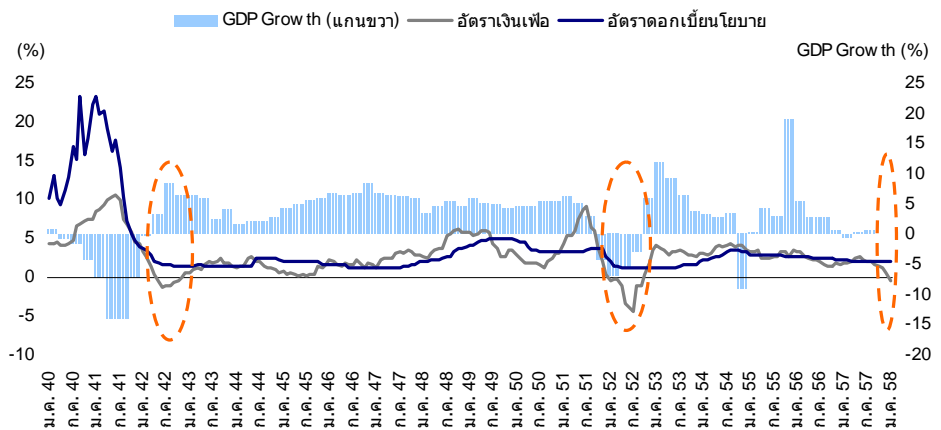


## ไทยมีแนวโน้มเข้าสู่วงจรดอกเบี้ยขาลงอีกครั้ง

SET Index	1,605.11 จุด
มูลค่าตลาด	14,935 พันล้านบาท
PER	16.07 เท่า

- เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มเติบโตต่ำกว่าเป้าหมาย แม้ล่าสุด IMF จะปรับลด GDP Growth ลง 0.2% เหลือ 3.6% ก็ตาม ทั้งนี้ นอกจากปัญหาวิกฤตการเงินในยุโรปที่ยังมีอยู่ ราคาน้ำมันที่ตกต่ำ ยังส่งผลกระทบต่อประเทศผู้ส่งออกน้ำมันให้ขาดดุลการค้า และ ขาดดุลบัญชีเดินสะพัด กดดันให้ค่าเงินโลกฟื้นพวน
- การอัดฉีดเงินผ่าน QE ของธนาคารกลางยุโรป คาดว่าจะเพิ่ม Money Supply ในสหภาพยุโรปได้ราว 10% และ ภาวะเงินเฟ้อที่ชะลอตัวทั่วโลก น่าจะหนุนให้ธนาคารกลางทั่วโลก ยังคงใช้นโยบายฯ ผ่านการตัดลดดอกเบี้ยต่อไปในปี 2558
- เงินเฟ้อไทยที่ติดลบ 0.41% เดือน ม.ค. 2558 ถือเป็นครั้งแรกในรอบ 64 เดือน และมีแนวโน้มที่เงินเฟ้อจะต่ำกว่า 0% หรือบวกลบเล็กน้อย ตลอด 6M58 (จากฐานเงินเฟ้อที่สูงในงวด 6M57) จึงคาดว่า คณะกรรมการนโยบายการเงิน มีช่องว่างที่ปรับลดดอกเบี้ยนโยบาย 0.25-0.5% ในปี 2558
- เศรษฐกิจที่ชะลอตัวกว่าคาด อาจจะมีผลทำให้ยอดส่งออกสุทธิของไทย ต่ำกว่าที่คาด โดยเบื้องต้นมีแนวโน้มปรับลดประมาณการ GDP growth ลง เหลือระหว่าง 3.3%-2.2% จากเดิม 3.5% หากยอดส่งออกลดลง 0.5%-2% จากสมมติฐานเดิมที่ 3.4% และกำหนดให้ยอดนำเข้าลดลงเล็กน้อยเหลือ 4.1% จากเดิม 4.3% จากผลประโยชน์ของราคาน้ำมันที่ลดลง

## ดอกเบี้ยนโยบาย vs เงินเฟ้อ vs GDP Growth ปี 2540-2558



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP, ธปท.

ภรณ์ ทองเย็น, CISA

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 004146

poranee@asiaplus.co.th

มาราพร กวีริยะกุล

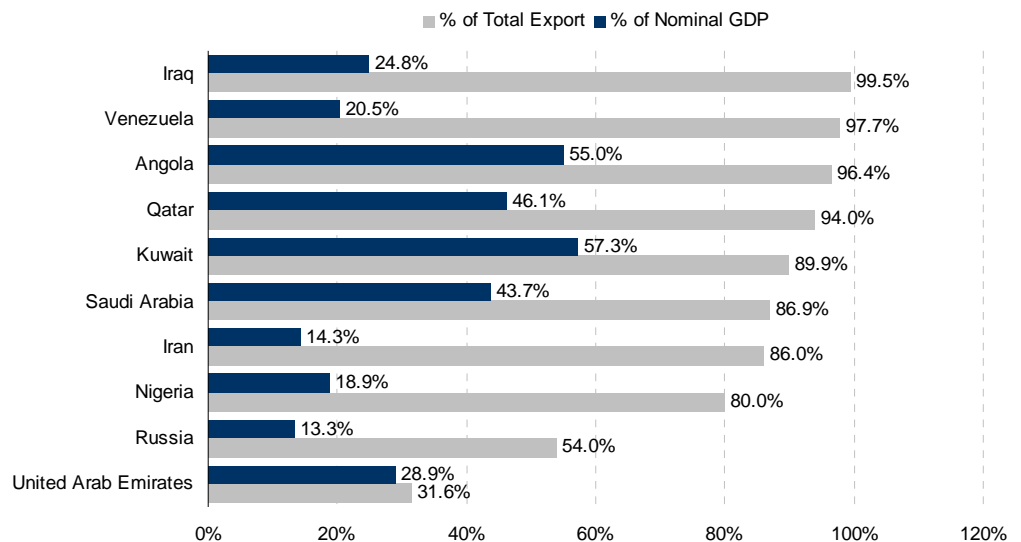
ผู้ช่วยนักเศรษฐศาสตร์

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือพันธผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณใด

## ปี 2558 เศรษฐกิจโลกเฟื่องฟูกับปัญหารอบด้าน

ท่ามกลางเศรษฐกิจโลกฟื้นตัวช้าๆ จากความกังวลต่อเศรษฐกิจยุโรป ที่ยังเผชิญกับภาวะชะลอตัว อันเป็นผลจากปัญหานี้สาธารณะ ที่ค้างคามานานตั้งแต่ปี 2552 ประกอบกับราคาน้ำมันดิบโลก ตกต่ำต่อเนื่องกว่า 50% จากกลางปี 2557 เป็นต้นมา ได้กดดันให้ภาวะเงินเฟ้อชะลอตัวทั่วโลก จนสร้างความกังวลว่าจะกลายเป็นภาวะฝืด คล้ายกับกรณีของญี่ปุ่นที่เกิดปัญหาต่อเนื่องมายาวนาน นอกจากนี้ผลกระทบจากราคาน้ำมันดิบโลกที่ตกต่ำอย่างต่อเนื่อง ยังส่งผลกระทบต่อประเทศผู้ส่งออกน้ำมันหลัก ๆ ของโลก โดยเฉพาะในกลุ่มตะวันออกกลาง และรัสเซีย ซึ่งมีส่วนแบ่งตลาดผู้ผลิตน้ำมันในโลกมากถึง 32% และ 14% ตามลำดับ ต้องเผชิญกับการสูญเสียรายได้ในรูปสกุลเงินตราต่างประเทศ เนื่องจากมีรายได้ส่งออกน้ำมันสัดส่วนสูง เมื่อเทียบกับรายได้จากการส่งออกทั้งหมด เช่น ผู้ส่งออกในกลุ่มตะวันออกมีรายได้จากการส่งออกน้ำมันกว่า 80% ของรายได้ส่งออกรวม และรัสเซียราว 54% เป็นต้น รายละเอียดดังปรากฏในภาพถัดไป

ประเทศผู้ส่งออกน้ำมัน เป็นผู้สูญเสียรายได้ในภาวะราคาน้ำมันตกต่ำ



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ผลกระทบที่ตามมาจะส่งผลให้ประเทศส่งออกน้ำมันต้องเผชิญกับภาวะขาดดุลการค้า และขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ซึ่งได้กดดันให้ค่าเงินของประเทศผู้ส่งออกเหล่านี้มีแนวโน้มตกต่ำ หรืออ่อนค่าอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ และกดดันให้ธนาคารกลางของประเทศเหล่านี้ต้องปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินผ่านการปรับเปลี่ยนดอกเบี้ยฯ เพื่อให้สอดคล้องกับปัญหาที่เกิดขึ้น เช่น รัสเซียมีการขึ้นดอกเบี้ยอย่างรวดเร็วจาก 10.5% เป็น 17% เมื่อเดือน ธ.ค.2557 แต่ได้ลดลงเหลือ 15% เมื่อเดือน ม.ค.2558 เพื่อดึงเงินตราต่างประเทศ เป็นต้น และล่าสุด ธนาคารกลางยูเครน ประกาศลดค่าเงินสกุล hryvnia ลงราว 3% อยู่ที่ระดับ 25.558 ต่อดอลลาร์สหรัฐฯ (จากเดิม 24.84เทียบดอลลาร์สหรัฐฯ) ซึ่งต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ เพื่อพยุงเศรษฐกิจที่เข้าสู่ภาวะวิกฤติหลังจากมีปัญหาคัดแย้งทางการเมืองกับรัสเซียมายาวนาน

ปัจจัยเหล่านี้ทำให้มีโอกาสนี้จะทำให้ให้นักเศรษฐศาสตร์สำคัญ ๆ ของโลก จะปรับลดประมาณการเศรษฐกิจโลกอีกครั้งหนึ่ง หลังจากที่ปรับลดครั้งแรกเมื่อเดือน ม.ค. 2558 โดยทั้ง IMF และ World Bank ได้ปรับลด GDP Growth โลก ลงเหลือ 3.5% และ 3% ตามลำดับ (จากเดิม 3.8% และ 3.4% ตามลำดับ) และในปี 2559 เหลือ 3.7% และ 3.3%ตามลำดับ (จากเดิม 4% และ 3.5% ตามลำดับ) โดยหลักๆ แล้วในปี 2558 ประเทศที่ IMF ได้ปรับลด ได้แก่ กลุ่มยุโรป เหลือ 1.2% (จากเดิม 1.3%) ซึ่งหากพิจารณารายประเทศ พบว่าปรับลด เยอรมัน ฝรั่งเศส อิตาลี และ รัสเซีย

ส่วน ทางฝั่งเอเชียได้ปรับลด ญี่ปุ่น จีน และอินเดีย และ อาเซียน-5 ตรงกันข้ามกับประเทศที่ปรับเพิ่ม ได้แก่ สหรัฐ และ สเปน ดังแสดงในตาราง

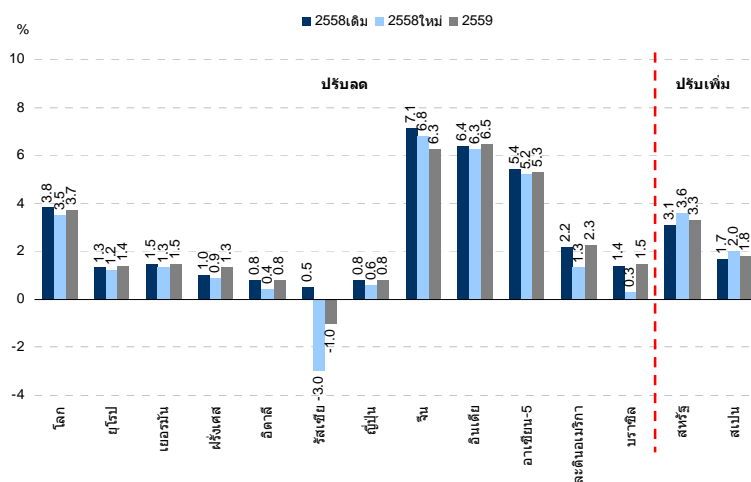
### การปรับลดประมาณการเศรษฐกิจโลกของ IMF และ World Bank

GDP Growth (%)	2558F				2559F		
	เดิม	ใหม่	เดิม	ใหม่	ใหม่	เดิม	ใหม่
โลก	3.8	3.5	3.4	3.0	3.7	3.5	3.3
<b>ปรับลด</b>							
ยุโรป	1.3	1.2	1.8	1.1	1.4	1.9	1.6
เยอรมัน	1.5	1.3	-	-	1.5	-	-
ฝรั่งเศส	1.0	0.9	-	-	1.3	-	-
อิตาลี	0.8	0.4	-	-	0.8	-	-
รัสเซีย	0.5	-3.0	0.5	-2.9	-1.0	0.1	-
ญี่ปุ่น	0.8	0.6	1.3	1.2	0.8	1.5	1.6
จีน	7.1	6.8	7.5	7.1	6.3	7.4	7.0
อินเดีย	6.4	6.3	6.3	6.4	6.5	6.6	7.0
อาเซียน-5	5.4	5.2	-	-	5.3	-	-
ละตินอเมริกา	2.2	1.3	2.9	1.7	2.3	3.5	2.9
บราซิล	1.4	0.3	2.7	1.0	1.5	3.1	2.5
ไทย	-	-	4.5	3.5	-	4.5	4.0
<b>ปรับเพิ่ม</b>							
สหรัฐ	3.1	3.6	3.0	3.2	3.3	3.0	3.0
สเปน	1.7	2.0	6.3	-	1.8	-	-

\*WorldBank ปรับครั้งที่ 1/58 วันที่ 14 ม.ค. 2558  
 \*IMF ปรับครั้งที่ 1/58 วันที่ 20 ม.ค. 2558

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP, IMF, World Bank

### ประมาณการ GDP Growth โลก ก่อนและหลังปรับเปลี่ยน



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP, IMF, World Bank

## แนวโน้มดอกเบี้ยยังอยู่ในวัฏจักรขาลง

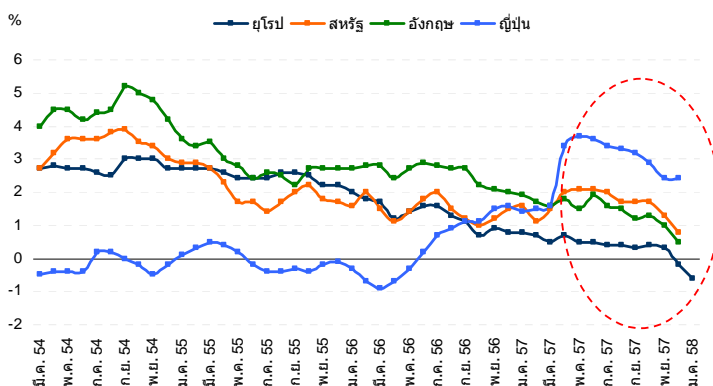
จากผลกระทบของเศรษฐกิจยุโรปชะลอตัวทำให้ ธนาคารกลางยุโรป หรือ ECB เตรียมอัดฉีดเงินเข้าสู่ระบบผ่าน QE เดือนละ 6 หมื่นล้านยูโรเป็นเวลา 19 เดือน เริ่มจากมี.ค. 2558 – ก.ย. 2559 หรือรวมเป็นเงินราว 1.14 ล้านล้านยูโร (คิดเป็น 4% ของ nominal GDP) ซึ่งน่าจะช่วยกระตุ้น money supply อย่างน้อย 10% ต่อปี (หรือ Money supply เพิ่ม เป็น 10.74 ล้านล้านยูโร) และ น่าจะเป็นปัจจัยหนุนตลาดหุ้น หากยึดผลตอบแทนด้านบวก เช่นเดียวกับการใช้ QE ในหลายประเทศที่ผ่านมา ได้แก่

- สหรัฐประกาศใช้ QE 3 รอบ รวมเป็นเงิน 2.57 ล้านล้านเหรียญฯ หรือ คิดเป็น 2.4% ของ Nominal GDP ทำให้ money supply เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 19% ต่อปี ระหว่างปี 2551-2557 และหนุนดัชนีตลาดหุ้นเพิ่มขึ้นประมาณ 50% จากปี 2552-2557
- อังกฤษใช้ QE ตั้งแต่ปี 2552 และเพิ่มขึ้นตามลำดับจนปัจจุบันใช้เงินรวม 3.75 แสนล้านปอนด์ หรือคิดเป็น 22% ของ nominal GDP (6 แสนล้านเหรียญฯ) และ ช่วยหนุน money supply เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 16% ต่อปี ในระหว่างปี 2552 – 2557 และหนุนดัชนีตลาดหุ้นเพิ่มขึ้น 59% นับตั้งแต่เริ่มใช้ QE
- ญี่ปุ่นเริ่มใช้ QE ตั้งแต่ปี 2553 และ เพิ่มวงเงินเท่าตัวทุกปี จนปัจจุบันกำหนดวงเงินไว้ที่ 80 ล้านล้านเยนต่อปี (7 แสนล้านเหรียญฯ) โดยรวม 5 ปีใช้เงินไปทั้งสิ้น 1.8 ล้านล้านเหรียญฯ (ณ สิ้นปี 2557 ยังไม่รวมปี 2558 อีกเฉลี่ยปีละ 75 ล้านล้านเยนต่อปี หรือ 6.35 แสนล้านเหรียญฯ ต่อปี) คิดเป็น 38% ของ nominal GDP ช่วยหนุน money supply เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 10% ต่อปี และหนุนดัชนีตลาดหุ้นญี่ปุ่นเพิ่มขึ้นในอัตราสูงถึง 71% ในช่วง 2556-2557

นอกจากนี้ ภาวะเงินเฟ้อตกต่ำทั่วโลก เริ่มจากฝั่งประเทศพัฒนาแล้ว พบว่าสหภาพยุโรป เผชิญกับเงินเฟ้อติดลบต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 โดยเดือน ม.ค. 2558 อยู่ที่ติดลบ 0.6% เทียบกับ ติดลบ 0.2% ในเดือน ธ.ค. 2557 (เป็นครั้งแรกในรอบ 5 ปี หลังจากติดลบครั้งล่าสุด เมื่อสิ้นปี 2552 จากปัญหาวิกฤตการเงินในยุโรป) และหากพิจารณารายประเทศพบว่าส่วนใหญ่เงินเฟ้อติดลบ ยกเว้น เยอรมัน ฝรั่งเศส และออสเตรเลีย ขณะที่

สหรัฐ อังกฤษ และญี่ปุ่น เงินเฟ้อชะลอตัวต่อเนื่องและต่ำกว่าเป้าหมายเบื้องต้นของธนาคารกลางแต่ละประเทศที่ระดับ 2% (ยกเว้นญี่ปุ่นที่เงินเฟ้อถึงแม้จะสูงกว่าเป้าหมายเบื้องต้นของธนาคารกลาง แต่เป็นผลจากมาตรการขึ้นภาษีขายอีก 3% เป็น 10% เมื่อเดือน เม.ย. 2557 )

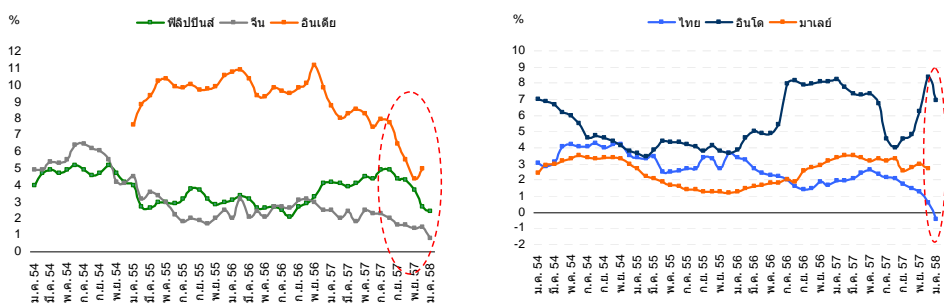
อัตราเงินเฟ้อ: ประเทศพัฒนาแล้ว



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

และ เช่นเดียวกับฝั่งเอเชีย พบว่า ไทยเป็นประเทศแรก ที่เพื่อติดลบ 0.4% ในเดือน ม.ค. เป็นครั้งแรกในรอบ 64 เดือน (หลังจากติดลบล่าสุด ในเดือน ก.ย. 2552 อันเป็นผลกระทบจากวิกฤติการเงินในสหรัฐฯ และยุโรป) ทั้งนี้ยกเว้นบางประเทศ ที่เงินเฟ้อยังอยู่ในระดับสูงแม้ว่าจะเริ่มชะลอตัวก็ตาม ซึ่งได้แก่ อินโดนีเซีย และ มาเลเซีย เนื่องจากรัฐบาลประเทศเพ็ญกเลิกมาตรการอุดหนุนเชื้อเพลิงในปลายปีที่ผ่านมา ได้หนุนให้เงินเฟ้อ กระเตื้องขึ้น

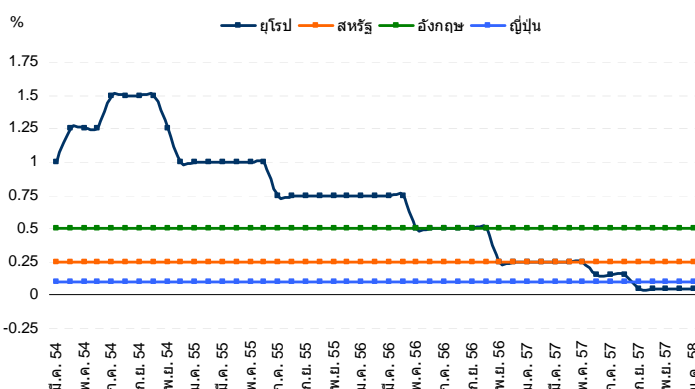
### อัตราเงินเฟ้อ: ประเทศกำลังพัฒนา



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ดังนั้นจึงคาดว่า มาตรการผ่อนคลายทางการเงินผ่านการลดดอกเบี้ยฯ ยังคงมีความจำเป็นทั่วโลก แม้หลังจาก ธนาคารยุโรปได้ประกาศใช้ QE ช้างต้น และได้ปรับลดดอกเบี้ยฯ ต่อเนื่องตั้งแต่ เดือน พ.ย. 2554 จนถึง ปัจจุบัน อยู่ที่ 0.05% และ ทำให้ดอกเบี้ยเงินฝากหลายประเทศติดลบ ได้แก่ สวิตเซอร์แลนด์ (-0.75%) และ เดนมาร์ก (-0.75%) เป็นต้น ขณะที่ทางฝั่ง สหรัฐฯ และ อังกฤษ มีแนวโน้มชะลอการขึ้นดอกเบี้ยฯ ออกไปเป็นปลายปี 2558 หรือต้นปี 2559 จากเดิมที่คาดว่าจะขึ้นดอกเบี้ยฯ ในปี 2558 เนื่องจากเศรษฐกิจโลก และ เงินเฟ้อที่ชะลอตัวกว่าคาด

### อัตราดอกเบี้ย: ประเทศพัฒนาแล้ว

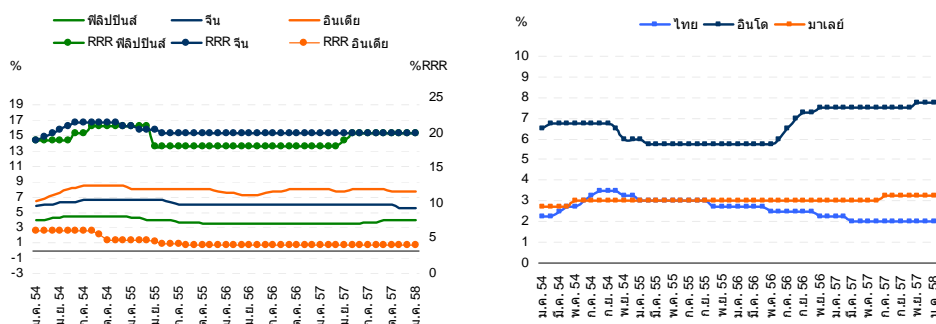


ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

เช่นเดียวกับในฝั่งประเทศกำลังพัฒนา นำโดยพี่ใหญ่อย่าง จีน ซึ่งเป็นผู้นำในการใช้นโยบายการเงินผ่อนคลาย ผ่านการลดดอกเบี้ยฯ 0.4% เหลือ 5.6% ในเดือน พ.ย. 2557 และลด RRR อีก 0.5% เหลือ 19.5% มีผลตั้งแต่ 5 ก.พ. ที่ผ่านมา ซึ่งคาดว่าจะยังมีแนวโน้มจะลดดอกเบี้ยอีก 0.5% ภายใน 1H58

ตามมาด้วย อินเดีย แม้จะลดดอกเบี้ยฯ ลง 0.25% เหลือ 7.75% เมื่อ 14 ม.ค. ที่ผ่านมา (เป็นครั้งแรกในรอบ 20 เดือน) แต่คาดว่าจะมีแนวโน้มลดได้อีก หากเงินเฟ้อยังมีแนวโน้มชะลอลง และเช่นเดียวกับ ไทย มีแนวโน้มลดดอกเบี้ยฯ ลงจากระดับ 2% มากขึ้น รวบรวม 0.25%-0.5% ภายในปี 2558 หลังจากเงินเฟ้อ เดือน ม.ค. ติดลบ 0.4%

### อัตราดอกเบี้ย: ประเทศกำลังพัฒนา



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

### การใช้นโยบายการเงินผ่อนคลายโลก ในปี 2558

วันที่	ประเทศ	มาตรการ
14 ม.ค. 2558	World Bank	ปรับลด GDP Growth ครั้งที่ 1/2558
14 ม.ค. 2558	อินเดีย	ปรับลดดอกเบี้ยฯ 0.25% สู่ระดับ 7.75%
15 ม.ค. 2558	สวีเดน	ยกเลิกการตรึงค่าเงินไว้กับสกุลยูโร ที่ 1.2 ยูโรต่อสวีเดนฟรังก์ เพื่อลดความผันผวนจากการอ่อนค่าของเงินยูโร หลังจากทำ QE
19 ม.ค. 2558	เดนมาร์ก	ประกาศปรับลดอัตราดอกเบี้ยฯ ลง 0.15% สู่ระดับติดลบ 0.2% เป็นครั้งที่ 1 เพื่อแทรกแซงค่าเงินโคโรนที่ผูกไว้กับยูโร
20 ม.ค. 2558	IMF	ปรับลด GDP Growth ครั้งที่ 1/2558
21 ม.ค. 2558	แคนาดา	ปรับลดดอกเบี้ยฯ 0.25% สู่ระดับ 0.75% ทำ QE 6 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน หรือ 6 แสนล้านยูโรต่อปี (6.5 แสนล้านเหรียญฯ) รวมทั้งโครงการ 19 เดือน (เริ่ม มี.ค. 2558 และสิ้นสุด ก.ย. 2559) คิดเป็นเม็ดเงินรวมทั้งสิ้น 1.14 ล้านล้านยูโร (1.3 ล้านล้านเหรียญฯ) หรือ 4% ของ GDP
22 ม.ค. 2558	ยุโรป	ประกาศปรับลดอัตราดอกเบี้ยฯ ลง 0.15% สู่ระดับติดลบ 0.35% เป็นครั้งที่ 2
23 ม.ค. 2558	ตุรกี	ปรับลดดอกเบี้ยฯ 0.5% สู่ระดับ 7.75%
28 ม.ค. 2558	สิงคโปร์	ปรับลดความชันของกรอบอัตราแลกเปลี่ยนดอลลาร์สิงคโปร์ ตั้งแต่เดือน ต.ค. 2554 เนื่องจากเงินเฟ้อลดลงอย่างรุนแรง ครั้งแรก
29 ม.ค. 2558	เดนมาร์ก	ประกาศปรับลดอัตราดอกเบี้ยฯ ลง 0.15% สู่ระดับติดลบ 0.5% เป็นครั้งที่ 3
30 ม.ค. 2558	รัสเซีย	ปรับลดดอกเบี้ยฯ 2% สู่ระดับ 15% หลังจากขึ้นดอกเบี้ยฯ 17% เมื่อ 15 ธ.ค. 2557
3 ก.พ. 2558	ออสเตรเลีย	ปรับลดดอกเบี้ยฯ 0.25% สู่ระดับ 2.25% ครั้งแรกตั้งแต่ เดือน ส.ค. 2556
5 ก.พ. 2558	จีน	ปรับลด RRR 0.5% เหลือ 19.5%
5 ก.พ. 2558	เดนมาร์ก	ประกาศปรับลดอัตราดอกเบี้ยฯ ลง 0.25% สู่ระดับติดลบ 0.75% เป็นครั้งที่ 4
12 ก.พ. 2558	ยูเครน	ลดค่าเงิน hryvnia ลงราว 3% สู่ระดับ 25.558 เทียบดอลลาร์ (จากเดิม 24.84 เทียบดอลลาร์) ต่ำสุดเป็นประวัติการณ์

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

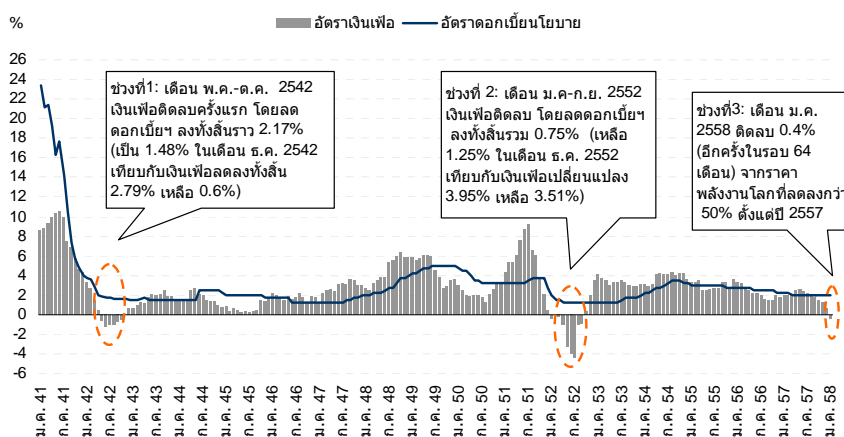
### หลายปัจจัยกดดันไทยเข้าสู่ภาวะดอกเบี้ยขาลงอีกครั้ง

ขณะที่ไทย แม้การประชุมของธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ล่าสุด ยังคงยืนดอกเบี้ยที่ระดับ 2% (คงดอกเบี้ยฯ ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 11) แต่ภายใต้เงินเฟ้อที่ติดลบ 0.41% ในเดือน ม.ค. เป็นครั้งแรกในรอบ 64 เดือน และยังมีแนวโน้มติดลบ หรือ ชะลอลงต่อเนื่องอีกในช่วง 6 เดือนแรกของปีนี้ เมื่อเทียบกับฐานเงินเฟ้อที่สูงในช่วง 6 เดือนแรกของปี 2557 อาจทำให้ฝ่ายวิจัยต้องมีการปรับลดสมมติฐานเงินเฟ้อในปี

2558 ลดลงมาอยู่ที่ระดับ 2% (เทียบกับปี 2557 ที่ 2.4%) ด้วยเหตุนี้จึงทำให้ ธปท. มีช่องว่างที่จะปรับลด ดอกเบี้ยนโยบายฯ ลงได้

ทั้งนี้หากพิจารณาสถิติในอดีตจะพบว่าในภาวะว่าเศรษฐกิจไทยชะลอตัว และเข้าสู่ภาวะเงินเฟ้อปี 2542 อันเป็นผลกระทบจากมาตรการของทางภาครัฐเอง ที่มีการปรับลดภาษีมูลค่าเพิ่มจาก 10% เหลือ 7% ในเดือน พ.ค. 2542 (ถือเป็นช่วงแรกที่ส่งผลให้เงินเฟ้อ ติดลบ 0.6%) และผลจากราคาน้ำมันในประเทศที่ลดลงตามราคาน้ำมันตลาดโลก รวมถึงผลกระทบของวิกฤติต้มยำกุ้งในประเทศไทยเอง ได้ส่งผลให้เงินเฟ้อไทยติดลบต่อเนื่องกันนานถึง 6 เดือน (พ.ค. 2542 – ต.ค. 2542) และอีกครั้งหนึ่งที่เงินเฟ้อไทยติดลบ คือ ในปี 2552 นับตั้งแต่เดือน ม.ค. 2552 อันเป็นผลจากราคาน้ำมันโลกตกต่ำ จากปัญหาวิกฤติจากปัญหาวิกฤติซับไพร์มในสหรัฐฯ และวิกฤติการเงินในยุโรป ได้ส่งผลกระทบต่อโลกในวงกว้าง ขณะที่รัฐบาลไทย ได้ออกมาตรการช่วยเหลือประชาชน (6 มาตรการ 6 เดือน ได้แก่ อุดหนุนค่าขนส่ง การศึกษา ค่า น้ำ ค่าไฟ) กัดดันให้เงินเฟ้อติดลบต่อเนื่องนาน 9 เดือน (ม.ค. - ก.ย. 2552) ซึ่งทำให้คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ต้องตัดสินใจปรับลดดอกเบี้ยลงหลายครั้งเช่นกัน กล่าวคือในปี 2542 ลดดอกเบี้ยฯ ลงรวมทั้งสิ้นราว 2.17% (เป็น 1.48% ในเดือน ธ.ค. 2542 เทียบกับเงินเฟ้อลดลงทั้งสิ้น 2.79% เหลือ 0.6%) และในปี 2552 ลดดอกเบี้ยฯ ลงรวมทั้งสิ้นรวม 0.75% (เหลือ 1.25% ในเดือน ธ.ค. 2552 เทียบกับเงินเฟ้อเปลี่ยนแปลง 3.95% โดยเงินเฟ้อกลับมาเร่งขึ้นอีกครั้งในเดือน ธ.ค. 2552 อยู่ที่ 3.51%) รายละเอียดดังปรากฏในภาพถัดไป

### อัตราเงินเฟ้อ vs ดอกเบี้ยนโยบาย



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP, BOT

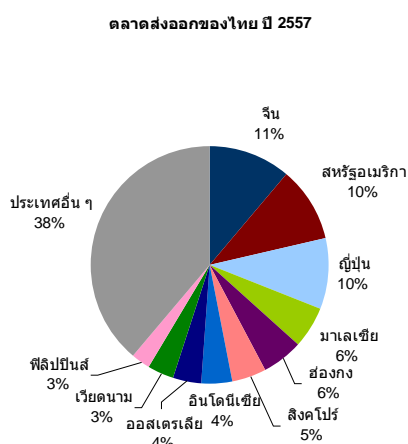
ด้วยปัจจัยแวดล้อมที่กล่าวมาทั้งหมด ทำให้เชื่อว่า คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) จะต้องกลับมาให้น้ำหนักต่อประเด็นนี้ หลังจากเงินเฟ้อในเดือน ม.ค. 2558 ติดลบดังกล่าวข้างต้น โดยคาดว่า กนง. จะลดดอกเบี้ยฯ ลงอีกในอัตรา 0.25-0.5% ภายในสิ้นปี 2558

โดยสรุป คาดว่านโยบายการเงินผ่อนคลายยังคงมีความจำเป็น ภายใต้เศรษฐกิจโลกชะลอตัว อีกทั้งสหรัฐฯ และ อังกฤษ ก็มีแนวโน้มเลื่อนการขึ้นดอกเบี้ยฯ ครั้งแรกออกไปในช่วงปลายปี 2558 หรือต้นปี 2559 ซึ่งต่ำกว่าเดิมที่คาดว่าจะปรับขึ้นในช่วงกลางปี 2558 ซึ่งถือเป็นปัจจัยที่ยังหนุนตลาดหุ้นโลกในช่วง 6 เดือนแรกของปี 2558

## มีแนวโน้มติดลบประมาณ GDP Growth ไทยในปี 2558

ภายใต้สมมติฐานเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าไทยประสบกับภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวดังกล่าวข้างต้น คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อภาคส่งออกของไทยอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ยกเว้นตลาดส่งออกไปสหรัฐฯ ที่คาดว่าจะมีแนวโน้มขยายตัวดีกว่าปีที่ผ่านมาตามการขยายตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯที่แข็งแกร่งขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม คาดว่าจะไม่สามารถชดเชยผลกระทบจากการตกต่ำของตลาดส่งออกอื่น ๆ ได้แก่ ยุโรป ญี่ปุ่น และ ตะวันออกกลาง เป็นต้น รายละเอียดดังตารางด้านล่าง สะท้อนจากล่าสุด สภาผู้ส่งสินค้าทางเรือแห่งประเทศไทย (สรท.) ออกมาปรับลดการส่งออกสินค้าในปี 2558 ลงจากเดิม 2.5% เหลือ 1.1-1.5 %

### ตลาดส่งออกหลักของไทย ในปี 2557



ที่มา: กระทรวงพาณิชย์, รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASP

ด้วยเหตุนี้จึงทำให้หน่วยงานภาครัฐได้ทยอยปรับลดประมาณการ GDP Growth ปี 2558 ไปแล้ว ได้แก่ สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง หรือ สศค. แต่แม้จะปรับลดแล้วแต่ก็ยังคงสูงกว่าที่ ASP ประเมินไว้ที่ 3.5% รายละเอียดดังปรากฏในตารางถัดไป

### ประมาณการ GDP Growth ปี 2558

%YoY	ประมาณการ GDP Growth 2558F						
	สศค.		สรท.		ธปท.	สศท.	ASP
เดิม	ใหม่	เดิม	ใหม่				
<b>GDP Growth</b>	4.1%	3.9%	-	-	4.8%	3.5-4.5%	3.5%
<b>การบริโภค</b>	3.7%	3.3%	-	-	-	-	-
ภาคเอกชน	3.7%	3.1%	-	-	-	-	-
ภาครัฐ	3.6%	4.4%	-	-	-	-	-
<b>การลงทุน</b>	8.6%	8.9%	-	-	-	-	-
ภาคเอกชน	8.0%	7.2%	-	-	-	-	-
ภาครัฐ	10.7%	15.3%	-	-	-	-	-
<b>การส่งออกรวม</b>	3.5%	5.4%	-	-	5.7%	4.4%	3.4%
การส่งออกสินค้า	3.5%	1.4%	2.5%	1.1-1.5%	4.0%	4.0%	3.5%
<b>การนำเข้ารวม</b>	9.6%	7.9%	-	-	8.5%	5.4%	4.3%
การนำเข้าสินค้า	9.6%	4%	-	-	9.5%	5.5%	4.5%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ทั้งนี้แม้ฝ่ายวิจัยจะยังคงยืนยันยังประมาณการ GDP Growth ที่ระดับเดิมไปก่อน แต่มีแนวโน้มปรับลดประมาณการอีกครั้งหลังจากการประกาศตัวเลข GDP Growth งวด 4Q57 และของปี 2557 ในเร็ว ๆ นี้ โดยในเบื้องต้นได้ทำการศึกษาผลกระทบของราคาน้ำมันดิบที่ลดลง และยอดส่งออกที่มีแนวโน้มต่ำกว่าที่คาด



ซึ่งกระทบต่อเศรษฐกิจ หรือ GDP Growth โดยการกำหนดให้มูลค่านำเข้ารวมของประเทศลดลงจากเดิม 4.3% เหลือ 4.1% เป็นการลดตามมูลค่านำเข้าน้ำมันที่ลดลง อันเนื่องจากราคาน้ำมันดิบ ที่คาดว่าจะลดลงราว 25% (เนื่องจากปรับลดสมมติฐานราคาน้ำมันดิบ จาก 97 เหรียญฯ/บาร์เรล ในปี 2557 เหลือ 70 เหรียญฯ/บาร์เรล 2558) เนื่องจากประเทศไทยเป็นผู้นำเข้าน้ำมันสุทธิราว 17% ของมูลค่าการนำเข้ารวม โดยจะนำยอดนำเข้าที่ลดลง ไปใช้ในการประเมิน GDP Growth ในปี 2558 ใหม่ ในการจัดทำรายงานครั้งนี้

ขณะที่ทางการส่งออก ตามสมมติฐานเดิมกำหนดไว้ที่ 3.5% ซึ่งแตกต่างจากการประเมินของหน่วยงานที่เกี่ยวข้องอย่างมากถึงเกือบ 2% ในการศึกษาครั้งนี้ จึงได้กำหนดให้มูลค่าส่งออกลดลงทุกๆ 0.5% จากกรณีฐาน และให้ลดลงมากที่สุด 2% ลงมาเหลือ 1.4% ซึ่งถือว่าเป็นกรณีที่เลวร้ายที่สุด

ทั้งนี้ได้กำหนดให้ตัวแปรอื่นๆ คงที่ กล่าวคือ การบริโภคโดยรวม (C) คงที่ เนื่องจากเชื่อว่าราคาน้ำมันที่ลดลงน่าจะช่วยหนุนการบริโภคในประเทศ (50% ของ GDP) โดยช่วยเพิ่มความสามารถในการซื้อ และเงินในกระเป๋าผู้บริโภคได้ ดังนั้นการขยายตัวของการบริโภคไม่น่าจะต่ำกว่าที่ประเมินไว้เดิม

**ประมาณการ GDP Growth ปี 2558 กำหนดให้การส่งออกลดลงทุก 0.5%**

ปรับประมาณการ	การส่งออกรวม	การนำเข้ารวม	GDP Growth
<b>เดิม</b>	3.4%	4.3%	3.5%
	2.9%	4.1%	3.3%
<b>ใหม่*</b>	2.4%	4.1%	3.0%
	1.9%	4.1%	2.6%
	1.4%	4.1%	2.2%

\*ปรับลดการส่งออกครั้งละ 0.5%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

โดยสรุป ผลการศึกษาในเบื้องต้น พบว่า GDP growth จะลดลงเฉลี่ย 0.2-1.3% เหลือ 3.3%-2.2% ภายใต้สมมติฐานให้ ยอดการส่งออกรวม ลดลงระหว่าง 0.5%-2% จากสมมติฐานเดิม และกำหนดให้ยอดนำเข้าเพิ่มขึ้นเพียง 4.1% จากเดิมที่กำหนดไว้ 4.3%