

FAQ

FOCUSED AND QUICK

Issue 123

Dec 29, 2017

การ deleverage ของหนี้ภาคครัวเรือนไทย และนัยต่อเศรษฐกิจ

สรา ชื่นโชคสันต์ และ สุพริศร์ สุวรรณิก

บทความนี้เป็นทรัพย์สินของธนาคารแห่งประเทศไทย
การกล่าว คัด หรืออ้างอิง ข้อมูลบางส่วนตามสมควรในบทความนี้
จะต้องกระทำโดยถูกต้อง และอ้างอิงถึงผู้เขียนและธนาคารแห่งประเทศไทย โดยชัดแจ้ง

ข้อคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นความเห็นของผู้เขียน
ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย



* Source: <https://www.ineteconomics.org/perspectives/blog/>

“สัดส่วนหนี้สินภาคครัวเรือนต่อ GDP ที่ปรับลดลงอย่างช้าๆ เป็นกระบวนการปรับตัวของครัวเรือนในการลดความเปราะบางทางการเงิน ช่วยลดความเสี่ยงต่อเสถียรภาพระบบการเงิน และ จะช่วยให้การบริโภคของภาคครัวเรือนกลับมาเป็นแรงสนับสนุนทางเศรษฐกิจได้มากขึ้นในระยะต่อไป”

สัดส่วนหนี้ครัวเรือนไทยต่อ GDP เติบโตสูงขึ้นมากตั้งแต่ปี 2554 โดยหนี้ที่เพิ่มขึ้นมีสาเหตุมาจากหลายปัจจัย อาทิ มาตรการกระตุ้นแรกและสถานการณ์มหาอุทกภัยในปี 2554 ราคาสินค้าเกษตรที่สูงขึ้นทั้งจากวัฏจักรราคาในตลาดโลกและนโยบายอุดหนุนของรัฐที่ทำให้เกษตรกรคาดการณ์ว่ารายได้จะดีต่อเนื่อง การก่อหนี้ที่เร่งตัวเร็วกว่ารายได้ที่เกิดขึ้นจริงมีผลกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ของภาคครัวเรือน ครัวเรือนจึงต้องปรับตัวเพื่อบริหารจัดการภาระหนี้ที่อยู่ในระดับสูง โดยเริ่มเห็นการปรับตัวของภาคครัวเรือนตั้งแต่ปี 2556 สะท้อนจากหนี้ภาคครัวเรือนที่โน้มชะลอลงต่อเนื่องอย่างช้าๆ ขณะที่ GDP ขยายตัวดีขึ้น ส่งผลให้สัดส่วนหนี้สินต่อ GDP ทดสอบปรับลดลงตั้งแต่ต้นปี 2559 เป็นต้นมา สถานการณ์ดังกล่าวเรียกว่า “debt deleveraging” ซึ่งถือเป็นสัญญาณที่ดีที่ภาคครัวเรือนเริ่มปรับตัวเพื่อลดความเปราะบางทางการเงิน อย่างไรก็ตาม การ deleverage ยังคงกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มครัวเรือนรายได้สูงเพียงบางกลุ่มและกลุ่มครัวเรือนในเขต กทม. และภาคกลาง นอกจากนี้ การ deleverage อาจดำเนินได้ช้ากว่าที่เห็นหากพิจารณาจากสัดส่วนหนี้ต่อรายได้ครัวเรือนแทนสัดส่วนหนี้ต่อ GDP ซึ่งต้องติดตามต่อไปว่าภาคครัวเรือนจะสามารถปรับตัวเพื่อลดความเปราะบางทางการเงินได้มากน้อยเพียงใด

ด้านผลกระทบต่อเศรษฐกิจ การ deleverage จะทำให้การบริโภคขยายตัวช้ากว่ารายได้ เพราะโดยปกติในช่วงของการ deleverage ครัวเรือนมักจะมีการออมเพิ่มขึ้นเพื่อการชำระหนี้ ซึ่งจะกระทบการบริโภคในปัจจุบันแต่จะเพิ่มความแข็งแกร่งให้งบดุลครัวเรือนในระยะต่อไป สำหรับผู้ดำเนินนโยบายควรควบคุมดูแลการก่อหนี้หรือการลดหนี้ไปพร้อมกับการพุ่งให้เศรษฐกิจเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง เพื่อสนับสนุนให้กระบวนการ deleverage ดำเนินไปได้อย่างราบรื่น และทำให้เศรษฐกิจของประเทศเติบโตอย่างยั่งยืนต่อไป

บทนำ

หนี้ครัวเรือนกำลังตกเป็นประเด็นที่สาธารณชนให้ความสนใจอย่างกว้างขวาง โดยในสถานการณ์ปัจจุบัน แม้หนี้ภาคครัวเรือนจะยังคงอยู่ในระดับสูง แต่ได้ขยายตัวชะลอลงต่อเนื่องมาตั้งแต่ปี 2556 ขณะที่ GDP ได้ทยอยปรับดีขึ้น ส่งผลให้สัดส่วนหนี้ครัวเรือนต่อ GDP ปรับลดลงอย่างช้าๆ ตั้งแต่ต้นปี 2559 เป็นต้นมา ปรากฏการณ์ดังกล่าวเรียกว่า “debt deleveraging” ทำให้เกิดคำถามตามมาว่า อะไรคือกระบวนการลดลงของสัดส่วนหนี้สินเมื่อเทียบกับรายได้หรือ GDP จะส่งผลดี

ต่อเศรษฐกิจหรือไม่ และเชื่อมโยงกับการบริโภคภาคเอกชนอย่างไร บทความนี้จึงมีจุดประสงค์เพื่อไขข้อสงสัยและสร้างความกระจ่างในประเด็นเหล่านี้ รวมทั้งเสนอแนะแนวทางที่เหมาะสมในการสนับสนุนการ deleverage สำหรับผู้ดำเนินนโยบาย

Debt Deleveraging คืออะไร?

Debt deleveraging ในความหมายทั่วไปคือ การลดลงของสัดส่วนหนี้สินต่อรายได้ (debt to

income)¹ ซึ่งการวิเคราะห์เบื้องต้นอาจตีความได้ว่า deleveraging คือการลดลงของหนี้สิน (debt reduction) เพียงอย่างเดียว แต่แท้จริงแล้ว การ deleverage คำนวณมาจากการเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนหนี้สินเทียบกับรายได้ ณ 2 จุดเวลา หากสัดส่วนดังกล่าวเพิ่มขึ้น จะถือเป็นการ leverage และในทางกลับกัน หากลดลงจะถือเป็นการ deleverage

สำหรับบทความนี้ จะใช้ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติที่เป็นตัวเงิน (nominal GDP) เป็นตัวแทนของรายได้ และใช้สัดส่วน “หนี้สินต่อ annualized nominal GDP²” เป็นเครื่องชี้วัดการ deleverage ของภาคครัวเรือน

ทั้งนี้ มีข้อสังเกตว่า การลดลงของสัดส่วนหนี้สินต่อรายได้ สามารถเกิดขึ้นได้แม้ในกรณีที่ระดับหนี้สินไม่ได้ลดลง แต่เกิดจากการที่รายได้เพิ่มขึ้นในอัตราที่เร็วกว่าการเพิ่มขึ้นของหนี้สิน ทั้งนี้ สามารถจำแนกการ deleverage ออกเป็นประเภทต่างๆ ได้ 3 กรณี ดังนี้

ประเภทของ Debt Deleveraging

กรณีที่ 1 หนี้สินลดลงในอัตราที่เร็วกว่าการลดลงของ GDP (ตัวเลขลดลงเร็วกว่าตัวส่วน)

กรณีที่ 2 หนี้สินลดลงในขณะที่ GDP เพิ่มขึ้น (ตัวเลขลดลงในขณะที่ตัวส่วนเพิ่มขึ้น)

กรณีที่ 3 หนี้สินเพิ่มขึ้นแต่ในอัตราที่ช้ากว่าการเพิ่มขึ้นของ GDP (ตัวเลขเพิ่มขึ้นช้ากว่าตัวส่วน)

ในกรณีที่ 1 และ 2 จะเรียกว่า “active deleveraging” เนื่องจากเป็นการ deleverage ในลักษณะของการลดหนี้ ส่วนกรณีที่ 3 จะเรียกว่า “passive deleveraging” เนื่องจากเป็นการ deleverage ในสภาวะที่ยอดหนี้ยังคงเพิ่มขึ้น³

ตารางที่ 1: สรุปประเภทของ Debt deleveraging

กรณี	ลักษณะของการ deleverage	หนี้สินต่อ GDP	ลักษณะที่พบ	เฉลี่ยร้อยละการลดลงของสัดส่วนหนี้สินต่อ GDP ต่อปี*
1	Active	หนี้ลดลงในอัตราที่เร็วกว่าการลดลงของ GDP	มักเกิดขึ้นในช่วงเศรษฐกิจถดถอย (recession) หรือหลังเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจและมักเกิดจากการผิดนัดชำระหนี้ในวงกว้าง (massive default)	7.7
2	Active	หนี้ลดลงขณะที่ GDP เพิ่มขึ้น	มักเกิดในช่วงแรกของการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ (early recovery) ที่ GDP เริ่มฟื้นตัว แต่มาตรฐานการปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงินยังคงเข้มงวด (belt-tightening)	5.7
3	Passive	หนี้เพิ่มขึ้นแต่ในอัตราที่ช้ากว่าการเพิ่มขึ้นของ GDP**	มักเกิดในช่วงหลังของการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ (late recovery) โดยที่มาตรฐานการปล่อยสินเชื่อเริ่มเปลี่ยนแปลงจากมาตรฐานที่เข้มงวดกลับสู่มาตรฐานปกติ	< 5.7

* อ้างอิงจากทวิเคราะห์เรื่อง “The lifecycle of debt” ของ Deutsche Bank และบทความเรื่อง “Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences” จาก McKinsey Global Institute

¹ หรือโดยทั่วไปมักจะใช้ “สัดส่วนหนี้สินต่อ GDP” เป็นตัวแทนของ “สัดส่วนหนี้สินต่อรายได้” เนื่องจากข้อมูล GDP มีความถี่สูงกว่า และเปิดเผยต่อสาธารณชนรวดเร็วกว่ารายได้ครัวเรือน (Household Disposable Income)

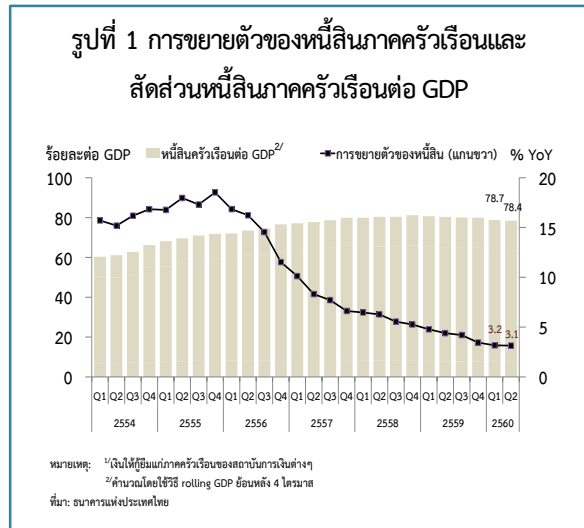
² Annualized nominal GDP ใช้วิธีคำนวณย้อนหลัง 4 ไตรมาสล่าสุด (4Q rolling) ของ nominal GDP

³ อ้างอิงจากทวิเคราะห์เรื่อง “The lifecycle of debt” ของ Deutsche Bank (May 2016)

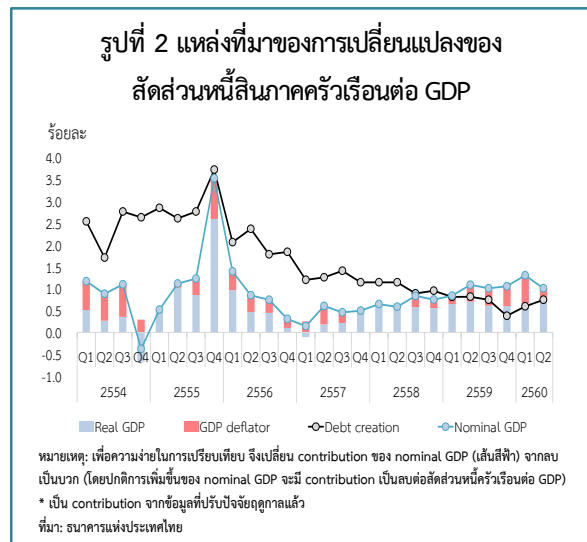
ทั้งนี้ การ deleverage ในภาวะที่เศรษฐกิจเติบโตได้ตามปกติ จะอยู่ในลักษณะของ passive deleveraging เป็นส่วนใหญ่ กล่าวคือ หนี้สินเพิ่มขึ้นในอัตราที่ช้ากว่าการเพิ่มขึ้นของ GDP (กรณีที่ 3) เนื่องจากโดยปกติแล้วระดับหนี้สินจะขยายตัวตามจำนวนประชากรที่เพิ่มขึ้น ขนาดของเศรษฐกิจที่ใหญ่ขึ้น รวมถึงแนวโน้มการเข้าถึงบริการทางการเงินที่ดีขึ้น (financial access) หากระดับหนี้สินหดตัว (active deleveraging) มักจะมีเหตุสืบเนื่องมาจากภาวะเศรษฐกิจที่ไม่ปกติ เช่น เกิดปัญหาเสถียรภาพในภาคสถาบันการเงินส่งผลให้สินเชื่อหดตัว หรือเกิดการผิมนัดชำระหนี้ในวงกว้าง (massive default) ทำให้หนี้ลดลง ซึ่ง active deleveraging ในกรณีที่ 1 มักจะเป็นการ deleverage ที่รุนแรงและรวดเร็ว โดยสัดส่วนหนี้สินต่อ GDP จะมีค่าเฉลี่ยในการลดลงมากที่สุด และมักเกิดขึ้นในภาวะที่เศรษฐกิจอยู่ในช่วงถดถอย ส่วนกรณีที่ 2 และ 3 เป็นการ deleverage ที่มีระดับความรุนแรงลดลงตามลำดับ แต่มักจะมีระยะเวลาการ deleverage ที่ยาวนานกว่ากรณีที่ 1 (รายละเอียดตามตารางที่ 1)

สถานการณ์ Debt deleveraging ของไทย: ภาพรวมระดับประเทศ

ในช่วงตั้งแต่ปี 2554 เป็นต้นมา พบว่าหนี้สินครัวเรือนเร่งตัวขึ้น โดยขยายตัวในระดับที่สูงกว่าการขยายตัวของเศรษฐกิจไทย หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ภาคครัวเรือนไทยมีการ leverage อย่างต่อเนื่อง โดยการก่อหนี้ได้รับการกระตุ้นจากหลายปัจจัย อาทิ มาตรการลดค่างวดและมหาอุทกภัยในปี 2554 หรือนโยบายจำนำข้าวที่สร้างการคาดการณ์รายได้ของเกษตรกรว่าจะดีอย่างต่อเนื่อง เป็นต้น อย่างไรก็ตาม การ leverage ของภาคครัวเรือนได้แตะจุดสูงสุด ณ ปลายปี 2558 และเริ่มเห็น passive deleveraging เกิดขึ้นอย่างช้าๆ ตั้งแต่ต้นปี 2559 เป็นต้นมา (หนี้ขยายตัวช้ากว่าการขยายตัวของ GDP) โดยข้อมูลล่าสุด ณ ไตรมาส 2 ปี 2560 สัดส่วนหนี้สินครัวเรือนต่อ GDP ลดลงมาอยู่ที่ร้อยละ 78.4 (รูปที่ 1)



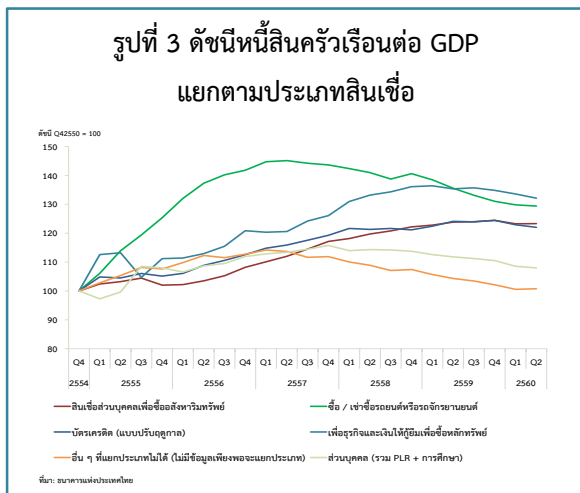
เมื่อวิเคราะห์แหล่งที่มา (contribution) ของการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของสัดส่วนหนี้สินต่อ GDP (รูปที่ 2) พบว่าตั้งแต่ปี 2557 contribution จากการปรับเพิ่มขึ้นของ Nominal GDP ได้โน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง (เส้นสีฟ้า) ขณะที่ contribution จากการปรับเพิ่มขึ้นของหนี้สินโน้มลดลงตั้งแต่ปี 2556 (เส้นสีดำ) จนกระทั่งเกิด debt deleveraging ตั้งแต่ต้นปี 2559 (เส้นสีฟ้าอยู่เหนือเส้นสีดำ)⁴ นอกจากนี้ จะเห็นได้ว่าในช่วงที่เกิดการ deleverage นั้น ดัชนีราคาผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ หรือ GDP deflator เป็นตัวช่วยสำคัญต่อกระบวนการ deleverage



⁴ ที่จริงแล้ว contribution จากการเพิ่มขึ้นของ nominal GDP ต่อสัดส่วนหนี้สินต่อ GDP จะเป็นเครื่องหมายลบ เพราะการเพิ่มขึ้นของ nominal GDP จะทำให้สัดส่วนหนี้สินต่อ GDP ปรับลดลง แต่เพื่อความง่ายในการเปรียบเทียบระหว่างตัวเลขและตัวส่วน จึงเปลี่ยน contribution จากการ

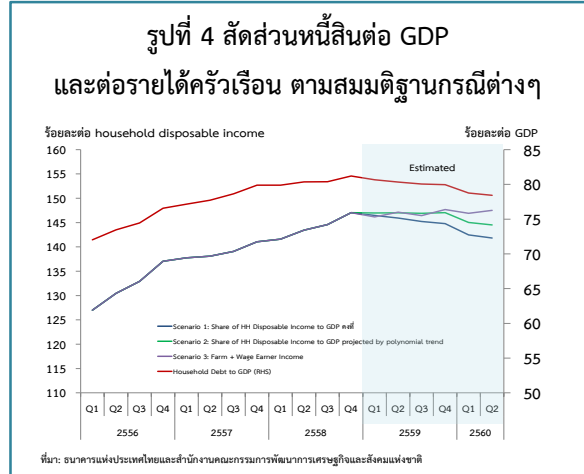
เพิ่มขึ้นของ nominal GDP ให้เป็นเครื่องหมายบวก จึงเห็นเส้นสีดำและสีฟ้าอยู่ในแดนบวกทั้งคู่ ทั้งนี้ ส่วนต่างของเส้นสีดำและเส้นสีฟ้าคือการเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนหนี้สินต่อ GDP ในไตรมาสนั้นๆ จากไตรมาสก่อนหน้า

ในระยะต่อไป ต้องติดตามว่าการ deleverage ของภาคครัวเรือนจะทำได้มากน้อยเพียงใด เนื่องจากเริ่มเห็นการเร่งขึ้นของหนี้ครัวเรือนแบบไตรมาสต่อไตรมาส (ปรับฤดูกาล) ตั้งแต่ต้นปี 2560 ขณะที่คาดว่า GDP จะขยายตัวได้ดีในระยะต่อไปเช่นกัน ดังนั้น มีโอกาสที่ในอนาคต สัดส่วนหนี้สินต่อ GDP อาจทรงตัวหรือกลับมาเพิ่มขึ้น (leverage) ซึ่งอาจเป็นการเพิ่มความเปราะบางแก่ภาคครัวเรือน จึงจำเป็นต้องติดตามความเสี่ยงต่อเนื่องของกระบวนการ deleverage หนี้สินภาคครัวเรือนดังกล่าวอย่างใกล้ชิด

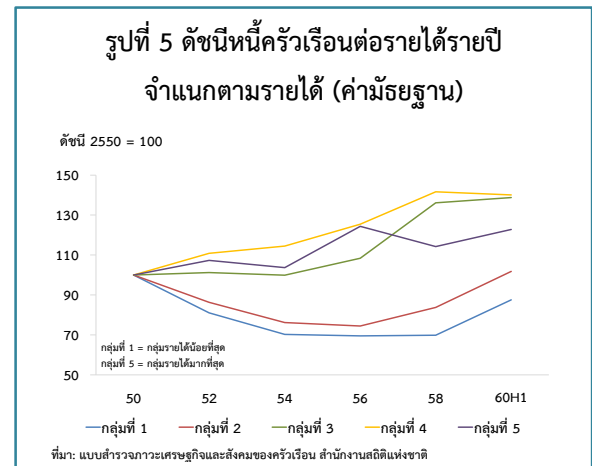


ทั้งนี้ เมื่อวิเคราะห์การ deleverage ตามประเภทเงินกู้พบว่า เงินกู้ยืมในหมวดรถยนต์หรือรถจักรยานยนต์มีการ deleverage อย่างชัดเจนที่สุด ตามการทยอยสิ้นสุดลงของหนี้จากมาตรการรถคันแรก ตั้งแต่ปี 2559 ส่วนเงินกู้ยืมประเภทอื่นๆ ก็เริ่มเห็นสัญญาณการ deleverage ที่ชัดเจนขึ้นเช่นเดียวกัน โดยสินเชื่อหมวดที่อยู่อาศัยเป็นหมวดที่เห็นการ deleverage ชัดที่สุด (รูปที่ 3)

ตามที่กล่าวแล้วข้างต้น บทความนี้ใช้ annualized nominal GDP เป็นตัวแทนของรายได้ เพราะมีความถี่สูงและเป็นตัวเลขที่เปิดเผยต่อสาธารณชนรวดเร็วกว่ารายได้ครัวเรือน อย่างไรก็ตาม การใช้ GDP เป็นตัวแทนรายได้อาจให้ภาพที่ไม่ถูกต้องเท่าใดนักหากสัดส่วนรายได้ครัวเรือนต่อ GDP มีการ



เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา สัดส่วนดังกล่าวได้โน้มลดลงอย่างช้าๆ ทั้งนี้ ข้อมูลรายได้ครัวเรือนล่าสุดจากบัญชีรายได้ประชาชาติมีถึงปี 2558 เท่านั้น จึงต้องทำการประมาณการรายได้ครัวเรือนในการทำสัดส่วนหนี้สินต่อรายได้สำหรับปี 2559 และปี 2560 ซึ่งพบว่าสัดส่วนหนี้สินต่อรายได้มีความเป็นไปได้สูงที่จะลดลงช้ากว่ากรณีที่ใช้ GDP (รูปที่ 4) โดยการ deleverage จะเป็นไปอย่างรวดเร็วหรือช้าขึ้น ขึ้นอยู่กับสมมติฐานของการประมาณการตัวเลข household disposable income⁵



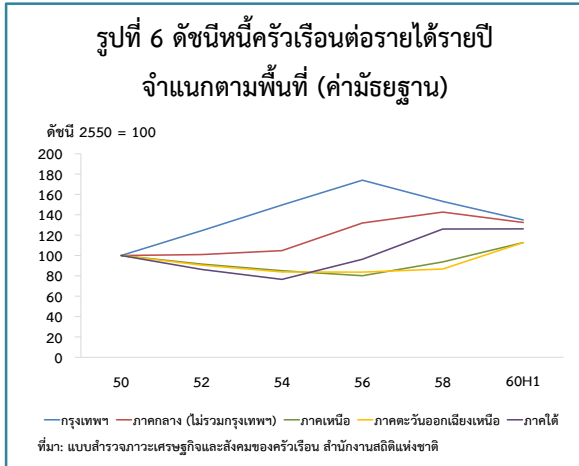
สถานการณ์ Debt deleveraging ของไทย: หน่วยย่อยระดับครัวเรือน

แม้ว่าภาพรวมในระดับประเทศ จะพบการ deleverage อย่างช้าๆ อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาในหน่วยย่อยระดับครัวเรือน โดยอาศัยข้อมูลการสำรวจ

⁵ ข้อมูล household disposable income ล่าสุดที่เป็นข้อมูลจริง สิ้นสุดที่ไตรมาส 4/2558 ดังนั้น ข้อมูลตั้งแต่ไตรมาส 1/2559 จึงต้องอาศัยสมมติฐานในการประมาณการ ซึ่งแบ่งเป็นกรณีต่างๆ ดังต่อไปนี้

- กรณีที่ 1: ให้ Share of Household Disposable Income to GDP คงที่จาก Q4/58 (เส้นสีแดง)

- กรณีที่ 2: ใช้ Polynomial Trend เพื่อ project share of Household Disposable Income to GDP (เส้นสีม่วง)
- กรณีที่ 3: ใช้ Trend ของ Farm + Wage Earner Income มา project Household Disposable Income (เส้นสีเขียว)



เศรษฐกิจและสังคมของครัวเรือน (Socio-Economic Survey: SES)⁶ และแบ่งครัวเรือนออกเป็นกลุ่มต่างๆ ทั้งในมิติรายได้และพื้นที่ พบการ deleverage ในกลุ่มครัวเรือนรายได้สูงบางกลุ่ม (กลุ่มที่ 4 ในรูปที่ 5) และกลุ่มครัวเรือนในกรุงเทพฯ และภาคกลาง (รูปที่ 6) โดยเกิดจากการลดลงของหนี้เป็นสำคัญ (อาจเกิดจากกลุ่มครัวเรือนเหล่านี้มีหนี้รถยนต์ที่ทยอยสิ้นสุดจากมาตรการรถคันแรก) ในทางกลับกัน กลุ่มครัวเรือนรายได้น้อยถึงปานกลาง และในเขตภูมิภาคอื่นๆ โดยเฉพาะภาคเหนือ และตะวันออกเฉียงเหนือ กลับทรงตัวหรือมีการ leverage เพิ่มขึ้นจากปี 2558 ซึ่งเกิดจากหนี้ที่เร่งตัวขึ้นขณะที่รายได้ใกล้เคียงเดิม

ความเชื่อมโยงระหว่าง deleveraging กับการบริโภคภาคเอกชน: การบริโภคต้องดีขึ้นจริงหรือ?

งานวิจัยหลายชิ้น⁷ ได้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างหนี้ การบริโภคและการออม โดยแบ่งเป็น 2 ช่วง ได้แก่ช่วง leverage และช่วง deleverage (สรุปได้ในตารางที่ 2) ซึ่งการ leverage ของครัวเรือนเกิดขึ้นจากการก่อหนี้เพื่อการอุปโภคบริโภค และมักจะเกิดขึ้นพร้อมกับการออมที่ลดลง ส่งผลให้การบริโภคภาคเอกชน (private consumption) ขยายตัวได้สูงกว่ารายได้ แต่ไม่ยั่งยืนในระยะยาว เนื่องจากการบริโภคไม่สามารถขยายตัวสูงกว่ารายได้ตลอดไป และเมื่อถึงจุดที่ครัวเรือนไม่สามารถก่อหนี้เพิ่มได้ (วงเงินเต็มหรือเกินความสามารถในการชำระหนี้ของครัวเรือน หรือสถาบันการเงินเข้มงวด

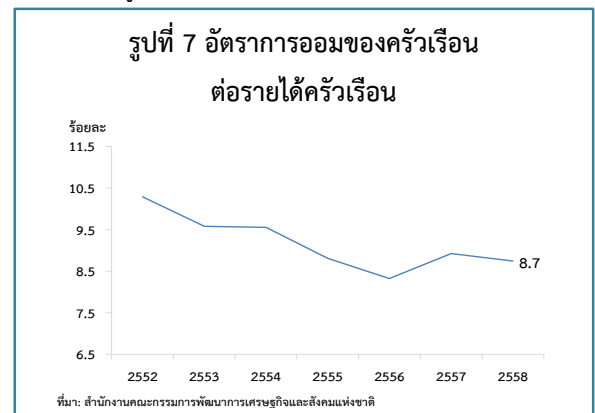
ในการปล่อยสินเชื่อ) และยังคงชำระหนี้ที่ได้ก่อไว้ ครัวเรือนจึงต้องปรับตัวโดยการออมมากขึ้นและชำระหนี้ ซึ่งก็คือช่วงของการ deleverage ทำให้ในช่วงนี้ การบริโภคจะโตช้ากว่ารายได้ ดังนั้น ช่วงที่เกิดการ deleverage จะเป็นช่วงที่ทำให้การบริโภคภาคเอกชนเติบโตได้ช้า เพราะเป็นช่วงของการปรับตัวของครัวเรือนในการสร้างสุขภาพทางการเงินที่แข็งแกร่ง โดยเฉพาะการปรับสมดุล (balance sheet) ให้เข้มแข็ง เพื่อเตรียมพร้อมสำหรับการบริโภคในอนาคต

ตารางที่ 2: ลักษณะของการออมและการบริโภคในช่วงต่างๆ

ตัวแปรต่างๆ	ช่วง Leverage	ช่วง Deleverage
สัดส่วนหนี้ต่อรายได้	เพิ่มขึ้น ↑	ลดลง ↓
อัตราการออม	ลดลง ↓	เพิ่มขึ้น ↑
การบริโภค	โตเร็วกว่ารายได้	โตช้ากว่ารายได้

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

สำหรับประเทศไทย ข้อมูลอัตราการออมต่อรายได้ของครัวเรือนล่าสุดมีถึงปี 2558 (รูปที่ 7) ซึ่งได้โน้มลดลงจากช่วงก่อนหน้าสอดคล้องกับปรากฏการณ์ leverage ของครัวเรือนในช่วงเวลาดังกล่าว โดยระหว่างปี 2551 – 2558 การบริโภคของครัวเรือนโตเฉลี่ยร้อยละ 5.0 ซึ่งสูงกว่าการขยายตัวของรายได้ครัวเรือนที่โตเฉลี่ยร้อยละ 4.7 อย่างไรก็ตาม สำหรับปี 2560 และในระยะต่อไป คาดว่าอัตราการออมจะโน้มเพิ่มขึ้น และการบริโภคมีแนวโน้มโตต่ำกว่ารายได้เนื่องจากภาคครัวเรือนได้โน้มเข้าสู่ช่วงของการ deleverage แล้ว



⁶ สํารวจโดยสำนักงานสถิติแห่งชาติ (มีข้อมูลรายได้ทุก 2 ปี) โดยข้อมูลที่ใช้ในการเปรียบเทียบในภาพที่ 5 และ 6 เป็นข้อมูลรายปีตั้งแต่ปี 2550 ถึง 2558 และข้อมูลครึ่งปีแรกของปี 2560 ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยของข้อมูลไตรมาส 1 และ 2 โดยแต่ละไตรมาสจะมีกลุ่มตัวอย่างประมาณ 1 หมื่นครัวเรือน

⁷ เช่น จากบทความของ Charles Persons เรื่อง “Credit Expansion, 1920 to 1929, and Its Lessons” ใน Quarterly Journal of Economics 45 (1930) หรือบทความจาก FRBSF Economic Letter (May 2009) เรื่อง “U.S. Household Deleveraging and Future Consumption Growth”

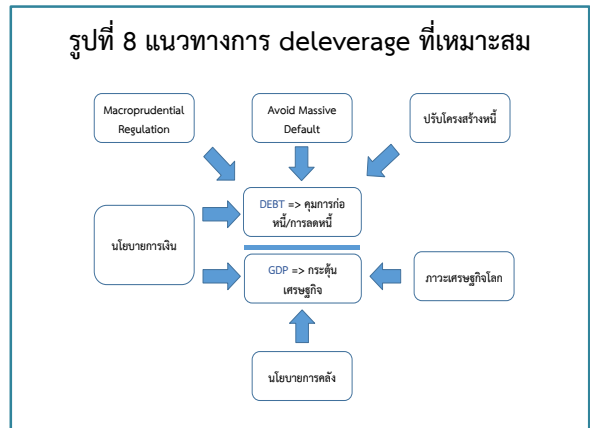
แนวทางที่เหมาะสมในการ deleverage และบทบาทของผู้ดำเนินนโยบาย

แม้การ deleverage จะเป็นผลลัพธ์ของวัฏจักรทางเศรษฐกิจ ซึ่งผู้ดำเนินนโยบายไม่ได้มีเป้าหมายโดยตรงในการกำหนดระดับและความเร็วในการลดลงของสัดส่วนหนี้สินต่อ GDP แต่ผู้ดำเนินนโยบายต้องเฝ้าระวังถึงผลกระทบเชิงลบของการ deleverage ต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ซึ่งอาจทำให้สัดส่วนหนี้สินต่อ GDP ไม่ลดลงหรือลดลงช้า เนื่องจากหนี้ที่ลดหรือชะลออาจทำให้เศรษฐกิจชะลอตัวไปด้วย ดังนั้น โจทย์ที่สำคัญคือจะหาวิธีการอย่างไรให้การก่อหนี้เป็นไปอย่างเหมาะสม และไม่ส่งผลกระทบต่อขยายตัวทางเศรษฐกิจมากนัก

งานวิจัยของ Eggertson and Krugman⁸ ชี้ให้เห็นว่า หากการ deleverage ดำเนินไปอย่างไม่เหมาะสม กล่าวคือ สัดส่วนหนี้สินต่อรายได้ปรับลดลงอย่างรวดเร็วและรุนแรงเกินไป จะทำให้ครัวเรือนใช้จ่ายลดลงอย่างมีนัยสำคัญ และกระทบต่อภาพรวมการบริโภคภาคเอกชนของประเทศ โดยเหตุการณ์ดังกล่าวมักตามมาด้วยภาวะเงินฝืด (deflation) ซึ่งจะยิ่งซ้ำเติมให้ครัวเรือนที่มีหนี้นั้นมีภาระการชำระหนี้มากขึ้นเมื่อรวมผลของภาวะเงินฝืดเข้าไปด้วย (real term) ดังนั้น การ deleverage จึงควรดำเนินไปอย่างค่อยเป็นค่อยไป

ผู้เขียนมองว่า แนวทางที่จะสนับสนุนให้กระบวนการ deleverage ดำเนินไปอย่างราบรื่นนั้น ภาครัฐควรควบคุมดูแลการก่อหนี้หรือการลดหนี้ไปพร้อมกับการพยายามให้เศรษฐกิจเติบโตอย่างต่อเนื่อง (รูปที่ 8) ซึ่งผู้ดำเนินนโยบายสามารถควบคุมดูแลการก่อหนี้ให้มีประสิทธิภาพ ทั้งการปรับโครงสร้างหนี้ การพิจารณาออกมาตรการ macroprudential หรือในกรณี

ที่เกิดวิกฤต ทางภาครัฐป้องกันไม่ให้เกิดการผิดนัดชำระหนี้ในวงกว้าง (massive default) ด้วยการเข้าช่วยเหลือ (bailout) และแก้ไขสถานการณ์อย่างทันที่ช่วงที่ขณะเดียวกันภาครัฐอาจต้องมีบทบาทสำคัญในการเป็นแรงขับเคลื่อนทางเศรษฐกิจในช่วงที่ภาคเอกชนยังอยู่ในขั้นตอนการ deleverage ทั้งนี้ ความสามารถในการดูแลเศรษฐกิจของภาครัฐจะขึ้นอยู่กับพื้นที่ในการกำหนดนโยบาย (policy space) ทั้งพื้นที่ในการกำหนดนโยบายการคลัง (fiscal policy space) และพื้นที่ในการกำหนดนโยบายการเงิน (monetary policy space)



ส่วนการดำเนินนโยบายการเงินสามารถก่อให้เกิดการ leverage หรือ deleverage ก็ได้ ทั้งในกรณีที่ขึ้นหรือลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (รายละเอียดตามตารางที่ 3) ยกตัวอย่างเช่น การลดดอกเบี้ยจะเพิ่มแรงจูงใจให้มีการก่อหนี้มากขึ้น ขณะเดียวกันก็เป็นการกระตุ้นเศรษฐกิจทำให้ GDP เพิ่มขึ้นเช่นกัน ผลกระทบสุทธิของนโยบายการเงินต่อสัดส่วนหนี้สินต่อ GDP จึงเป็นไปได้ทั้ง 2 ทิศทาง กล่าวคือสัดส่วนหนี้สินต่อ GDP จะเพิ่มขึ้น (leverage) หรือลดลง (deleverage) ขึ้นอยู่กับความอ่อนไหว (sensitivity) ของการก่อหนี้ต่ออัตราดอกเบี้ยที่เปลี่ยนแปลง และความอ่อนไหวของ GDP ที่มี

ตารางที่ 3 ผลของนโยบายการเงินต่อการ leverage/deleverage

นโยบายการเงิน	ผลต่อการก่อหนี้	ผลต่อ GDP	ผลต่อสัดส่วนหนี้ต่อ GDP
ลดดอกเบี้ย	กระตุ้นให้ก่อหนี้เพิ่ม (หนี้ ↑)	กระตุ้น GDP (GDP ↑)	ช่วงเศรษฐกิจซบเซา: โอกาสเกิดการ deleverage สูงกว่า ช่วงเศรษฐกิจร้อนแรง: โอกาสเกิดการ leverage สูงกว่า
ขึ้นดอกเบี้ย	ลดแรงจูงใจในการก่อหนี้ (หนี้ ↓)	ชะลอ GDP (GDP ↓)	ช่วงเศรษฐกิจซบเซา: โอกาสเกิดการ leverage สูงกว่า ช่วงเศรษฐกิจร้อนแรง: โอกาสเกิดการ deleverage สูงกว่า

⁸ บทความ “Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: a Fisher-Minsky-Koo Approach.” ของ Eggertson, Gauti and Paul Krugman (2012)

ต่ออัตราดอกเบี้ยว่าอย่างไรจะมากกว่ากัน ความอ่อนไหวในส่วนหนึ่งจะขึ้นอยู่กับภาวะทางเศรษฐกิจ โดยในช่วงที่เศรษฐกิจซบเซา สถาบันการเงินมีแนวโน้มที่จะระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อ ขณะที่ผู้ประกอบการมีแนวโน้มชะลอการก่อหนี้เพื่อการลงทุน ส่งผลให้การลดอัตราดอกเบี้ยไม่ได้กระตุ้นการก่อหนี้มากนัก จึงทำให้ผลของอัตราดอกเบี้ยต่อการกระตุ้น GDP มีโอกาสสูงกว่าผลต่อการก่อหนี้ (โอกาสเกิดการ deleverage สูงกว่า) ในทางกลับกัน การขึ้นอัตราดอกเบี้ยในช่วงที่เศรษฐกิจซบเซาอยู่แล้วจะเป็นการซ้ำเติม GDP ขณะที่การก่อหนี้ อาจไม่ได้ชะลอลงไปกว่าเดิมมากนัก ส่งผลให้โอกาสเกิดการ leverage มีมากกว่า

ทั้งนี้ บทความจาก Business Insider⁹ ที่ศึกษาประสบการณ์การ deleverage ของ 9 ประเทศหลังเกิดวิกฤตทางเศรษฐกิจ (กรณีเศรษฐกิจซบเซา) พบว่าประเทศที่มีการ deleverage อย่างราบรื่น¹⁰ ส่วนหนึ่งเป็นเพราะการดำเนินนโยบายการเงินที่ทันการณ์และเหมาะสม โดยอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงควรอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติที่แท้จริง (real GDP growth) ไปสักระยะหนึ่ง หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ภาระดอกเบี้ยจ่ายที่แท้จริงจะต้องต่ำกว่าการขยายตัวของรายได้ที่แท้จริง จึงจะทำให้กระบวนการ deleverage เป็นผลสำเร็จ

สำหรับสถานการณ์ของประเทศไทยในปัจจุบัน การผ่อนคลายนโยบายการเงินอย่างต่อเนื่องถือเป็นการสนับสนุนการ deleverage ของภาคครัวเรือน เนื่องจากการช่วยผ่อนคลายนโยบายการเงินของครัวเรือนควบคู่ไปกับการกระตุ้น GDP ส่วนการก่อหนี้ที่อาจจะเพิ่มขึ้นจากการผ่อนคลายนโยบายการเงินนั้น ยังคงไม่น่ากังวลเนื่องจากสถาบันการเงินยังคงมีความระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อ ขณะที่ความต้องการสินเชื่อเพื่อการลงทุนยังไม่ได้เร่งขึ้นมากนัก สอดคล้องกับการลงทุนภาคเอกชนที่ฟื้นตัวอย่างช้าๆ

อย่างไรก็ตาม การ deleverage เกิดขึ้นกับครัวเรือนเพียงบางกลุ่มเท่านั้น โดยกลุ่มครัวเรือนรายได้

น้อยยังคงมีความเปราะบางและเห็นการ leverage เพิ่มขึ้น การออกมาตรการ macroprudential เช่น มาตรการควบคุมบัตรเครดิตและสินเชื่อส่วนบุคคลสำหรับผู้มีรายได้น้อย จึงเป็นมาตรการที่จะช่วยให้การ deleverage เกิดขึ้นได้อย่างราบรื่นและเป็นการช่วยลดความเปราะบางของครัวเรือนในกลุ่มดังกล่าว

บทสรุป

ปรากฏการณ์ debt deleveraging คือ การลดลงของสัดส่วนหนี้สินต่อรายได้ (debt to income) ซึ่งสามารถเกิดขึ้นได้แม้ระดับหนี้สินยังคงเพิ่มขึ้น และการ deleverage ในภาวะปกติจะอยู่ในลักษณะที่หนี้สินเพิ่มขึ้นช้ากว่าการเพิ่มขึ้นของรายได้

สถานการณ์ปัจจุบันของไทยพบว่า ภาคครัวเรือนอยู่ในช่วงของการ deleverage อย่างช้าๆ ในภาวะปกติ แต่การ deleverage ยังคงกระจุกตัวอยู่ในครัวเรือนเพียงบางกลุ่มเท่านั้น (ครัวเรือนรายได้สูง ครัวเรือนในเขต กทม. และภาคกลาง) และการ deleverage อาจดำเนินได้ช้ากว่าที่เห็นหากใช้ข้อมูลประมาณการรายได้ครัวเรือนแทนข้อมูล GDP

ทั้งนี้ ในช่วงที่ภาคครัวเรือนมีการ deleverage การบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มขยายตัวช้ากว่ารายได้ เนื่องจากเป็นช่วงที่การออมของครัวเรือนเพิ่มสูงขึ้นเพื่อนำเงินมาชำระหนี้ ถือเป็นช่วงปรับตัวให้สมดุลครัวเรือนแข็งแกร่งขึ้น เพื่อรองรับการบริโภคที่จะเกิดขึ้นในอนาคต

สำหรับผู้ดำเนินนโยบาย ควรควบคุมดูแลการก่อหนี้หรือการลดหนี้ที่เหมาะสมไปพร้อมกับการพยุงให้เศรษฐกิจเติบโตได้ต่อเนื่อง โดยเฉพาะเมื่อภาคเอกชนอยู่ในช่วงของการ deleverage ซึ่งจะกระทบการใช้จ่ายในประเทศ ภาครัฐอาจมีบทบาทสำคัญในการพยุงเศรษฐกิจเพื่อสนับสนุนให้กระบวนการ deleverage ดำเนินไปได้อย่างราบรื่น

⁹ บทความใน Business Insider เรื่อง “Chaotic and Beautiful: Here Are 9 Countries And Their Tumultuous Experiences With Deleveraging” โดย 9 ประเทศที่ศึกษาประกอบด้วย Japan (1990) Mexico (1995) Indonesia (1998) Korean (1998) US (2008) UK (2008) Spain (2008) Ireland (2008) Australia (2009)

¹⁰ ในบทความจะใช้คำว่า “Beautiful deleveraging” “Ugly deleveraging” “Chaotic deleveraging” หรือ “Failed deleveraging” ซึ่งบทความใน Box นี้จะถือว่า beautiful deleveraging คือการ deleverage ที่สำเร็จ

References:

- Deutsche Bank (2016), “The life cycle of debt”, Deutsche Bank Research.
- Eggertson, Gauti and Paul Krugman (2012), “Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: a Fisher-Minsky-Koo Approach”, The Quarterly Journal of Economics.
- Glick, Reuven and Kevin J. Lansing (2009), “U.S. Household Deleveraging and Future Consumption Growth”, FRBSF Economic Letter.
- Lascelles, Eric (2012), “The End of Deleveraging?”, Economic Compass, RBC Global Asset Management.
- McKinsey Global Institute (2010), “Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences”, McKinsey & Company.
- Perlberg, Steven (2013), “Chaotic and Beautiful: Here Are 9 Countries And Their Tumultuous Experiences With Deleveraging”, Business Insider.
- Persons, Charles (1930), “Credit Expansion, 1920 to 1929, and Its Lessons”, Quarterly Journal of Economics 45.
- ธนาคารแห่งประเทศไทย, “รายงานนโยบายการเงินไตรมาส 3: ฉบับสมบูรณ์เดือนกันยายน 2560”.

บทความนี้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดี เพราะคำแนะนำและความคิดเห็นที่เป็นประโยชน์จาก ดร.ยรรยง ไทยเจริญ และ คุณจิรพรรณ โอฬารธนาเศรษฐ์ รวมทั้งคุณวัชรพันธุ์ มาลากิจ และคุณธนัชพร สุขสุเมฆ ที่ช่วยให้งานนี้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น ตลอดจนข้อมูลและความร่วมมือจากทีมพัฒนาสถิติการเงิน ฝ่ายสถิติและจัดการข้อมูล โดยเฉพาะคุณวิชชวรรณ วรฉัตราวณิช รวมถึงทีม FAQ Editor ดร.สุรัช แทนบุญ และ ดร.นครินทร์ อมเรศ คณะผู้เขียนขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูง

Contact authors :

ดร. สรา ชินโชคสันต์
ผู้ช่วยผู้อำนวยการ
ฝ่ายนโยบายการเงิน
สายนโยบายการเงิน
SraC@bot.or.th



สุพริศร์ สุวรรณิก
เศรษฐกรอาวุโส
ฝ่ายนโยบายการเงิน
สายนโยบายการเงิน
SuparitS@bot.or.th