

Outlook

Quarter 2/2015

ภาพรวมเศรษฐกิจปี 2015

In focus: เจาะมาตรการอัดฉีดสภาพคล่อง
จากสหรัฐฯ สู่ญี่ปุ่นและยุโรป

Special issues:

- ความเสี่ยงนี้กรีซหมดไปหรือยัง?
- ชุมโตะ: การเจรจาค่าแรงในญี่ปุ่น
- เปิดเสรีดอกเบียเงินฟากในจีน
- Digital Economy

คณะผู้จัดทำ:

ดร.สุทธาทา อมรวิวัฒน์
ดร.ชินวุฒิ เตชานุกูล
ดร.เมธิมา ตันตะรางศา
ดร.พรพรรณ นันทรามาศ
ดร.อิทธิกร มุกิตาเจริญ

ปิยากร ชลวร
ดร.ศิวาสัย ชันระเชน:
เขมรัฐ ทรงอยู่
ธนกร ลิ้มวิทย์ธรรดา
วรดา ตันติสุนทร

ภาพรวมเศรษฐกิจไทยปี 2015

“ อีไอซีประเมินเศรษฐกิจไทยปี 2015 เติบโต 3.0% ”

เศรษฐกิจไทยในช่วงไตรมาสแรกของปี 2015 ยังอยู่ในภาวะชะลอตัว โดยการบริโภคภาคครัวเรือนยังคงถูกกดดันด้วยราคาสินค้าเกษตรที่ตกต่ำ และความเชื่อมั่นภาคเอกชนที่ได้รับผลกระทบจากความไม่แน่นอนของนโยบายภาครัฐและการเบิกจ่ายงบลงทุนที่ล่าช้า ด้านการส่งออกในปีนี้มีแนวโน้มหดตัวลงต่อเนื่องจากมูลค่าการส่งออกสินค้าที่เชื่อมโยงกับน้ำมันและสินค้าเกษตร อย่างไรก็ตาม รัฐบาลได้เริ่มมีสัญญาณการฟื้นตัวในภาคอุตสาหกรรม เห็นได้จากการเร่งกำลังการผลิตและสะสมสินค้าคงคลัง หลังจากการลดกำลังการผลิตในช่วงปี 2014

อุปสงค์ภายในประเทศ

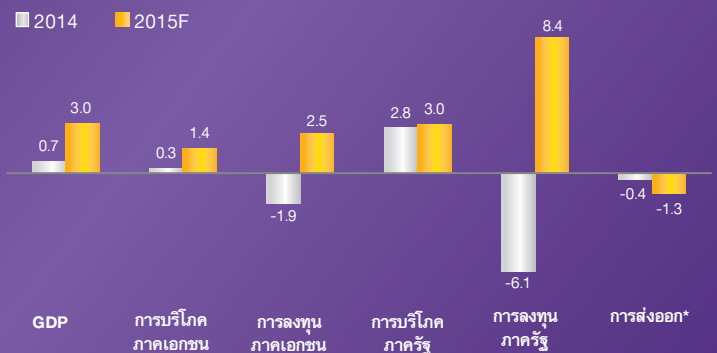
ความเชื่อมั่นภาคเอกชนยังอยู่ในระดับต่ำ เนื่องจาก

- 1 การใช้จ่ายถูกกดดันด้วยราคาสินค้าเกษตรที่ตกต่ำ และความไม่แน่นอนของนโยบายรัฐเกี่ยวกับการปฏิรูปด้านภาษี
- 2 ความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจยังไม่ฟื้นตัว ส่วนหนึ่งมาจากธุรกิจที่รอความชัดเจนของการลงทุนภาครัฐ

ทั้งนี้ การเบิกจ่ายงบลงทุนที่มีประสิทธิภาพและความชัดเจนในนโยบายการลงทุนภาครัฐจึงเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจต่อไป

ประมาณการการเติบโตของ GDP และองค์ประกอบในปี 2014 และ 2015

หน่วย: %YOY



* มูลค่าการส่งออกสินค้าในรูปดอลลาร์สหรัฐฯ

การส่งออก

อีไอซีคาดว่าส่งออกไทยในปี 2015 นี้จะหดตัว 1.3% โดยมีปัจจัยกดดัน ได้แก่

- 1 ราคาสินค้าโภคภัณฑ์โลกที่ตกต่ำส่งผลกระทบต่อภาคส่งออกสินค้าไทยที่เชื่อมโยงกับน้ำมันและสินค้าเกษตร
- 2 เศรษฐกิจของคู่ค้าสำคัญที่ชะลอตัว อย่างจีน ญี่ปุ่น และยุโรป
- 3 สินค้าไทยถูกตัดสิทธิพิเศษทางภาษี GSP จากสหภาพยุโรป
- 4 การแข็งค่าของเงินบาทเทียบกับสกุลเงินเยนและยูโร ตลอดจนสกุลเงินในอาเซียน

การท่องเที่ยว

อีไอซีคาดการณ์ว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติปีนี้ จะขยายตัว 15.4% โดยได้รับแรงสนับสนุนหลักจากปริมาณนักท่องเที่ยวจีน ในขณะที่ผลกระทบจากการประเมินของ ICAO ต่อการท่องเที่ยวในไทยอาจมีไม่มากนักเนื่องจากนักท่องเที่ยวส่วนมากใช้สายการบินของประเทศตนเอง ซึ่งทางไทยไม่ได้มีการระงับการบินเข้ามาในประเทศ

จับตา 1 การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed 2 ผลกระทบจากนโยบาย QE ของยุโรปและญี่ปุ่น

เงินบาท

ค่าเงินบาท

จะอยู่ที่ 33.5 บาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นปี 2015

อัตราดอกเบี้ยนโยบายมีแนวโน้มลดลงไปอยู่ที่ระดับ 1.25%

- ▶ ปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทยยังอ่อนแอ ในเกือบทุกด้านและมีแนวโน้มแยลง
- ▶ เงินบาทที่แข็งค่ากระทบภาคส่งออก
- ▶ ช่วยลดต้นทุนค่าใช้จ่ายด้านดอกเบี้ยให้ภาคธุรกิจ

อัตราเงินเฟ้อทั่วไปปี 2015 จะอยู่ในระดับ 0.7%

- ▶ ราคาน้ำมันในตลาดโลกที่อยู่ในระดับต่ำ
- ▶ การบริโภคในประเทศที่ชะลอตัว

เรื่องในฉบับ

ภาพรวมเศรษฐกิจไทยปี 2015	4
• ความเสี่ยงนี้สถานการณ์ของกรีซหมดไปแล้วหรือยัง?	10
• ชุนโต (Shunto) : การเจรจาต่อรอง ค่าจ้างแรงงานในช่วงฤดูใบไม้ผลิของญี่ปุ่น	13
• ผลกระทบจากการเปิดเสรี กลไกอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของจีน	16
• นโยบายดิจิทัลเพื่อเศรษฐกิจและสังคม (Digital Economy)	25
Bull - Bear: ราคาน้ำมัน	39
In focus: มาตรการอัดฉีดสภาพคล่อง จากสหรัฐฯ สู่ญี่ปุ่นและยุโรป	42
• สงครามค่าเงิน	51
• มาตรการอัดฉีดสภาพคล่องที่ผ่านมา ของธนาคารกลางสหรัฐฯ ญี่ปุ่น และยุโรป	57
Summary of main forecasts	61

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.

ภาพรวมเศรษฐกิจไทยปี 2015



อีไอซีประเมินเศรษฐกิจไทยในปี 2015 เติบโต 3.0%
เศรษฐกิจไทยในช่วง 3 เดือนแรกของปี 2015 อยู่ในภาวะชะลอตัว แม้ว่าจะมีภาคการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งเป็นปัจจัยหนุน โดยราคาน้ำมันที่ลดลงไม่ได้ช่วยกระตุ้นการใช้จ่ายภาคครัวเรือนมากนัก อีกทั้งครัวเรือนในภาคเกษตรจำนวนมากยังได้รับผลกระทบจากราคาผลผลิตที่ตกต่ำอย่างต่อเนื่อง รวมถึงยังมีปัจจัยที่กระทบต่อความเชื่อมั่นของภาคเอกชนได้แก่ ความไม่แน่นอนของนโยบายรัฐเกี่ยวกับการปฏิรูปด้านภาษี ความล่าช้าในการเบิกจ่ายงบประมาณการลงทุนของรัฐที่ทำให้ได้เพียง 27.8% ในครึ่งปีแรกของปีงบประมาณ ด้วยปัจจัยดังกล่าว อีไอซีจึงได้ปรับลดประมาณการการขยายตัวของภาคธุรกิจ และการลงทุนภาคเอกชนในปีนี้ลงเหลือ 1.4% และ 2.5% ตามลำดับ นอกจากนี้ การลดลงของมูลค่าสินค้าส่งออกสำหรับสินค้าที่เชื่อมโยงกับน้ำมันดิบอย่างน้ำมันสำเร็จรูป เคมีภัณฑ์ และพลาสติกในช่วงที่ผ่านมาทำให้อีไอซีได้ปรับลดประมาณการมูลค่าการส่งออกสินค้าไทยว่าจะหดตัว 1.3% สำหรับในระยะต่อไปปัจจัยภายนอกที่น่าจับตามองคือการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ที่คาดว่าจะเกิดขึ้นราวไตรมาส 3 ของปีนี้ ซึ่งจะเป็นการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกในรอบ 8 ปี อีไอซีประเมินว่าจะส่งผลให้เงินดอลลาร์สหรัฐฯมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับทุกสกุลเงินทั่วโลก และประเมินว่าเงินบาทจะอ่อนค่าไปอยู่ที่ระดับ 33.5 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในปลายปีนี้ ด้านนโยบายการเงินของไทย อีไอซีคาดว่าจะมีโอกาสสูงที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะปรับลดดอกเบี้ยนโยบายลงไปที่ 1.25% เพื่อช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจและไม่ให้เงินบาทแข็งค่าขึ้นอีกโดยเฉพาะเมื่อเทียบกับสกุลเงินอื่นในภูมิภาคเนื่องจากการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดที่จะสูงมากในปีนี้

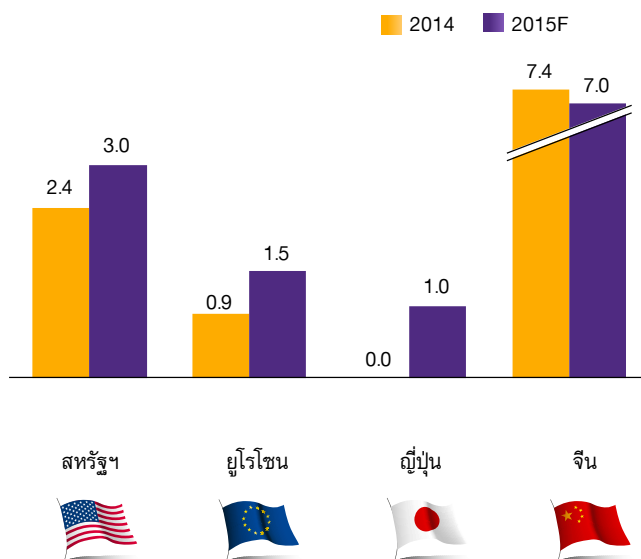
เศรษฐกิจโลกในปี 2015

เศรษฐกิจโลกปีนี้จะยังฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยมีการดำเนินนโยบายทางการเงินที่สวนทางกันในแต่ละภูมิภาคของโลกเป็นปัจจัยสำคัญ เศรษฐกิจสหรัฐฯ ในช่วงต้นปีที่ผ่านมาการใช้จ่ายภาคครัวเรือนและการผลิตชะลอตัวลงเล็กน้อย แต่ตลาดแรงงานยังคงฟื้นตัวอย่างเข้มแข็ง ทำให้อิโอสที่ยังคงเชื่อว่า Fed จะเริ่มขึ้นอัตราดอกเบี้ยในครึ่งหลังของปี ด้านเศรษฐกิจยุโรปมีการฟื้นตัวดีขึ้น แต่ยังคงเผชิญกับความเสี่ยงต่อการเกิดภาวะเงินฝืด ซึ่งส่วนหนึ่งมาจากราคาน้ำมันดิบโลกที่ยังทรงตัวในระดับต่ำตั้งแต่ปลายปี 2014 การเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลของธนาคารกลางยุโรปที่เริ่มในเดือนมีนาคมจะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจในปีนี้ได้ราว 1.5% โอกาสการเกิดภาวะเงินฝืดและการใช้นโยบายผ่อนคลายทางการเงินของเศรษฐกิจขนาดใหญ่อย่างยุโรปและญี่ปุ่นจะส่งผลต่อเนื่องไปถึงประเทศคู่ค้าต่างๆ ผ่านทางค่าเงินและความสามารถในการแข่งขันของภาคการส่งออก (อ่านเพิ่มเติมที่ In Focus: เจาะมาตรการอัดฉีดสภาพคล่องจากสหรัฐฯ ญี่ปุ่นและยุโรป) โดยภายใน 3 เดือนแรกของปี 2015 ธนาคารกลางทั่วโลกกว่า 20 แห่งต่างก็ดำเนินนโยบายไปในทิศทางผ่อนคลายสวนทางกับแนวโน้มของสหรัฐฯ ด้านภูมิภาคเอเชีย เศรษฐกิจญี่ปุ่นเริ่มหลุดพ้นจากสภาวะถดถอยทางเทคนิคแล้ว ส่วนหนึ่งยังได้รับอานิสงส์จากค่าเงินเยนที่อ่อนลงทำให้ภาคการส่งออกฟื้นตัวได้ดีขึ้น ในระยะต่อไปจึงต้องจับตาดูการส่งผ่านกำไรจากภาคธุรกิจไปสู่ภาคครัวเรือนเพื่อกระตุ้นการบริโภคภายในประเทศที่ยังซบเซา ส่วนเศรษฐกิจจีนได้มีการปรับลดเป้าหมายการเติบโตเศรษฐกิจปีนี้ลงมาที่ประมาณ 7% อีกทั้งยังคงดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายต่อเนื่องเพื่อช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจที่ชะลอตัว

1 เศรษฐกิจโลกเติบโตดีกว่าปีก่อนแต่มีแนวโน้มขยายตัวได้ต่ำกว่าที่ประเมินไว้เดิม

ประมาณการการเติบโตของเศรษฐกิจปี 2015

หน่วย: %YOY



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

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ในไตรมาสแรกมีแนวโน้มชะลอตัวจากไตรมาสก่อน การใช้จ่ายของครัวเรือนหดตัวเหนือความคาดหมายในช่วง 2 เดือนแรกของปี 2015 โดยยอดค้าปลีกหดตัวลง 0.6% ในเดือนกุมภาพันธ์เมื่อเทียบกับเดือนก่อน และเป็นการหดตัว 3 เดือนติดต่อกัน ทั้งๆ ที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคยังอยู่ในระดับสูงสุดในรอบเกือบ 8 ปี ที่ระดับ 95.9 (รูปที่ 3) โดยสาเหตุหนึ่งคือสภาพอากาศหนาวเย็นซึ่งเป็นอุปสรรคต่อการออกมาจับจ่ายใช้สอย ส่วนภาคการผลิตก็ชะลอตัวเช่นเดียวกัน โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (ISM manufacturing) ซึ่งแสดงถึงแนวโน้มการผลิตภาคอุตสาหกรรมในไตรมาสแรกลดลงเหลือ 52.6 จากระดับ 56.9 ในไตรมาสก่อน จากกรณีพิพาทบริเวณท่าเรือชายฝั่งตะวันตกของสหรัฐฯ ซึ่งเป็นอุปสรรคต่อการค้าระหว่างประเทศรวมถึงการขนส่งสินค้าที่เป็นห่วงโซ่การผลิตเช่นเดียวกัน

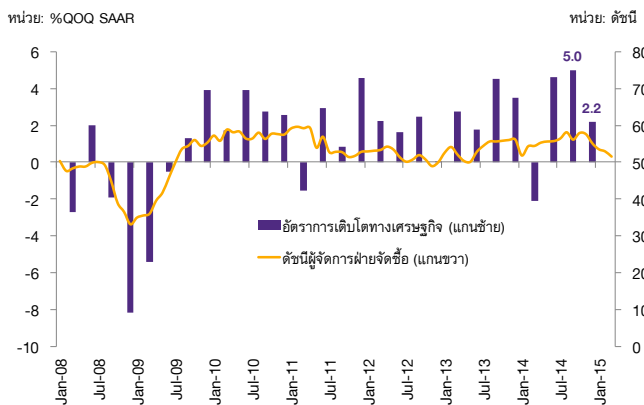
ตลาดแรงงานยังมีทิศทางขยายตัว แม้การจ้างงานในเดือนมีนาคมจะนำผิดหวัง ตลาดแรงงานนอกภาคการเกษตรสหรัฐฯ สามารถสร้างงานได้มากกว่า 2 แสนคนติดต่อกันถึง 12 เดือน จนถึงเดือนกุมภาพันธ์ 2015 ซึ่งยาวนานที่สุดในรอบทศวรรษที่ผ่านมา แต่ในเดือนมีนาคมการจ้างงานเพิ่มขึ้นเพียง 126,000 คน ต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ค่อนข้างมาก โดยอีไอเอ็มมองว่าเป็นเพียงปัจจัยชั่วคราว และตลาดแรงงานยังคงมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่องในระยะข้างหน้า อัตราการว่างงานของสหรัฐฯ ในเดือนเดียวกันคงอยู่ที่ระดับ 5.5% (รูปที่ 4) ซึ่งใกล้เคียงกับระดับอัตราการว่างงานในระยะยาว (natural rate of unemployment) ที่ Fed ได้ประเมินไว้ที่ระดับ 5.0-5.2% นอกจากนี้ อัตราการลาออกจากงาน (quit rate) ซึ่งเป็นหนึ่งในตัวชี้วัดที่ Fed ติดตาม ก็เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 2.0% ของการจ้างงาน (รูปที่ 5) ใกล้เคียงกับระดับก่อนเกิดวิกฤตการเงินปี 2008 สะท้อนว่าแรงงานมีความเชื่อมั่นที่ดีขึ้นว่าจะสามารถหางานใหม่ได้หลังจากที่ลาออกจากงาน ทั้งนี้ สิ่งที่ยังต้องติดตามคือ ค่าจ้างแรงงานที่ยังเติบโตช้าราว 2.0% ต่อปี ในปัจจุบันยังต่ำกว่าอัตราการเติบโตก่อนวิกฤตที่ระดับ 3.0-3.5% ต่อปีก่อนช่วงมาก (รูปที่ 6) ซึ่งเป็นอีกปัจจัยนอกเหนือจากราคาน้ำมันที่ทำให้อัตราเงินเฟ้อยังไม่แรงขึ้น และเป็นส่วนสำคัญในการพิจารณาขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed เช่นกัน

โดยรวมแล้ว เศรษฐกิจสหรัฐฯ อาจขยายตัวต่ำกว่าที่คาดไว้เล็กน้อย เนื่องจากในไตรมาสแรก เศรษฐกิจสหรัฐฯ ได้รับผลกระทบจากปัจจัยชั่วคราวต่างๆ รวมไปถึงค่าเงินดอลลาร์ที่แข็งค่าขึ้นจนส่งผลกระทบต่อภาคธุรกิจส่งออก อย่างไรก็ตามเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีปัจจัยพื้นฐานที่สนับสนุนการใช้ภาคครัวเรือน เช่น การจ้างงานและความเชื่อมั่นผู้บริโภคซึ่งยังคงแข็งแกร่ง สามารถสนับสนุนการบริโภคได้อย่างต่อเนื่องหลังจากที่ปัจจัยจุดรั้งชั่วคราวต่างๆ ล้นสุดลง เห็นได้จากยอดค้าปลีกในเดือนมีนาคมกลับมาขยายตัวได้ถึง 0.9% เมื่อเทียบกับเดือนก่อน โดยเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มขยายตัวได้ 3.0% ในปีนี้ ลดลงเล็กน้อยจากเดิมที่คาดว่าจะเติบโตได้ 3.5%

Fed เปิดช่องทางการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย โดยอีไอเอ็มคาดว่า จะเริ่มปรับขึ้นอย่างรวดเร็วที่สุดในเดือนกันยายน 2015 Fed ได้ยกเลิกการส่งสัญญาณว่าจะอดทนรอ (patient) ในการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย และเปลี่ยนเป็นสัญญาณว่าจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยหากมีความมั่นใจในระดับหนึ่ง (reasonably confident) ว่าอัตราเงินเฟ้อปรับตัวเข้าหาเป้าหมายที่ 2% และตลาดแรงงานปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม Fed ได้ปรับประมาณการอัตราเงินเฟ้อในปี 2015 ไปอยู่ที่ 0.6-0.8% จากเดิมที่ประมาณการไว้ที่ 1.3% และอัตราการว่างงานไปอยู่ที่ระดับ 5.0% ณ สิ้นปี 2015 รวมทั้งประเมินระดับอัตราการว่างงานระยะยาวลดลงมาอยู่ที่ระดับ 5.0-5.2% จากเดิมที่เคยประเมินไว้ที่ 5.2-5.5% หมายความว่า จะสามารถคงอัตราดอกเบี้ยต่อไปได้นานขึ้น トラบไคที่อัตราการว่างงานยังอยู่สูงกว่าอัตราการว่างงานระยะยาว โดยล่าสุด คำมีธยฐานของประมาณการอัตราดอกเบี้ยโดยคณะกรรมการนโยบายการเงิน (FOMC) ณ สิ้นปี 2015 อยู่ที่ 0.625% ลดลงจากในเดือนธันวาคมที่ 1.125% นั่นหมายความว่า การขึ้นอัตราดอกเบี้ยอาจช้ากว่าที่คาดไว้เดิม (รูปที่ 7) ตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตรของสหรัฐฯ ในเดือนมีนาคมซึ่งต่ำกว่าที่คาด ประกอบกับการที่ผู้ว่าการ Fed สาขา นิวยอร์ก หนึ่งในสมาชิก FOMC ยอมรับว่าการแข็งค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นอุปสรรคต่อการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ น่าจะทำให้ Fed ยังไม่รีบปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย ดังนั้น อีไอเอ็มจึงคาดว่า Fed จะเริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างรวดเร็วที่สุดในการประชุม FOMC เดือนกันยายน ปี 2015 ซึ่งเป็นเดือนที่มีการแถลงประมาณการเศรษฐกิจในไตรมาส 3

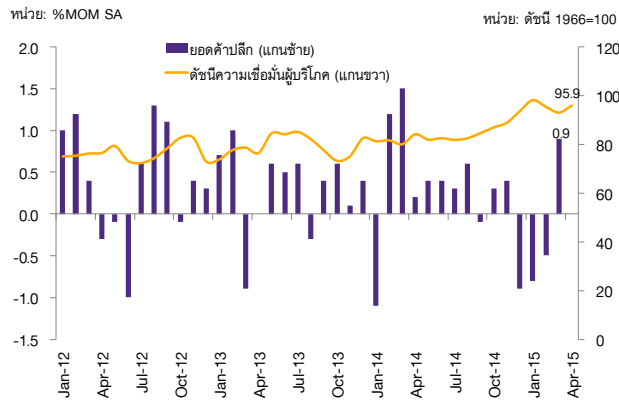
2 เศรษฐกิจสหรัฐฯ เบลอลงเล็กน้อย ไตรมาส 4 ปี 2014 ต่อเนื่องถึงไตรมาส 1 ปี 2015

อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (Real GDP) และดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (ISM Manufacturing)



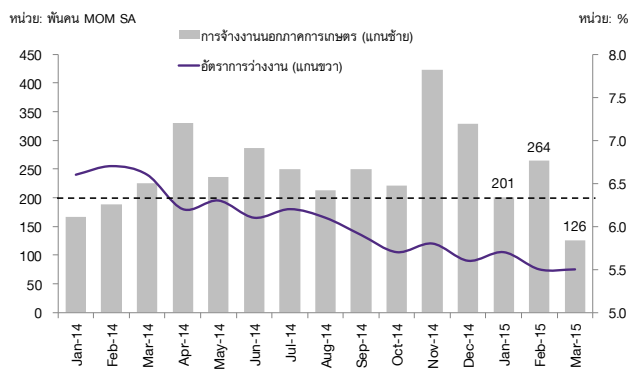
3 การใช้ขายของครัวเรือนหดตัวเหนือความคาดหมาย ในช่วงไตรมาสแรกของปี 2015

ยอดค้าปลีกในประเทศและดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (U. of Michigan Sentiment Index)



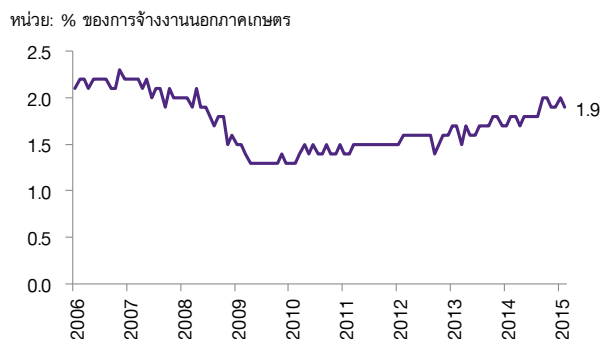
4 การจ้างงานนอกภาคเกษตรเพิ่มขึ้นเกิน 2 แสนคนติดต่อกัน 12 เดือน

การเปลี่ยนแปลงของการจ้างงานนอกภาคการเกษตร และอัตราการว่างงาน



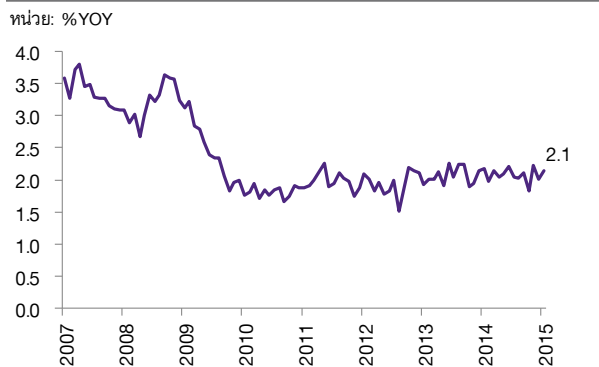
5 อัตราการลาออกจากงานใกล้เคียงกับระดับก่อนเกิดวิกฤตการเงินปี 2008

อัตราการลาออกจากงาน



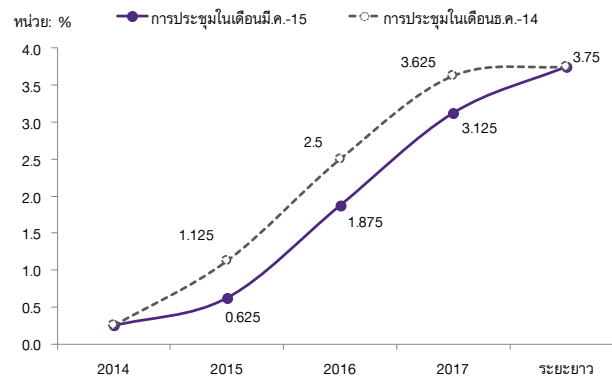
6 ค่าจ้างแรงงานยังเติบโตช้า ที่ราว 2.0% ต่อปี

ค่าจ้างแรงงานเฉลี่ยต่อชั่วโมง



7 Fed มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยช้ากว่าที่คาดไว้ดี

คำมัญฐานของการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ย Fed funds rate โดยคณะกรรมการ FOMC



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ CEIC, Bloomberg, The Federal Reserve and Federal Reserve Economic Data

เศรษฐกิจยูโรโซน

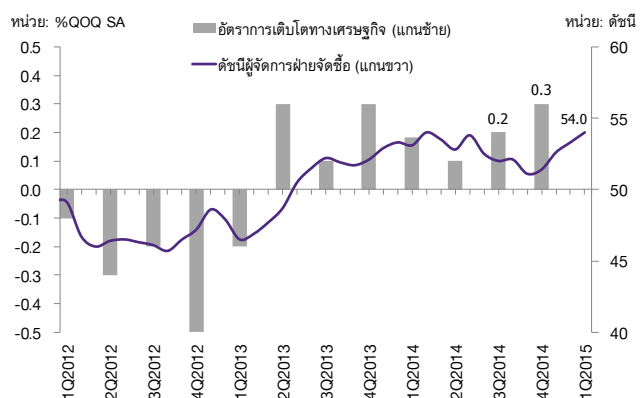
เศรษฐกิจยูโรโซนฟื้นตัวดีกว่าที่คาดในไตรมาส 4 ปี 2014 ต่อเนื่องถึงไตรมาส 1 ปี 2015 เศรษฐกิจยูโรโซนได้รับอานิสงส์จากเศรษฐกิจเยอรมนีและสเปนที่ฟื้นตัวได้ดีกว่าที่คาด โดยขยายตัวสูงถึง 0.7% QOQ SA ในไตรมาส 4 ที่ผ่านมา (รูปที่ 9) หลังจากที่ใช้จ่ายภาคครัวเรือนเติบโตได้สูงขึ้น โดยเฉพาะสเปนที่ยอดค้าปลีกในเดือนธันวาคมเติบโตสูงถึง 6.5% เทียบกับเดือนเดียวกันของปีก่อน ในขณะที่การเติบโตของเศรษฐกิจฝรั่งเศสและอิตาลีที่มีขนาดใหญ่เป็นอันดับสองและสามของยูโรโซนยังน่าผิดหวัง โดยเศรษฐกิจฝรั่งเศสขยายตัวได้เพียง 0.1% ส่วนเศรษฐกิจอิตาลีไม่ขยายตัว อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจยูโรโซนในภาพรวมปรับตัวดีขึ้น โดยมีปัจจัยสำคัญจากราคาน้ำมันที่ตกต่ำซึ่งช่วยให้ภาคครัวเรือนมีค่าใช้จ่ายลดลงและใช้จ่ายบริโภคมากขึ้น รวมถึงค่าเงินยูโรที่อ่อนค่าลงไปกว่า 6% ในไตรมาส 4 เทียบกับไตรมาส 3 ซึ่งช่วยสนับสนุนภาคการส่งออกของยูโรโซนเช่นกัน ทั้งนี้ ตัวเลขเศรษฐกิจของยูโรโซนส่วนใหญ่มีทิศทางที่ดีขึ้นโดยอัตราการว่างงานปรับลดลงเหลือ 11.3% ในเดือนกุมภาพันธ์ต่ำที่สุดนับตั้งแต่เดือนพฤษภาคม 2012 (รูปที่ 10) ดัชนีความเชื่อมั่นเศรษฐกิจดีขึ้นจาก 100.7 ในไตรมาส 4 ปี 2014 มาอยู่ที่ 103.9 ในเดือนมีนาคม 2015 (รูปที่ 11) ภาคการผลิตและบริการเริ่มขยายตัวเร่งขึ้น ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ เพิ่มขึ้นจาก 51.5 ในไตรมาส 4 เป็น 54.0 ในเดือนมีนาคม ซึ่งสูงที่สุดในรอบเกือบ 4 ปี และสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์เริ่มมีสัญญาณฟื้นตัว โดยขยายตัวได้ 1.0% YOY ในเดือนกุมภาพันธ์ จากการปล่อยสินเชื่อแก่ภาครัฐและสถาบันการเงินอื่นๆ ที่เติบโตสูง ขณะที่สินเชื่อครัวเรือนและธุรกิจที่เป็นสัดส่วนหลักถึง 80% ก็ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่ยังคงตัวเล็กน้อยที่ 0.1% และ 0.8% ตามลำดับ (รูปที่ 12)

ด้วยปัจจัยบวกที่เพิ่มขึ้น โออีซีจึงคาดว่าเศรษฐกิจยูโรโซนในปีนี้จะเติบโต 1.5% จากเดิมที่คาดไว้ 1.2% โดยมาตรการอัดฉีดสภาพคล่องของธนาคารกลางยูโรโซน (ECB) จะเป็นส่วนสำคัญในการกระตุ้นเศรษฐกิจและเพิ่มอัตราเงินเฟ้อ ECB ได้เริ่มดำเนินมาตรการซื้อพันธบัตรรัฐบาลและหุ้นกู้ภาคเอกชน (Quantitative Easing) มูลค่า 60 พันล้านยูโรต่อเดือน ตั้งแต่วันที่ 9 มีนาคม เป็นต้นมา โดยมาตรการนี้จะดำเนินไปอย่างน้อยถึงเดือนกันยายน 2016 รวมมูลค่าการซื้อสินทรัพย์ทั้งสิ้นราว 1.1 ล้านล้านยูโร แต่หากในขณะนั้นอัตราเงินเฟ้อยังต่ำกว่าเป้าหมายที่ 2% อย่างมีนัยสำคัญ การซื้อสินทรัพย์ก็จะดำเนินต่อไปจนกว่าอัตราเงินเฟ้อจะเพิ่มขึ้นถึงเป้าหมาย ทั้งนี้ ภาวะการเงินที่ผ่อนคลายมากขึ้นจากการอัดฉีดสภาพคล่องของ ECB จะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวได้ในภาวะที่ความเชื่อมั่นและการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์เริ่มฟื้นตัว โดยเศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มจะเติบโตได้ 1.5% ในปีนี้ ขณะที่อัตราเงินเฟ้อน่าจะยังอยู่ในระดับต่ำราว 0.0%

ความเสี่ยงที่สำคัญคือ การเกิดภาวะเงินฝืดและสถานการณ์ของกรีซ อัตราเงินเฟ้อของยูโรโซนติดลบเป็นครั้งแรกในรอบ 6 ปี เริ่มตั้งแต่เดือนธันวาคม 2014 ต่อเนื่องถึงเดือนมีนาคม 2015 ที่ระดับ -0.1% ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากราคาน้ำมันที่ลดลง ขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (ไม่รวมราคาพลังงานและอาหารสด) อยู่ 0.6% ในเดือนเดียวกัน หมายความว่าราคาสินค้าและบริการอื่นๆ ที่ไม่ใช่ น้ำมันยังเพิ่มขึ้นจากปีก่อนหน้า จึงยังไม่ถือว่าเข้าสู่ภาวะเงินฝืด อย่างไรก็ตาม อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานปัจจุบันอยู่ในระดับต่ำที่สุดเป็นประวัติการณ์ซึ่งเสี่ยงต่อการเกิดวงจรภาวะเงินฝืดหากภาคครัวเรือนชะลอการใช้จ่ายตามราคาสินค้าที่ทยอยปรับตัวลดลง นอกจากนี้ สถานการณ์ของกรีซก็เป็นอีกปัจจัยเสี่ยงหนึ่งที่จะส่งผลกระทบต่อตลาดการเงินและความเชื่อมั่นเศรษฐกิจได้ในปีี้ (ดูรายละเอียดเพิ่มเติมใน Box: ความเสี่ยงหนี้สาธารณะของกรีซหมดไปแล้วหรือยัง?)

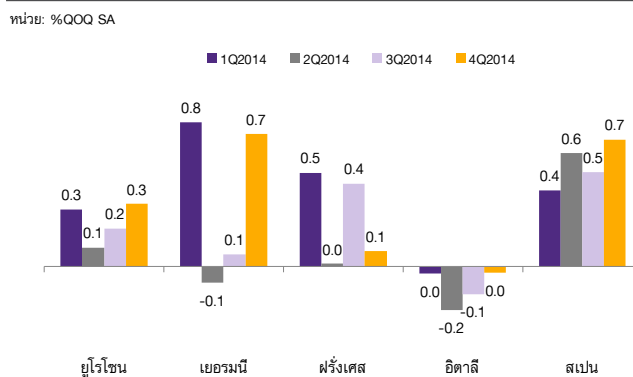
8 เศรษฐกิจยูโรโซนฟื้นตัวดีกว่าที่คาดในไตรมาส 4 ปี 2014 ต่อเนื่องถึงไตรมาส 1 ปี 2015

อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (Real GDP) และดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI)



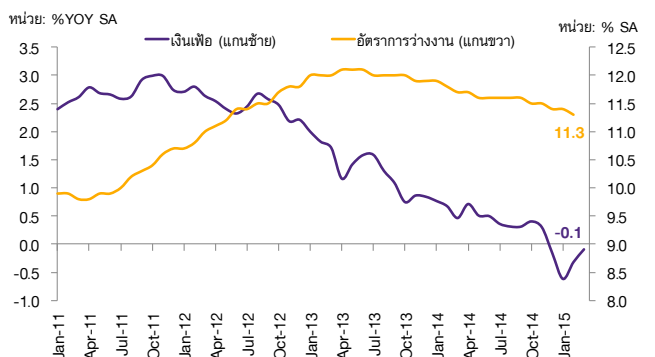
9 เศรษฐกิจเยอรมนีและสเปนฟื้นตัวได้ดีกว่าที่คาด

อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (Real GDP) ของประเทศในยูโรโซน



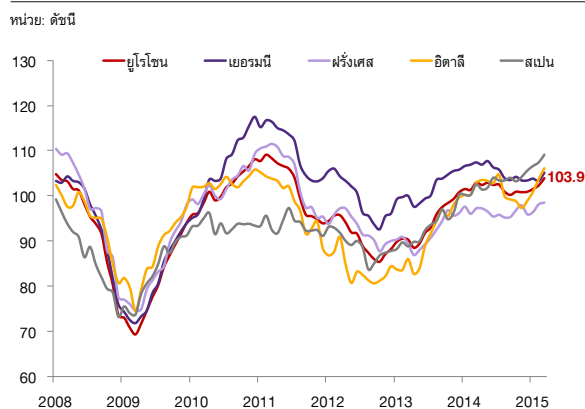
10 อัตราการว่างงานปรับลดลงเหลือ 11.3% ในเดือนมกราคม ต่ำที่สุดตั้งแต่เดือนเมษายน 2012

อัตราเงินเฟ้อ และอัตราการว่างงานในยูโรโซน



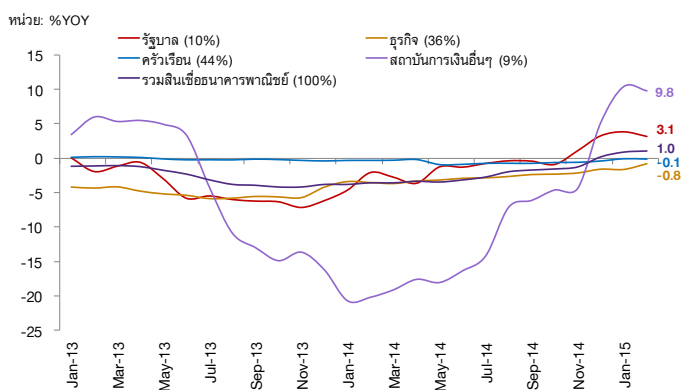
11 ดัชนีความเชื่อมั่นเศรษฐกิจดีขึ้นจาก 100.7 ในไตรมาส 4 ปี 2014 เป็น 103.9 ในเดือนมีนาคม

ดัชนีความเชื่อมั่นเศรษฐกิจ



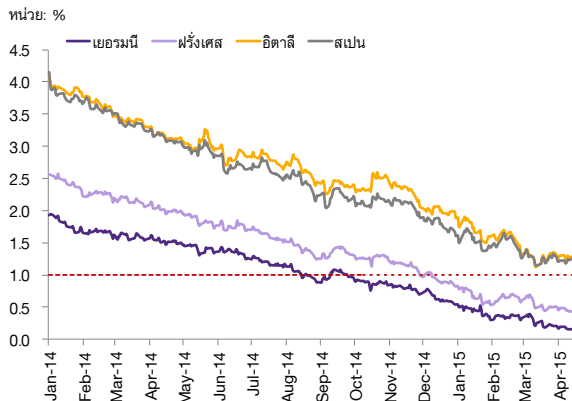
12 สินเชื่อของธนาคารพาณิชย์เริ่มมีสัญญาณฟื้นตัว

อัตราการเติบโตของสินเชื่อภาคธนาคารพาณิชย์แบ่งตามประเภทลูกหนี้



13 ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของประเทศยูโรโซนลดลงอย่างต่อเนื่อง

ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ของประเทศในยูโรโซน



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Eurostat, CEIC และ Bloomberg

BOX: ความเสี่ยงหนี้สาธารณะของกรีซหมดไปแล้วหรือยัง?

การขยายระยะเวลาการให้เงินช่วยเหลือกรีซในช่วงสิ้นเดือนกุมภาพันธ์ช่วยแก้ปัญหาได้เพียงระยะสั้น แม้ว่าในเดือนกุมภาพันธ์ที่ผ่านมา กรีซจะสามารถต่อรองกับเจ้าหนี้กลุ่มยูโรโซนจนขอขยายเวลาการให้เงินช่วยเหลือต่อไปได้อีก 4 เดือน ไปสิ้นสุดในเดือนมิถุนายนจากเดิมที่จะหมดอายุในเดือนกุมภาพันธ์ โดยต้องแลกกับมาตรการปฏิรูปทางเศรษฐกิจที่กรีซจะต้องดำเนินการให้บรรลุผลสำเร็จ ประกอบด้วย การทบทวนรายรับทั้งหมดของรัฐบาล การตัดค่าใช้จ่ายบางส่วนที่ไม่ใช่เงินเดือนและบำนาญซึ่งมีสัดส่วนถึง 56% ของรายจ่ายภาครัฐ การแก้ปัญหาคอร์รัปชัน และการเลี้ยงภาษีเพื่อเพิ่มรายรับ ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงที่กรีซจะผิดนัดชำระหนี้ในระยะสั้นลงได้ อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงต่อการขาดสภาพคล่องของกรีซก็ยังคงอยู่ เนื่องจากกรีซจะได้รับเงินช่วยเหลือที่ยังเหลืออยู่ราว 7.2 พันล้านยูโรจากยูโรโซนก็ต่อเมื่อสามารถดำเนินการตามแผนปฏิรูปที่กำหนดไว้เท่านั้น ในขณะที่กรีซมีหนี้ที่จะกำหนดชำระหนี้ระหว่างเดือนเมษายนถึงเดือนมิถุนายนสูงถึงราว 9.2 พันล้านยูโร (รูปที่ 14) ดังนั้น กรีซจึงจำเป็นต้องเร่งออกกฎหมายปฏิรูปเศรษฐกิจตามแผนอย่างเร่งด่วนเพื่อนำเงินมาชำระหนี้ดังกล่าว

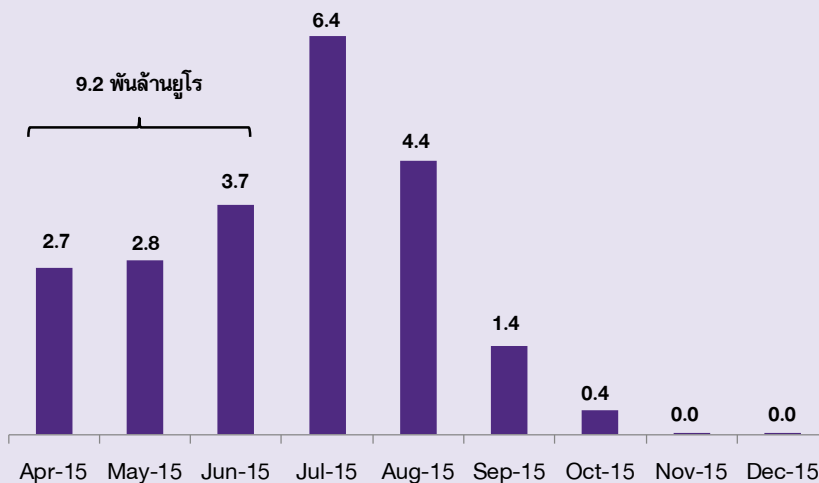
จับตาการเจรจาระหว่างกรีซและเจ้าหนี้กลุ่มยูโรโซนเพื่อขอวงเงินช่วยเหลือรอบใหม่ในเดือนมิถุนายน หลังจากที่มาตรการช่วยเหลือรอบปัจจุบันจะสิ้นสุดลงในเดือนมิถุนายน กรีซจะต้องเจรจากับกลุ่มยูโรโซนอีกครั้ง การเจรจาครั้งนี้จะมีความท้าทายมากขึ้น เนื่องจากรัฐบาลกรีซจะต้องขอเงินช่วยเหลือจากยูโรโซนจำนวน 10.8 พันล้านยูโร เพื่อชำระหนี้ที่จะครบกำหนดในเดือนกรกฎาคมและสิงหาคม ขณะที่จุดยืนของรัฐบาลกรีซคือ ไม่ต้องการรัดเข็มขัดทางการคลังเพื่อแลกกับเงินช่วยเหลือ ซึ่งอาจทำให้การเจรจาไม่บรรลุผลโดยง่าย

อย่างไรก็ตาม กรีซมีแนวโน้มยอมทำตามข้อตกลงของกลุ่มยูโรโซน จากผลการเจรจาในเดือนกุมภาพันธ์ที่ผ่านมา กรีซพบว่าการเจรจาให้สามารถบรรลุข้อตกลงโดยไม่ต้องปฏิรูปเศรษฐกิจนั้นไม่ใช่เรื่องง่าย ดังนั้น การเจรจาครั้งต่อไปจึงมีแนวโน้มที่กรีซจะยอมทำตามข้อตกลงของกลุ่มยูโรโซนเพื่อแลกกับเงินช่วยเหลือเช่นเดิม ทั้งนี้ เนื่องจากกรีซไม่ต้องการแยกตัวออกจากกลุ่มยูโรโซน เพราะเกรงว่าเศรษฐกิจจะได้รับผลกระทบจากต้นทุนการกู้ยืมเงินที่สูงขึ้นจากการผิดนัดชำระหนี้ อีกทั้งหนี้สาธารณะที่อยู่ในรูปเงินยูโรก็จะเพิ่มสูงขึ้นไปอีกหากต้องกลับมาใช้สกุลเงินของตัวเอง ดังนั้น ตลาดการเงินจึงอาจจะมีแนวโน้มผันผวนในช่วงเวลาที่มีความไม่แน่นอนในการเจรจา แต่ผลกระทบที่จะเกิดขึ้นกับประเทศไทยน่าจะมีเพียงเล็กน้อยเนื่องจากความผันผวนดังกล่าวเป็นความผันผวนในระยะสั้นเท่านั้น

14 กรีซมีหนี้ที่จะกำหนดชำระในระหว่างเดือนมีนาคมถึงเดือนมิถุนายนสูงถึงราว 9.2 พันล้านยูโร

ภาระหนี้สินของกรีซที่ต้องชำระคืน (รวมดอกเบี้ย)

หน่วย: พันล้านยูโร



เศรษฐกิจญี่ปุ่น

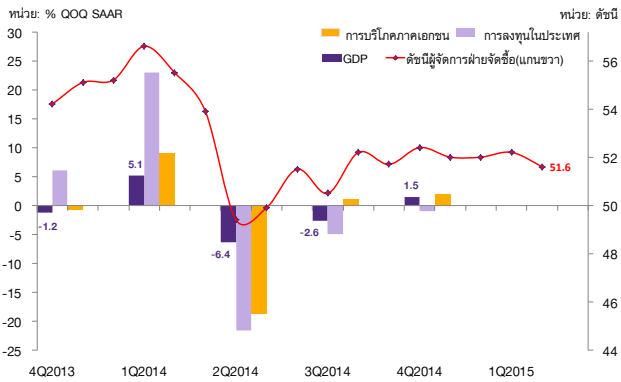
เศรษฐกิจญี่ปุ่นตลอดปี 2014 หดตัวเล็กน้อย แสดงให้เห็นว่าไตรมาส 4 ยังฟื้นตัวได้ช้ากว่าที่คาด ภาพรวมเศรษฐกิจญี่ปุ่นตลอดทั้งปี 2014 นั้นหดตัวลง 0.03% โดยมีสาเหตุหลักจากการขึ้นภาษีการค้าจาก 5% เป็น 8% ซึ่งส่งผลกระทบต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจภายในประเทศ และกระตุ้นให้การบริโภคภาคเอกชนทั้งปีหดตัวเฉลี่ยถึง 1.2% พร้อมกับการลงทุนในประเทศที่หดตัวถึง 5.2% นอกจากนี้ ถึงแม้จีดีพีไตรมาส 4 ของญี่ปุ่นจะเติบโตได้ 1.5% QOQ SAAR และถือว่าหลุดพ้นจากสภาวะถดถอยทางเทคนิคได้แล้วก็ตาม แต่ก็ยังคงเป็นตัวเลขที่น่าผิดหวังและฟื้นตัวได้ต่ำกว่าที่คาด (รูปที่ 15) เนื่องจากการบริโภคภาคครัวเรือนฟื้นตัวจากไตรมาส 3 ได้เพียง 1.9% QOQ SAAR ในขณะที่การลงทุนโดยรวมยังหดตัวต่อจากไตรมาส 3 อยู่ 1% QOQ SAAR แสดงให้เห็นว่าเม็ดเงินอัดฉีดของธนาคารกลางญี่ปุ่นนั้นยังใช้งานได้ไม่ดีเท่าที่ควรในช่วงท้ายของปี 2014

เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังคงต้องพึ่งพาการอ่อนค่าของเงินเยนเป็นตัวขับเคลื่อนหลักในการฟื้นฟูเศรษฐกิจ การส่งออกของญี่ปุ่นได้รับประโยชน์จากการอ่อนค่าของเงินเยนอย่างเห็นได้ชัดในช่วงเดือนธันวาคม 2014 และเดือนมกราคม 2015 (รูปที่ 16) โดยตัวเลขดัชนีปริมาณการส่งออก (Export Quantum Index) ของญี่ปุ่นในช่วงสองเดือนดังกล่าวเติบโตได้เฉลี่ยถึง 7.5% YOY จากทั้งอันานิสงส์ของเงินเยนที่อ่อนค่าและคำสั่งซื้อสินค้าจากจีนก่อนช่วงเทศกาลตรุษจีน หากมองมูลค่าการส่งออกในรูปเงินเยนในช่วงเวลาเดียวกันนั้น พบว่าเติบโตได้ถึง 14.9% YOY ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าผู้ประกอบการธุรกิจส่งออกและธุรกิจที่มีเงินได้จากต่างประเทศต่างก็ได้รับผลประโยชน์อย่างมหาศาลจากเงินเยนที่อ่อนค่าลงกว่า 18% หลังการขยายมาตรการผ่อนคลายทางการเงิน (QQE) ของธนาคารกลางญี่ปุ่นครั้งล่าสุดเมื่อเดือนพฤศจิกายน 2014 ทั้งนี้ อีไอเอ็มมองว่ามาตรการอัดฉีดเม็ดเงินของธนาคารกลางญี่ปุ่นจะยังคงดำเนินต่อไปเรื่อยๆ จนกว่าเศรษฐกิจญี่ปุ่นจะมีสัญญาณฟื้นตัวที่แน่ชัด การส่งออกจึงจะยังเป็นปัจจัยบวกต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นในระยะต่อไป

การฟื้นตัวของการลงทุนภาคเอกชนเริ่มมีสัญญาณดีขึ้น ตัวเลขการลงทุนจากฝั่งภาคเอกชนแสดงสัญญาณที่ดีขึ้นอย่างชัดเจน โดยเป็นผลมาจากมูลค่าการส่งออกที่ดีขึ้น ไม่ว่าจะเป็นคำสั่งซื้อเครื่องจักรที่ยังคงแนวโน้มการเติบโตต่อเนื่องมาตั้งแต่ช่วงปลายปี 2014 หรือผลผลิตภาคอุตสาหกรรมเดือนธันวาคม 2014 และมกราคม 2015 ที่กลับมาเติบโตได้ 0.8% MOM SA และ 3.8% MOM SA ตามลำดับ (รูปที่ 18) อย่างไรก็ตาม การใช้จ่ายของผู้บริโภคยังคงมีสัญญาณการฟื้นตัวที่อ่อนแอทั้งจากดัชนียอดขายปลีกที่ยังหดตัว 1.9% MOM SA และตัวเลขค่าใช้จ่ายของผู้บริโภคที่หดตัวลง 1.2% MOM SA ในเดือนมกราคมที่ผ่านมา ทั้งนี้ อีไอเอ็มยังคงมองว่าการเจรจาต่อรองค่าจ้างช่วงฤดูใบไม้ผลิของญี่ปุ่น (ชุนโต: Shunto) จะเป็นตัวแปรสำคัญที่จะส่งผ่านกำไรของภาคธุรกิจไปสู่ค่าจ้างแรงงานที่สูงขึ้น และต่อไปยังการบริโภคที่ดีขึ้นได้ในที่สุด เนื่องจากการเติบโตของค่าจ้างแรงงานเป็นปัจจัยสำคัญที่จะเพิ่มความเชื่อมั่นของผู้บริโภคได้ (รูปที่ 19) (ดูรายละเอียดเพิ่มเติมใน Box: ชุนโต (Shunto): การเจรจาต่อรองค่าจ้างแรงงานในช่วงฤดูใบไม้ผลิของญี่ปุ่น) อีไอเอ็มจึงประเมินว่าเศรษฐกิจญี่ปุ่นในปี 2015 นี้จะเติบโตได้ที่ระดับ 1%

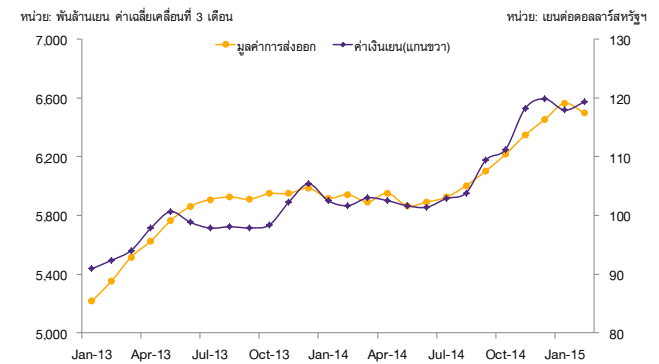
15 เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังคงฟื้นตัวได้ช้า ทั้งด้านการบริโภคและการลงทุนภายในประเทศ

อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจรายไตรมาส และดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ



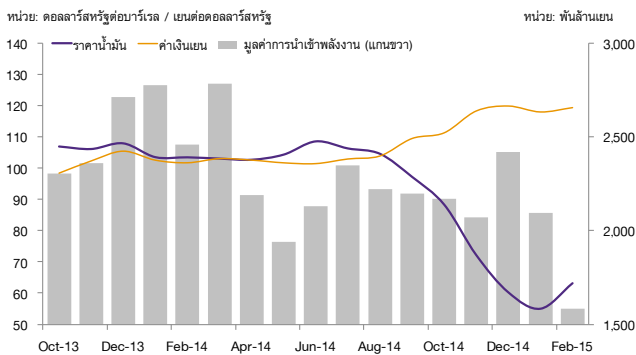
16 ภาคการส่งออกยังคงได้ประโยชน์ จากทิศทางเงินเยนที่อ่อนค่า

มูลค่าการส่งออกและค่าเงินเยน



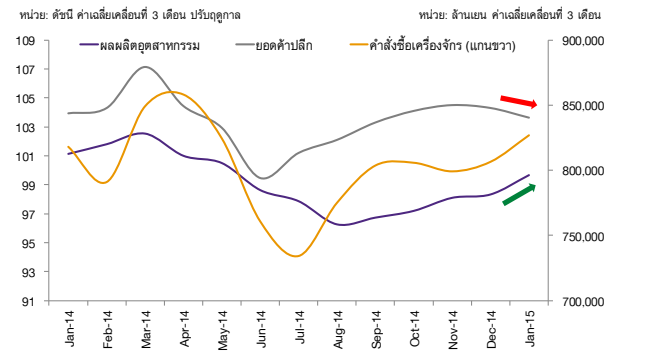
17ราคาน้ำมันที่ต่ำลงยังคงช่วยลดภาระการนำเข้าพลังงานได้อย่างต่อเนื่อง

ทิศทางราคาน้ำมัน ค่าเงินเยน และมูลค่าการนำเข้าพลังงาน



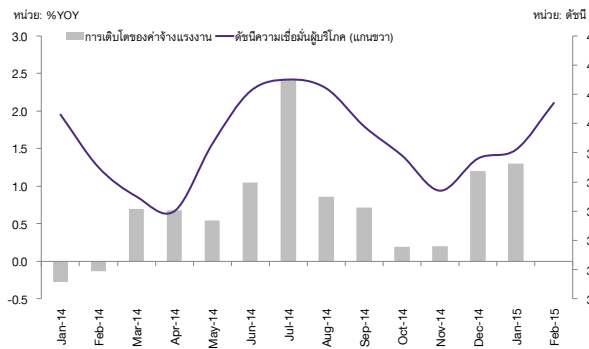
18 การลงทุนของภาคเอกชนยังมีสัญญาณที่ดีจากยอดคำสั่งซื้อเครื่องจักรและผลผลิตภาคอุตสาหกรรม

ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ดัชนียอดคำสั่งปลีก และคำสั่งซื้อเครื่องจักรแบบปรับฤดูกาล



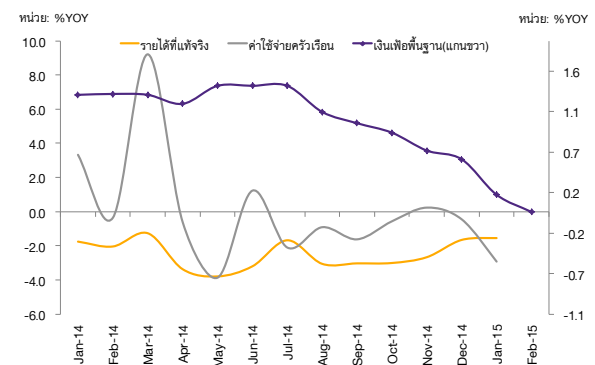
19 ความเชื่อมั่นผู้บริโภคเริ่มดีขึ้น หลังมีสัญญาณการปรับขึ้นค่าแรงจากภาคธุรกิจ

อัตราการเติบโตค่าจ้างแรงงาน (เงินเดือนประจำ) และ ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค



20 รายได้ที่แท้จริงที่ติดลบยังเป็นอุปสรรคต่อการใช้จ่ายของผูบริโภค ถึงแม้อัตราเงินเฟ้อจะชะลอลงก็ตาม

อัตราการเติบโตของค่าจ้างแรงงาน ค่าใช้จ่ายครัวเรือน และอัตราเงินเฟ้อ



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ CEIC และ Bloomberg

BOX: ชุนโต (Shunto) : การเจรจาต่อรอง ค่าจ้างแรงงานในช่วงฤดูใบไม้ผลิของญี่ปุ่น

“ชุนโต” หมายถึงกระบวนการเจรจาต่อรองค่าจ้างแรงงาน เงื่อนไขการทำงาน สวัสดิการหรือสิทธิประโยชน์อื่นๆ ระหว่างนายจ้าง ลูกจ้าง และรัฐบาลที่เกิดขึ้นในช่วงฤดูใบไม้ผลิของทุกปี (มักเริ่มขึ้นในช่วงปลายเดือนกุมภาพันธ์หรือต้นมีนาคม และจะสิ้นสุดในช่วงปลายเดือนเมษายน) ชุนโตเริ่มมีขึ้นในปี 1956 จากแนวคิดริเริ่มของสหภาพแรงงานญี่ปุ่นในยุคนั้น (Sohyo) ที่ต้องการให้สหภาพแรงงานมีอำนาจต่อรองกับนายจ้างมากขึ้น และเกิดการเจรจาต่อรองค่าจ้างแรงงานที่เป็นธรรมในทุกอุตสาหกรรม ทำให้ค่าจ้างที่เกิดจากชุนโตกลายเป็นบรรทัดฐานสำหรับการกำหนดค่าจ้างแรงงานสำหรับทุกอุตสาหกรรมในญี่ปุ่น รวมไปถึงลูกจ้างของรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจอีกด้วย

ชุนโตจะเริ่มด้วยการประชุมภายในของสหภาพแรงงานเรื่องการเพิ่มค่าจ้างแรงงานที่เหมาะสมในแต่ละอุตสาหกรรม รวมไปถึงภาวะค่าครองชีพและสถานะเศรษฐกิจในช่วงเวลานั้นๆ จากนั้นสหภาพแรงงานจะเสนอข้อเรียกร้องดังกล่าวไปยังสมาพันธ์นายจ้างของญี่ปุ่น (Nikkeiren) เพื่อให้พิจารณาว่าจะสามารถขึ้นค่าจ้างได้ตามข้อเรียกร้องของสหภาพแรงงานหรือไม่ การรวมตัวของสหภาพนั้นสามารถสร้างอำนาจต่อรองให้กับฝั่งแรงงานเป็นอย่างดีเรื่อยมาจนถึงปี 1975 ที่สหภาพแรงงานประสบความสำเร็จอย่างมากในการเจรจาชุนโต และสามารถเรียกร้องค่าจ้างแรงงานเพิ่มได้ถึง 33% อย่างไม่รู้กี่ปี นับตั้งแต่ปี 1976 เป็นต้นมา อำนาจต่อรองของสหภาพแรงงานก็ลดลงเรื่อยๆ และสามารถต่อรองขึ้นค่าจ้างได้ในระดับที่ต่ำกว่า 10% เท่านั้น



ทั้งนี้ ครั้งล่าสุดในปี 2014 การเจรจาชุนโตได้อนุมัติการขึ้นค่าจ้างโดยเฉลี่ยที่ 2.4%

ชุนโตปี 2015 จะเป็นกุญแจสำคัญต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจญี่ปุ่น (อ่านประกอบ: เศรษฐกิจญี่ปุ่นใน Outlook 1Q2015) ปัญหาการฟื้นตัวของเศรษฐกิจญี่ปุ่นในปัจจุบันส่วนหนึ่งเกิดจากสถานะที่ผู้บริโภคยังไม่มั่นใจที่จะนำเงินออกมาใช้จ่ายอย่างเต็มที่ เนื่องจากปัจจัยทางด้านรายได้ที่ยังเติบโตได้ต่ำกว่าค่าครองชีพ การขึ้นภาษีการค้า (sales tax) ในเดือนเมษายนปี 2014 สร้างภาวะค่าครองชีพที่สูงขึ้นแก่ผู้บริโภคถึง 2% ดังนั้น การเจรจาขอขึ้นค่าจ้างแรงงานที่เกิดขึ้นในช่วงเดือนมีนาคมถึงเมษายนปีนี้จึงเป็นปัจจัยที่น่าจับตามองที่สุดว่าจะช่วยผลักดันการใช้จ่ายและความเชื่อมั่นของผู้บริโภคให้กลับมาได้อีกครั้งหรือไม่

เศรษฐกิจจีน

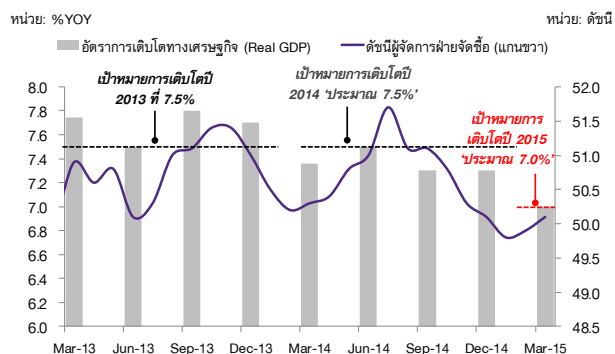
รัฐบาลจีนปรับลดเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจปีนี้ลงเหลือเพียงประมาณ 7.0% จากเดิมที่วางไว้ประมาณ 7.5% เนื่องจากเศรษฐกิจยังคงมีทิศทางชะลอตัวต่อเนื่องในไตรมาส 1 ซึ่งเติบโตได้เพียง 7.0% ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรม (PMI Manufacturing) ในไตรมาส 1 เฉลี่ยอยู่ที่ 49.9 ชะลอลงจากระดับ 50.4 เมื่อช่วงไตรมาสสุดท้ายของปี 2014 (รูปที่ 21) เช่นเดียวกับการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรช่วงไตรมาสแรกที่ขยายตัว 13.5%YOY ชะลอลงจากเมื่อไตรมาส 4 ของปี 2014 ที่อยู่ที่ 14.7%YOY จากการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ลดลง (รูปที่ 22) ด้านยอดค้าปลีกเฉลี่ยในไตรมาส 1 ลดลงมาอยู่ที่ 10.5%YOY จาก 11.9%YOY ในเดือนธันวาคมประกอบกับอัตราเงินเฟ้อที่ลดลงไปอยู่ในระดับต่ำสุดในรอบ 5 ปีเมื่อเดือนมกราคมที่ 0.8% จากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่หดตัวต่อเนื่อง (รูปที่ 23) นอกจากนี้ เศรษฐกิจจีนยังถูกกดดันจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่หดตัวลง 7 เดือนติดต่อกัน (รูปที่ 24) โดยสัญญาณการชะลอตัวเหล่านี้ส่งผลให้ธนาคารกลางของจีน (People's Bank of China: PBOC) ประกาศลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก 25 bps ในช่วงต้นเดือนมีนาคม ทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ 12 เดือนลดลงมาอยู่ที่ 5.35% และอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือนลดลงมาอยู่ที่ 2.50% อีกทั้งยังลดอัตราส่วนเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ทั้งระบบ (Reserve Requirement Ratio: RRR) ลงทั้งหมด 1.5% ในช่วง 4 เดือนแรกของปี โดย PBOC ยังคงดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นการกระตุ้นเศรษฐกิจแบบไม่จำกัดกลุ่มเป้าหมาย ทั้งยังเป็นการส่งสัญญาณว่า PBOC พร้อมดำเนินมาตรการผ่อนคลายทางการเงินหากเศรษฐกิจมีทิศทางชะลอตัว จึงส่งผลให้ตลาดหุ้นจีนปรับขึ้นซึ่งสวนทางกับภาวะเศรษฐกิจ (รูปที่ 25)

อีไอซีลดประมาณการการขยายตัวของเศรษฐกิจจีนปีนี้ลงเหลือ 7.0% จากเดิมที่ 7.1% จากตัวเลขเศรษฐกิจที่ส่งสัญญาณชะลอตัวในไตรมาสแรกและการปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจที่อาจกดดันอุปสงค์ในประเทศมากกว่าที่คาดการณ์ โดยอีไอซีมองว่าแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจจีนในปีนี้จะมาจากการดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายของ PBOC ซึ่งมีโอกาสปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายและ RRR ลงอีกต่อเนื่องในปี นี้ เนื่องจากเศรษฐกิจมีทิศทางชะลอตัวต่ำกว่าเป้าหมายของรัฐบาล โดยอัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับต่ำและ RRR ที่ยังคงอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับในอดีต (รูปที่ 26) จะช่วยให้ PBOC สามารถผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมได้นอกจากนี้ จะมีแรงขับเคลื่อนจากการเร่งลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานและสาธารณูปโภคของรัฐบาลกลางที่ได้อนุมัติเงินลงทุนมูลค่า 7 ล้านล้านหยวนไปในช่วงต้นปี 2015 ทั้งนี้ นายกรัฐมนตรีหลี่ เค่อเฉียง กล่าวว่า การเติบโตที่ประมาณ 7.0% นั้นจะกลายเป็น “new normal” ของเศรษฐกิจจีนต่อไป

เศรษฐกิจจีนในปี 2015 นี้จะถูกกดดันด้วยการปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจ โดยรัฐบาลกลางได้วางแผนการปฏิรูปที่สำคัญประกอบไปด้วย 1) การปรับโครงสร้างหนี้ของรัฐบาลท้องถิ่น เนื่องจากรัฐบาลกลางต้องการลดปริมาณการกู้ยืมนอกระบบของรัฐบาลท้องถิ่น โดยเฉพาะการกู้ผ่าน Local Government Financing Vehicles (LGFVs) ที่มีอัตราดอกเบี้ยสูง โดยรัฐบาลกลางได้ประกาศเพิ่มโควตาให้รัฐบาลท้องถิ่นสามารถออกพันธบัตรด้วยตนเอง (municipal bonds) มูลค่าทั้งหมด 6 แสนล้านหยวน อีกทั้งยังมีโควตาการแปลงหนี้ของรัฐบาลท้องถิ่นให้เป็นการออกพันธบัตรอีกประมาณ 1 ล้านล้านหยวน 2) การปราบปรามคอร์รัปชันและปฏิรูปกฎหมายตาม 4th Plenum - “Rule of Law” ซึ่งจนถึงปัจจุบันมีการดำเนินคดีรับสินบนในช่วงเทศกาลตรุษจีนกับเจ้าหน้าที่รัฐถึง 855 คน และมีการดำเนินคดีคอร์รัปชันกับข้าราชการระดับสูงถึง 68 คนในปี 2014 ทั้งนี้ การลดสัดส่วนหนี้ของรัฐบาลท้องถิ่นและการปราบปรามคอร์รัปชันจะส่งผลกระทบต่อการลงทุนและการบริโภคภาครัฐ โดยเฉพาะในระดับท้องถิ่น ในขณะเดียวกัน PBOC ได้เตรียมเปิดเสรีกลไกอัตราดอกเบี้ยเงินฝากภายในปีนี้ หลังจากมีการขยายเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากสำหรับธนาคารพาณิชย์มาตั้งแต่ปลายปี 2014 โดยจะเริ่มใช้โครงการประกันเงินฝากในช่วงเดือนพฤษภาคมนี้ ซึ่งอาจเป็นการเพิ่มภาระให้แก่ธนาคารพาณิชย์ในภาวะปัจจุบัน (ดูรายละเอียดเพิ่มเติมใน Box: ผลกระทบจากการเปิดเสรีกลไกอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของจีน)

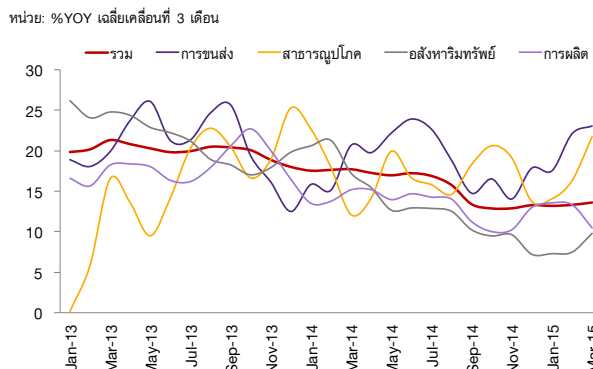
21 รัฐบาลจีนปรับลดเป้าหมายการเติบโตเศรษฐกิจปีนี้เหลือเพียงประมาณ 7.0%

อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (Real GDP) และดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI)



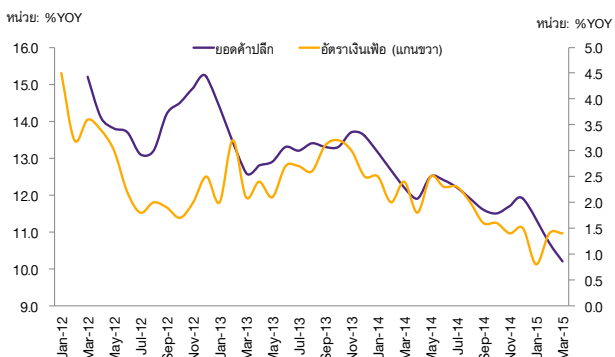
22 การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรในไตรมาสแรกของปี 2015 ชะลอตัวต่อเนื่องจากเมื่อปีที่แล้ว

อัตราการเติบโตของการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร



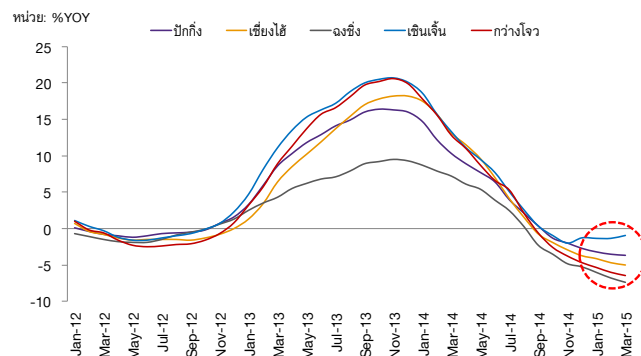
23 ยอดค้าปลีกและอัตราเงินเฟ้อในช่วงไตรมาสแรกของปีชะลอตัวลงอยู่ในระดับต่ำ

อัตราการเติบโตของยอดค้าปลีกและอัตราเงินเฟ้อ



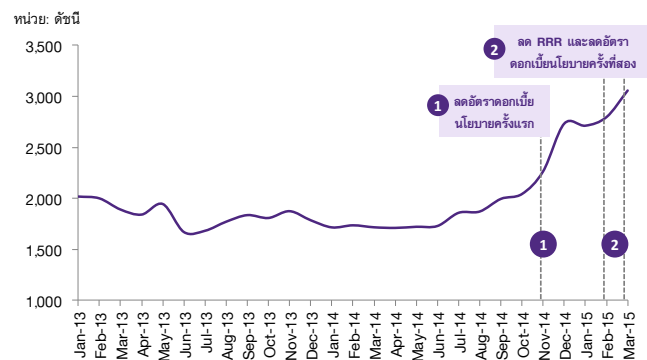
24 เศรษฐกิจจีนยังคงกดดันจากราคาสังหาริมทรัพย์ที่ปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง

อัตราการเติบโตของราคาอสังหาริมทรัพย์ในเมืองขนาดใหญ่ของจีน



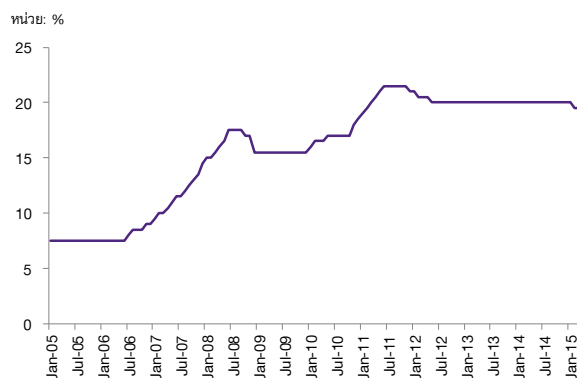
25 ตลาดหุ้นขึ้นสวนทางกับเศรษฐกิจ เนื่องจาก PBOC ส่งสัญญาณผ่อนคลายนโยบายการเงินหากจำเป็น

Shanghai Stock Exchange: Composite Index



26 RRR ยังคงอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับในอดีต

อัตราส่วนเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ CEIC และ Bloomberg

BOX: พลกระทบจากการเปิดเสรี กลไกอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของจีน

นายโจ เสี่ยวฉวน ผู้ว่าการธนาคารกลางจีน ได้ออกมาชี้แจงว่ามีความเป็นไปได้สูง (“highly likely”) ที่จีนจะเปิดเสรีกลไกอัตราดอกเบี้ยเงินฝากภายในปีนี้ ซึ่งจะเป็นขั้นตอนสุดท้ายของนโยบายการเปิดเสรีกลไกอัตราดอกเบี้ย (interest rate liberalization) ของ PBOC หลังจากได้ขยายเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์จาก 1.1 เท่าของอัตราอ้างอิง (อัตราเงินฝาก 12 เดือน) มาเป็น 1.2 เท่าในช่วงปลายเดือนพฤศจิกายน 2014 และขยายเพดานเป็น 1.3 เท่าของอัตราอ้างอิงในช่วงมีนาคม 2015 (รูปที่ 27) นอกจากนี้ PBOC จะเตรียมเริ่มโครงการประกันเงินฝาก (deposit insurance) ในช่วงเดือนพฤษภาคมเพื่อรองรับการเปิดเสรีอัตราดอกเบี้ยในครั้งนี้

PBOC ได้กำหนดเพดานของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากสำหรับธนาคารพาณิชย์ในประเทศ ซึ่งส่งผลกระทบต่อธนาคารพาณิชย์ขนาดเล็กและขนาดกลางที่ไม่สามารถให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่สูงพอในการดึงดูดเงินฝากจากธนาคารขนาดใหญ่ของจีนซึ่งส่วนมากเป็นรัฐวิสาหกิจ ในขณะที่เดียวกันภาคครัวเรือนก็ได้รับผลตอบแทนจากเงินฝากในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าตลาด โดยมีเพียงธนาคารของรัฐและธนาคารขนาดใหญ่ที่ได้รับผลประโยชน์ เนื่องจากสามารถนำเงินฝากไปปล่อยกู้ต่อให้แก่รัฐวิสาหกิจและธุรกิจขนาดใหญ่ในอัตราดอกเบี้ยต่ำอย่างไรก็ดีในปัจจุบัน เพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์มีความสำคัญน้อยลง เนื่องจากตลาดการเงินของจีนพัฒนามากขึ้นจนมีการลงทุนใน wealth management products (WMPs) และการลงทุนในทรัสต์ที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากหลายเท่า (รูปที่ 28) ในขณะที่เดียวกัน การลงทุนในสินทรัพย์เหล่านี้

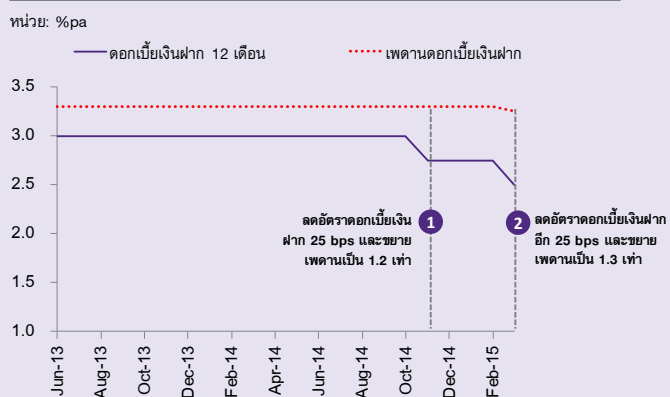


นี้ก็เพิ่มความเสี่ยงให้แก่ระบบการเงินของจีน เมื่อประกอบเข้ากับความต้องการในการปฏิรูปตลาดการเงิน เพื่อลดบทบาทของ shadow banking และปรับโครงสร้างเศรษฐกิจ จึงส่งผลให้จีนเร่งเปิดเสรีกลไกอัตราดอกเบี้ยครั้งนี้

การเปิดเสรีกลไกอัตราดอกเบี้ยเงินฝากจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากเฉลี่ยของทั้งประเทศเพิ่มขึ้น ซึ่งจะช่วยเพิ่มรายได้ของภาคครัวเรือน และยังส่งเสริมการแข่งขันของธนาคารพาณิชย์ในประเทศ ภาคครัวเรือนจะได้รับประโยชน์จากรายได้ที่เพิ่มขึ้นตามอัตราดอกเบี้ยเงินฝากเฉลี่ยในตลาดที่ปรับสูงขึ้น ซึ่งจะช่วยกระตุ้นการบริโภคในประเทศตามความพยายามของรัฐบาลที่ต้องการลดการพึ่งพาการลงทุนของภาครัฐ ด้านธนาคารขนาดเล็กและขนาดกลางมีแนวโน้มที่จะปรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากให้สูงขึ้นเพื่อเพิ่มฐานเงินฝากเนื่องจากถูกกดดันด้วยอัตราส่วนเงินกู้ต่อเงินฝาก (loan to deposit ratio) ที่ธนาคารกลางกำหนด และเพื่อเพิ่มโอกาสในการแข่งขันกับธนาคารของรัฐ อย่างไรก็ตาม การเปิดเสรีอัตราดอกเบี้ยเงินฝากในภาวะปัจจุบันอาจเป็นการเพิ่มภาระให้กับธนาคารพาณิชย์ เนื่องจากธนาคารยังมีปัญหาหนี้เสียที่เพิ่มขึ้นและรายได้ที่ชะลอลง

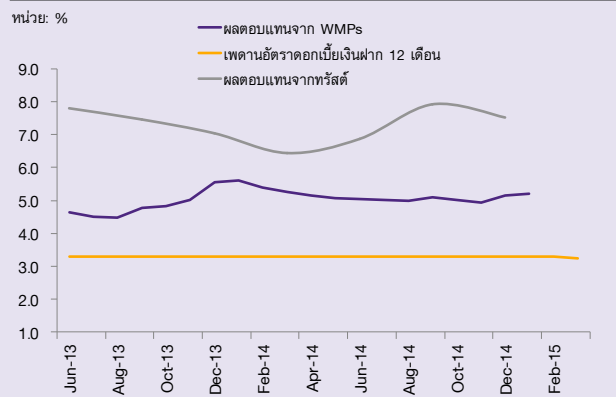
27 PBOC ได้มีการขยายเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากมาตั้งแต่ปลายปีที่แล้ว

เพดานและอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน



28 ผลตอบแทนจากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากน้อยกว่าการลงทุนใน WMPs และ ทรัสต์อยู่มาก

ผลตอบแทนจากการลงทุนใน WMPs และทรัสต์ เทียบกับดอกเบี้ยเงินฝาก



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ CEIC

เศรษฐกิจอาเซียน

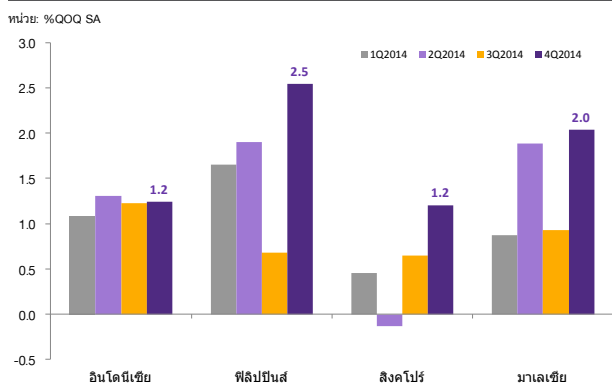
เศรษฐกิจหลักในกลุ่มอาเซียนเติบโตได้ดีในไตรมาส 4 ที่ผ่านมา โดยส่วนใหญ่มีอุปสงค์ภายในภูมิภาคเป็นปัจจัยขับเคลื่อนหลัก นำโดยเศรษฐกิจฟิลิปปินส์ที่เติบโตต่อเนื่องจากไตรมาสที่แล้วได้ถึง 2.5% QOQ SA จากปัจจัยสนับสนุนทั้งภาคการส่งออกที่ยังเติบโตอย่างแข็งแกร่ง การลงทุนภาครัฐที่เริ่มฟื้นตัวกลับมาดีขึ้น และการบริโภคที่ยังคงแข็งแกร่งต่อเนื่องตามความเชื่อมั่นภาคเอกชน ในขณะที่เศรษฐกิจมาเลเซียก็ได้แรงสนับสนุนจากการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนโดยเฉพาะในส่วนของ การสะสมทุนถาวร (GFCF) ที่เติบโตได้ 2.3% QOQ SA เป็นตัวขับเคลื่อนให้เศรษฐกิจไตรมาส 4 เติบโตได้ 2.0% QOQ SA ด้านเศรษฐกิจสิงคโปร์และอินโดนีเซียนั้นถึงแม้จะกำลังประสบปัญหาด้านอุตสาหกรรมการส่งออกจากอุปสงค์ของคู่ค้าสำคัญอย่างจีนและยุโรปที่อ่อนแอ แต่ปัจจัยภายในประเทศและการใช้จ่ายภาครัฐก็ยังช่วยพยุงให้เศรษฐกิจทั้งสองยังโตได้ที่ระดับ 1.2% QOQ SA

ไออีซียังคงมองว่าการเติบโตของเศรษฐกิจอาเซียนปี 2015 อยู่ในระดับทรงตัวถึงดีขึ้นเล็กน้อยจากปี 2014 เนื่องจากเศรษฐกิจในภูมิภาคยังมีความเสี่ยงจากภาคการส่งออกและภาคอุตสาหกรรมที่ยังคงอ่อนแอจากปัจจัยภายนอก โดยเฉพาะตัวเลขการส่งออกในช่วงปลายปี 2014 ถึงต้นปี 2015 ที่สะท้อนว่าอุปสงค์จากจีน ญี่ปุ่น และยุโรปต่อสินค้าส่งออกจากอาเซียนยังมีอัตราการเติบโตในระดับต่ำ โดยมีสาเหตุจากทั้งปัจจัยด้านอุปสงค์และปัจจัยด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่อ่อนค่าลงทั้งสกุลเยนและยูโร ประกอบกับการปฏิรูปเศรษฐกิจที่ยังคงดำเนินต่อไปในบางประเทศเช่น อินโดนีเซีย มาเลเซียและไทย ซึ่งจะทำให้กลุ่มประเทศดังกล่าวต้องใช้เวลาในการปรับโครงสร้างเศรษฐกิจให้กลับมาเติบโตได้ดีอีกครั้งหนึ่ง อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจอาเซียนยังมีปัจจัยบวกที่จะช่วยผลักดันเศรษฐกิจในภูมิภาคได้ ประกอบด้วย 1) ราคาพลังงานที่ลดลงซึ่งเป็นปัจจัยบวกต่ออุปสงค์ภายในประเทศ 2) อุปสงค์จากสหรัฐฯ ต่อสินค้าส่งออกที่เริ่มมีสัญญาณฟื้นตัวที่ชัดเจน และ 3) การส่งออกจากกลุ่มประเทศ CLMV ไปยังจีนและญี่ปุ่นซึ่งยังมีแนวโน้มเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง

ปัญหาการส่งออกของอินโดนีเซียและมาเลเซียอาจมีสาเหตุจากความสามารถทางการแข่งขันด้านค่าเงินที่ลดลง ถึงแม้ว่าอัตราแลกเปลี่ยนของอินโดนีเซียและมาเลเซียจะอ่อนค่าลงราว 22% และ 2% เมื่อเทียบกับช่วงห้าปีที่ผ่านมา แต่มูลค่าการส่งออกของอินโดนีเซียกลับหดตัวอย่างต่อเนื่องมาตั้งแต่ 2012 ในขณะที่การส่งออกของมาเลเซียชะลอตัวเหลือเพียง 0.7% และ 2.5% ในช่วงปี 2012- 2013 และเพิ่งกลับมาฟื้นตัวได้ในปี 2014 สาเหตุของปัญหาดังกล่าวอาจเกิดจากความสามารถในการแข่งขันในด้านอัตราแลกเปลี่ยนของทั้งสองประเทศที่ไม่ได้อ่อนตัวลงตามสกุลเงินของตนแต่กลับแข็งค่าขึ้น โดยสังเกตได้จากดัชนีอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (REER) ของค่าเงินรูเปียและเงินริงกิตที่แข็งค่าขึ้น 3.5% และ 1.9% ตามลำดับ (รูปที่ 32) อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงจึงนับเป็นปัจจัยสำคัญที่ลดทอนความสามารถในการแข่งขันด้านการส่งออกของอินโดนีเซียและมาเลเซียอย่างมีนัยสำคัญ

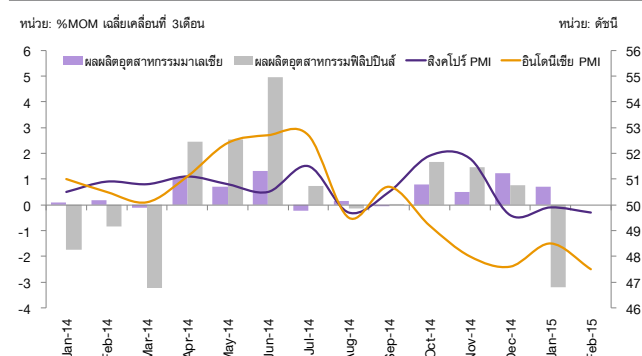
29 เศรษฐกิจอาเซียน 4 ไตรมาส 3 โดยรวมชะลอตัวลง ยกเว้นสิงคโปร์

อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ



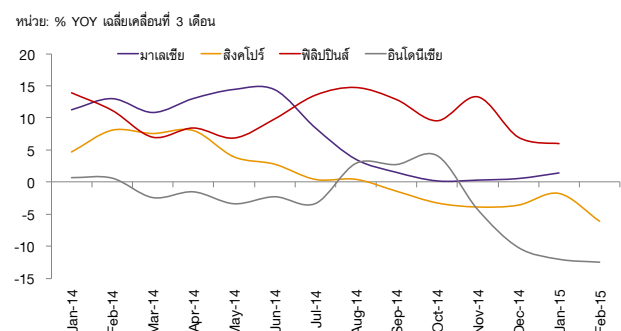
30 ทิศทางภาคการผลิตโดยรวมของกลุ่มประเทศอาเซียนสี่ยังคงประสบปัญหาการฟื้นตัว

อัตราการเติบโตภาคอุตสาหกรรม



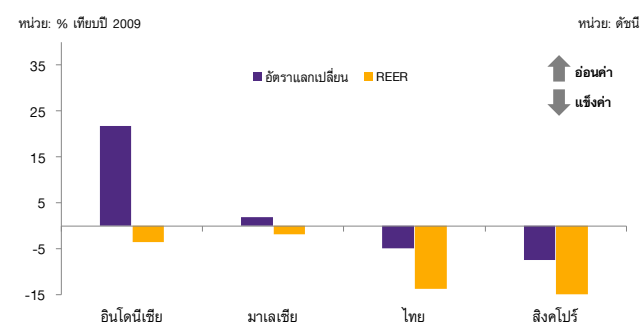
31 บังคับภายนอกภูมิภาคยังคงกดดันการเติบโตของภาคการส่งออก โดยเฉพาะอินโดนีเซีย

อัตราการเติบโตภาคการส่งออกของเศรษฐกิจประเทศอาเซียน 4



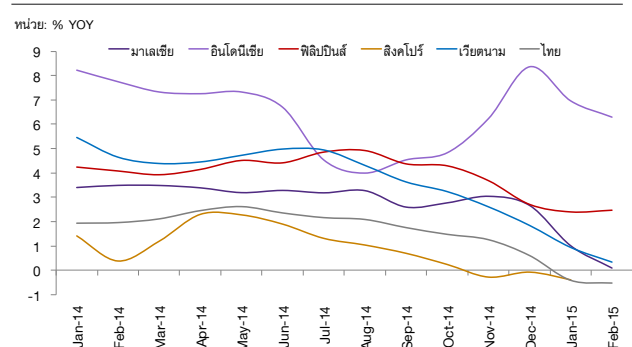
32 ถึงแม้อัตราแลกเปลี่ยนของอินโดนีเซียจะอ่อนค่าลงมาก แต่ REER กลับแข็งค่ากว่าเดิม

อัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนและดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (REER)



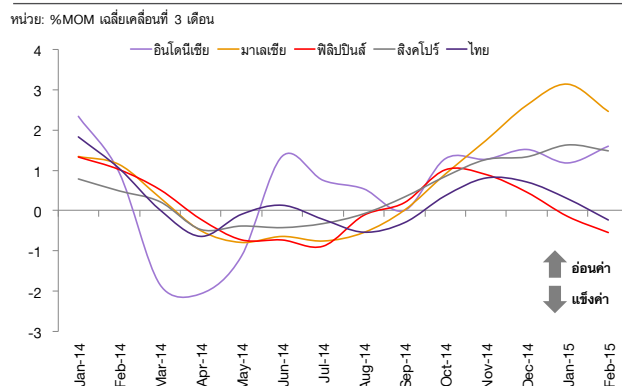
33 ทิศทางเงินเฟ้อในภูมิภาคชะลอตัวลงตามทิศทางราคาน้ำมัน

อัตราเงินเฟ้อ



34 การเคลื่อนไหวของสกุลเงินยังมีทิศทางแตกต่างกันตามนโยบายอัตราดอกเบี้ยของแต่ละชาติ

ทิศทางการเคลื่อนไหวของค่าเงินกลุ่มประเทศอาเซียน 4 เทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ CEIC และ Bloomberg

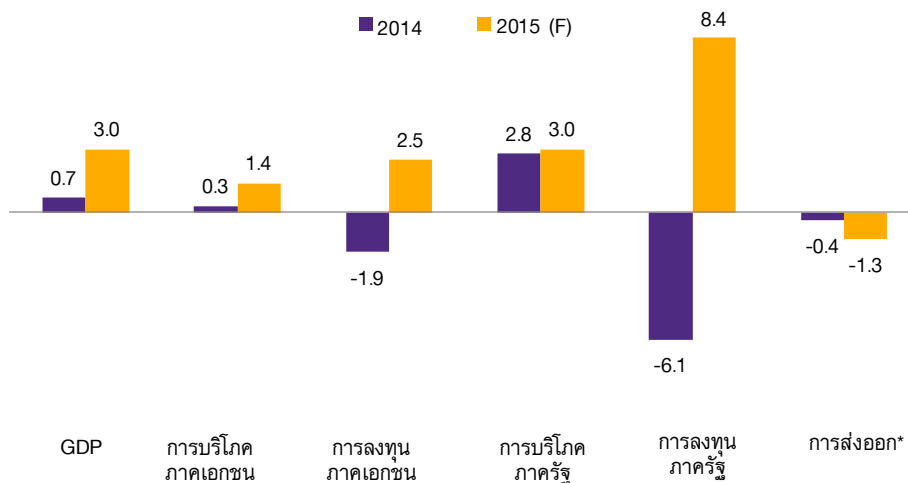
เศรษฐกิจไทย

อีไอซีประเมินเศรษฐกิจไทยในปี 2015 เติบโต 3.0% เศรษฐกิจไทยในช่วง 3 เดือนแรกของปี 2015 อยู่ในภาวะชะลอตัว แม้ว่าจะมีภาคการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งเป็นปัจจัยหนุน โดยราคาน้ำมันที่ลดลงไม่ได้ช่วยกระตุ้นการใช้จ่ายภาคครัวเรือนมากนัก ครัวเรือนในภาคเกษตรจำนวนมากยังได้รับผลกระทบจากราคาผลผลิตที่ตกต่ำอย่างต่อเนื่อง รวมถึงยังมีปัจจัยที่กระทบต่อความเชื่อมั่นของภาคเอกชน ได้แก่ ความไม่แน่นอนของนโยบายรัฐเกี่ยวกับการปฏิรูปด้านภาษี ความล่าช้าในการเบิกจ่ายงบประมาณ การลงทุนของรัฐที่ทำได้เพียง 27.8% ในครึ่งปีแรกของปีงบประมาณ ด้วยปัจจัยดังกล่าว อีไอซีจึงได้ปรับลดประมาณการขยายตัวของการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนในปีนี้ลงเหลือ 1.4% และ 2.5% ตามลำดับ นอกจากนี้ การลดลงของมูลค่าสินค้าส่งออกสำหรับสินค้าที่เชื่อมโยงกับน้ำมันดิบอย่างน้ำมันสำเร็จรูป เคมีภัณฑ์ และพลาสติก ในช่วงที่ผ่านมาทำให้อีไอซีได้ปรับลดประมาณการมูลค่าการส่งออกสินค้าไทยว่าจะหดตัว 1.3%

35 อีไอซีประเมินเศรษฐกิจไทย ในปี 2015 เติบโต 3.0%

ประมาณการการเติบโตของ GDP และองค์ประกอบในปี 2014 และ 2015

หน่วย: %YOY



* มูลค่าการส่งออกสินค้าในรูปดอลลาร์สหรัฐฯ
ที่มา: การประมาณการของ EIC

การบริโภคภาคเอกชน

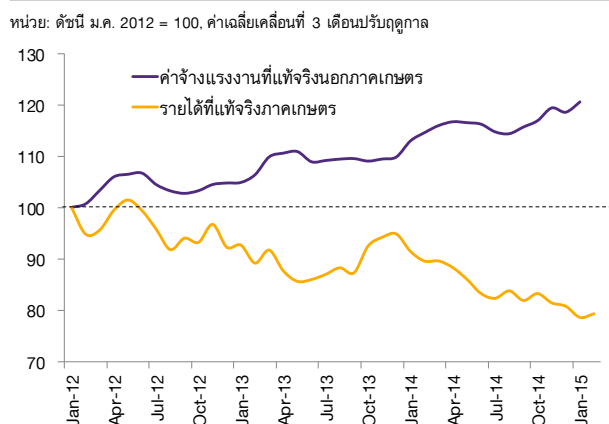
การบริโภคภาคเอกชนยังขยายตัวได้ในระดับต่ำในไตรมาส 4 ปี 2014 จนถึงไตรมาสแรกของปี 2015 แม้ว่าในไตรมาส 3 การบริโภคภาคเอกชนจะเติบโตสูงกว่าค่าที่ 2.2%YOY แต่การบริโภคในไตรมาส 4 กลับชะลอตัวลงเหลือ 1.9%YOY และหดตัว 0.6%QOQ SA ที่น่ากังวลคือการบริโภคสินค้าที่ไม่รวมรถยนต์หดตัวลง 0.4%QOQ SA หลังจากที่ยกตัวติดต่อกันในช่วง 3 ไตรมาสแรกของปี สะท้อนว่าการใช้จ่ายภาคเอกชนอ่อนแอลงในไตรมาส 4 ขณะเดียวกันการบริโภคในหมวดรถยนต์ยังคงหดตัวเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อนหน้าต่อเนื่อง 8 ไตรมาสติดต่อกัน แสดงถึงความต้องการซื้อรถยนต์ที่ยังไม่ฟื้นตัวนับตั้งแต่สิ้นสุดมาตรการรถยนต์คันแรกในปี 2012 โดยในเดือนมกราคม 2015 ยอดขายรถยนต์ในประเทศต่ำสุดในรอบ 3 ปี และยังคงหดตัว 11.8%YOY ในช่วง 2 เดือนแรกของปี นอกจากนี้ ดัชนีการบริโภคภาคเอกชนของธนาคารแห่งประเทศไทยยังคงหดตัว 1.7%YOY ในช่วงเวลาเดียวกัน

อีไอซีปรับลดประมาณการเติบโตการบริโภคภาคเอกชนในปีนี้เหลือ 1.4% จากเดิม 2.3% กำลังซื้อของคนไทยแบ่งเป็น 2 กลุ่มอย่างชัดเจน กลุ่มแรกคือครัวเรือนภาคเกษตรและที่เกี่ยวข้องกับการเกษตรซึ่งกำลังประสบปัญหาภัยแล้งที่ตกต่ำลงตามราคาสินค้าเกษตรที่สำคัญ เช่น ข้าว ยางพารา อ้อย และสินค้าโภคภัณฑ์อื่นๆ ที่ได้รับผลกระทบจากราคาตลาดโลก อีกทั้งยังมีความเสี่ยงว่าจะต้องเผชิญกับภัยแล้งในปีนี้ซึ่งจะส่งผลต่อปริมาณผลผลิตสินค้าเกษตรอีกทางหนึ่ง และกลุ่มที่สองคือ ครัวเรือนนอกภาคเกษตรที่มีรายได้ประจำ ยังได้รับค่าจ้างเพิ่มสูงขึ้น (หักผลของเงินเฟ้อ) และมีภาระค่าใช้จ่ายที่ลดลงตามราคาน้ำมัน (รูปที่ 36) อย่างไรก็ตาม ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคทั้งในภาคเกษตรและนอกภาคเกษตรยังอยู่ในระดับต่ำทำให้แนวโน้มการใช้จ่ายบริโภคขยายตัวไม่สูงนัก

การบริโภคภาคเอกชนยังมีความเสี่ยงในระยะต่อไป ประการแรก ธนาคารพาณิชย์ยังคงระมัดระวังการปล่อยสินเชื่อให้แก่ครัวเรือน โดยเพิ่มความเข้มงวดของมาตรฐานการปล่อยสินเชื่อยิ่งขึ้น (รูปที่ 37) ประการต่อมา ภาระหนี้ครัวเรือนที่อยู่ระดับสูงยังคงจำกัดความสามารถในการซื้อสินค้าคงทน และประการสุดท้าย ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคยังคงลดลง โดยในเดือนกุมภาพันธ์ ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่สำรวจโดยศูนย์พยากรณ์เศรษฐกิจและธุรกิจมหาวิทยาลัยหอการค้าไทยลดลงเหลือ 79.1 จากระดับ 80.2 ในไตรมาส 4 ปี 2014 เนื่องจากแนวโน้มเศรษฐกิจที่ยังไม่ฟื้นตัว นอกจากนี้ อีไอซียังคาดว่า การปฏิรูปภาษีของรัฐบาลที่ยังไม่มีความชัดเจนอาจส่งผลกระทบต่อภาระภาษีของประชาชนและแนวโน้มการใช้จ่ายของภาคครัวเรือนในระยะต่อไปอีกด้วย

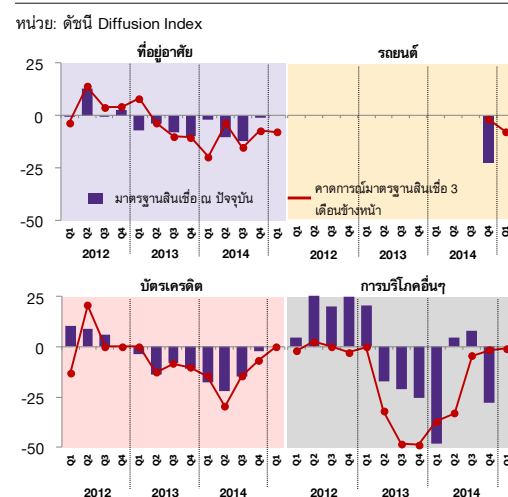
36 กำลังซื้อของคนไทยแบ่งแยกเป็น 2 กลุ่มอย่างชัดเจน

ค่าจ้างแรงงานนอกภาคเกษตรและรายได้เกษตรกร (หักผลของเงินเฟ้อ)



37 ธนาคารพาณิชย์ยังคงระมัดระวังการปล่อยสินเชื่อให้ภาคครัวเรือน

มาตรฐานการปล่อยสินเชื่อครัวเรือนของธนาคารพาณิชย์



*ค่าดัชนี < 0 คือ มาตรฐานการให้สินเชื่อเข้มงวดกว่าไตรมาสก่อน ค่าดัชนี > 0 คือ มาตรฐานการให้สินเชื่อผ่อนคลายกว่าไตรมาสก่อน

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของสำนักงานเศรษฐกิจการเกษตรและธนาคารแห่งประเทศไทย

การลงทุนภาคเอกชน

การลงทุนภาคเอกชนชะลอตัวในไตรมาส 4 ปี 2014 ต่อเนื่องถึงไตรมาส 1 ปี 2015 แม้ว่าในไตรมาส 4 ที่ผ่านมา การลงทุนภาคเอกชนจะสามารถขยายตัวได้ 4.1% เมื่อเทียบกับปีก่อน แต่หากเทียบกับไตรมาส 3 แล้ว พบว่าการลงทุนภาคเอกชนหดตัวถึง 3.9% QOQ SA ส่งผลให้ทั้งปี 2014 การลงทุนในภาคนี้หดตัว 1.9% โดยการลงทุนในเครื่องมือเครื่องจักรชะลอตัวลง ขณะที่การก่อสร้างเริ่มกลับมาขยายตัวอีกครั้งหลังจากที่หดตัว 5 ไตรมาสติดต่อกัน สำหรับไตรมาส 1 ที่ผ่านมา การลงทุนภาคเอกชนยังทรงตัว โดยดัชนีการลงทุนภาคเอกชนของธนาคารแห่งประเทศไทยในช่วง 2 เดือนแรกของปีขยายตัวเพียง 0.1% YOY สอดคล้องกับความเชื่อมั่นภาคธุรกิจที่ยังไม่ดีขึ้น

อีไอซีประเมินว่าการลงทุนภาคเอกชนปีนี้จะขยายตัว 2.5% เนื่องจากแนวโน้มการลงทุนของภาคธุรกิจยังไม่สดใส ทั้งนี้มีสาเหตุมาจาก 1) ความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจยังไม่ฟื้นตัว 2) ธนาคารพาณิชย์ยังคงเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อแก่ภาคธุรกิจ และ 3) ภาคธุรกิจรอความชัดเจนของการลงทุนภาครัฐ ถึงแม้ว่าอุปสรรคทั้งสามข้อดังกล่าวจะคลี่คลายลงในระยะต่อไป แต่ก็ยังมีปัจจัยอื่นที่ทำให้ไม่มีความชัดเจนว่าภาคเอกชนจะเริ่มลงทุนหรือไม่และเมื่อใด เนื่องจากบางอุตสาหกรรมยังมีการใช้กำลังการผลิตไม่สูงนัก โดยเฉพาะอุตสาหกรรมที่มีการส่งออกมากกว่า 60% ของการผลิต ซึ่งอัตราการใช้กำลังการผลิตยังอยู่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวค่อนข้างมาก (รูปที่ 38) หมายความว่าอุตสาหกรรมเหล่านี้ยังไม่จำเป็นต้องลงทุนเพิ่มแม้จะต้องการผลิตมากขึ้น ตัวอย่างอุตสาหกรรมในกลุ่มนี้คือ อาหารกระป๋อง เครื่องนึ่งห่ม อิเล็กทรอนิกส์และเครื่องใช้ไฟฟ้า นอกจากนี้ การลงทุนก่อสร้างที่อยู่อาศัยก็ยังมีแนวโน้มขยายตัวได้ไม่สูงนัก เนื่องจากอุปสงค์ยังคงชะลอตัว โดยเฉพาะอย่างยิ่งในต่างจังหวัด ขณะที่อุปทานยังเหลืออยู่ค่อนข้างมาก

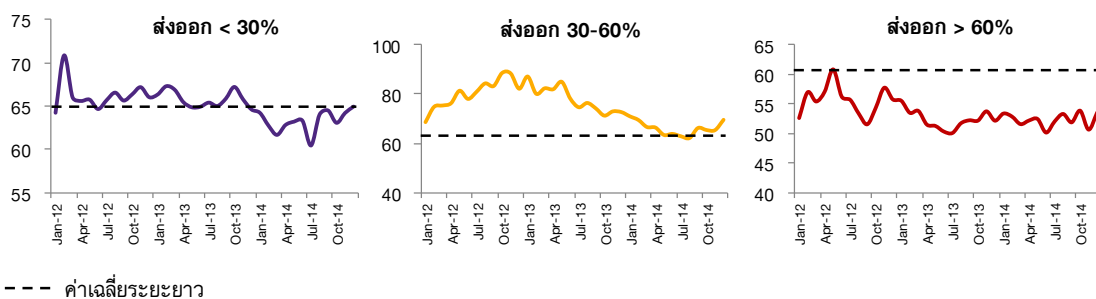
ส่วนอุตสาหกรรมที่ส่งออกเป็นสัดส่วน 30-60% มีระดับการใช้กำลังการผลิตที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวเล็กน้อย แต่อุตสาหกรรมรถยนต์ ซึ่งเป็นสัดส่วนหลักของกลุ่มนี้มีโอกาสลงทุนในปีนี้ค่อนข้างน้อยทั้งที่ได้รับการสนับสนุนจากคณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน (BOI) ในโครงการอีโคคาร์ เฟส 2 เนื่องจากแนวโน้มเศรษฐกิจชะลอตัวลง ประกอบกับผู้ผลิตรถยนต์ส่วนใหญ่ได้มีการลงทุนไปแล้วในเฟสแรก

ภาคธุรกิจที่มีความเป็นไปได้ในการลงทุนคือ ธุรกิจที่มีสัดส่วนการส่งออกน้อยกว่า 30% ซึ่งประกอบด้วยอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม สิ่งทอ เหล็ก และเคมีภัณฑ์ อุตสาหกรรมเหล่านี้มีอัตราการใช้กำลังการผลิตอยู่ที่ระดับเดียวกับค่าเฉลี่ยระยะยาว หมายความว่าหากอุตสาหกรรมเหล่านี้ต้องการเพิ่มการผลิต อาจต้องมีการลงทุนซื้อเครื่องจักรหรือขยายโรงงานเพื่อเพิ่มกำลังการผลิตให้สูงขึ้น เห็นได้จากยอดการตั้งโรงงานใหม่และการขยายโรงงานของกรมโรงงานอุตสาหกรรมในช่วงไตรมาสแรกที่ขยายตัวได้สูงถึง 18% YOY จากอุตสาหกรรมอาหาร ผลิตภัณฑ์กระดาษ และโลหะ เป็นส่วนใหญ่

38 บางอุตสาหกรรมยังมีการใช้กำลังการผลิตไม่สูงนัก โดยเฉพาะอุตสาหกรรมที่มีการส่งออกมากกว่า 60%

อัตราการใช้กำลังการผลิตแบ่งตามสัดส่วนการส่งออก

หน่วย: ดัชนี



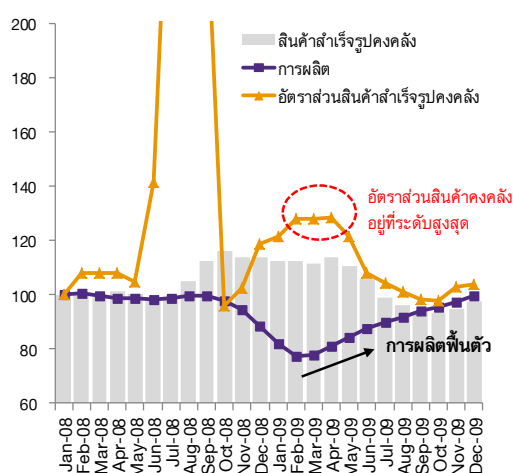
Note: ส่งออก < 30% ประกอบด้วย อาหารและเครื่องดื่ม, สิ่งทอ, เคมีภัณฑ์ขั้นมูลฐาน, อโลหะ, เหล็กกล้า
 ส่งออก 30-60% ประกอบด้วยผลิตภัณฑ์แป้ง, น้ำตาล, ผลิตภัณฑ์พลาสติก, รถยนต์
 ส่งออก > 60% ประกอบด้วยอาหารกระป๋อง, เครื่องนึ่งห่ม, อิเล็กทรอนิกส์และเครื่องใช้ไฟฟ้า
 ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของสำนักงานเศรษฐกิจอุตสาหกรรม

แม้ว่าแนวโน้มการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรยังไม่ชัดเจนนัก แต่การกลับมาสะสมสินค้าคงคลังเริ่มมีความชัดเจนขึ้น การผลิตสินค้าอุตสาหกรรมฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องในช่วง 3-4 เดือนที่ผ่านมาและเร่งตัวขึ้นในเดือนกุมภาพันธ์ พร้อมกับการปรับเพิ่มขึ้นของสินค้าคงคลัง (รูปที่ 39) เป็นสัญญาณที่ดีที่บ่งบอกว่าภาคอุตสาหกรรมเริ่มมีความต้องการที่จะผลิตและสะสมสินค้าคงคลังอีกครั้ง หลังจากที่พยายามชะลอการผลิตและลดสินค้าคงคลังลงตลอดปี 2014 ที่ผ่านมา ดังนั้น ไอโอซีจึงคาดว่า การกลับมาสะสมสินค้าคงคลัง (inventory re-stocking) จะเป็นแรงขับเคลื่อนที่สำคัญของกิจกรรมในภาคอุตสาหกรรมในปีนี้ ซึ่งเป็นก้าวแรกไปสู่การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรในระยะต่อไป

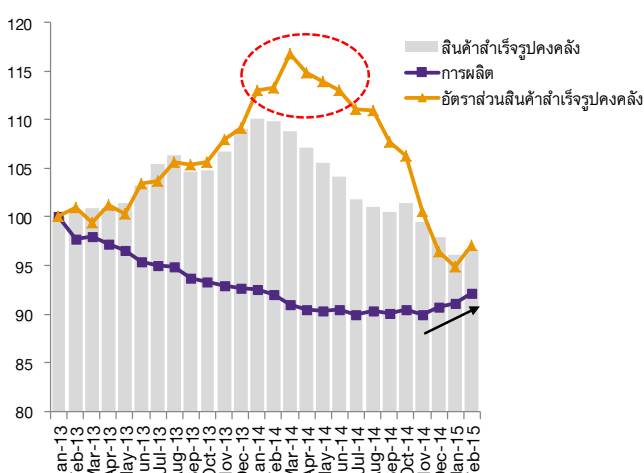
39 ภาคอุตสาหกรรมเริ่มกลับมาสะสมสินค้าคงคลังอีกครั้ง

ดัชนีสินค้าสำเร็จรูปคงคลัง ดัชนีการผลิต และอัตราส่วนสินค้าสำเร็จรูปคงคลัง

หน่วย: ม.ค. 2008=100 (ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 3 เดือน)



หน่วย: ม.ค. 2013=100 (ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 3 เดือน)



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของสำนักงานเศรษฐกิจอุตสาหกรรม

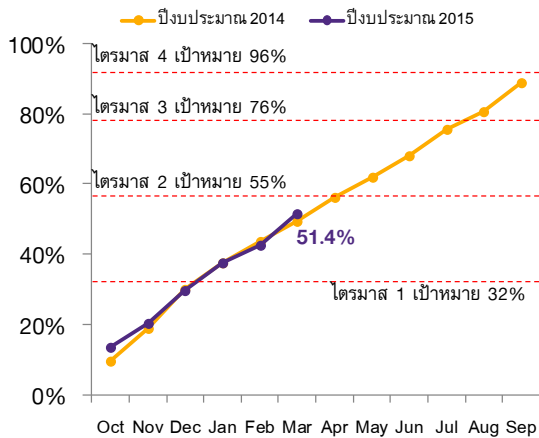
นโยบายการคลัง

การเบิกจ่ายงบลงทุนภาครัฐยังคงนำผิดหวัง งบลงทุน 6 เดือนแรกของปีงบประมาณ 2558 มีการเบิกจ่ายได้ราว 1.18 แสนล้านบาท หรือคิดเป็น 27.8% ของวงเงินงบประมาณ 4.2 แสนล้านบาท ล่าช้ากว่าที่คาดการณ์ไว้ หลังคณะรัฐมนตรีมีมติให้ทบทวนราคากลางที่ใช้ในการประมูลโครงการใหม่ให้สอดคล้องกับต้นทุนราคาน้ำมันที่ลดลง ทำให้เกิดความล่าช้าในการเซ็นสัญญาโครงการใหม่ๆ ที่เริ่มดำเนินการหลัง 16 ธันวาคม 2557 เนื่องจากจำเป็นต้องใช้เวลาอย่างน้อย 1-2 เดือน ตั้งแต่การเสนอราคาใหม่ไปจนถึงการขอเบิกงบ จึงมีความเสี่ยงที่จะดำเนินการได้ไม่ทันรอบเบิกจ่ายในเดือนมีนาคม นอกจากนี้ ยังมีโครงการภาครัฐหลายโครงการที่ประสบปัญหาไม่ได้รับความสนใจจากภาคเอกชนในการยื่นซองประมูล ทำให้ต้องยกเลิกและดำเนินการใหม่หลายครั้ง อย่างไรก็ตาม ภาครัฐบาลได้ออกมาตรการเร่งรัดและปรับปรุงการดำเนินงาน ระเบียบ และหลักเกณฑ์การปฏิบัติในการเบิกจ่ายของภาครัฐ เพื่อช่วยลดระยะเวลาในการพิจารณาการเบิกจ่ายให้รวดเร็วขึ้น ทั้งนี้ ไออีซีประเมินว่าการลงทุนและการบริโภคภาครัฐในปีปฏิทิน 2558 เติบโตได้ที่ระดับ 8.4% และ 3.0% ตามลำดับ

40 ภาพรวมการเบิกจ่ายงบลงทุนภาครัฐ ยังคงล่าช้ากว่าที่ตั้งเป้าหมายไว้

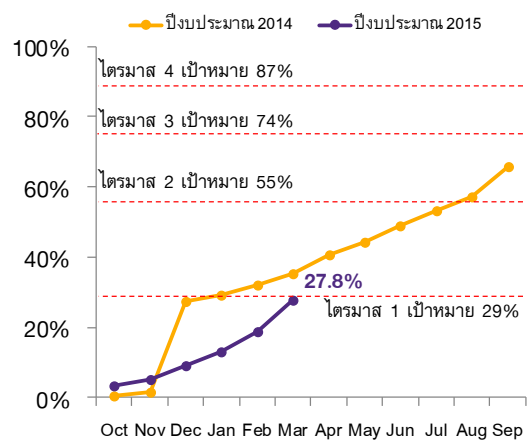
อัตราการเบิกจ่ายงบประมาณรวมสะสม

หน่วย: สัดส่วนต่องบประมาณรวม



อัตราการเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนสะสม

หน่วย: สัดส่วนต่องบประมาณรวม



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

BOX: นโยบายดิจิทัลเพื่อเศรษฐกิจและสังคม (Digital Economy)

เศรษฐกิจดิจิทัลตามนิยามของกระทรวงเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารคือระบบเศรษฐกิจและสังคมที่นำเทคโนโลยีสารสนเทศมาประยุกต์ให้เข้ากับกิจกรรมต่างๆ เช่น การสื่อสาร การผลิต การจำหน่าย การทำธุรกรรม การบริหารจัดการข้อมูล เป็นต้น รัฐบาลได้กำหนดนโยบายผลักดันและวางรากฐานเศรษฐกิจดิจิทัลในประเทศไทยเพื่อพัฒนาขีดความสามารถของประเทศ โดยยุทธศาสตร์ในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจดิจิทัลแบ่งออกได้เป็น 5 ข้อดังนี้

1. การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัล (hard infrastructure) โดยรัฐบาลจะเร่งพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานการสื่อสารหรือบรอดแบนด์ให้เข้าถึงทุกหมู่บ้านในประเทศ ในราคาที่เหมาะสมและมีเสถียรภาพ รัฐบาลเตรียมปรับโครงสร้างพื้นฐานการสื่อสารที่มีอยู่ให้เกิดประสิทธิภาพโดยที่ประชุมคณะกรรมการเตรียมการด้านดิจิทัลเพื่อเศรษฐกิจและสังคม ครั้งที่ 1/2015 ได้เปิดเผยว่าในช่วง 2-3 เดือนข้างหน้าคณะกรรมการจะเร่งรวบรวมข้อมูลเครือข่ายเส้นใยแก้วนำแสง (fiber optic) ที่ไม่ได้ใช้งานของทั้งภาครัฐและภาคเอกชนเพื่อนำไปออกแบบโครงข่ายที่เชื่อมต่อกัน โดยตั้งเป้าให้ทุกหมู่บ้านเข้าถึงเครือข่ายอินเทอร์เน็ตได้ภายในปี 2016 และทุกบ้านสามารถใช้อินเทอร์เน็ตได้ภายในปี 2017 พร้อมกันนี้ยังเตรียมพัฒนาระบบ 4G โดยจะมีการเปิดประมูลรอบใหม่ภายในเดือนกันยายน นอกจากนี้ คณะกรรมการยังเร่งผลักดันการสร้างศูนย์ข้อมูลข่าวสาร (data center) 40-50 แห่ง โดย data center จะมีความจุมากกว่าข้อมูลของราชการกว่าเท่าตัว เพื่อรวบรวมฐานข้อมูลให้เป็นเครือข่ายเดียวกันและเพิ่มความสะดวกในการให้บริการข้อมูลแก่ประชาชน ทั้งนี้ คาดว่าจะเริ่มดำเนินการภายในเดือนมีนาคม 2016 และเสร็จสิ้นในเดือนเมษายน 2017 โดยคาดว่าเอกชนจะเป็นผู้ลงทุนทั้งหมด

2. การสร้างความมั่นคงปลอดภัย และความเชื่อมั่นในการทำธุรกรรมด้วยเทคโนโลยีดิจิทัล (soft infrastructure) โดยรัฐบาลจะปรับปรุงกฎหมายรวมทั้งระเบียบเกี่ยวกับการลงทุนและการกำกับดูแลด้านโทรคมนาคมให้ทันสมัยตลอดจนให้ความสำคัญกับความปลอดภัยของระบบดิจิทัล และการคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคล โดยได้พิจารณาเห็นชอบร่างกฎหมาย 8 ฉบับที่สนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจดิจิทัลในช่วงต้นเดือนมกราคมที่ผ่านมา ตัวอย่างเช่น 1) แก้ไข พ.ร.บ. ว่าด้วยการทำความผิดเกี่ยวกับคอมพิวเตอร์ให้ครอบคลุมมากขึ้น 2) ร่าง พ.ร.บ. ว่าด้วยการรักษาความมั่นคงปลอดภัยไซเบอร์เพื่อกำหนดหลักเกณฑ์การรักษาความมั่นคงปลอดภัยไซเบอร์ และจัดตั้งคณะกรรมการรักษาความมั่นคงปลอดภัยไซเบอร์แห่งชาติ และ 3) ร่าง พ.ร.บ. การคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคล เพื่อกำหนดข้อปฏิบัติในการคุ้มครองข้อมูลเกี่ยวกับบุคคล ครอบคลุมสิทธิของเจ้าของข้อมูลและหลักเกณฑ์การร้องเรียน เป็นต้น

3. โครงสร้างพื้นฐานเพื่อส่งเสริมการให้บริการ (service infrastructure) โดยรัฐบาลมีแผนจะจัดตั้ง e-Government เพื่ออำนวยความสะดวกในการให้บริการประชาชน โดยเตรียมเปลี่ยนแปลงการให้บริการของระบบราชการให้เป็นแบบไร้กระดาษ (paperless) และขอความร่วมมือไปยังทุกกระทรวง โดยเฉพาะกระทรวงพาณิชย์ กระทรวงอุตสาหกรรม และกระทรวงมหาดไทย ให้มีการขอใบอนุญาตต่างๆ ผ่านระบบอิเล็กทรอนิกส์มากขึ้น อีกทั้งยังมีแผนการพัฒนาให้หน่วยงานภาครัฐสามารถดึงข้อมูลของประชาชนผ่านบัตรประชาชนเพียงใบเดียว ทั้งนี้ คาดว่าแผนงานทั้งสองโครงการจะใช้เวลาดำเนินการ 5 เดือน

4. การส่งเสริมและสนับสนุนดิจิทัลเพื่อเศรษฐกิจ (digital economy promotion) โดยรัฐบาลจะส่งเสริมให้มีผู้ประกอบการด้านดิจิทัลเพิ่มขึ้น โดยเตรียมจัดตั้ง venture capital ซึ่งเป็นกองทุนร่วมลงทุนสำหรับผู้ประกอบการ ซึ่งรัฐบาลจะเป็นผู้ร่วมลงทุนผ่านการสนับสนุนเงินในกิจการด้านดิจิทัลที่มีศักยภาพ อย่างไรก็ตาม รัฐบาลได้เคยจัดตั้ง venture capital เพื่อสนับสนุนธุรกิจ SMEs มาแล้วในช่วงปี 2003 แต่ไม่ประสบความสำเร็จเท่าที่ควรเนื่องจากมีการกำหนดสินทรัพย์ถาวรของบริษัท SMEs ไว้ไม่เกิน 200 ล้านบาท ซึ่งอาจมีขนาดเล็กเกินไป ในขณะที่เดียวกัน สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ก็เตรียมประกาศกฎการระดมทุนในรูปแบบ crowd-funding เพื่อสนับสนุนและผลักดันให้เกิดบริษัทเปิดใหม่ (start-up companies) ในประเทศไทยมากขึ้น

5. ดิจิทัลเพื่อสังคมและทรัพยากรความรู้ (Digital Society) โดยรัฐบาลมุ่งใช้ดิจิทัลเป็นสื่อกลางในการสื่อสารและให้ความรู้แก่ผู้ด้อยโอกาส ตลอดจนสนับสนุนให้ประชาชนทุกระดับสามารถเข้าถึงการให้บริการอินเทอร์เน็ตและเข้าถึงข้อมูลของรัฐได้ โดยเตรียมจัดตั้งโครงการเรียนรู้ตลอดชีวิตร่วมกับกระทรวงศึกษาธิการ เพื่อสนับสนุนเครือข่ายเรียนรู้ทางไกล

ทั้งนี้ จะเห็นได้ว่านโยบายเศรษฐกิจดิจิทัลของรัฐบาลในระยะสั้น ซึ่งมุ่งเน้นไปที่การสร้างโครงสร้างพื้นฐานในการสื่อสารและการขยายฐานข้อมูลของราชการ เริ่มเห็นรายละเอียดที่ชัดเจนขึ้นแล้ว แต่สำหรับนโยบายในระยะยาวที่มุ่งผลักดันเศรษฐกิจดิจิทัลผ่านการสนับสนุนผู้ประกอบการด้านดิจิทัลและบริษัทเกิดใหม่ และการนำดิจิทัลมาช่วยพัฒนาสังคมนั้น อาจยังไม่ชัดเจนเท่าที่ควร

อ่านเพิ่มเติม: เว็บไซต์ของกระทรวงเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร

การส่งออก-นำเข้า

มูลค่าการส่งออกไทยในช่วง 2 เดือนแรกของปี 2015 ยังคงน่าผิดหวัง โดยหดตัว 3.5%YOY ในช่วงเดือนมกราคม และ 6.1%YOY ในเดือนกุมภาพันธ์ จากการลดลงของมูลค่าสินค้าส่งออกที่เชื่อมโยงกับน้ำมันดิบ ได้แก่ น้ำมันสำเร็จรูป เคมีภัณฑ์ และพลาสติกที่มีสัดส่วนราว 15% ของการส่งออกทั้งหมดของไทย โดยใน 2 เดือนแรกของปีนี้มูลค่าการส่งออกสินค้าดังกล่าวหดตัวลงที่ 27.5%YOY, 21.1%YOY, และ 10.1%YOY ตามลำดับ เป็นผลมาจากราคาน้ำมันดิบโลกที่หดตัวลงไปกว่า 50% ในช่วงไตรมาสแรกของปี 2015 นอกจากนี้ มูลค่าการส่งออกสินค้าเกษตรหลักของไทยยังคงตกต่ำ โดยการส่งออกข้าวและน้ำตาลกลับมามีมูลค่าอีกครั้งในช่วงต้นปีนี้ หลังจากที่ขยายตัวในระดับสูงเมื่อช่วงปลายปีที่แล้ว เป็นผลมาจากการระบายข้าวที่ชะลอลงและราคาน้ำตาลที่ลดลงต่อเนื่อง ในขณะที่เดียวกัน ราคายางพาราที่ยังไม่มีสัญญาณฟื้นตัว (รูปที่ 41 และ รูปที่ 42) ส่วนการส่งออกก็ยังได้รับผลกระทบจากการถูกตัดสิทธิพิเศษทางศุลกากร (Generalized System of Preferences: GSP) จากสหภาพยุโรป ประกอบกับอุปสงค์ในประเทศคู่ค้าสำคัญอย่างจีน ญี่ปุ่น และสหภาพยุโรปก็ชะลอลงตามเศรษฐกิจ (รูปที่ 43) ทั้งหมดส่งผลให้การส่งออกของไทยในปีนี้น่ากังวล โดยใน 2 เดือนแรกของปีนี้หดตัวแล้วกว่า 4.8%YOY

มีเพียงการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ช่วยพยุงการส่งออกของไทยในปี นี้ โดยมูลค่าการส่งออกของไทยไปยังตลาดสหรัฐฯ ขยายตัว 6.0%YOY และ 5.1%YOY ในเดือนมกราคมและกุมภาพันธ์ตามลำดับ ทั้งนี้ ตลาดสหรัฐฯ เป็นตลาดส่งออกหลักของสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ไทย โดยมีสัดส่วนถึง 20% ของการส่งออกสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ ส่งผลให้ในช่วงเดือนมกราคม-กุมภาพันธ์ มูลค่าการส่งออกแผงวงจรไฟฟ้าขยายตัวสูงถึง 14.6%YOY ขณะที่การส่งออกเครื่องคอมพิวเตอร์และส่วนประกอบขยายตัว 0.4%YOY

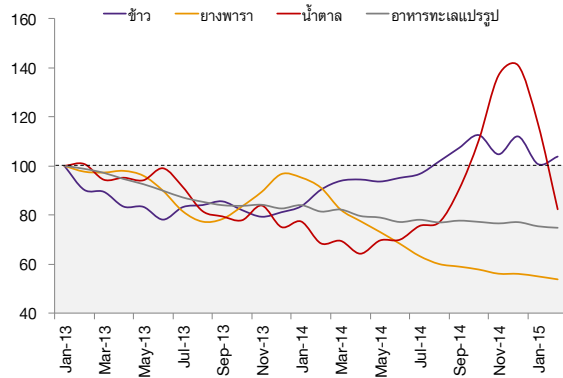
มูลค่าการนำเข้า 2 เดือนแรกของปียังคงหดตัวที่ 6.7%YOY จากมูลค่าการนำเข้าน้ำมันที่ลดลง โดยมูลค่าการนำเข้าน้ำมันดิบที่มีสัดส่วนราว 15% ของการนำเข้าทั้งหมดหดตัว 51.5%YOY ในช่วง 2 เดือนแรกของปีจากราคาน้ำมันโลกที่ตกต่ำ ด้านการนำเข้าสินค้าทุนขยายตัวที่ 2.8%YOY ในเดือนมกราคม-กุมภาพันธ์ ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการนำเข้าเครื่องบินและเรือที่เพิ่มขึ้นราว 28.4%YOY ในขณะที่การนำเข้าเครื่องจักรกลและส่วนประกอบยังหดตัว 6.3%YOY อย่างไรก็ตาม เริ่มมีสัญญาณบวกจากการนำเข้าสินค้าอุปโภคบริโภคโดยใน 2 เดือนแรกของปี ขยายตัว 13.1%YOY สะท้อนให้เห็นว่าการบริโภคในประเทศของกลุ่มครัวเรือนที่มีรายได้สูงและปานกลางค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้น (รูปที่ 44)

อีโคโนมิสต์มองว่ามูลค่าการส่งออกของไทยทั้งปี 2015 จะหดตัว 1.3%YOY ซึ่งอาจเป็นการหดตัวติดต่อกันเป็นปีที่ 3 ของการส่งออกไทย หลังจากมูลค่าการส่งออกยังคงถูกกดดันจากหลายปัจจัย ได้แก่ 1) ราคาน้ำมันโลกที่ในปีนี้จะคงอยู่ในระดับต่ำต่อไป ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าการส่งออกน้ำมันสำเร็จรูป เคมีภัณฑ์ และพลาสติกของไทย 2) ราคาสินค้าเกษตรที่ตกต่ำ โดยเฉพาะราคายางพาราและน้ำตาลที่ลดลงไปถึง 32% และ 6% ตามลำดับ ในช่วง 2 เดือนแรกของปี 3) อุปสงค์ของประเทศคู่ค้าสำคัญของไทยอย่างจีน ญี่ปุ่น และสหภาพยุโรปที่ชะลอลงตามเศรษฐกิจ 4) การถูกตัดสิทธิ GSP จากสหภาพยุโรปในทุกหมวดสินค้า 5) การย้ายฐานการผลิตของผู้ผลิตโทรทัศน์รายใหญ่อย่าง LG และ Samsung ไปเวียดนาม โดย LG จะย้ายการผลิตโทรทัศน์ทั้งหมดไปในช่วงปลายไตรมาส 2 ของปีนี้ ส่วน Samsung ได้ลดกำลังการผลิตโทรทัศน์ในประเทศไทยลงแล้ว และคาดว่าจะย้ายฐานการผลิตโทรทัศน์ภายในปีนี้ โดยจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าการส่งออกโทรทัศน์ที่มีสัดส่วนราว 2% ของการส่งออกทั้งหมดของไทย และ 6) การแข็งค่าของเงินบาทเทียบกับคู่ค้าโดยมาตรการเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE) ของยุโรปและญี่ปุ่น ส่งผลให้เงินบาทมีทิศทางแข็งค่าเมื่อเทียบกับเงินยูโรและเงินเยน ตลอดจนค่าเงินของประเทศในภูมิภาคอาเซียนซึ่งเป็นคู่แข่งในการส่งออกของไทย

41 การส่งออกไทยยังน่าผิดหวัง จากการส่งออกสินค้าที่เชื่อมโยงกับน้ำมันดิบและสินค้าเกษตร

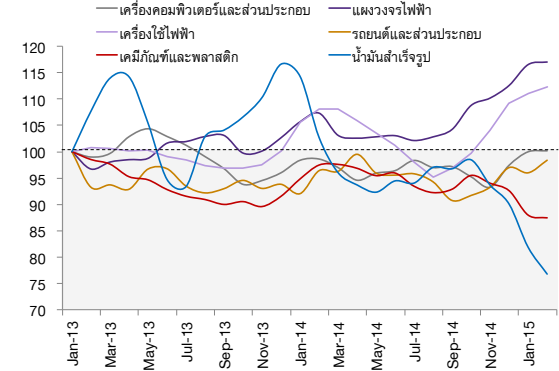
การส่งออกไทยในสินค้าสำคัญ- สินค้าเกษตร

หน่วย: ดัชนีเฉลี่ยเคลื่อนที่ 3 เดือนปรับฤดูกาล (Jan 13= 100)



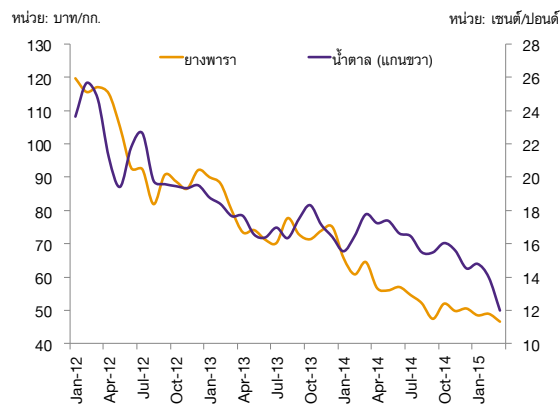
การส่งออกไทยในสินค้าสำคัญ- สินค้าอุตสาหกรรม

หน่วย: ดัชนีเฉลี่ยเคลื่อนที่ 3 เดือนปรับฤดูกาล (Jan 13= 100)

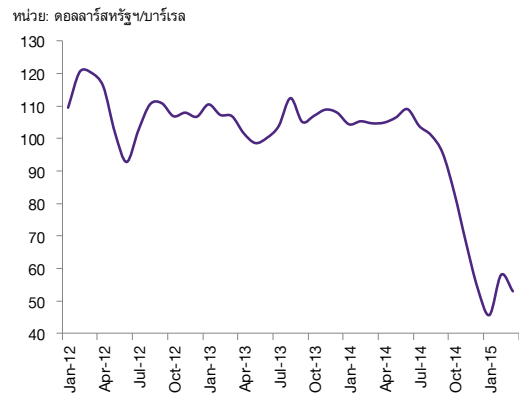


42 ราคาสินค้าเกษตรและราคาน้ำมันโลก ยังคงมีทิศทางหดตัวต่อเนื่อง

ราคายางพาราและน้ำตาลในตลาดโลก



ราคาน้ำมันดิบดูไบในตลาดโลก

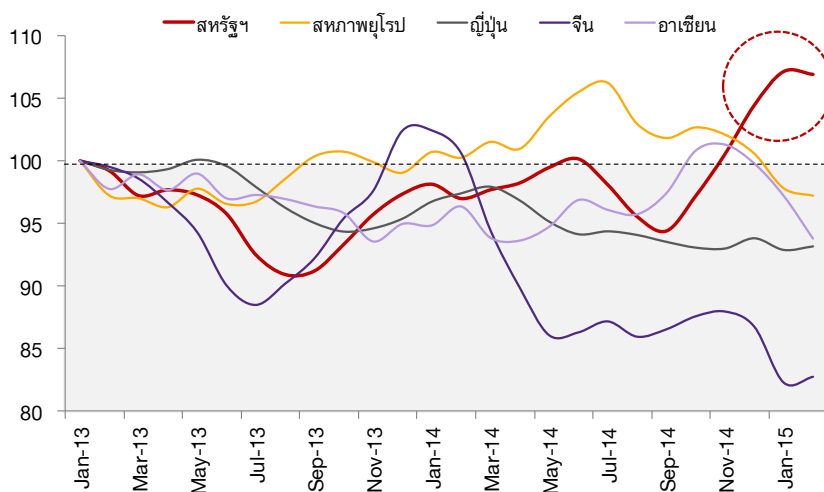


ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกระทรวงพาณิชย์

43 อุปสงค์ในประเทศคู่ค้าสำคัญชะลอตัว โดยมีเพียงการส่งออกไปยังตลาดสหรัฐฯที่ยังสามารถขยายตัวได้ต่อเนื่อง

การส่งออกของไทยไปยังตลาดต่างๆ

หน่วย: ดัชนีเฉลี่ยเคลื่อนที่ 3 เดือนปรับฤดูกาล (Jan 13= 100)

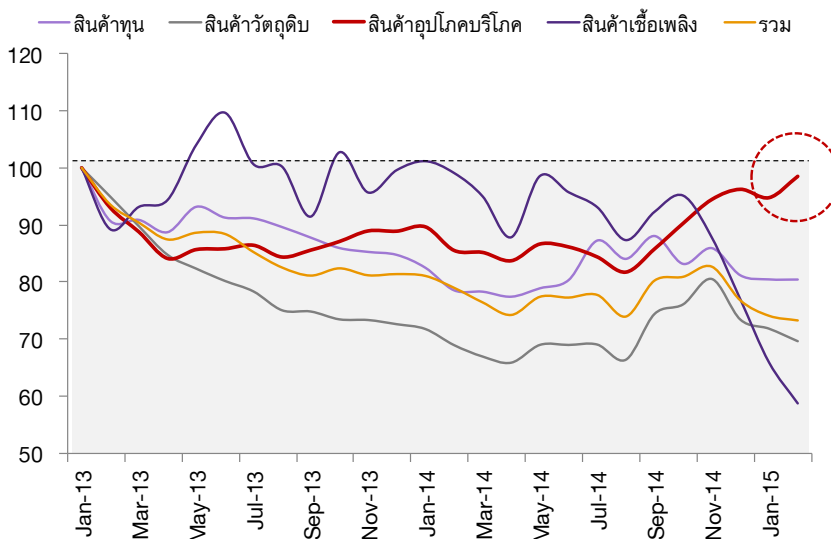


ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ CEIC

44 มูลค่าการนำเข้าลดลงจากราคาน้ำมันที่หดตัว แต่เริ่มมีสัญญาณบวกจากการนำเข้าสินค้าอุปโภคบริโภค

การขยายตัวของ การนำเข้าไทยในสินค้าสำคัญ

หน่วย: ดัชนีเฉลี่ยเคลื่อนที่ 3 เดือนปรับฤดูกาล (Jan 13= 100)



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกระทรวงพาณิชย์

การท่องเที่ยว

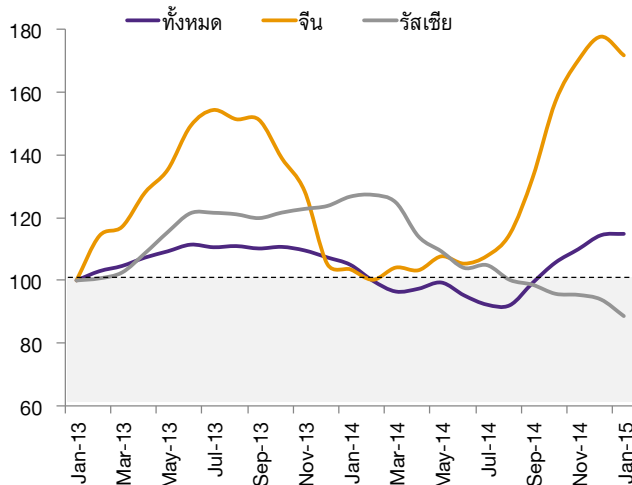
การท่องเที่ยวของไทยปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องในไตรมาสแรกของปี 2015 โดยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในไตรมาสแรกมีจำนวน 7.8 ล้านคน เพิ่มขึ้น 23%YOY ต่อเนื่องจากไตรมาส 4 ปี 2014 ที่เติบโต 7%YOY หลังสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองคลี่คลาย โดยตัวเลขการเติบโตที่สูงมากนี้ส่วนหนึ่งมาจากการที่มีฐานเปรียบเทียบกับต่ำเมื่อช่วงต้นปี 2014 โดยในจำนวนนักท่องเที่ยวที่ขยายตัวนั้น ส่วนใหญ่เป็นนักท่องเที่ยวจากประเทศจีนและมาเลเซีย ในทางกลับกันจำนวนนักท่องเที่ยวรัสเซียกลับหดตัวต่อเนื่องหลังจากได้รับผลกระทบจากการอ่อนค่าของเงินรูเบิล (รูปที่ 45)

อีไอซีคงประมาณการนักท่องเที่ยวปีนี้จะขยายตัว 15.4%YOY และมีจำนวนนักท่องเที่ยวทั้งปีอยู่ราว 28.8 ล้านคน โดยการท่องเที่ยวไทยปีนี้จะได้รับแรงสนับสนุนหลักจากปริมาณนักท่องเที่ยวจีนที่จะเพิ่มขึ้นถึง 45% ซึ่งมาช่วยทดแทนปริมาณนักท่องเที่ยวรัสเซียที่มีแนวโน้มลดลง 40% จากผลของเงินรูเบิลที่อ่อนค่าด้านผลกระทบจากการประเมินด้านความปลอดภัยจากองค์การการบินพลเรือนสากล (ICAO) ที่ส่งผลให้หลายประเทศระงับเครื่องบินเช่าเหมาลำจากไทยนั้น อีไอซีมองว่าจะไม่ส่งผลกระทบต่อปริมาณนักท่องเที่ยวต่างชาติที่จะเข้ามาในไทยมากนัก เนื่องจากนักท่องเที่ยวส่วนมากใช้สายการบินของประเทศตัวเองซึ่งทางประเทศไทยไม่ได้มีการระงับการบินเข้ามาในประเทศ อย่างไรก็ตามการประเมินของ ICAO จะส่งผลกระทบต่อปริมาณนักท่องเที่ยวไทยที่จะไปเที่ยวในต่างประเทศ ซึ่งในปัจจุบัน ญี่ปุ่นและเกาหลีใต้ได้มีการระงับเครื่องบินเช่าเหมาลำจากไทยทั้งหมดกว่า 183 เที่ยวบิน ในขณะที่จีนและสิงคโปร์อาจมีการห้ามเครื่องบินเช่าเหมาลำจากไทยเพิ่มเติม

45 จำนวนนักท่องเที่ยวไทยขยายตัวต่อเนื่องในไตรมาส 1

จำนวนนักท่องเที่ยว- รายประเทศ

หน่วย: ดัชนีเฉลี่ยเคลื่อนที่ 3 เดือนปรับฤดูกาล (Jan 13= 100)



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ CEIC

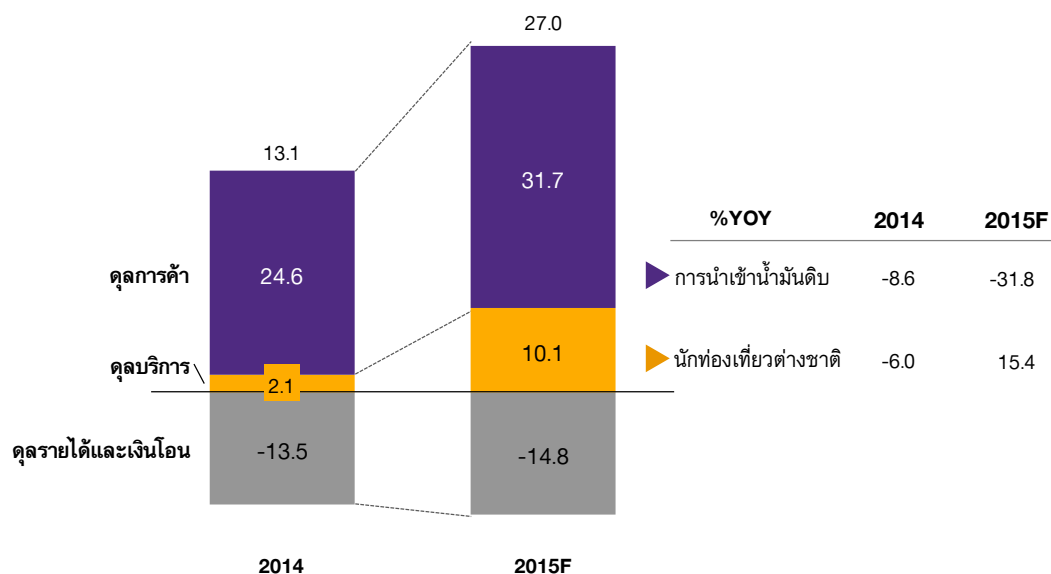
ดุลบัญชีเดินสะพัด

ดุลบัญชีเดินสะพัดในปี 2015 มีแนวโน้มเกินดุลสูงถึง 27.0 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ สูงที่สุดเป็นประวัติการณ์ เพิ่มขึ้นจากปีก่อนที่เกินดุล 14.2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยอีไอซีประมาณการว่าดุลการค้ามีแนวโน้มเกินดุลเพิ่มขึ้นจาก 24.6 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปีก่อน เป็น 31.7 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 2015 เนื่องจากการมูลค่าการนำเข้าน้ำมันดิบที่ลดลงถึง 31.8%YOY ตามราคาน้ำมันดิบตลาดโลกที่ตกต่ำลง ขณะเดียวกัน ดุลบริการมีแนวโน้มเกินดุลสูงถึง 10.1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จากการท่องเที่ยวที่มีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง (รูปที่ 46)

46 ดุลบัญชีเดินสะพัดมีแนวโน้มเกินดุลสูงสุดเป็นประวัติการณ์

ดุลบัญชีเดินสะพัด

หน่วย: พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทย

อัตราเงินเฟ้อ

เงินเฟ้อทั่วไปติดลบเป็นครั้งแรกในรอบ 5 ปี เงินเฟ้อในไตรมาสแรกของปี 2015 หดตัว 0.5%YOY ตามทิศทางราคาพลังงานโลกที่ยังคงปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะราคาน้ำมันเชื้อเพลิงที่ปรับลดลงมาตั้งแต่ปลายปี 2014 ส่งผลให้ราคาขายปลีกน้ำมันเชื้อเพลิงเพื่อการขนส่งทั้งกลุ่มเบนซิน แก๊สโซฮอล์ และดีเซล ลดลงกว่า 10%YOY ในช่วงเดือนพฤศจิกายน 2014 ถึงมีนาคม 2015 ประกอบกับค่าไฟฟ้าผันแปรอัตโนมัติที่ปรับลดลง 10 สต./หน่วยมาตั้งแต่เดือนมกราคม ส่งผลให้เงินเฟ้อในส่วนของพลังงานโดยรวมหดตัวลงกว่า 13% ในช่วงไตรมาสแรกของปี 2015 นอกจากนี้ น้ำมันยังส่งผลกระทบต่อเงินเฟ้อในส่วนของอาหารสดและสินค้าชนิดอื่นที่มีต้นทุนการขนส่งเป็นสัดส่วนที่สูงปรับลดลงเช่นกัน โดยเงินเฟ้อในอาหารสด 3 เดือนแรกของปี 2015 ชะลอตัวลงเหลือเพียง 0.3%YOY เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยทั้งปี 2014 ที่ 3.5%

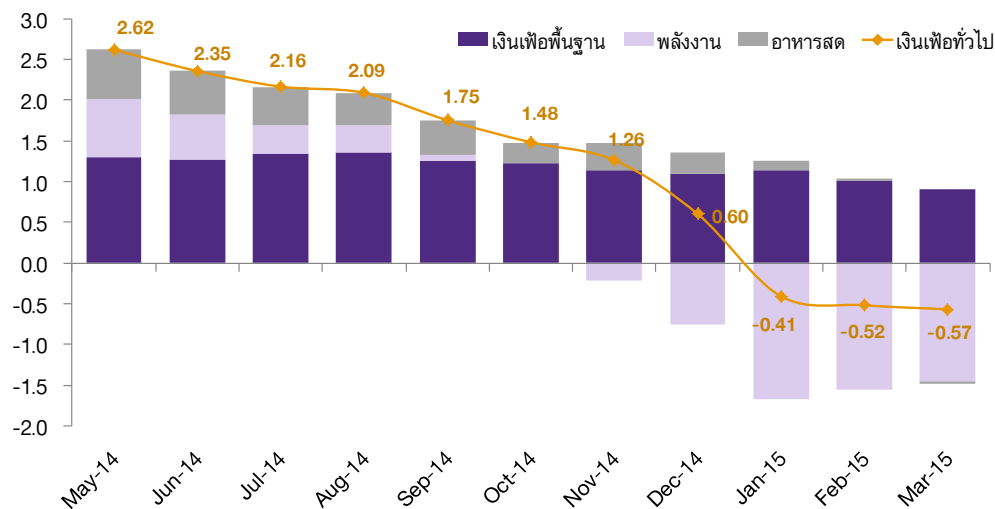
เศรษฐกิจไทยยังไม่เข้าสู่สภาวะเงินฝืด ถึงแม้ระดับราคาลินค้าโดยรวมในไตรมาสแรกจะหดตัวเมื่อเทียบกับปี 2014 ที่ผ่านมา แต่หากมองที่ระดับเงินเฟ้อพื้นฐานในช่วงเวลาเดียวกันนี้ จะพบว่าเงินเฟ้อพื้นฐานชะลอตัวลงเพียงเล็กน้อย มาอยู่ที่ระดับ 1.5% เมื่อเทียบกับระดับ 1.6% ของปี 2014 นอกจากนี้ การชะลอตัวของเงินเฟ้อพื้นฐานยังเกิดจากสินค้าประเภทอาหารเป็นสำคัญ เนื่องจากสินค้าประเภทอาหารสำเร็จรูปนั้นได้รับผลกระทบทางอ้อมของราคาพลังงาน ทำให้ต้นทุนการประกอบอาหารต่ำลง ส่งผลได้จากที่มาของเงินเฟ้อพื้นฐานในส่วนของสินค้าประเภทอาหารที่ชะลอตัวลงเรื่อยมาจนต่ำกว่าระดับ 1 percentage point ตั้งแต่เดือนกุมภาพันธ์ ในขณะที่เงินเฟ้อพื้นฐานในส่วนของสินค้าที่ไม่ใช่อาหารมิได้ชะลอตัวลงแต่อย่างใด อีไอซีจึงมองว่าสถานการณ์ปัจจุบันของไทยยังไม่ใช่สภาวะเงินฝืด เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในระดับปัจจุบันนั้นบ่งชี้ว่าการใช้จ่ายของผู้บริโภคยังทรงตัวอยู่ที่ระดับใกล้เคียงช่วงปลายปี 2014

อีไอซีประเมินว่าเงินเฟ้อครึ่งปีแรกของปี 2015 จะยังคงติดลบ จากสามปัจจัยหลักได้แก่ 1) ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกที่ยังมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับต่ำกว่าหรือใกล้เคียง 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล 2) กำลังซื้อของผู้บริโภคที่ยังทรงตัวจากปัญหารายได้ภาคเกษตรและหนี้ครัวเรือนที่เริ่มสูงขึ้น ทำให้เศรษฐกิจไทยยังขาดตัวเร่งด้านอุปสงค์ที่จะช่วยให้เงินเฟ้อสูงขึ้นได้ และ 3) ดัชนีราคาผู้บริโภคช่วงต้นปี 2014 ที่อยู่ในระดับค่อนข้างสูง เนื่องจากราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกในช่วงเวลาดังกล่าวแพงกว่า 100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ประกอบกับเป็นช่วงเวลาที่มีการขึ้นค่าก๊าซหุงต้มอย่างต่อเนื่องในอัตรา 50 สตางค์/กก. การคำนวณอัตราเงินเฟ้อโดยใช้ปี 2014 เป็นฐานการคำนวณจึงเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลให้เงินเฟ้อทั่วไปติดลบ อย่างไรก็ตาม ฐานการคำนวณที่สูงในปี 2014 จะเริ่มมีผลกระทบน้อยลงตั้งแต่ช่วงครึ่งปีหลังของปี 2015 เป็นต้นไป อีไอซีจึงคาดการณ์เงินเฟ้อทั่วไปและเงินเฟ้อพื้นฐานของปี 2015 ว่าจะอยู่ที่ระดับ 0.7% และ 1.4% ตามลำดับ

47 ราคาพลังงานยังเป็นปัจจัยหลักที่ทำให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปติดลบ ทั้งจากพลังงานตรงและทางอ้อม

แหล่งที่มาของเงินเฟ้อทั่วไป

หน่วย: %YOY

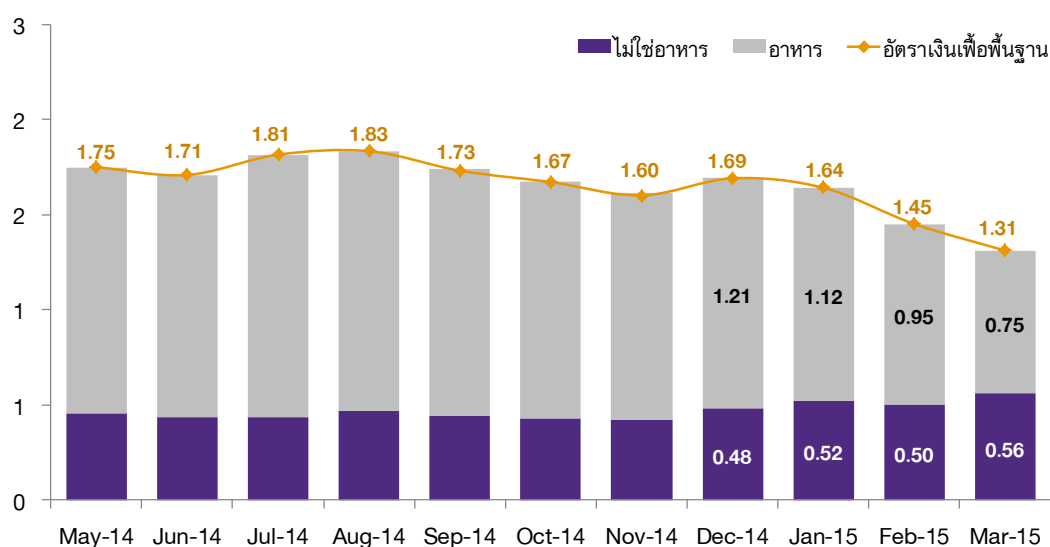


ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกระทรวงพาณิชย์

48 ราคาน้ำมันที่ลดลงส่งผลกระทบต่อการชะลอตัวของเงินเฟ้อพื้นฐานในส่วนของอาหารเท่านั้น

แหล่งที่มาของเงินเฟ้อพื้นฐาน

หน่วย: %



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกระทรวงพาณิชย์

อัตราดอกเบี้ยนโยบาย

คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีกครั้งเหลือ 1.50% เป็นการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายติดต่อกัน 2 ครั้ง ในการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินเดือนมีนาคมและเดือนเมษายนมาอยู่ที่ระดับ 1.50% จากช่วงต้นปีที่อยู่ระดับ 2.00% แสดงถึงความต้องการให้นโยบายการเงินเป็นส่วนสำคัญในการช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจในภาวะที่อุปสงค์ในประเทศทั้งการใช้จ่ายภาคเอกชนและภาครัฐยังฟื้นตัวช้ากว่าที่กนง. ได้ประเมินไว้รวมถึงการส่งออกที่หดตัวในไตรมาส 1 ที่ผ่านมายิ่งส่งผลให้การบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนอ่อนแอลง นอกจากนี้ อัตราเงินเฟ้อทั่วไปที่มีแนวโน้มอยู่ระดับต่ำกว่า 1% ซึ่งเป็นกรอบล่างของเป้าหมายเงินเฟ้อใหม่ในปีนี้ ส่งผลให้ต้องมีการผ่อนคลายทางการเงินเพิ่มเติมเพื่อลดความเสี่ยงต่อการเกิดภาวะเงินฝืด

อีไอซีประเมินว่ามีโอกาสสูงที่รพท. จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีกไปอยู่ที่ระดับ 1.25% ภายในไตรมาส 2 การลดดอกเบี้ยในเดือนเมษายนของกนง. เป็นการแสดงท่าทีที่ชัดเจนในการพร้อมใช้นโยบายการเงินในการกระตุ้นเศรษฐกิจ ประกอบกับปัจจุบันปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทยยังอ่อนแอในเกือบทุกด้านและมีแนวโน้มแยลง อัตราเงินเฟ้อมีความเสี่ยงติดลบมากขึ้น รวมถึงค่าเงินบาทที่แข็งค่าเมื่อเทียบกับสกุลเงินอื่นในภูมิภาคจากแนวโน้มการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดในปีนี้จนกระทบภาคส่งออกนอกจากนี้ การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงสามารถช่วยบรรเทาภาระดอกเบี้ยให้แก่ทั้งภาคธุรกิจและภาคครัวเรือนที่กำลังประสบปัญหาหนี้ที่อยู่ในระดับสูงได้เช่นเดียวกัน โดยอัตราดอกเบี้ยที่ระดับ 1.25% จะเป็นระดับต่ำที่สุดเป็นประวัติการณ์นโยบายการเงินของไทยและเท่ากับระดับอัตราดอกเบี้ยในปี 2009 ที่เกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินโลก

ความเสี่ยงทางด้านเสถียรภาพทางการเงินของไทยยังคงมีน้อยทำให้ยังสามารถดำเนินนโยบายผ่อนคลายทางการเงินเพิ่มเติมได้ ถึงแม้ว่าการปรับลดดอกเบี้ยนโยบายครั้งแรกในเดือนมีนาคมค่อนข้างมีประสิทธิผลที่จำกัดเห็นได้จากค่าเงินบาทที่ยังคงแข็งค่าและความมั่นใจภาคเอกชนที่ยังคงมีทิศทางหดตัว แต่ความเสี่ยงจากการลดดอกเบี้ยยังคงมีน้อยเนื่องจากปัจจัยพื้นฐานของประเทศไทยค่อนข้างแข็งแกร่ง กล่าวคือ ดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุล เงินสำรองระหว่างประเทศเพียงพอต่อการชำระหนี้ต่างประเทศระยะสั้นถึง 2.6 เท่า ประกอบกับอัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ (รูปที่ 49) ดังนั้นแนวโน้มการขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed คงไม่ส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของค่าเงินบาทมากเหมือนกับประเทศตลาดเกิดใหม่อื่นๆ เช่น อินเดีย ตุรกี หรือบราซิล ที่มีปัจจัยพื้นฐานที่อ่อนแอ

49 ประเทศไทยมีปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่ง ในการรับมือกับเงินทุนไหลออก

ประเทศ	อัตราเงินเฟ้อ (%, เดือนล่าสุด)	เงินสำรองระหว่างประเทศ				ดุลบัญชีเดินสะพัด	
		พันล้าน ดอลลาร์ สหรัฐฯ	% ของ GDP	เงินสำรอง/ นำเข้า (เดือน)	เงินสำรอง/หนี้ ต่างประเทศระยะ สั้น	% ของ GDP 2014Q4	% ของ GDP 2014
ตุรกี	7.6	107	13	5	0.8	-1.8	-5.7
แอฟริกาใต้	3.9	39	11	5	1.1	-1.3	-5.5
บราซิล	8.1	354	16	19	6.1	-1.3	-4.2
อินโดนีเซีย	6.4	106	12	7	2.2	-0.7	-3.0
อินเดีย	5.2	317	16	9	3.7	-0.4	-1.4
รัสเซีย	16.9	299	16	13	4.8	0.9	3.1
มาเลเซีย	0.1	101	31	6	0.9	0.6	4.6
ฟิลิปปินส์	2.4	71	25	13	7.5	1.7	4.4
ไทย	-0.6	149	40	8	2.6	2.3	3.5
จีน	1.4	3,730	36	24	5.5	0.6	2.1

ที่มา: การวิเคราะห์ของไอซีซีจากข้อมูล CEIC

ค่าเงินบาท

เงินบาทยังคงแข็งค่าโดยเคลื่อนไหวในกรอบ 32.4 – 32.9 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ตั้งแต่ปลายปี 2014 เป็นต้นมา เงินดอลลาร์สหรัฐฯปรับตัวแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับเงินสกุลต่างๆของโลกไม่ว่าจะเป็นเงินยูโร เงินเยน รวมถึงเงินสกุลของประเทศอื่นๆในกลุ่ม emerging market เช่น สิงคโปร์ เกาหลีใต้ อินเดีย หรืออินโดนีเซีย อย่างชัดเจน เหตุผลเพราะว่าประเทศต่างๆ เหล่านี้ กำลังใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลาย ซึ่งสวนทางกับสหรัฐฯที่กำลังจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในปีนี้ แต่ในช่วงเวลาเดียวกันนั้น เงินบาทของไทยแทบไม่ได้อ่อนค่าลงเลยเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ โดยปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนให้เงินบาทแข็งค่าอยู่ในระดับดังกล่าวคือการที่มูลค่านำเข้าพลังงานลดลงตามราคาน้ำมันโลกผนวกกับรายได้จากภาคการท่องเที่ยว ซึ่งส่งผลให้ดุลเงินบัญชีเดินสะพัดเป็นบวก

อีไอซีคาดการณ์ค่าเงินบาท ณสิ้นปี 2015 ไว้ที่ 33.5 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ อีไอซีมองว่าการปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของเฟดยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ดอลลาร์สหรัฐฯอยู่ในแนวโน้มที่แข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับเงินสกุลอื่นๆของโลกในครึ่งปีหลัง และหลังจากที่ประเทศไทยเริ่มใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายขึ้นด้วยการลดอัตราดอกเบี้ยเช่นเดียวกับประเทศอื่นๆในกลุ่ม Emerging market เงินบาทก็น่าจะทยอยอ่อนค่าลงจากระดับปัจจุบันไปในทิศทางเดียวกับค่าเงินของประเทศเหล่านี้ อย่างไรก็ตาม เงินบาทไม่น่าจะอ่อนค่าลงมากนักในปีนี้ โดยจากรายงานตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตรของสหรัฐฯ ในเดือนมีนาคมออกมาต่ำกว่าที่คาด และหนึ่งในคณะกรรมการของเฟดที่ยอมรับว่าการแข็งค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นอุปสรรคต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจของสหรัฐฯ น่าจะทำให้เฟดยังไม่รีบตัดสินใจปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย ทั้งนี้ อีไอซีมองว่าเวลาที่เฟดจะปรับดอกเบี้ยขึ้นคือเดือนกันยายนหรือช้ากว่านั้น

50 ช่วงต้นปี 2015 เงินบาทเคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 32.4 – 32.9 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ

ค่าเงินบาท (USD-THB)

หน่วย: บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ



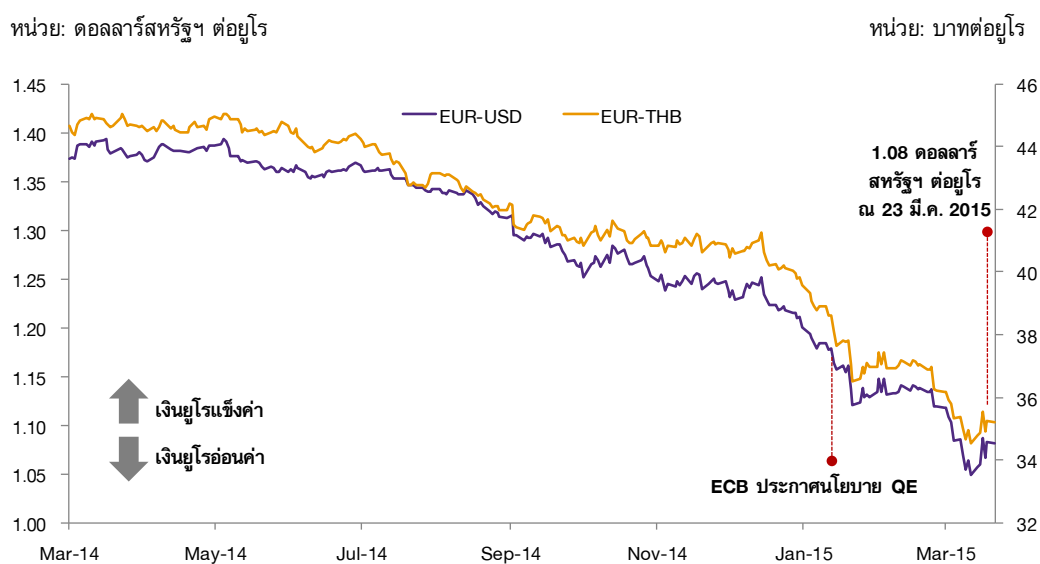
ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

ค่าเงินยูโร

เงินสกุลยูโรยังมีแนวโน้มอ่อนค่าลงอีก หลังจากที่ ECB ออกมาตรการเพิ่มเติมด้วยโครงการซื้อพันธบัตรรัฐบาลของกลุ่มประเทศยูโรโซนเมื่อวันที่ 22 มกราคม ผนวกกับมาตรการเดิมอันได้แก่การกำหนดอัตราดอกเบี้ยให้ต่ำกว่าศูนย์และการปล่อยสินเชื่อ TLTRO ที่ออกมาก่อนหน้านี้ เงินยูโรก็ได้อ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่ ECB กำลังพิมพ์เงินยูโรออกมาเพิ่มกว่า 6 หมื่นล้านยูโรทุกๆ เดือน แต่พันธบัตรรัฐบาลในยุโรปมูลค่าเกือบ 1 ใน 3 หรือกว่า 2 ล้านล้านยูโร ขณะนี้กลับซื้อขายกันที่ระดับอัตราผลตอบแทนที่ติดลบแล้ว แนวโน้มที่น่าจะเห็นคือจะยังมีเงินลงทุนไหลออกจากภูมิภาคยุโรปต่อไปอีกระยะหนึ่ง อีไอซีจึงมองว่า ค่าเงินยูโรน่าจะค่อยๆ อ่อนค่าลงไปอยู่ที่ราว 0.9 - 1.0 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อยูโรเมื่อถึงสิ้นปี 2015

51 ช่วงต้นปี 2015 เงินยูโรยิ่งอ่อนค่าลงหลังออกมาตรการซื้อพันธบัตรรัฐบาลของ ECB

ค่าเงินยูโร



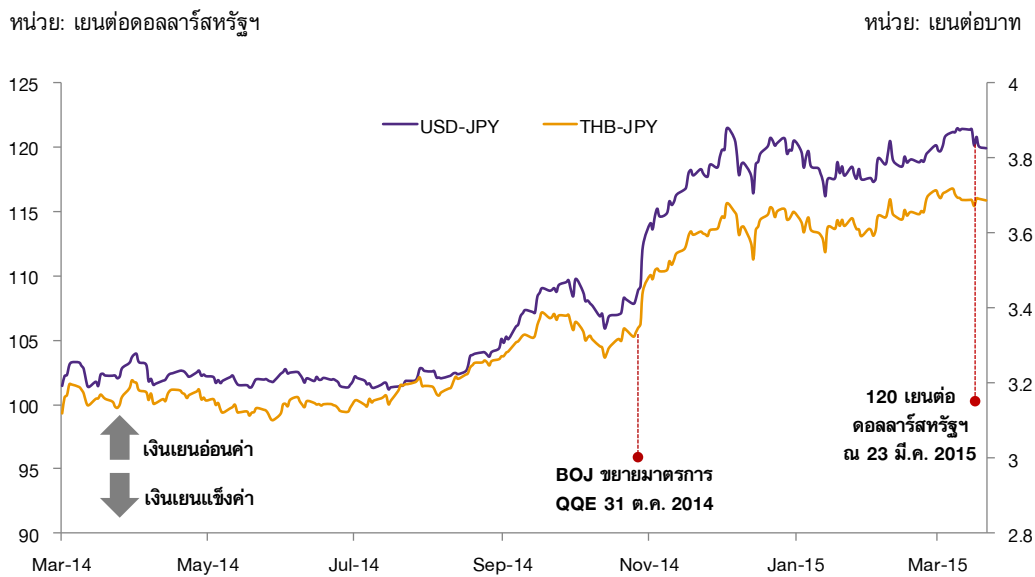
ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

ค่าเงินเยน

เงินเยนเริ่มนิ่งอยู่ที่ระดับ 120 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ จากการประชุมครั้งล่าสุดเมื่อวันที่ 17 มีนาคม BOJ ยังคงดำเนินมาตรการผ่อนคลายทางการเงิน (QQE) ด้วยการซื้อสินทรัพย์มูลค่า 80 ล้านล้านเยนต่อปี และคงเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อไว้ที่ 2% BOJ ให้ความสำคัญเห็นว่าอัตราเงินเฟ้อที่ตกลงในช่วงนี้เป็นผลจากราคาน้ำมันและน่าจะจะเป็นผลในระยะสั้นเท่านั้น แต่โอชิมองว่า แม้ว่าจะตัดผลจากราคาน้ำมันออกไปแล้ว อัตราเงินเฟ้อของญี่ปุ่นก็ยังไม่ได้ใกล้เคียงกับเป้าหมาย 2% ที่ตั้งไว้ ดังนั้น BOJ จึงน่าจะยังคงมาตรการ QQE ต่อไปจนถึงปี 2016 เป็นอย่างน้อย ซึ่งจะเป็ปัจจัยกดดันให้เงินเยนอ่อนค่าต่อไป โดยในปี 2015 ค่าเงินเยนน่าจะเคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 120 – 125 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ

52 เงินเยนที่อ่อนค่าเริ่มนิ่งอยู่ที่ระดับ 120 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ

ค่าเงินเยน



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

Bull - Bear: ราคาน้ำมัน



BULL-BEAR: ราคาน้ำมัน

ราคาน้ำมัน (USD/บาร์เรล) (ค่าเฉลี่ย)	2013	2014				2015F						2016F		
	เฉลี่ย	Q1	Q2	Q3	Q4	เฉลี่ย	Q1	Q2F	Q3F	Q4F	เฉลี่ย	สูงสุด*	ต่ำสุด*	เฉลี่ย
ราคาน้ำมันดิบ WTI	98	99	103	98	73	93	48	54	57	61	55	56	48	66
ราคาน้ำมันดิบ Brent	109	108	110	102	76	99	54	59	62	66	60	62	52	70

*Note: ข้อมูลจาก Leading global houses (ณ 1 เมษายน 2015)
ที่มา: การวิเคราะห์ของ EIC จากข้อมูลของ Leading global houses (ณ 1 เมษายน 2015)

BULLs: ปัจจัยที่ทำให้ราคาน้ำมันมีแนวโน้มขาขึ้น

- การสู้รบในเยเมน ระหว่างกบฏฮูตีกับพันธมิตรชาติอาหรับนำโดยซาอุดีอาระเบีย สร้างความกังวลเรื่องการดิ่งตัวของอุปทานน้ำมันซึ่งจะทำให้ราคาน้ำมันดิบทะยานสูงขึ้น ทั้งนี้ แม้ว่าเยเมนจะผลิตน้ำมันเพียง 1.45 แสนบาร์เรลต่อวัน หรือน้อยกว่า 1% ของปริมาณการผลิตน้ำมันทั่วโลก แต่เยเมนตั้งอยู่ติดกับช่องแคบ Bab-el-Mandeb ซึ่งเป็นเส้นทางลำเลียงน้ำมันจากอ่าวเปอร์เซียไปคลองสุเอซเพื่อส่งต่อไปยังยุโรป โดยมีปริมาณการขนส่งผ่านช่องแคบนี้ถึง 3.8 ล้านบาร์เรลต่อวัน ดังนั้นสถานการณ์ความวุ่นวายในเยเมนจึงอาจเป็นอุปสรรคต่อการขนส่งน้ำมัน ทำให้เรือบรรทุกน้ำมันต้องเปลี่ยนเส้นทางไปอ้อมทวีปแอฟริกาจนเสียเวลาในการขนส่งเพิ่มอีก 10-15 วัน รวมทั้งอาจกระทบกับการผลิตน้ำมันในซาอุดีอาระเบียบริเวณชายแดนที่อยู่ติดกับเยเมน
- การบริโภคน้ำมันในสหรัฐฯ มีปริมาณเพิ่มขึ้นตามการเติบโตของเศรษฐกิจในประเทศ สะท้อนจากตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง มีจำนวนผู้ขอรับสวัสดิการว่างงานลดลง และจากการบริโภคที่ปรับตัวดีขึ้น ทั้งนี้ สำนักงานสารสนเทศด้านพลังงานของสหรัฐฯ (EIA) คาดว่าความต้องการน้ำมันในไตรมาส 2 ปี 2015 ของสหรัฐฯ จะมีการเติบโต 2% YOY อยู่ที่ 19.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน





BEARs: ราคาน้ำมันดิบมีแนวโน้มขาลง หรือทรงตัว

- อุปทานน้ำมันโลกยังอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับอุปสงค์ ทำให้ตลาดน้ำมันมีอุปทานส่วนเกินซึ่งเป็นปัจจัยลบต่อราคาน้ำมันดิบ ทั้งนี้ EIA ประเมินอุปทานน้ำมันโลกในไตรมาส 2 ปี 2015 ไว้ที่ 94.1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในขณะที่อุปสงค์มีปริมาณ 92.6 ล้านบาร์เรลต่อวัน โดยอุปทานน้ำมันส่วนใหญ่มาจากผู้ผลิตกลุ่ม Non-OPEC ที่ปริมาณ 57.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน มีการเติบโต 2.1% YOY ส่วนกลุ่ม OPEC คาดว่ามีการผลิต 36.6 ล้านบาร์เรลต่อวัน และมีอัตราการเติบโตน้อยกว่าที่ 1.4% YOY
- การเจรจาเรื่องโครงการนิวเคลียร์ระหว่างอิหร่าน กับกลุ่ม P5+1 ได้แก่ สหรัฐฯ, อังกฤษ, ฝรั่งเศส, รัสเซีย, จีน และเยอรมนี อาจบรรลุข้อตกลงบางประการได้ ซึ่งจะทำให้อุปทานน้ำมันโลกเพิ่มขึ้นจากการส่งออกน้ำมันของอิหร่านอีก โดยในเบื้องต้น เพื่อแลกกับการผ่อนคลายมาตรการคว่ำบาตรทางเศรษฐกิจ และการจำกัดการส่งออกน้ำมันจากชาติตะวันตก อิหร่านพร้อมที่จะลดจำนวนการทำงานของเครื่อง centrifuge ซึ่งเป็นเครื่องเสริมสมรรถนะแร่ยูเรเนียม รวมทั้งหมดออกไปจากอิหร่าน แต่จะยังสามารถผลิตยูเรเนียมความเข้มข้นสูงได้ที่สถานีใต้พื้นดินที่ Fordo ภายใต้การควบคุมดูแล และมีจุดประสงค์เพื่อใช้ทางการแพทย์เท่านั้น ทั้งนี้ หากการเจรจามีข้อยุติ อิหร่านอาจส่งออกน้ำมันเพิ่มขึ้นได้ 5-7 แสนบาร์เรลต่อวัน จากเดิมที่ถูกจำกัดไว้ที่ราว 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน
- อุปสงค์น้ำมันโลกในไตรมาส 2 มีแนวโน้มทรงตัวถึงปรับระดับลดลงตามฤดูกาลหลังหมดช่วงฤดูหนาว นอกจากนี้ ยังเป็นช่วงที่โรงกลั่นส่วนใหญ่ในเอเชียและยุโรปปิดซ่อมบำรุงประจำปี ซึ่งคาดว่าจะทำให้กำลังการผลิตของโรงกลั่นหายไปราว 4 ล้านบาร์เรลต่อวัน ส่งผลให้ความต้องการน้ำมันดิบเพื่อใช้ในการกลั่นลดน้อยลง

มุมมอง EIC: BEAR

ราคาน้ำมันดิบในไตรมาส 2 ปี 2015 มีแนวโน้มอยู่ในระดับต่ำ แม้ว่าสถานการณ์การสู้รบในเยเมนที่ยืดเยื้อขึ้นจะส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบพุ่งสูงขึ้นในเดือนแรกของไตรมาสนี้จากความกังวลด้านอุปทานตึงตัว แต่คาดว่าสถานการณ์ดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อในระยะสั้น โดยราคาน้ำมันดิบจะปรับตัวลดลงกลับมาอยู่ในระดับต่ำภายหลังสถานการณ์คลี่คลายลง โดยสะท้อนจากระดับอุปสงค์น้ำมันในไตรมาสนี้ที่มีแนวโน้มอยู่ในระดับต่ำกว่าไตรมาสที่แล้วที่เป็นช่วงฤดูหนาว อีกทั้งยังเป็นช่วงที่โรงกลั่นทั่วโลกปิดซ่อมบำรุง ดังนั้น ความต้องการใช้น้ำมันดิบเพื่อนำมากลั่นเป็นผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมจึงมีแนวโน้มลดลง ส่งผลให้อุปสงค์และอุปทานน้ำมันยังไม่สมดุลกัน โดยจะมีอุปทานล้นตลาดมากยิ่งขึ้น ซึ่งจะเป็ปัจจัยกดดันราคาน้ำมันต่อไป

In focus:

เจาะมาตรการอัดฉีดสภาพคล่องจากสหรัฐฯ ญี่ปุ่น และยุโรป

ตั้งแต่ปี 2008 เป็นต้นมาธนาคารกลางในหลายประเทศได้เริ่มใช้มาตรการอัดฉีดสภาพคล่องเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจเพื่อแก้ปัญหาเศรษฐกิจอันต้อเนื่องมาจากวิกฤติทางการเงิน และภาวะเงินฝืดที่ดำเนินมาอย่างยาวนาน มาตรการดังกล่าวส่งผลกระทบเป็นอย่างยิ่งต่อเศรษฐกิจโลกทั้งในภาคการเงินและภาคเศรษฐกิจ ดังเช่น มาตรการ QE ของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ที่ส่งผลให้เงินไหลเข้าสู่ตลาดหุ้นในหลายภูมิภาคและราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับตัวสูงขึ้น มาตรการ QQE ของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BOJ) ที่ส่งผลให้เงินเยนอ่อนค่าที่สุดในรอบแปดปี และล่าสุดมาตรการ QE ของธนาคารกลางยุโรป (ECB) ซึ่งเริ่มต้นในเดือนมีนาคมที่ผ่านมาทำให้ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของบางประเทศติดลบอย่างที่ไม่เคยเป็นมาก่อน

ทั้งนี้เศรษฐกิจไทยจะได้รับอานิสงส์จากมาตรการอัดฉีดสภาพคล่องของ BOJ และ ECB ที่ยังคงดำเนินต่อไปโดยจะเป็นปัจจัยบวกต่อตลาดการเงินและต้นทุนการกู้ยืมเงินของไทยในระยะสั้น สำหรับการส่งออกของไทยจะได้รับผลกระทบในวงจำกัดจากการอ่อนค่าของเยนและยูโร และจะได้รับประโยชน์จากกำลังซื้อที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่ง หากเศรษฐกิจญี่ปุ่นและยุโรปสามารถฟื้นตัวได้ในระยะยาว



เจาะมาตรการอัดฉีดสภาพคล่อง จากสหรัฐฯ สู่ญี่ปุ่นและยุโรป



ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์
โลกทรงตัว



ตลาดหุ้นญี่ปุ่น ยุโรป
มีแนวโน้มสดใส



ภาคเศรษฐกิจจริง



สถาบันการเงิน



ภาคธุรกิจ

- ➔ เงินเฟ้อ
- ➔ การจ้างงาน
- ➔ การเติบโตทางเศรษฐกิจ

ค่าเงินเยนและยูโรอ่อนค่า
เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ

	Dec-14	Mar-15
ยูโร	0.81	0.93
เยน	102	120

ผลกระทบต่อตลาดการเงินไทย



01 ตลาดหุ้นไทยยังพอดึงดูด
เม็ดเงินส่วนเกินได้

02 การส่งออกไปญี่ปุ่นและยุโรปจะฟื้นพวน
ในระยะสั้น แต่ในระยะยาวจะเติบโตดีตาม
การฟื้นตัวของเศรษฐกิจญี่ปุ่นและยุโรป

03 มาตรการ QE ของ BOJ และ ECB
คงไม่ช่วยดึงราคาสินค้าเกษตรไทย
ได้อย่างในอดีต

	Dec-14	Mar-15
ค่าเงินบาท แข็งค่า	ยูโร	35
	เยน	0.27

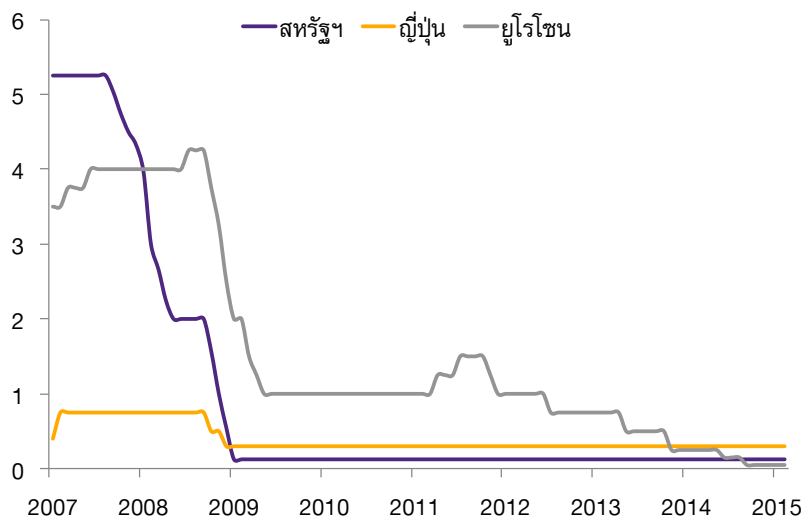
ข้อจำกัดของนโยบายการคลังในการกระตุ้นเศรษฐกิจทำให้ธนาคารกลางของหลายประเทศต้องเข้ามามีบทบาทในการแก้ปัญหาผ่านการใช้เครื่องมือนโยบายทางการเงินประเภทต่างๆ ยกตัวอย่างเช่น การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายหรือการลดปริมาณเงินสำรองตามกฎหมายเพื่อกระตุ้นให้สถาบันการเงินสามารถปล่อยสินเชื่อมากขึ้น ซึ่งถือเป็นเครื่องมือตามแบบแผนทั่วไปของธนาคารกลางหรือการใช้เครื่องมือเฉพาะกิจอย่างมาตรการอัดฉีดสภาพคล่องผ่านการเข้าซื้อสินทรัพย์ประเภทต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจหรือที่เรียกว่านโยบายผ่อนคลายนเชิงปริมาณ (Quantitative Easing: QE) โดยธนาคารกลางต้องพิจารณาเลือกใช้เครื่องมือนโยบายทางการเงินให้เกิดประสิทธิภาพเหมาะสมกับสถานการณ์ที่แตกต่างกันไป

ในช่วง 7 ปีที่ผ่านมา นโยบายทางการเงินตามแบบแผนทั่วไปอย่างการลดดอกเบี้ยนั้น มีผลจำกัดและไม่สามารถแก้ปัญหาเศรษฐกิจได้ QE จึงกลายเป็นตัวเลือกที่ธนาคารกลางนำมาใช้ หากมองย้อนดูวิกฤติทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นกับประเทศพัฒนาแล้วตั้งแต่ปี 2008 เป็นต้นมา จะพบว่าวิกฤติเศรษฐกิจที่มีต้นตอมาจากตลาดเงินนั้น มักจะสร้างแรงกดดันให้ธนาคารกลางต้องดำเนินนโยบายดอกเบี้ยในระดับต่ำ เพื่อบรรเทาผลกระทบของสภาวะชะงักงันในตลาดสินเชื่อ พร้อมกับช่วยผ่อนคลายนความเสี่ยงเบื้องต้นแก่สถาบันการเงินต่างๆ ในตลาดเงิน จนทำให้เครื่องมือการปรับลดดอกเบี้ยนโยบายไม่ให้เกิดผลสัมฤทธิ์ที่ดีดังเดิม เนื่องจากการปรับลดดอกเบี้ยที่ต่ำอยู่แล้วให้ต่ำลงอีกไม่อาจจูงใจให้เกิดการปล่อยสินเชื่อหรือกระตุ้นการใช้จ่ายการลงทุนให้มากขึ้นได้นอกจากนี้ การปรับลดดอกเบี้ยนโยบายลงยังติดข้อจำกัดคือไม่สามารถลดลงให้ต่ำกว่า 0% ได้ (zero lower bound) ในสภาวะการณ์ดังกล่าว ธนาคารกลางจึงต้องตัดสินใจใช้มาตรการอัดฉีดสภาพคล่องด้วยการพิมพ์เงินเข้าซื้อสินทรัพย์จากภาคเอกชนควบคู่กับรักษาดอกเบี้ยนโยบายไว้ในระดับต่ำอย่างที่เกิดขึ้นแล้วกับเศรษฐกิจสหรัฐฯ อังกฤษ และญี่ปุ่น เช่นเดียวกับที่ธนาคารกลางยุโรปได้ตัดสินใจเริ่มมาตรการอัดฉีดสภาพคล่องแล้วเมื่อเดือนมีนาคมที่ผ่านมา

53 อัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางทั้งสหรัฐฯ ญี่ปุ่น และยูโรโซนอยู่ในระดับต่ำมาตั้งแต่ปลายปี 2008

อัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลาง

หน่วย: %



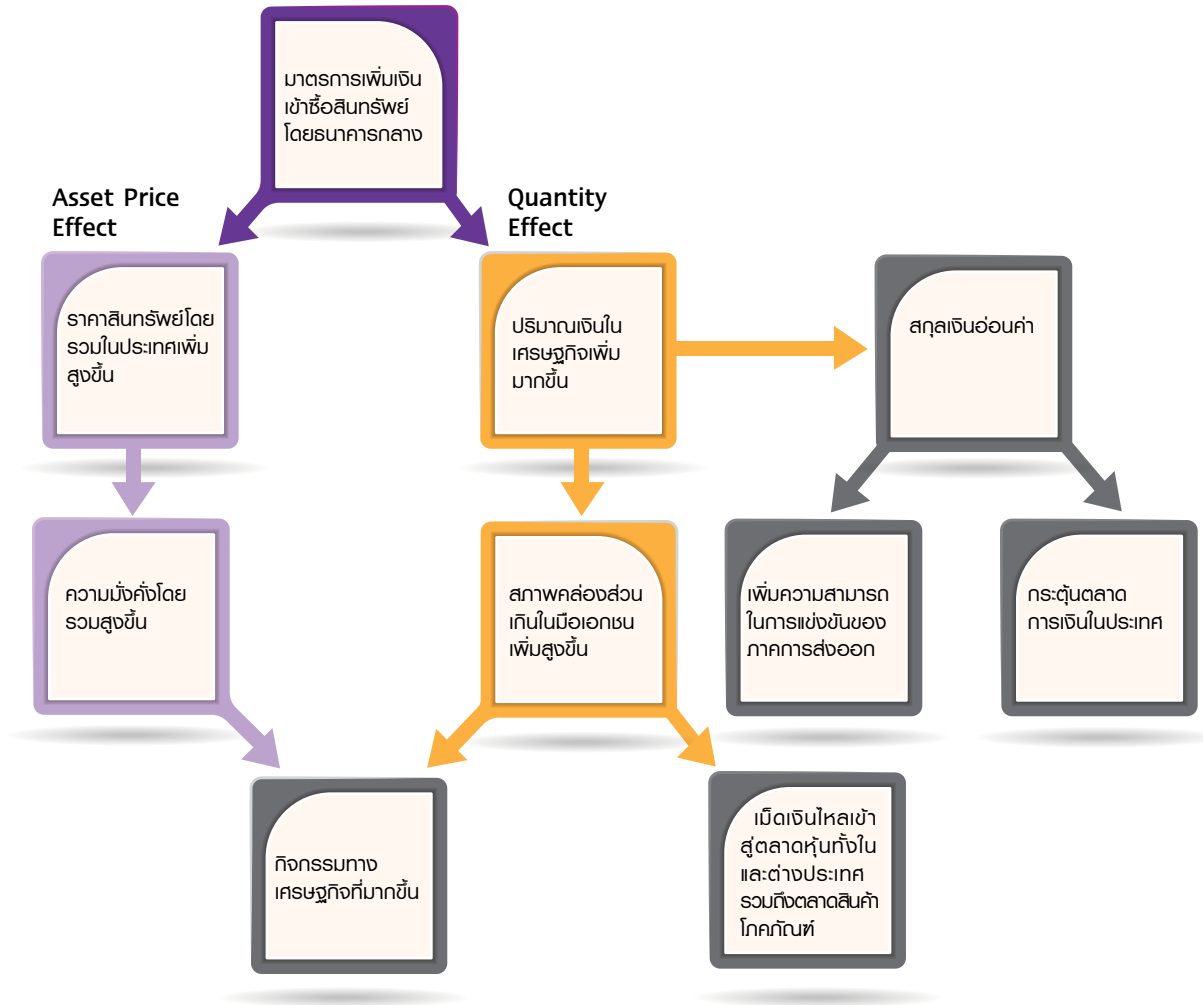
ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ CEIC

เครื่องมือการอัดฉีดสภาพคล่องจะกดดันให้ภาคเอกชนนำสภาพคล่องที่ล้นมือไปหมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจ ผ่านการปล่อยสินเชื่อ การลงทุน และการเข้าซื้อสินทรัพย์ในตลาดตราสารต่างๆ (รูปที่ 54) ในด้านหนึ่ง สภาพคล่องส่วนเกินที่ได้รับมาจากมาตรการอัดฉีดจะสร้างแรงจูงใจให้สถาบันการเงินนำเงินดังกล่าวไปปล่อยกู้แก่ภาคธุรกิจมากขึ้น (Quantity Effect) และหากภาคธุรกิจตอบรับจนนำเงินไปใช้เพื่อการลงทุน ก็จะก่อให้เกิดการจ้างงาน การบริโภค และการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้น ส่วนอีกด้านหนึ่ง ภาคเอกชนที่ขายตราสารหนี้ให้แก่ธนาคารกลางก็จะนำเงินที่ได้มาไปลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินประเภทอื่นๆ จนส่งผลให้สินทรัพย์โดยรวมในตลาดมีราคาสูงขึ้น (Asset Price Effect) ความมั่งคั่งของประชาชนและนักลงทุนที่เพิ่มขึ้นตามราคาสินทรัพย์นี้ก็จะช่วยสร้างแรงจูงใจให้เกิดกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่คึกคักมากขึ้นได้อีกทางหนึ่ง นอกจากนี้ ราคาสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นยังเป็นการช่วยลดต้นทุนทางการเงินของภาคธุรกิจ (Cost of capital) ทั้งในแง่ต้นทุนเงินกู้ (Cost of Debt) ที่ลดลงตามอัตราดอกเบี้ย และในแง่ต้นทุนส่วนทุน (Cost of Equity) ที่ลดลงเมื่อนักลงทุนในตลาดหุ้นยอมรับความเสี่ยงได้มากขึ้นอีกด้วย

นอกเหนือจากการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านเม็ดเงินที่มากขึ้น มาตรการอัดฉีดสภาพคล่องยังช่วยแก้ปัญหาสถานะชะงักงันในตลาดเงิน ดังเช่นในกรณีของ Fed ที่ประกาศใช้มาตรการตั้งแต่ปี 2008 เรื่อยมาจนสิ้นสุดในปี 2014 โดยในช่วงแรกของมาตรการซึ่งถูกเรียกว่า QE1 นั้น Fed ได้มุ่งเน้นที่การเข้าซื้อสินทรัพย์ประเภทที่มีอสังหาริมทรัพย์เป็นสินทรัพย์อ้างอิง (Mortgage backed securities: MBS) ซึ่งเคยก่อปัญหาต่อสถานะทางการเงินของสถาบันการเงินต่างๆ หลังเกิดวิกฤตการณ์ฟองสบู่แตกในตลาดอสังหาริมทรัพย์ จนนำไปสู่สภาวะชะงักงันในตลาดสินเชื่อทั้งในสหรัฐฯ และยุโรป (Credit crunch) มาแล้ว และในเวลาต่อมา สหรัฐฯ ยังประกาศใช้มาตรการ QE2 และ QE3 เพื่อรักษาอาการป่วยที่ยังคงเหลือค้างในเศรษฐกิจ พร้อมกับตั้งเป้าหมายการจ้างงานและอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นด้วย (อ่านเพิ่มเติม Box: มาตรการอัดฉีดสภาพคล่องที่ผ่านมาของธนาคารกลางสหรัฐฯ ญี่ปุ่น และยุโรป)

หรือในกรณีมาตรการของ BOJ ที่นอกจากจะมีเป้าหมายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจควบคู่กับนโยบายการคลังแล้วยังมีเป้าหมายเพื่อเพิ่มรายได้แก่ภาคธุรกิจของญี่ปุ่นผ่านเงินเยนที่อ่อนค่าลงด้วย โดยทั่วไป การเพิ่มเม็ดเงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจภายใต้ปัจจัยทางเศรษฐกิจอื่นๆ ที่ยังคงเดิมนั้น ย่อมส่งผลให้สกุลเงินของประเทศที่ประกาศใช้มาตรการอ่อนค่าลงทันทีเมื่อเทียบกับเงินสกุลอื่นๆ ซึ่งถือปัจจัยบวกต่อภาคการส่งออกและธุรกิจที่มีรายรับในรูปแบบเงินตราต่างประเทศ กล่าวคือ จะสามารถแลกเปลี่ยนกลับเป็นเงินสกุลตนเองได้มากขึ้น นอกจากนี้ การอ่อนค่าของสกุลเงินยังช่วยเพิ่มความสามารถในการแข่งขันด้านการส่งออกผ่านราคาสินค้าส่งออกที่ดูมีราคาถูกลงในสายตาประเทศคู่ค้า และลดความต้องการนำเข้าสินค้าจากต่างประเทศอีกด้วย ดังนั้น หลังจากที่ญี่ปุ่นประกาศใช้มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณและคุณภาพ (Quantitative and Qualitative Easing: QQE) มาตั้งแต่ปี 2013 และได้ขยายมาตรการอัดฉีดในปริมาณที่สูงขึ้นอีกครั้งในช่วงปลายปี 2014 เศรษฐกิจญี่ปุ่นที่เผชิญกับสภาวะเงินฝืดมาอย่างยาวนานจึงได้รับประโยชน์อย่างมีนัยสำคัญจากเงินเยนที่อ่อนค่าลงแล้วเกือบ 50% นับตั้งแต่รัฐบาลของนายชินโซ อาเบะ เข้าดำรงตำแหน่งในช่วงปลายปี 2012 ทั้งจากภาคการส่งออกที่ปรับตัวดีขึ้นทั้งมูลค่าในรูปแบบเงินเยนและปริมาณสินค้าส่งออก และจากภาคธุรกิจที่มีกำไรจากรายรับในรูปแบบเงินเยนที่สูงขึ้น

54 กลไกการส่งผ่าน ของมาตรการอัดฉีดสภาพคล่อง



ล่าสุด ECB ได้ประกาศใช้มาตรการอัดฉีดสภาพคล่อง เพื่อแก้ปัญหาเรื้อรังที่มีต้นเหตุมาจากวิกฤติทางการเงินในสหรัฐฯ และปัญหานี้สาธารถณะของประเทศสมาชิกในกลุ่มยูโรโซน จนประสบปัญหาภาวะเศรษฐกิจตกต่ำทั้งการจ้างงานและความเสี่ยงต่อสถานะเงินฝืด ECB ต้องรับมือกับปัญหาเรื้อรังของเศรษฐกิจในยูโรโซนมาตั้งแต่ปี 2008 ทั้งจากวิกฤติทางการเงินที่เป็นผลพวงของวิกฤติในสหรัฐฯ และวิกฤติหนี้สาธารณะในกลุ่มประเทศสมาชิก เช่น กรีซ สเปน และโปรตุเกส ที่นำมาซึ่งปัญหาการว่างงานและความเสี่ยงสถานะเงินฝืดอย่างรุนแรง นอกจากนี้ มาตรการเสริมสภาพคล่องในเชิงรับที่ผ่านมาของ ECB อย่างโครงการเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำแก่ธนาคารพาณิชย์ LTROs และ TLTROs ก็กลับไม่สามารถผลักดันให้เศรษฐกิจยูโรโซนฟื้นตัวได้ท้ายที่สุด ECB จึงจำเป็นต้องตัดสินใจประกาศใช้มาตรการอัดฉีดสภาพคล่องในเดือนมกราคม 2015 ที่ผ่านมา โดยอัดฉีดสภาพคล่องเข้าสู่สถาบันการเงินในยูโรโซนในอัตรา 6 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน เพื่อกระตุ้นให้เกิดการกู้ยืมและการลงทุนมากขึ้น โดยมุ่งเน้นที่การซื้อทรัพย์สินจากธนาคารพาณิชย์ ซึ่งถือเป็นแหล่งเงินทุนหลักสำหรับการลงทุนในภาคธุรกิจของยูโรโซน นอกจากนี้ ผลของอัตราแลกเปลี่ยนเงินยูโรที่อ่อนค่าลงจะช่วยกระตุ้นภาคการส่งออกและอัตราเงินเฟ้อให้ปรับตัวสูงขึ้น เช่นเดียวกับมาตรการของ BOJ

ผลกระทบของมาตรการอัดฉีดสภาพคล่องที่ผ่านมาและมาตรการปัจจุบันของ ECB

ผลกระทบทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นจากมาตรการของสหรัฐฯ ญี่ปุ่น และคาดว่าจะเห็นได้จากมาตรการ QE ของธนาคารกลางยุโรป ประกอบด้วย 1) ผลตอบแทนในตลาดตราสารหนี้ที่ลดลงทันทีที่ธนาคารกลางเริ่มเข้าซื้อสินทรัพย์จากภาคเอกชน 2) ความคึกคักในตลาดหุ้นที่เพิ่มมากขึ้นหลังจากที่หุ้นกลายเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนดีกว่าตราสารหนี้หลังปรับความเสี่ยงแล้ว ทั้งตลาดหุ้นในประเทศที่ออกมาตรการและตลาดหุ้นประเทศอื่นๆ เช่น ตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศ emerging markets ที่ได้รับอานิสงส์ของเม็ดเงินที่เพิ่มมากขึ้น 3) ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่เพิ่มสูงจากการเก็งกำไร และ 4) สกุลเงินที่อ่อนค่าลงอย่างชัดเจน

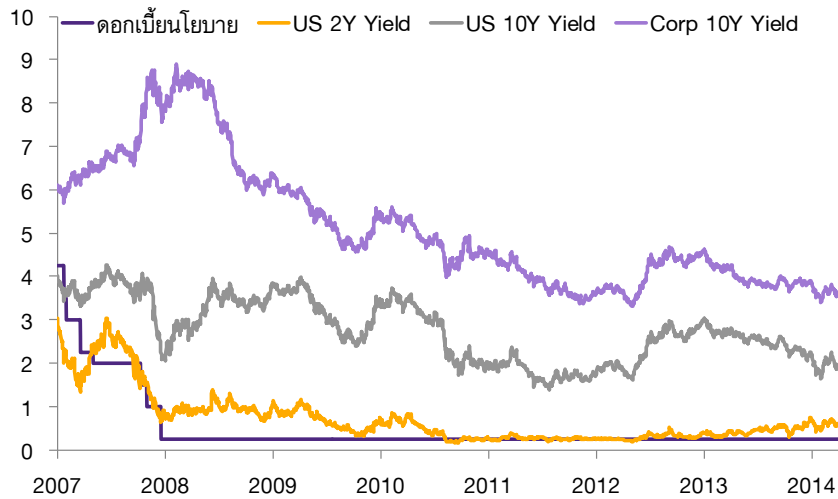
ผลกระทบประการแรกที่ได้เห็นได้ชัดเจนที่สุดเมื่อธนาคารกลางประกาศมาตรการเข้าซื้อสินทรัพย์คือราคาตราสารหนี้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องและอัตราผลตอบแทน (yield) ในตลาดตราสารหนี้ลดต่ำลง โดยสังเกตได้จากตัวอย่างของมาตรการ QE ของสหรัฐฯ อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ลดลงไปในระดับที่ต่ำที่สุดเป็นประวัติการณ์ อัตราผลตอบแทนหุ้นกู้ในสหรัฐฯ ก็ลดลงเช่นกัน (รูปที่ 55) โดยลงมาอยู่ที่ระดับต่ำกว่าก่อนเกิดวิกฤติแฮมเบอร์เกอร์เสียอีก อัตราผลตอบแทนที่ลดลงนี้แสดงว่าผู้กู้ไม่ว่าจะเป็นรัฐบาลหรือเอกชนสามารถไถ่ถอนหนี้เดิมและออกหนี้ใหม่ (refinance) ได้ที่ต้นทุนต่ำอย่างไม่เคยเป็นมาก่อน

อัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ในตลาดยุโรปจะยิ่งถูกกดดันให้ต่ำลงอีกหลังการออกมาตรการ QE โดยเฉพาะหลังจากที่ ECB ปรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก (deposit facility rate) ให้ต่ำกว่าศูนย์ โดยในขณะนี้ พันธบัตรรัฐบาลเยอรมนีอายุตั้งแต่ 5 ปีลงมา มีการซื้อขายที่อัตราผลตอบแทนที่ติดลบ (negative yield) (รูปที่ 56) ซึ่งหมายความว่า ผู้ซื้อพันธบัตรเหล่านี้จะได้รับมูลค่าไถ่ถอนต่ำกว่าราคาที่ยจ่ายซื้อลงทุน แต่ก็อาจยังเลือกถือต่อไปเนื่องจากมองว่าสินทรัพย์ประเภทอื่นมีความเสี่ยงมากกว่า หรืออย่างน้อยก็ยังได้ผลตอบแทนที่แท้จริง (real return) ที่เป็นบวก อย่างไรก็ตาม อีไอซีมองว่า สำหรับนักลงทุนทั่วไป ตราสารหนี้โดยเฉพาะพันธบัตรรัฐบาลของยุโรปนั้นนับเป็นสินทรัพย์ที่ไม่น่าถือเป็นอย่างมาก เมื่อถึงเวลาที่ ECB เริ่มโครงการ QE โดยเข้าซื้อพันธบัตรจากผู้ถือ ซึ่งส่วนใหญ่แล้วเป็นนักลงทุนสถาบัน สถาบันทางการเงิน และกองทุนรวม ผู้ถือจะขายสินทรัพย์ให้แก่ ECB และจะนำเงินที่ได้ไปลงทุนในสินทรัพย์อื่นๆ ที่ให้ผลตอบแทนที่ดีกว่า โดยนักลงทุนส่วนใหญ่น่าจะมองหาสินทรัพย์ที่จะมาทดแทนเป็นสินทรัพย์ที่หารายได้ (income generating asset) และมีความเสี่ยงไม่สูงนัก ซึ่งสินทรัพย์ที่มีลักษณะเช่นนี้ ได้แก่ หุ้นกู้ที่ออกโดยเอกชน (corporate bond) และตราสารหนี้ของประเทศกลุ่ม emerging markets ตลอดจนทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REITs) ในประเทศต่างๆ

55 อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรในสหรัฐฯลดลงต่ำสุด เป็นประวัติการณ์หลังใช้มาตรการ QE

อัตราดอกเบี้ยนโยบายและผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ

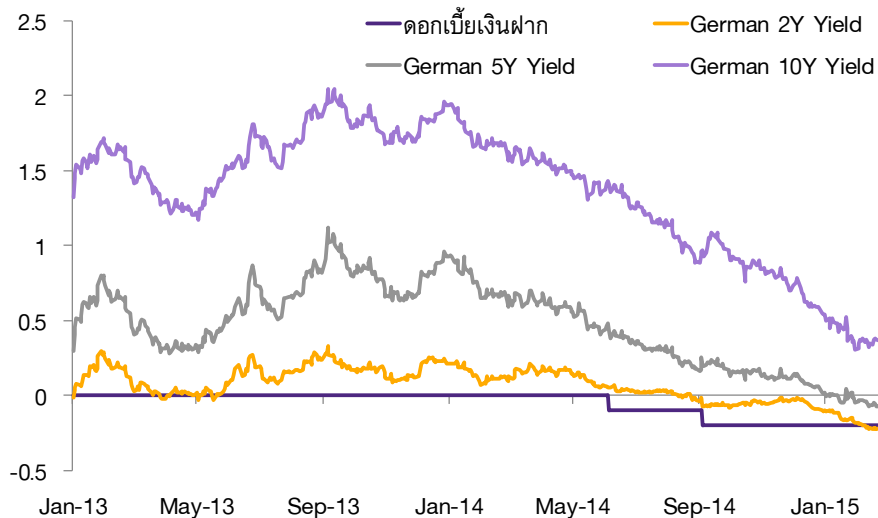
หน่วย: %



56 อัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ในยุโรป ถูกกดให้ต่ำลงอย่างรวดเร็ว

อัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารกลางยุโรปและผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลเยอรมนี

หน่วย: %

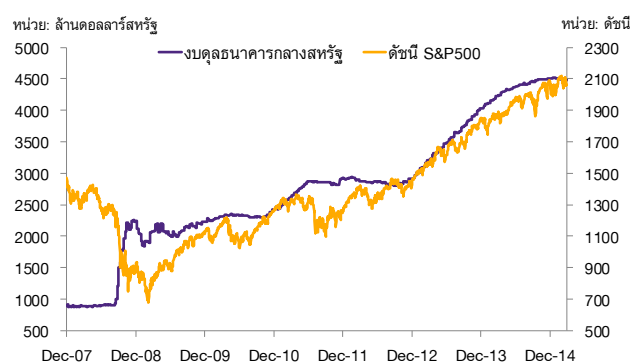


ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

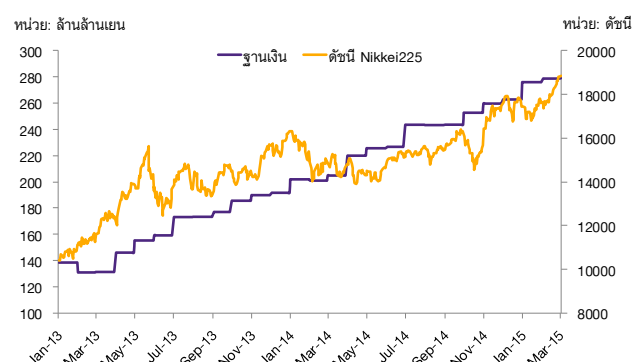
ประการต่อมามาตรการอัดฉีดสภาพคล่องถือเป็นปัจจัยบวกต่อสินทรัพย์เสี่ยงอย่างหุ้น โดยเฉพาะตลาดหุ้นในประเทศที่ประกาศใช้มาตรการ (รูปที่ 57) เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตลาดหุ้นสหรัฐฯ กับขนาดงบดุลของ Fed การที่ดัชนี S&P500 ตีตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องจนทำสถิติสูงสุดใหม่อยู่หลายครั้ง ส่วนหนึ่งมาจากการที่ผลกำไร (EPS) ของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐฯ ฟิ้นตัวได้อย่างแข็งแกร่ง แต่อีกส่วนหนึ่งก็เป็นเพราะนักลงทุนกลับยอมรับความเสี่ยงมากขึ้น โดยดูได้จาก P/E Ratio ที่เพิ่มขึ้นจาก 12-14 เท่า มาเป็น 18 เท่า ซึ่งหมายความว่านักลงทุนยอมซื้อหุ้นที่แพงขึ้นเมื่อดูจากจำนวนเท่าของกำไรสุทธิ ในทำนองเดียวกัน หุ้นของกลุ่มยูโรโซนและหุ้นของญี่ปุ่นต่างปรับตัวในทิศทางบวกเมื่อมีการใช้มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ โดยตลาดหุ้นญี่ปุ่นมีแนวโน้มปรับขึ้นมาตั้งแต่ปี 2013 ส่วนหุ้นของยุโรปปรับฐานขึ้นอย่างเห็นได้ชัดตั้งแต่ต้นปี 2015 นอกจากนี้ในอดีตยังพบว่าอานิสงส์ของเงินมาตรการอัดฉีดสภาพคล่องยังไหลเข้าสู่ตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ เช่น อินโดนีเซีย และไทย ที่ตลาดหุ้นของทั้งสองประเทศต่างปรับตัวตามเงินทุนไหลเข้าที่มากขึ้นในช่วงที่มีมาตรการ QE ของสหรัฐฯ และเริ่มเกิดสภาวะเงินไหลออกหลัง Fed ส่งสัญญาณยกเลิกมาตรการ QE

57 ตลาดหุ้นทั้งในและนอกประเทศต่างก็ได้รับผลประโยชน์จากมาตรการอัดฉีดสภาพคล่อง

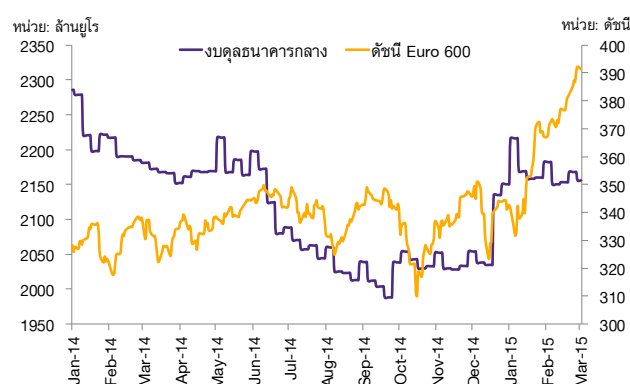
ความสัมพันธ์ระหว่างงบดุลของธนาคารกลางกับตลาดหุ้นสหรัฐฯ



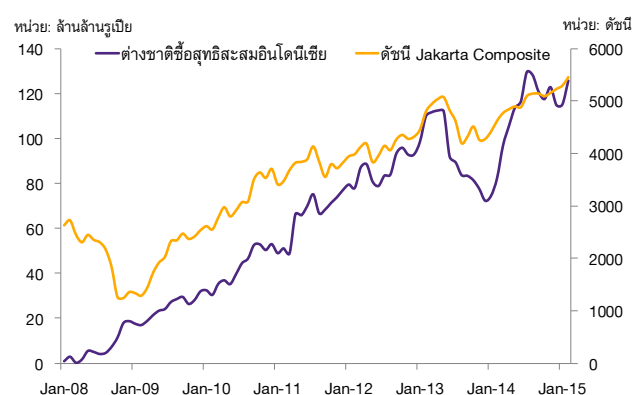
ความสัมพันธ์ระหว่างฐานเงินของธนาคารกลางกับตลาดหุ้นญี่ปุ่น



ความสัมพันธ์ระหว่างงบดุลของธนาคารกลางกับตลาดหุ้นยูโรโซน



เงินทุนไหลเข้าและดัชนีตลาดหุ้นของอินโดนีเซีย



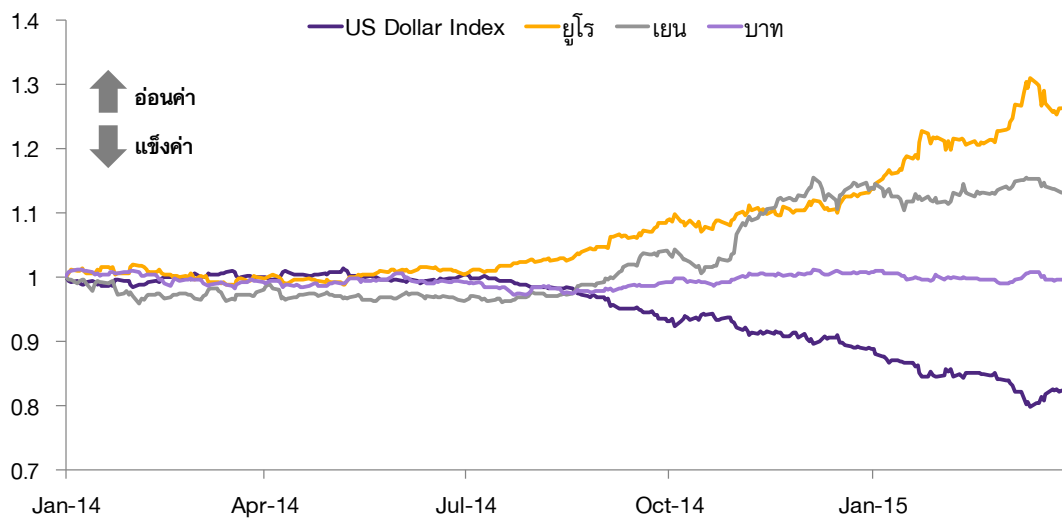
ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

สกุลเงินของประเทศที่ใช้นโยบายผ่อนคลายอ่อนค่าลงอย่างชัดเจนโดยหากเทียบกับปลายปี 2013 ถึงสิ้นเดือนกุมภาพันธ์ 2015 เงินยูโรเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯได้อ่อนค่าลงไปแล้วถึง 20% ส่วนเงินเยนอ่อนค่าลงไปแล้วราว 18% ในทางตรงกันข้าม เมื่อ Fed ส่งสัญญาณหยุดมาตรการ QE ตั้งแต่กลางปี 2013 เงินดอลลาร์สหรัฐฯได้แข็งค่าขึ้นมาแล้วราว 15% (รูปที่ 58) ดังนั้น ในเมื่อ มาตรการ QE ของยูโรโซนและญี่ปุ่นกำลังดำเนินต่อไป แนวโน้มของเงินยูโรและเงินเยนที่อ่อนค่าลงเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ จึงไม่น่าจะกลับทิศทางได้ในเร็ว ๆ นี้

58 ค่าเงินเยนและเงินยูโรอ่อนค่าลง ต่อเนื่องอย่างชัดเจน

ดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ยูโร เยน และบาท

หน่วย: ดัชนี (สิ้นปี 2013 = 1)



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

BOX: สงครามค่าเงิน

อีกประเด็นหนึ่งที่น่าสนใจสำหรับผลกระทบของการอ่อนค่าของเงินเยนและเงินยูโร คือ ความได้เปรียบทางการแข่งขันของอุตสาหกรรมส่งออกที่เพิ่มขึ้นในญี่ปุ่นและยุโรป จากราคาลินค้าส่งออกที่ถูกกลงในเชิงเปรียบเทียบ ซึ่งจะส่งผลเสียต่อผู้ส่งออกจากประเทศอื่นๆ ที่เป็นคู่แข่งทางการค้าและคู่ค้าที่สำคัญของทั้งญี่ปุ่นและยุโรปไปพร้อมๆ กัน ทำให้นักวิเคราะห์ส่วนหนึ่งเริ่มมองถึงสถานการณ์ที่อาจนำไปสู่ “สงครามค่าเงิน” ได้ หากประเทศต่างๆ ที่เสียประโยชน์จากการอ่อนค่าของเงินเยนและเงินยูโร เริ่มปรับเปลี่ยนนโยบายทางการเงินให้สกุลเงินของตนเองอ่อนค่าลงบ้าง

สงครามค่าเงิน หรือ Currency War นั้น คือสถานะทางเศรษฐกิจที่แต่ละประเทศพยายามให้สกุลเงินของตัวเองอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับเงินสกุลอื่น มักเกิดจากการที่มีประเทศหนึ่งใช้นโยบายทางการเงินที่ส่งผลให้สกุลเงินของตัวเองนั้นอ่อนค่าลง ซึ่งในระยะสั้นจะช่วยเพิ่มความสามารถในการแข่งขันให้แก่สินค้าส่งออก เพราะจะทำให้สินค้าส่งออกมีราคาต่ำลงในสายตาประเทศอื่น แต่ในขณะเดียวกันก็จะทำให้ประเทศที่เป็นคู่แข่งทางการค้าส่งออกได้ลดลง และตอบโต้ด้วยการลดค่าเงินของตนลงบ้าง เพื่อรักษาความสามารถในการแข่งขันให้คงเดิมหรือมากกว่าเดิม สงครามค่าเงินจึงเปรียบเสมือนสงครามการค้าราคาลินค้าระหว่างประเทศ

ที่ผ่านมาเคยมีหลายสถานการณ์ที่นักเศรษฐศาสตร์มองว่ามีสงครามค่าเงินเกิดขึ้น เช่น ในช่วงทศวรรษที่ 1930 หลังจากวิกฤติเศรษฐกิจครั้งใหญ่ของโลก (Great Depression) ที่ประเทศส่วนใหญ่ต่างแข่งขันกันลดค่าเงินของตัวเองเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจจนทำให้เงินในแทบทุกสกุลอ่อนค่าลงอย่างรวดเร็ว จนเกิดภาวะชะลอตัวอย่างรุนแรงในตลาดการค้าระหว่างประเทศ หรือในช่วงเวลาหลังจากที่ธนาคารกลางของสหรัฐฯ ประกาศใช้มาตรการ QE ก็มีความกังวลว่าจะเกิดสงครามค่าเงินขึ้นระหว่างสหรัฐฯ ที่ค่าเงินอ่อนลงตามปริมาณเงินในเศรษฐกิจที่มากขึ้น กับประเทศจีนที่ถูกมองว่าเข้าแทรกแซงค่าเงินหยวนจนอ่อนค่ากว่าความเป็นจริง

เงินเยนและเงินยูโรที่อ่อนค่าลงจากมาตรการ QQE ของธนาคารกลางญี่ปุ่นและมาตรการ QE ของธนาคารกลางยุโรปอาจกลายเป็นชนวนให้เกิดสงครามค่าเงินครั้งใหม่ได้ นักวิเคราะห์ส่วนหนึ่งจึงเริ่มมีความกังวลถึงความพยายามที่จะลดค่าเงินของตนเองในประเทศต่างๆ หลังธนาคารกลางในหลายประเทศได้ทยอยประกาศลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง เช่น เดนมาร์ก เกาหลีใต้ และรวมไปถึงไทย ซึ่งจะส่งผลให้ค่าเงินของประเทศที่ปรับลดดอกเบี้ยลงนั้นอ่อนค่าลงตามเงินเยนและเงินยูโร อย่างไรก็ตาม การปรับตัวของธนาคารกลางดังที่กล่าวมานั้นยังยากที่จะระบุว่าธนาคารกลางมีจุดประสงค์เพื่อการรักษาความสามารถทางการแข่งขันของอุตสาหกรรมส่งออกของตนเองหรือไม่ เนื่องจากประเทศที่ปรับลดอัตราดอกเบี้ยส่วนใหญ่นั้นกำลังเผชิญกับความเสี่ยงต่อสถานะเงินฝืดจากผลกระทบของราคาน้ำมันที่ลดลง พร้อมๆ กับการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงต่ำกว่าในอดีต ธนาคารกลางส่วนใหญ่จึงให้เหตุผลของการปรับลดอัตราดอกเบี้ยว่าทำเพื่อการแก้ปัญหาทางเศรษฐกิจ

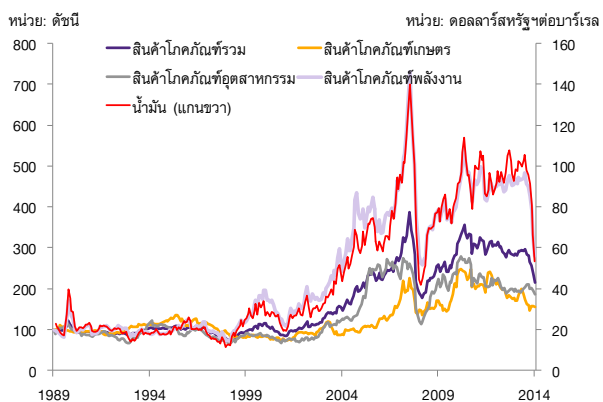
อีไอซีประเมินว่าสถานการณ์ที่เกิดขึ้นในปัจจุบันอาจเรียกได้ว่าเป็นสงครามค่าเงินที่ไม่รุนแรง เนื่องจากธนาคารกลางประเทศต่างๆ ยังมองว่าค่าเงินที่อ่อนตัวลงตามการลดดอกเบี้ยนั้น เป็นเพียงผลพลอยได้ที่ช่วยไม่ให้อุตสาหกรรมของตนเองแข่งขันได้มากเกินไปเมื่อเทียบกับเงินเยนและเงินยูโร จนเกิดความเสียเปรียบในการแข่งขันด้านการส่งออกมิใช่วัตถุประสงค์หลักของการปรับลดดอกเบี้ย อย่างไรก็ตาม สงครามค่าเงินอาจเพิ่มความรุนแรงขึ้นได้ในบางประเทศที่มีความเสี่ยงสูงจากการที่เงินเยนและเงินยูโรอ่อนค่าลงอย่างมากจนอาจส่งผลร้ายต่อภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง เช่น เกาหลีใต้ ซึ่งเป็นคู่แข่งทางการค้าที่สำคัญและมีตลาดส่งออกคล้ายคลึงกับประเทศญี่ปุ่นและยุโรป ทิศทางการลดดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2014 เรื่อยมาของธนาคารกลางเกาหลีใต้จึงเป็นที่น่าสงสัยว่า ธนาคารเกาหลีใต้กำลังทำสงครามค่าเงินอย่างเงียบๆ

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์เคยตื่นตัวเป็นอย่างมากในช่วงมาตรการ QE ของสหรัฐฯ ตั้งแต่ที่ Fed ใช้มาตรการ QE ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ทั้งสินค้าเกษตร อุตสาหกรรม และพลังงานได้รับผลบวกจากการที่ระดับความต้องการความเสี่ยงโดยรวมของนักลงทุนทั่วโลกเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกับสินทรัพย์เสี่ยงประเภทอื่น (รูปที่ 59) โดยก่อนที่จะมีการดำเนินมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณนั้น ค่าสหสัมพันธ์ (correlation coefficient) ระหว่างสินค้าโภคภัณฑ์กับตราสารทุนโลกอยู่ที่ราว 0.0 - 0.2 ทว่านับตั้งแต่ที่ได้เริ่มดำเนินมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ ค่าสหสัมพันธ์ก็ได้ไต่ระดับขึ้นมาอยู่ในช่วงประมาณ 0.4 - 0.8 แต่เมื่อมาตรการ QE ของสหรัฐฯ ใกล้เคียงสิ้นสุดลง หุ่นและสินค้าโภคภัณฑ์ก็กลับมาเริ่มให้ผลตอบแทนที่แตกต่างกัน โดยค่าสหสัมพันธ์ระหว่างสินค้าโภคภัณฑ์กับหุ้นโลกเริ่มลดลงมาใกล้เคียงกับระดับก่อนที่จะมีการดำเนินมาตรการ QE เหตุผลหนึ่งเพราะเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ส่งสัญญาณว่ามีการฟื้นตัวได้ดี ส่วนอัตราการขยายตัวของ emerging markets เช่นจีนบราซิล และหลายประเทศในเอเชียมีแนวโน้มชะลอตัวลง นักลงทุนจึงได้โยกเงินลงทุนในหุ้นของตลาดเกิดใหม่และสินค้าโภคภัณฑ์ไปยังตลาดหุ้นสหรัฐฯ โดยนับตั้งแต่เดือนมกราคมปี 2013 ซึ่งอยู่ในช่วงราว ๆ 6 เดือนก่อนที่จะมีการประกาศสิ้นสุดนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ (US Tapering) ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าสินค้าโภคภัณฑ์และตลาดหุ้นกลุ่มตลาดเกิดใหม่อย่างมีนัยสำคัญ

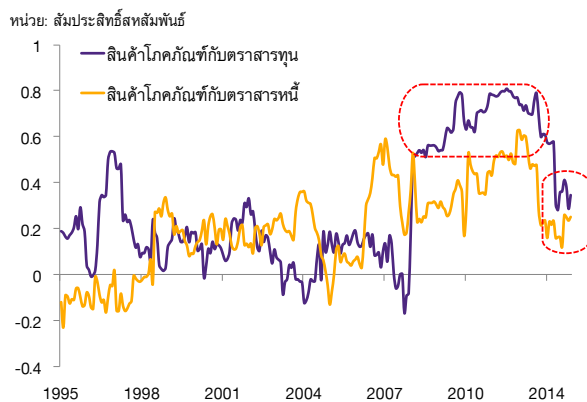
แต่ในสถานะที่มีอุปสงค์ต่อสินค้าโภคภัณฑ์และอัตราเงินเฟ้อต่ำอย่างปัจจุบัน มาตรการอัดฉีดของญี่ปุ่นและยุโรปจะไม่ทำให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์กลับมาแพงขึ้นอีกครั้ง อีไอซีประเมินว่าสินค้าโภคภัณฑ์ไม่ใช่สินทรัพย์ที่นำลงทุนที่สุดสำหรับนักลงทุนในขณะนี้ เนื่องจาก ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ยังขาดแรงสนับสนุนจากด้านอุปสงค์ โดยเฉพาะอุปสงค์จากประเทศจีนที่ชะลอตัวตามการเติบโตทางเศรษฐกิจ ต่างจากสถานะในอดีตที่เศรษฐกิจจีนเคยเติบโตได้ในระดับสูงในช่วงเดียวกันกับที่สหรัฐฯ ประกาศใช้มาตรการ QE นอกจากนี้ จากสถิติที่ผ่านมา สินค้าโภคภัณฑ์มีแนวโน้มที่จะให้ผลตอบแทนไม่ดีในช่วงที่อัตราเงินเฟ้อลดลง ดังนั้น ผลกระทบที่เกิดกับตลาดสินค้าโภคภัณฑ์จากมาตรการอัดฉีดสภาพคล่องรอบใหม่ของ ECB และ BOJ น่าจะน้อยกว่าเมื่อเทียบกับในช่วงมาตรการ QE ของธนาคารสหรัฐฯ

59 ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ที่ขึ้นตัวอย่างมากในช่วงมาตรการ QE ของสหรัฐฯ และปรับตัวลดลงเมื่อธนาคารสหรัฐฯ ส่งสัญญาณยกเลิกมาตรการ QE

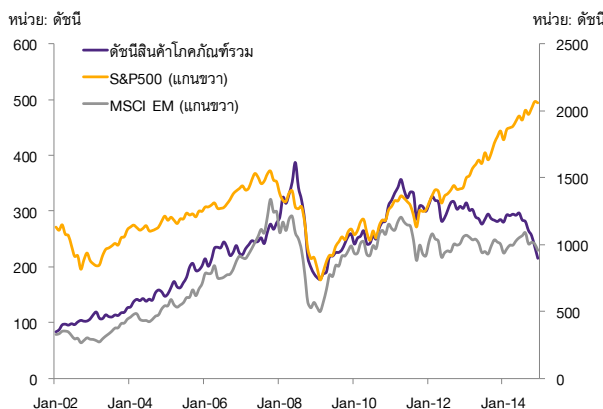
ดัชนีราคาสินค้าโภคภัณฑ์และราคาน้ำมัน



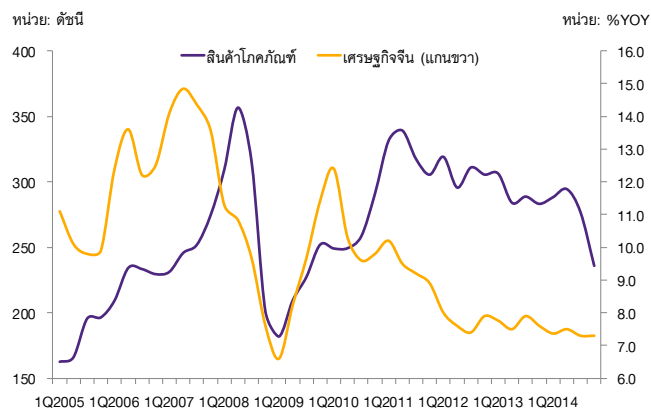
สหสัมพันธ์ย้อนหลัง 24 เดือน ระหว่างดัชนีราคาสินค้าโภคภัณฑ์และสินทรัพย์อื่นๆ



เปรียบเทียบดัชนีสินค้าโภคภัณฑ์ ดัชนี MSCI EM และดัชนี S&P500



เปรียบเทียบการเติบโตของเศรษฐกิจจีนกับดัชนีราคาสินค้าโภคภัณฑ์



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

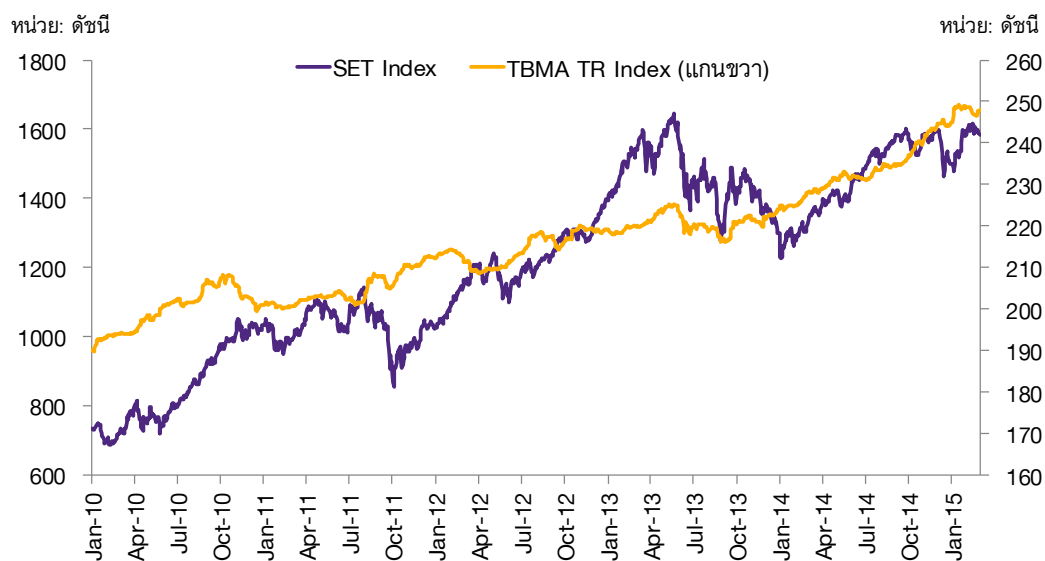
ผลกระทบต่อตลาดเงินเศรษฐกิจไทยจากมาตรการอัดฉีดสภาพคล่องที่ยังดำเนินต่อไปของธนาคารกลางญี่ปุ่นและยุโรป

เม็ดเงินจากมาตรการญี่ปุ่นและยุโรปอาจไหลเข้าสู่ตลาดการเงินประเทศต่างๆ ไม่มากนัก แต่ตลาดเงินของไทยยังมีปัจจัยบวกที่จะดึงดูดสภาพคล่องดังกล่าว การที่ Fed ดำเนินนโยบาย QE ในอดีตนั้น พบว่าเป็นปัจจัยบวกกับตลาดการเงินของประเทศไทย ทั้งตลาดหุ้นและตลาดตราสารหนี้มาโดยตลอด (รูปที่ 60) ในขณะนี้ เมื่อนโยบาย QE ของ Fed ได้สิ้นสุดลง นักลงทุนทั่วโลกกำลังรอเวลาที่ Fed จะขึ้นดอกเบี้ยนโยบายซึ่งคาดว่าจะเป็นการวางกลางปีหรือในไตรมาส 3 แต่อีกด้านหนึ่ง ธนาคารกลางของญี่ปุ่นและยุโรปกำลังพิมพ์เงินก้อนใหม่ออกมาอย่างต่อเนื่อง ในเมื่อตราสารหนี้ในยุโรปและญี่ปุ่นให้ผลตอบแทนต่ำจนใกล้ศูนย์หรืออาจจะติดลบ นักลงทุนย่อมต้องการหาที่ไปที่ให้ผลตอบแทนที่ดีกว่า ตลาดตราสารหนี้ของไทยยังคงเป็นหนึ่งในทางเลือกที่น่าสนใจสำหรับการทำกำไรจากส่วนต่างของผลตอบแทน (Carry trade) ของนักลงทุนต่างชาติ เนื่องจากโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจไทยยังมีเสถียรภาพพอสมควร อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ ค่าเงินบาทมีความผันผวนน้อย และ ยังได้รับประโยชน์จากการที่ราคาน้ำมันลดต่ำลง จึงมีความเป็นไปได้ที่จะมีเงินทุนไหลเข้ามาได้ในระยะสั้น เพื่อทำกำไรจากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยซึ่งผลกระทบน่าจะทำให้มีแรงซื้อในพันธบัตรรัฐบาลและตราสารหนี้ของไทยต่อไป

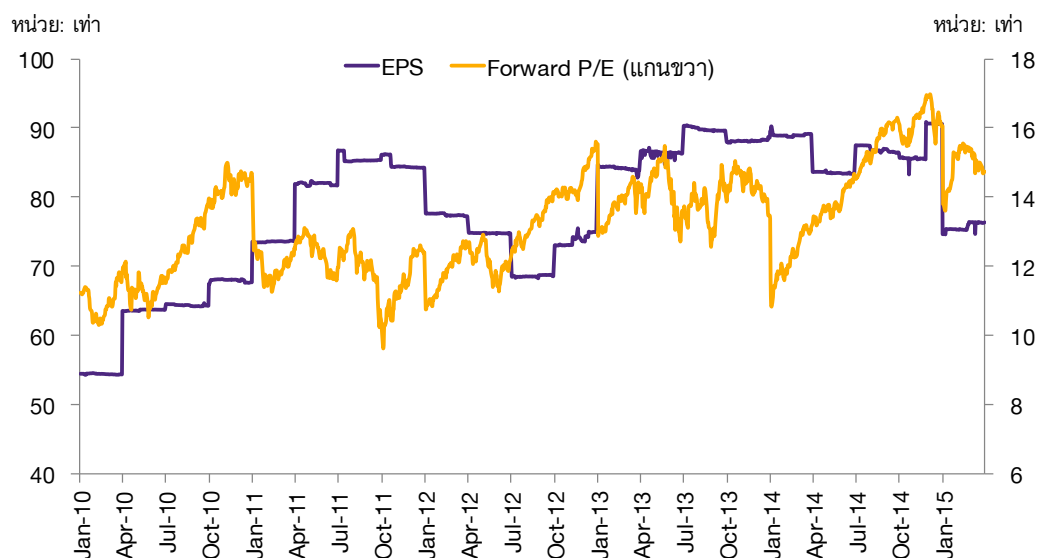
ถึงแม้ตลาดหุ้นไทยจะได้รับอานิสงส์จากเงิน QE แต่แนวโน้มปรับขึ้นอาจไม่ได้มากเท่าไรนัก เหตุผลหนึ่งเนื่องจากในประเทศขาดปัจจัยบวกใหม่ๆ และผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียน โดยเฉพาะหุ้นกลุ่มพลังงานได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันที่ตกต่ำพอสมควร อย่างไรก็ตาม มาตรการผ่อนคลายนโยบายการเงินยังคงเป็นปัจจัยบวกต่อสินทรัพย์เสี่ยงโดยรวม โดยในขณะนี้หุ้นไทยเมื่อดูจากค่า Forward P/E อยู่ที่ราว 15-16 เท่า ซึ่งยังไม่เกินจากกรอบในรอบ 5 ปีที่ผ่านมา จึงถือว่าไม่ได้แพงเกินไป ดังนั้น หุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่มีคุณภาพ และให้อัตราเงินปันผลที่ดีจึงน่าจะเป็นหนึ่งในกลุ่มสินทรัพย์ที่ได้รับประโยชน์จากมาตรการผ่อนคลายนโยบายการเงินทั้งจากญี่ปุ่นและยุโรปเช่นกัน

60 ตลาดหุ้นและตลาดตราสารของไทย ยังพอเป็นที่น่าสนใจของเม็ดเงินลงทุนจากต่างประเทศ

ดัชนีหุ้นและตราสารหนี้ของไทย



ค่า EPS และ Forward P/E



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

การอ่อนค่าของเงินเยนและเงินยูโรจะกระทบภาคการส่งออกของไทยเพียงเล็กน้อย ในระยะสั้น ผลกระทบจากการอ่อนค่าของเงินเยนและเงินยูโรที่จะเกิดขึ้นกับภาคการส่งออกของประเทศไทยคือสินค้าไทยในสายตาของตลาดญี่ปุ่นและยุโรปจะดูมีราคาแพงจากผลของเงินบาทที่แข็งค่าเมื่อเทียบกับเงินเยนและยูโร แต่ผลกระทบต่อมูลค่าการส่งออกทั้งหมดของไทยอาจมีไม่มากนัก เนื่องจากข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทย ไทยใช้สกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในการค้าระหว่างประเทศเป็นหลัก คือ ราว 80% ของการส่งออกทั้งหมด ด้านการใช้เงินเยนและยูโรจะมีสัดส่วนอยู่ที่เพียง 6.1% และ 2.8% ตามลำดับ หรือรวมกันแล้วคิดเป็นสัดส่วนเพียง 9% ของการส่งออกทั้งหมดของไทย นอกจากนี้สินค้าไทยที่ส่งออกไปยังญี่ปุ่นและยุโรป ส่วนใหญ่เป็นสินค้าที่เกิดจากการผลิตเพื่อใช้เป็นสินค้าในอุตสาหกรรมการผลิตต่อเนื่อง (re-export) ที่มีบริษัททั้งญี่ปุ่นและยุโรปเป็นเจ้าของ ประกอบด้วยสินค้าประเภทเครื่องคอมพิวเตอร์และส่วนประกอบ รวมทั้งรถยนต์และส่วนประกอบ จึงทำให้อุปสงค์ต่อกลุ่มสินค้านี้ดังกล่าวไม่ได้รับผลกระทบจากการอ่อนค่าของเงินมากนัก **(ดูรายละเอียดเพิ่มเติมใน: Outlook 1Q2015 Box: ผลกระทบต่อการส่งออกไทยจากค่าเงินเยนและยูโรที่มีทิศทางอ่อนตัว)** นอกจากนี้ อีไอซียังประเมินว่าการอ่อนค่าของเงินเยนและเงินยูโรยังคงจะเป็นผลดีต่อไทยในระยะยาว หากผลของมาตรการผ่อนคลายทางการเงินและการอ่อนค่าของเงินสามารถช่วยกระตุ้นรายได้และกำลังซื้อของเศรษฐกิจญี่ปุ่นและเศรษฐกิจประเทศในกลุ่มยูโรโซนให้กลับมาเติบโตได้ดังเดิม เนื่องจากในปัจจุบันภาคการส่งออกของไทยต้องพึ่งพาสหรัฐญี่ปุ่นและยุโรปคิดเป็นมูลค่ารวมสูงถึง 20% ของยอดการส่งออกทั้งหมด

ด้านราคาสินค้าเกษตรของไทยจะไม่ได้รับประโยชน์จากมาตรการอัดฉีดสภาพคล่องของ BOJ และ ECB ผ่านทางตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ เนื่องจากสินค้าโภคภัณฑ์ของไทยในปัจจุบันไม่เป็นที่น่าสนใจของนักลงทุนและมีแนวโน้มว่าจะมีราคาอยู่ในระดับต่ำต่อไป ต่างจากในอดีตที่ราคาสินค้าเกษตรไทย เช่น ข้าว และยางพารา เคยปรับตัวขึ้นอย่างมากจากอานิสงค์ของ QE ของสหรัฐฯ ทั้งนี้ อีไอซีประเมินว่าราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่เป็นสินค้าเกษตรของไทยจะอยู่ในระดับต่ำต่อไป ตามทิศทางราคาสินค้าโภคภัณฑ์ทั่วโลก ซึ่งยังขาดปัจจัยสนับสนุนให้ราคากลับมาแพงขึ้นอีกครั้ง

BOX: มาตรการอัดฉีดสภาพคล่องที่ผ่านมายของธนาคารกลางสหรัฐฯ ญี่ปุ่น และยุโรป

มาตรการอัดฉีดสภาพคล่องของ Fed

ปัญหาฟองสบู่แตกในตลาดอสังหาริมทรัพย์ของสหรัฐฯในช่วงก่อนปี 2007 (วิกฤติซับไพรม์) นำมาซึ่งภาวะชะงักงันในการปล่อยสินเชื่อในตลาดสหรัฐฯ ทำให้สถาบันการเงินไม่กล้าที่จะปล่อยสินเชื่อระหว่างกัน เนื่องจากสินทรัพย์ส่วนหนึ่งที่ใช้เป็นหลักประกันระหว่างกันมีอสังหาริมทรัพย์ความเสี่ยงสูงเป็นสินทรัพย์อ้างอิง จนในที่สุดทำให้สถาบันการเงินต่างๆ เกิดปัญหาขาดแคลนสภาพคล่องอย่างรุนแรง การล้มละลายของ Lehman Brothers ถือเป็นฟางเส้นสุดท้ายที่บีบให้ Fed ต้องประกาศมาตรการผ่อนคลายควบคุมไปกับการลดดอกเบี้ยนโยบายเป็นครั้งแรก (มาตรการ QE1) โดยมาตรการ QE1 นี้ Fed ได้มุ่งเป้าเข้าซื้อตราสารหนี้ที่มีสินทรัพย์ค้ำประกันเป็นที่อยู่อาศัย (Mortgage Backed Securities: MBS) ซึ่งถือเป็นสินทรัพย์ที่เป็นปัญหาค้างอยู่ในครอบครองของสถาบันการเงิน เพื่อลดซับความเสี่ยงของสถาบันการเงินในการขอสินเชื่อระหว่างกัน ลดต้นทุนของสถาบันการเงินในการปล่อยสินเชื่อ และช่วยผ่อนคลายสภาวะตึงตัวของตลาดปล่อยสินเชื่อในระบบ ภายใต้มาตรการ QE1 นี้ Fed ได้ใช้เงินเข้าซื้อสินทรัพย์ติดต่อกันเป็นเวลา 17 เดือน คิดเป็นมูลค่าในการอัดฉีดเงินเข้าสู่เศรษฐกิจรวม 2.1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

ถึงแม้ QE1 จะช่วยบรรเทาให้ภาวะชะงักงันในตลาดเงินฟื้นตัวได้ดีขึ้น แต่วิกฤติดังกล่าวยังคงสร้างความเสียหายที่รุนแรงแก่ภาคธุรกิจในวงกว้างและกระตุ้นการลงทุนของภาคเอกชน รวมไปถึงการเติบโตทางเศรษฐกิจ ทำให้ Fed ตัดสินใจประกาศใช้มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณครั้งที่สอง (QE2) ด้วยการเข้าซื้อทั้งพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ (US treasury) MBS และตราสารทางการเงินอื่นๆ ตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน 2010 ถึงเดือนมิถุนายน 2011 รวมมูลค่าการเข้าซื้อสินทรัพย์ราว 2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และตามมาด้วยมาตรการ QE3 ในเดือนกันยายน 2012 ที่นอกจากจะทำการเข้าซื้อสินทรัพย์ทางการเงินและพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ แล้ว Fed ยังใช้เครื่องมือทางการเงินเพิ่มเติมที่เรียกว่าการทำ “Operation Twist” หรือการลดส่วนการถือครองพันธบัตรระยะสั้น แล้วหันมาเพิ่มสัดส่วนการถือครองพันธบัตรระยะยาวแทน โดยมีเป้าหมายให้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรระยะยาวต่ำลง เพื่อช่วยลดต้นทุนการกู้ยืมแก่ภาคเอกชนและช่วยให้ตลาดสินเชื่อที่ผ่อนคลายมากขึ้น การทำ Operation Twist ถือได้ว่าประสบความสำเร็จอย่างมากในการช่วยฟื้นฟูตลาดอสังหาริมทรัพย์และผ่อนคลายการกักเงินในตลาดเงิน จนอาจกล่าวได้ว่าทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ พ้นจากวิกฤติได้ในที่สุด อย่างไรก็ตาม หลังการฟื้นตัวของตลาดเงิน Fed ยังคงตัดสินใจดำเนินมาตรการ QE3 ต่อไป แต่ได้ปรับเปลี่ยนเป้าหมายเป็นการฟื้นฟูตัวเลขการจ้างงานและกระตุ้นอัตราเงินเฟ้อโดยตรง จนในที่สุด FED ได้ลดปริมาณการเข้าซื้อสินทรัพย์ (Tapering) และหยุดมาตรการ QE ในเดือนตุลาคม ปี 2014

มาตรการอัดฉีดสภาพคล่องของ BOJ

ตามประวัติศาสตร์เศรษฐกิจธนาคารกลางของญี่ปุ่นถือเป็นธนาคารกลางแรกในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วที่เลือกใช้เครื่องมือการอัดฉีดสภาพคล่องเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจมาตั้งแต่ปี 2001 เนื่องจากเศรษฐกิจของญี่ปุ่นนั้นได้คงอัตราดอกเบี้ยในระดับต่ำมาเป็นเวลายาวนานแล้ว นอกจากนี้ ญี่ปุ่นยังตกอยู่ในสภาวะเงินฝืดมาตั้งแต่ปี 1999 ทำให้มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณที่ BOJ เลือกใช้ในอดีตนั้นได้ผลไม่ดีเท่าที่ควร แตกต่างกรณีของสหรัฐฯ เนื่องจากสภาวะเงินฝืดที่กินเวลายาวนานทำให้ภาคธุรกิจเอกชนของญี่ปุ่นเลือกที่จะสะสมเงินสดแทนการใช้สภาพคล่องที่มีอยู่ในมือเพื่อลงทุนเพิ่มเติม ไม่ว่าจะเป็นการใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าทุนหรือการขึ้นค่าจ้างให้แก่แรงงาน ในขณะที่ฝั่งผู้บริโภคก็ขาดแรงจูงใจที่จะนำเงินออกมาใช้จ่ายด้วยเช่นกัน เพราะการถือเงินไว้เพียงอย่างเดียวก็ทำให้ความมั่งคั่งสูงขึ้นได้จากสภาวะที่ราคาสินค้าในเศรษฐกิจโดยเฉลี่ยลดต่ำลงเรื่อยๆ

จนกระทั่งในปี 2013 รัฐบาลญี่ปุ่นได้ประกาศนโยบายสามดอก (Abenomics' Three Arrows) พร้อมตั้งเป้าหมายผลักดันให้เศรษฐกิจญี่ปุ่นหลุดจากการเป็นประเทศที่มีสภาวะเงินฝืด โดยธนูดอกแรก คือ การใช้เงินงบประมาณรายจ่ายภาครัฐก้อนแรกสูงถึง 10 ล้านล้านเยน ควบคู่ไปธนูดอกที่ 2 ซึ่งก็คือการออกมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณและคุณภาพ (Quantitative and Qualitative Easing: QQE) ของ BOJ เพื่อขยายฐานเงินในระบบเศรษฐกิจผ่านการเข้าซื้อสินทรัพย์ประเภทพันธบัตรรัฐบาล (Japanese Government Bond: JGB) และสินทรัพย์เสี่ยงบางประเภทเช่น กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (J-REIT) โดยตั้งเป้าหมายการอัดฉีดเม็ดเงินเข้าสู่เศรษฐกิจรวมเป็นมูลค่า 135 ล้านล้านเยนในช่วงปี 2013 – 2014 (หรือเทียบเท่า 1.4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ธนูทั้งสองดอกนี้ ทำให้อัตราเงินเฟ้อของญี่ปุ่นกลับเป็นบวกได้ตั้งแต่เดือนพฤษภาคม 2013 เป็นต้นมา ซึ่งถือได้ว่าเป็นความสำเร็จจากทั้งนโยบายการคลังและนโยบายการเงินที่เสริมกันอย่างมีประสิทธิภาพ อย่างไรก็ตาม ปัญหาภาระทางการคลังของญี่ปุ่นที่ตามมาหลังการใช้จ่ายภาครัฐจำนวนมหาศาล และสภาวะหนี้สาธารณะสูง บีบให้รัฐบาลญี่ปุ่นต้องประกาศขึ้นภาษีการค้า (sales tax) ในเดือนเมษายน ปี 2014 การขึ้นภาษีในครั้งนี้ส่งผลกระทบบ่อย่างรุนแรงต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่น จนอัตราการเติบโตของเศรษฐกิจติดลบต่อกันถึงสองไตรมาสพร้อมกับสร้างความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะกลับไปอยู่ในสภาวะเงินฝืดได้อีกครั้ง หลังเงินเฟ้อของญี่ปุ่นชะลอตัวลงตั้งแต่เดือนพฤษภาคม 2014 เรื่อยมา ทำให้ BOJ ตัดสินใจประกาศขยายขนาดของมาตรการ QQE ในเดือนพฤศจิกายน 2014 โดยเพิ่มอัตราขยายฐานเงินไปเป็น 80 ล้านล้านเยนต่อปี แบบไม่กำหนดเวลาสิ้นสุดมาตรการ เพื่อให้เศรษฐกิจญี่ปุ่นสามารถบรรลุเป้าหมายเงินเฟ้อที่ 2% และกลับมาฟื้นตัวได้ดีอีกครั้ง นอกจากนี้ การประกาศใช้ขยายมาตรการ QQE ของ BOJ ยังหวังผลให้การอ่อนค่าของเงินเยนช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจจากภาคการส่งออกและรายรับจากต่างประเทศด้วยอีกทางหนึ่ง

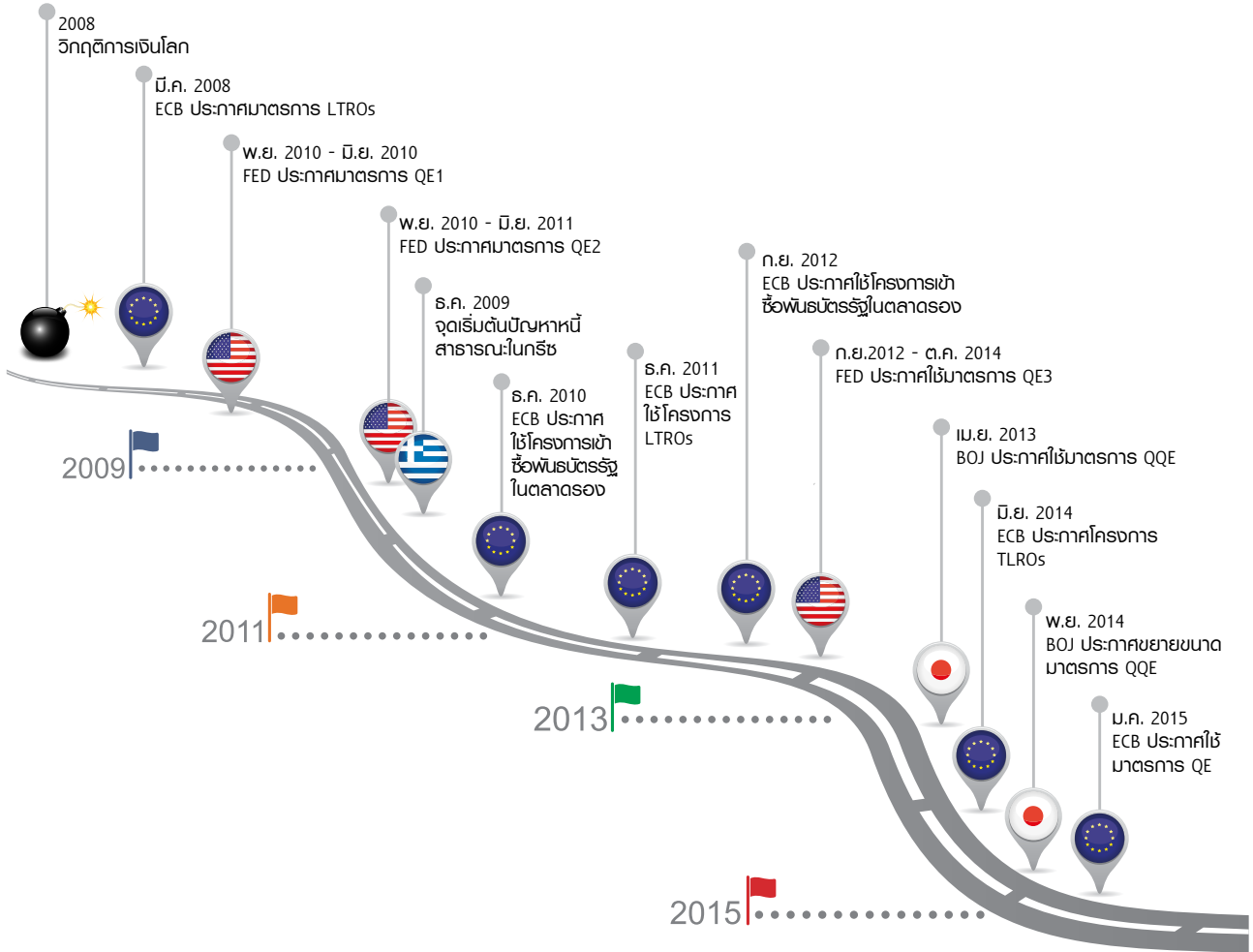
มาตรการอัดฉีดสภาพคล่องของ ECB

สถานการณ์ของยูโรโซนนั้น นอกจากจะประสบปัญหาวิกฤติในตลาดเงินตามหลังสหรัฐฯ มาตั้งแต่ปี 2008 แล้ว เศรษฐกิจของยุโรปยังต้องเผชิญกับปัญหาหนี้สาธารณะของประเทศในกลุ่มสมาชิกอย่างต่อเนื่องมาตั้งแต่ปลายปี 2009 เริ่มต้นจากปัญหาหนี้สาธารณะในกรีซ ตามมาด้วยโปรตุเกส ไอร์แลนด์ อิตาลี และสเปน (PIIGS) จนก่อให้เกิดวิกฤติหนี้สาธารณะและสภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวลงอย่างรุนแรงถึงขั้นติดลบในหลายประเทศ ผลจากปัญหาดังกล่าวได้กดดันให้ ECB ต้องปรับลดอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงเรื่อยมาเช่นเดียวกับ Fed จนอัตราดอกเบี้ยฝากเงินที่ธนาคารพาณิชย์ฝากไว้กับธนาคารกลาง (Deposit Facility Rate) ติดลบเป็นครั้งแรกในเดือนมิถุนายน 2014

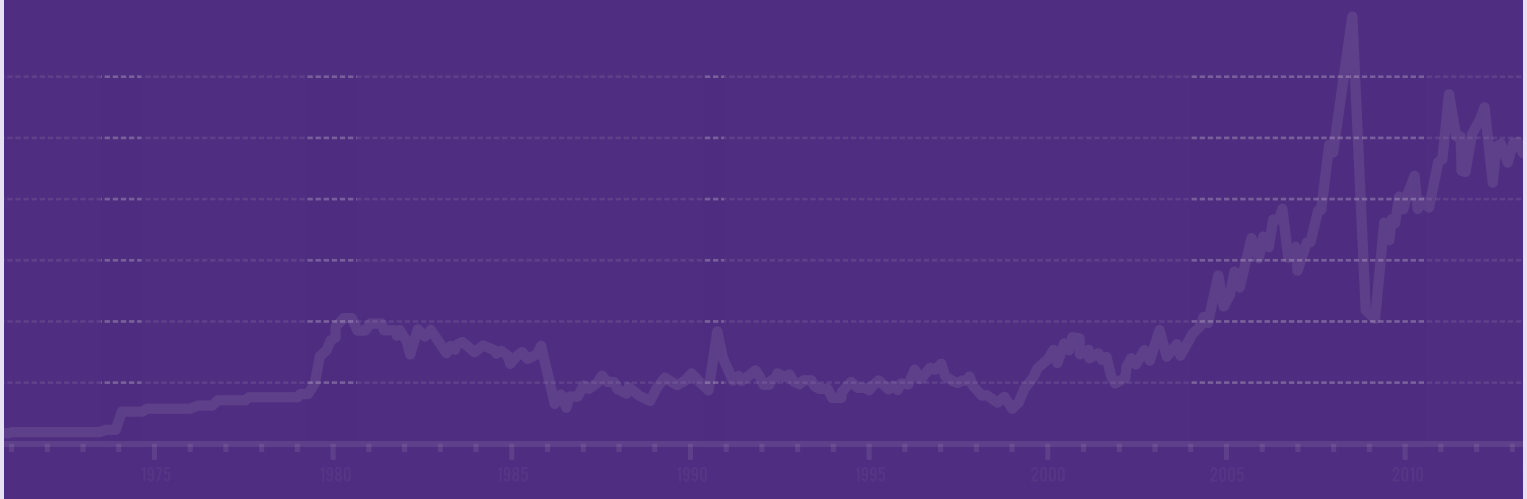
ตลอดช่วงเวลาที่เกิดวิกฤตินั้น ECB ได้ออกมาตรการเข้าเสริมสภาพคล่องด้วยเครื่องมือนโยบายการเงินประเภทต่างๆ เช่น การเข้าซื้อขายในตลาดซื้อคืนพันธบัตรตามโครงการ Main Refinancing Operations (MROs) การให้สภาพคล่องดอกเบี้ยต่ำแก่ธนาคารในประเทศสมาชิกตามโครงการ Long-term Refinancing Operations (LTROs) ที่ถือเป็นมาตรการหลักของธนาคารกลางยูโรโซนในช่วงปี 2012 และโครงการ Targeted Long-term Refinancing Operation (TLTROs) ที่มุ่งเป้าให้เงินในโครงการดังกล่าวไหลเข้าสู่ภาคธุรกิจอื่นๆ ที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน นอกจากนี้ธนาคารกลางยูโรโซนยังผ่อนปรนประเภทของสินทรัพย์ที่จะเข้าซื้อให้ครอบคลุมไปถึงตราสารหนี้ชนิดต่างๆ ของภาคเอกชน เพื่อช่วยกระตุ้นให้ช่องทางการดำเนินนโยบายการเงินทำงานได้ดีขึ้นอีกทางหนึ่ง

อย่างไรก็ดี การเสริมสภาพคล่องผ่านโครงการสินเชื่อ LTROs นั้นไม่สามารถส่งผ่านเม็ดเงินไปสู่ภาคเศรษฐกิจจริงได้ เนื่องจากธนาคารพาณิชย์ที่เข้าร่วมโครงการไม่ได้นำสภาพคล่องต้นทุนต่ำไปปล่อยสินเชื่อในระบบเศรษฐกิจ แต่กลับใช้ในการลงทุนสินทรัพย์อื่นที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเป็นส่วนใหญ่ (Carry Trade) ผิดกับจุดประสงค์ที่ธนาคารกลางยูโรโซนตั้งใจไว้ กอปรกับการที่โครงการ TLTROs ไม่ได้รับการตอบรับจากภาคเอกชนเท่าที่ควรทำให้เศรษฐกิจยูโรโซนยังคงเสี่ยงต่อสภาวะเงินฝืด ควบคู่ไปกับตัวเลขการจ้างงานที่มีทิศทางแยกลงต่อเนื่อง จนในที่สุดธนาคารกลางของยุโรปได้ตัดสินใจประกาศมาตรการ QE ในเดือนมกราคม ปี 2015 และเริ่มมาตรการในเดือนมีนาคมที่ผ่านมา เพื่อตั้งเป้าหมายให้อัตราเงินเฟ้อของยูโรโซนกลับมาใกล้เคียงระดับ 2% และฟื้นฟูเศรษฐกิจประเทศสมาชิกให้กลับมาเติบโตได้เป็นปกติอีกครั้ง

61 ภาพภาพแสดงเหตุการณ์และมาตรการต่างๆ ของธนาคารกลางตามช่วงเวลา



Summary of main forecasts



EIC summary of main forecasts

Key indicators	2014	Unit	Actual				EIC forecast					Consensus		BOT
	Share (%)		2014	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	2015	2015	2015		
Real GDP growth		% YOY	0.7%	0.6%	2.3%	3.4%	3.0%	2.7%	2.7%	3.0%	3.7%	3.8%		
Demand-side														
Private consumption	50.6%	% YOY	0.3%	2.2%	1.9%	2.1%	0.6%	1.2%	1.6%	1.4%	2.8%	2.4%		
Public consumption	10.5%	% YOY	2.8%	0.4%	5.5%	6.5%	1.5%	2.3%	2.3%	3.0%		4.2%		
Investment (GFCF)	21.0%	% YOY	-2.8%	2.9%	3.2%	2.4%	1.1%	3.0%	8.6%	3.7%	5.2%			
Private investment	16.6%	% YOY	-1.9%	3.9%	4.1%	-1.0%	0.2%	2.3%	8.7%	2.5%		3.1%		
Public investment	4.4%	% YOY	-6.1%	-0.8%	-0.3%	17.0%	4.4%	5.8%	8.0%	8.4%		8.0%		
Supply-side														
Agriculture	8.3%	% YOY	1.1%	1.6%	-1.6%	-1.9%	-2.1%	1.3%	5.2%	0.8%				
Manufacturing	37.4%	% YOY	-1.1%	-0.7%	0.7%	2.3%	2.6%	1.9%	3.3%	2.5%				
Services	54.3%	% YOY	1.9%	1.3%	4.1%	5.1%	4.0%	3.3%	1.9%	3.6%				
External sector														
Export of Goods (USD)		% YOY	-0.4%	-1.8%	1.6%	-4.7%	-2.1%	0.0%	1.6%	-1.3%	2.0%	0.8%		
Import of Goods (USD)		% YOY	-9.0%	-1.3%	-5.6%	-6.4%	-7.7%	-6.1%	0.3%	-5.0%	3.8%	0.0%		
Current account		USD bln	13.1	-0.5	8.7	8.2	4.5	4.4	9.9	27.0	15.2	4.3		
Key rates														
Headline inflation		% YOY	1.9%	2.0%	1.1%	-0.5%	-0.3%	0.8%	2.5%	0.7%	0.3%	0.2%		
Core inflation		% YOY	1.6%	1.8%	1.7%	1.5%	1.1%	1.3%	1.7%	1.4%		1.2%		
Policy rate (RP-1D) (end period)		% p.a.	2.00%	2.00%	2.00%	1.75%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%				
THB/USD (end period)		THB/USD	33.0	32.4	33.0	32.6	33.0	33.5	33.5	33.5				
Oil prices –Brent (period avg.)		USD/bbl	99	102	76	54	59	62	66	60	As of Apr-15	As of Mar-15		

For 15Q1, actuals are reported for External sector, Key rates and Oil prices.

Sources: EIC forecasts, Asia Pacific Consensus Forecasts (Apr 2015), Mar 2015 Bank of Thailand's Monetary Policy Report, and Foreign research houses.

คณะผู้จัดทำ



ดร.สุทธาภา อมรวิวัฒน์
Chief Economist
และ ผู้ช่วยผู้จัดการใหญ่อาวุโส

ดร.สุทธาภา อมรวิวัฒน์ ดำรงตำแหน่ง Chief Economist และ ผู้ช่วยผู้จัดการใหญ่อาวุโส รับผิดชอบบริหาร Economic Intelligence Center (EIC) ซึ่งเป็นหน่วยงานกลยุทธ์ของธนาคารไทยพาณิชย์ โดยก่อนหน้านั้น ดร.สุทธาภา ได้ก่อตั้งและดูแลสายงานวิเคราะห์ความเสี่ยง (Risk Analytics) กลุ่มบริหารความเสี่ยงมาก่อน ทั้งนี้ ก่อนร่วมงานในแวดวงธนาคารไทย ดร.สุทธาภา มีประสบการณ์ทำงานในต่างประเทศกว่า 10 ปี ทั้งภาคองค์กรระหว่างประเทศ และภาคเอกชน ชำนาญ ได้แก่ กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ประเทศสหรัฐอเมริกา, บริษัทที่ปรึกษา Booz Allen Hamilton ประเทศสหรัฐอเมริกา, ING Group ประเทศเนเธอร์แลนด์ เป็นต้น นอกจากนี้ ยังเคยดำรงตำแหน่งระดับผู้อำนวยการส่วนวิเคราะห์เศรษฐกิจมหภาคของสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง กระทรวงการคลังอีกด้วย

ดร.สุทธาภา เป็นหนึ่งในคณะอนุกรรมการด้านการเงิน การธนาคาร สถาบันการเงินและตลาดทุน สภานิติบัญญัติแห่งชาติ อีกทั้งยังเป็นผู้เชี่ยวชาญ (Non-resident Fellow) ด้านเศรษฐกิจระหว่างประเทศและตลาดการเงินให้กับองค์การระหว่างประเทศ Asia Society กรุงนิวยอร์ก ประเทศสหรัฐอเมริกา

ดร.สุทธาภา เป็นนักเรียนทุนพระราชทานเล่าเรียนหลวง จบการศึกษาปริญญาตรี สาขาคณิตศาสตร์ประยุกต์ มหาวิทยาลัยฮาร์วาร์ด และปริญญาเอก สาขาเศรษฐศาสตร์ การบริหารและนโยบาย สถาบันเทคโนโลยีแห่งรัฐแมสซาชูเซตส์ (M.I.T.) ประเทศสหรัฐอเมริกา ดร.สุทธาภา ได้รับเลือกเป็นหนึ่งใน 20 ผู้นำ รุ่นใหม่ของภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก ในปี 2550 โดยคณะกรรมการขององค์การระหว่างประเทศ Asia Society



ดร.พรพจน์ นันทรามาศ
Head of Economy and
Financial Markets

ดร.พรพจน์ ร่วมงานกับธนาคารไทยพาณิชย์ครั้งแรกในสายงานวิเคราะห์ความเสี่ยงในกลุ่มบริหารความเสี่ยง ก่อนหน้านั้น ดร.พรพจน์ เป็น Assistant Professor of Economics ที่ San Diego State University สหรัฐอเมริกา และมีผลงานทางวิชาการตีพิมพ์ใน Journal of International Money and Finance นอกจากนี้ยังเคยฝึกงานที่ Board of Governors of the Federal Reserve System

ดร.พรพจน์ จบการศึกษาระดับปริญญาตรี (เกียรตินิยมอันดับหนึ่ง) สาขาเศรษฐศาสตร์ จากมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ และระดับปริญญาเอก สาขาเศรษฐศาสตร์ จาก University of Michigan, Ann Arbor ประเทศสหรัฐอเมริกา



ดร.ชินวุฒิ เตพานุวัฒน์
นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

ดร.ชินวุฒิ เป็นผู้เขียนบทวิเคราะห์ทางเศรษฐกิจและการเมืองให้กับ Oxford Analytica และมีประสบการณ์วิจัยทางเศรษฐศาสตร์สังคมวิทยา และการศึกษาผ่านการฝึกงานกับธนาคารแห่งประเทศไทยและ Citigroup London เคยทำกิจกรรมระหว่างศึกษาในฐานะประธานสมาคมนักเรียนไทย (Oxford Thai Society, 2005-6) และเป็นผู้ร่วมก่อตั้งกลุ่มเสวนา Oxford Initiative

ดร.ชินวุฒิ จบการศึกษาระดับปริญญาตรี (เกียรตินิยมอันดับหนึ่งเหรียญทอง) สาขาเศรษฐศาสตร์การเงินและเศรษฐศาสตร์ระหว่างประเทศ จากมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ได้รับทุน Citibank/FCO Chevening Scholarship จากรัฐบาลสหราชอาณาจักร และสำเร็จการศึกษาระดับปริญญาเอกจาก University of Oxford

คณะผู้จัดทำ



ดร.สุติมา ตันตระกูล
นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

ดร.สุติมา มีประสบการณ์ทำงานด้านการวิจัยทางเศรษฐศาสตร์หลากหลายสาขาโดยเฉพาะด้านการพัฒนาโดยเคยทำงานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างพฤติกรรมทางเศรษฐกิจและโครงสร้างเครือข่ายของชาวแกมเบียในชนบท นอกจากนี้ยังเคยวิจัยด้านไมโครไฟแนนซ์และเศรษฐศาสตร์สาธารณสุขในอินเดียอีกด้วย

ดร.สุติมา จบการศึกษาระดับปริญญาตรี (เกียรตินิยมอันดับหนึ่ง) สาขาเศรษฐศาสตร์และสาขาคณิตศาสตร์ จาก Lafayette College (Pennsylvania, USA) โดยเป็นนักเรียนแลกเปลี่ยนที่ London School of Economics, UK เป็นเวลาหนึ่งปี และปริญญาโท-เอกสาขาเศรษฐศาสตร์จากมหาวิทยาลัย Duke University (North Carolina, USA)



ดร.อริภัทร มุกดาเจริญ

ดร.อริภัทร มีประสบการณ์ทำงานเป็นนักเศรษฐศาสตร์ที่ U.S. Congressional Budget Office (CBO) ประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นเวลากว่า 4 ปี โดยมีหน้าที่หลักในการวิเคราะห์ผลกระทบของนโยบายเศรษฐกิจมหภาคต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศสหรัฐอเมริกา และศึกษาผลกระทบของนโยบายภาษีต่อพฤติกรรมของนักลงทุน

ดร.อริภัทร จบการศึกษาระดับปริญญาตรี (เกียรตินิยมอันดับหนึ่งเหรียญทอง) สาขาเศรษฐศาสตร์การเงินและการคลัง ระดับปริญญาโท สาขาการเงินและเศรษฐศาสตร์ระหว่างประเทศ จากจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย และระดับปริญญาเอกสาขาเศรษฐศาสตร์ จาก Rice University ประเทศสหรัฐอเมริกา



ปิยากร ชลวร
นักวิเคราะห์อาวุโส
สาขาธุรกิจที่ดูแล: ตลาดเงิน

ปิยากร มีประสบการณ์การทำงานเป็นนักวิเคราะห์ด้านการลงทุนส่วนบุคคลกับบริษัทหลักทรัพย์ชั้นนำในไทย ก่อนหน้านี้เคยร่วมงานกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเป็นหนึ่งในทีมงานที่ก่อตั้ง บมจ.ตลาดหลักทรัพย์ซื้อขายล่วงหน้า (ประเทศไทย)

ปิยากร จบการศึกษาระดับปริญญาตรี สาขาวิศวกรรมอุตสาหการ คณะวิศวกรรมศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย และระดับปริญญาโทในสาขาวิศวกรรมการเงิน จาก Columbia University และยังได้รับประกาศนียบัตร CFA จากสถาบัน CFA Institute



ดร.ศิวาลัย ชันชะบวน
นักวิเคราะห์อาวุโส
สาขาธุรกิจที่ดูแล: ปีโตรเลียม
และพลังงาน

ดร.ศิวาลัย มีประสบการณ์ทำงานวิจัยและวิเคราะห์นโยบาย เศรษฐกิจ การเงิน การคลัง และโครงสร้างพื้นฐานการขนส่งจากกระทรวงการคลังสภาพัฒน์ และกรมทางหลวง เคยเป็นคณะที่ปรึกษารัฐมนตรีว่าการกระทรวงคมนาคมมีความสนใจงานวิจัยเรื่องผู้ประกอบการและความเสี่ยงในตลาดเงิน

ดร.ศิวาลัย จบการศึกษาระดับปริญญาตรี (เกียรตินิยมอันดับหนึ่ง) สาขาเศรษฐศาสตร์ จาก จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ได้รับทุนรัฐบาลไทยเพื่อศึกษาต่อระดับปริญญาโท สาขา Policy Economics, University of Illinois, Urbana-Champaign และทุน World Bank ในระดับปริญญาโท สาขาเศรษฐศาสตร์ จาก London School of Economics และจบการศึกษาระดับปริญญาเอก สาขา Applied Economics and Management จาก Cornell University

คณะผู้จัดทำ



เชมรัฐ ทรงอยู่
นักวิเคราะห์

เชมรัฐ จบการศึกษาระดับปริญญาตรี สาขาเศรษฐศาสตร์อุตสาหกรรม และระดับปริญญาโท สาขาเศรษฐศาสตร์ จากคณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ โดยได้รับทุนการศึกษาในระดับปริญญาโทจากธนาคารแห่งประเทศไทย



ธนกร ลิ้มวิทย์ธราดล
นักวิเคราะห์

ธนกร จบการศึกษาระดับปริญญาตรี (เกียรตินิยมอันดับหนึ่ง) สาขาเศรษฐศาสตร์การเงิน จากคณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



วรดา ต้นติสุนทร
นักวิเคราะห์

วรดา จบการศึกษาระดับปริญญาตรี (เกียรตินิยมอันดับหนึ่ง) สาขาเศรษฐศาสตร์ หลักสูตรนานาชาติ จากจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย และระดับปริญญาโท สาขา Finance and Risk จาก University of Bath (Distinction)

Economic Intelligence Center (EIC)

E-mail : eic@scb.co.th โทร : +662 544 2953

ดร.สุทธาทา อมรวิวัฒน์
Chief Economist และผู้ช่วยผู้จัดการใหญ่อาวุโส
sutapa.amornvivat@scb.co.th

Economy and Financial Markets

ดร.เพชรพจน์ นันทรามาศ
phacharaphot.nuntramas@scb.co.th

ดร.ชินวุฒ์ เตชานุวัตร
chinnawut.techanuvat@scb.co.th

ดร.ชุตินา ตันตะระวงศา
chutima.tontarawongsa@scb.co.th

เขมรัฐ ทรงอยู่
khemarat.songyoo@scb.co.th

ธนกร ลิ้มวิทย์ธราดล
tanakorn.limvittaradol@scb.co.th

วรดา ตันตีสุนทร
vorada.tantisunthorn@scb.co.th

Knowledge Management & Networking

ดร.อัญญรัตน์ บุญนิธิวรกุล
ผู้จัดการบริหารองค์ความรู้และเครือข่ายวิจัย
anyarat.boonnithivorakul@scb.co.th

นภาพัท ศรีจามร
napat.srichamorn@scb.co.th

วนิษา นาทิสวรรณ
wanitcha.nateesuwan@scb.co.th

วิภาสรา อากาศกุลเดบ
vipasara.arpaskundait@scb.co.th

อรัญ สอนดาณาสกุล
alan.sondatanaset@scb.co.th

เอกรัฐ เลากุลรัตน์
ekarat.laokulruch@scb.co.th

โสฬสฎา อุปมาย
sorodda.upamai@scb.co.th

Sectorial Research

ธีรินทร์ รัตนภิญโญวงศ์
ผู้จัดการกลยุทธ์ธุรกิจและอุตสาหกรรม
teerin.ratanapinyowong@scb.co.th

กันขวัณ หอมจำปา
Head of Infrastructure Cluster
tubkwan.homchampa@scb.co.th

วิธาน เจริญพล
Head of Service Cluster
vithan.charoenphon@scb.co.th

โชติกา ชุ่มมี
chotika.chummee@scb.co.th

นิตนารา มินทะخين
nitnara.mintarkhin@scb.co.th

ปราณีดา ศยามานนท์
pranida.syamananda@scb.co.th

ปิยากกร ชลวร
piyakorn.chonlaworn@scb.co.th

ดร.ศิวาลัย ขันธะชวนะ
sivalai.khantachavana@scb.co.th

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

กวีพล พันธุ์เพ็ง
kaweeapol.panpheng@scb.co.th

ปานณ์ บุญญวานิชไชย
pann.boonyavanich@scb.co.th

พริมา อัครยุท
parima.arkkarayut@scb.co.th

พิชญ์สินี จูฑีสมนบุญ
pitsinee.thitisombon@scb.co.th

ภคณี พงศ์ไพโรดม
pakanee.pongpirodom@scb.co.th

ลภัส อัครพันธ์
lapas.akaraphanth@scb.co.th

เลิศพงศ์ ลากะเชวาสิต
lertpong.larpchevasit@scb.co.th

วิภาวดี ศรีโสภา
vipavadee.srisopa@scb.co.th

วีรวรรณ ฉายานนท์
veerawan.chayanon@scb.co.th

วิสสุตา แจงประจักษ์
wisuta.jaengprajak@scb.co.th

อลิษา แทมประสิริฐ
alisa.tamprasirt@scb.co.th



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_EIC](https://twitter.com/SCB_EIC)



EIC Online เว็บไซต์ที่รวบรวมข่าวสารงานวิเคราะห์เชิงลึกเกี่ยวกับเศรษฐกิจและภาคอุตสาหกรรมเพื่อให้ท่านได้รับข้อมูลที่ทันสมัย สามารถนำไปใช้งานกลยุทธ์ในการดำเนินธุรกิจได้อย่างถูกต้องและทันต่อเหตุการณ์



Insight

งานวิเคราะห์เจาะลึกหัวข้อที่น่าสนใจ โดยเสนอแนวคิดและมุมมองระยะยาว



Outlook

งานวิเคราะห์แนวโน้มตัวชี้วัดหลัก หรือสถานการณ์สำคัญที่มีผลต่อเศรษฐกิจและธุรกิจ



Flash

วิเคราะห์ประเด็นร้อนที่มีผลกระทบต่อเศรษฐกิจและธุรกิจของไทย



Note

บทวิเคราะห์แบบกระชับเกี่ยวกับสถานการณ์ธุรกิจที่น่าสนใจ

สิทธิประโยชน์ของสมาชิก

- บริการแจ้งเตือนข่าวสารและบทวิเคราะห์ใหม่ ๆ ผ่าน E-mail ของท่าน
- อ่านบทวิเคราะห์ย้อนหลังภายในเว็บไซต์ได้ทั้งหมด

