

รายงาน

# แนวโน้มเงินเฟ้อ

แห่ง

ประเทศไทย

ธนาคารแห่งประเทศไทย

มกราคม 2552





## รายงานแนวโน้มเงินเฟ้อ

มกราคม 2552

รายงานแนวโน้มเงินเฟ้อ จัดทำขึ้นเป็นรายไตรมาส โดยเจ้าหน้าที่ของธนาคารแห่งประเทศไทย ด้วยความเห็นชอบของคณะกรรมการนโยบายการเงิน เพื่อวัตถุประสงค์ 2 ประการ คือ (1) เสนอกรอบประมาณการภาวะเศรษฐกิจและแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อที่ชัดเจนและมองไปข้างหน้า เพื่อเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการดำเนินนโยบายการเงินของคณะกรรมการฯ และ (2) ถ่ายทอดแนวความคิดของคณะกรรมการฯ ต่อสาธารณชน และอธิบายเหตุผลของการตัดสินใจในการดำเนินนโยบายต่างๆ

แม้ว่าคณะกรรมการฯ อาจมีความเห็นแตกต่างกันในบางครั้งเกี่ยวกับข้อสมมติที่ใช้ในประมาณการ แต่การนำเสนอในรายงานนี้ที่สรุปอยู่ในรูป Fan Chart ทั้งในเรื่องแนวโน้มของอัตราเงินเฟ้อ แนวโน้มของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ รวมถึงปัจจัยความเสี่ยงต่างๆ นั้น เป็นที่ยอมรับของคณะกรรมการฯ โดยรวม

### คณะกรรมการนโยบายการเงิน

นางธาริษา	วัฒนเกส	ประธาน
นางอัจฉา	ไวความดี	รองประธาน
นายบัณฑิต	นิจถาวร	กรรมการ
นายจักรมณฑ์	ผาสุกวนิช	กรรมการ
นายอำพน	กิตติอำพน	กรรมการ
นายอัมมาร์	สยามวาลา	กรรมการ
นายพรายพล	คุ้มทรัพย์	กรรมการ

## กลยุทธ์การดำเนินนโยบายการเงินของประเทศไทย

### กระบวนการกำหนดนโยบายการเงิน

- คณะกรรมการนโยบายการเงินทำหน้าที่กำหนดนโยบายการเงิน เพื่อสนับสนุนการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจที่ยั่งยืน และความมีเสถียรภาพภายในประเทศทางด้านราคา (Internal Stability) ทั้งนี้ คณะกรรมการฯ จะเข้าไปดูแลเสถียรภาพภายนอก (External Stability) ตลอดจนความไม่สมดุลที่อาจก่อให้เกิดปัญหาทางการเงิน (Financial Imbalances) ในภาคเศรษฐกิจด้วย

### เครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน

- คณะกรรมการฯ กำหนดให้ใช้อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้ทำธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคี (Bilateral Repurchase Rate) ระยะ 1 วัน เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เพื่อส่งสัญญาณทิศทางนโยบายการเงิน

### เป้าหมาย

- คณะกรรมการฯ กำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (หักราคาสินค้าหมวดอาหารสดและพลังงาน) เป็นเป้าหมายในการดำเนินนโยบายการเงิน โดยกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อไว้ที่ร้อยละ 0-3.5 (เฉลี่ยรายไตรมาส) และคณะกรรมการฯ จะต้องชี้แจงเหตุผลแก่สาธารณชน หากอัตราเงินเฟ้อออกจากเป้าหมายที่กำหนดไว้

### เครื่องมือในการพยากรณ์

- ธนาคารแห่งประเทศไทยได้พัฒนาแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาค เพื่อเป็นเครื่องมือช่วยในการกำหนดนโยบาย กล่าวคือใช้ในการพยากรณ์ภาวะเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อ พร้อมทั้งศึกษาผลกระทบของปัจจัยต่างๆ ต่อเศรษฐกิจ รวมทั้งเสนอแนะนโยบายการเงินที่เหมาะสม เพื่อประกอบกระบวนการตัดสินใจนโยบายการเงินของคณะกรรมการฯ

## สารบัญ

1. บทนำ	1
บทความในกรอบ: การกำหนดเป้าหมายเงินเพื่อที่เหมาะสม	6
2. อัตราเงินเฟ้อและภาวะเศรษฐกิจ	9
• ภาวะเงินเฟ้อ	9
• อุปสงค์ในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551	12
• แนวโน้มอุปสงค์ในไตรมาสที่ 4 ของปี 2551	15
• ภาคการผลิตและอุปทานในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551	21
• แนวโน้มภาคการผลิตและอุปทานในไตรมาสที่ 4 ของปี 2551	23
บทความในกรอบ: ผลกระทบของวิกฤตเศรษฐกิจโลกและปัญหาความไม่สงบ ทางการเมืองของไทยต่อการท่องเที่ยว	19
3. ภาวะการเงินและอัตราแลกเปลี่ยน	27
• ภาวะตลาดเงิน	27
• ฐานเงินและปริมาณเงิน	30
• ระบบธนาคารพาณิชย์	31
• อัตราแลกเปลี่ยนและเงินทุนเคลื่อนย้าย	35
4. ภาวะและแนวโน้มเสถียรภาพเศรษฐกิจการเงิน	41
• ภาคธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน	41
• ภาคครัวเรือน	43
• ภาคอสังหาริมทรัพย์	45
• ภาคสถาบันการเงิน	46
• ตลาดการเงิน	48
5. แนวโน้มเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อ	53
• ข้อสมมติประกอบการคาดการณ์	55
• ประมาณการการขยายตัวทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อ	61
• การประเมินความเสี่ยง	66
• ประมาณการเศรษฐกิจไทยของหน่วยงานวิจัยต่างๆ	73
บทความในกรอบ: ภาวะเงินฝืด (Deflation) คืออะไร	67
6. บทสรุป	75
สรุปรายงาน “โครงการแลกเปลี่ยนข้อมูลเศรษฐกิจ/ธุรกิจระหว่าง ธปท.และนักธุรกิจ”	76
ภาคผนวก: แบบจำลองเศรษฐกิจสำหรับนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ	77

## 1. บทนำ

เศรษฐกิจไทยในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551 อยู่ในทิศทางชะลอตัว สอดคล้องกับที่คณะกรรมการฯ คาดไว้ในรายงานแนวโน้มเงินเพื่อฉบับก่อน (เดือนตุลาคม 2551) อย่างไรก็ดี การชะลอตัวในบางองค์ประกอบของ GDP ถือว่า มากเกินคาด โดยเฉพาะการส่งออกสุทธิ เพราะแม้ปริมาณการส่งออกอ่อนตัว ใกล้เคียงกับที่ประเมินไว้ แต่ปริมาณการนำเข้าขยายตัวสูง โดยน่าจะเป็นผลจากการประเมินแนวโน้มเศรษฐกิจที่คลาดเคลื่อนของผู้ประกอบการ ทำให้มีการสั่งซื้อวัตถุดิบเข้ามามากกว่าที่ต้องการใช้ในการผลิตจริงและนำไปสู่การสะสมสินค้าคงคลังที่มากเกินคาด ทั้งนี้ หากไม่รวมการสะสมสินค้าคงคลังดังกล่าว จะมีเพียงการใช้จ่ายภาคเอกชนที่เป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจในไตรมาสนี้ แต่แรงขับเคลื่อนดังกล่าวก็เริ่มแสดงสัญญาณของการชะลอตัวที่ชัดเจนขึ้นเป็นลำดับ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของการลงทุนภาคเอกชน ขณะที่การใช้จ่ายภาครัฐยังหดตัวจากระยะเดียวกันปีก่อน ซึ่งหมายความว่าในช่วงดังกล่าวภาคการคลังไม่ได้ช่วยขับเคลื่อนเศรษฐกิจดังที่รัฐบาลตั้งใจไว้

ตารางที่ 1.1 ผลผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ณ ราคาปีฐาน 2531

อัตราเพิ่มจากระยะเดียวกันปีก่อน (ร้อยละ)	2550	2550		2551		
		ไตรมาส 3	ไตรมาส 4	ไตรมาส 1	ไตรมาส 2	ไตรมาส 3
อุปสงค์ภายในประเทศ <sup>1/</sup>	2.3	2.9	3.0	3.1	1.7	1.4
การบริโภคภาคเอกชน	1.6	1.9	1.9	2.7	2.5	2.6
การลงทุนภาคเอกชน	0.6	1.4	3.8	6.5	4.3	3.5
การใช้จ่ายภาครัฐ	6.9	7.4	6.8	0.5	-4.2	-3.9
การส่งออกสินค้าและบริการสุทธิ	21.7	7.9	20.0	4.6	18.3	0.3
การส่งออกสินค้าและบริการ	7.1	3.8	9.1	8.2	9.1	8.2
การนำเข้าสินค้าและบริการ	3.4	2.7	6.0	9.4	6.9	10.5
ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ	4.9	5.1	5.7	6.0	5.3	4.0

หมายเหตุ: <sup>1/</sup> อุปสงค์ในประเทศไม่รวมส่วนของการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงคลัง

ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการพัฒนา การเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

ต่อมาในไตรมาสสุดท้ายของปี 2551 ปัจจัยลบต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจมีมากขึ้นทั้งจากเศรษฐกิจโลกและสถานการณ์ภายในประเทศ โดยเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวลงมากส่งผลชัดเจนขึ้นต่อการส่งออกสินค้าของไทย ทำให้ทั้งมูลค่าและปริมาณการส่งออกเริ่มหดตัวจากระยะเดียวกันปีก่อน คล้ายคลึงกับภาวะการส่งออกที่อ่อนแอของประเทศไทยอื่น ๆ ในภูมิภาคเดียวกัน นอกจากนั้น

ปัญหาความขัดแย้งทางการเมืองได้นำไปสู่การชุมนุมต่อต้านรัฐบาลที่ยึดเชื้อและรุนแรงขึ้น จนถึงกับมีการปิดสนามบินนานาชาติ 2 แห่งในช่วงปลายเดือน พฤศจิกายนต่อเนื่องจนถึงต้นเดือนธันวาคม ซึ่งส่งผลให้จำนวนนักท่องเที่ยวโดยรวมในช่วงฤดูกาลท่องเที่ยวปลายปีต่ำกว่าที่ควรจะเป็นมาก รวมถึงมีผลซ้ำเติมความเชื่อมั่นของภาคเอกชนซึ่งเปราะบางอยู่แล้วให้ทรุดลงไปอีก ดังนั้นแม้ว่าแรงกดดันจากราคาน้ำมันได้ปรับลดลงมามากและน่าจะมีผลดีต่อต้นทุนการผลิต อีกทั้งนโยบายการเงินสามารถผ่อนคลายได้มากขึ้นในภาวะที่แรงกดดันด้านราคาลดลงอย่างรวดเร็ว แต่ปัจจัยลบที่เพิ่มขึ้นมากดังที่กล่าวมาข้างต้น ทำให้ในภาพรวมเศรษฐกิจไทยในไตรมาสที่ 4 ของปี 2551 มีแนวโน้มที่จะอ่อนตัวมากกว่าที่เคยประเมินไว้ในรายงานฉบับที่แล้ว โดยอาจถึงกับหดตัวจากระยะเดียวกันปีก่อน ส่วนหนึ่งเพราะปัจจัยพิเศษ ได้แก่ การหดตัวอย่างรุนแรงของรายรับจากการท่องเที่ยว และมีผลทำให้คณะกรรมการฯ ประเมินว่าการขยายตัวทางเศรษฐกิจของทั้งปี 2551 อยู่ที่ประมาณร้อยละ 3.6 เท่านั้น ต่ำกว่าช่วงประมาณการที่ร้อยละ 4.3 - 5.0 ที่ให้ไว้ในรายงานฉบับที่แล้วมาก

มองไปข้างหน้า แม้ว่าราคาน้ำมันที่น่าจะทรงตัวอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ อัตราเงินเฟ้อที่ชะลอตัวลงมากและช่วยรักษากำลังซื้อให้กับผู้บริโภค รวมถึงรายได้เกษตรกรที่ขยายตัวสูงในช่วงที่ผ่านมา นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายมากขึ้น และสถานการณ์ทางการเมืองที่มีความชัดเจนขึ้นภายหลังการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ในเดือนธันวาคม 2551 ซึ่งน่าจะทำให้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลสามารถเร่งดำเนินการได้อย่างมีประสิทธิภาพ จะเป็นปัจจัยช่วยประคับประคองการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระดับหนึ่ง แต่แรงส่งในช่วงครึ่งหลังของปี 2551 ที่แผ่วลงเกินคาด ประกอบกับแนวโน้มเศรษฐกิจประเทศอุตสาหกรรมหลักที่เข้าสู่ภาวะถดถอยและน่าจะใช้เวลานานขึ้นกว่าจะกลับฟื้นตัวได้ รวมทั้งเศรษฐกิจของภูมิภาคเอเชียที่ชะลอตัวลงมาก จะทำให้เศรษฐกิจไทยขยายตัวในเกณฑ์ต่ำไปจนถึงช่วงครึ่งหลังของปี 2552

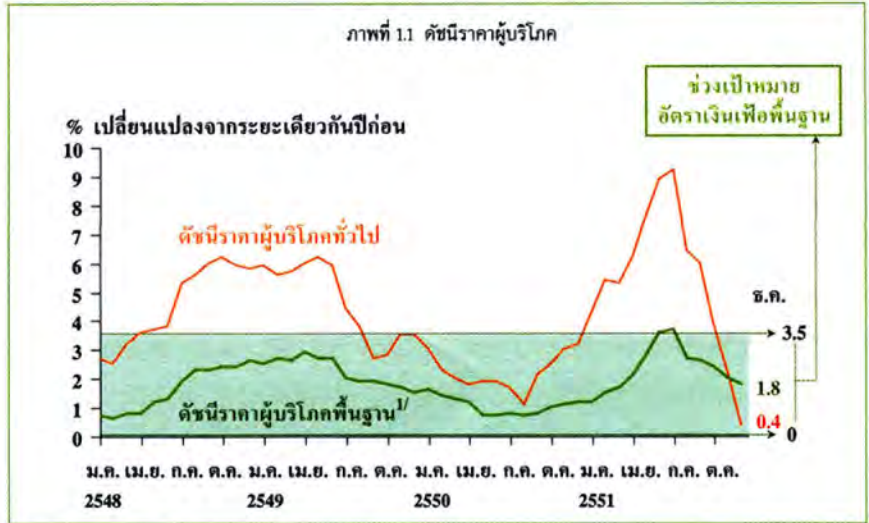
ในปี 2553 เศรษฐกิจไทยจะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปตามภาวะเศรษฐกิจโลก นอกจากนี้ ผลต่อเนื่องของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจโดยภาครัฐในปี 2552 น่าจะเพิ่มความเชื่อมั่นและบรรยากาศการลงทุนทั่วไปดีขึ้น ซึ่งจะช่วยกระตุ้นการใช้จ่ายของภาคเอกชนโดยเฉพาะการลงทุนได้อีกทางหนึ่ง อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัวของการลงทุนและการส่งออกจำเป็นต้องอาศัยสินค้าทุนและวัตถุดิบนำเข้าที่มากขึ้น ดังนั้น การนำเข้าจะขยายตัวสูงในช่วงดังกล่าว ทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดมีแนวโน้มที่จะเริ่มขาดดุลเล็กน้อยถึงสมดุลในปี 2553 จากที่คาดว่ายังเกินดุลในปี 2552

การประเมินแนวโน้มเศรษฐกิจข้างต้นทำให้คณะกรรมการฯ ปรับช่วงประมาณการอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระยะ 8 ไตรมาสข้างหน้าให้ต่ำลงจากประมาณการครั้งก่อนพอสมควร โดยให้อยู่ในช่วงร้อยละ 0 - 2 ในปี 2552 และร้อยละ 2 - 4 ในปี 2553 ทั้งนี้ Fan Chart เบื้องหลังสองปีอันเป็นการสะท้อนความเสี่ยงด้านลบที่มีมากกว่าด้านบวก โดยความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญ ได้แก่ เศรษฐกิจโลกที่อาจอยู่ในภาวะถดถอยนานกว่าที่ประเมินไว้ในกรณีฐาน อีกทั้งการฟื้นตัวอาจอ่อนแอกว่าจากวิกฤตการณ์การเงินในต่างประเทศที่ยืดเยื้อเกินคาด นอกจากนี้ยังมีความเป็นไปได้ที่ภาครัฐอาจไม่สามารถเบิกจ่ายงบประมาณเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจได้ตามเป้าหมายที่วางไว้ โดยเฉพาะในช่วง 2-3 ไตรมาสแรกของปีงบประมาณ 2552 เนื่องจากความไม่แน่นอนทางการเมืองยังมีอยู่

อนึ่ง ภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนแอลงในช่วงที่ผ่านมาเริ่มส่งผลกระทบต่อฐานะของภาคเศรษฐกิจสำคัญของไทย สะท้อนได้จากความสามารถในการทำกำไรของภาคธุรกิจที่ปรับลดลง ความเสี่ยงด้านรายได้และการดำเนินงานของภาคครัวเรือนที่มีมากขึ้น และอัตราการผิดนัดชำระหนี้ 1-3 เดือนของสินเชื่อที่ให้กับภาคครัวเรือนที่เริ่มสูงขึ้น ความเปราะบางเหล่านี้มีความเป็นไปได้ที่จะส่งผลกระทบต่อเนื่องไปถึงฐานะของระบบสถาบันการเงินในระยะต่อไป ทำให้ในช่วงที่ผ่านมาสถาบันการเงินได้ปรับมาตรฐานการปล่อยสินเชื่อให้เข้มงวดขึ้นตามความเสี่ยงของการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่สูงขึ้น ซึ่งหมายความว่าต้นทุนการกู้ยืมของภาคธุรกิจเมื่อรวมค่าชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium) ที่มากขึ้นอาจไม่ได้ปรับลงมากถึงแม้ว่าทิศทางของนโยบายการเงินจะผ่อนคลายลงแล้ว ซึ่งต้นทุนที่รวมความเสี่ยงดังกล่าวอาจบั่นทอนความสามารถในการชำระหนี้ของภาคธุรกิจได้ ดังนั้น คณะกรรมการฯ จึงให้ความสำคัญกับการติดตามและประเมินผลของเหตุการณ์ดังกล่าวต่อภาคธุรกิจ

### **แนวโน้มเงินเพื่อและนโยบายการเงิน**

แรงกดดันด้านราคาปรับลดลงอย่างต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังของปี 2551 จากแนวโน้มราคาน้ำมันโลกที่ลดลงอย่างรวดเร็วตามภาวะเศรษฐกิจโลกที่อ่อนแอลง การส่งผ่านต้นทุนไปยังราคาสินค้าผู้บริโภคที่มีน้อยกว่าเดิมในระหว่างที่อุปสงค์ในประเทศชะลอตัว รวมถึงผลของมาตรการรัฐบาลที่เน้นการบรรเทาค่าครองชีพของประชาชนเป็นการชั่วคราวผ่านการยกเว้นค่าสาธารณูปโภคและบริการสาธารณะบางประเภท ซึ่งมีส่วนทำให้ความกังวลของประชาชนเกี่ยวกับภาวะค่าครองชีพลดลงไปมาก และช่วยให้การคาดการณ์เงินเพื่อปรับลดลงตามไปด้วย

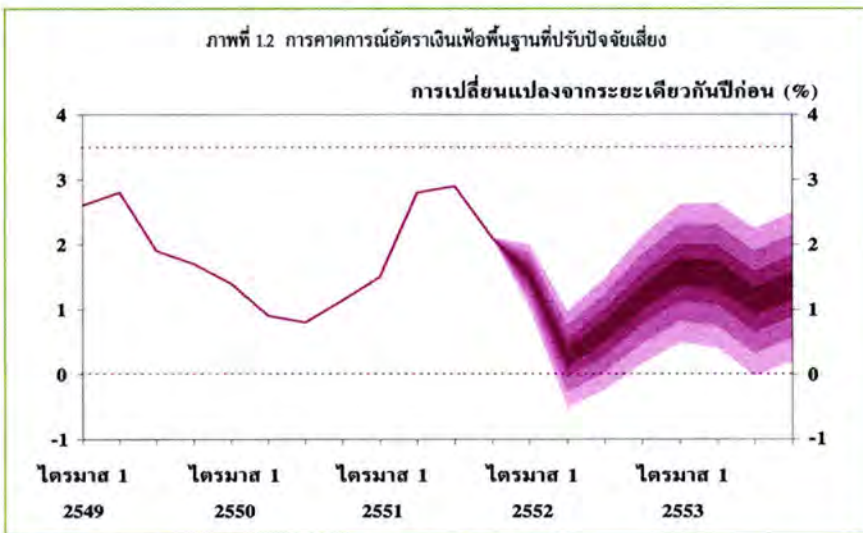


หมายเหตุ: "ดัชนีราคาผู้บริโภคที่ไม่รวมอาหารสดและพลังงาน"  
 ที่มา: สำนักดัชนีเศรษฐกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

สำหรับในระยะต่อไป คณะกรรมการฯ ประเมินว่าแรงกดดันด้านราคาจะลดลงกว่าที่ประเมินไว้ในรายงานฉบับที่แล้วค่อนข้างมาก เพราะราคาน้ำมันมีแนวโน้มที่จะทรงตัวอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าที่เคยคาดไว้ การชะลอตัวที่มากขึ้นของเศรษฐกิจจะทำให้การส่งผ่านต้นทุนไปยังราคาผู้บริโภคกระทำได้อย่างขึ้น นอกจากนั้น มาตรการของรัฐที่ช่วยบรรเทาภาระค่าครองชีพของประชาชนยังได้รับการต่ออายุเป็นบางส่วนไปอีก 6 เดือน ซึ่งเมื่อประกอบกับการคาดการณ์เงินเฟ้อที่ต่ำลงจะช่วยลดแรงกดดันจากการขอปรับขึ้นค่าจ้างแรงงานได้อีกทางหนึ่ง

อัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีโอกาสที่จะชะลอตัวจนถึงกับติดลบในช่วงของปี 2552 โดยเฉพาะในเดือนที่ราคาน้ำมันอยู่ต่ำกว่าในช่วงเดียวกันของปีก่อนมาก อย่างไรก็ตาม คณะกรรมการฯ ประเมินว่าแนวโน้มดังกล่าวมิใช่ภาวะเงินฝืด (Deflation) เนื่องจากไม่ได้สะท้อนการลดลงของระดับราคาโดยทั่วไป แต่มีสาเหตุสำคัญมาจากราคาน้ำมันที่ลดลงค่อนข้างเร็ว นอกจากนี้ อัตราเงินเฟ้อทั่วไปจะไม่ติดลบต่อเนื่องเป็นเวลานานจนทำให้เกิดการหดตัวอย่างต่อเนื่องของการใช้จ่ายของภาคเอกชนจากการที่ประชาชนคาดว่าราคาต่างๆ จะต่ำลงไปอีกในอนาคตและชะลอการใช้จ่ายออกไปเรื่อยๆ ทั้งนี้ คณะกรรมการฯ คาดว่าทั้งอัตราเงินเฟ้อทั่วไปและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานจะค่อยๆ ปรับสูงขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและการดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายลงอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา

จากแนวโน้มที่กล่าวมา คณะกรรมการฯ จึงปรับประมาณการอัตราเงินเพื่อให้ต่ำลงมากจากประมาณการเดิมตลอด 8 ไตรมาสข้างหน้า โดยให้อัตราเงินเพื่อทั่วไปอยู่ในช่วงร้อยละ -1.5 - 0.5 ในปี 2552 และร้อยละ 1.5 - 3.5 ในปี 2553 ขณะที่อัตราเงินเพื่อพื้นฐานคาดว่าจะอยู่ในช่วงร้อยละ 0.5 - 1.5 ในปี 2552 และร้อยละ 1 - 2 ในปี 2553 โดย Fan Chart ของอัตราเงินเพื่อทั่วไปมีลักษณะเบ้ขึ้นตลอดช่วงประมาณการ สอดคล้องกับความเสี่ยงด้านบวกจากราคาน้ำมัน ในขณะที่ Fan Chart ของอัตราเงินเพื่อพื้นฐานเบ้ลงตลอดช่วงประมาณการ สอดคล้องกับความเสี่ยงด้านลบต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่มีมากกว่าด้านบวก



หมายเหตุ: แฉนภาพรูปพัด (Fan Chart) ครอบคลุมโอกาสที่จะเกิดขึ้นร้อยละ 90

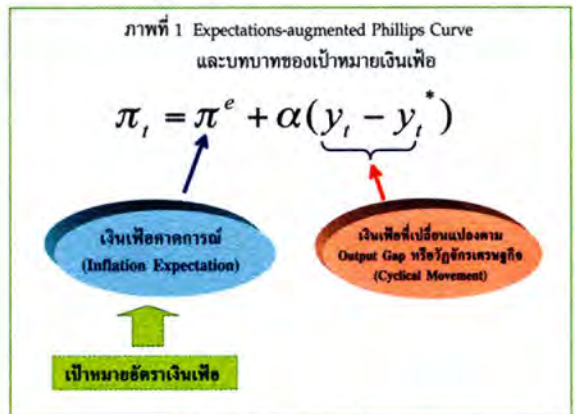
เมื่อพิจารณาภาวะและแนวโน้มเงินเพื่อควบคู่ไปกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจแล้ว คณะกรรมการฯ เห็นว่าในภาพรวม ความเสี่ยงต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทยในระยะต่อไปเพิ่มขึ้นมากทั้งจากปัจจัยภายนอกและภายในประเทศ ขณะที่ความเสี่ยงด้านเงินเพื่อปรับลดลงอย่างชัดเจนและคาดว่าจะอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องตลอดปี 2552 ซึ่งเปิดโอกาสให้นโยบายการเงินผ่อนคลายลงได้พอสมควรเพื่อช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ จึงมีมติให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงร้อยละ 1.00 ต่อปี ในการประชุมเมื่อวันที่ 3 ธันวาคม 2551 และปรับลดอีกร้อยละ 0.75 ต่อปี ในการประชุมวันที่ 14 มกราคม 2552 ทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบันลดลงมาอยู่ที่ร้อยละ 2.00 ต่อปี

## การกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อที่เหมาะสม

การดำเนินนโยบายการเงินในประเทศต่าง ๆ ทั่วโลกไม่ว่าจะใช้กรอบนโยบายการเงินแบบใดก็ตาม หนึ่งในพันธกิจหลักคือการดูแลให้ระบบเศรษฐกิจมีเสถียรภาพด้านราคา กล่าวคือมีอัตราเงินเฟ้อที่ต่ำและไม่ผันผวน ซึ่งนอกจากจะช่วยรักษาอำนาจซื้อหรือมูลค่าของเงินในมือประชาชนไม่ให้ปรับลดลงเร็วต่อเนื่องไปในอนาคตแล้ว ยังจะช่วยลดความไม่แน่นอนที่อาจส่งผลต่อการตัดสินใจบริโภคและลงทุนของภาคเอกชนจนมีผลต่อการเพิ่มศักยภาพการผลิต (Potential Output) ของเศรษฐกิจได้ ตลอดจนจะช่วยรักษาความสามารถในการแข่งขันด้านราคาของภาคธุรกิจทั้งในและต่างประเทศอีกด้วย จึงอาจกล่าวโดยสรุปได้ว่าการรักษาเสถียรภาพด้านราคาถือเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยสนับสนุนการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่ยั่งยืน

### 1. ความสำคัญของการกำหนดกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ

การมีกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อจะมีส่วนช่วยให้ธนาคารกลางสามารถดูแลเสถียรภาพด้านราคาได้ง่ายขึ้นเนื่องจากการกำหนดและประกาศกรอบเป้าหมายที่ชัดเจนในระดับที่สมเหตุสมผลต่อสาธารณชน กล่าวคือ สามารถสื่อสารให้ประชาชนเข้าใจได้ง่าย มีความเหมาะสมกับโครงสร้างเศรษฐกิจ มีความเป็นไปได้ที่จะบรรลุเป้าหมายที่กำหนดไว้ ประกอบกับการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางอย่างระมัดระวัง จะช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือให้กับนโยบายการเงิน ซึ่งจะกลับไปส่งผลให้เป้าหมายเงินเฟ้อมีบทบาทช่วยชี้นำการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ (Inflation Expectations) ของประชาชนได้ดียิ่งขึ้น โดยสามารถอธิบายได้จากสมการ Expectations-augmented Phillips Curve (ภาพที่ 1) ที่อัตราเงินเฟ้อ ณ เวลา  $t$  ( $\pi_t$ ) ประกอบไปด้วยสองส่วนหลักคือ ส่วนที่สอดคล้องกับอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ ( $\pi^e$ ) และส่วนที่เปลี่ยนแปลงตามแรงกดดันจากด้านอุปสงค์ซึ่งขึ้นอยู่กับวัฏจักรเศรษฐกิจ โดยแรงกดดันดังกล่าวอาจวัดได้จากความแตกต่างระหว่างผลผลิตที่เกิดขึ้นจริง ( $y_t$ ) และ



ผลผลิตตามศักยภาพ ( $y_t^*$ ) หรือที่เรียกกันว่า Output Gap ดังนั้น ณ เวลาใดเวลาหนึ่งอัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริงอาจเบี่ยงเบนไปจากอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ได้ตามแรงกดดันด้านอุปสงค์ซึ่งขึ้นอยู่กับวัฏจักรเศรษฐกิจ แต่ในระยะยาวการเบี่ยงเบนดังกล่าวจะเฉลี่ยใกล้กับศูนย์ ทำให้อัตราเงินเฟ้อในระยะยาวถูกกำหนดด้วยการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อของประชาชน จึงสรุปได้ว่า หากการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้เป้าหมายเงินเฟ้อมีประสิทธิผลช่วยชี้นำการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อได้ดี จะทำให้ระดับของอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ของประชาชนและอัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริงเคลื่อนไหวอยู่ในกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อที่ธนาคารกลางได้ประกาศไว้

### 2. ประเด็นสำคัญในการพิจารณากำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ

การพิจารณากำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อที่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์หลักในการรักษาเสถียรภาพด้านราคา จำเป็นต้องคำนึงถึงประเด็นสำคัญ 3 ประการ ดังนี้

2.1 การเลือกดัชนีราคาที่เป็นเป้าหมาย ในทางทฤษฎี ดัชนีราคาที่ใช้เป็นเป้าหมายจะเป็นดัชนีราคาตัวใดก็ได้ที่สามารถสะท้อนค่าครองชีพของประชาชนได้ดี ซึ่งอาจเป็นดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไปหรืออาจเป็นดัชนีราคาอื่นๆ ที่มีความสัมพันธ์ใกล้ชิดกับดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไป อาทิ ดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไปที่หักสินค้าที่ราคาผันผวนสูงออก โดยในกรณีของไทย กลุ่มราคาที่หักออกได้แก่ กลุ่มอาหารสดและพลังงาน ซึ่งมีข้อดีคือ ช่วยสะท้อนส่วนที่เป็นแนวโน้มของเงินเฟ้อที่แท้จริง (Underlying Inflation Trend) และสะท้อนแรงกดดันที่มาจากด้านอุปสงค์ (Second-round Effect) ได้ดี อันเป็นคุณสมบัติที่สำคัญในการเลือกดัชนีราคา เพราะโดยทั่วไปนโยบายการเงินมุ่งที่จะจัดการกับแรงกดดันจากด้านอุปสงค์เป็นสำคัญ นอกจากนี้ ดัชนีราคาที่ถูกเลือกเป็นเป้าหมายควรจะเป็นดัชนีราคาที่สามารถสื่อสารและสร้างความเข้าใจกับสาธารณชนได้ง่าย เพื่อช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการขึ้นการคาดการณ์เงินเฟ้อของประชาชน

2.2 ระดับของอัตราเงินเฟ้อที่เป็นเป้าหมาย ประเด็นที่ควรคำนึงถึงคือ ความสามารถในการปรับตัวของประชาชนกลุ่มต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจต่อการเปลี่ยนแปลงของระดับราคา โดยเฉพาะกลุ่มผู้เกษียณอายุซึ่งพึ่งพารายได้จากดอกเบี้ยเงินฝากเป็นหลัก กลุ่มผู้ที่มีเงินเดือนประจำ รวมไปถึงกลุ่มผู้ใช้แรงงานที่มีอำนาจต่อรองค่าจ้างค่อนข้างต่ำ เพราะบุคคลเหล่านี้มีแนวโน้มที่จะได้รับผลกระทบจากระดับของอัตราเงินเฟ้อที่เป็นเป้าหมายถูกกำหนดไว้สูงเกินไป เนื่องจากรายได้มักจะเพิ่มขึ้นไม่ทันกับอัตราเงินเฟ้อ ซึ่งจะทำให้อำนาจซื้อลดลง ทั้งนี้ การศึกษาเชิงประจักษ์ในหลายประเทศชี้ว่า เงินเฟ้อที่สูงและผันผวนมีผลบั่นทอนอำนาจซื้อของประชาชนและการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญ รวมทั้งเป็นที่ยอมรับโดยทั่วไปว่าระดับของอัตราเงินเฟ้อมีความสัมพันธ์กับความผันผวนของอัตราเงินเฟ้อ กล่าวคือ ในปีที่อัตราเงินเฟ้อสูง ความผันผวนของอัตราเงินเฟ้อมักจะสูงตามไปด้วย ดังนั้น การกำหนดระดับของอัตราเงินเฟ้อที่เป็นเป้าหมายในระดับที่สูงจะเพิ่มความไม่แน่นอนของราคาต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจส่งผลถึงการวางแผนและตัดสินใจบริโภคและลงทุนของภาคเอกชน และกระทบต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในที่สุด นอกจากนี้ ควรพิจารณากำหนดระดับของเป้าหมายเงินเฟ้อให้สอดคล้องกับทิศทางของอัตราเงินเฟ้อในประเทศที่เป็นคู่ค้าและคู่แข่ง เพื่อช่วยรักษาความสามารถในการแข่งขันของสินค้าไทยด้วย

2.3 ช่วง (Range) และระยะเวลา (Time Horizon) ที่เป็นเป้าหมาย การประกาศเป้าหมายเป็นระดับ (Point) ของอัตราเงินเฟ้อในช่วงเวลาหนึ่งๆ ที่ชัดเจนและเป็นช่วงระยะเวลาที่สั้น ถือเป็น การสื่อสารที่แสดงความมุ่งมั่นของธนาคารกลางในการรักษาเป้าหมายเงินเฟ้อได้อย่างชัดเจนที่สุด ส่วนหนึ่งเพราะช่วงระยะเวลาที่สั้นทำให้ธนาคารกลางรวมทั้งสาธารณชนสามารถตรวจสอบได้เร็วหากเงินเฟ้อมีแนวโน้มจะหลุดจากเป้าหมาย แต่อาจมีข้อด้อยในทางปฏิบัติเนื่องจากเงินเฟ้ออาจผันผวนได้จากหลายปัจจัย โดยเฉพาะปัจจัยชั่วคราวจากด้านอุปทาน เช่น สภาพดินฟ้าอากาศที่ไม่เอื้ออำนวย อีกทั้งนโยบายการเงินมีความล่าช้าในการส่งผ่าน (Time Lag) ธนาคารกลางส่วนใหญ่จึงเลือกกำหนดเป้าหมายเป็นช่วง (Range) หรือระดับของอัตราเงินเฟ้อพร้อมกรอบที่อนุญาตให้เงินเฟ้อเคลื่อนไหวได้ (Point with Tolerance Band) ควบคู่ไปกับการพิจารณาถึงช่วงระยะเวลาที่จะยึดเหนี่ยวการคาดการณ์เงินเฟ้อ ซึ่งมีตั้งแต่การกำหนดช่วงระยะเวลาแบบตลอดเวลา (At All Times) เช่น อังกฤษ จนถึงแบบเฉลี่ยตลอดเวลาวัฏจักรเศรษฐกิจ (Over the Business Cycle) ซึ่งไม่ชัดเจนนักว่ายาวนานกี่ปี เช่น ออสเตรเลีย

### 3. เป้าหมายอัตราเงินเฟ้อของไทยในช่วงที่ผ่านมาจนถึงปี 2551

นับตั้งแต่เดือนพฤษภาคม 2543 อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (การเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไปที่หักราคาอาหารสดและพลังงานออก) เฉลี่ยรายไตรมาสที่ร้อยละ 0 - 3.5 ต่อปีเป็นเป้าหมายในการดำเนินนโยบายการเงินมาโดยตลอด เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานช่วยสะท้อนแรงกดดันที่มาจากด้านอุปสงค์ได้ดีและมีความผันผวนน้อยกว่าเมื่อเทียบกับอัตราเงินเฟ้อทั่วไป ทำให้นโยบายการเงินที่พยายามจะรักษาเงินเฟ้อให้อยู่ในช่วงเป้าหมายไม่ต้องตอบสนองบ่อยเกินความจำเป็นจนส่งผลกระทบต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ ขณะที่ระยะเวลาเฉลี่ยรายไตรมาสช่วยให้สามารถตรวจสอบได้เร็วหากเงินเฟ้อมีแนวโน้มจะหลุดจากเป้าหมาย อีกทั้งระดับของช่วงเป้าหมายเงินเฟ้อที่ร้อยละ 0 - 3.5 ต่อปี สอดคล้องกับเงินเฟ้อของประเทศคู่ค้าคู่แข่ง

ทั้งนี้ คณะกรรมการฯ ได้พิจารณาบททวนเป็นการภายในถึงความเหมาะสมของเป้าหมายเงินเฟ้อที่ใช้เป็นประจำทุกปี และเห็นว่าเป้าหมายที่ใช้มาเป็นที่ยุติและคุ้นเคยของสาธารณชน ช่วยรักษาเสถียรภาพด้านราคาและเอื้อต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยได้อย่างน่าพอใจ นอกจากนี้ ความต่อเนื่อง (Consistency) ของเป้าหมายเงินเฟ้อที่ใช้อยู่มีส่วนช่วยเพิ่มประสิทธิผลในการยึดเหนี่ยวการคาดการณ์เงินเฟ้ออีกด้วย

### 4. เป้าหมายอัตราเงินเฟ้อปี 2552

ภายใต้พระราชบัญญัติธนาคารแห่งประเทศไทยฉบับใหม่ คณะกรรมการฯ จะต้องหารือและทำความเข้าใจกับรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังเพื่อกำหนดเป้าหมายการดำเนินนโยบายการเงินร่วมกันก่อนเสนอต่อคณะรัฐมนตรีเพื่อให้ความเห็นชอบภายในเดือนธันวาคมของแต่ละปี เพื่อกำหนดเป้าหมายการดำเนินนโยบายการเงินสำหรับปีถัดไป ในเบื้องต้นคณะกรรมการฯ และรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังได้พิจารณาบททวนความเหมาะสมของเป้าหมายอย่างรอบคอบโดยคำนึงถึงประเด็นต่างๆ ดังที่ได้อธิบายในข้อ 2 ข้างต้น และเห็นชอบร่วมกันที่จะเสนอเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อสำหรับปี 2552 โดยยังคงใช้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเฉลี่ยรายไตรมาส เพื่อสร้างความต่อเนื่องในการดำเนินนโยบายการเงิน และเพื่อแสดงถึงความมุ่งมั่นของคณะกรรมการฯ ที่จะพยายามรักษาเงินเฟ้อให้อยู่ในช่วงเป้าหมาย อย่างไรก็ตาม เพื่อลดโอกาสของการเกิดภาวะเงินฝืด (Deflation) จึงได้ปรับช่วงของเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานมาอยู่ที่ร้อยละ 0.5 - 3.0 ต่อปี ซึ่งระดับของอัตราเงินเฟ้อที่กำหนดนี้ยังคงสอดคล้องกับอัตราเงินเฟ้อของประเทศคู่ค้าคู่แข่ง เพื่อช่วยรักษาความสามารถในการแข่งขันของสินค้าไทย

หากเงินเฟ้อหลุดจากเป้าหมายที่กำหนดไว้ คณะกรรมการฯ จะส่งจดหมายเปิดผนึก (Open Letter) ถึงคณะรัฐมนตรีเพื่ออธิบายถึงสาเหตุที่เงินเฟ้อออกนอกเป้าหมาย และระบุถึงแนวทางการดำเนินนโยบายการเงินในระยะต่อไป รวมทั้งระยะเวลาที่จะดึงเงินเฟ้อกลับเข้าสู่เป้าหมายอีกครั้ง ซึ่งเป็นแนวทางปฏิบัติสากลเพื่อสร้างความมั่นใจว่าคณะกรรมการฯ ยังยึดมั่นต่อพันธกิจในการดูแลเสถียรภาพราคาแม้ว่าอาจมีเหตุการณ์ที่นอกเหนือความคาดหมายหรือการควบคุมของนโยบายการเงินที่ทำให้เงินเฟ้อเบี่ยงเบนออกนอกเป้าหมายชั่วคราว

ในขณะนี้การกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อสำหรับปี 2552 ดังกล่าวอยู่ระหว่างการพิจารณานำเสนอต่อคณะรัฐมนตรีเพื่อให้ความเห็นชอบต่อไป

## 2. อัตรารเงินเพื่อและภาวะเศรษฐกิจ

### ภาวะเงินเฟ้อ

ในไตรมาสที่ 4 ของปี 2551 ราคาน้ำมันในตลาดโลกปรับลดลงต่อเนื่องจากไตรมาสก่อน โดยราคาน้ำมันดูไบเฉลี่ยอยู่ที่ 52.8 ดอลลาร์ สรอ. ต่อบาร์เรล ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยที่ 113.62 ดอลลาร์ สรอ. ต่อบาร์เรลในไตรมาสที่ 3 มาก สืบเนื่องจากการความต้องการน้ำมันในตลาดโลกอ่อนตัวลงอย่างชัดเจนตามแนวโน้มเศรษฐกิจประเทศอุตสาหกรรมหลัก ขณะที่การประกาศปรับลดกำลังการผลิตของกลุ่ม OPEC รวม 3.7 ล้านบาร์เรลในไตรมาสนี้ไม่สามารถจุดให้ราคาน้ำมันปรับสูงขึ้น แต่มีผลช่วยพยุงราคาน้ำมันไม่ให้ต่ำลงไปกว่าระดับปัจจุบันเท่านั้น

ราคาน้ำมันในตลาดโลกที่ปรับลดลงต่อเนื่องได้ลดแรงกดดันต่อราคาพลังงานในประเทศ



ที่มา: บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)

ราคาน้ำมันในตลาดโลกที่ลดลงทำให้ราคาน้ำมันขายปลีกในประเทศปรับลดลงตาม โดยราคาน้ำมันเบนซิน 91 และดีเซลหมุนเร็วในไตรมาสนี้เฉลี่ยอยู่ที่ 26.36 และ 22.71 บาทต่อลิตร เทียบกับ 37.85 และ 36.19 บาทต่อลิตรในไตรมาสก่อน ตามลำดับ ขณะเดียวกันราคาวัตถุดิบอื่นๆ ที่ใช้ในการผลิตสินค้าปรับลดลงทุกหมวดตามราคาในตลาดโลกที่ลดลงเช่นกัน ทำให้ในภาพรวมดัชนีราคาผู้ผลิตเพิ่มขึ้นเพียงร้อยละ 2.9 จากระยะเดียวกันปีก่อน ซึ่งเป็นอัตราที่ชะลอลงมากจากร้อยละ 15.7 และ 20.6 ในไตรมาสที่ 2 และ 3 ตามลำดับ

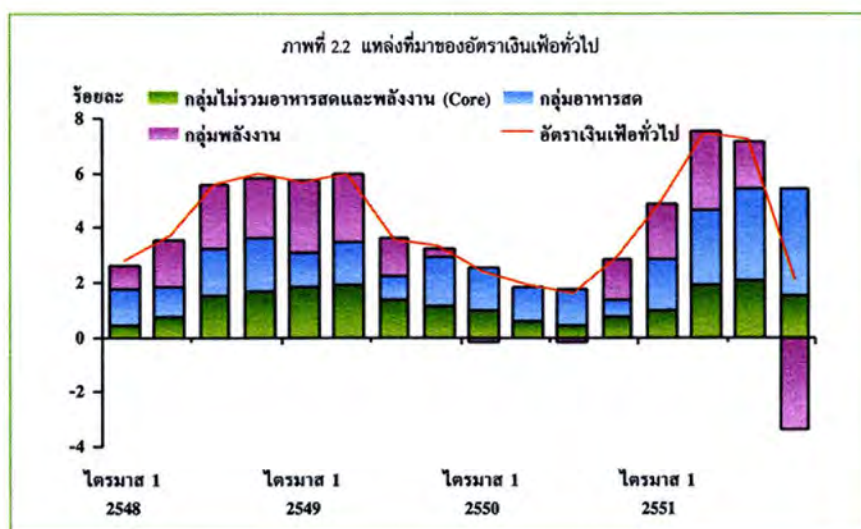
ต้นทุนการผลิตที่ชะลอตัวอย่างรวดเร็ว รวมถึงผลจาก 6 มาตรการ 6 เดือนของภาครัฐ ประกอบกับอุปสงค์ในประเทศที่เริ่มแสดงสัญญาณของการอ่อนตัว ทำให้การส่งผ่านต้นทุนการผลิตไปยังราคาสินค้าและบริการต่างๆ มีน้อยกว่า

การส่งผ่านต้นทุนการผลิตไปยังราคาสินค้าและบริการต่างๆ มีแนวโน้มชะลอลง ส่วนหนึ่งจากต้นทุนการผลิตที่ลดลง โดยเฉพาะราคาพลังงาน

ในช่วงก่อนหน้า ดัชนีแรงกดดันต่อราคาผู้บริโภคจึงผ่อนคลายลงอย่างชัดเจน โดยอัตราเงินเฟ้อทั่วไปปรับลดลงจากร้อยละ 7.3 ในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551 เหลือร้อยละ 2.1 ในไตรมาสนี้ ขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่ไม่รวมราคาสินค้าในหมวดพลังงานและอาหารสดลดลงจากร้อยละ 2.9 ในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551 เหลือร้อยละ 2.1 ในไตรมาสนี้เช่นกัน

ตารางที่ 2.1 อัตราเงินเฟ้อรายไตรมาส						
หน่วย : ร้อยละ	2550	2551	2551			
			ไตรมาส 1	ไตรมาส 2	ไตรมาส 3	ไตรมาส 4
อัตราการเปลี่ยนแปลงจากระยะเดียวกันปีก่อน (% $\Delta$ yoy)						
- ดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไป (Headline CPI)	2.3	5.5	5.0	7.5	7.3	2.1
• ดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน (Core CPI)	1.1	2.4	1.5	2.8	2.9	2.1
• กลุ่มอาหารสด	6.5	15.3	10.3	15.5	17.5	18.5
• กลุ่มพลังงาน	2.4	8.0	17.2	23.0	14.9	-20.9
- ดัชนีราคาผู้ผลิต	3.3	12.4	10.8	15.7	20.6	2.9
อัตราการเปลี่ยนแปลงจากไตรมาสก่อนหน้า (% $\Delta$ qoq)						
- ดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไป (Headline CPI)	-	-	1.6	4.2	-0.2	-3.4
• ดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน (Core CPI)	-	-	0.5	1.6	0.4	-0.4
• กลุ่มอาหารสด	-	-	4.2	8.0	2.6	2.6
• กลุ่มพลังงาน	-	-	3.8	12.4	-6.9	-27.3
- ดัชนีราคาผู้ผลิต	-	-	4.1	8.9	2.4	-11.4

ที่มา: สำนักดัชนีเศรษฐกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

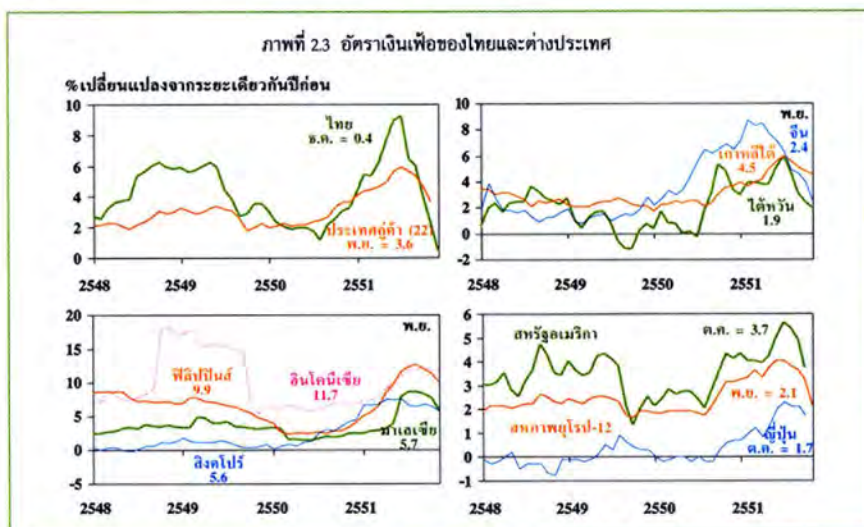


ที่มา: สำนักดัชนีเศรษฐกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

ในภาพรวมอัตราเงินเฟ้อในต่างประเทศปรับตัวไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราเงินเฟ้อของไทยจากต้นทุนพลังงานที่ลดลงและภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนแอเป็นสำคัญ โดยในกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมหลัก อัตราเงินเฟ้อทั่วไปของสหรัฐาลดลงจากร้อยละ 4.9 ในเดือนกันยายนมาอยู่ที่ร้อยละ 3.7 ในเดือนตุลาคม ขณะที่ในช่วงเดียวกันนี้อัตราเงินเฟ้อของญี่ปุ่นปรับลดลงจากร้อยละ 2.1 มาอยู่ที่ร้อยละ 1.7 ส่วนอัตราเงินเฟ้อ HICP ของกลุ่มประเทศยุโรปลดลงจากร้อยละ 3.2 ในเดือนตุลาคมมาอยู่ที่ร้อยละ 2.1 ในเดือนพฤศจิกายน

อัตราเงินเฟ้อในต่างประเทศชะลอตัวอย่างต่อเนื่องตามภาวะเศรษฐกิจโลกและราคาพลังงานที่ชะลอลงมาก

สำหรับประเทศในภูมิภาค อัตราเงินเฟ้อของจีนปรับลดลงจากร้อยละ 4 ในเดือนตุลาคมมาอยู่ที่ร้อยละ 2.4 ในเดือนพฤศจิกายน อย่างไรก็ตามในบางประเทศ เช่น ฟิลิปปินส์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และสิงคโปร์ อัตราเงินเฟ้อปรับลดลงแต่ไม่มาก โดยส่วนหนึ่งเป็นผลจากค่าเงินที่อ่อนลงเพราะภาวะ Risk Aversion ทำให้นักลงทุนต้องการลดการลงทุนในประเทศเหล่านี้เพื่อกลับไปถือครองสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ เช่น พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ โดยเฉพาะในปัจจุบันที่ความไม่แน่นอนในตลาดการเงินโลกอยู่ในระดับสูง

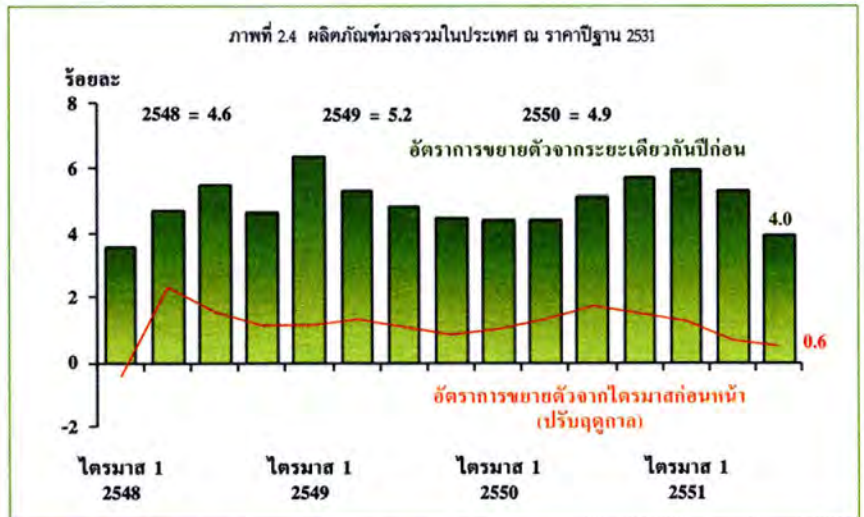


ที่มา: หน่วยงานราชการประเทศต่างๆ และ Bloomberg

### อุปสงค์ในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551<sup>1/</sup>

เศรษฐกิจไทยในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551 ขยายตัวร้อยละ 4.0 จากระยะเดียวกันปีก่อน

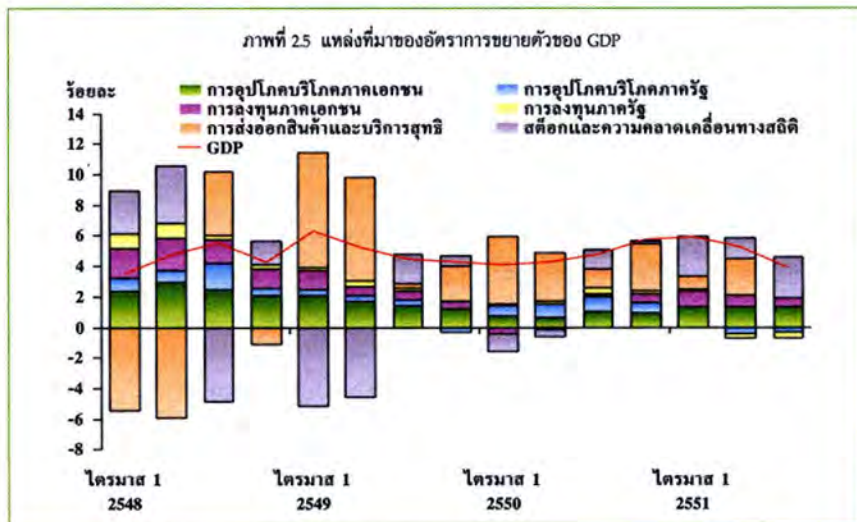
ในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551 เศรษฐกิจไทยขยายตัวร้อยละ 4.0 จากระยะเดียวกันปีก่อน ชะลอลงเป็นลำดับจากร้อยละ 6.0 และ 5.3 ในไตรมาสที่ 1 และ 2 โดยเป็นผลจากการชะลอตัวอย่างมากของการส่งออกสุทธิ ประกอบกับการหดตัวของการใช้จ่ายภาครัฐทั้งเพื่อการบริโภคและการลงทุน อย่างไรก็ตาม การใช้จ่ายภาคเอกชนยังขยายตัวได้พอควร ซึ่งส่งผลให้ในภาพรวมการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยในไตรมาสนี้มีที่มาจากการใช้จ่ายภาคเอกชนและการสะสมสินค้าคงคลังเท่านั้น อนึ่ง หากการสะสมสินค้าคงคลังส่วนใหญ่เป็นสิ่งที่ผู้ประกอบการไม่ได้ตั้งใจ กล่าวคือ มาจากการประเมินแนวโน้มเศรษฐกิจที่ตื้นเขินจริงในช่วงที่ผ่านมา ทำให้มีการสั่งซื้อและนำเข้าวัตถุดิบที่มากเกินไปกว่าความต้องการใช้เพื่อการผลิตที่เกิดขึ้นจริง ซึ่งส่งผลให้เกิดการสะสมสินค้าคงคลังมากเกินไป จะถือได้ว่าเศรษฐกิจไทยเริ่มมีสัญญาณของการชะลอตัวอย่างมีนัยสำคัญมาตั้งแต่ไตรมาสที่ 3 ของปีนี้แล้ว



ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

<sup>1/</sup> ข้อมูลที่ใช้วิเคราะห์ภาวะอุปสงค์ในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551 มาจาก สศช. เป็นหลัก ขณะที่ข้อมูลเครื่องใช้ที่ผู้ประกอบการวิเคราะห์ภาวะในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551 รวมถึงที่ใช้วิเคราะห์แนวโน้มในไตรมาสที่ 4 ของปี 2551 มาจาก ธปท. ยกเว้นดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภคซึ่งมาจากมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย และรายจ่ายภาครัฐบาลซึ่งอิงข้อมูลของกรมบัญชีกลางที่ประมวลโดยสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง กระทรวงการคลัง

เมื่อพิจารณาอัตราการขยายตัวในลักษณะไตรมาสต่อไตรมาสที่ปรับฤดูกาลแล้ว การขยายตัวของเศรษฐกิจไทยแสดงแนวโน้มชะลอตัวอย่างต่อเนื่องเช่นกัน โดยในไตรมาสที่ 3 เศรษฐกิจไทยขยายตัวร้อยละ 0.6 จากไตรมาสก่อนหน้า เทียบกับที่ขยายตัวร้อยละ 0.8 ในไตรมาสที่ 2 และร้อยละ 1.2 ในไตรมาสแรกของปี ทั้งนี้ หากไม่รวมผลของการสะสมสินค้าคงคลังเป็นจำนวนมากดังที่กล่าวข้างต้น เศรษฐกิจไทยจะขยายตัวจากไตรมาสก่อนหน้าในอัตราที่ต่ำกว่าร้อยละ 0.6 ลงไปอีก

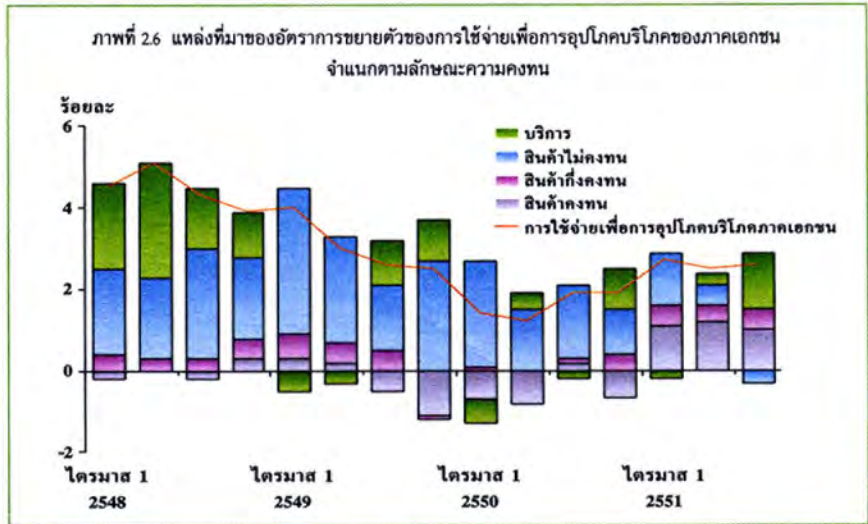


ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

เมื่อพิจารณาองค์ประกอบของอุปสงค์ในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551 พบว่าการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนขยายตัวร้อยละ 2.6 จากระยะเดียวกันปีก่อน ใกล้เคียงกับที่ขยายตัวร้อยละ 2.5 ในไตรมาสที่แล้ว โดยส่วนใหญ่มาจากการขยายตัวของการบริโภคสินค้าคงทน เช่น รถยนต์นั่งส่วนบุคคล รถจักรยานยนต์ คอมพิวเตอร์ และเครื่องใช้ไฟฟ้า ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากรายได้เกษตรกรที่ขยายตัวสูงในช่วงที่ผ่านมา ประกอบกับรายจ่ายด้านบริการที่เพิ่มขึ้นค่อนข้างมาก อย่างไรก็ตาม ความไม่แน่นอนทางการเมืองและวิกฤตการณ์การเงินโลกที่รุนแรงขึ้นทำให้ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคลดลงในไตรมาสนี้

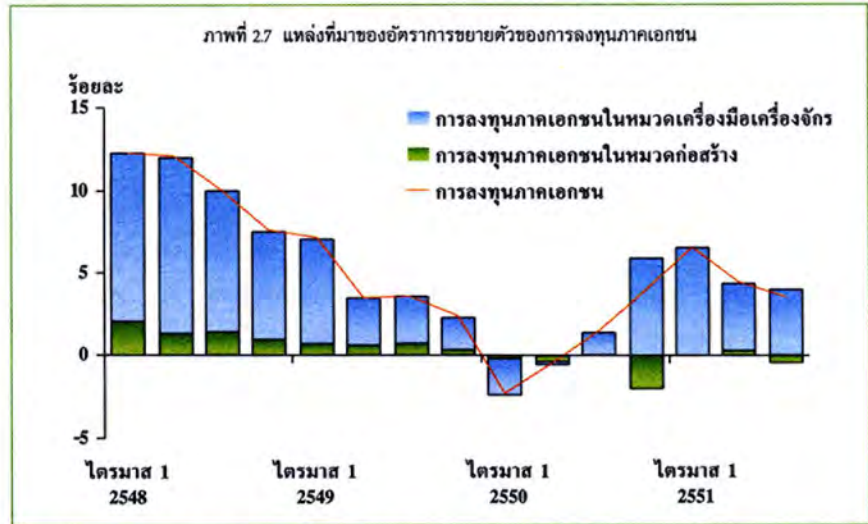
การลงทุนภาคเอกชนในไตรมาสที่ 3 ขยายตัวจากระยะเดียวกันปีก่อน ร้อยละ 3.5 และยังคงอยู่ในแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่องจากไตรมาสที่ 1 และ 2 ของปีที่เคยเติบโตในอัตราร้อยละ 6.5 และ 4.3 ตามลำดับ การชะลอตัวดังกล่าวมาจากการหดตัวของการลงทุนด้านการก่อสร้างเป็นสำคัญ โดยเฉพาะการก่อสร้างอาคารโรงงานที่ลดลงค่อนข้างมาก ส่วนหนึ่งจากราคาสถภัณฑ์ที่แพงขึ้นต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา ขณะที่การขยายตัวของการลงทุนในหมวดเครื่องมือ

การชะลอตัวของการส่งออกสุทธิและการหดตัวของการใช้จ่ายภาครัฐเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้เศรษฐกิจไทยขยายตัวต่ำกว่าไตรมาสก่อน



ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

เครื่องจักรทรงตัวจากไตรมาสที่แล้ว อนึ่ง ภาวะการลงทุนภาคเอกชนที่ซบเซาลง สอดคล้องกับความเชื่อมั่นของนักธุรกิจที่ปรับลดลง โดยดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจลดลงจากระดับ 42.6 ในไตรมาสก่อนมาอยู่ที่ระดับ 41.1 ในไตรมาสนี้



ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

ในส่วนของภาครัฐ การเบิกจ่ายงบประมาณในไตรมาสที่ 4 ของปีงบประมาณ 2551 (ไตรมาสที่ 3 ของปี 2551) อยู่ที่ร้อยละ 24.0 ของกรอบเงินงบประมาณทั้งปี ซึ่งเป็นอัตราที่ต่ำกว่าอัตราการเบิกจ่ายในไตรมาสเดียวกันของปี 2550 ทำให้การใช้จ่ายของรัฐบาลในไตรมาสนี้มิได้มีส่วนช่วยขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทยดังที่ตั้งใจไว้ เมื่อพิจารณาในรายละเอียดพบว่า รายจ่ายเพื่อการอุปโภค

บริโภคของภาครัฐหดตัวร้อยละ 2.9 จากระยะเดียวกันปีก่อน ขณะที่การลงทุนภาครัฐหดตัวร้อยละ 5.5 ตามการลงทุนด้านการก่อสร้างที่ลดลงทั้งในส่วนของรัฐบาลกลาง รัฐวิสาหกิจ และองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น ประกอบกับการชะลอตัวของการลงทุนในโครงการขนาดใหญ่ นอกจากนี้ การลงทุนของภาครัฐด้านเครื่องจักรและอุปกรณ์ลดลงเช่นกัน เนื่องจากรัฐบาลกลางและองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่นชะลอการซื้อยานพาหนะและเครื่องใช้สำนักงาน

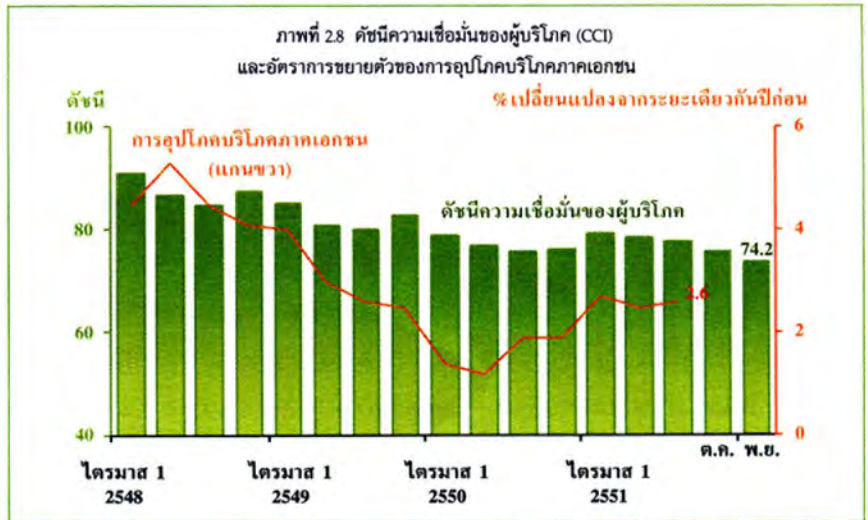
ด้านต่างประเทศ การส่งออกสุทธิในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551 มีส่วนช่วยขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทยน้อยกว่าในไตรมาสที่ผ่านมา เนื่องจากการส่งออกชะลอตัว โดยปริมาณการส่งออกสินค้าและบริการขยายตัวร้อยละ 8.2 จากระยะเดียวกันปีก่อน ซึ่งเป็นอัตราที่ชะลอลงจากร้อยละ 9.1 ในไตรมาสที่แล้ว ตามการชะลอตัวของเศรษฐกิจประเทศคู่ค้า โดยเฉพาะกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมหลัก แต่ในขณะเดียวกันการนำเข้ากลับเร่งตัวขึ้นพอควร โดยปริมาณการนำเข้าสินค้าและบริการขยายตัวร้อยละ 10.5 เทียบกับร้อยละ 6.9 ในไตรมาสที่แล้ว ทั้งนี้ การนำเข้าเร่งตัวในทุกหมวดสินค้า โดยเฉพาะอย่างยิ่งวัตถุดิบที่เป็นเคมีภัณฑ์และโลหะ

#### แนวโน้มอุปสงค์ในไตรมาสที่ 4 ของปี 2551

ในเดือนตุลาคมและพฤศจิกายน 2551 เครื่องชี้ภาวะการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนที่จัดทำโดย ธปท. แสดงถึงการชะลอตัวอย่างต่อเนื่องของการใช้จ่ายภาคเอกชนในภาพรวม โดยดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (Private Consumption Index) เฉลี่ยอยู่ที่ระดับ 130.3 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยที่ระดับ 133.7 ในไตรมาสที่ 3 ตามการชะลอตัวของยอดภาษีมูลค่าเพิ่ม ปริมาณการนำเข้าสินค้าอุปโภคบริโภค ปริมาณจำหน่ายรถจักรยานยนต์ ซึ่งสอดคล้องกับรายได้ของเกษตรกรที่เริ่มชะลอตัวอย่างรวดเร็วตามราคาสินค้าเกษตร รวมถึงการหดตัวของปริมาณจำหน่ายรถยนต์เชิงพาณิชย์ แนวโน้มของเครื่องชี้ต่างๆ เหล่านี้เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ทรุดลงเป็นลำดับ โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากความวุ่นวายของสถานการณ์การเมืองภายในประเทศ แม้ว่าในขณะเดียวกันรัฐบาลได้พยายามออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ อีกทั้งราคาน้ำมันและอัตราเงินเฟ้อได้ปรับลดลงค่อนข้างมากแล้วก็ตาม ทั้งนี้ ดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภคในช่วง 2 เดือนนี้เฉลี่ยอยู่ที่ระดับ 75.0 ลดลงจากค่าเฉลี่ยของไตรมาสก่อนที่ระดับ 77.8

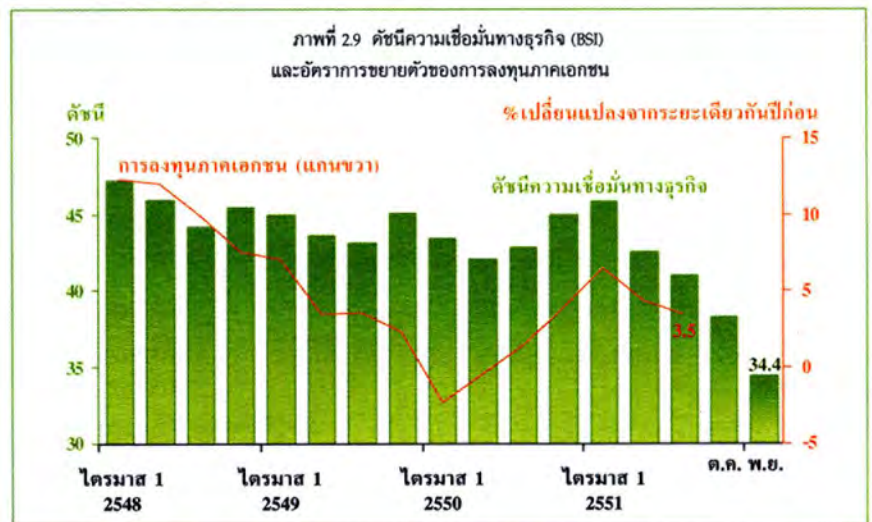
ส่วนดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (Private Investment Index) ในช่วง 2 เดือนแรกของไตรมาสที่ 4 ขยายตัวในอัตราเฉลี่ยแค่ร้อยละ 1.3 ชะลอลงเมื่อเทียบกับร้อยละ 3.3 ในไตรมาสที่ 3 โดยการลงทุนในหมวดเครื่องมือเครื่องจักร

*ความวุ่นวายทางการเมืองมีส่วนส่งผลให้การบริโภคภาคเอกชนชะลอตัวและการลงทุนภาคเอกชนขยายตัวค่อนข้างน้อยในไตรมาสที่ 4 ของปี 2551*



ที่มา: มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย และสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

ชะลอตัวตามปริมาณการนำเข้าสินค้าทุนที่เริ่มชะลุดังชัดเจน ประกอบกับการหดตัวของปริมาณจำหน่ายรถยนต์เชิงพาณิชย์ ขณะที่การลงทุนในหมวดก่อสร้างหดตัวต่อเนื่อง สะท้อนได้จากการลดลงของปริมาณจำหน่ายปูนซีเมนต์ภายในประเทศเป็นสำคัญ ทั้งนี้ การลงทุนภาคเอกชนที่ขยายตัวค่อนข้างต่ำนั้น ส่วนหนึ่งเป็นผลจากความเชื่อมั่นของนักธุรกิจที่ปรับลดลงต่อเนื่อง โดยดัชนีความเชื่อมั่นของนักธุรกิจลดลงจากค่าเฉลี่ยที่ระดับ 42.6 ในไตรมาสที่ 2 และ 41.1 ในไตรมาสที่ 3 มาเฉลี่ยอยู่ที่ระดับ 36.4 ในช่วง 2 เดือนแรกของไตรมาสนี้จากปัจจัยสำคัญหลายประการประกอบกัน ได้แก่ ความกังวลของนักธุรกิจต่อ



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย และสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

เสถียรภาพทางการเมืองและการชะลอตัวของเศรษฐกิจทั้งในและต่างประเทศ แม้ว่าแรงกดดันด้านต้นทุนการผลิตได้บรรเทาลงไปมากแล้วก็ตาม

ในส่วนของภาคการคลัง รายได้จัดเก็บของรัฐบาลในเดือนตุลาคมและพฤศจิกายน 2551 ลดลงในอัตราเฉลี่ยร้อยละ 10.1 จากระยะเดียวกันปีก่อน ตามการหดตัวของรายได้ภาษีและที่มีใช้ภาษี แต่สถานการณ์ดังกล่าวเป็นผลจากปัจจัยพิเศษหลายประการ ซึ่งทำให้ไม่อาจสรุปได้ว่าการหดตัวอย่างมากของรายได้จัดเก็บของรัฐบาลสะท้อนถึงภาวะของกิจกรรมทางเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาได้ดังกกล่าวคือ การลดลงของรายได้ภาษีเป็นผลจากการหดตัวของรายได้ภาษีสรรพสามิตและภาษีธุรกิจเฉพาะ เนื่องจากการลดอัตราภาษีน้ำมันภายใต้มาตรการของรัฐบาลที่จะช่วยบรรเทาค่าครองชีพของประชาชนเป็นเวลา 6 เดือน และการลดอัตราภาษีธุรกิจเฉพาะสำหรับการขายอสังหาริมทรัพย์ ตามลำดับ ขณะที่การหดตัวของรายได้ที่มีใช้ภาษีมาจากการขอเลื่อนการนำส่งรายได้ของ รัฐวิสาหกิจบางแห่งไปเป็นเดือนธันวาคม 2551 อย่างไรก็ตาม ทัศนะกรรมการฯ เห็นว่าภาวะเศรษฐกิจที่กำลังชะลอตัวอยู่ในขณะนี้ จะส่งผลกระทบต่อรายได้จัดเก็บของรัฐบาลในระยะต่อไปอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ดังนั้น แม้ปัจจัยพิเศษจะทำให้รายได้จัดเก็บของรัฐบาลต่ำผิดปกติในช่วง 2 เดือนแรกของไตรมาส แต่รายได้จัดเก็บของรัฐบาลน่าจะยังอยู่ในแนวโน้มที่ต่ำต่อเนื่องโดยเฉลี่ยไปอีกระยะหนึ่งจนกว่าเศรษฐกิจจะฟื้นตัวอีกครั้ง

สำหรับรายจ่ายภาครัฐในเดือนตุลาคมและพฤศจิกายน 2551 หดตัวจากรยะเดียวกันปีก่อนในอัตราเฉลี่ยร้อยละ 5.1 โดยเป็นผลจากการหดตัวของรายจ่ายเพื่อการลงทุนเป็นสำคัญ ทั้งนี้ อัตราการเบิกจ่ายในไตรมาสที่ 1 ของปีงบประมาณ 2552 (ไตรมาสที่ 4 ของปี 2551) มีแนวโน้มที่จะต่ำกว่าช่วงเดียวกันของปีงบประมาณที่แล้ว ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากปัญหาความวุ่นวายทางการเมืองที่ทำให้รัฐบาลขาดเสถียรภาพ และการทำงานบางส่วนล่าช้ากว่าที่ไดวางเป้าหมายไว้

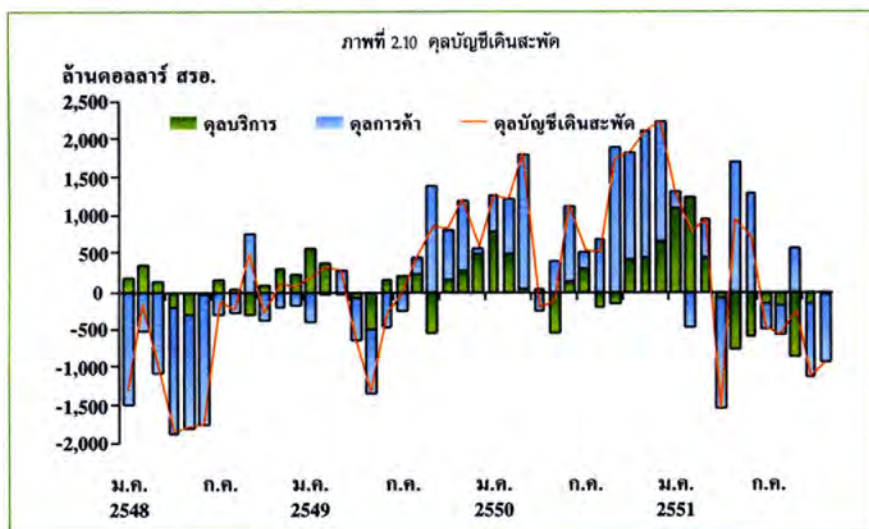
ด้านต่างประเทศ ปริมาณการส่งออกในเดือนตุลาคมและพฤศจิกายน 2551 หดตัวลงค่อนข้างมาก หลังจากที่เริ่มแสดงแนวโน้มขยายตัวในอัตราที่แผ่วลงในไตรมาสที่ผ่านมา สาเหตุหลักของการหดตัวของปริมาณการส่งออกมาจากภาวะอุปสงค์ในต่างประเทศที่อ่อนตัวลงมากเนื่องจากวิกฤตการณ์การเงินโลกได้ส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริงทั้งในสหรัฐฯ ที่เป็นแหล่งต้นกำเนิดของปัญหาสหภาพยุโรป ญี่ปุ่น จีน ออสเตรเลีย และกลุ่มประเทศอาเซียน นอกจากนี้ยังส่งผลให้ประเทศในภูมิภาคตะวันออกกลางมีรายได้ลดลงจากราคาน้ำมันที่ต่ำลงมากอีกด้วย ซึ่งประเทศเหล่านี้ล้วนเป็นประเทศคู่ค้าสำคัญของไทย ดังนั้น ความต้องการสินค้าส่งออกของไทยจึงลดลงในเกือบทุกหมวด ที่ชัดเจนที่สุด ได้แก่

รายจ่ายของภาครัฐยังหดตัวจากรยะเดียวกันปีก่อน

ปริมาณการส่งออกหดตัวลงตามการชะลอตัวของอุปสงค์จากต่างประเทศและผลกระทบจากเหตุการณ์ปิดสนามบิน ขณะที่ปริมาณการนำเข้าชะลอลงมาก

สินค้าเกษตรและสินค้าที่ใช้เทคโนโลยีสูง เช่น คอมพิวเตอร์และส่วนประกอบ แผงวงจรไฟฟ้า และเครื่องใช้ไฟฟ้า เป็นต้น อนึ่ง ปริมาณการส่งออกโดยรวมที่มีแนวโน้มหดตัว ประกอบกับราคาสินค้าส่งออกที่โน้มต่ำลงด้วย ทำให้มูลค่าการส่งออกมีแนวโน้มที่จะหดตัวในไตรมาสสุดท้ายของปี 2551

รายรับจากภาคบริการมีแนวโน้มหดตัวเช่นกัน ตามการลดลงของรายรับจากการท่องเที่ยวเป็นสำคัญ อันเป็นผลจากการชะลอตัวทางเศรษฐกิจของประเทศที่เป็นตลาดท่องเที่ยวของไทย ตลอดจนเหตุการณ์ความวุ่นวายทางการเมืองในช่วงที่ผ่านมา (รายละเอียดตามบทความในกรอบ)



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

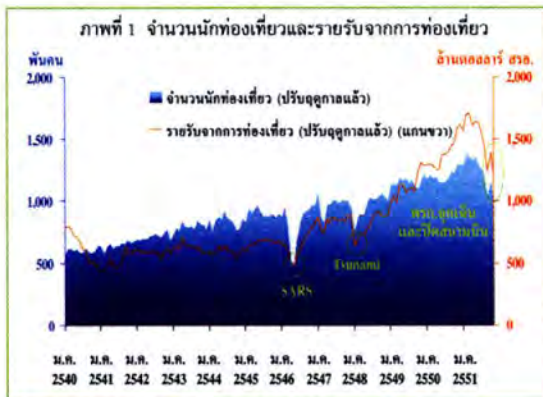
สำหรับมูลค่าและปริมาณการนำเข้าในช่วง 2 เดือนแรกของไตรมาสที่ 4 ขยายตัวในอัตราที่ชะลอลงอย่างชัดเจนจากไตรมาสที่แล้ว โดยเป็นผลของทั้งราคาและปริมาณในเกือบทุกหมวดสินค้า ซึ่งในภาพรวมสอดคล้องกับภาวะอุปสงค์ในประเทศที่กำลังชะลอตัว อนึ่ง การนำเข้าในกลุ่มวัตถุดิบหดตัวค่อนข้างมาก ส่วนหนึ่งคาดว่าเป็นเพราะได้มีการนำเข้ามากเกินความต้องการผลิตจริงในไตรมาสก่อน

การชะลอตัวของมูลค่าการนำเข้าและการหดตัวของมูลค่าการส่งออกดังกล่าวส่งผลให้ดุลการค้าในไตรมาสที่ 4 ของปีนี้มีแนวโน้มจะขาดดุลต่อเนื่องจากไตรมาสที่แล้ว ซึ่งแตกต่างจากในอดีตที่มักจะเกินดุลการค้าในไตรมาสสุดท้ายของปี นอกจากนี้ ดุลบริการที่มีแนวโน้มขาดดุลเช่นกันจากการลดลงของรายรับจากการท่องเที่ยวทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดน่าจะขาดดุลติดต่อกันเป็นไตรมาสที่ 2 และมีความเป็นไปได้ที่จะขาดดุลต่อไปอีกระยะหนึ่ง แนวโน้มดังกล่าวสะท้อน

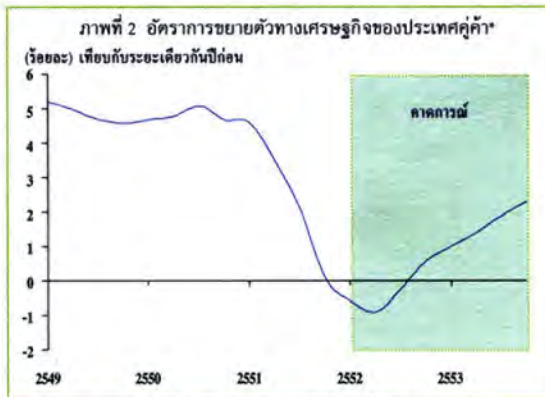
## ผลกระทบของวิกฤตเศรษฐกิจโลกและปัญหาความไม่สงบทางการเมืองของไทยต่อการท่องเที่ยว

ภาคการท่องเที่ยวของไทยในระยะต่อไปมีแนวโน้มหดตัวตามการชะลอตัวทางเศรษฐกิจของประเทศที่เป็นตลาดท่องเที่ยวสำคัญ และผลกระทบจากเหตุการณ์ความวุ่นวายทางการเมืองของไทยในช่วงที่ผ่านมาที่นำไปสู่การปิดสนามบินสุวรรณภูมิและสนามบินดอนเมืองในช่วงปลายเดือนพฤศจิกายนถึงต้นเดือนธันวาคม 2551 ทั้งนี้ ในช่วงที่ยังคงมีการปิดสนามบิน ธพท. ได้ประเมินผลกระทบของเหตุการณ์ดังกล่าวต่อภาคการท่องเที่ยวเพื่อเสนอต่อคณะกรรมการฯ ในการประชุมเมื่อวันที่ 3 ธันวาคม 2551<sup>1/</sup> โดยคาดการณ์ว่าจำนวนนักท่องเที่ยวในปี 2551 และ 2552 จะหดตัวร้อยละ 3.0 และ 8.8 จากปีก่อนหน้าเหลือ 14.0 และ 12.8 ล้านคน ตามลำดับ คิดเป็นรายได้ที่สูญเสียทางตรงเฉพาะในภาคการท่องเที่ยว 1.4 แสนล้านบาท นอกจากนี้ ยังมีผลกระทบจากเม็ดเงินรายรับจากการท่องเที่ยวของนักท่องเที่ยวต่างชาติที่หายไปจากภาคธุรกิจต่อเนื่องอื่นๆ อีก รวมเป็นผลกระทบทั้งทางตรงและทางอ้อมทั้งสิ้น 2.9 แสนล้านบาท<sup>2/</sup> หรือประมาณร้อยละ 3 ของ Nominal GDP ในปี 2552

อย่างไรก็ดี ข้อมูลเบื้องต้นชี้ว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในเดือนธันวาคม 2551 หดตัวประมาณร้อยละ 38.5 ซึ่งเป็นการหดตัวที่รุนแรงน้อยกว่าที่ ธพท. คาดไว้ในเบื้องต้นที่ร้อยละ 60 เนื่องจากสถานการณ์ทางการเมืองได้คลี่คลายลงไปบ้างนับตั้งแต่กลางเดือนธันวาคม กอปรกับในช่วงที่ผ่านมาได้มีการเพิ่มเที่ยวบินตรงและเที่ยวบินแบบเช่าเหมาลำเข้ามาในจังหวัดท่องเที่ยวสำคัญในภาคใต้ ดังนั้น เมื่อพิจารณาแนวโน้มล่าสุด ธพท. จึงประเมินว่าภาวะการท่องเที่ยวของไทยน่าจะดีกว่าที่คาดการณ์ไว้เดิม โดยในปี 2551 และ 2552 คาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทย 14.3 และ 13.5 ล้านคน ซึ่งคิดเป็นการหดตัวร้อยละ 0.8 และ 5.6 จากปีก่อนหน้า ตามลำดับ ทำให้รายได้ที่คาดว่าจะสูญเสียนับแต่เดือนพฤศจิกายน 2551 - ธันวาคม 2552 ปรับลงเป็น 1 แสนล้านบาท<sup>3/</sup> ขณะที่มูลค่าความเสียหายรวมทั้งทางตรงและทางอ้อมลดลงมาเป็น 2.1 แสนล้านบาท เท่ากับประมาณร้อยละ 2 ของ Nominal GDP โดยแบ่งเป็นส่วนของภาคบริการ ภาคขนส่ง ภาคอุตสาหกรรม และภาคอื่นๆ 0.91 0.68 0.42 และ 0.10 แสนล้านบาท ตามลำดับ



ที่มา: การท่องเที่ยวแห่งประเทศไทย และธนาคารแห่งประเทศไทย



หมายเหตุ: \*ใช้สัดส่วนนักท่องเที่ยวจากรายประเทศเป็นน้ำหนักในการคำนวณ  
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

<sup>1/</sup> รายละเอียดของการประมาณการปรากฏใน WE-MPG ฉบับที่ 10 เดือนมกราคม 2552 แนวโน้มการท่องเที่ยวของไทยหลังเหตุการณ์การปิดสนามบิน [http://www.bot.or.th/Thai/EconomicConditions/Publication/Pages/WE\\_MPG.aspx](http://www.bot.or.th/Thai/EconomicConditions/Publication/Pages/WE_MPG.aspx)

<sup>2/</sup> จากแบบจำลองปัจจัยการผลิตและผลผลิต (Input-Output Model) ที่ใช้ข้อมูลจากตารางปัจจัยการผลิตและผลผลิต (Input-Output Table) ปี 2543 ของสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (สศช.) โดยกระจายการสูญเสียรายได้ทางตรง 1.4 แสนล้านบาท ใน 4 อุตสาหกรรม คือ โรงแรม กิจการ การขนส่งผู้โดยสารทางบก และการขนส่งผู้โดยสารทางอากาศในสัดส่วนร้อยละ 30 20 10 และ 40 ตามลำดับ เพื่อประเมินผลกระทบทางอ้อมต่อภาคธุรกิจต่อเนื่อง

<sup>3/</sup> แม้จำนวนนักท่องเที่ยวจะปรับดีขึ้นจากที่คาดการณ์ไว้เดิม แต่รายรับในภาคการท่องเที่ยวอาจจะไม่ปรับสูงขึ้นมาก เนื่องจากมูลค่าการใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวมีแนวโน้มลดลงตามการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกและผลของมาตรการส่งเสริมการขาย อาทิ การปรับลดราคาของผู้ประกอบการท่องเที่ยวและโรงแรมของไทย

แนวทางหนึ่งที่สามารถช่วยชดเชยความสูญเสียในภาคการท่องเที่ยวจากการลดลงของนักท่องเที่ยวต่างชาติ คือ การรณรงค์ให้คนไทยท่องเที่ยวภายในประเทศมากขึ้นทดแทนการท่องเที่ยวในต่างประเทศ ซึ่งตั้งแต่เดือนธันวาคม 2551 เป็นต้นมา หน่วยงานภาครัฐได้ร่วมมือกับภาคเอกชน อาทิ ผู้ประกอบการธุรกิจโรงแรมและสายการบิน จัดงานส่งเสริมการขายการท่องเที่ยวสำหรับประชาชนทั่วไป โดยมีหวังที่จะกระตุ้นการเดินทางทั้งในและนอกฤดูกาลท่องเที่ยวเพื่อช่วยค้ำจุนอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวและการจ้างงานในภาคนี้ รวมทั้งเพื่อบรรเทาผลกระทบต่อเนื่องไปยังภาคการผลิตและบริการอื่นๆ แม้ว่ากลยุทธ์การปรับลดราคาอาจส่งผลให้ค่าใช้จ่ายเฉลี่ยต่อวันของนักท่องเที่ยวชาวไทยลดลงบ้าง แต่คาดว่าจะช่วยกระตุ้นจำนวนและความถี่ในการเดินทางท่องเที่ยวภายในประเทศของนักท่องเที่ยวชาวไทย มาตรการดังกล่าวช่วยให้ภาวะการท่องเที่ยวปรับตัวดีขึ้นมาก สะท้อนจากอัตราการเข้าพักโรงแรมในช่วงเทศกาลปีใหม่ที่ปรับเพิ่มขึ้นโดยเฉพาะในภาคเหนือ นอกจากนี้ ราคาน้ำมันที่ปรับลดลงอย่างต่อเนื่องเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่เอื้อต่อการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวเช่นกัน

อย่างไรก็ดี แม้ว่าจะสามารถส่งเสริมให้คนไทยเที่ยวในประเทศแทนได้<sup>4</sup> แต่เนื่องจากโครงสร้างการใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวไทยแตกต่างจากชาวต่างชาติซึ่งใช้จ่ายค่าที่พักและการเดินทางโดยเครื่องบินในสัดส่วนที่สูง ขณะที่นักท่องเที่ยวไทยนิยมพักโรงแรมระดับกลางถึงระดับล่างและเดินทางทางบกเป็นส่วนใหญ่ ผลกระทบต่อภาคธุรกิจต่อเนื่องจึงแตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับความเชื่อมโยงในภาคอุตสาหกรรม (Backward and Forward Linkages) ดังนั้น เพื่อประเมินผลกระทบจากการท่องเที่ยวในประเทศของคนไทย ในขั้นต้น ธพท. ได้ใช้แบบจำลองปัจจัยการผลิตและผลผลิต (Input-Output Model) โดยการนำเม็ดเงิน 1 แสนล้านบาทมาแยกเป็นผลกระทบในอุตสาหกรรมต่าง ๆ ตามโครงสร้างการใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวคนไทย (อาศัยข้อมูลจากการท่องเที่ยวแห่งประเทศไทย (ททท.)) พบว่าสามารถสร้างรายได้รวมทั้งสิ้น 1.8 แสนล้านบาท โดยแบ่งเป็นของภาคบริการ ภาคขนส่ง ภาคอุตสาหกรรม และภาคอื่น ๆ 0.93 0.43 0.35 และ 0.09 แสนล้านบาท ตามลำดับ

กล่าวโดยสรุป การใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวไทยไม่สามารถชดเชยรายรับที่ได้จากนักท่องเที่ยวต่างชาติได้ทั้งหมด และในภาวะที่เศรษฐกิจไทยยังเปราะบางจึงเป็นการยากที่คนไทยจะใช้จ่ายเพื่อการท่องเที่ยวในสัดส่วนที่สูง ทำให้ไทยยังจำเป็นต้องพึ่งพารายได้จากนักท่องเที่ยวต่างชาติเพื่อสร้างรายได้ในอุตสาหกรรมต่อเนื่อง นอกจากนี้ รายได้จากนักท่องเที่ยวต่างชาติเป็นแหล่งรายรับเงินตราต่างประเทศที่สำคัญของไทยนอกเหนือจากการส่งออกสินค้า ดังนั้น นโยบายของรัฐบาลในการกระตุ้นและฟื้นความมั่นใจของนักท่องเที่ยวต่างชาติจึงยังคงเป็นเรื่องสำคัญและเร่งด่วน

ตาราง ผลกระทบทางตรงและทางอ้อมจากการท่องเที่ยวของนักท่องเที่ยวชาวต่างชาติและไทย

	รายได้ที่สูญเสียจากนักท่องเที่ยวต่างชาติลดลง (แสนล้านบาท)	รายได้จากการท่องเที่ยวภายในประเทศ (แสนล้านบาท)
<b>ผลกระทบทางตรง</b>	<b>-1.00</b>	<b>+1.00</b>
<b>ผลกระทบรวมทางตรงและทางอ้อม</b>	<b>-2.11</b>	<b>+1.80</b>
• ภาคบริการ	-0.91	+0.93
• ภาคการขนส่ง	-0.68	+0.43
• ภาคอุตสาหกรรม	-0.42	+0.35
• ภาคอื่นๆ	-0.10	+0.09

<sup>4</sup> หากต้องการชดเชยรายได้จากนักท่องเที่ยวต่างชาติที่สูญเสียไป 1 แสนล้านบาท รายรับจากการท่องเที่ยวภายในประเทศในปี 2552 จะต้องขยายตัวอย่างน้อยร้อยละ 25 จากปี 2551 ซึ่งมีรายได้จากนโยบายการท่องเที่ยวในประเทศของคนไทยอยู่ที่ 3.9 แสนล้านบาท (อย่างไรก็ตาม ททท. คาดว่ากระตุ้นรายรับจากการท่องเที่ยวในประเทศในปี 2552 เพิ่มขึ้นได้เพียงร้อยละ 5 เท่านั้น) หรืออีกนัยหนึ่ง เนื่องจากค่าใช้จ่ายการเที่ยวในประเทศไทยของคนไทยเฉลี่ยอยู่ที่ 4,600 บาทต่อคนต่อครั้ง เทียบกับนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เฉลี่ยประมาณ 38,000 บาท ดังนั้นรายได้จากนักท่องเที่ยวต่างชาติ 1 คน จะต้องชดเชยด้วยรายได้จากนักท่องเที่ยวชาวไทยถึง 8 คน

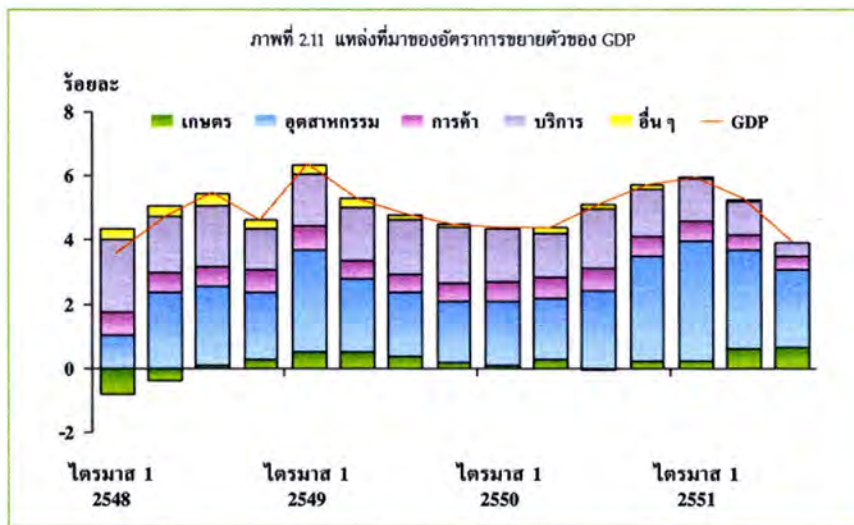
ว่าเศรษฐกิจไทยต้องอาศัยแรงขับเคลื่อนจากอุปสงค์ภายในประเทศและการใช้จ่ายของภาครัฐเป็นหลักในระยะต่อไป

### ภาคการผลิตและอุปทานในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551<sup>2/</sup>

ในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551 ผลผลิตภาคเกษตรขยายตัวดีกว่าในไตรมาสที่ 2 เล็กน้อย แต่ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมและภาคบริการชะลอตัวจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกและปัญหาความวุ่นวายทางการเมืองที่ซ้ำเติมให้เศรษฐกิจในประเทศยิ่งแผ่วลงไปอีก

ผลผลิตภาคเกษตรในไตรมาสนี้ขยายตัวร้อยละ 9.9 จากระยะเดียวกันปีก่อน ซึ่งถือว่าอยู่ในเกณฑ์ดีและเร่งตัวขึ้นเล็กน้อยจากที่ขยายตัวร้อยละ 8.6 ในไตรมาสก่อน เนื่องจากหมวดพืชผลที่ขยายตัวสูงเป็นสำคัญ โดยเฉพาะข้าวนาปรัง และพืชพลังงาน เช่น มันสำปะหลัง ปาล์มน้ำมัน และข้าวโพด เพราะราคาที่อยู่ในเกณฑ์สูงเมื่อช่วงต้นปีจึงให้เกษตรกรขยายการผลิตและดูแลรักษามากขึ้น ประกอบกับสภาพภูมิอากาศที่เอื้ออำนวยทำให้ผลผลิตต่อไร่เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามราคาสินค้าเกษตรเริ่มโน้มต่ำลงในช่วงท้ายไตรมาส โดยเป็นผลจากอุปสงค์

ในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551 ภาคเกษตรขยายตัวดี ขณะที่ภาคอุตสาหกรรมและภาคบริการชะลอลงจากไตรมาสที่แล้ว



ที่มา: สำนักวางแผนคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

<sup>2/</sup> แหล่งข้อมูลในการวิเคราะห์ภาคการผลิตและอุปทานในช่วงไตรมาสที่ 3 ของปี 2551 มาจาก สศช. เป็นหลัก ส่วนข้อมูลเครื่องใช้ส่วนใหญ่ที่ใช้ประกอบการวิเคราะห์ไตรมาสที่ 3 ของปี 2551 และสะท้อนแนวโน้มของไตรมาสที่ 4 ของปี 2551 มาจาก ธปท. ยกเว้นข้อมูลจำนวนนักท่องเที่ยวและอัตราการเข้าพักบางส่วนจากการท่องเที่ยวแห่งประเทศไทย และข้อมูลตลาดแรงงานจากสำนักงานสถิติแห่งชาติ

ในตลาดโลกที่ลดลงตามการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกการลดลงของราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาพืชพลังงาน และอุปทานในตลาดโลกที่เพิ่มขึ้นเนื่องจากผลผลิตจากหลายประเทศออกสู่ตลาดโลกมากขึ้นในช่วงดังกล่าว โดยเฉพาะข้าวจากเวียดนามและอินเดียภายหลังการยกเลิกมาตรการห้ามส่งออกข้าวในประเทศเหล่านี้

ผลผลิตอุตสาหกรรมชะลอ  
ลง ทั้งการผลิตเพื่อการ  
ส่งออกและเพื่อตลาดใน  
ประเทศ

สำหรับผลผลิตอุตสาหกรรมในไตรมาสที่ 3 ขยายตัวร้อยละ 6.1 ชะลอ  
ลงบ้างจากร้อยละ 7.7 ในไตรมาสที่แล้ว เนื่องจากการชะลอตัวของอุตสาหกรรม  
อิเล็กทรอนิกส์ รถยนต์นั่งส่วนบุคคล วัสดุก่อสร้างและผลิตภัณฑ์เหล็ก และ  
เครื่องใช้ไฟฟ้าภายในบ้าน ประกอบกับการหดตัวของอุตสาหกรรมรถยนต์นั่ง  
เพื่อการพาณิชย์ตามการชะลอตัวของอุปสงค์ทั้งในและต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม  
อุตสาหกรรมอาหารเพื่อการส่งออก โดยเฉพาะการผลิตน้ำตาลทรายขาว  
และอาหารทะเลกระป๋อง ยังขยายตัวในเกณฑ์ดี ขณะที่อุตสาหกรรมเครื่องดื่ม  
ขยายตัวสูงขึ้น ส่วนหนึ่งเพื่อการส่งออก (สต็อก) สินค้าไว้ก่อนการปรับขึ้นภาษี  
สรรพสามิต และอุตสาหกรรมรถจักรยานยนต์ยังขยายตัวในเกณฑ์ดี เพราะรายได้  
เกษตรกรที่เพิ่มขึ้นช่วยกระตุ้นให้ผู้บริโภคในชนบทซื้อรถจักรยานยนต์มากขึ้น

ภาคบริการขยายตัวร้อยละ 1.3 จากระยะเดียวกันปีก่อน ชะลอลงจากร้อยละ  
3.1 ในไตรมาสก่อนหน้า โดยส่วนสำคัญมาจากการชะลอตัวของการบริการขนส่ง  
ทางอากาศ โรงแรม และภัตตาคาร ซึ่งสอดคล้องกับการหดตัวของจำนวน  
นักท่องเที่ยวต่างชาติในอัตราร้อยละ 1.7 จากเดิมที่ขยายตัวถึงร้อยละ 13.8 ใน  
ไตรมาสที่ 2 อันเป็นผลจากปัญหาความวุ่นวายทางการเมืองที่ทวีความรุนแรงขึ้น  
จนเป็นเหตุให้รัฐบาลประกาศใช้พระราชกำหนดการบริหารราชการในสถานการณ์  
ฉุกเฉินในเขตกรุงเทพมหานครระหว่างวันที่ 2-14 กันยายน 2551 ประกอบกับมี  
การปิดสนามบินในภาคใต้ รวมถึงการหยุดให้บริการรถโดยสารและรถไฟ ทั้งนี้  
แม้จะมีการยกเลิกพระราชกำหนดดังกล่าวในเวลาต่อมา แต่สถานการณ์ทางการ  
เมืองที่ยืดเยื้อได้ส่งผลร้ายต่อความเชื่อมั่นของนักท่องเที่ยวต่างชาติอย่างมาก  
เมื่อประกอบกับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว ภาคบริการใน  
ไตรมาสนี้จึงเติบโตได้ไม่เต็มที่ควร

อัตราการว่างงานยังอยู่ใน  
ระดับต่ำที่ร้อยละ 1.1 ณ สิ้น  
ไตรมาสที่ 3 ของปี 2551

แม้ภาวะเศรษฐกิจโดยรวมชะลอตัว แต่อัตราการว่างงานยังอยู่ในระดับต่ำ  
โดย ณ สิ้นไตรมาสที่ 3 อยู่ที่ร้อยละ 1.1 ลดลงเล็กน้อยจากร้อยละ 1.2 ณ สิ้น  
ไตรมาสก่อนหน้า สอดคล้องกับการจ้างงานในภาพรวมที่ขยายตัวร้อยละ 1.8 จาก  
ระยะเดียวกันปีก่อน ตามการขยายตัวของการจ้างงานในภาคบริการ การค้า และ  
ก่อสร้าง อย่างไรก็ตาม เริ่มมีสัญญาณของการชะลอตัวของการจ้างงานในภาคการ  
ผลิตบางสาขา ขณะที่การจ้างงานของภาคเกษตรหดตัวจากระยะเดียวกันปีก่อน

สะท้อนว่าภาคเกษตรมีความสามารถรองรับแรงงานจากภาคการผลิตอื่นน้อยลง ส่วนหนึ่งเพราะราคาสินค้าเกษตรมีแนวโน้มต่ำลง จึงอาจไม่จูงใจให้แรงงาน เคลื่อนย้ายเข้าสู่ภาคเกษตรมากเหมือนในช่วงก่อนหน้า

### แนวโน้มภาคการผลิตและอุปทานในไตรมาสที่ 4 ของปี 2551

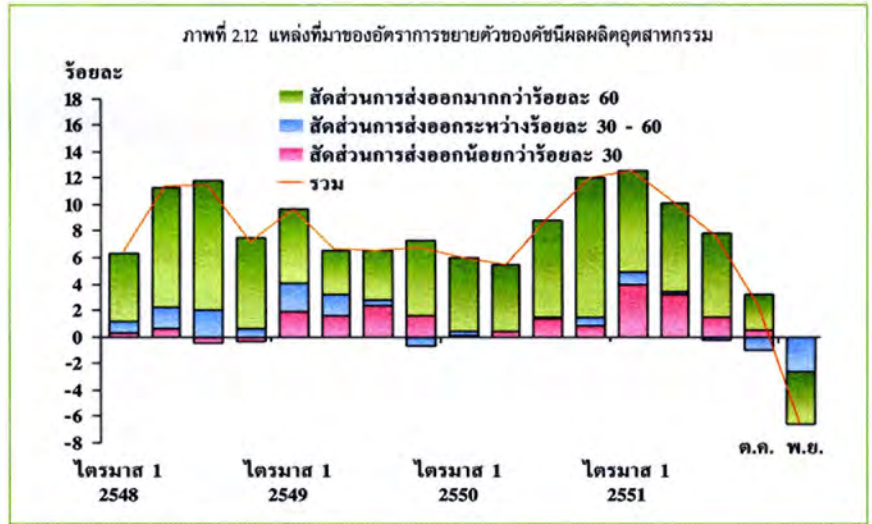
ในช่วงเดือนตุลาคมและพฤศจิกายน 2551 ผลผลิตพืชผลสำคัญขยายตัว จากระยะเดียวกันปีก่อนในอัตราเฉลี่ยเพียงร้อยละ 0.8 ชะลอลงมากจากไตรมาส ที่ 3 จากการหดตัวของผลผลิตข้าวโพดเลี้ยงสัตว์และปาล์มน้ำมันซึ่งในช่วงก่อน หน้านี้มีผลผลิตออกมากเป็นพิเศษ ขณะที่ผลผลิตยางพาราและมันสำปะหลัง ชะลอตัว เนื่องจากเกษตรกรที่เพาะปลูกมันสำปะหลังบางส่วนชะลอการเก็บเกี่ยว เพื่อรอราคาปรับจูนที่สูงขึ้น หลังจากเห็นว่าทางการกำหนดให้ราคาปรับจูนปรับ เพิ่มขึ้นทุกเดือน

สำหรับราคาพืชผลสำคัญเพิ่มขึ้นจากระยะเดียวกันปีก่อนร้อยละ 16.3 ใน ช่วง 2 เดือนแรกของไตรมาสที่ 4 เทียบกับไตรมาสก่อนที่ขยายตัวถึงร้อยละ 34.2 การชะลอตัวของราคาพืชผลสะท้อนแนวโน้มที่ต่อเนื่องมาจากช่วงปลายไตรมาส ที่ 3 ด้วยสาเหตุหลายประการดังที่ได้กล่าวมาแล้ว ทั้งนี้ คณะกรรมการฯ คาดว่า การชะลอตัวของราคาสินค้าเกษตรจะส่งผลกระทบต่อรายได้เกษตรกรโดยรวม ตลอดจนการบริโภคภาคเอกชนผ่านการชะลอตัวของการบริโภคในชนบทในระยะ ต่อไป

สำหรับผลผลิตอุตสาหกรรมมีแนวโน้มหดตัวในไตรมาสที่ 4 สะท้อนได้ จากดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (Manufacturing Production Index) ที่ชะลอตัว มากในเดือนตุลาคมและหดตัวจากระยะเดียวกันปีก่อนในเดือนพฤศจิกายน ซึ่ง เป็นการหดตัวครั้งแรกในรอบ 7 ปี ทั้งนี้ อุตสาหกรรมที่พึ่งพาการส่งออกเป็นหลัก โดยเฉพาะการผลิต Hard Disk Drive ที่เคยขยายตัวในเกณฑ์ดีมาตลอดในช่วง ก่อนหน้านี้ เริ่มหดตัวเป็นครั้งแรกในเดือนพฤศจิกายน นอกจากนั้น สินค้า อาหารทะเลแช่แข็งและอาหารทะเลกระป๋องหดตัวลงเช่นกัน ตามการลดลงของ อุปสงค์ต่างประเทศ ขณะที่อุตสาหกรรมที่พึ่งพาดตลาดในประเทศเป็นหลัก ชะลอตัวลงเป็นลำดับนับจากต้นปี 2551 จนกระทั่งเริ่มเห็นการหดตัวเล็กน้อย ในเดือนพฤศจิกายน สอดคล้องกับการชะลอตัวที่ชัดเจนของอุปสงค์ในประเทศ

ผลผลิตพืชผลสำคัญขยาย ตัวเพียงเล็กน้อย ขณะที่ ราคาชะลอลงมาก

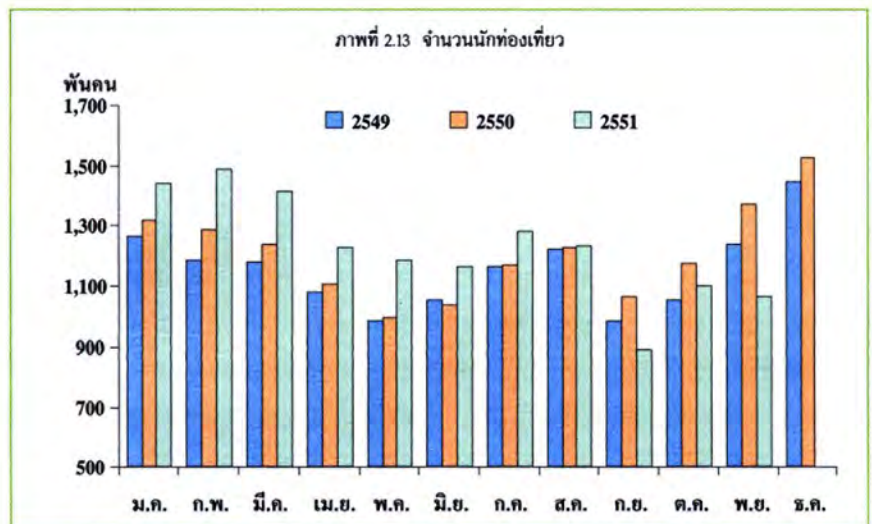
ผลผลิตอุตสาหกรรม มีแนวโน้มหดตัวตาม อุตสาหกรรมที่ผลิตเพื่อการ ส่งออกเป็นหลัก



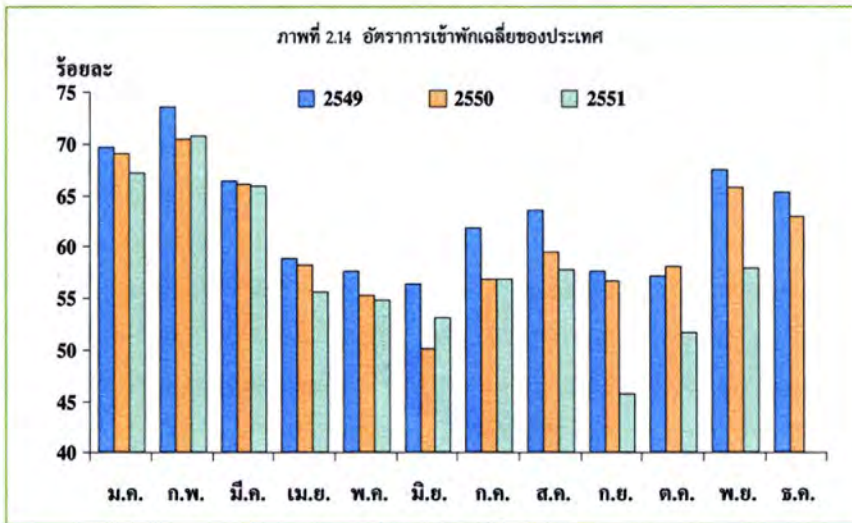
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

ความวุ่นวายทางการเมืองส่งผลให้ภาคท่องเที่ยวหดตัวลงมากในไตรมาสที่ 4 ของปี 2551

ในช่วง 2 เดือนแรกของไตรมาสที่ 4 ภาคการท่องเที่ยวอยู่ในภาวะซบเซา สะท้อนจากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างประเทศที่ลดลงเฉลี่ยร้อยละ 14.4 จากระดับเดียวกันปีก่อน โดยมีสาเหตุสำคัญจากปัญหาทางการเมืองที่ทวีความรุนแรงขึ้นมากในช่วงปลายเดือนพฤศจิกายน จนถึงกับนำไปสู่การปิดสนามบินนานาชาติเป็นเวลาประมาณหนึ่งสัปดาห์ ทำให้นักท่องเที่ยวต่างชาติไม่สามารถเดินทางเข้าออกประเทศไทยได้อย่างสะดวก ซึ่งส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักท่องเที่ยวต่างชาติเป็นอันมาก



ที่มา: การท่องเที่ยวแห่งประเทศไทย และธนาคารแห่งประเทศไทย

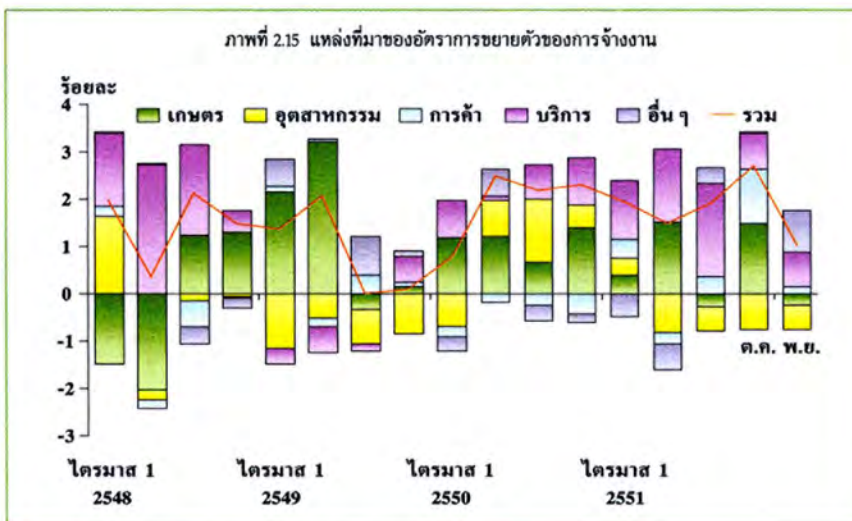


ที่มา: การท่องเที่ยวแห่งประเทศไทย และธนาคารแห่งประเทศไทย

แม้ว่าในขณะนี้ปัญหาความวุ่นวายทางการเมืองเริ่มคลี่คลายลงบ้างแล้ว แต่คณะกรรมการฯ ประเมินว่าคงต้องใช้เวลาอีกระยะหนึ่งกว่าที่ภาคการท่องเที่ยวของไทยจะฟื้นตัวเป็นปกติและกลับมาเป็นตัวขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทยที่สำคัญอีกครั้ง

อัตราการว่างงานปรับเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 1.1 ณ สิ้นไตรมาสที่ 3 มาอยู่ที่ร้อยละ 1.4 ในเดือนพฤศจิกายน 2551 สอดคล้องกับการจ้างงานที่ขยายตัวต่ำเพียงร้อยละ 0.7 จากระยะเดียวกันปีก่อน ซึ่งเป็นผลจากการหดตัวของ การจ้างงานในภาคเกษตรและอุตสาหกรรม ทั้งนี้ การปรับตัวเพิ่มขึ้นของอัตรา

อัตราการว่างงานมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นในระยะต่อไป



ที่มา: สำนักงานสถิติแห่งชาติ

การว่างงานในช่วงปลายปีที่ปกติมักจะเป็นช่วงที่มีอัตราการว่างงานต่ำที่สุด ประกอบกับสัญญาณการลดจำนวนชั่วโมงทำงานในภาคอุตสาหกรรม สะท้อนถึงแนวโน้มการว่างงานที่น่าจะเพิ่มขึ้นในระยะต่อไป

### 3. ภาวะการเงินและอัตราแลกเปลี่ยน

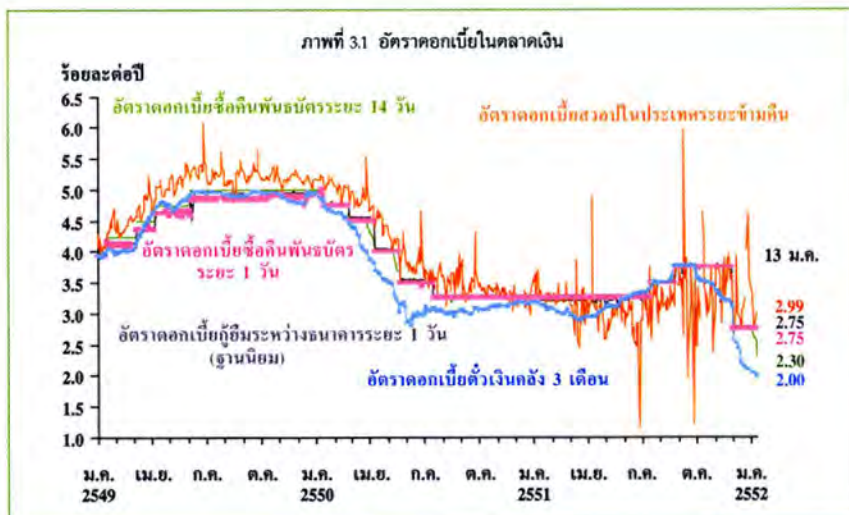
ภายหลังการเผยแพร่รายงานฉบับก่อน คณะกรรมการฯ มีการประชุมเมื่อวันที่ 3 ธันวาคม 2551 และประเมินว่าผลกระทบของวิกฤตการณ์การเงินโลกต่อภาคการเงินของไทยยังคงอยู่ในวงจำกัด แต่การชะลอตัวของประเทศอุตสาหกรรมที่รุนแรงกว่าที่เคยประเมินไว้อาจส่งผลกระทบต่อภาคการส่งออก ขณะที่ปัญหาการเมืองภายในประเทศทำให้แรงกระตุ้นจากภาครัฐยังมีข้อจำกัด ในภาพรวมความเสี่ยงต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทยในระยะต่อไปจึงเพิ่มขึ้นมาก ส่วนความเสี่ยงด้านเงินเพื่อปรับลดลงอย่างชัดเจนในช่วงที่ผ่านมาและคาดว่าจะอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องตลอดปี 2552 ดังนั้น คณะกรรมการฯ จึงเห็นว่านโยบายการเงินสามารถผ่อนคลายลงได้พอสมควรเพื่อช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจที่ได้รับผลกระทบจากปัจจัยลบทั้งในและต่างประเทศ จึงให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายร้อยละ 1.00 ต่อปี จากร้อยละ 3.75 เป็นร้อยละ 2.75 ต่อปี

ต่อมาในการประชุมเมื่อวันที่ 14 มกราคม 2552 คณะกรรมการฯ ประเมินว่า แม้จะมีปัจจัยบวกจากเสถียรภาพทางการเมืองที่ดีขึ้นซึ่งจะเอื้อให้นโยบายการคลังมีบทบาทช่วยการกระตุ้นเศรษฐกิจมากกว่าเดิม แต่ยังมีความเสี่ยงต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทยจากการชะลอตัวอย่างรุนแรงของประเทศอุตสาหกรรม ดังนั้น คณะกรรมการฯ เห็นว่านโยบายการเงินควรผ่อนคลายเพิ่มเติม จึงมีมติให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีกร้อยละ 0.75 ต่อปี เป็นร้อยละ 2.00 ต่อปี

#### ภาวะตลาดเงิน

ในไตรมาสที่ 4 ของปี 2551 อัตราดอกเบี้ยตลาดเงินระยะสั้นสำหรับการกู้ยืมเงินบาทโดยไม่มีหลักประกันหรือใช้หลักประกันที่เป็นสินทรัพย์ในรูปเงินบาทเคลื่อนไหวใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายตามปกติ และเมื่อมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงเดือนธันวาคม อัตราดอกเบี้ยตลาดเงินระยะสั้นก็ปรับตัวตามในทิศทางและขนาดที่สอดคล้องกัน ทำให้เมื่อเฉลี่ยทั้งไตรมาส อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะ 1 วันและอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคารเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 3.46 และ 3.45 ต่อปี ลดลงจากในไตรมาสก่อนที่ร้อยละ 3.56 และ 3.54 ต่อปี ตามลำดับ

*อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินปรับลดลงตามอัตราดอกเบี้ยนโยบาย*



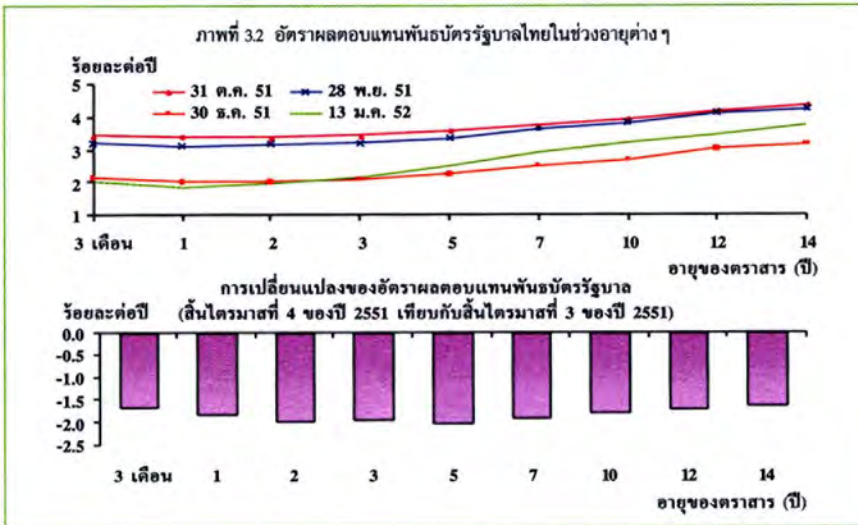
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

อย่างไรก็ดี อัตราดอกเบี้ยสวอปในประเทศซึ่งสะท้อนต้นทุนของการกู้ยืมเงินบาทโดยใช้เงินดอลลาร์ สรอ. เป็นหลักประกันยังคงเคลื่อนไหวผันผวนกว่าในภาวะปกติ เนื่องจากสภาพคล่องดอลลาร์ สรอ. ในประเทศตึงตัวขึ้นเป็นบางช่วงจากผลกระทบของการตึงตัวของสภาพคล่องดอลลาร์ สรอ. ในตลาดการเงินโลก ทั้งนี้ เมื่อเฉลี่ยทั้งไตรมาสอัตราดอกเบี้ยสวอปในประเทศระยะข้ามคืนอยู่ที่ร้อยละ 3.31 ต่อปี เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากค่าเฉลี่ยในไตรมาสก่อนที่ร้อยละ 3.24 ต่อปี

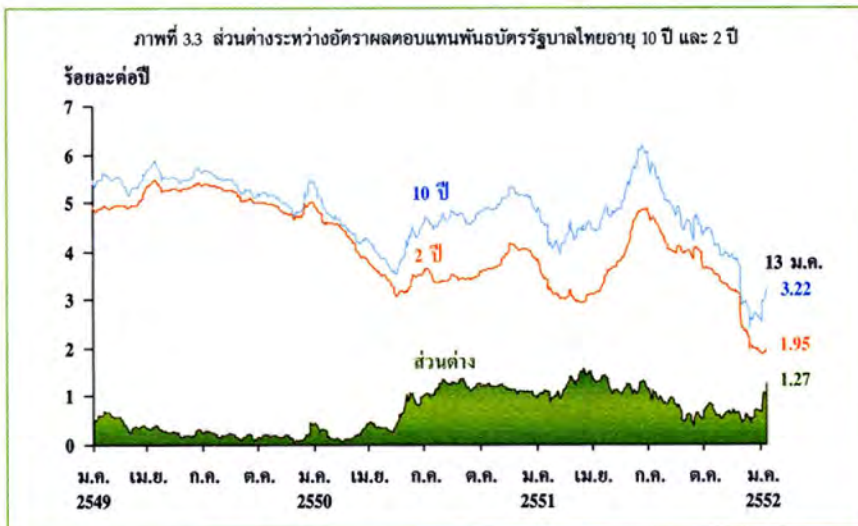
อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่ปรับลดลงสะท้อนการคาดการณ์ทิศทางขาลงของอัตราเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

สำหรับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยลดลงในไตรมาสนี้ ตามการคาดการณ์ของนักลงทุนในตลาดตั้งแต่ช่วงต้นไตรมาสว่าเศรษฐกิจอยู่ในทิศทางชะลอตัว ซึ่งจะทำให้อัตราเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับลดลงในไม่ช้า นอกจากนี้ ภาวะ Risk Aversion กระตุ้นให้นักลงทุนโยกย้ายการลงทุนจากตลาดหุ้นมาสู่ตลาดตราสารหนี้ซึ่งถือเป็นตลาดที่มีความเสี่ยงต่ำกว่า เหตุการณ์ดังกล่าวมีผลผลักดันให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรยิ่งต่ำลงไปอีก

การปรับเปลี่ยนการคาดการณ์ของนักลงทุนดังกล่าวมาข้างต้นทำให้เส้น Implied Forward ที่แสดงถึงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่ตลาดคาดการณ์ในอนาคตปรับลดลงต่อเนื่องตลอดไตรมาสสุดท้ายของปี 2551 โดยอัตราดอกเบี้ยคาดการณ์ระยะสั้นในอีก 10 ปีข้างหน้าปรับลดลงสอดคล้องกับการปรับลดคาดการณ์

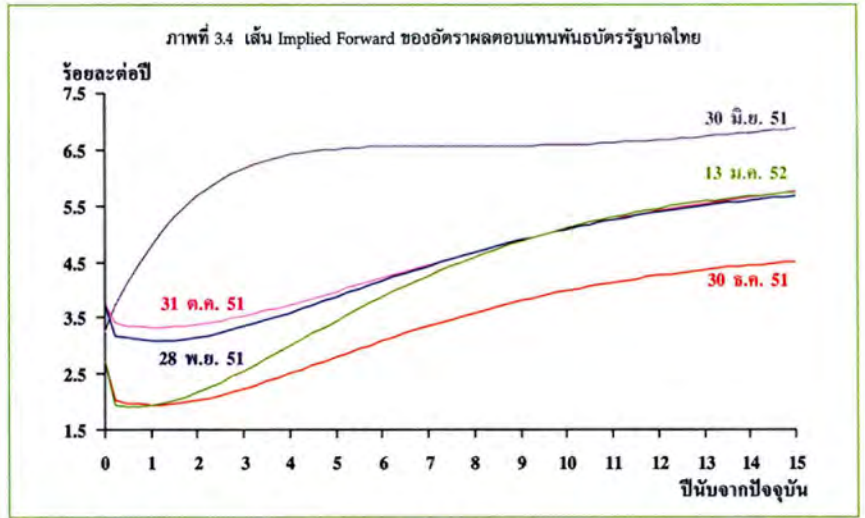


ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

เงินเฟ้อในระยะกลาง ขณะที่อัตราดอกเบี้ยคาดการณ์ระยะสั้นในอีก 1-2 ปีข้างหน้าลดลงมาอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยเฉพาะในช่วงครึ่งหลังของไตรมาส สะท้อนการคาดการณ์ของตลาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีแนวโน้มที่จะปรับลดลงอีกพอสมควรเพื่อสนับสนุนการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ภายใต้ภาวะที่ความเสี่ยงจากแรงกดดันเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ



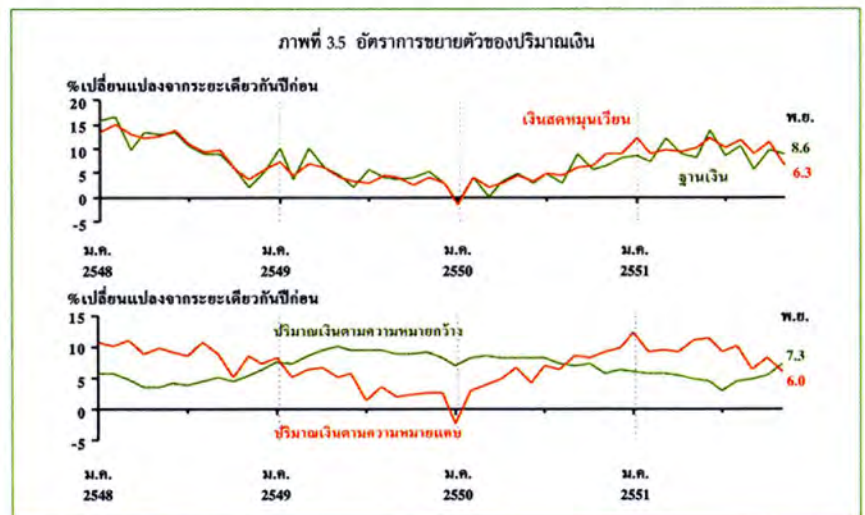
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

### ฐานเงินและปริมาณเงิน

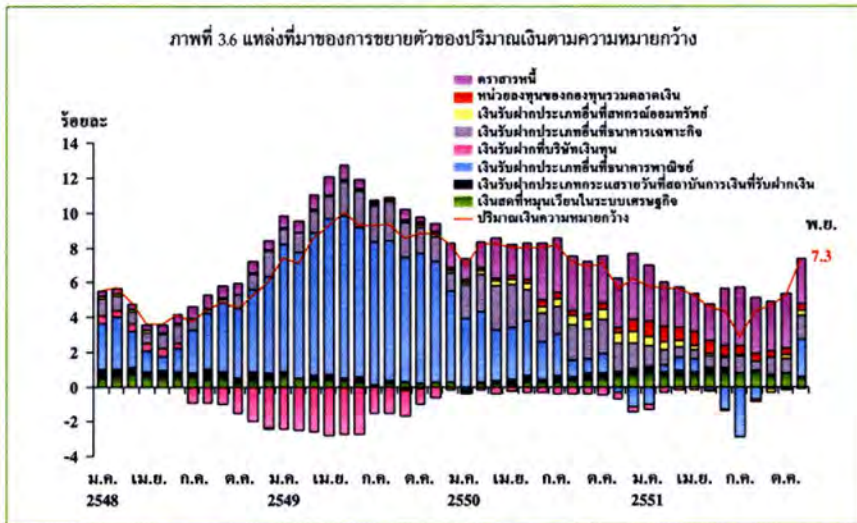
ฐานเงินชะลอตัวสอดคล้องกับการชะลอตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ

ในเดือนตุลาคมและพฤศจิกายน 2551 ฐานเงินขยายตัวเฉลี่ยร้อยละ 9.1 จากระยะเดียวกันปีก่อน และเมื่อพิจารณาแนวโน้มจากช่วงกลางปี 2551 พบว่า อัตราการขยายตัวของฐานเงินและปริมาณเงินสดหมุนเวียนภาคเอกชนอยู่ในทิศทางที่ชะลอลง สะท้อนภาพกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ชะลอตัวและการปรับลดลงของอัตราเงินเฟ้อในช่วงที่ผ่านมา

สำหรับปริมาณเงินตามความหมายกว้าง (Broad Money) ในเดือนตุลาคมและพฤศจิกายน 2551 ขยายตัวร้อยละ 5.1 และ 7.3 จากระยะเดียวกันปีก่อน



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

ตามลำดับ เป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของเงินฝากที่ธนาคารพาณิชย์และตราสารหนี้ที่ออกโดยธนาคารพาณิชย์เป็นสำคัญ ซึ่งส่วนหนึ่งเกิดจากภาวะ Risk Aversion ที่ทำให้นักลงทุนสนใจการลงทุนในตลาดที่มีความเสี่ยงต่ำมากขึ้น อีกทั้งเงินลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศบางส่วนครบกำหนด จึงนำกลับเข้ามาฝากในระบบธนาคารพาณิชย์ ทั้งนี้ นิยามของปริมาณเงินตามความหมายกว้างในรายงานแนวโน้มเงินเพื่อฉบับนี้เป็นนิยามใหม่ ซึ่งได้นำรวมตั๋วแลกเงิน (Bill of Exchange) กองทุนรวมตลาดเงิน (Money Market Mutual Fund) และเงินฝากที่สหกรณ์ออมทรัพย์ (Cooperatives) เข้าไปด้วยเพื่อให้สอดคล้องกับมาตรฐานสากลของการจัดทำข้อมูลเศรษฐกิจการเงิน

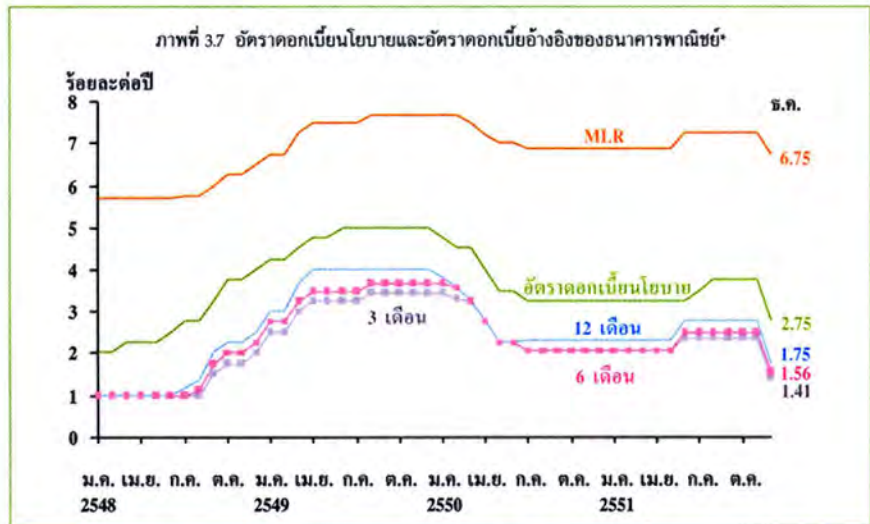
### ระบบธนาคารพาณิชย์

ภายหลังจากที่คณะกรรมการฯ มีมติให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายถึงร้อยละ 1.00 ต่อปี เมื่อวันที่ 3 ธันวาคม 2551 ธนาคารพาณิชย์ได้ทยอยปรับอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงลงทั้งเงินฝากและเงินกู้ ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำระยะเวลา 3 เดือนและ 12 เดือนของธนาคารพาณิชย์รายใหญ่ 4 แห่ง สิ้นไตรมาสเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 1.41 และ 1.75 ต่อปี ตามลำดับ ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR ของธนาคารพาณิชย์รายใหญ่ 4 แห่งเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 6.75 ต่อปี อย่างไรก็ตาม อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงสูงขึ้นต่อเนื่องจากไตรมาสที่แล้วเนื่องจากอัตราเงินเฟ้อลดลงเร็วกว่าอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง โดยอัตรา

ธนาคารพาณิชย์ปรับลดดอกเบี้ยเงินฝากและ MLR ตามทิศทางของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย แต่อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเพิ่มขึ้นจากผลของเงินเฟ้อที่ชะลอลงต่ำกว่าการลดลงของอัตราดอกเบี้ย

ตารางที่ 3.1 อัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราดอกเบี้ยธนาคารพาณิชย์*								
หน่วย: ร้อยละต่อปี	2549	2550			2551			
	ธ.ค.	มี.ค.	มิ.ย.	ก.ย.	ธ.ค.	ต.ค.	พ.ย.	ธ.ค.
อัตราดอกเบี้ยนโยบาย	5.00	4.50	3.50	3.25	3.25	3.75	3.75	2.75
อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงเฉลี่ย 4 ธนาคารใหญ่								
ออมทรัพย์	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
3 เดือน	3.44	3.25	2.25	2.06	2.06	2.37	2.37	1.41
6 เดือน	3.69	3.25	2.25	2.06	2.06	2.50	2.50	1.56
12 เดือน	4.00	3.25	2.25	2.31	2.31	2.75	2.75	1.75
24 เดือน	4.69	3.69	2.50	2.50	2.50	3.50	3.50	2.50
MLR	7.69	7.50	7.00	6.87	6.87	7.25	7.25	6.75

หมายเหตุ: \*อัตราดอกเบี้ย ณ สิ้นงวด  
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

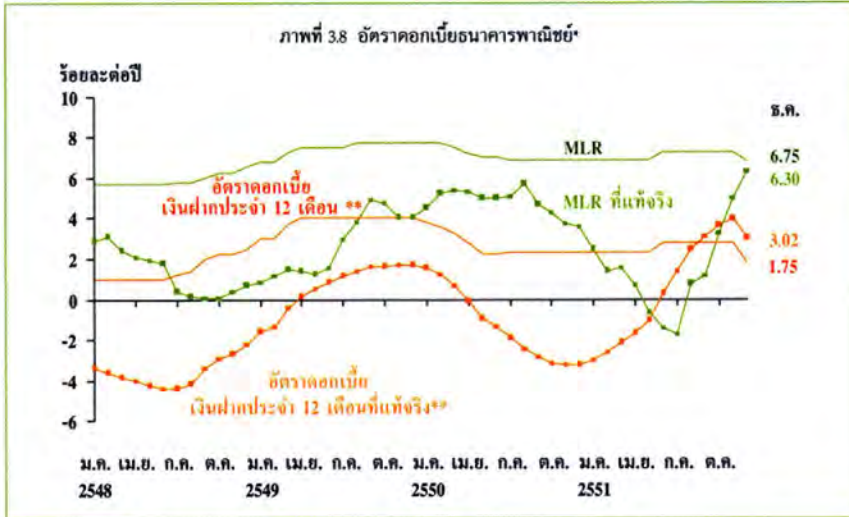


หมายเหตุ: \*อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ชน เดใหญ่ 4 แห่ง ณ สิ้นงวด  
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

ดอกเบี้ยเงินกู้ MLR ที่แท้จริง<sup>1/</sup> และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือนที่แท้จริง<sup>2/</sup> ณ สิ้นไตรมาสปรับเพิ่มขึ้นจากค่าเฉลี่ยในไตรมาสก่อนที่ร้อยละ 0.04 และ 2.30 ต่อปี มาอยู่ที่ร้อยละ 4.83 และ 3.56 ต่อปี ตามลำดับ

<sup>1/</sup> อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่แท้จริง = อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR - อัตราเงินเฟ้อทั่วไป

<sup>2/</sup> อัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่แท้จริง = อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน - ประมาณการอัตราเงินเฟ้อเฉลี่ย 12 เดือนข้างหน้า



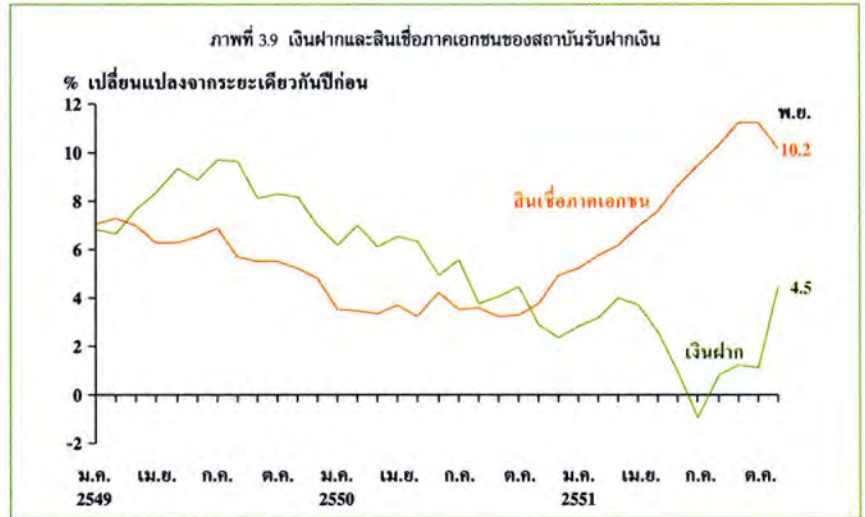
หมายเหตุ: \*อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ 4 แห่ง  
 \*\*อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงคำนวณจากวิธี Compounded Interest Rate Formula  
 ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

เงินฝาก<sup>3/</sup> ของสถาบันรับฝากเงิน<sup>4/</sup> (Other Depository Corporations) ยังขยายตัวในเกณฑ์ต่ำ แต่เริ่มมีสัญญาณของการเร่งตัวในช่วงไตรมาสที่ 4 ทั้งนี้ในเดือนตุลาคมและพฤศจิกายน 2551 เงินฝากขยายตัวร้อยละ 1.1 และ 4.5 จากระยะเดียวกันปีก่อน ตามลำดับ การเร่งตัวดังกล่าวเป็นผลจากการเคลื่อนย้ายการลงทุนจากแหล่งอื่นที่มีความเสี่ยงสูงกว่ากลับเข้ามาฝากในระบบสถาบันการเงิน ซึ่งรวมถึงเงินลงทุนของคนไทยในหลักทรัพย์ต่างประเทศ เช่น ตราสารหนี้ที่ครบกำหนด นอกจากนี้ ส่วนต่างที่แคบลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือนกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่ระยะเวลาเท่ากัน สะท้อนว่าเงินฝากให้ผลตอบแทนที่ดีขึ้นโดยเปรียบเทียบ ส่งผลให้เงินฝากขยายตัวในอัตราที่สูงขึ้น

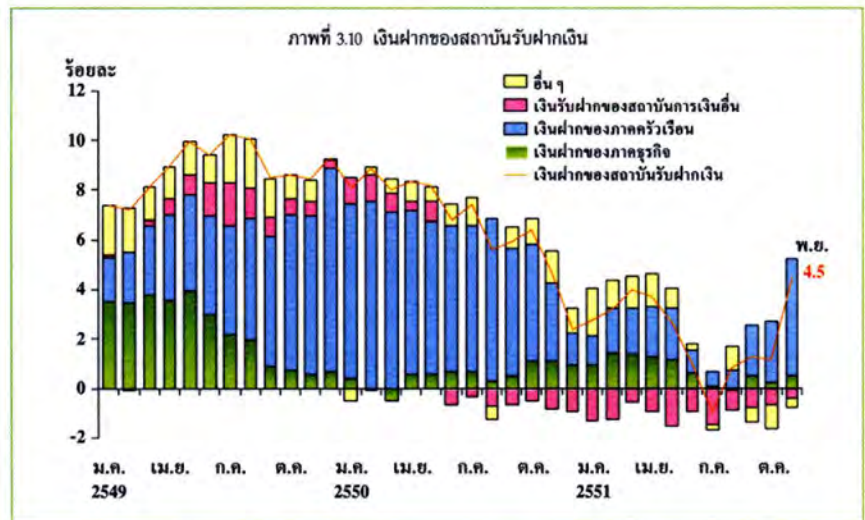
เงินฝากขยายตัวในอัตราที่เร่งขึ้นจากการโยกย้ายเงินจากการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงกว่ามาอยู่ในรูปเงินฝาก

<sup>3/</sup> ในรายงานแนวโน้มเงินเพื่อฉบับนี้ ได้ปรับข้อมูลเงินฝากรวมและสินเชื่อบริษัทรวมของสถาบันรับฝากเงิน โดยนับรวมข้อมูลของสหกรณ์ออมทรัพย์และกองทุนรวมตลาดเงินไว้ทั้งในเงินฝากและในเงินให้สินเชื่อ นอกจากนี้ มีการปรับแก้ในส่วนของเงินฝาก โดยหักส่วนของเงินฝากที่จัดกลุ่มใหม่ตามนิยามของ IMF ว่าเป็น Negotiable Certificate of Deposit (NCD) ออก ซึ่งสุทธิแล้วทำให้ตัวเลขเงินฝากปรับลดลงเล็กน้อยเมื่อเทียบกับข้อมูลเดิม

<sup>4/</sup> สถาบันรับฝากเงินประกอบด้วยธนาคารพาณิชย์จดทะเบียนในประเทศ สาขาธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศ กิจการวิเทศธนกิจ บริษัทเงินทุน ธนาคารเฉพาะกิจ (ได้แก่ ธนาคารออมสิน ธนาคารอาคารสงเคราะห์ ธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร ธนาคารเพื่อการส่งออกและนำเข้าแห่งประเทศไทย ธนาคารพัฒนาวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมแห่งประเทศไทย และธนาคารอิสลามแห่งประเทศไทย) สหกรณ์ออมทรัพย์ และกองทุนรวมตลาดเงิน (Money Market Mutual Funds)



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

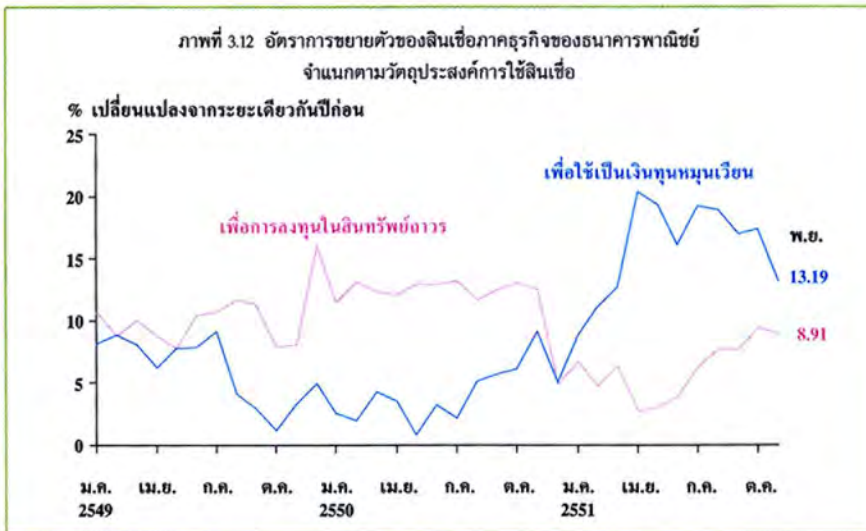
สินเชื่อภาคเอกชนชะลอลงตามสินเชื่อที่ให้กับภาคธุรกิจเป็นสำคัญ

สินเชื่อภาคเอกชนของสถาบันรับฝากเงินเริ่มชะลอลงในไตรมาสนี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งสินเชื่อที่ให้กับภาคธุรกิจ สอดคล้องกับภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนตัว และแรงกดดันด้านต้นทุนการผลิตที่ลดลง ซึ่งทำให้ความต้องการเงินทุนหมุนเวียนของภาคธุรกิจชะลอลงจากช่วงที่ผ่านมาค่อนข้างชัดเจน โดยในเดือนตุลาคมและพฤศจิกายน 2551 สินเชื่อเพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนขยายตัวร้อยละ 17.4 และ 13.2 จากระยะเดียวกันปีก่อน ตามลำดับ เทียบกับที่เคยขยายตัวโดยเฉลี่ยร้อยละ 18.4 ในไตรมาสที่แล้ว นอกจากนี้ แนวโน้มเศรษฐกิจในระยะ



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

ข้างหน้าที่ยังไม่ดันทักและความเสี่ยงที่ยังอยู่ในระดับสูงทำให้ความต้องการลงทุนเพื่อขยายกำลังการผลิตอ่อนตัวลงเช่นกัน



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

### อัตราแลกเปลี่ยนและเงินทุนเคลื่อนย้าย

ตั้งแต่ต้นไตรมาสที่ 4 จนถึงกลางเดือนธันวาคม 2551 อัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์ สรอ. อ่อนค่าลงต่อเนื่อง ส่วนหนึ่งเพราะการแข็งค่าขึ้นของดอลลาร์ สรอ. เทียบกับเงินเกือบทุกสกุลทั่วโลก อันเป็นผลจากภาวะ Risk Aversion ที่ทำให้นักลงทุนยังต้องการถือสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำในสกุลดอลลาร์ สรอ. เช่น

อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์ สรอ. อ่อนค่าลงจากไตรมาสก่อนจากปัจจัยทั้งภายในและภายนอกประเทศ

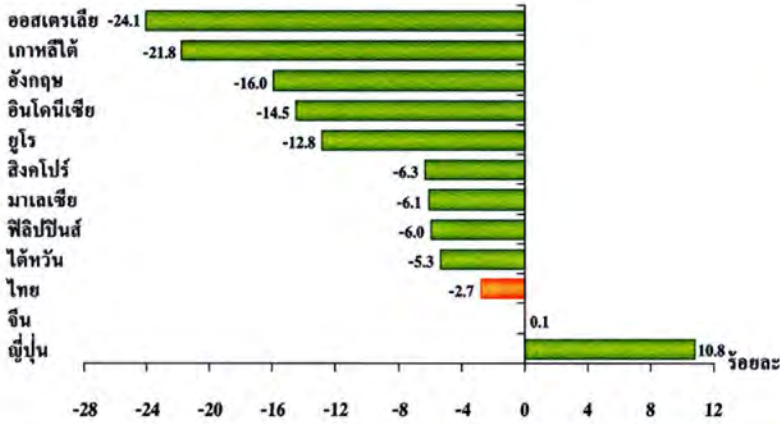
พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ มากกว่าสินทรัพย์อื่นที่มีความเสี่ยงสูงกว่า นอกจากนั้น ในช่วงปลายเดือนพฤศจิกายนต่อเนื่องถึงครั้งแรกของเดือนธันวาคม ค่าเงินบาท ได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์ภายในประเทศ ได้แก่ ความวุ่นวายทางการเมือง และการปิดสนามบินที่ส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน รวมถึงนักท่องเที่ยว ซึ่งเป็นแหล่งรายได้เงินตราต่างประเทศที่สำคัญ

ต่อมาในช่วงครึ่งหลังของเดือนธันวาคม อัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์ สรอ. กลับแข็งขึ้น เมื่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนในตลาดโลกเริ่มฟื้นตัวขึ้นบ้างทำให้นักลงทุนมีความกล้าลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงหรือมี Risk Appetite เพิ่มขึ้นอีกครั้งหนึ่ง ซึ่งส่งผลให้เงินทุนบางส่วนเริ่มไหลออกจากสหรัฐฯ ที่เป็นแหล่งลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำโดยเปรียบเทียบ กลับไปในประเทศที่มีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่า เช่น ตลาดทุนในภูมิภาค นอกจากนี้ เหตุการณ์ชุมนุมทางการเมืองในประเทศที่เริ่มคลี่คลายและการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ทำให้ตลาดคาดว่าภาครัฐจะสามารถออกมาตรการช่วยเหลือเศรษฐกิจได้อย่างเป็นรูปธรรมในไม่ช้า ปัจจัยเหล่านี้ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์ สรอ. แข็งขึ้น ก่อนที่จะปรับอ่อนค่าลงอีกครั้งในช่วงสิ้นปีจากความต้องการเงินดอลลาร์ สรอ. โดยผู้นำเข้าทองคำและน้ำมัน ก่อนช่วงวันหยุดยาวสิ้นปีเป็นสำคัญ เฉลี่ยทั้งไตรมาสอัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์ สรอ. ปรับอ่อนค่าลงร้อยละ 2.7 จากค่าเฉลี่ยในไตรมาสก่อนหน้า



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

ภาพที่ 3.14 การเปลี่ยนแปลงของค่าเงินสกุลต่างๆ เทียบกับดอลลาร์ สรอ.  
(เฉลี่ยไตรมาสที่ 4 ของปี 2551 เทียบกับเฉลี่ยไตรมาสที่ 3 ของปี 2551)



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

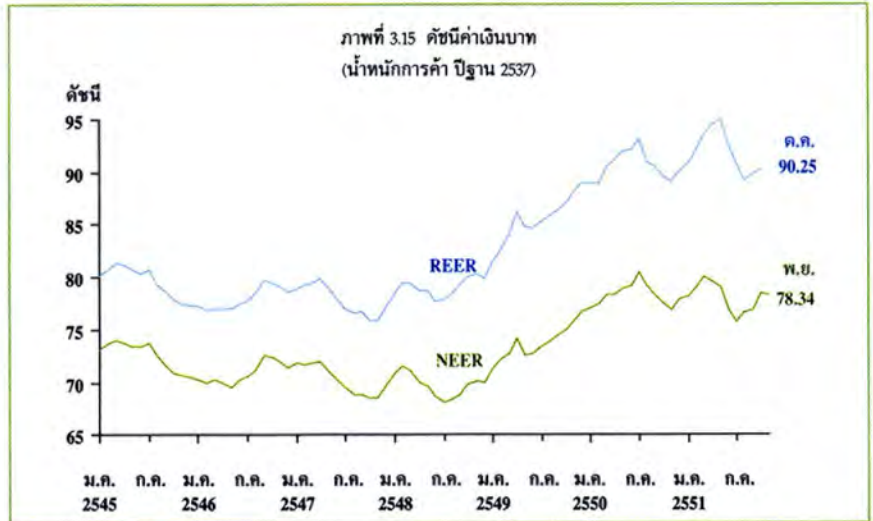
แม้ว่าในช่วงต้นไตรมาสเงินบาทอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์ สรอ. แต่เมื่อเทียบกับสกุลเงินของประเทศคู่ค้าสำคัญอื่น ยกเว้นเงินที่แข็งค่าขึ้นมากจากการ Unwind ธุรกรรม Carry Trades เงินบาทกลับแข็งค่าขึ้นเนื่องจากนักลงทุนมองว่าผลกระทบของวิกฤตการณ์การเงินโลกต่อภาคการเงินของไทยยังถือว่าน้อยกว่าในประเทศอื่นๆ ทำให้ในช่วงดังกล่าวดัชนีค่าเงินบาท (Nominal Effective Exchange Rate: NEER)<sup>5/</sup> แข็งค่าขึ้นมากจากค่าเฉลี่ยในไตรมาสก่อนหน้า

แต่ต่อมาในช่วงปลายเดือนพฤศจิกายนต่อเนื่องถึงครั้งแรกของเดือนธันวาคมที่เงินบาทอ่อนค่าลงเทียบกับเกือบทุกสกุลเงินอันเป็นผลจากเหตุการณ์ความวุ่นวายภายในประเทศ ดัชนีค่าเงินบาทกลับลดลงอย่างรวดเร็ว ทำให้เมื่อพิจารณาทั้งไตรมาสดัชนีค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นเพียงร้อยละ 2.0 จากค่าเฉลี่ยของไตรมาสก่อนหน้า

ส่วนดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (Real Effective Exchange Rate: REER) ซึ่งนำดัชนีค่าเงินบาทมาปรับราคาเปรียบเทียบเพื่อให้สะท้อนถึงความสามารถในการแข่งขันด้านราคาของประเทศ ปรับแข็งค่าขึ้นเล็กน้อยในช่วงเดือนตุลาคมแต่อ่อนค่าลงในเดือนพฤศจิกายนตามการเคลื่อนไหวของดัชนีค่าเงินบาทเป็นสำคัญ สำหรับในเดือนธันวาคม คาดว่าดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงจะปรับอ่อนค่าลงอีกตามดัชนีค่าเงินบาทที่อ่อนค่าลง ประกอบกับระดับราคาของไทยชะลอลงตัวค่อนข้างเร็วเทียบกับประเทศคู่ค้าคู่แข่งที่สำคัญด้วย

<sup>5/</sup> ดัชนีค่าเงินบาทคำนวณจากอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับสกุลเงินของประเทศต่างๆ ที่มีความสำคัญทางด้านการค้าระหว่างประเทศกับไทยนำมาเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

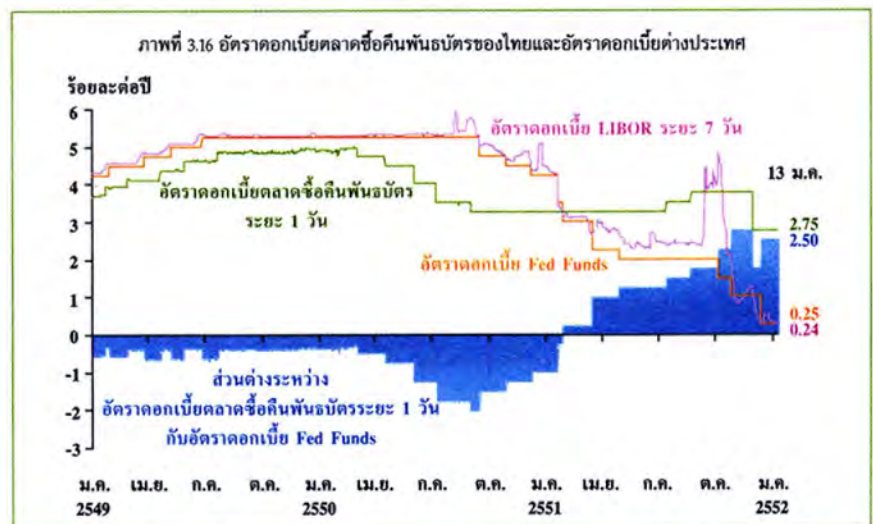
*ดัชนีค่าเงินบาทเคลื่อนไหวทั้งสองทิศทางในระหว่างไตรมาสที่ 4 แต่โดยรวมแข็งค่าขึ้นเล็กน้อยจากค่าเฉลี่ยในไตรมาสก่อนหน้า*



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยและของสหรัฐฯ กว้างขึ้นแต่ไม่ได้มีนัยสำคัญต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุน

ในระหว่างไตรมาสที่ 4 ของปี 2551 คณะกรรมการฯ ตัดสินใจปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายร้อยละ 1.00 ในขณะที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ ปรับลดอัตราดอกเบี้ย Fed Funds ลง 3 ครั้งรวมร้อยละ 1.75 ทำให้ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยและอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ ปรับกว้างขึ้นจาก ณ สิ้นไตรมาสก่อนเป็นร้อยละ 1.75 ณ สิ้นไตรมาสนี้ อย่างไรก็ตาม ยังไม่พบว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวมีนัยสำคัญต่อการไหลเข้าออกของเงินทุนระหว่างประเทศ ซึ่งในระยะนี้ยังคงอ่อนไหวต่อปัจจัยการเมืองและความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มเศรษฐกิจโลกมากกว่า



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

เสถียรภาพต่างประเทศโดยรวมยังอยู่ในเกณฑ์ดี โดยเงินสำรองระหว่างประเทศที่นับรวมภาวะผูกพันล่วงหน้าอยู่ในเกณฑ์สูงและเพิ่มขึ้นจาก 115.8 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ณ สิ้นไตรมาสก่อนมาอยู่ที่ 118.0 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ณ สิ้นเดือนธันวาคม 2551 นอกจากนี้ ตัวเลขสัดส่วนเงินสำรองระหว่างประเทศต่อยอดคงค้างหนี้ต่างประเทศระยะสั้นล่าสุด ณ สิ้นเดือนตุลาคม สูงถึง 4.0 เท่า และคาดว่าจะสูงขึ้นอีก ณ สิ้นเดือนธันวาคม 2551 ตามการเพิ่มขึ้นของเงินสำรองระหว่างประเทศ

เสถียรภาพต่างประเทศโดยรวมยังอยู่ในเกณฑ์ดี

ตารางที่ 3.2 คุณภาพชำระหนี้

พันล้านดอลลาร์ สรอ.	2550	2550		2551 <sup>a</sup>				
		ครั้งแรก	ครั้งหลัง	ครั้งแรก	ไตรมาส 3	ต.ค.	พ.ย. <sup>E</sup>	ม.ค.-พ.ย. <sup>E</sup>
ดุลบัญชีเดินสะพัด*	14.0	5.1	9.0	3.1	-1.3	-1.1	-0.9	-0.3
เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิ*	-2.4	-1.6	-0.8	10.0	0.7	3.3	-0.2	13.8
ธนาคารแห่งประเทศไทย	-0.6	-0.8	0.1	0.3	-0.1	-0.1	-0.05	0.1
ภาครัฐบาล	-2.2	-1.8	-0.4	0.2	-0.5	0.0	0.02	-0.3
ภาคธนาคาร	-1.1	-6.7	5.5	5.5	2.1	2.3	-1.3	8.6
ภาคอื่นๆ	1.6	7.6	-6.1	4.1	-0.8	1.0	1.1	5.4
คุณภาพชำระหนี้	17.1	5.7	11.4	16.0	0.5	4.0	2.2	22.7

หมายเหตุ: \*บันทึก "กำไรที่นำกลับมามูลงทุน (Reinvested Earnings)" เป็นส่วนหนึ่งของการลงทุนโดยตรงในดุลบัญชีเงินทุนและการเงิน และบันทึกจำนวนเดียวกันนี้เป็น Contra Entry ในรายการผลประโยชน์จากการถือหุ้นในดุลบัญชีเดินสะพัด

P = ข้อมูลเบื้องต้น

E = เป็นข้อมูลประมาณการที่อิงกับข้อมูลเร็วบางส่วน และจะมีการปรับในเดือนถัดไป ยกเว้น ดุลบัญชีเดินสะพัด

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

ต้นฉบับไม่มีหน้านี้

## 4. ภาวะและแนวโน้มเสถียรภาพเศรษฐกิจการเงิน

วิกฤตการณ์เศรษฐกิจการเงินโลกเริ่มส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจการเงินของไทย เพราะแม้ในช่วงที่ผ่านมาระบบสถาบันการเงินไม่ได้รับความเสียหายโดยตรงมากนัก แต่ผลกระทบของภาวะเศรษฐกิจโลกที่ถดถอยต่อภาคเศรษฐกิจจริงเริ่มน่าเป็นห่วงมากขึ้น สะท้อนจากความสามารถในการทำกำไรของภาคธุรกิจที่ปรับลดลง ความเสี่ยงด้านรายได้และการมีงานทำของภาคครัวเรือนที่มีมากขึ้น รวมทั้งคุณภาพสินเชื่อของระบบสถาบันการเงินที่มีแนวโน้มด้อยลง นอกจากนี้ สถานการณ์ความวุ่นวายทางการเมืองนับเป็นปัจจัยลบต่อความเชื่อมั่นและการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ รวมทั้งมีผลบั่นทอนเสถียรภาพในตลาดการเงินและเป็นปัจจัยที่ทำให้ตลาดอ่อนไหวมากขึ้นกว่าปกติในไตรมาสสุดท้ายของปี 2551

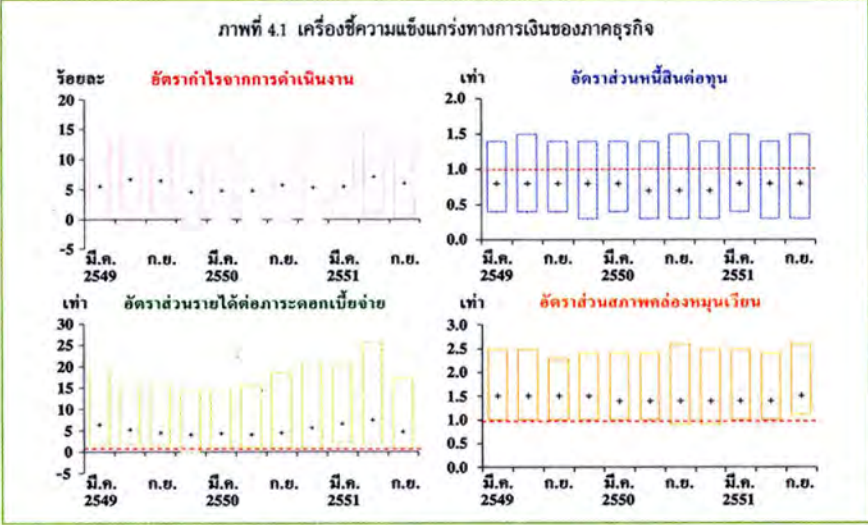
### ภาคธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน

ในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551 ภาคธุรกิจมีความสามารถในการทำกำไรลดลง สาเหตุสำคัญมาจากการชะลอตัวของอุปสงค์ในประเทศ ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ทรุดลง และค่าครองชีพที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงก่อนหน้าซึ่งมีผลบั่นทอนกำลังซื้อของผู้บริโภคเป็นอันมาก ทำให้อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit Margin) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ปรับลดลงจากไตรมาสก่อน นอกจากนี้ ภาคธุรกิจยังเผชิญกับต้นทุนการเงินที่สูงขึ้น ส่วนหนึ่งจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของสถาบันการเงินในช่วงกลางปี ซึ่งในขณะนั้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ในทิศทางขาขึ้นเพื่อดูแลอัตราเงินเฟ้อที่กำลังเร่งตัวอย่างชัดเจน ประกอบกับต่อมาในช่วงปลายไตรมาสที่ 3 ค่าชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium) เพิ่มขึ้นเพราะวิกฤตการณ์การเงินโลกทั้งโดยตรงสำหรับธุรกิจที่กู้ยืมจากแหล่งเงินทุนในต่างประเทศได้ยากขึ้นในภาวะที่สภาพคล่องในระบบการเงินโลกตึงตัวขึ้นมากและตลาดมีความกังวลสูง (Risk Averse) และโดยอ้อมผ่านภาวะเศรษฐกิจไทยที่มีแนวโน้มชะลอตัวชัดเจนขึ้น ทำให้การกู้ยืมของภาคธุรกิจจากสถาบันการเงินและการออกตราสารในตลาดการเงินมีต้นทุนสูงขึ้นไปอีก

ภาระดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มขึ้นประกอบกับกำไรที่ปรับลดลงส่งผลให้ภาคธุรกิจมีความสามารถในการชำระหนี้ลดลง สะท้อนได้จากอัตราส่วนรายได้ต่อภาระดอกเบี้ยจ่าย (Interest Coverage Ratio: ICR) ที่ต่ำลง โดยฐานะการเงินของภาคธุรกิจที่เริ่มด้อยลงนี้ทำให้ค่าความน่าจะเป็นในการผิดนัดชำระหนี้ที่คำนวณ

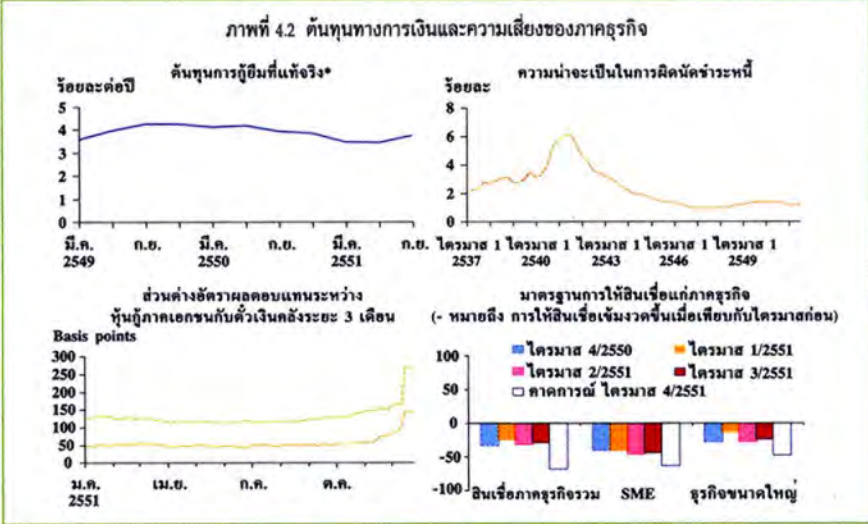
ในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551 ภาคธุรกิจมีความเปราะบางมากขึ้น จากความสามารถในการทำกำไรที่ลดลงและต้นทุนทางการเงินที่เพิ่มขึ้น

มาจากแบบจำลอง Random Effect Probit<sup>1/</sup> ปรับสูงขึ้นด้วย สอดคล้องกับผลการสำรวจความคิดเห็นของสถาบันการเงินล่าสุดที่มองว่าภาคธุรกิจมีความเสี่ยงสูงขึ้นจากภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนแอลง ทำให้สถาบันการเงินต้องเพิ่มความระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อมากขึ้นในช่วงที่ผ่านมา



หมายเหตุ: รูปสี่เหลี่ยมแสดงช่วง Interquartile โดยขอบล่างและขอบบน คือ ค่า Percentile ที่ 25 และ 75 ตามลำดับ สัญลักษณ์ + แสดงค่ามัธยฐาน (Median)

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนโดยธนาคารแห่งประเทศไทย



หมายเหตุ: \*ต้นทุนการกู้ยืมที่แท้จริง (Effective Cost of Borrowing) = รายจ่ายดอกเบี้ย / (หนี้สินรวม - หนี้การค้า) \* 400  
ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนโดยธนาคารแห่งประเทศไทย สหกรณ์กลางตราสารหนี้ไทย และผลสำรวจภาวะและแนวโน้มสินเชื่อ ธนาคารแห่งประเทศไทย

<sup>1/</sup> รายละเอียดการคำนวณตามบทความในกรอบเรื่อง “การวิเคราะห์เสถียรภาพภาคธุรกิจจากค่าความน่าจะเป็นของการผิดนัดชำระหนี้” ในรายงานแนวโน้มเงินเพื่อ ฉบับเดือนตุลาคม 2551

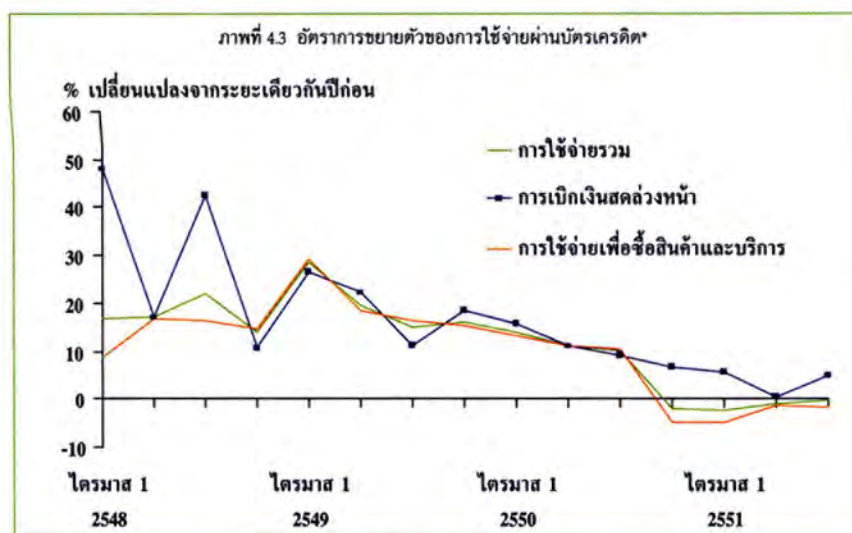
คณะกรรมการฯ ประเมินว่า ในระยะต่อไปความเสี่ยงต่อเสถียรภาพภาคธุรกิจจะเพิ่มขึ้นอีก โดยเฉพาะจากผลกระทบของเศรษฐกิจโลกที่อ่อนแอต่อธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการส่งออกและการท่องเที่ยว ซึ่งข้อมูลล่าสุดในเดือนพฤศจิกายน 2551 ชี้ว่าการส่งออกทั้งสินค้าและบริการของไทยหดตัวค่อนข้างชัดเจนแล้ว ดังนั้น คณะกรรมการฯ จึงให้ความสำคัญเป็นอย่างยิ่งต่อการติดตามผลกระทบของเศรษฐกิจโลกต่อเสถียรภาพของภาคธุรกิจอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่ยังต้องติดตามความเสี่ยงจากปัจจัยภายในประเทศอย่างใกล้ชิดเช่นกัน เพราะแม้ว่าสถานการณ์ความวุ่นวายทางการเมืองจะเริ่มคลี่คลายลงบ้างภายหลังจากการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ แต่ภาคธุรกิจอาจต้องเผชิญกับปัญหาสภาพคล่องและต้นทุนกู้ยืมที่สูงขึ้นต่อไปอีกระยะหนึ่ง กล่าวคือ แม้สภาพคล่องในระบบสถาบันการเงินจะมีอยู่เพียงพอและทางการได้พยายามช้หน้าอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินและของสถาบันการเงินให้ลดลงโดยการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายแล้วก็ตาม แต่ในภาวะที่สถาบันการเงินและตลาดการเงินพิจารณาว่าโอกาสที่ภาคธุรกิจจะผิมนัดชำระหนี้มีมากขึ้นดังที่กล่าวมาแล้ว ภาคธุรกิจอาจถูกจำกัดการให้สินเชื่อหรือต้องกู้ยืมด้วยต้นทุนที่สูงกว่าในภาวะปกติ เนื่องจากสถาบันการเงินอาจเรียกครองค่าชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium) ที่มากขึ้นเพื่อรองรับความเสียหายในกรณีที่ลูกหนี้ภาคธุรกิจไม่สามารถชำระหนี้ได้

ความเสี่ยงต่อเสถียรภาพภาคธุรกิจคาดว่าจะมีมากขึ้นอีกในระยะต่อไป

### ภาคครัวเรือน

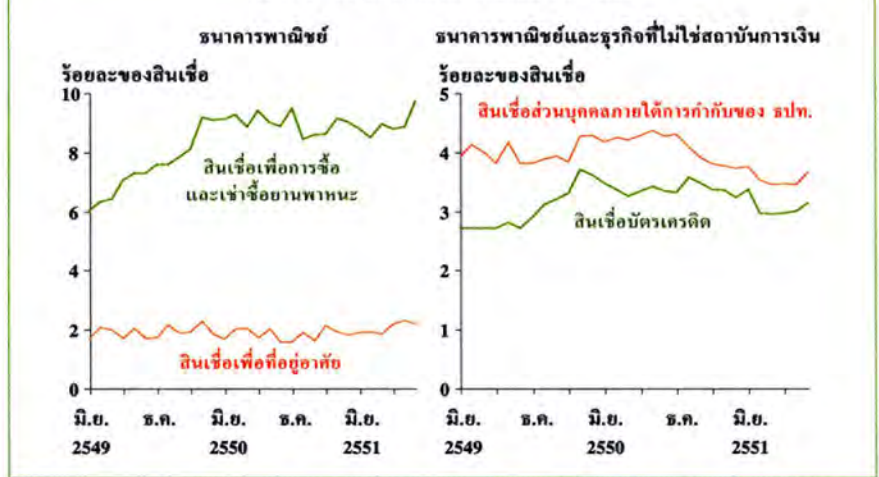
ในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551 แม้ภาระค่าครองชีพเริ่มลดลงจากช่วงก่อนหน้าและภาคครัวเรือนได้เพิ่มความระมัดระวังในการใช้จ่ายมากขึ้นสะท้อนจากการหดตัวอย่างต่อเนื่องของยอดการใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าและบริการผ่านบัตรเครดิต

เริ่มเห็นสัญญาณความเปราะบางของภาคครัวเรือนทั้งจากด้านสภาพคล่องและความสามารถในการชำระหนี้ที่ด้อยลง



หมายเหตุ: \*บัตรเครดิตของธนาคารพาณิชย์และธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน (Non-bank)  
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

ภาพที่ 4.4 อัตราการผิคนัดชำระหนี้ของภาคครัวเรือน



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

แต่การชะลอตัวของเศรษฐกิจเริ่มส่งผลกระทบต่อภาคครัวเรือนในด้านสภาพคล่อง เห็นได้จากอัตราการขยายตัวของการเบิกเงินสลดวงหน้ผ่านบัตรเครดิตที่เพิ่มขึ้นบ้าง ในไตรมาสนี้ นอกจากนั้น ข้อมูลเบื้องต้นในเดือนตุลาคมและพฤศจิกายน 2551 เริ่มแสดงสัญญาณความเปราะบางในด้านความสามารถในการชำระหนี้ของภาคครัวเรือน โดยอัตราการผิคนัดชำระหนี้ 1-3 เดือนของสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย สินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ สินเชื่อบัตรเครดิต และสินเชื่อส่วนบุคคลภายใต้การกำกับของ ธปท. เริ่มสูงขึ้นทั้งสิ้น

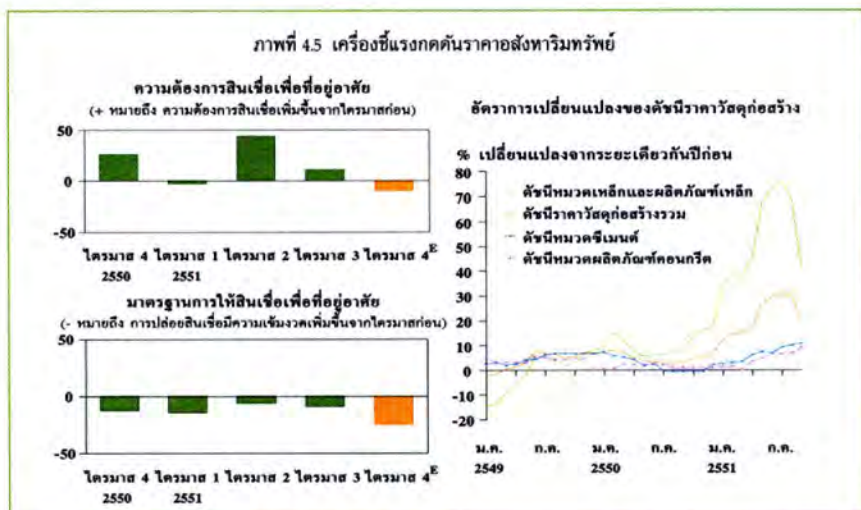
ในระยะต่อไป ความเสี่ยงต่อรายได้และการมีงานทำของภาคครัวเรือนที่เพิ่มขึ้น อาจทำให้ความสามารถในการชำระหนี้ของภาคครัวเรือนด้อยลงไปอีก

มองไปข้างหน้า ความเสี่ยงที่ภาคธุรกิจจะอ่อนแอลงย่อมนำมาสู่ความเสี่ยงต่อรายได้และการมีงานทำของภาคครัวเรือนอย่างหลีกเลี่ยงได้ยาก หากพิจารณาเครื่องชี้ด้านแรงงานล่าสุดจะพบว่า การจ้างงานในภาคการผลิตปรับลดลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่เดือนพฤษภาคม และการจ้างงานในภาคบริการเริ่มชะลอตัว ขณะที่การเคลื่อนย้ายแรงงานไปสู่ภาคเกษตรมีข้อจำกัดมากขึ้น ในช่วงที่ราคาสินค้าเกษตรมีแนวโน้มลดลง ซึ่งทำให้ความต้องการแรงงานจากภาคเกษตรลดลงไปด้วย ความเปราะบางของภาคครัวเรือนที่เริ่มก่อตัวขึ้นดังกล่าวแม้จะยังไม่รุนแรง แต่ก็อาจส่งผลทำให้ความสามารถในการชำระหนี้ของภาคครัวเรือนด้อยลงและกระทบต่อคุณภาพสินเชื่อของภาคสถาบันการเงินในระยะต่อไปได้ จึงเป็นประเด็นที่ต้องติดตามอย่างใกล้ชิดต่อไป

## ภาคอสังหาริมทรัพย์

คณะกรรมการฯ ประเมินว่าความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะฟองสบู่ในตลาดอสังหาริมทรัพย์อยู่ในระดับต่ำมาก และในระยะต่อไปอัตราเพิ่มของราคาอสังหาริมทรัพย์โดยทั่วไปน่าจะชะลอลงจากช่วงที่ผ่านมา เพราะภาวะเศรษฐกิจและรายได้ของผู้บริโภคที่ชะลอลตัว รวมถึงการเพิ่มความเข้มงวดในการปล่อยกู้สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยของสถาบันการเงินส่วนใหญ่<sup>2/</sup> จะมีผลทำให้อุปสงค์ในตลาดที่อยู่อาศัยชะลอลตัว แม้ว่ารัฐบาลจะมีมาตรการออกมาช่วยกระตุ้นบ้างก็ตาม นอกจากนี้ ราคาวัสดุก่อสร้างที่ปรับลดลงตามราคาสินค้าโภคภัณฑ์ในตลาดโลก ช่วยลดแรงกดดันต่อราคาอสังหาริมทรัพย์จากด้านต้นทุนอีกทางหนึ่ง อย่างไรก็ตาม ราคอสังหาริมทรัพย์ในบางพื้นที่อาจมีการปรับสูงขึ้นพอควร แต่น่าจะเป็นผลจากการพัฒนาเขตเมืองและการขยายเส้นทางรถไฟฟ้ามวลชน ซึ่งสอดคล้องกับแนวโน้มที่ผ่านมา ดังจะเห็นได้จากราคาประเมินที่ดินบางพื้นที่ที่ปรับสูงขึ้นมากในการประเมินราคาของทางการครั้งล่าสุด<sup>3/</sup>

ความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะฟองสบู่ในตลาดอสังหาริมทรัพย์อยู่ในระดับต่ำมาก



หมายเหตุ: E = การคาดการณ์ในไตรมาสข้างหน้า  
ที่มา: แบบสำรวจภาวะและแนวโน้มสินเชื่อ ณ ไตรมาสที่ 3 ของปี 2551, ธนาคารแห่งประเทศไทย

ที่มา: สำนักดัชนีเศรษฐกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

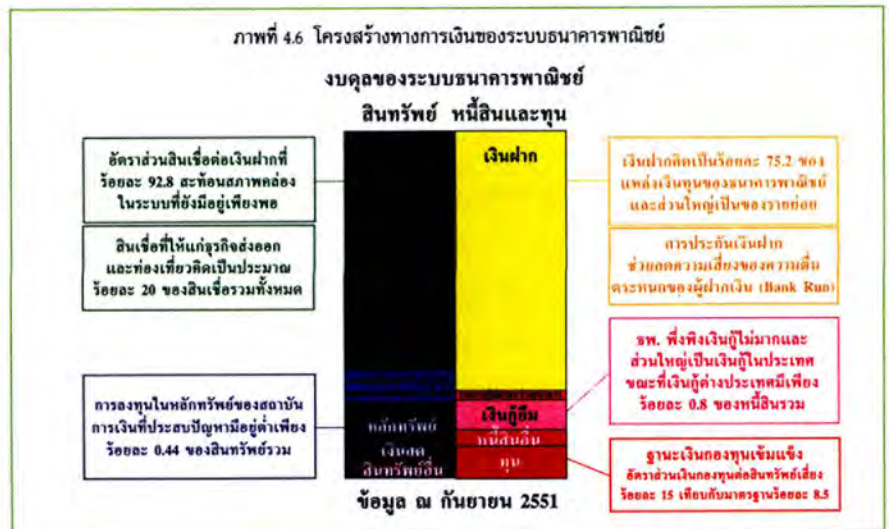
<sup>2/</sup> จากผลสำรวจภาวะและแนวโน้มสินเชื่อของสถาบันการเงิน ณ ไตรมาสที่ 3 ของปี 2551

<sup>3/</sup> สำนักงานประเมินทรัพย์สิน กรมธนารักษ์ ได้ปรับปรุงราคาประเมินทุนทรัพย์ที่ดินแปลงใหม่ในเขตกรุงเทพมหานคร 9 เขต และราคาประเมินทุนทรัพย์ที่ดินรายบล็อกละเยียดในภูมิภาค 52 จังหวัด มีผลบังคับใช้ตั้งแต่ 1 มกราคม 2552

## ภาคสถาบันการเงิน

ผลกระทบโดยตรงจากวิกฤตการณ์การเงินโลกต่อสถาบันการเงินไทยอยู่ในระดับต่ำ

ผลกระทบโดยตรงจากวิกฤตการณ์การเงินโลกต่อระบบธนาคารพาณิชย์ไทยมีค่อนข้างน้อย เนื่องจากระบบธนาคารพาณิชย์ลงทุนในหลักทรัพย์ของสถาบันการเงินต่างประเทศที่ประสบปัญหาไม่มากนัก กล่าวคือ เพียงร้อยละ 0.44 ของสินทรัพย์รวม อีกทั้งได้กันสำรองสำหรับความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในสินทรัพย์ประเภท Collateralized Debt Obligations (CDOs) ที่เกี่ยวข้องกับตลาดสินเชื่อบ้านที่ลูกหนี้มีความน่าเชื่อถือต่ำ (Subprime) ไว้ครบเต็มจำนวนแล้ว นอกจากนี้ ระบบธนาคารพาณิชย์ของไทยไม่ได้รับผลกระทบทางด้านสภาพคล่องมากนัก ส่วนหนึ่งเพราะไม่ได้พึ่งพาแหล่งเงินทุนจากต่างประเทศมากนัก เช่น ในช่วงก่อนปี 2540 และประเทศอื่นๆ ที่ประสบปัญหาอยู่ในปัจจุบัน เช่น เกาหลีใต้ ทำให้สถาบันการเงินไทยไม่ได้ถูกเรียกคืนหนี้จนถึงกับมีผลกระทบต่อสภาพคล่อง นอกจากนี้ การคุ้มครองเงินฝากเต็มจำนวนที่มีมาตั้งแต่ปี 2540 และได้ต่ออายุไปอีก 3 ปีจนถึงปี 2554 มีส่วนช่วยรักษาความมั่นใจของผู้ฝากเงิน ซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญที่สุดของระบบธนาคารพาณิชย์ไทย ดังนั้น ระบบธนาคารพาณิชย์ของไทยจึงมีสภาพคล่องเพียงพอ สะท้อนจากปริมาณเงินฝากที่มีมากกว่าเงินให้สินเชื่ออยู่พอสมควร คณะกรรมการฯ จึงมีความเห็นว่าสภาพคล่องไม่ใช่ข้อจำกัดของการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ในสถานการณ์ปัจจุบัน แต่แนวโน้มการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ขึ้นอยู่กับภาวะประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตของผู้กู้จากภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนแอลงเป็นสำคัญ



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

ทั้งนี้ คณะกรรมการฯ มีความเป็นห่วงผลกระทบทางอ้อมจากวิกฤตการณ์การเงินโลกที่ผ่านมาจากคุณภาพสินเชื่อทั้งในส่วนของภาคธุรกิจและภาคครัวเรือน เนื่องจากเศรษฐกิจโลกที่กำลังเข้าสู่ภาวะถดถอยทำให้อุปสงค์จากต่างประเทศหดตัวอย่างรวดเร็วและส่งผลกระทบต่อภาคธุรกิจ โดยเฉพาะกลุ่มที่พึ่งพิงการส่งออกและการท่องเที่ยวที่คิดเป็นประมาณร้อยละ 20 ของยอดสินเชื่อรวม ซึ่งเมื่อประกอบกับอุปสงค์ในประเทศที่อ่อนตัวลงเป็นลำดับจากสถานการณ์ความวุ่นวายทางการเมืองและความเชื่อมั่นที่ลดลงต่อเนื่อง อาจทำให้เกิดผลกระทบต่อธุรกิจที่พึ่งพิงตลาดในประเทศด้วย จนมีผลต่อการจ้างงานอย่างมีนัยสำคัญ ส่งผลให้คุณภาพสินเชื่อของภาคครัวเรือนด้อยลงตามไปด้วย ดังนั้น คณะกรรมการฯ จึงประเมินว่าในระยะต่อไปโอกาสในการผิคนัดชำระหนี้ของภาคธุรกิจและภาคครัวเรือนจะมีมากขึ้นและเป็นความเสี่ยงด้านเครดิตที่สำคัญของระบบสถาบันการเงิน ซึ่งในช่วงที่ผ่านมา แม้สัดส่วนหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ต่อสินเชื่อรวมยังปรับลดลงต่อเนื่อง แต่ก็เริ่มเห็นสัญญาณของการผิคนัดชำระหนี้ที่เริ่มสูงขึ้นด้วยเช่นกัน

ผลกระทบทางอ้อมจากวิกฤตการณ์การเงินโลกผ่านภาคเศรษฐกิจจริงจะเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญต่อคุณภาพสินเชื่อของสถาบันการเงินไทยในระยะต่อไป

อย่างไรก็ดี ฐานะของระบบสถาบันการเงินทั้งเงินกองทุนและสภาพคล่องยังมีความเข้มแข็งเพียงพอที่จะช่วยรองรับความเสี่ยงในอนาคตได้ดีพอสมควร

ตารางที่ 4.1 เครื่องชี้วัดความแข็งแกร่งและความสามารถในการรองรับความเสี่ยงของระบบธนาคารพาณิชย์ไทย ณ เดือนกันยายน 2551 <sup>1/</sup>						
เครื่องชี้หลัก (%)	2550			2551		
	มี.ย.	ก.ย.	ธ.ค.	มี.ค.	มี.ย.	ก.ย.
<b>1. เงินกองทุน</b>						
1.1 เงินกองทุนทั้งสิ้นต่อสินทรัพย์เสี่ยง (8.50) <sup>2/</sup>	13.93	14.63	14.80	14.49	15.02	15.28
1.2 เงินกองทุนชั้นที่ 1 ต่อสินทรัพย์เสี่ยง (4.25) <sup>2/</sup>	10.93	11.66	11.86	11.52	11.51	11.89
<b>2. คุณภาพสินทรัพย์</b>						
2.1 สินเชื่อจัดชั้นด้วยคุณภาพ (NPL) ต่อเงินให้สินเชื่อ	8.49	8.58	7.86	7.35	7.01	6.51
<b>3. ความสามารถในการทำกำไร</b>						
3.1 กำไรสุทธิต่อสินทรัพย์สุทธิเฉลี่ยต่อปี (ROA)	0.20	0.29	0.12	1.30	1.18	1.51
3.2 รายได้ดอกเบี้ยและเงินปันผลสุทธิ <sup>3/</sup> ต่อรายได้ขั้นต้น <sup>4/</sup>	71.7	73.0	75.1	71.3	72.2	79.7
3.3 ค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่ดอกเบี้ยต่อรายได้ขั้นต้น	61.4	59.3	60.7	50.5	52.2	57.7
<b>4. สภาพคล่อง</b>						
4.1 สินทรัพย์สภาพคล่อง <sup>5/</sup> ต่อสินทรัพย์ทั้งหมด	27.1	27.1	24.7	20.3	20.4	18.7
4.2 สินทรัพย์สภาพคล่องต่อหนี้สินระยะสั้น <sup>6/</sup>	34.4	33.9	31.9	25.7	27.4	24.4
จำนวนธนาคารพาณิชย์ (แห่ง)	14	14	14	14	14	14

หมายเหตุ: <sup>1/</sup> ข้อมูล Peer Group ของธนาคารแห่งประเทศไทย

<sup>2/</sup> อัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงที่กำหนด

<sup>3/</sup> รายได้ดอกเบี้ยและเงินปันผลสุทธิ = รายได้ดอกเบี้ยและเงินปันผล - ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย

<sup>4/</sup> รายได้ขั้นต้น = รายได้ดอกเบี้ยและเงินปันผลสุทธิ + รายได้ที่ไม่ใช่ดอกเบี้ย

<sup>5/</sup> สินทรัพย์สภาพคล่อง = เงินสดและเงินฝากธนาคาร + หลักทรัพย์ซื้อโดยมีสัญญาขายคืน + เงินลงทุนในหลักทรัพย์สุทธิ

<sup>6/</sup> หนี้สินระยะสั้น = เงินรับฝาก

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

นอกจากนี้ ในช่วงที่ผ่านมาสถาบันการเงินได้เพิ่มความระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อมากขึ้น ซึ่งน่าจะช่วยลดความเสี่ยงต่อฐานะของสถาบันการเงินได้บ้าง แต่ในขณะเดียวกัน ความระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อที่มากขึ้นนี้อาจกลายเป็นข้อจำกัดและเพิ่มต้นทุนในการกู้ยืมของภาคธุรกิจได้เช่นกัน ดังนั้น คณะกรรมการฯ จะติดตามระดับความเข้มงวดของมาตรฐานการให้สินเชื่อดังกล่าวเพื่อไม่ให้ตึงมากเกินไปจนกลายเป็นอุปสรรคต่อการดำเนินงานของภาคธุรกิจที่ยังมีศักยภาพและต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโดยรวม

### ตลาดการเงิน

ในไตรมาสที่ 4 ของปี 2551 ตลาดการเงินไทยยังคงอ่อนไหวมากต่อปัจจัยทั้งในและต่างประเทศ โดยเฉพาะตลาดหลักทรัพย์ที่มีความผันผวนสูงขึ้น เพราะวิกฤตการณ์การเงินโลกทำให้นักลงทุนต่างประเทศเกิดภาวะ Risk Aversion ที่ค่อนข้างรุนแรง พร้อมกันนี้ความไม่แน่นอนทางการเมืองในประเทศมีผลซ้ำเติมความเชื่อมั่นของนักลงทุนอีกด้วย

แม้ในช่วงปลายไตรมาสความผันผวนในตลาดการเงินจะลดลงบ้าง แต่คณะกรรมการฯ ประเมินว่านักลงทุนยังคงมีความอ่อนไหวสูงต่อข่าวต่าง ๆ ดังนั้น วิกฤตการณ์การเงินโลกและการเมืองในประเทศที่ยังมีความไม่แน่นอนอยู่พอควร อาจส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของตลาดการเงินต่อไปอีกระยะหนึ่ง

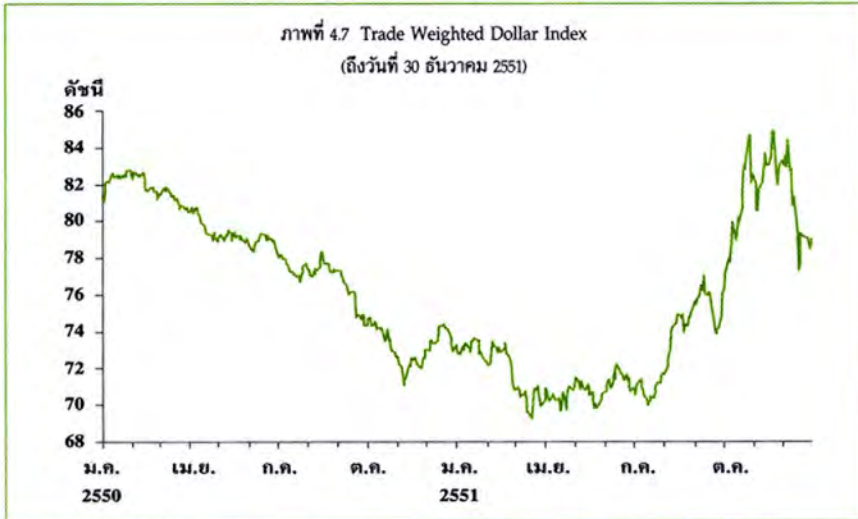
### ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน

ค่าเงินสกุลหลักทั้งดอลลาร์ สรอ. ยูโร และเยนยังคงเคลื่อนไหวผันผวนจากภาวะ Risk Aversion ที่ทวีความรุนแรง ส่งผลให้มีการเรียกชำระคืนหนี้ (Deleveraging) อย่างรวดเร็ว นอกจากนี้ ความกังวลต่อแนวโน้มของเศรษฐกิจโลกที่จะถดถอยทำให้นักลงทุนพยายามลดความเสี่ยงโดยการ Unwind ธุรกรรม Carry Trades และนำเงินไปลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ที่มีความเสี่ยงต่ำแทน ซึ่งการเคลื่อนย้ายเงินทุนดังกล่าวส่งผลให้ค่าเงินเยนและยูโรผันผวนอย่างมาก อย่างไรก็ตามในช่วงปลายไตรมาสความผันผวนของค่าเงินสกุลหลักเริ่มปรับลดลงบ้างจากความชัดเจนขึ้นของมาตรการฟื้นฟูเศรษฐกิจในสหรัฐฯ และการดำเนินนโยบายการเงินในทิศทางที่ผ่อนคลายของธนาคารกลางทั่วโลก แต่ความผันผวนล่าสุดยังถือว่าอยู่ในระดับที่สูงกว่าปกติ สะท้อนความอ่อนไหว (Sentiment) ของนักลงทุนที่ยังอยู่ในระดับสูง

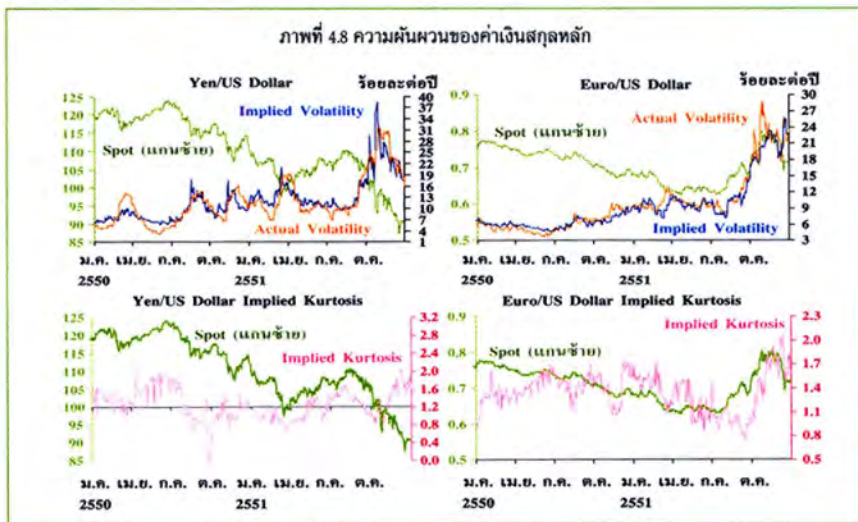
ค่าความน่าจะเป็นที่อัตราแลกเปลี่ยนยูโรต่อดอลลาร์ สรอ. จะมีการเคลื่อนไหวรุนแรงปรับเพิ่มขึ้นในไตรมาสที่ 4 สะท้อนได้จาก Implied Kurtosis ที่สูงขึ้น ทั้งนี้ เนื่องจากตลาดเกรงว่าปัญหาเศรษฐกิจของยุโรปอาจจะมี

ค่าเงินสกุลหลักโดยรวม  
ยังคงเคลื่อนไหวผันผวน

รุนแรงและยืดเยื้อ รวมทั้งความสามารถในการกระตุ้นเศรษฐกิจโดยใช้นโยบายการคลังเพิ่มเติมของประเทศต่างๆ ในยุโรปอาจมีข้อจำกัด ขณะที่ทิศทางของนโยบายการเงินของญี่ปุ่นที่ผ่อนคลายลง รวมทั้งการ Unwind Carry Trades ที่เกิดขึ้นมาแล้วระยะหนึ่งมีส่วนช่วยให้ค่าความน่าจะเป็นที่อัตราแลกเปลี่ยนเงินดอลลาร์ ทรอ. จะมีการเคลื่อนไหวรุนแรงปรับลดลง สะท้อนได้จาก Implied Kurtosis ที่ลดลง



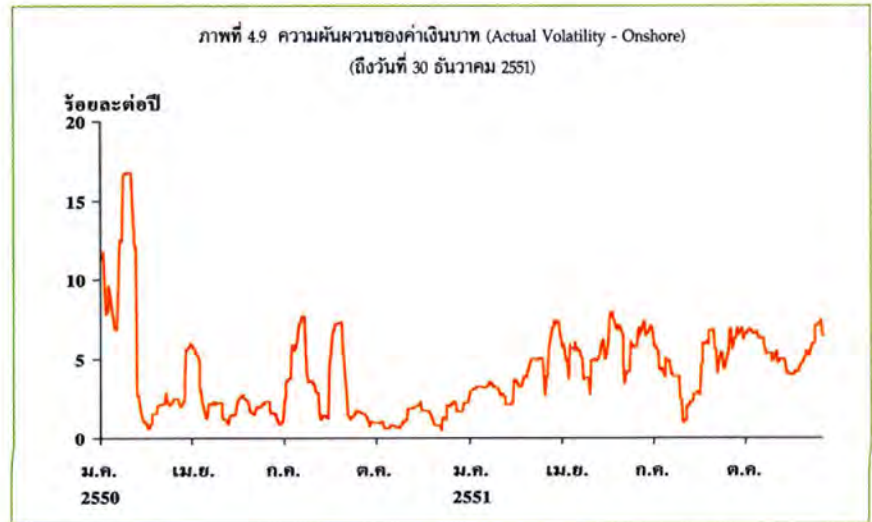
ที่มา: Bloomberg



ที่มา: Bloomberg

อัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์ สรอ. ในภาพรวมเคลื่อนไหวค่อนข้างมีเสถียรภาพเมื่อเทียบกับเงินสกุลอื่นในภูมิภาค

ความผันผวนของเงินสกุลหลักดังกล่าวเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการเคลื่อนไหวของค่าเงินบาทเทียบกับดอลลาร์ สรอ. รวมถึงสกุลเงินอื่น ๆ ในภูมิภาค อย่างไรก็ตาม ค่าเงินบาทถือว่าค่อนข้างมีเสถียรภาพเมื่อเทียบกับเงินสกุลอื่น ๆ เช่น รูเปียห์อินโดนีเซียและวอนเกาหลีใต้ที่ได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์การเงินโลกที่รุนแรงกว่าไทย แต่สถานการณ์ความวุ่นวายทางการเมืองในประเทศซึ่งทวีความรุนแรงเป็นบางช่วง อาทิ เมื่อมีการปิดสนามบิน 2 แห่งระหว่างปลายเดือนพฤศจิกายนถึงต้นเดือนธันวาคม เป็นปัจจัยหลักที่ทำให้ค่าเงินบาทเคลื่อนไหวผันผวนมากขึ้นในช่วงดังกล่าว



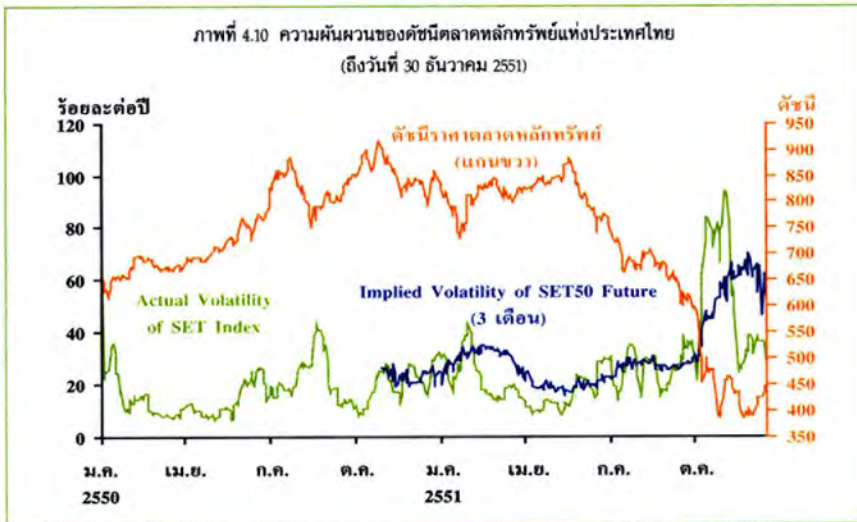
ที่มา: Bloomberg

### ตลาดหลักทรัพย์ไทย

ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยผันผวนเพิ่มขึ้นจากภาวะ Risk Aversion และสถานการณ์ทางการเมือง

ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเคลื่อนไหวผันผวนสูงกว่าปกติตลอดทั้งไตรมาส โดยดัชนีปรับลดลงอย่างรุนแรงในช่วงต้นไตรมาสที่ 4 ของปี 2551 ก่อนที่จะกระเตื้องขึ้นเล็กน้อยในช่วงปลายไตรมาส

ในช่วงต้นไตรมาส ตลาดหลักทรัพย์ได้รับผลกระทบจากปัจจัยลบทั้งภายนอกและภายในประเทศ ได้แก่ วิกฤตการณ์การเงินในสหรัฐฯ และยุโรป ซึ่งส่งผลต่อเนื่องให้เศรษฐกิจของประเทศต่างๆ ทั่วโลกมีแนวโน้มเข้าสู่ภาวะถดถอยและความกังวลของนักลงทุนต่อความไม่แน่นอนทางการเมืองในประเทศ อย่างไรก็ตามในช่วงปลายไตรมาสดัชนีตลาดหลักทรัพย์ได้รับปัจจัยบวกจากนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายลงทั่วโลก แผนกอบกู้เศรษฐกิจของสหรัฐฯ ที่มีความชัดเจนขึ้น รวมถึงความชัดเจนทางการเมืองภายในประเทศเริ่มคลี่คลายลงซึ่งส่งผลให้ดัชนีปรับตัวดีขึ้นบ้าง ทั้งนี้ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการคำนวณของธนาคารแห่งประเทศไทย และ Bloomberg

คาดว่าจะยังคงเคลื่อนไหวผันผวนในระยะต่อไป สะท้อนได้จาก Implied Volatility ของดัชนี SET50 ในช่วง 3 เดือนข้างหน้าที่ยังอยู่ในระดับสูง

### ตลาดพันธบัตรรัฐบาลไทย

ในไตรมาสที่ 4 ของปี 2551 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับลดลงในทุกช่วงอายุ โดยในช่วงต้นไตรมาสความผันผวนยังคงอยู่ในเกณฑ์ปกติ แต่เริ่มสูงขึ้นมากในช่วงต้นเดือนธันวาคม เนื่องจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายร้อยละ 1.00 ต่อปี ในการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินเมื่อวันที่

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลมีความผันผวนสูง ส่วนหนึ่งจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่มากกว่าการคาดการณ์ของตลาด



ที่มา: สมคมตลาดตราสารหนี้ไทย โดยการคำนวณของธนาคารแห่งประเทศไทย

3 ธันวาคม 2551 เป็นการลดอัตราดอกเบี้ยมากกว่าที่ตลาดคาดไว้ว่าจะลดลงเพียงร้อยละ 0.5 ต่อปี

โดยสรุปคณะกรรมการฯ ประเมินว่าความเสี่ยงต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจการเงินของไทยในระยะต่อไปน่าจะยังอยู่ในระดับสูง โดยเฉพาะจากผลกระทบของเศรษฐกิจโลกที่เข้าสู่ภาวะถดถอย ขณะที่ความไม่แน่นอนทางการเมืองยังเป็นปัจจัยเสี่ยงที่อาจซ้ำเติมเศรษฐกิจผ่านความเชื่อมั่นที่อ่อนแออยู่แล้วให้ทรุดลงไปอีก ซึ่งปัจจัยเสี่ยงดังกล่าวนอกจากจะทำให้ความสามารถในการทำกำไรของภาคธุรกิจด้อยลงแล้ว ภาคธุรกิจอาจต้องเผชิญกับต้นทุนทางการเงินที่ถูกกระทบจากค่า Risk Premium ที่ปรับสูงขึ้นอีกด้วย นอกจากนี้ยังอาจทำให้ภาคครัวเรือน มีความเปราะบางเพิ่มขึ้นและส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของสถาบันการเงินได้ในที่สุด ดังนั้น คณะกรรมการฯ จะติดตามพัฒนาการของความเสี่ยงดังกล่าวอย่างใกล้ชิดและประเมินขนาดของผลกระทบที่มีต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจและระบบการเงิน เพื่อเป็นข้อมูลประกอบการดำเนินนโยบายการเงินที่เหมาะสมต่อไป

## 5. แนวโน้มเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อ

ในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551 เศรษฐกิจไทยในภาพรวมอยู่ในทิศทางชะลอตัว ตามที่คณะกรรมการฯ คาดไว้ในรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อฉบับก่อน (เดือนตุลาคม 2551) อย่างไรก็ดี การชะลอตัวถือว่ามากเกินไป โดยเฉพาะจากการส่งออกสุทธิ เพราะแม้ว่าปริมาณการส่งออกใกล้เคียงกับที่คาดไว้ แต่ปริมาณการนำเข้าขยายตัวสูงกว่าคาดการณ์จากการนำเข้าวัตถุดิบเป็นสำคัญ ซึ่งคณะกรรมการฯ เห็นว่า อาจเป็นผลจากการประเมินแนวโน้มเศรษฐกิจที่คลาดเคลื่อนของผู้ประกอบการ ทำให้มีการสั่งวัตถุดิบเข้ามามากกว่าที่ต้องการใช้ในการผลิตจริง และนำไปสู่การสะสมสินค้าคงคลังที่มากเกินไป ทั้งนี้ หากไม่รวมการสะสมสินค้าคงคลังดังกล่าว พบว่ามีเพียงการใช้จ่ายภาคเอกชนที่เป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจในไตรมาสนี้ โดยที่แรงขับเคลื่อนดังกล่าวก็เริ่มแสดงสัญญาณของการชะลอตัวที่ชัดเจนขึ้นเป็นลำดับ ขณะที่การใช้จ่ายภาครัฐยังหดตัว

ต่อมาในไตรมาสที่ 4 ของปี 2551 สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจได้เปลี่ยนแปลงไปมากทั้งในระดับโลกและระดับประเทศ กล่าวคือ เศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวลงอย่างรุนแรงเกินคาดเริ่มส่งผลชัดเจนต่อความสามารถในการส่งออกสินค้าและบริการของไทย ในขณะเดียวกัน สถานการณ์ความตึงเครียดทางการเมืองในประเทศได้นำไปสู่เหตุการณ์ที่ไม่ได้คาดคิดมาก่อน ได้แก่ การปิดสนามบินนานาชาติ 2 แห่งในช่วงปลายเดือนพฤศจิกายนต่อเนื่องจนถึงต้นเดือนธันวาคม ทำให้นักท่องเที่ยวต่างชาติไม่สามารถเดินทางเข้าออกจากประเทศได้เป็นปกติ ซึ่งนอกจากจะทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวโดยรวมต่ำกว่าที่ควรจะเป็นในช่วงฤดูกาลท่องเที่ยวนี้แล้วยังส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักท่องเที่ยว นักลงทุน และภาคเอกชนในประเทศซึ่งมีความเปราะบางอยู่แล้วอีกด้วย ดังนั้น แม้ว่าแรงกดดันจากราคาน้ำมันได้ปรับลดลงมามากและน่าจะมีผลดีในด้านช่วยลดต้นทุนการผลิต อีกทั้งนโยบายการเงินสามารถผ่อนคลายได้มากขึ้นในภาวะที่แรงกดดันด้านราคาลดลงอย่างรวดเร็ว แต่ปัจจัยเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นมากดังที่กล่าวมาข้างต้นทำให้ในภาพรวมเศรษฐกิจไทยในไตรมาสที่ 4 มีแนวโน้มที่จะอ่อนตัวมากกว่าที่เคยประเมินไว้ในรายงานฉบับที่แล้วพอสมควร ซึ่งสอดคล้องกับข้อมูลเครื่องชี้เศรษฐกิจเบื้องต้นของเดือนตุลาคมและพฤศจิกายนที่สะท้อนถึงการหดตัวอย่างมากของการส่งออกสินค้าและบริการ และการชะลอตัวอย่างต่อเนื่องของการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชน อันเป็นผลมาจากความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มเศรษฐกิจและรายได้ อย่างไรก็ตาม แรงกระตุ้นที่แท้จริงจากภาครัฐมีมากกว่าในไตรมาสที่แล้ว ส่วนหนึ่งจากการใช้จ่ายที่เลื่อนมาจากไตรมาสที่ 3

สำหรับในช่วงต่อไป ปัจจัยเสี่ยงด้านลบต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจมีมากกว่าที่คณะกรรมการฯ ประเมินไว้ในรายงานฉบับก่อนมาก ทั้งจากเศรษฐกิจประเทศคู่ค้าที่ชะลอตัวรุนแรง โดยเฉพาะเศรษฐกิจประเทศอุตสาหกรรมหลักที่ถึงกับเข้าสู่ภาวะถดถอยแล้วและน่าจะใช้เวลาในการฟื้นตัวนานกว่าที่เคยคาดไว้มาก อันจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการส่งออกและทำกำไรของธุรกิจไทย ซึ่งอาจทำให้สถาบันการเงินยิ่งเพิ่มความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อและทำให้สภาพคล่องของภาคธุรกิจตึงตัวขึ้นไปอีก และจากเหตุการณ์ความวุ่นวายภายในประเทศในช่วงก่อนหน้านี้ที่น่าจะมีผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักท่องเที่ยวและนักลงทุนต่อเนื่องไปอีกระยะหนึ่ง

อย่างไรก็ดี ราคาน้ำมันที่ลดลงอย่างมาก การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในขนาดที่พอสมควร รวมทั้งสถานการณ์ทางการเมืองที่มีความชัดเจนขึ้นภายหลังการจัดตั้งรัฐบาลใหม่และอาจทำให้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลสามารถเร่งดำเนินการได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น น่าจะช่วยเสริมความเชื่อมั่นของภาคเอกชนได้ในระดับหนึ่ง

เมื่อพิจารณาทั้งปัจจัยลบและปัจจัยบวกต่างๆ ประกอบกันแล้ว คณะกรรมการฯ เห็นว่า แม้นโยบายการเงินและนโยบายการคลังจะช่วยพยุงให้เศรษฐกิจไม่ทรุดตัวมากในระยะต่อไป แต่การชะลอตัวตามพลวัตของเศรษฐกิจโลกเป็นสิ่งที่หลีกเลี่ยงได้ยากสำหรับเศรษฐกิจเปิดที่มีสัดส่วนการส่งออกสูงเช่นไทย ดังนั้น เศรษฐกิจไทยจึงน่าจะขยายตัวอยู่ในเกณฑ์ต่ำต่อเนื่องไปจนถึงปลายปี 2552 โดยในบางไตรมาสอาจถึงขั้นหดตัวจากระยะเดียวกันปีก่อนตามการหดตัวของการส่งออกและการลงทุนภาคเอกชนเป็นสำคัญ จากนั้นเศรษฐกิจไทยน่าจะเริ่มฟื้นตัวได้อย่างค่อยเป็นค่อยไปตามทิศทางการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกและการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐที่คาดว่าจะมากที่สุดประมาณกลางปี 2552 ในภาพรวมอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยในปี 2551 และปี 2552 จึงต่ำกว่าที่เคยประมาณการไว้ในรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อฉบับก่อนมากและจะใช้เวลาในการกลับเข้าสู่แนวโน้มการขยายตัวปกติมากกว่าที่ประมาณการไว้เดิมค่อนข้างมากด้วย

สำหรับแรงกดดันด้านราคา ปรับลดลงอย่างชัดเจนในไตรมาสที่ 4 ของปี 2551 ตามราคาน้ำมันที่ลดลงมากเป็นสำคัญ สะท้อนได้จากดัชนีราคาผู้ผลิตที่เริ่มต่ำกว่าระยะเดียวกันปีก่อนในเดือนธันวาคม ดัชนีราคาผู้บริโภคที่ชะลอตัวอย่างรวดเร็ว รวมถึงการคาดการณ์เงินเฟ้อของประชาชนในระยะ 1 ปีข้างหน้าที่ปรับลดลงอย่างเห็นได้ชัด

ในระยะต่อไป แรงกดดันด้านราคามีแนวโน้มที่จะอยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากแรงกดดันด้านอุปสงค์อ่อนคลายลงมากในภาวะที่เศรษฐกิจโลกชะลอตัว ทำให้ราคาน้ำมันและราคาสินค้าโภคภัณฑ์อื่นๆ น่าจะทรงตัวในระดับที่ต่ำกว่าระยะ

เดียวกันปีก่อนไปอีกระยะหนึ่ง นอกจากนี้ ราคาสินค้าเกษตรมีแนวโน้มที่จะชะลอตัวทั้งจากต้นทุนและข้อจำกัดด้านอุปทานที่ผ่อนคลายลง อีกทั้งการต่ออายุมาตรการบรรเทาภาระค่าครองชีพของประชาชนส่วนใหญ่ออกไปอีก 6 เดือน จะทำให้อัตราเงินเฟ้อที่เคยมองว่าจะกลับสูงขึ้นบ้างในช่วงไตรมาสที่ 1 ของปี 2552 จะถูกเลื่อนออกไป ดังนั้น คณะกรรมการฯ จึงประเมินว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานจะลดต่ำกว่าประมาณการเดิมตลอด 8 ไตรมาสข้างหน้า โดยอัตราเงินเฟ้อทั่วไปอาจเฉลี่ยติดลบในบางไตรมาสของปี 2552 จากปัจจัยราคาน้ำมันเป็นสำคัญ

ในการประมาณการภาวะเศรษฐกิจและแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อในระยะต่อไป คณะกรรมการฯ ได้พิจารณาข้อสมมติที่ใช้ประกอบการประมาณการอย่างระมัดระวัง ผลการประมาณการแสดงในรูปของแผนภาพรูปพัด (Fan Chart) ที่สะท้อนความไม่แน่นอนของสถานการณ์ต่างๆ โดยเป็นผลจากการใช้แบบจำลองประกอบกับดุลยพินิจของคณะกรรมการฯ ภายใต้ข้อสมมติว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะอยู่ที่ระดับร้อยละ 2 ต่อปี ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ของปี 2552 จนถึงไตรมาสที่ 4 ของปี 2553 ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำกว่าข้อสมมติในรายงานฉบับก่อนสอดคล้องกับผลการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินนับจากที่มีการเผยแพร่รายงานฉบับที่แล้ว ได้แก่ การประชุมเมื่อวันที่ 3 ธันวาคม 2551 และวันที่ 14 มกราคม 2552 ซึ่งคณะกรรมการฯ มีมติให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายรวมร้อยละ 1.75 ต่อปี

### ข้อสมมติประกอบการคาดการณ์

ข้อสมมติสำคัญที่ใช้ประกอบการคาดการณ์เศรษฐกิจและแนวโน้มเงินเฟ้อในช่วง 8 ไตรมาสข้างหน้า ได้แก่ ทิศทางภาวะเศรษฐกิจการเงินต่างประเทศ แนวโน้มราคาสินค้าในตลาดโลก และการใช้จ่ายของภาครัฐ โดยมีสาระสำคัญสรุปได้ดังนี้

#### ทิศทางภาวะเศรษฐกิจการเงินต่างประเทศ

ในช่วงที่ผ่านมา วิกฤตเศรษฐกิจการเงินในสหรัฐฯ และยุโรปทวีความรุนแรงและส่งผลกระทบต่อวงกว้างมากขึ้น ทำให้เศรษฐกิจของประเทศอุตสาหกรรมหลักถดถอยมากกว่าที่คณะกรรมการฯ ประเมินไว้ในรายงานฉบับที่แล้ว และเศรษฐกิจในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ โดยเฉพาะเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียเริ่มได้รับผลกระทบอย่างชัดเจนจากการหดตัวของการส่งออก ดังนั้น คณะกรรมการฯ จึงประเมินว่า ในระยะต่อไปเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มที่จะชะลอตัวลงมาก ซึ่งจะส่งผลให้ราคาน้ำมันและราคาสินค้าโภคภัณฑ์ รวมไปถึงแรงกดดันต่อเงินเฟ้อ มีแนวโน้มต่ำกว่าที่เคยประเมินไว้ก่อนหน้านี้

เศรษฐกิจสหรัฐฯ อยู่ใน  
ภาวะถดถอยและมีแนวโน้ม  
ที่จะขยายตัวต่ำกว่าข้อ  
สมมติเดิมมากทั้งในปี 2552  
และ 2553

ธนาคารกลางสหรัฐฯ จะ  
ดำเนินนโยบายการเงินใน  
แนวทางที่ผ่อนคลายมาก  
ตลอดช่วงประมาณการ

คณะกรรมการฯ ปรับลด  
ข้อสมมติอัตราการขยายตัว  
ทางเศรษฐกิจของกลุ่ม  
ประเทศยุโรป ญี่ปุ่น และ  
ประเทศในภูมิภาคเอเชีย  
ตลอดช่วงประมาณการ

ความเสี่ยงต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นมาก โดยตลาดการเงินยังมีความตึงตัวสูง ขณะที่ผลกระทบของวิกฤตการณ์การเงินต่อภาคเศรษฐกิจจริงทวีความชัดเจนขึ้นเป็นลำดับ นอกจากนี้ เมื่อเดือนธันวาคม 2551 National Bureau of Economic Research (NBER) ได้ประกาศอย่างเป็นทางการว่า เศรษฐกิจสหรัฐฯ เข้าสู่ภาวะถดถอยมาตั้งแต่เดือนธันวาคม 2550 แล้ว ซึ่งหมายความว่าที่ผ่านมาแรงส่ง (Momentum) ของการขยายตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ อ่อนแอกว่าที่คณะกรรมการฯ ได้คาดไว้ ดังนั้น ในระยะต่อไปเศรษฐกิจสหรัฐฯ จึงมีแนวโน้มที่จะชะลอตัวมากกว่าที่เคยประเมินไว้มาก คณะกรรมการฯ จึงปรับข้อสมมติ การขยายตัวทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ให้ต่ำกว่าในรายงานฉบับก่อนตลอดช่วงประมาณการ โดยคาดว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะยังหดตัวจากระยะเดียวกันปีก่อน ตั้งแต่ช่วงไตรมาสที่ 4 ของปี 2551 ไปจนถึงต้นปี 2553 และหลังจากนั้นจะเริ่มฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป ด้วยผลของการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายมากประกอบกับการใช้มาตรการทางการคลังเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ

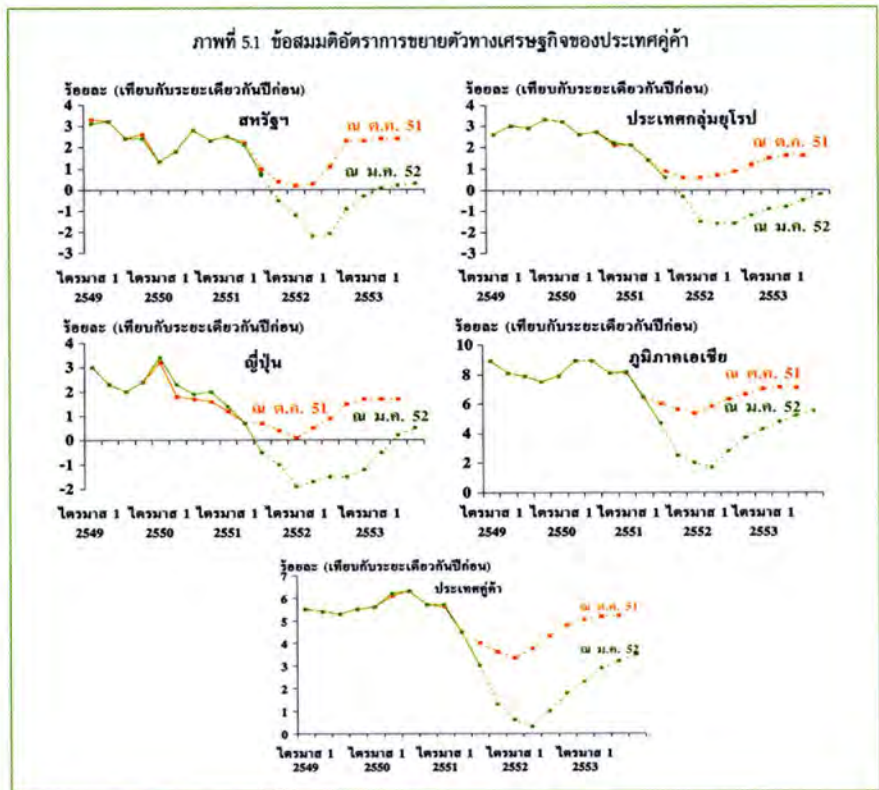
อนึ่ง ในการประชุม FOMC ครั้งล่าสุดเมื่อวันที่ 16 ธันวาคม 2551 ธนาคารกลางสหรัฐฯ ได้มีมติให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ย Fed Funds ลงร้อยละ 0.75 ต่อปี และประกาศใช้ Fed Funds Target Range ที่ร้อยละ 0-0.25 ต่อปี ซึ่งเป็นการผ่อนคลายนโยบายการเงินลงอย่างต่อเนื่องและทำให้อัตราดอกเบี้ย Fed Funds อยู่ในระดับต่ำที่สุดเป็นประวัติการณ์ สอดคล้องกับความพยายามของทางการที่จะกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการเสริมสภาพคล่องในตลาดการเงิน (Open Market Operations) และการเข้าซื้อตราสารหนี้ต่างๆ เพื่อบรรเทาความกังวลของตลาด อันจะช่วยให้ตลาดการเงินกลับมาทำงานเป็นปกติได้เร็วขึ้น แนวโน้มนโยบายการเงินดังกล่าวประกอบกับเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ยังอ่อนแอ ทำให้คณะกรรมการฯ คาดว่าธนาคารกลางสหรัฐฯ จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ร้อยละ 0-0.25 ต่อปีตลอดช่วงประมาณการ

ในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551 เศรษฐกิจของกลุ่มประเทศยุโรป ขยายตัวเพียงร้อยละ 0.6 ซึ่งต่ำกว่าที่คณะกรรมการฯ คาดไว้มาก นอกจากนี้ ล่าสุดเครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจหลายตัวแสดงแนวโน้มการชะลอตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ชัดเจน รวมถึงความเชื่อมั่นของทั้งผู้ผลิตและผู้บริโภคที่ทรุดลงเป็นลำดับ สำหรับในช่วง 8 ไตรมาสข้างหน้า คณะกรรมการฯ ประเมินว่าภาคสถาบันการเงินของยุโรปยังมีความเสี่ยงสูงจากความเชื่อมโยงทางการเงินกับสหรัฐฯ และภาคการผลิตจะได้รับผลกระทบรุนแรงจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก ดังนั้น คณะกรรมการฯ จึงปรับลดข้อสมมติอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศยุโรปให้ต่ำกว่าในรายงานฉบับที่แล้วตลอดช่วงประมาณการ

ในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551 เศรษฐกิจญี่ปุ่นเริ่มหดตัวจากระยะเดียวกันปีก่อนในอัตราร้อยละ 0.5 และมีแนวโน้มที่จะอ่อนแอลงอีกในระยะต่อไปตามแนวโน้มอุปสงค์ภายในประเทศและการส่งออกที่น่าจะอ่อนตัวลงมากกว่าที่เคยคาดไว้ในรายงานฉบับที่แล้ว ดังนั้น คณะกรรมการฯ จึงปรับข้อสมมติอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของญี่ปุ่นลงตลอดช่วงประมาณการเช่นกัน

ส่วนเศรษฐกิจของประเทศในภูมิภาคเอเชียมีสัญญาณของการชะลอตัวค่อนข้างมากในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551 อีกทั้งมีแนวโน้มที่จะชะลอตัวต่อเนื่องในไตรมาสที่ 4 ตามภาวะการส่งออกที่หดตัวในเกือบทุกประเทศ คณะกรรมการฯ จึงปรับข้อสมมติอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศในภูมิภาคเอเชียให้ต่ำกว่าข้อสมมติในรายงานฉบับก่อนตลอดช่วงประมาณการสอดคล้องกับการปรับข้อสมมติอัตราการขยายตัวของประเทศอุตสาหกรรมหลักที่เป็นตลาดส่งออกที่สำคัญของประเทศในภูมิภาคเอเชีย

ในภาพรวม อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าของไทยในปี 2552 และปี 2553 จะต่ำกว่าข้อสมมติในรายงานฉบับที่แล้วค่อนข้างมาก



ที่มา: ประมาณการโดยธนาคารแห่งประเทศไทย

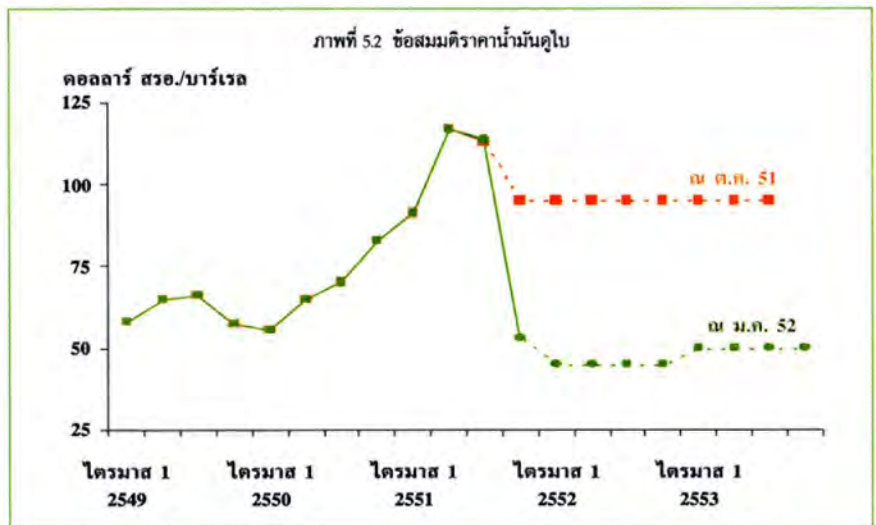
ค่าเงินในภูมิภาคมีแนวโน้มที่จะอยู่ในระดับที่อ่อนค่ากว่าข้อสมมติเดิมจากภาวะ Risk Aversion ในตลาดการเงินโลก

ข้อสมมติราคาน้ำมันดิบปรับลดลงสอดคล้องกับเศรษฐกิจโลกที่อ่อนแอลง

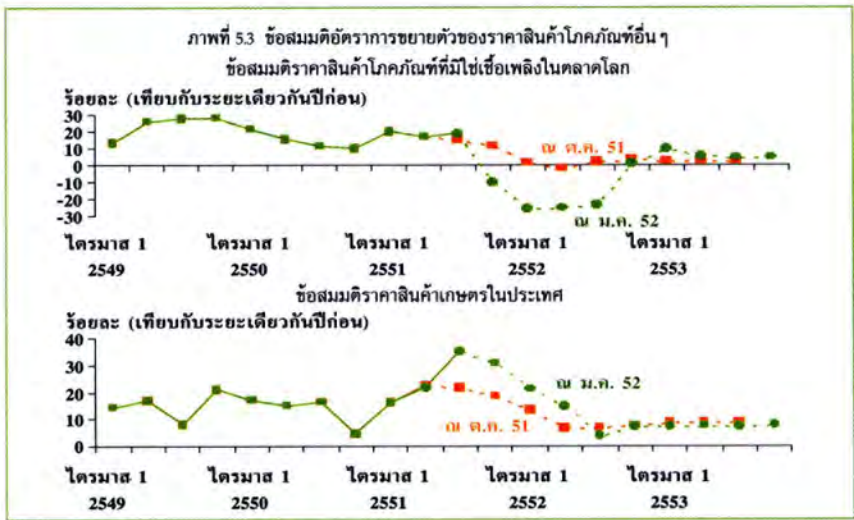
สำหรับแนวโน้มค่าเงินนั้น ในช่วงที่ผ่านมาเงินดอลลาร์ สรอ. แข็งค่ามากกว่าที่คณะกรรมการฯ คาดไว้ เนื่องจากภาวะ Risk Aversion ทำให้เกิดการไหลออกของเงินทุนจากตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาครวมถึงตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ ทั่วโลกกลับสู่การลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ มองไปข้างหน้า คณะกรรมการฯ ประเมินว่านักลงทุนจะยังคงมีความกังวลเกี่ยวกับปัญหาเศรษฐกิจและการเงินของสหรัฐฯ รวมถึงการชะลอตัวเป็นอย่างมากของเศรษฐกิจโลกในภาพรวม ซึ่งทำให้ภาวะ Risk Aversion อาจมีอยู่ต่อไปอีกระยะหนึ่ง ดังนั้น เมื่อเทียบกับค่าเงินดอลลาร์ สรอ. แล้ว ค่าเงินในภูมิภาคจึงมีแนวโน้มที่จะอยู่ในระดับที่อ่อนค่ากว่าข้อสมมติเดิมในปี 2552 สอดคล้องกับการคาดการณ์ค่าเงินของตลาดเงินตราระหว่างประเทศจากข้อมูลการซื้อขายตราสารอนุพันธ์ ในช่วง 12 เดือนข้างหน้า

### แนวโน้มราคาสินค้าในตลาดโลก

การปรับลดลงอย่างต่อเนื่องของราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกมาอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าที่คณะกรรมการฯ คาดไว้มาก ประกอบกับเศรษฐกิจโลกที่ยังอยู่ในแนวโน้มอ่อนตัว รวมถึงการตึงตัวเป็นอย่างมากของสภาพคล่องในตลาดการเงินโลกซึ่งส่งผลให้นักลงทุนต้องลดการลงทุนในตลาดน้ำมัน ทำให้คณะกรรมการฯ ประเมินว่าราคาน้ำมันดิบน่าจะทรงตัวอยู่ในระดับต่ำตลอด 8 ไตรมาสข้างหน้า ทั้งนี้ ความเป็นไปได้ที่กลุ่ม OPEC จะปรับลดกำลังการผลิต แต่ความพยายามดังกล่าวน่าจะมีผลเพียงแค่ช่วยพยุงมิให้ราคาน้ำมันต่ำลงจากระดับปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญเท่านั้น



ที่มา: ประเมินการโดยธนาคารแห่งประเทศไทย



ที่มา: ประมาณการโดยธนาคารแห่งประเทศไทย

นอกจากนี้ คณะกรรมการฯ ยังได้ปรับข้อสมมติอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่มีไข่เชื้อเพลิงในปี 2552 ให้ต่ำกว่าข้อสมมติเดิมค่อนข้างมากตามแนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่คาดว่าจะชะลอตัวรุนแรงขึ้น อย่างไรก็ดี ในปี 2553 อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาดังกล่าวน่าจะใกล้เคียงกับข้อสมมติเดิม โดยคาดว่าราคาจะปรับสูงขึ้นเล็กน้อยจากปี 2552 สอดคล้องกับเศรษฐกิจโลกที่เริ่มฟื้นตัว

สำหรับข้อสมมติอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาสินค้าเกษตรในประเทศ คณะกรรมการฯ ปรับให้สูงกว่าข้อสมมติเดิมในปี 2552 ตามราคาสินค้าเกษตรหลายหมวดที่สูงกว่าคาดในช่วงก่อนหน้านี้นี้ โดยเฉพาะผักและผลไม้ ก่อนที่จะชะลอลงในปี 2553 ตามการปรับลดลงของราคาข้าวเป็นสำคัญ ขณะที่ข้อจำกัดด้านอุปทานมีแนวโน้มที่จะผ่อนคลายลงด้วย

**การใช้จ่ายของภาครัฐบาล**

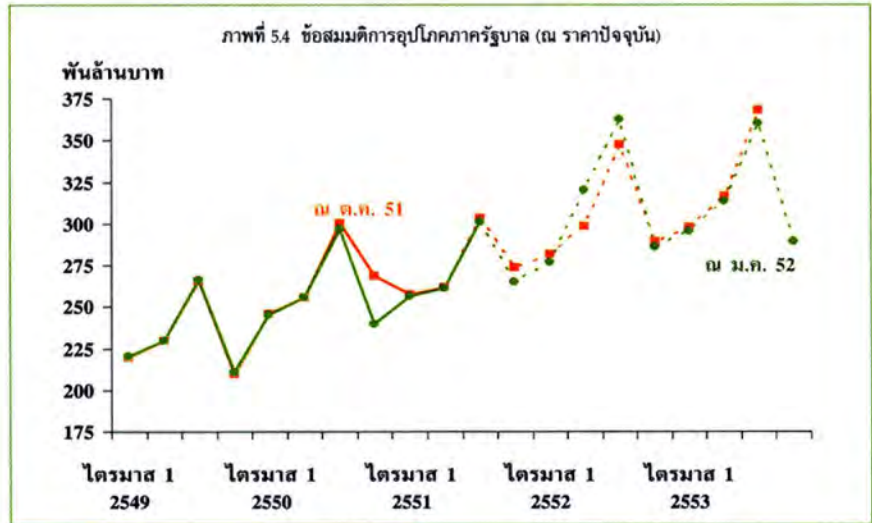
ในปีงบประมาณ 2551 รายจ่ายอุปโภคของภาครัฐ (Government Consumption) ที่เกิดขึ้นจริงต่ำกว่าข้อสมมติที่คณะกรรมการฯ ให้ไว้ในรายงานฉบับที่แล้ว ส่วนในปีงบประมาณ 2552 คาดว่าจะอยู่ที่ 1,225 พันล้านบาท ซึ่งสูงกว่าข้อสมมติเดิมที่ 1,202.2 พันล้านบาท ก่อนที่จะขยายตัวเป็น 1,255.5 พันล้านบาทในปีงบประมาณ 2553

สำหรับการลงทุนภาครัฐ (Public Investment) ซึ่งประกอบด้วยรายจ่ายเพื่อการลงทุนของรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจนั้น คณะกรรมการฯ คาดว่าในปีงบประมาณ 2552 และปีงบประมาณ 2553 รายจ่ายเพื่อการลงทุนของรัฐบาล

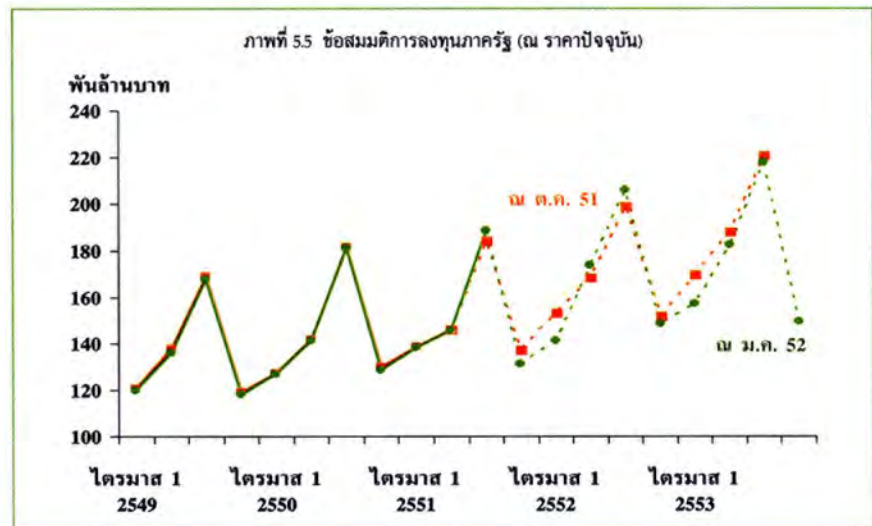
ข้อสมมติอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่มีไข่เชื้อเพลิงต่ำกว่าข้อสมมติเดิมเช่นกัน

ข้อสมมติอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาสินค้าเกษตรสูงกว่าข้อสมมติเดิมในปี 2552 ก่อนที่จะชะลอลงใกล้เคียงข้อสมมติเดิมในปี 2553

รายจ่ายอุปโภคของรัฐบาลในปีงบประมาณ 2552 และ 2553 คาดว่าจะอยู่ที่ 1,225 และ 1,255.5 พันล้านบาทตามลำดับ



ที่มา: ประมาณการโดยธนาคารแห่งประเทศไทย



ที่มา: ประมาณการโดยธนาคารแห่งประเทศไทย

คณะกรรมการฯ คาดว่า  
รายจ่ายเพื่อการลงทุนของ  
ภาครัฐในปีงบประมาณ  
2552 และ 2553 จะอยู่ที่ 653.1  
และ 707 พันล้านบาท ตาม  
ลำดับ

(General Government Investment) จะอยู่ที่ 372.6 และ 396.2 พันล้านบาท ตามลำดับ ขณะที่รายจ่ายเพื่อการลงทุนของรัฐวิสาหกิจ (State-owned Enterprise Investment) จะอยู่ที่ 280.5 และ 310.8 พันล้านบาท ตามลำดับ ทำให้เมื่อรวมกันแล้วรายจ่ายเพื่อการลงทุนของภาครัฐจะอยู่ที่ 653.1 และ 707 พันล้านบาท ตามลำดับ

ข้อสมมติรายจ่ายอุปโภคและลงทุนของรัฐบาลที่เพิ่มขึ้นจากข้อสมมติเดิมเป็นผลจากงบประมาณเพิ่มเติมประมาณ 115 พันล้านบาทตามมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ ในขณะที่ข้อสมมติการลงทุนของรัฐวิสาหกิจปรับลดลงจากอัตราการเบิกจ่ายที่

คาดว่าจะน้อยกว่าที่ประมาณการไว้เดิม ส่งผลให้การลงทุนภาครัฐโดยรวมต่ำกว่า  
ข้อสมมติเดิมของปีงบประมาณ 2552 ที่ 658.7 พันล้านบาทเล็กน้อย

### ข้อสมมติเกี่ยวกับค่าจ้างขั้นต่ำ

คณะกรรมการฯ ปรับลดข้อสมมติอัตราค่าจ้างขั้นต่ำในเขตกรุงเทพมหานครและปริมณฑลในปี 2552 จากข้อสมมติเดิมที่เฉลี่ย 206 บาทเป็นเฉลี่ย 203 บาทต่อวัน เนื่องจากแรงกดดันด้านเงินเฟ้อลดลงมาก ประกอบกับภาวะการจ้างงานที่น่าจะชะลอตัวตามภาวะเศรษฐกิจ น่าจะทำให้การปรับขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำมีความเป็นไปได้น้อยลง ส่วนในปี 2553 คณะกรรมการฯ ให้ข้อสมมติว่าอัตราค่าจ้างขั้นต่ำจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากปี 2552 มาเฉลี่ยอยู่ที่ 207 บาท สอดคล้องกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและแนวโน้มของอัตราเงินเฟ้อ

### ข้อสมมติเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงคลัง

คณะกรรมการฯ คาดว่าในระยะต่อไปจะมีการลดสินค้าคงคลังในหลายไตรมาส เนื่องจากแนวโน้มการชะลอตัวของเศรษฐกิจเริ่มชัดเจนขึ้น ส่งผลให้ผู้ผลิตลดการผลิตลง จึงทำให้สัดส่วนที่มาของการขยายตัวของ GDP (Contribution) จากการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงคลังน้อยกว่าศูนย์ในหลายไตรมาส

### ประมาณการการขยายตัวทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อ

#### ประมาณการการขยายตัวทางเศรษฐกิจ

ข้อมูลเศรษฐกิจไทยในไตรมาสที่ 3 ของปี 2551 สะท้อนให้เห็นถึงแรงส่งในการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยที่แผ่วลงมาจากไตรมาสก่อนๆ ต่อมาในไตรมาสที่ 4 เศรษฐกิจต้องเผชิญกับปัจจัยลบที่ทวีความรุนแรงขึ้น ทั้งการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกที่มากเกินคาดและความวุ่นวายของสถานการณ์การเมืองในประเทศที่มีผลบั่นทอนความเชื่อมั่นของนักท่องเที่ยว นักลงทุน และผู้บริโภคเป็นอันมาก ทั้งนี้ ข้อมูลในช่วง 2 เดือนแรกของไตรมาสที่ 4 ชี้ว่าเศรษฐกิจชะลอตัวมากจนอาจถึงกับไม่ขยายตัวเลยหรือหดตัวเล็กน้อยจากไตรมาสเดียวกันปีก่อน ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากปัจจัยพิเศษ คือ การปิดสนามบิน 2 แห่งที่ส่งผลกระทบต่อภาคการท่องเที่ยว ขณะที่อีกส่วนหนึ่งเป็นผลพวงที่ชัดเจนจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกที่คาดว่าจะมีต่อเนื่องไปอีกระยะหนึ่ง

ภายใต้ข้อสมมติอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่คงที่ ณ ระดับร้อยละ 2 ต่อปี ตลอดช่วง 8 ไตรมาสข้างหน้า คณะกรรมการฯ ประเมินว่าเศรษฐกิจไทยจะขยายตัวต่ำกว่าประมาณการที่ปรากฏในรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อฉบับที่แล้วค่อนข้างมาก นอกจากนี้ การฟื้นตัวจะล่าช้ากว่าที่คาดไว้เดิมบ้าง

คณะกรรมการฯ ปรับลดข้อสมมติค่าจ้างขั้นต่ำตามแรงกดดันเงินเฟ้อที่ลดลงและการชะลอตัวของภาวะเศรษฐกิจ

เศรษฐกิจไทยชะลอตัวมากในไตรมาสสุดท้ายของปี 2551 จนอาจถึงกับไม่ขยายตัวเลยหรือหดตัวเล็กน้อยจากไตรมาสเดียวกันปีก่อน

เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มที่จะขยายตัวต่ำกว่าประมาณการเดิมค่อนข้างมากในช่วง 8 ไตรมาสข้างหน้า

การชะลอตัวของเศรษฐกิจไทยมีสาเหตุหลักมาจากการชะลอที่รุนแรงของเศรษฐกิจประเทศคู่ค้าสำคัญ ทั้งประเทศอุตสาหกรรมหลักและอีกหลายประเทศในภูมิภาคเอเชีย ซึ่งจะส่งผลให้การส่งออกสินค้าหดตัวและมีผลต่อเนื่องทำให้การบริโภคภาคเอกชนชะลอตัวผ่านปัจจัยรายได้และการจ้างงานที่ลดลง ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนจะหดตัวตาม นอกจากนี้ ยังเป็นผลจากรายรับจากการท่องเที่ยวที่หดตัวลงมากในช่วงปลายปี 2551 ต่อเนื่องไปจนถึงบางไตรมาสของปี 2552 เพราะการปิดสนามบินมีผลกระทบต่อเรื่องต่อความเชื่อมั่นของนักท่องเที่ยวดังที่ได้กล่าวมาแล้ว รวมถึงการชะลอตัวของรายได้เกษตรกรในภาวะที่ราคาสินค้าเกษตรอ่อนตัวตามอุปสงค์ในตลาดโลก การลดลงของความมั่งคั่งตามราคาสินทรัพย์ เช่น ราคาหุ้นที่ด้อยค่าลงจากวิกฤตการณ์การเงินโลก และการเพิ่มความระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ อย่างไรก็ตาม ราคาน้ำมันที่ลดลงมามากและคาดว่าจะทรงตัวอยู่ในระดับต่ำจะมีผลดีในการช่วยลดต้นทุนการผลิตและค่าครองชีพของประชาชน นอกจากนี้ การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในขนาดที่มากจะมีส่วนช่วยลดภาระดอกเบี้ยของภาคธุรกิจและผู้บริโภค และที่สำคัญ การเร่งใช้จ่ายของภาครัฐเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจน่าจะช่วยประคับประคองความเชื่อมั่นของภาคเอกชน และเป็นกำลังขับเคลื่อนให้เศรษฐกิจในภาพรวมยังขยายตัวได้ในปี 2552 ก่อนที่จะเริ่มฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปในปี 2553 ตามภาวะเศรษฐกิจโลก

ทั้งนี้ คณะกรรมการฯ ได้ปรับรายละเอียดของการประมาณการในส่วนขององค์ประกอบต่างๆ ดังนี้

การบริโภคภาคเอกชนในปี 2552 มีแนวโน้มที่ขยายตัวต่ำกว่าประมาณการเดิมพอสมควร โดยถูกกระทบจากรายได้การส่งออกที่หดตัวและรายได้ภาคเกษตรที่ชะลอตัว นอกจากนี้ มูลค่าสินทรัพย์ที่ลดลงมากทำให้ครัวเรือนมีความรู้สึกถึงความมั่งคั่งลดลง (Wealth Effect) ในขณะเดียวกันความเชื่อมั่นของผู้บริโภคถูกบั่นทอนจากความไม่แน่นอนของภาวะเศรษฐกิจ ซึ่งรวมถึงความกังวลเกี่ยวกับการจ้างงานและรายได้ในอนาคต อย่างไรก็ตาม ราคาน้ำมันและอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง รวมทั้งเงินโอนจากงบกลางปีของรัฐบาล จะมีส่วนช่วยพยุงการบริโภคภาคเอกชนไว้ได้บางส่วน ทั้งนี้ เมื่อเศรษฐกิจโลกเริ่มฟื้นตัวในช่วงต้นปี 2553 และภาคการส่งออกซึ่งมีความสำคัญต่อการจ้างงานปรับตัวดีขึ้นเป็นลำดับ รายได้และความกังวลของผู้บริภคน่าจะผ่อนคลายลง ทำให้การบริโภคภาคเอกชนจะมีการฟื้นตัวที่ชัดเจนขึ้นในปี 2553

การบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มขยายตัวต่ำกว่าประมาณการเดิม ในขณะที่การลงทุนภาคเอกชนน่าจะหดตัวในปี 2552

การลงทุนภาคเอกชนมีแนวโน้มหดตัวในปี 2552 ซึ่งเป็นภาพที่ต่างจากประมาณการครั้งก่อนที่การลงทุนภาคเอกชนยังขยายตัวได้แม้จะเป็นการขยายตัวในอัตราที่ค่อนข้างต่ำก็ตาม การหดตัวของการลงทุนภาคเอกชนมีสาเหตุจากแนวโน้มเศรษฐกิจโดยรวมและความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่อ่อนแอลงมาก นอกจากนี้ อัตราการใช้กำลังการผลิตที่ปรับลดลงสะท้อนว่าระบบเศรษฐกิจยังมีกำลังการผลิตส่วนเกิน (Excess Capacity) อยู่พอสมควร ทำให้ยังไม่ต้องการเร่งลงทุนเพื่อขยายกำลังการผลิตไปอีกระยะหนึ่ง ในขณะเดียวกัน แม้อัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้อ้างอิงของธนาคารพาณิชย์ได้ปรับลดลงมาแล้ว แต่ต้นทุนการกู้ยืมของภาคธุรกิจที่รวมค่าชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium) อาจสูงขึ้นจากการที่ธนาคารพาณิชย์ประเมินว่าความเสี่ยงของการขยายตัวทางเศรษฐกิจสูงขึ้น สอดคล้องกับการที่ธนาคารพาณิชย์เพิ่มความระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อในช่วงที่ผ่านมา แนวโน้มดังกล่าวอาจทำให้ภาคธุรกิจระมัดระวังการบริหารสภาพคล่องมากขึ้นและจะมีส่วนทำให้มีการลงทุนน้อยกว่าที่ประเมินไว้ในรายงานฉบับก่อน อย่างไรก็ตาม เมื่อเศรษฐกิจค่อยๆ ฟื้นตัวในปี 2553 และความไม่แน่นอนต่างๆ บรรเทาลง การลงทุนน่าจะกลับฟื้นตัวและเร่งขึ้นได้เป็นลำดับ

การใช้จ่ายของภาครัฐจะเป็นกำลังขับเคลื่อนเศรษฐกิจตัวหลักในปี 2552 ทั้งนี้ การใช้จ่ายที่แท้จริงของภาครัฐเพิ่มขึ้นจากประมาณการครั้งก่อนมากเนื่องจากรัฐบาลน่าจะสามารเพิ่มเม็ดเงินใช้จ่ายผ่านงบกลางปี รวมถึงน่าจะสามารเร่งรัดการเบิกจ่ายงบประมาณให้รวดเร็วและเป็นไปตามเป้าหมายที่วางไว้ได้ดีขึ้นในระยะต่อไป ในขณะเดียวกันระดับราคาสินค้าและบริการรวมทั้งต้นทุนที่ลดลงจะช่วยทำให้กำลังซื้อของภาครัฐเพิ่มขึ้นอีกทางหนึ่ง แต่แรงกระตุ้นดังกล่าวมีแนวโน้มที่จะแผ่วลงในปี 2553 จากเม็ดเงินใช้จ่ายโดยเฉพาะในส่วนของอุปโภค

การส่งออกสินค้าและบริการมีแนวโน้มที่จะหดตัวพอสมควรในปี 2552 เพราะแนวโน้มเศรษฐกิจโลกอ่อนแอลงมากประกอบกับมีปัจจัยลบเพิ่มเติมจากการปิดสนามบินซึ่งคาดว่าจะส่งผลโดยตรงต่อการส่งออกบริการในช่วงไตรมาสสุดท้ายของปี 2551 ต่อเนื่องไปจนถึงปลายปี 2552 อนึ่ง ค่าเงินบาทที่มีแนวโน้มจะอ่อนตัวลงตามค่าเงินภูมิภาคประกอบกับอัตราเงินเฟ้อที่ลดลงมากจะช่วยให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงอ่อนลง ซึ่งอาจมีผลช่วยกระตุ้นการส่งออกบ้าง แต่ปัจจัยบวกดังกล่าวไม่เพียงพอที่จะชดเชยกับผลการชะลอตัวของอุปสงค์ในต่างประเทศ

*การส่งออกสินค้าและบริการคาดว่าจะหดตัวในช่วง 3 ไตรมาสแรกของปี 2552 ก่อนจะเริ่มฟื้นตัวในช่วงปลายปี*

ดังนั้น ในภาพรวมการส่งออกสินค้าและบริการจึงมีโอกาสสูงที่จะหดตัวตั้งแต่ไตรมาสสุดท้ายของปี 2551 ไปจนถึงไตรมาสที่ 3 ของปี 2552 ก่อนจะเริ่มฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปตั้งแต่ไตรมาสสุดท้ายของปี 2552 เป็นต้นไป สอดคล้องกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกและความกังวลของนักท่องเที่ยวที่บรรเทาลงเป็นลำดับ

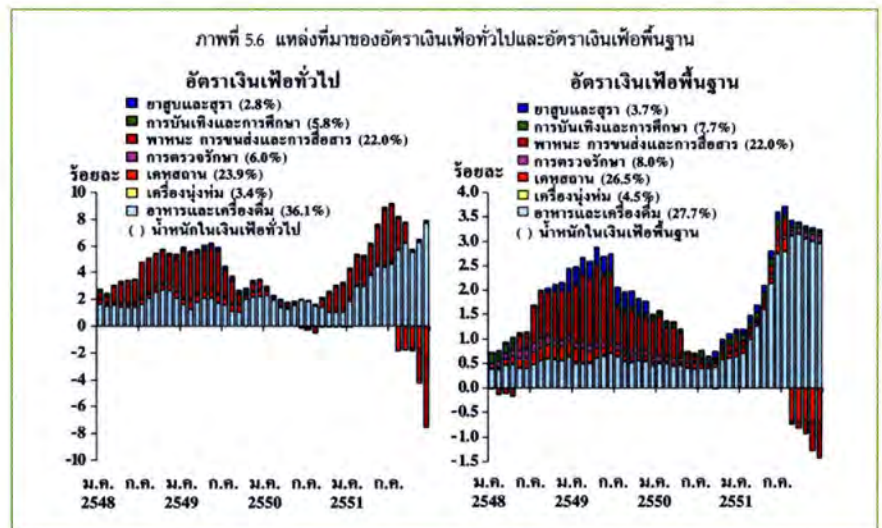
การนำเข้าสินค้าและบริการมีแนวโน้มที่จะหดตัวมากในปี 2552

การนำเข้าสินค้าและบริการมีแนวโน้มที่จะหดตัวค่อนข้างมากในปี 2552 สอดคล้องกับการหดตัวของการส่งออกและการลงทุนภาคเอกชน รวมทั้งการชะลอตัวของการบริโภคภาคเอกชน ซึ่งจะส่งผลให้อุปสงค์ทั้งต่อสินค้าและวัตถุดิบที่ใช้ในการผลิตลดลงตามไปด้วย อย่างไรก็ตาม ภาวะการนำเข้าสินค้าและบริการจะกลับมาขยายตัวอีกครั้งในช่วงท้ายของปี 2552 เป็นต้นไป ตามการฟื้นตัวของทางการส่งออกและการบริโภคภาคเอกชนเป็นสำคัญ

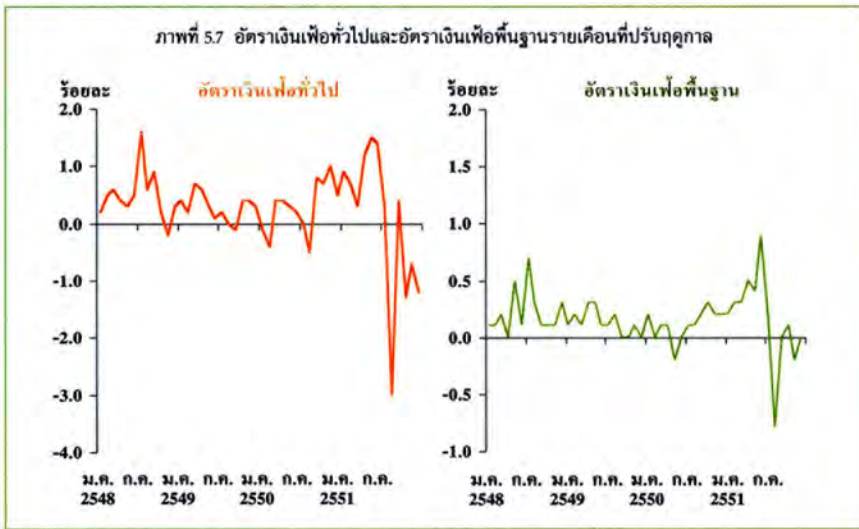
การส่งออกและการนำเข้าที่มีแนวโน้มหดตัวในปี 2552 ทำให้คณะกรรมการฯ คาดว่าดุลบัญชีเดินสะพัดตามนิยามใหม่ที่รวมข้อมูลกำไรที่นำกลับมาลงทุน (Reinvested Earnings) จะยังเกินดุลในปี 2552 ก่อนที่จะปรับเป็นขาดดุลเล็กน้อยถึงสมดุลในปี 2553

### ประมาณการอัตราเงินเฟ้อ

ในไตรมาสที่ 4 ของปี 2551 อัตราเงินเฟ้อทั่วไปและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานชะลอตัวลงมาก และโดยรวมอยู่ในระดับต่ำกว่าที่คณะกรรมการฯ คาดพอสมควร ทั้งนี้ อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานชะลอตัวจากมาตรการบรรเทาภาระค่าครองชีพของประชาชนเป็นสำคัญ ประกอบกับการส่งผ่านต้นทุนมีน้อยลงกว่าเดิมในภาวะที่



ที่มา: สำนักดัชนีเศรษฐกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์ โดยกรรทำนวงของธนาคารแห่งประเทศไทย



ที่มา: การคำนวณของธนาคารแห่งประเทศไทย

แรงกดดันด้านอุปสงค์ลดลงเป็นลำดับ ส่วนอัตราเงินเฟ้อทั่วไปปรับลดลงมาก ทั้งจากมาตรการของทางการและจากราคาน้ำมันที่ลดลงอย่างรวดเร็ว แม้ว่าใน ขณะเดียวกันราคาอาหารสด โดยเฉพาะผักและผลไม้ เร่งตัวขึ้นจากภาวะน้ำท่วม ก็ตาม แรงกดดันด้านราคาที่ปรับลดลงมากดังกล่าวส่งผลให้การคาดการณ์ เงินเฟ้อของประชาชนปรับลดลงตามอย่างชัดเจน

ในช่วง 8 ไตรมาสข้างหน้า คณะกรรมการฯ คาดว่าแรงกดดันเงินเฟ้อจะ ต่ำกว่าประมาณการเดิมอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งจากข้อสมมติราคาสำคัญๆ ที่ต่ำลง จากข้อสมมติเดิม เช่น ราคาน้ำมัน และราคาสินค้าโภคภัณฑ์ รวมถึงค่าจ้างขั้นต่ำ ที่คาดว่าจะชะลอการปรับเพิ่มออกไประยะหนึ่งเพราะภาวะการจ้างงานที่อ่อนตัว ลงและค่าครองชีพที่ไม่ได้เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่การปรับค่าจ้างขั้นต่ำครั้ง ล่าสุดเมื่อกลางปี 2551 และจากแนวโน้มอุปสงค์ที่ต่ำกว่าประมาณการเดิมมาก ซึ่ง จะทำให้ความสามารถในการปรับขึ้นราคาสินค้าและบริการของภาคเอกชนมีน้อย กว่าเดิม นอกจากนี้ มาตรการของรัฐที่ช่วยบรรเทาภาระค่าครองชีพของ ประชาชนยังได้รับการต่ออายุเกือบทั้งหมดไปอีก 6 เดือนด้วย

อนึ่ง คณะกรรมการฯ ประเมินว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีโอกาสที่จะติดลบ ในบางไตรมาสของปี 2552 โดยเฉพาะในเดือนที่ราคาน้ำมันต่ำกว่าในช่วงเดียวกัน ของปีก่อนมาก อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี คณะกรรมการฯ ประเมินว่าแนวโน้มดังกล่าวมิใช่ ภาวะเงินฝืด (Deflation) เนื่องจากไม่ได้สะท้อนการลดลงของระดับราคาโดยทั่วไป แต่มาจากการลดลงอย่างมากของราคาเฉพาะกลุ่ม ในที่นี้คือราคาน้ำมัน อีกทั้ง ไม่น่าจะนำมาซึ่งการหดตัวอย่างต่อเนื่องของการใช้จ่ายภาคเอกชนจากการที่

*อัตราเงินเฟ้อทั่วไปและ  
อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานมี  
แนวโน้มที่จะต่ำกว่า  
ประมาณการเดิมมาก  
ตลอดช่วงประมาณการ*

ประชาชนคาดว่าอัตราเงินเฟ้อจะติดลบต่อเนื่องเป็นเวลานาน (รายละเอียดตามบทความในกรอบ) ทั้งนี้ คณะกรรมการฯ คาดว่าอัตราเงินเฟ้อจะสูงขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจตั้งแต่ไตรมาสสุดท้ายของปี 2552 เป็นต้นไป

### การประเมินความเสี่ยง

คณะกรรมการฯ ประเมินว่าข้อสมมติต่าง ๆ ข้างต้นมีความเป็นไปได้มากที่สุด และใช้ข้อสมมติอัตราดอกเบี้ยนโยบายคงที่เป็นข้อสมมติกรณีฐานในการประมาณการอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อ อย่างไรก็ตาม คณะกรรมการฯ เห็นว่าปัจจัยเสี่ยงทั้งจากภายในและภายนอกประเทศอาจทำให้ผลการประมาณการเปลี่ยนแปลงไปจากกรณีฐานได้ ดังนี้

#### ความเสี่ยงที่มีต่อประมาณการการขยายตัวทางเศรษฐกิจ

ปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่อาจทำให้อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจต่ำกว่ากรณีฐาน คือ การที่เศรษฐกิจประเทศคู่ค้าของไทยมีโอกาสขยายตัวต่ำกว่าหรือฟื้นตัวล่าช้ากว่าในกรณีฐาน อันเป็นผลจากวิกฤตการณ์การเงินในสหรัฐฯ และยุโรปที่ยังไม่สิ้นสุด ทั้งนี้ ภาวะถดถอยในประเทศอุตสาหกรรมหลักอาจส่งผลกระทบต่อภาวะการส่งออกของประเทศในภูมิภาครวมถึงไทยด้วย

นอกจากนี้ มีความเป็นไปได้ที่ผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักท่องเที่ยวและนักลงทุนจากการปิดสนามบินในไตรมาสที่ 4 ของปี 2551 อาจยืดเยื้อกว่าที่คาด ทั้งนี้ แม้การปิดสนามบินจะมีระยะเวลาแค่ประมาณ 1 สัปดาห์ แต่เป็นเหตุการณ์ที่ได้รับความสนใจจากทั่วโลก ความเชื่อมั่นที่เสียไปจึงอาจทำให้การท่องเที่ยวฟื้นตัวได้ช้ากว่าที่ประเมินไว้ในกรณีฐาน

ปัจจัยเสี่ยงด้านลบที่สำคัญอีกประการคือการที่ภาครัฐอาจไม่สามารถเบิกจ่ายงบประมาณเพื่อดำเนินการกระตุ้นเศรษฐกิจได้ตามแผนที่วางไว้ โดยเฉพาะในช่วง 2-3 ไตรมาสแรกของปีงบประมาณ 2552 เนื่องจากความไม่แน่นอนทางการเมืองยังมีความเสี่ยงที่จะยืดเยื้อต่อไปอีกระยะหนึ่ง

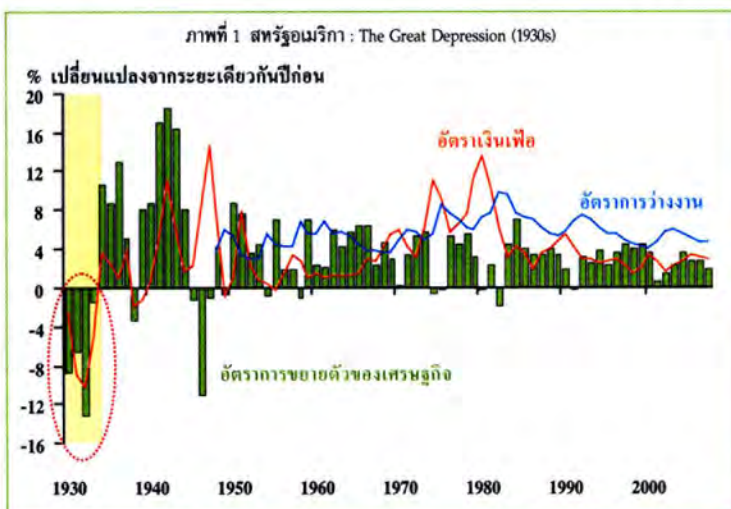
สำหรับราคาน้ำมันเป็นปัจจัยเสี่ยงที่อาจมีผลทั้งด้านลบและด้านบวกต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจ เพราะมีความเป็นไปได้ที่ราคาน้ำมันจะเพิ่มสูงขึ้นกว่าข้อสมมติกรณีฐาน จากปัญหาด้านอุปทานเป็นหลัก อาทิ การที่ OPEC อาจลดกำลังการผลิตเพื่อพยุงราคา ในขณะที่แหล่งผลิตที่มีต้นทุนสูงอาจต้องปิดตัวลง รวมถึงความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical Risk) เหตุการณ์ความขัดแย้งในภูมิภาคตะวันออกกลาง และจากการที่ราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับต่ำในระยะที่ผ่านมาอาจส่งผลให้ผู้ผลิตน้ำมันระดับหรือเลื่อนแผนการขยายกำลังการผลิตออกไป ซึ่งอาจทำให้เกิดข้อจำกัดด้านอุปทานได้ในระยะยาว ความเสี่ยงที่

## ภาวะเงินฝืด (Deflation) คืออะไร

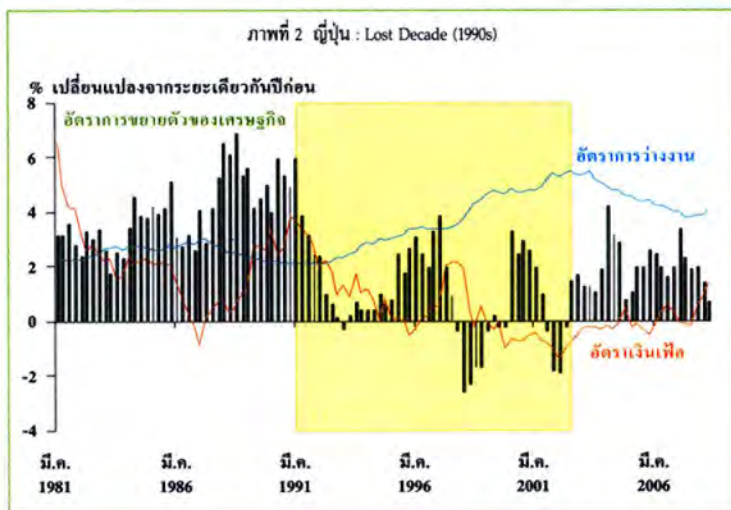
ในช่วงที่ผ่านมา เศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว โดยหลายประเทศเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย และมีโอกาสสูงที่การฟื้นตัวจะล่าช้าออกไปนั้น ส่งผลให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ในตลาดโลกปรับลดลงอย่างมาก โดยเฉพาะราคาน้ำมัน ทำให้อัตราเงินเฟ้อชะลอตัวในเกือบทุกประเทศทั่วโลก และเกิดความกังวลว่าเศรษฐกิจโลกรวมถึงเศรษฐกิจไทยอาจเข้าสู่ภาวะเงินฝืดหรือ Deflation ได้

### ภาวะเงินฝืดคืออะไร

การลดลงของระดับราคาสินค้าและบริการซึ่งทำให้อัตราเงินเฟ้ออยู่ต่ำกว่าศูนย์นั้น ในทางทฤษฎีอาจเกิดขึ้นได้ทั้งจากปัจจัยด้านอุปทาน เช่น การเพิ่มขึ้นมากของผลิตภาพการผลิต (Productivity) และปัจจัยด้านอุปสงค์ เช่น ภาวะเศรษฐกิจที่ถดถอยอย่างรุนแรงและยืดเยื้อ ซึ่งอาจมาจากการใช้นโยบายเศรษฐกิจแบบเข้มงวดมากเกินไป แต่จะถือเป็นภาวะเงินฝืดต่อเมื่ออัตราเงินเฟ้อที่ติดลบมาจากการลดลงของระดับราคาสินค้าและบริการโดยทั่วไป กล่าวคือไม่ได้เกิดจากการลดลงของราคาสินค้าหรือบริการเฉพาะในกลุ่มใดกลุ่มหนึ่ง นอกจากนี้ เหตุการณ์ดังกล่าวต้องเกิดขึ้นติดต่อกันเป็นระยะเวลานาน (Persistent) และมีผลทำให้ประชาชนคาดการณ์ว่าระดับราคาโดยทั่วไปจะปรับลดลงต่อเนื่องไปอีกในอนาคต จึงตัดสินใจชะลอการใช้จ่ายและการลงทุนออกไปเรื่อยๆ เพื่อรอให้ราคาลดต่ำลงไปอีก อย่างไรก็ตาม การพิจารณาว่าอัตราเงินเฟ้อจะต้องอยู่ต่ำกว่าศูนย์ติดต่อกันเป็นระยะเวลานานเท่าไรนั้น ยังไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจน แต่โดยทั่วไปการที่อัตราเงินเฟ้ออยู่ต่ำกว่าศูนย์ติดต่อกันในช่วงระยะเวลานั้นๆ จะยังไม่ถือว่าเป็นภาวะเงินฝืด ทั้งนี้ สาเหตุที่ทำให้เกิดภาวะเงินฝืดดังกล่าวมักจะมีมาจากรัฐบาลที่ลดการใช้จ่ายและลดการใช้จ่ายของภาคเอกชนลง เพราะแม้แต่อัตราดอกเบี้ยจะอยู่ในระดับต่ำมากแต่ประชาชนยังไม่ต้องการใช้จ่ายอยู่ดี



ที่มา: Bloomberg



ที่มา: Bloomberg

<sup>11</sup> Speech on "The euro after four years: Is there a risk of deflation?", Otmar Issing, วันที่ 2 ธันวาคม 2545 และ Speech on "Deflation: Making sure it doesn't happen here" Ben S. Bernanke, วันที่ 21 พฤศจิกายน 2545

สหรัฐฯ และญี่ปุ่นเคยประสบกับภาวะเงินฝืดในช่วงทศวรรษที่ 1930 และ 1990 ตามลำดับ โดยในกรณีของสหรัฐฯ เกิดจากการที่ฟองสบู่ในตลาดหุ้นแตกและระบบสถาบันการเงินประสบกับวิกฤต ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากการดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวดเพื่อจัดการกับภาวะฟองสบู่ในช่วงก่อนหน้านั้น ขณะที่ไม่ได้ใช้นโยบายการคลังแบบผ่อนคลายเพื่อช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจ ทำให้เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยอย่างรุนแรง (Great Depression) ส่วนกรณีของญี่ปุ่นเริ่มต้นจากภาวะฟองสบู่แตกในภาคที่อยู่อาศัยและตลาดหุ้น ซึ่งส่งผลต่อเนื่องทำให้หนี้เสียในระบบธนาคารเพิ่มสูงขึ้นมาก ประกอบกับการใช้นโยบายการเงินและการคลังเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจมีความล่าช้าและประสิทธิผลต่ำ นอกจากนี้ การเกิดวิกฤตเศรษฐกิจเอเชียปี 1997 ได้ซ้ำเติมให้เศรษฐกิจญี่ปุ่นต้องอยู่ในภาวะเงินฝืดเป็นเวลานาน

จากการคาดการณ์ล่าสุดของตลาด อัตราเงินเฟ้อของกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมหลัก (G3) และภูมิภาคเอเชียยังคงมีแนวโน้มชะลอตัวต่อไปอีกระยะหนึ่ง อย่างไรก็ดี พื้นฐานทางเศรษฐกิจที่ค่อนข้างดีก่อนเข้าสู่วิกฤตการณ์การเงินในรอบปัจจุบัน ดังสะท้อนได้จากฐานะของภาคธุรกิจที่เข้มแข็ง ประกอบกับการเร่งใช้นโยบายการคลังและนโยบายการเงินเพื่อช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างมากและรวดเร็ว ทำให้คาดว่าอุปสงค์จะไม่ตกต่ำลงไปมากและยาวนานถึงขั้นที่จะทำให้เกิดภาวะเงินฝืด ยกเว้นญี่ปุ่นที่มีความเสี่ยงต่อการเผชิญภาวะเงินฝืดในระยะต่อไปมากกว่าประเทศอื่น จากอุปสงค์ทั้งในและต่างประเทศที่คาดว่าจะหดตัวมากกว่าประเทศอื่น เนื่องจากเศรษฐกิจภายในประเทศเริ่มฟื้นตัวภายหลังจากวิกฤต Dot Com ช้ากว่าประเทศอื่นและต้องพึ่งพิงอุปสงค์จากต่างประเทศเป็นปัจจัยหลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา

ตาราง การคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อของประเทศต่าง ๆ โดย Consensus Forecast

ประเทศ (ร้อยละ)	2551	2552				2553	
		ไตรมาส 1	ไตรมาส 2	ไตรมาส 3	ไตรมาส 4	ไตรมาส 1	ไตรมาส 2
โลก	4.8						
สหรัฐอเมริกา	4.0	1.1	0.1	-1.0	0.9	1.7	1.9
กลุ่มประเทศยูโร	3.3	1.7	1.1	0.8	1.5	1.8	1.8
ญี่ปุ่น	1.6	0.9	0.3	-0.6	-0.3	-0.3	-0.1
จีน	9.3	2.0	1.8	1.9	2.3	2.7	2.6
ฮ่องกง	2.9	2.7	2.2	2.4	2.3	2.5	1.8
เกาหลีใต้	4.0	4.4	3.0	2.3	2.6	2.3	2.4
สิงคโปร์	2.0	3.0	1.8	1.4	1.2	1.7	2.1
มาเลเซีย	5.3	5.5	3.4	0.2	1.5	1.5	1.9
ไทย	4.3	2.1	0.0	0.5	2.4	2.1	2.4

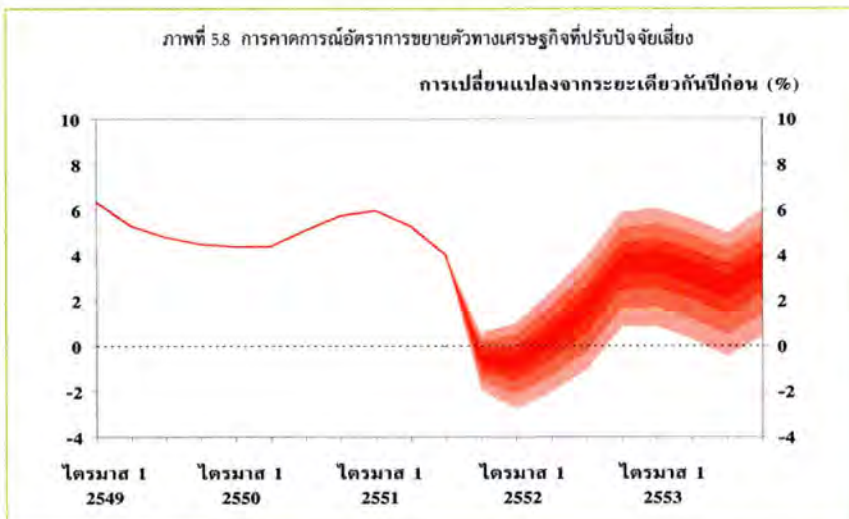
ที่มา: Consensus Forecast (70 ประเทศ) ณ วันที่ 8 ธันวาคม 2551

สำหรับประเทศไทย แม้อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline Inflation) ตั้งแต่เดือนกันยายน 2551 จะชะลอตัวอย่างรวดเร็ว แต่ก็ยังเป็นผลจากราคาน้ำมันที่ลดลง ประกอบกับมาตรการของภาครัฐที่ช่วยบรรเทาภาระค่าครองชีพของประชาชนเป็นสำคัญ ขณะที่เมื่อพิจารณาถึงการเปลี่ยนแปลงของราคาสินค้าและบริการอื่นๆ ในส่วนที่ไม่ใช่น้ำมันและอยู่นอกเหนือมาตรการของภาครัฐที่กล่าวข้างต้น พบว่าราคาสินค้าส่วนใหญ่ไม่ได้ปรับลดลง จึงอาจกล่าวได้ว่ายังไม่มีสัญญาณของการเข้าสู่ภาวะเงินฝืด ดังนั้น แม้ในระยะสั้นจะมีโอกาสที่อัตราเงินเฟ้อทั่วไปจะติดลบ แต่ก็ยังเป็นผลจากการปรับลดลงอย่างมากของราคาเฉพาะกลุ่ม คือ ราคาน้ำมันที่ในช่วงไตรมาสที่ 2 และ 3 ของปีที่แล้วอยู่ในระดับสูงกว่าปัจจุบันมาก นอกจากนี้ เมื่อประเมินถึงโอกาสที่จะเกิดภาวะเงินฝืดในระยะต่อไป คณะกรรมการฯ คาดว่ายังมีค่อนข้างน้อย เนื่องจากการเร่งใช้นโยบายการคลังและนโยบายการเงินเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจจะช่วยให้อุปสงค์ไม่ทรุดตัวลงมากจนทำให้เกิดภาวะเงินฝืดในระบบเศรษฐกิจ

ราคาน้ำมันจะเพิ่มสูงขึ้นกว่ากรณีฐานดังกล่าวจะส่งผลบั่นทอนกำไรของภาคธุรกิจและลดทอนกำลังซื้อของผู้บริโภค รวมถึงจะทำให้แรงกระตุ้นที่แท้จริงจากการใช้จ่ายภาครัฐแผ่วลงกว่าในกรณีฐานด้วยผลของราคาที่สูงขึ้น แต่ในขณะเดียวกันก็มีความเป็นไปได้ที่ราคาน้ำมันจะลดลงไปอยู่ในระดับที่ต่ำกว่ากรณีฐานซึ่งจะมีผลในทิศทางตรงกันข้ามกับกรณีที่ราคาน้ำมันแพงขึ้น ทำให้การขยายตัวทางเศรษฐกิจสูงกว่าในกรณีฐานได้ ทั้งนี้ คณะกรรมการฯ ให้ข้อสมมติราคาน้ำมันดูไบเฉลี่ยสำหรับกรณีสูง (High Case) เพิ่มขึ้นจากกรณีฐานประมาณ 1.5 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (+1.5 S.D.) ทำให้ได้ค่าเฉลี่ยในปี 2552 และปี 2553 ที่ 61 และ 75 ดอลลาร์ สรอ. ต่อบาร์เรล ตามลำดับ ขณะที่ให้ข้อสมมติราคาน้ำมันดูไบเฉลี่ยสำหรับกรณีต่ำ (Low Case) ไว้ที่ 34.4 และ 33.6 ดอลลาร์ สรอ. ต่อบาร์เรล ในปี 2552 และปี 2553 ตามลำดับ ลดลงจากกรณีฐานประมาณ 1.0 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (-1.0 S.D.)

นอกจากราคาน้ำมันที่อาจต่ำลงแล้ว การดำเนินนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของประเทศอุตสาหกรรมหลักอาจมีประสิทธิผลมากพอที่จะช่วยพยุงเศรษฐกิจโลกไม่ให้ชะลอตัวมากเท่าที่คาดไว้ในกรณีฐาน และมีความเป็นไปได้เช่นกันที่การขาดดุลการคลังเพิ่มเติมและการเร่งรัดการใช้จ่ายเงินนอกงบประมาณจะสามารถกระตุ้นเศรษฐกิจไทยได้เร็วและมีประสิทธิผลกว่าที่คาดไว้ในกรณีฐานด้วย โดยเฉพาะหากรัฐบาลมีโครงการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่สำคัญ ซึ่งจะช่วยให้ภาคเอกชนมีการลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้อง อันจะทำให้การลงทุนภาคเอกชนกลับฟื้นตัวได้อย่างค่อนข้างรวดเร็วในช่วงกลางปี 2553

ในภาพรวมคณะกรรมการฯ ประเมินว่าความไม่แน่นอนต่างๆ มีมากกว่าในรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อฉบับก่อน ในขณะที่ความเสี่ยงด้านลบมีมากกว่าความเสี่ยงด้านบวกค่อนข้างมาก Fan Chart ของอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ



Fan Chart ของอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจเบื้องต้น เพื่อสะท้อนความเสี่ยงด้านลบที่มากกว่าความเสี่ยงด้านบวก

ที่มาของข้อมูล: แผนภาพกราฟพัด (Fan Chart) ครอบคลุมปีงบประมาณตั้งแต่ปี 2549 ถึง 2553

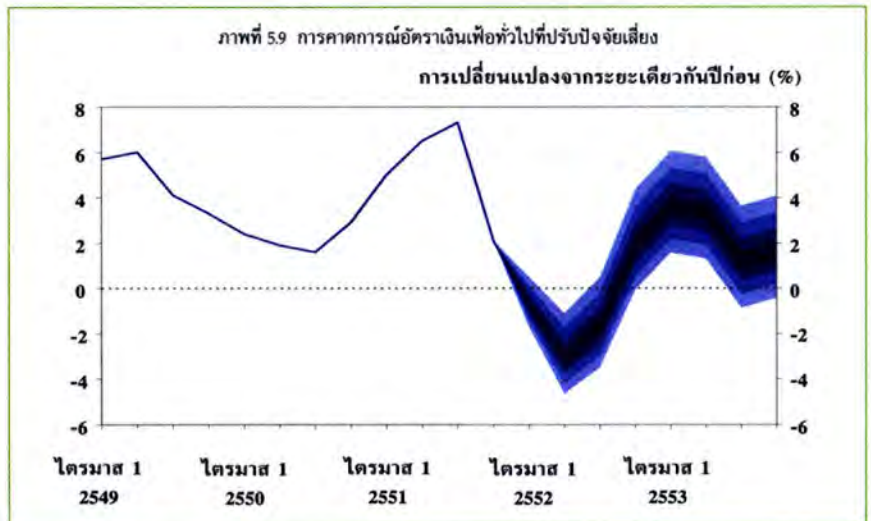
ในครั้งนี้อาจมีความกว้างมากกว่า Fan Chart ในรายงานฉบับก่อนเล็กน้อย และเบี่ยงค่อนข้างมากเพื่อสะท้อนความเสี่ยงด้านลบที่มากกว่าความเสี่ยงด้านบวก

### ความเสี่ยงที่มีต่อประมาณการอัตราเงินเฟ้อ

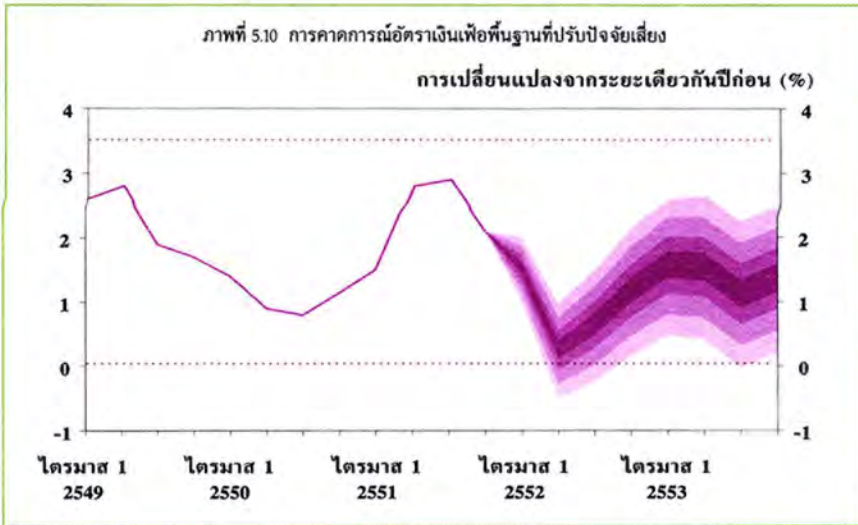
คณะกรรมการฯ ประเมินว่า ความเสี่ยงหลักที่อาจทำให้อัตราเงินเฟ้อสูงกว่าในกรณีฐาน มาจากราคาน้ำมันเป็นสำคัญจากสาเหตุดังที่ได้กล่าวมาแล้ว อย่างไรก็ตาม หากเศรษฐกิจโลกชะลอตัวลงมากกว่าในกรณีฐานก็มีโอกาสที่ราคาน้ำมันและราคาสินค้าโภคภัณฑ์ในตลาดโลกจะปรับลดลงกว่าที่คาด นอกจากนี้ การเพิ่มการผลิตสินค้าเกษตร โดยเฉพาะข้าว เพื่อตอบสนองต่อราคาที่สูงขึ้นมากในช่วงก่อนหน้านี้ อาจทำให้มีสินค้าเกษตรออกสู่ตลาดในปริมาณมาก ซึ่งอาจกดดันให้ราคาลดต่ำกว่ากรณีฐานได้อีกทางหนึ่ง

ในภาพรวมคณะกรรมการฯ เห็นว่าความไม่แน่นอนต่างๆ ยังมีอยู่มากตลอดช่วงประมาณการ โดยในระยะสั้น ความไม่แน่นอนส่วนหนึ่งมาจากผลของมาตรการดูแลค่าครองชีพของภาครัฐในส่วนของ การปรับสเปคผู้ที่จะได้ใช้ไฟฟ้าฟรี และมาตรการช่วยเหลือด้านการศึกษาซึ่ง ณ วันที่ประมาณการยังขาดความชัดเจนทั้งในรายละเอียดและวิธีการบันทึกราคา นอกจากนี้ คณะกรรมการฯ ประเมินว่าความเสี่ยงด้านสูงของราคาน้ำมันน่าจะมีมากกว่าด้านต่ำ ดังนั้น Fan Chart ของอัตราเงินเฟ้อทั่วไปจึงเบี่ยงขึ้นตลอดช่วงประมาณการตามความเสี่ยงจากราคาน้ำมันเป็นสำคัญ อย่างไรก็ตาม Fan Chart ของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเบี่ยงสอดคล้องกับ Fan Chart ของอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่มีความเสี่ยงด้านต่ำมากกว่าด้านสูง

Fan Chart ของอัตราเงินเฟ้อทั่วไปเบี่ยงขึ้นตามความเสี่ยงจากราคาน้ำมันเป็นสำคัญขณะที่ Fan Chart ของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเบี่ยงสอดคล้องกับ Fan Chart ของอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ



หมายเหตุ: แผนภาพพู่พัด (Fan Chart) ครอบคลุมโอกาสที่จะเกิดขึ้นร้อยละ 90



หมายเหตุ: แผนภาพเฟน (Fan Chart) ครอบคลุมโอกาสที่จะเกิดขึ้นร้อยละ 90

ทั้งนี้ มีโอกาสพอสมควรที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานจะลดลงต่ำกว่าร้อยละ 0 ในไตรมาสที่ 2 และ 3 ของปี 2552 แต่คณะกรรมการฯ มองว่า อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานจะสามารถกลับเข้าสู่เป้าหมายได้ในระยะต่อไปหลังจากที่ได้ดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายลงอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา ทั้งนี้ การกลับเข้าสู่เป้าหมายในระยะสั้นขึ้นอยู่กับข้อสมมติที่ว่ารัฐบาลจะไม่ต่ออายุมาตรการดูแลค่าครองชีพออกไปอีก

ตารางที่ 5.1 โอกาสที่จะเกิดขึ้นของการขยายตัวทางเศรษฐกิจในอัตราต่างๆ

หน่วย: %	2551	2552				2553			
	ไตรมาส 4	ไตรมาส 1	ไตรมาส 2	ไตรมาส 3	ไตรมาส 4	ไตรมาส 1	ไตรมาส 2	ไตรมาส 3	ไตรมาส 4
< (-0.5)	59	61	31	11	1	1	2	6	2
(-0.5) - 0.0	22	15	13	7	1	1	2	4	2
0.0 - 0.5	13	11	14	9	2	2	3	5	3
0.5 - 1.0	5	7	14	11	3	3	5	7	4
1.0 - 1.5	1	3	11	12	5	5	7	9	6
1.5 - 2.0	0	1	8	13	7	7	8	10	7
2.0 - 2.5	0	0	5	12	9	9	10	11	9
2.5 - 3.0	0	0	2	10	11	10	11	12	10
3.0 - 3.5	0	0	1	7	12	12	12	11	11
3.5 - 4.0	0	0	0	4	13	12	11	9	11
4.0 - 4.5	0	0	0	2	11	12	10	7	10
4.5 - 5.0	0	0	0	1	9	10	7	4	9
5.0 - 5.5	0	0	0	1	7	7	5	3	6
5.5 - 6.0	0	0	0	0	4	5	3	1	4
> 6.0	0	0	0	0	4	5	3	1	5

อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจในปี 2552 และ 2553 คาดว่าจะอยู่ในช่วงร้อยละ 0 - 2 และร้อยละ 2 - 4 ตามลำดับ

สำหรับโอกาสที่จะเกิดขึ้น (Probability) ของอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ เมื่อนำค่าประมาณการอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่อยู่ในช่วงซุ่มที่สุดของ Fan Chart ในแต่ละไตรมาสมาเฉลี่ยรายปีแล้ว คณะกรรมการฯ ประเมินว่าในปี 2552 และปี 2553 อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจมีโอกาสมากที่สุดที่จะเฉลี่ยอยู่ในช่วงร้อยละ 0 - 2 และ 2 - 4 โดยโอกาสที่จะเกิดขึ้นมีอยู่ที่ประมาณร้อยละ 84.3 และ 75.9 ตามลำดับ

อัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปี 2552 และ 2553 คาดว่าจะอยู่ในช่วงร้อยละ -1.5 - 0.5 และ 1.5 - 3.5 ตามลำดับ

ส่วนอัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปี 2552 มีโอกาสที่จะเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ -1.5 - 0.5 ด้วยความน่าจะเป็นร้อยละ 90.4 และในปี 2553 คาดว่าจะเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 1.5 - 3.5 โดยมีความน่าจะเป็นร้อยละ 82.4 ประมาณการนี้ต่ำกว่าประมาณการครั้งก่อนมากจากการปรับลดข้อสมมติราคาน้ำมันเป็นสำคัญ

ตารางที่ 52 โอกาสที่จะเกิดขึ้นของอัตราเงินเฟ้อทั่วไปในอัตราต่างๆ

หน่วย: %	2552				2553			
	ไตรมาส 1	ไตรมาส 2	ไตรมาส 3	ไตรมาส 4	ไตรมาส 1	ไตรมาส 2	ไตรมาส 3	ไตรมาส 4
< (-4.0)	0	14	2	0	0	0	0	0
(-4.0) - (-3.0)	0	32	10	0	0	0	0	0
(-3.0) - (-2.0)	2	31	25	0	0	0	1	0
(-2.0) - (-1.0)	28	17	30	1	0	0	4	2
(-1.0) - 0.0	50	5	21	5	0	0	12	8
0.0 - 1.0	18	1	9	16	2	3	24	19
1.0 - 2.0	2	0	3	26	8	10	27	27
2.0 - 3.0	0	0	0	25	20	23	19	24
3.0 - 4.0	0	0	0	17	27	27	9	13
4.0 - 5.0	0	0	0	8	23	21	3	5
> 5.0	0	0	0	3	20	16	1	2

ในขณะเดียวกัน คณะกรรมการฯ ประเมินว่าอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในปี 2552 จะเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 0.5 - 1.5 โดยมีความความน่าจะเป็นร้อยละ 95.9 และในปี 2553 คาดว่าจะเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 1 - 2 ด้วยความน่าจะเป็นร้อยละ 84.9

หน่วย: %	2552				2553			
	ไตรมาส 1	ไตรมาส 2	ไตรมาส 3	ไตรมาส 4	ไตรมาส 1	ไตรมาส 2	ไตรมาส 3	ไตรมาส 4
	< 0	0	30	12	3	1	1	6
0.0 - 0.5	0	42	28	11	5	5	13	9
0.5 - 1.0	5	24	36	25	14	15	25	19
1.0 - 1.5	43	4	19	32	27	26	28	28
1.5 - 2.0	47	0	4	21	29	27	19	24
2.0 - 2.5	5	0	0	7	18	17	8	13
2.5 - 3.0	0	0	0	1	6	6	2	4
3.0 - 3.5	0	0	0	0	1	1	0	1
> 3.5	0	0	0	0	0	0	0	0

อัตราเงินเพื่อพื้นฐานในปี 2552 และปี 2553 คาดว่า จะอยู่ในช่วงร้อยละ 0.5 - 1.5 และ 1 - 2 ตามลำดับ

### ประมาณการเศรษฐกิจไทยของหน่วยงานวิจัยต่างๆ

ผลการสำรวจโดยสำนักข่าวรอยเตอร์ (ประเทศไทย) พบว่า ค่าเฉลี่ยของประมาณการอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทยในปี 2552 โดยหน่วยงานวิจัยต่างๆ อยู่ที่ร้อยละ 2.4 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของผลการสำรวจเมื่อวันที่ 30 กันยายน 2551 ที่ร้อยละ 5.0 และสำหรับปี 2553 หน่วยงานวิจัยทุกแห่งคาดว่าเศรษฐกิจไทยจะฟื้นตัวและมีอัตราการขยายตัวสูงกว่าในปี 2552 โดยค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 3.9

	(30 ก.ย. 51)		(11 ธ.ค. 51)	
	2551	2552	2552	2553
	Capital Nomura	4.9	4.8	3.0
Kasikorn Research	5.0	5.0	3.5	4.5
Phatra Securities	5.1	4.7	3.3	4.0
SCB Securities	5.1	5.3	2.5	4.0
Stanchart	4.7	4.5	3.0	4.5
TISCO Securities	5.2	5.4	-0.8	2.5
Average	4.9	5.0	2.4	3.9
NESDB	5.2-5.7 <sup>1/</sup>	n.a.	3.0-4.0 <sup>2/</sup>	n.a.

<sup>1/</sup> ณ วันที่ 25 สิงหาคม 2551 พร้อมประกาศตัวเลข GDP ของไตรมาสที่ 2 ปี 2551

<sup>2/</sup> ณ วันที่ 24 พฤศจิกายน 2551 พร้อมประกาศตัวเลข GDP ของไตรมาสที่ 3 ปี 2551

ที่มา: สำนักข่าวรอยเตอร์ สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ และค่าเฉลี่ยคำนวณโดยธนาคารแห่งประเทศไทย

การคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปี 2552 เฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 2.6 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของผลการสำรวจครั้งก่อนที่ร้อยละ 4 ตามการปรับลดลงของราคาน้ำมันโลกและการชะลอตัวของอุปสงค์ ในขณะที่ประมาณการอัตราเงินเฟ้อทั่วไปของปี 2553 เฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 3.5

ตารางที่ 5.5 การคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อไทยของหน่วยงานวิจัยต่างๆ				
	(30 ก.ย. 51)		(11 ธ.ค. 51)	
	2551	2552	2552	2553
Capital Nomura	7.2	4.0	4.0	n.a.
Kasikorn Research	6.3	3.0	2.3	3.0
Phatra Securities	6.5	3.7	3.0	3.0
SCB Securities	6.3	3.6	2.0	5.0
Stanchart	6.4	3.8	2.5	3.0
TISCO Securities	6.5	4.1	1.6	3.4
Average	6.7	4.0	2.6	3.5
NESDB	6.5-7.0 <sup>1/</sup>	n.a.	2.5-3.5 <sup>2/</sup>	n.a.

<sup>1/</sup> ณ วันที่ 25 สิงหาคม 2551 พร้อมประกาศตัวเลข GDP ของไตรมาสที่ 2 ปี 2551

<sup>2/</sup> ณ วันที่ 24 พฤศจิกายน 2551 พร้อมประกาศตัวเลข GDP ของไตรมาสที่ 3 ปี 2551

ที่มา: สำนักข่าวรอยเตอร์ สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ และค่าเฉลี่ยคำนวณโดยธนาคารแห่งประเทศไทย

## 6. บทสรุป

ในไตรมาสที่ 4 ของปี 2551 วิกฤตการณ์การเงินโลกส่งผลที่รุนแรงขึ้นต่อภาคเศรษฐกิจจริงในประเทศอุตสาหกรรมหลัก ซึ่งกระทบต่อภาวะการส่งออกของประเทศในภูมิภาค รวมถึงการส่งออกของไทยที่เริ่มหดตัวจากระยะเดียวกันปีก่อน ในขณะที่เดียวกันปัญหาความวุ่นวายทางการเมืองจนถึงกับมีการปิดสนามบินสำคัญในช่วงปลายเดือนพฤศจิกายนต่อเนื่องถึงต้นเดือนธันวาคมทำให้ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและนักลงทุนที่เปราะบางอยู่แล้วทรุดลงไปอีก รวมทั้งยังทำให้รายได้จากการท่องเที่ยวหดตัวอย่างมาก ในภาพรวมไตรมาสที่ 4 จึงอาจไม่ขยายตัวเลยหรือหดตัวเล็กน้อยจากไตรมาสเดียวกันปีก่อน ส่งผลให้ทั้งปี 2551 เศรษฐกิจขยายตัวต่ำกว่าช่วงประมาณการที่ให้ไว้ในรายงานฉบับที่แล้ว นอกจากนี้ ในระยะข้างหน้าปัจจัยเสี่ยงต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจมีมากขึ้นพอสมควรเมื่อเทียบกับการประเมินของคณะกรรมการฯ ในรายงานฉบับเดิม สะท้อนได้จากการปรับลดช่วงประมาณการอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของปี 2552 และปี 2553 ลงอย่างชัดเจนทั้งสองปี

ในขณะเดียวกันอัตราเงินเพื่อปรับลดลงมากตามราคาน้ำมันที่ลดลงอย่างรวดเร็วจากการอ่อนตัวของเศรษฐกิจโลก ประกอบกับความต้องการในประเทศที่ชะลอตัวช่วยลดแรงกดดันเงินเฟ้อจากด้านอุปสงค์อีกทางหนึ่ง ในภาพรวม คณะกรรมการฯ ประเมินว่าความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อปรับลดลงยิ่งกว่าที่เคยคาดไว้ สอดคล้องกับการปรับลดประมาณการอัตราเงินเฟ้อทั่วไปและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานสำหรับช่วง 8 ไตรมาสข้างหน้า

จากการประเมินแนวโน้มเศรษฐกิจดังกล่าว คณะกรรมการฯ เห็นว่าในภาวะที่อัตราเงินเฟ้อน่าจะต่ำต่อเนื่องไปอีกระยะหนึ่ง นโยบายการเงินสามารถผ่อนคลายลงได้พอสมควรเพื่อช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจที่ได้รับผลกระทบจากปัจจัยลบทั้งในและต่างประเทศ โดยเฉพาะในช่วงที่นโยบายการคลังยังต้องใช้เวลากว่าจะดำเนินการได้และมีประสิทธิผล จึงมีมติให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายร้อยละ 1.00 ต่อปี จากร้อยละ 3.75 เป็นร้อยละ 2.75 ต่อปี ในวันที่ 3 ธันวาคม 2551 และปรับลดอีกร้อยละ 0.75 ต่อปี เป็นร้อยละ 2.00 ต่อปี ในวันที่ 14 มกราคม 2552

สรุปภาพรวม

จากการแลกเปลี่ยนความคิดเห็นกับนักธุรกิจ สถาบันและสมาคมธุรกิจในสาขาต่างๆ ทั่วประเทศจำนวน 137 รายในช่วงไตรมาสที่ 4 ของปี 2551\* พบว่าภาวะธุรกิจโดยรวมยังคงชะลอตัวต่อเนื่อง โดยมีปัจจัยลบที่สำคัญคือเศรษฐกิจโลกที่ถดถอยและสถานการณ์ความไม่แน่นอนทางการเมืองในประเทศที่ส่งผลกระทบต่อการค้าเงินธุรกิจและการตัดสินใจลงทุนของผู้ประกอบการ ทั้งนี้ อัตราการใช้กำลังการผลิตต่ำลง ขณะที่เริ่มมีสัญญาณการอ่อนตัวของตลาดแรงงาน ซึ่งหากเศรษฐกิจชะลอตัวต่อเนื่องและผู้ประกอบการไม่สามารถปรับตัวได้ อาจจะต้องมีการปรับลดจำนวนคนงานลงในระยะต่อไป สำหรับแนวโน้มในช่วงไตรมาสที่ 1 ของปี 2552 ผู้ประกอบการคาดว่าอุปสงค์บริโภคและการลงทุนภาคเอกชนจะชะลอตัวต่อไปอีก ทั้งจากการอ่อนตัวของอุปสงค์ในประเทศตามความเชื่อมั่นที่ลดลงและจากการชะลอตัวของการส่งออกตามอุปสงค์รวมจากต่างประเทศ แม้ว่าอุปสงค์จากประเทศเศรษฐกิจใหม่ (Emerging economies) จะยังคงเพิ่มขึ้นก็ตาม

- การบริโภคภาคเอกชน ชะลอตัวลงต่อเนื่องจากไตรมาสก่อนตามภาวะเศรษฐกิจโดยรวมที่ชะลอตัวและความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่อยู่ในระดับต่ำ สะท้อนได้จากยอดขายรายสินค้าของธุรกิจต่างๆ ที่เริ่มชะลอลง โดยเฉพาะสินค้าประเภทอาหารและเครื่องใช้ เฟอร์นิเจอร์ รถยนต์และจักรยานยนต์ เครื่องหนัง สิ่งทอและเครื่องนุ่งห่ม อิเล็กทรอนิกส์ เคมีภัณฑ์ และอสังหาริมทรัพย์
- การลงทุนภาคเอกชน หดตัวจากไตรมาสก่อนหน้า จากปัญหาทางการเมืองและภาวะเศรษฐกิจโลกซึ่งทำให้นักลงทุนขาดความเชื่อมั่น กอปรกับสถาบันการเงินมีความเข้มงวดมากขึ้นในการให้สินเชื่อแก่ภาคธุรกิจ ส่งผลให้ต้องชะลอการลงทุนออกไป
- การส่งออก เริ่มหดตัวในไตรมาสที่ 4 ของปี 2551 ตามการชะลอตัวอย่างมากของอุปสงค์จากประเทศคู่ค้าที่สำคัญ ทั้งนี้ พบว่าผู้ส่งออกขนาดกลางและขนาดย่อมได้รับผลกระทบจากการชะลอตัวของการส่งออกมากกว่าผู้ส่งออกรายใหญ่
- การจ้างงาน ในไตรมาสที่ 4 ของปี 2551 ผู้ประกอบการส่วนใหญ่ที่ได้รับผลกระทบจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจพยายามปรับตัวด้วยการลดเวลาการทำงาน ลดแรงงานประเภท Subcontractor แต่ไม่เลิกจ้างแรงงานประจำ สำหรับแรงงานที่ถูกเลิกจ้างจากโรงงานอุตสาหกรรมที่ต้องปิดกิจการถูกรองรับโดยตำแหน่งงานในโรงงานอุตสาหกรรมเปิดใหม่ซึ่งมีจำนวนมากกว่า นอกจากนี้ยังมีแรงงานบางส่วนที่ถูกเลิกจ้างโยกย้ายไปทำงานในภาคเกษตรเป็นจำนวนมากขึ้น
- ต้นทุนการค้าเงินธุรกิจและราคาสินค้า ปรับลดลงในไตรมาสที่ 4 ของปี 2551 จากราคาน้ำมันที่ปรับลดลงและความพยายามที่จะปรับลดต้นทุนการค้าเงินธุรกิจลงเพื่อรับมือกับการชะลอตัวของเศรษฐกิจโดยรวม อย่างไรก็ตาม ราคาสินค้าและบริการส่วนใหญ่ยังไม่มีการปรับลดราคาลงอย่างชัดเจน เนื่องจากในช่วงที่ผ่านมาผู้ประกอบการเป็นผู้แบกรับภาระต้นทุนที่เพิ่มขึ้น ทำให้ไม่สามารถปรับราคาลงได้มากนัก
- อสังหาริมทรัพย์ อุปสงค์ของตลาดอสังหาริมทรัพย์ชะลอตัวลงเล็กน้อยตามภาวะเศรษฐกิจโดยรวมที่ชะลอตัวลงและความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ลดต่ำลง ขณะที่อุปทานของตลาดชะลอตัวลงเช่นกัน โดยจำนวนที่อยู่อาศัยเปิดตัวใหม่ในช่วงครึ่งหลังของปี 2551 เริ่มลดลงเมื่อเทียบกับระยะเดียวกันปีก่อน สอดคล้องกับยอดขายปูนซิเมนต์ที่หดตัวอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2550 และการที่สถาบันการเงินมีความระมัดระวังมากขึ้นในการให้สินเชื่อแก่ผู้ประกอบการภาคอสังหาริมทรัพย์
- สินเชื่อ ความต้องการสินเชื่อระยะยาวและความต้องการสินเชื่อของธุรกิจขนาดใหญ่ในไตรมาสที่ 4 ของปี 2551 ทรงตัวใกล้เคียงกับไตรมาสก่อนหน้า ในขณะที่ความต้องการสินเชื่อระยะสั้นและความต้องการสินเชื่อของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมเพิ่มขึ้นเล็กน้อย อย่างไรก็ตาม การปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงินมีความเข้มงวดมากขึ้นต่อเนื่องจากไตรมาสที่แล้ว ส่งผลให้อัตราการอนุมัติสินเชื่อทุกประเภทลดลง
- ปัจจัยเสี่ยงและอุปสรรคในการดำเนินธุรกิจ ผู้ประกอบการมีความกังวลต่อการชะลอตัวของอุปสงค์ทั้งจากตลาดในและต่างประเทศ แม้ว่าแรงกดดันทางด้านต้นทุนจะผ่อนคลายลงมากตามราคาน้ำมันที่ปรับลดลง ส่งผลให้ผู้ประกอบการส่วนหนึ่งพยายามปรับตัวด้วยการลดต้นทุนและเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต แสวงหาตลาดใหม่ กระจายการส่งออกไม่ให้เกิดการกระจุกตัว และเพิ่มสัดส่วนที่เป็นตลาดในประเทศ

\* รวมถึงการตอบกลับแบบสำรวจความเชื่อมั่นผู้ประกอบการและแบบสอบถามพิเศษจากผู้ประกอบการจำนวน 572 ราย

## ภาคผนวก: แบบจำลองเศรษฐกิจสำหรับนโยบายการเงิน ภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ<sup>1/</sup>

การดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) ให้ความสำคัญกับการวิเคราะห์และประเมินแนวโน้มเศรษฐกิจในอนาคตให้ได้อย่างถูกต้องและมีความเป็นเหตุเป็นผล เพื่อให้การตัดสินใจนโยบายการเงินเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและเหมาะสมต่อการดูแลเสถียรภาพเศรษฐกิจการเงิน ดังนั้น คณะกรรมการนโยบายการเงินจำเป็นต้องใช้แบบจำลองเศรษฐกิจเป็นเครื่องมือในการประมาณการแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ และประเมินผลกระทบของปัจจัยแวดล้อมต่างๆ รวมทั้งนโยบายเศรษฐกิจที่สำคัญ ตลอดจนใช้เป็นเครื่องมือในการสื่อสารกับสาธารณชนเกี่ยวกับแนวโน้มเศรษฐกิจ มุมมองของคณะกรรมการฯ และเหตุผลของการตัดสินใจ

แบบจำลองเศรษฐกิจที่เป็นประโยชน์ต่อคณะกรรมการฯ ต้องมีคุณสมบัติที่สามารถช่วยให้คณะกรรมการฯ และเจ้าหน้าที่ ธปท. ทำความเข้าใจถึงการเปลี่ยนแปลงต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจอันเกิดจากปฏิสัมพันธ์ที่ซับซ้อนของภาคส่วนต่างๆ ได้อย่างมีเหตุผล รวมทั้งสามารถช่วยคณะกรรมการฯ ในการประมาณการแนวโน้มเศรษฐกิจได้อย่างค่อนข้างแม่นยำ อย่างไรก็ตาม แบบจำลองใดแบบจำลองหนึ่งยังไม่สามารถทำหน้าที่ทั้งหมดได้อย่างสมบูรณ์ คณะกรรมการฯ จึงเห็นประโยชน์ของการใช้แบบจำลองเศรษฐกิจหลายประเภทเพื่อเป็นเครื่องมือเสริมซึ่งกันและกันในการวิเคราะห์และพยากรณ์เศรษฐกิจประกอบการตัดสินใจนโยบายการเงิน รวมทั้งให้ความสำคัญกับการพัฒนาแบบจำลองในรูปแบบต่างๆ อย่างต่อเนื่อง โดยแบบจำลองที่มีการพัฒนาอยู่ในขณะนี้

1. แบบจำลองเศรษฐกิจมหภาค (Bank of Thailand's Macroeconometric Model - BOTMM) เป็นแบบจำลองหลักที่คณะกรรมการฯ ใช้ในการประมาณการแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อเริ่มเผยแพร่ครั้งแรกในรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อฉบับเดือนกรกฎาคม 2543 และมีการปรับปรุงมาเป็นระยะ แบบจำลอง BOTMM เป็นระบบสมการที่สรุปกลไกสำคัญภายในระบบเศรษฐกิจจากความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่สำคัญต่างๆ โดยใช้วิถีหาความสัมพันธ์ทางเศรษฐกิจ (Error Correction Mechanism) ระหว่างตัวแปรเหล่านี้ทั้งในระยะสั้นและระยะยาวตาม

<sup>1/</sup> รายละเอียดแบบจำลองประเภทต่างๆ ปรากฏอยู่ใน BOT Website ที่ [www.bot.or.th](http://www.bot.or.th) ภายใต้หัวข้อ นโยบายการเงิน / การดำเนินนโยบาย / แบบจำลองเศรษฐกิจ

หลักทฤษฎีจากข้อมูลรายไตรมาสนับตั้งแต่ปี 2536 จนถึงปัจจุบัน ประกอบด้วย สมการเชิงพฤติกรรม (Behavioural Equations) 25 สมการและสมการเอกลักษณ์ (Identities) 44 สมการ ครอบคลุมภาคเศรษฐกิจสำคัญ 4 ภาค คือ ภาค เศรษฐกิจจริง ภาคการเงิน ภาคต่างประเทศ และภาครัฐบาล แบบจำลองนี้มีบทบาทสำคัญในการประมาณการเศรษฐกิจ รวมทั้งการประเมินผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายและข้อสมมติต่างๆ เช่น รายจ่ายของภาครัฐ ราคาน้ำมัน และอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจประเทศคู่ค้า อย่างไรก็ตาม แบบจำลองนี้มีข้อจำกัดในการนำมาใช้ตอบคำถามที่มีลักษณะเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างของเศรษฐกิจ อาทิ ผลกระทบของการเปลี่ยนระบบภาษีหรือการเปลี่ยนนโยบาย (Policy Regime) ต่างๆ เพราะไม่ได้สร้างจากการทำความเข้าใจในพฤติกรรมของแต่ละหน่วยเศรษฐกิจที่อาจเปลี่ยนแปลงไปจากผลของนโยบายภาครัฐ โดยเฉพาะในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการคาดการณ์ (Expectation Formation)

2. แบบจำลองเศรษฐกิจกึ่งโครงสร้างขนาดเล็ก (Small Semi-structural Model) มีพื้นฐานแนวคิดมาจากทฤษฎีเศรษฐศาสตร์ในกลุ่ม New Keynesian ประกอบไปด้วยสมการเชิงพฤติกรรม (Behavioural Equations) เพียง 5 สมการ ที่ใช้อธิบายการเปลี่ยนแปลงในระบบเศรษฐกิจผ่านพลวัตของตัวแปรสำคัญ คือ ช่องว่างการผลิต (Output Gap) อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย อัตราแลกเปลี่ยน และดุลบัญชีเดินสะพัด และสมการเชิงพฤติกรรมสำหรับอธิบายพลวัตในระบบเศรษฐกิจต่างประเทศอีก 4 สมการ โดยกำหนดค่า Parameters จากเทคนิค Bayesian Estimation ที่มีการผสมผสานเทคนิคทางสถิติกับความเข้าใจโครงสร้างของระบบเศรษฐกิจ แบบจำลองประเภทนี้มีบทบาทในการใช้ศึกษาผลกระทบของปัจจัยต่างๆ ต่อตัวแปรหลักในระบบเศรษฐกิจ ซึ่งขนาดที่เล็กของแบบจำลองทำให้มีความคล่องตัวและช่วยให้สามารถเข้าใจเหตุผลสำคัญที่สามารถนำไปใช้สื่อสารกับสาธารณชนได้ง่าย

3. แบบจำลอง Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE) มีพื้นฐานการสร้างจาก Growth and Business Cycle Theory ใน General Equilibrium Setup โดยให้ความสำคัญกับการเข้าใจถึงกระบวนการตัดสินใจบริโภคและลงทุนเพื่อให้ได้มาซึ่งอรรถประโยชน์และกำไรสูงสุดภายใต้ข้อจำกัดต่างๆ ของครัวเรือนและภาคธุรกิจ แบบจำลองนี้สามารถนำมาใช้อธิบายกลไกการเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจได้ดีเนื่องจากความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างในแบบจำลองมีความสอดคล้องกันอย่างเป็นระบบ ที่สำคัญคือ Parameters เชิงโครงสร้างในแบบจำลองถูกกำหนดมาเพื่อให้สะท้อนลักษณะเด่น (Salient Features)

ของเศรษฐกิจไทย โดยสามารถหลีกเลี่ยงปัญหา Estimation ในกรณีที่ขาดข้อมูลระยะยาวหรือมีการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้าง (Structural Break) ที่สำคัญในระบบเศรษฐกิจ นอกจากนี้ เนื่องจาก Parameters ดังกล่าวไม่ถูกกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของนโยบาย ทำให้แบบจำลองนี้สามารถอธิบายพลวัตของตัวแปรต่างๆ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายเศรษฐกิจ โดยเฉพาะนโยบายที่มีผลต่อการคาดการณ์ของครัวเรือนและธุรกิจได้ดีกว่าแบบจำลองประเภทอื่น

4. แบบจำลองเศรษฐกิจอื่น ๆ เช่น แบบจำลองเสริม (Satellite Models) ที่จัดอยู่ในประเภท Macroeconometric Model เช่นเดียวกับ BOTMM ได้แก่ (1) แบบจำลองงบการเงินภาคธุรกิจ และ (2) แบบจำลองงบการเงินภาคครัวเรือน รวมทั้งแบบจำลองประเภท Vector Autoregressive Models (VARs) ที่ใช้ข้อมูลในช่วงเวลาก่อนหน้า (Lagged Variables) ในการอธิบายพลวัตหรือกลไกการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลทางเศรษฐกิจในช่วงเวลาปัจจุบัน

คณะกรรมการฯ อาศัยผลของแบบจำลองแต่ละประเภทที่มีจุดเด่นแตกต่างกันประกอบกับการใช้ดุลยพินิจ (Judgment) ทำให้สามารถประเมินแนวโน้มเศรษฐกิจและผลกระทบทางด้านนโยบาย (Policy Analysis) ได้อย่างครอบคลุมยิ่งขึ้น และช่วยทำให้สามารถดำเนินนโยบายการเงินได้อย่างเหมาะสม

วิชาดา