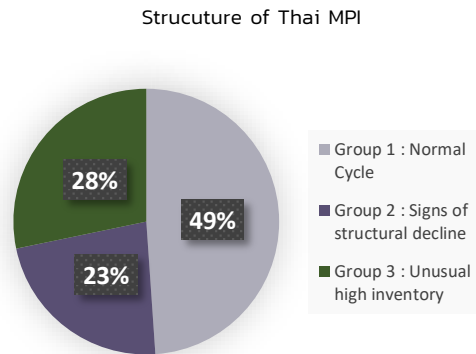
ปัญหาที่เกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจที่เติบโตได้ชะลอลงมีผลสำคัญมาจากปัญหาในฝั่งอุปทานของเศรษฐกิจอย่างชัดเจนขึ้น KKP Research ประเมินภาพรวมอุตสาหกรรมการผลิตไทยออกเป็น 3 กลุ่ม (รูปที่ 8) และพบว่ากว่าครึ่งหนึ่งของภาคการผลิตที่ยังมีความเสี่ยงไม่ฟื้นตัว หรือยังอาจหดตัวต่อไปปีนี้ มีรายละเอียด คือ

รูปที่ 7 สินค้าคงคลังของไทยอยู่ในระดับที่สูงกว่าปกติมาก ส่งผลให้มีการชะลอตัวของภาคการผลิต



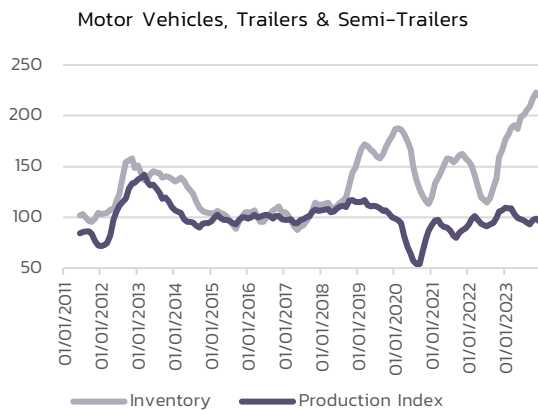
ที่มา: Office of Industrial Economics, KKP Research

รูปที่ 8 KKP ประเมินว่าประมาณ 23% ของภาคการผลิต มีความเสี่ยงชะลอตัวลงในระยะยาว



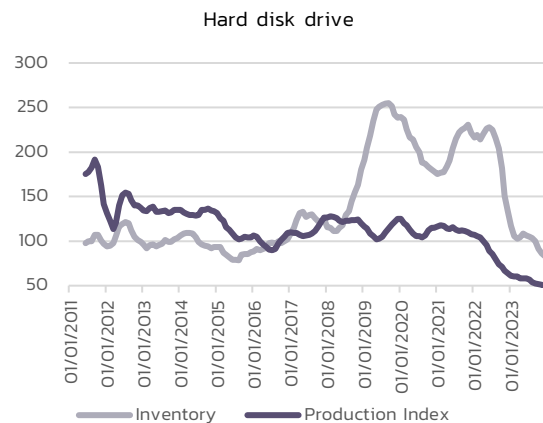
ที่มา: KKP Research

รูปที่ 9 การผลิตรถยนต์เป็นหนึ่งในกลุ่มที่ชะลอตัวในช่วงปลายปี และมีสินค้าคงคลังเพิ่มสูงขึ้นมาก



ที่มา: Office of Industrial Economics, KKP Research

รูปที่ 10 การผลิต Hard Disk Drive มีทิศทางที่ชะลอตัวลงต่อเนื่องจากการเข้ามาแทนของ SSD

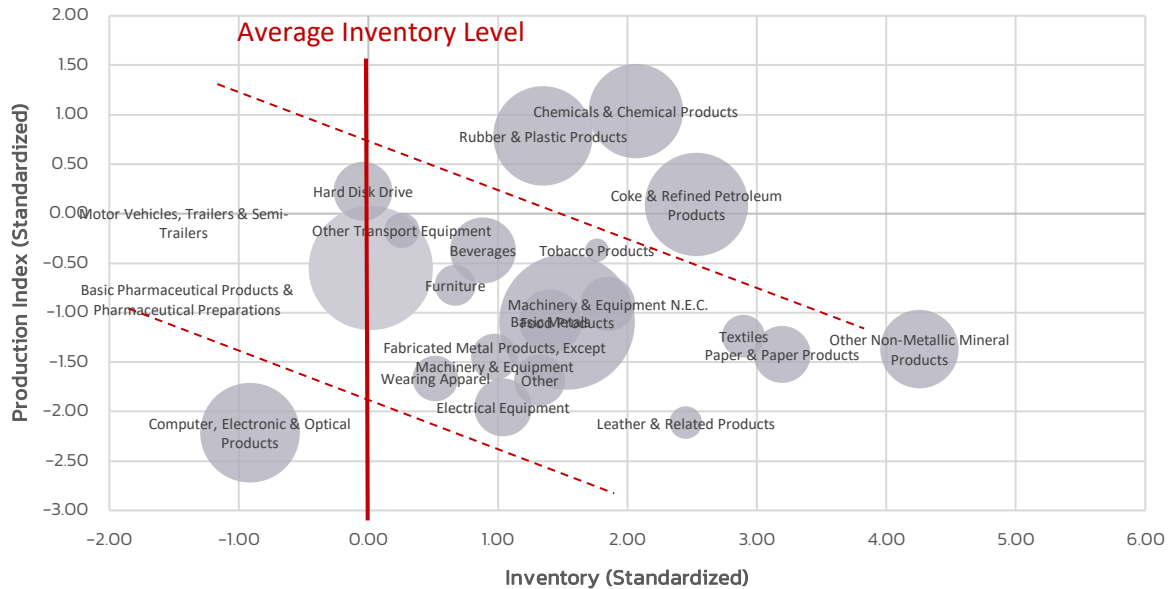


ที่มา: Office of Industrial Economics, KKP Research

- 1) กลุ่มที่มีการเร่งผลิตในช่วงที่อุปสงค์ชะลอ ส่งผลให้สินค้าหลายชนิดมีสินค้าคงคลังอยู่ในระดับที่สูงกว่าปกติ โดยพบว่าสินค้าส่วนใหญ่หลายประเภทมีปริมาณสินค้าคงคลังเฉลี่ย 6 เดือนล่าสุดที่สูงกว่าค่าเฉลี่ย ในขณะที่มีการผลิตต่ำกว่าค่าเฉลี่ย (รูปที่ 11) สะท้อนให้เห็นว่าการชะลอตัวของการผลิตไทยส่วนหนึ่งเกิดจากวัฏจักรของสินค้าคงคลัง (Inventory Cycle) ที่ยังคงกดดันการผลิตและต้องใช้ระยะเวลาอีกซีกครึ่งหนึ่งในการลดปริมาณสินค้าคงคลังลงกว่าจะกลับมาฟื้นตัวได้ ตัวอย่างที่เห็นได้ชัด คือ รถยนต์ที่ยอดขายได้รับผลกระทบอย่างหนักจากการเข้ามาของ EV จีนส่งผลให้สินค้าคงคลังเพิ่มสูงขึ้นมาก

- 2) กลุ่มธุรกิจหลายกลุ่มกำลังเผชิญกับปัญหาเชิงโครงสร้างสะท้อนจากดัชนีการผลิตหดตัวลงต่อเนื่องมาเป็นเวลาหลายปี ซึ่งส่งสัญญาณถึงการลดลงของความสามารถในการแข่งขันของไทยหรือการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างในภาคอุตสาหกรรม KKP Research ประเมินว่าสินค้าในกลุ่มนี้คิดเป็นมูลค่าเพิ่มทั้งหมดประมาณ 23% ของภาคการผลิตไทย ที่เห็นได้ชัด คือ การผลิตสิ่งทอ การผลิตโลหะ การผลิต Hard Disk Drive ที่มีการชะลอตัวต่อเนื่องติดต่อกันมายาวนาน ในกลุ่มนี้ แม้การผลิตอาจจะกระเตื้องขึ้นได้บ้างในระยะสั้นตามวัฏจักร แต่ก็มีแนวโน้มที่กังวลในระยะยาว
- 3) การผลิตกลุ่มปกติที่สามารถฟื้นตัวตามอุปสงค์โลกได้คิดเป็นประมาณครึ่งหนึ่งของมูลค่าเพิ่มในภาคการผลิตไทย อย่างไรก็ตามคาดว่า การฟื้นตัวจะไม่แข็งแกร่งมากนัก เนื่องจากเครื่องจักรภาคการส่งออกโลกยังอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าแนวโน้มปกติแม้จะมีสัญญาณฟื้นตัวขึ้นได้บ้างแล้วก็ตาม

รูปที่ 11 สินค้าส่วนใหญ่ในปัจจุบันมีปริมาณสินค้าคงคลังอยู่ในระดับที่สูงกว่าค่าเฉลี่ย และเป็นกลุ่มที่การผลิตมีแนวโน้มต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตเช่นกัน



ที่มา: Office of Industrial Economics, KKP Research

เหตุผลทั้งหมดนี้ทำให้แม้อุปสงค์โลกจะฟื้นตัวได้บ้างในปีนี้แต่การผลิตในภาคอุตสาหกรรมซึ่งเป็นมาตรวัดสำคัญของ GDP ไทยจะยังคงฟื้นตัวได้ช้า

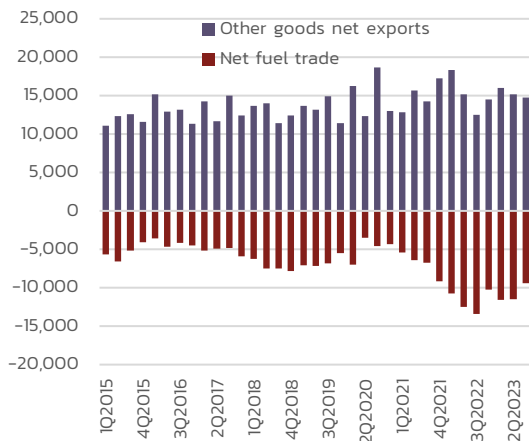
เงินบาทมีโอกาสอ่อนค่ามากกว่าเดิม

KKP Research ประเมินว่าภายใต้เงื่อนไขของเศรษฐกิจไทยในปัจจุบัน ค่าเงินบาทในระยะยาวจะเข้าใกล้จุดเปลี่ยนเป็นแนวโน้มด้านอ่อนค่า แทนแนวโน้มการแข็งค่าที่เกิดขึ้นต่อเนื่องในช่วงปี 2015-2019 โดยมี 2 เหตุผลสำคัญ คือ

- (1) KKP ประเมินดุลบัญชีเดินสะพัดปี 2024 มีแนวโน้มลดลงแม้ต้องพึ่งฟื้นตัวดีขึ้น ตั้งแต่หลังโควิด-19 มา ตลาดยังตั้งความหวังและมีความเชื่อมั่นว่าดุลบัญชีเดินสะพัดไทยจะสามารถกลับมาเกินดุลได้ในระดับใกล้เคียงกับในช่วงปี 2015-2019 ตามภาคการท่องเที่ยวที่จะกลับมาฟื้นตัวหรือนักลงทุนยังมีความเชื่อมั่นว่าค่าเงินบาทจะยังคงกลับมาแข็งค่าได้ในระยะยาว ซึ่งสะท้อนชัดเจนจากค่าเงินบาทที่ไม่ปรับตัวอ่อนค่าลงไปมากแม้ไทยจะมีส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่ใหญ่มากกับสหรัฐฯ และหลายประเทศพัฒนาแล้ว

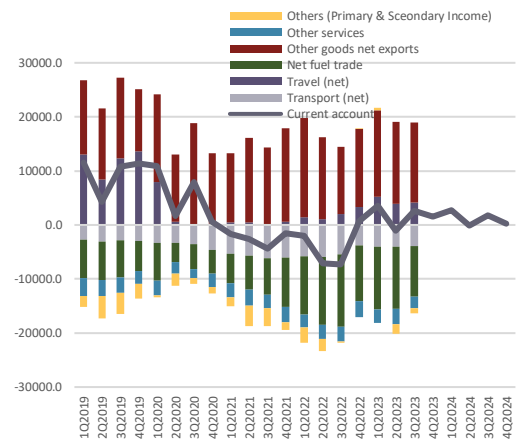
อย่างไรก็ตาม KKP Research ประเมินว่าข้อมูลที่ออกมาในระยะหลังเริ่มสะท้อนชัดเจนขึ้นเรื่อย ๆ ว่าโอกาสที่จะเห็นการฟื้นตัวของดุลบัญชีเดินสะพัดกลับไปในระดับเดิมมีน้อยลงมาก KKP Research ประเมินว่าดุลบัญชีเดินสะพัดไทยจะเกินดุลเพียงประมาณ 0.8% ของ GDP เท่านั้นในปี 2024 จากการเกินดุล 1.3% ในปี 2023 และ 8.0% ในช่วงก่อนโควิดปี 2015 -2019 โดยสาเหตุหลักในการปรับการคาดการณ์เกิดจากสองเหตุผลสำคัญ คือ (1) แม้ว่าจำนวนนักท่องเที่ยวจํากลับมามากขึ้นแต่การใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญ (2) ดุลการค้าที่คาดว่าจะเกินดุลลดลงตามราคาน้ำมันที่ยังคงค้างอยู่ในระดับสูงกว่าช่วงก่อนโควิด-19 และการพึ่งพาสินค้านำเข้าโดยเฉพาะสินค้านำเข้าจากจีนของไทยที่เพิ่มมากขึ้น

รูปที่ 12 ดุลการค้าของไทยได้รับผลกระทบจากราคาพลังงานที่ปรับตัวสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา



ที่มา: BoT, KKP Research

รูปที่ 13 ดุลบัญชีเดินสะพัดไทยปรับตัวลดลงอย่างมาก และดุลบริการยังไม่กลับมาเกินดุลแม้ท่องเที่ยวฟื้นตัว



ที่มา: BoT, KKP Research

- (2) ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยจะกว้างขึ้นในระยะยาว KKP Research ประเมินว่าประเทศไทยจะมีดุลยภาพของอัตราดอกเบี้ย (Neutral rate) ที่ต่ำกว่าระดับดอกเบี้ยในอดีตจากศักยภาพในการเติบโตที่ลดลง ซึ่งจะส่งผลให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างไทยกับต่างประเทศกว้างขึ้น ประกอบกับผลตอบแทนของตลาดหุ้นในต่างประเทศที่

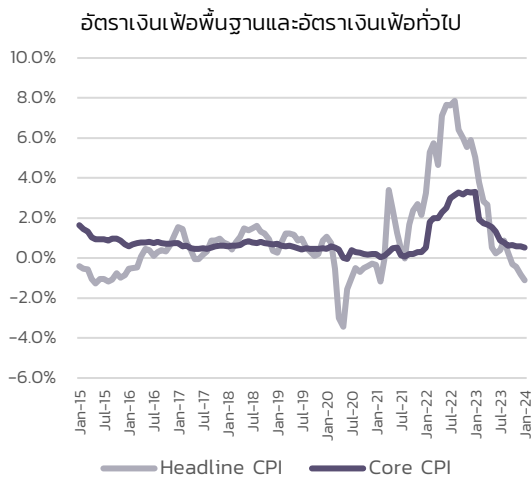
ดีกว่าในระยะยาว ที่อาจสร้างแรงกดดันต่อเงินทุนไหลออกและอาจเร่งให้นักลงทุนไทยออกไปลงทุนในประเทศมากขึ้น

การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวมีนัยต่อทั้งความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงินหากเสถียรภาพด้านต่างประเทศของไทยอ่อนแอลง การคาดการณ์ทิศทางอัตราดอกเบี้ยระยะยาวจากค่าเงินที่มีความผันผวนมากขึ้น และการปรับตัวของผู้ประกอบการไทยที่อาจท้าทายขึ้น โดยเฉพาะผู้นำเข้าที่อาจต้องแบกรับต้นทุนที่สูงขึ้น

เงินเพื่อทำ คาดแบงก์ชาติลดดอกเบี้ย 2 ครั้ง

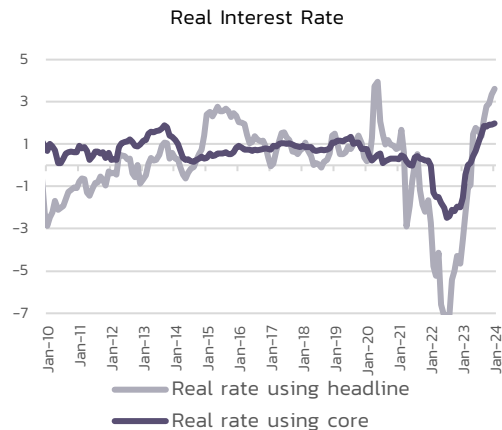
KKP Research ประเมินว่าเงินเฟ้อทั้งในปี 2024 และ 2025 จะอยู่ในระดับที่ 0.8% และ 0.9% ตามลำดับซึ่งจะเป็นระดับที่ต่ำกว่ากรอบเป้าหมายของธนาคารแห่งประเทศไทย โดยตัวเลขเงินเฟ้อที่เติบโตติดลบในระยะหลังเกิดจากราคาน้ำมันและราคาอาหารที่ปรับตัวลดลง (รูปที่ 14) และมาตรการช่วยเหลือของภาครัฐ แต่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานซึ่งไม่รวมอาหารสดและพลังงานก็อยู่ในระดับต่ำเช่นกัน KKP Research ยังคงเชื่อว่าอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่อยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องของไทยสะท้อนว่าอุปสงค์ในประเทศอาจไม่แข็งแกร่งอย่างที่คาด

รูปที่ 14 อัตราเงินเฟ้อทั่วไปของไทยพลิกเป็นติดลบ ขณะที่เงินเฟ้อพื้นฐานอยู่ในระดับต่ำ



ที่มา: MoC, KKP Research

รูปที่ 15 อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของไทยปรับตัวสูงขึ้นมากตามเงินเฟ้อที่ลดลง แม้ ธปท. จะไม่ได้ปรับลดดอกเบี้ยขึ้น



ที่มา: MoC, BoT, KKP Research

KKP Research คาดการณ์ว่าคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) จะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ย 2 ครั้งในปีนี้ และลดดอกเบี้ยอีก 1 ครั้งในปี 2025 โดยมี 3 เหตุผลสำคัญ คือ (1) ระดับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของไทยสูงกว่าที่คาดไว้ก่อนหน้านี้ จากแนวโน้มการคาดการณ์เงินเฟ้อในระยะปานกลางของที่อาจอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าที่ประเมินไว้ก่อนหน้านี้ (2) ระดับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่เหมาะสมกับการเติบโตของเศรษฐกิจอาจมีการปรับตัวลดลงตามศักยภาพการเติบโตในระยะยาว (3) แนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มต่ำกว่าที่ประเมินไว้

สถานการณ์เศรษฐกิจที่ไทยกำลังเผชิญอยู่ในปัจจุบันเป็นสถานการณ์ที่มีความท้าทายและไม่สามารถแก้ไขได้ด้วยนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจระยะสั้นเพียงอย่างเดียว เพราะการชะลอตัวของเศรษฐกิจไทยในปัจจุบันมาจากปัญหาเชิงโครงสร้างที่สั่งสมมาอย่างยาวนาน ที่เริ่มส่งผลกระทบต่อชัดเจนขึ้นในช่วงที่ผ่านมา ตอกย้ำชัดเจนว่าภาครัฐจำเป็นต้องมีการดำเนินนโยบายการคลังและนโยบายปฏิรูปเศรษฐกิจเพื่อแก้ปัญหาเศรษฐกิจจากโครงสร้าง ควบคู่กันไปกับมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจระยะสั้น