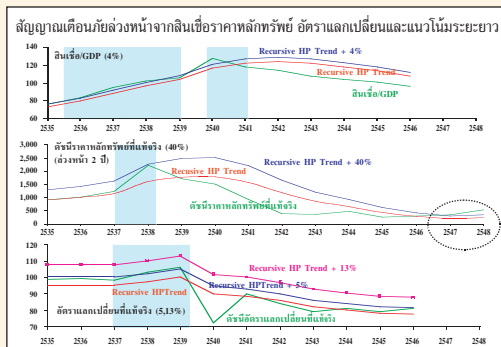


## ภาวะฟองสบู่กับการปรับตัวของตลาดหลักทรัพย์ไทยในปัจจุบัน

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยในช่วงที่ผ่านมา ทำให้ภาคเศรษฐกิจ โดยเฉพาะภาคอสังหาริมทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวดีขึ้นและขยายตัวอย่างรวดเร็ว ทำให้ข้อกังวลว่าการปรับตัวดังกล่าวอาจนำไปสู่ความไม่สมดุลทางการเงิน (Financial Imbalance) ในอนาคต โดยเฉพาะ การเก็งกำไรจากราคาสินทรัพย์ (หลักทรัพย์และอสังหาริมทรัพย์) ที่เกินขนาด หรือภาวะฟองสบู่ของราคาสินทรัพย์ (Asset Price Bubble) ในเรื่องนี้ คณะกรรมการนโยบายการเงินตระหนักถึงความจำเป็นที่ธนาคารกลางควรต้องมีความเข้าใจและมีความพร้อมที่จะรับมือกับภาวะดังกล่าวเพื่อการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจและการเงินของประเทศ

### สัญญาณเตือนภัยล่วงหน้า (Early Warning Indicators)

ภาวะฟองสบู่ หมายถึง ภาวะที่ราคาของสินทรัพย์เบี่ยงเบนสูงขึ้นไปมากกว่าราคาพื้นฐานที่ควรเป็น แต่การที่จะทำนายและชี้ชัดถึงการเกิดภาวะฟองสบู่อย่างชัดเจน และโอกาสที่จะนำไปสู่วิกฤตเศรษฐกิจการเงินได้อย่างถูกต้องนับเป็นเรื่องที่ยากมาก ทั้งนี้ จากข้อมูลในอดีตของหลายประเทศพบว่าราคาสินทรัพย์ขึ้นราคาสังหาริมทรัพย์อยู่ประมาณ 1 ปี ดังนั้นจึงสามารถนำราคาสินทรัพย์มาใช้เป็นดัชนีชี้แนวโน้มสำหรับกรณีของประเทศไทยที่ไม่มีดัชนีราคาอสังหาริมทรัพย์ งานวิจัยของธปท.<sup>1/</sup> จึงนำตัวแปรทางเศรษฐกิจการเงินที่สำคัญ 3 ตัว คือ (1) สินเชื่อต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) (2) ดัชนีราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริง (ปรับโดย CPI) และ (3) ดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (REER) มาสร้างเป็นดัชนีชี้วัดรวม (Composite Index) และเปรียบเทียบกับระดับที่พึงระวัง (Threshold) ตามการศึกษาของ Borio and Lowe<sup>2/</sup> โดยหากระดับของดัชนีแต่ละตัวเพิ่มขึ้นเหนือ Threshold ถือว่าส่งสัญญาณเตือนถึงความเป็นไปได้ที่จะเกิดภาวะฟองสบู่ ซึ่งถ้าไม่มีการแก้ไขอาจนำไปสู่ปัญหาที่เป็นวิกฤตเศรษฐกิจการเงินได้



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

ฟองสบู่และวิกฤตเศรษฐกิจการเงินจะเกิดขึ้นได้ก็ต่อเมื่อดัชนีด้านสินเชื่อต้องส่งสัญญาณก่อนหรือพร้อมกับดัชนีตัวใดตัวหนึ่งที่เหลือด้วยเสมอ ดังนั้น เมื่อพิจารณาดัชนีอีก 2 ตัว ในกรณีของไทย คือ สัดส่วนสินเชื่อต่อ GDP และดัชนีค่าเงินที่แท้จริงของไทยแล้ว ปรากฏว่ายังอยู่ในระดับที่ต่ำกว่า Threshold มาก ดังนั้น การส่งสัญญาณของดัชนีตลาดหลักทรัพย์เพียงตัวเดียวจึงยังไม่น่ากังวลว่าจะนำไปสู่ภาวะฟองสบู่ทั้งระบบ

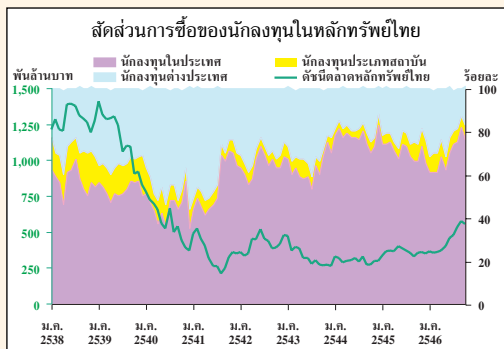
สำหรับในปี 2546 ตลาดหลักทรัพย์ไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องและรวดเร็ว โดยในช่วง 9 เดือนแรกของปี ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ปรับตัวเพิ่มขึ้นประมาณร้อยละ 60 จากปลายปีก่อน หากใช้วิธีการวิเคราะห์สัญญาณเตือนภัยล่วงหน้าดังกล่าวนี้พบว่า ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่แท้จริง ณ สิ้นไตรมาสที่ 3 ของปี 2546 เริ่มเพิ่มขึ้นเหนือ Threshold ซึ่งคณะกรรมการฯ ได้ตระหนักถึงภาวะที่ต้องระมัดระวังมากขึ้น อย่างไรก็ตาม จากประสบการณ์ในต่างประเทศที่ผ่านมา ภาวะ

<sup>1/</sup> Ashvin Ahuja, Titanun Mallikamas and Chaipat Poonpatpibul (August 2003). "Asset price bubble and monetary policy: Identification and policy response under inflation targeting", Paper presented at the BOT Symposium 2003 on Managing the Recovery: Challenges Ahead "

<sup>2/</sup> Borio, Claudio and Philip Lowe (2002b). "Assessing the risk of banking crises", BIS Quarterly Review, Basel, December.

### การปรับตัวของตลาดหลักทรัพย์ไทยในปัจจุบัน

ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นมากที่สุดในภูมิภาค ส่วนหนึ่งเป็นเพราะอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E ratio) ต่ำกว่าตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ ในภูมิภาค โดย ณ สิ้นเดือนกันยายนอยู่ที่ประมาณ 9 เท่า กอปรกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนปรับตัวดีขึ้น และเป็นการปรับขึ้นในวงกว้างครอบคลุมภาคธุรกิจที่มีพื้นฐานดี เช่น สื่อสาร พลังงาน ก่อสร้าง และ ธนาคารพาณิชย์



ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ดัชนีและอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E ratio) ของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ ในภูมิภาค

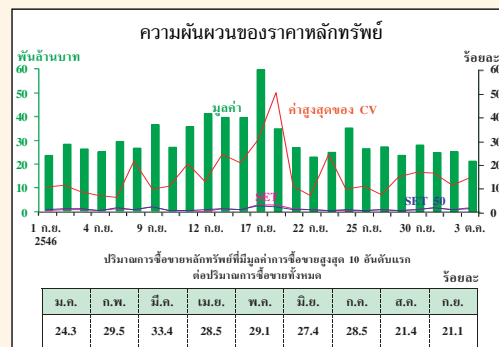
	ดัชนีราคาหลักทรัพย์					อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) ณ			
	ก.ย. 46	ธ.ค. 45	มี.ค. 46	มิ.ย. 46	ส.ค. 46	ธ.ค. 45	มี.ค. 46	มิ.ย. 46	ส.ค. 46
ประเทศไทย	580.3	62.8	59.2	25.7	7.9	6.9	6.5	8.0	9.3
อินโดนีเซีย	597.1	40.5	50.0	18.1	12.7	6.7	7.4	6.1	8.1
มาเลเซีย	736.1	13.9	15.8	6.4	-1.0	17.9	18.1	19.0	19.4
ฟิลิปปินส์	1,310.3	28.7	26.0	7.2	9.8	14.4	13.4	16.4	15.9
สิงคโปร์	1,628.7	21.4	28.5	12.5	1.8	21.1	21.4	20.9	23.6
ฮ่องกง	11,141.0	19.5	29.0	16.3	2.1	15.5	13.2	14.8	17.0
เกาหลีใต้	696.0	10.9	29.9	3.9	-8.3	16.9	13.5	9.7	11.0

ที่มา: Bloomberg

ดัชนีและอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E ratio) ของกลุ่มอุตสาหกรรมที่สำคัญในตลาดหลักทรัพย์ไทย

	ดัชนีราคาหลักทรัพย์					อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) ณ				
	ก.ย. 46	ธ.ค. 45	มี.ค. 46	มิ.ย. 46	ส.ค. 46	ก.ย. 46	ธ.ค. 45	มี.ค. 46	มิ.ย. 46	ส.ค. 46
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET)	580.8	62.8	59.2	25.7	7.9	9.89	6.9	6.5	8.0	9.3
ดัชนี SET50	35.9	57.1	51.9	18.6	5.8	12.08	10.9	9.4	11.8	11.9
ดัชนีอุตสาหกรรม	214.9	48.3	36.6	24.0	5.4	13.19	9.3	10.2	11.0	14.1
ดัชนีผู้ส่งออกและคนต่างด้าว	6,107.4	49.8	43.8	24.8	6.8	11.61	13.1	10.2	9.9	11.0
ดัชนีสื่อสาร	66.6	88.4	64.8	9.0	10.5	10.45	12.2	9.3	13.1	9.6
ดัชนีพลังงาน	5,739.6	58.7	56.1	13.3	6.5	8.04	6.4	6.4	7.1	7.7
ดัชนีพาณิชย์นาวี	166.0	89.3	100.6	58.7	14.3	15.08	5.6	6.2	7.8	13.5

ที่มา: Bloomberg



ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

มีข้อน่าสังเกตว่า ในช่วงไตรมาสที่ 3 ของปีนี้ สภาพคล่องและปริมาณการซื้อขายสุทธิต่อวันเพิ่มขึ้นมาก โดยนักลงทุนในประเทศมีสัดส่วนการซื้อเพิ่มขึ้นมากเมื่อเทียบกับนักลงทุนต่างประเทศและนักลงทุนประเภทสถาบัน อีกทั้งมีการเปิดบัญชีการซื้อขายของนักลงทุนรายใหม่มากขึ้น ขณะที่นักลงทุนรายเดิมที่มีบัญชีอยู่แล้วกลับเข้ามาทำธุรกรรมซื้อขายเพิ่มขึ้น ที่สำคัญคือมีการทำการซื้อขายแบบหักลบราคาซื้อและค่าขาย (Net Settlement) มากขึ้น ซึ่งกระตุ้นให้มูลค่าการซื้อขายและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาจากความผันผวนหรือ Coefficient of Variance (C.V.) ซึ่งคำนวณจากผลต่างของราคาหลักทรัพย์ที่สูงสุดและต่ำสุดของวันหารด้วยราคาเฉลี่ยของหลักทรัพย์ พบว่าหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายมากที่สุด 10 อันดับแรกในเดือนกันยายนมี C.V. มากกว่าค่าเฉลี่ยของตลาด ขณะที่หลักทรัพย์พื้นฐานที่สำคัญ (SET 50) มี C.V. อยู่ในระดับใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของตลาด อย่างไรก็ตามหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายมากที่สุด 10 อันดับแรกมีสัดส่วนเพียงประมาณร้อยละ 20 ของปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยในแต่ละวัน

โดยรวมแล้ว การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในประเทศนั้น เป็นไปในทิศทางเดียวกับตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ ในภูมิภาค โดยมีปัจจัยที่สนับสนุนคือ พื้นฐานของเศรษฐกิจที่ชัดเจนอย่างชัดเจน และความมั่นใจของนักลงทุนทำให้เงินทุนไหลเข้าสู่ภูมิภาคเอเชียอย่างต่อเนื่อง และเมื่อพิจารณาภาวะในช่วง 9 เดือนแรกของปีนี้ พบว่าการเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์ที่มีราคาเพิ่มสูงและมีปริมาณการซื้อขายมาก ยังคงกระจายอยู่ในหลักทรัพย์ที่มีพื้นฐานดี แต่การซื้อหลักทรัพย์บางกลุ่มและการทำ Net Settlement ที่มีมากขึ้นเป็นประเด็นสำคัญที่ต้องติดตามต่อไปอย่างใกล้ชิด โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากเกิดขึ้นพร้อมกับการขยายตัวของเงินเชื่ออย่างรวดเร็ว