



การปรับตัวของฐานะทางการเงินและการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

จิรเทพ เสนีวงศ์ ณ อยุธยา

พรวิภา ตั้งเจริญมั่นคง

ฐิติมา ชูเชิด



“การปรับตัวของฐานะทางการเงินและการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ” มุ่งที่จะค้นหาคำตอบใน 3 ประเด็น :

- ภาคธุรกิจและภาคครัวเรือนได้มีการปรับตัวในสินทรัพย์และหนี้สินของตนอย่างไรนับจากที่ต้องเผชิญกับวิกฤตเศรษฐกิจเป็นต้นมา
- พัฒนาการของการฟื้นตัวของภาคเศรษฐกิจเหล่านี้ และความพร้อมที่จะทำการขยายสินทรัพย์และหนี้สินต่อไป
- ความเสี่ยงที่เศรษฐกิจต้องระวัง และนัยต่อนโยบาย

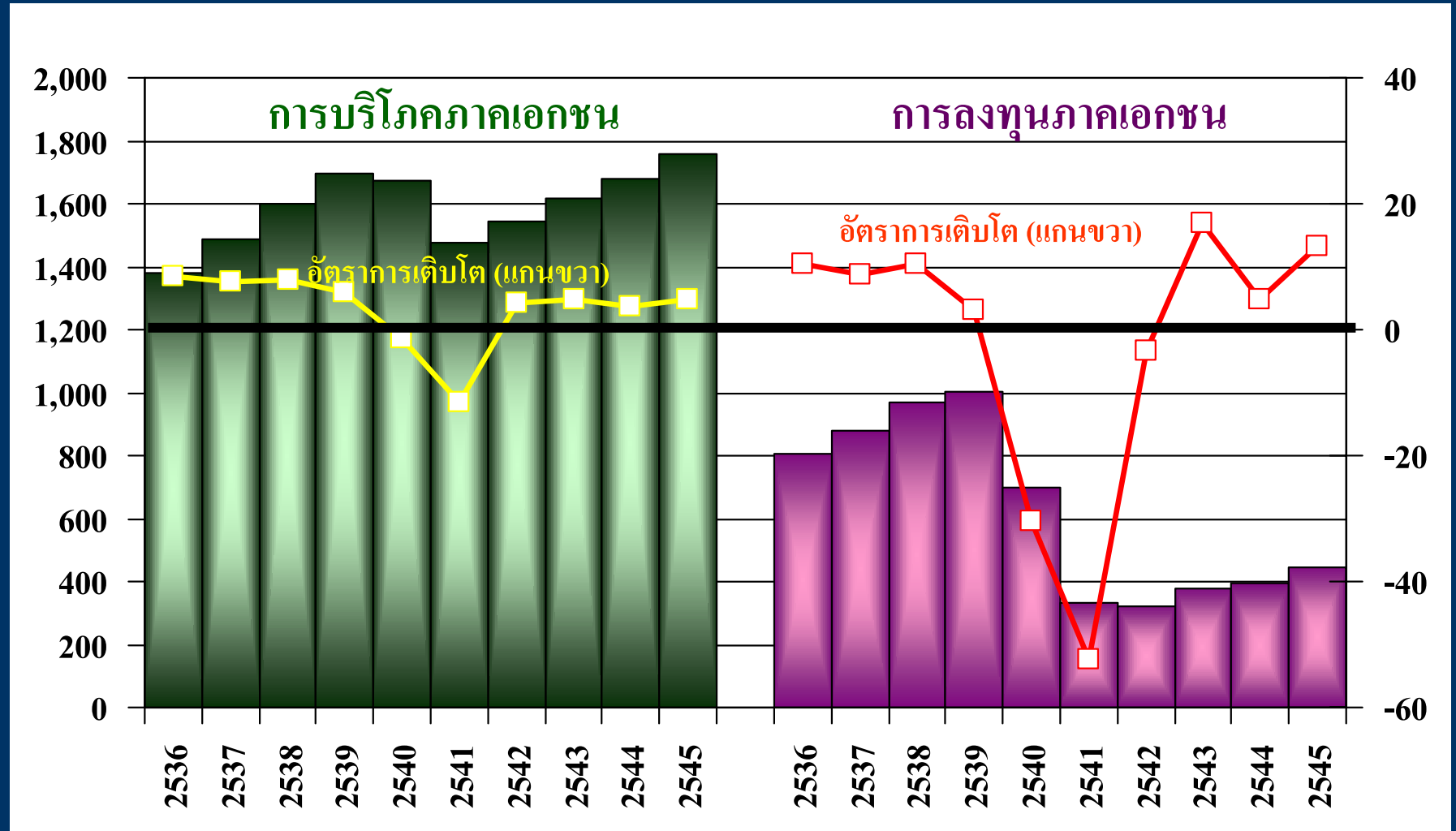


การลงทุนภาคเอกชนมีการปรับตัวอย่างมากและรวดเร็วกว่า การบริโภคภาคเอกชน นับตั้งแต่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจเป็นต้นมา

การบริโภคและการลงทุนภาคเอกชน (ณ ราคาปี 2531)

พันล้านบาท

อัตราการเปลี่ยนแปลงจากปีก่อน





เหตุใดฐานะทางการเงินของภาคธุรกิจและภาคครัวเรือนจึงสำคัญต่อความเข้าใจเกี่ยวกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ?

1. นโยบายการเงินอาจจะมีประสิทธิผลน้อยในการกระตุ้นการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชน หากฐานะทางการเงินของภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจมีความอ่อนแอ
2. การเปลี่ยนแปลงของรายได้ รายจ่าย และการออมที่เกิดขึ้นระหว่างปีนั้น มีผลต่อการปรับตัว และการจัดการต่อสินทรัพย์และหนี้สินของภาคเศรษฐกิจทั้งทางตรงและในทางกลับกัน
3. เมื่อใดที่ฐานะทางการเงินของภาคเศรษฐกิจเหล่านี้แข็งแกร่งยิ่งขึ้น ก็จะตอบสนองและผลักดันการขยายตัวของเศรษฐกิจได้ดีขึ้นอีกในระยะต่อไป
4. สำหรับประเทศไทยนั้น การบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนมีสัดส่วนถึงกว่าร้อยละ 70 ของกิจกรรมทางเศรษฐกิจทั้งหมด
5. อัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำช่วยสนับสนุนการเติบโตของการบริโภคภาคเอกชนตลอดช่วงที่ผ่านมา แต่การลงทุนภาคเอกชนยังไม่ตอบสนองเท่าใดนัก



การปรับตัวของฐานะทางการเงินในภาคธุรกิจ : สิ่งที่ค้นพบ

1. ผลกำไรและความสามารถในการจัดการหนี้สินได้ปรับตัวดีขึ้นมากอย่างเห็นได้ชัด พร้อมกับการเติบโตของยอดขาย และมีแนวโน้มแข็งแกร่งขึ้นอย่างต่อเนื่อง ตามการเติบโตของเศรษฐกิจโดยรวม
2. ภาวะทางการเงินที่ธุรกิจเผชิญนั้นได้ปรับตัวดีขึ้น แต่สัดส่วนหนี้สินต่อทุนยังคงอยู่ในระดับสูง เนื่องจากมีการโยกย้ายหนี้ ไปสู่ตราสารหนี้ประเภทอื่นที่มีต้นทุนต่ำกว่า ไม่ใช่การลดลงของระดับหนี้มากนัก
3. แนวโน้มการลงทุนใหม่ในอนาคตนั้น น่าจะได้รับแรงสนับสนุนจากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้กับผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่แคบลง แต่ยังมี ความจำเป็นที่ธุรกิจต้องปรับปรุงส่วนของทุนให้ดีขึ้นต่อไปด้วย



1. ผลกำไรและความสามารถในการจัดการหนี้สินได้ปรับตัวดีขึ้นมาก อย่างเห็นได้ชัด

รูป 2.1A: อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย ต้นทุนในการขาย และ

กำไรขั้นต้นของบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ใช่สถาบันการเงินในตลาดหลักทรัพย์

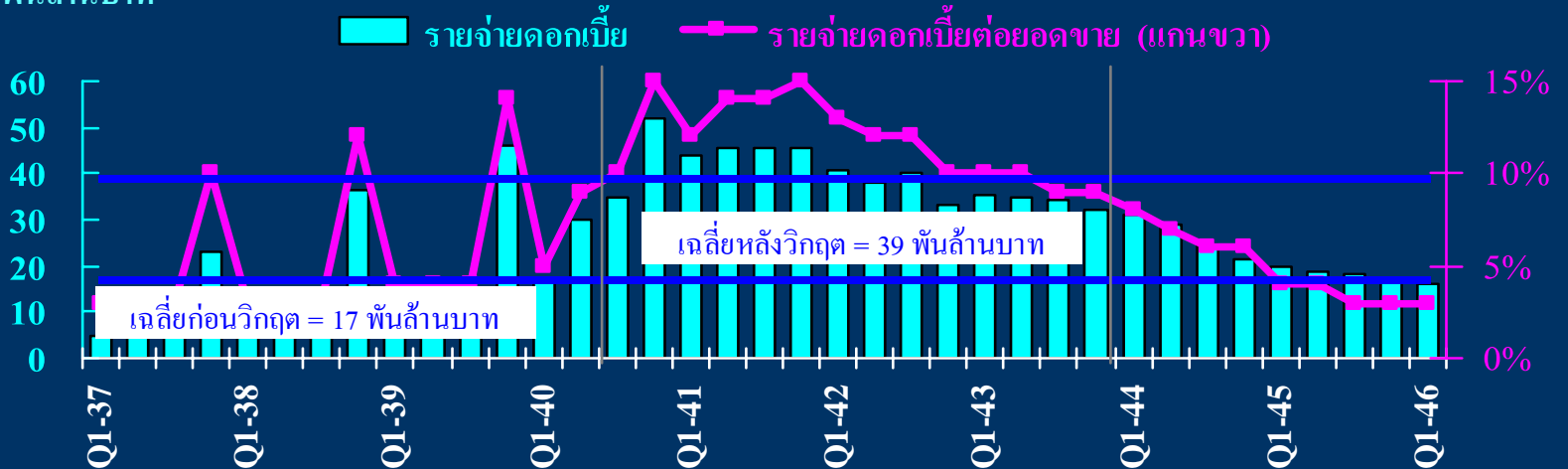
อัตราการเปลี่ยนแปลง



รูป 2.1C: รายจ่ายดอกเบี้ย และ สัดส่วนรายจ่ายดอกเบี้ยต่อยอดขาย

ของบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ใช่สถาบันการเงินในตลาดหลักทรัพย์

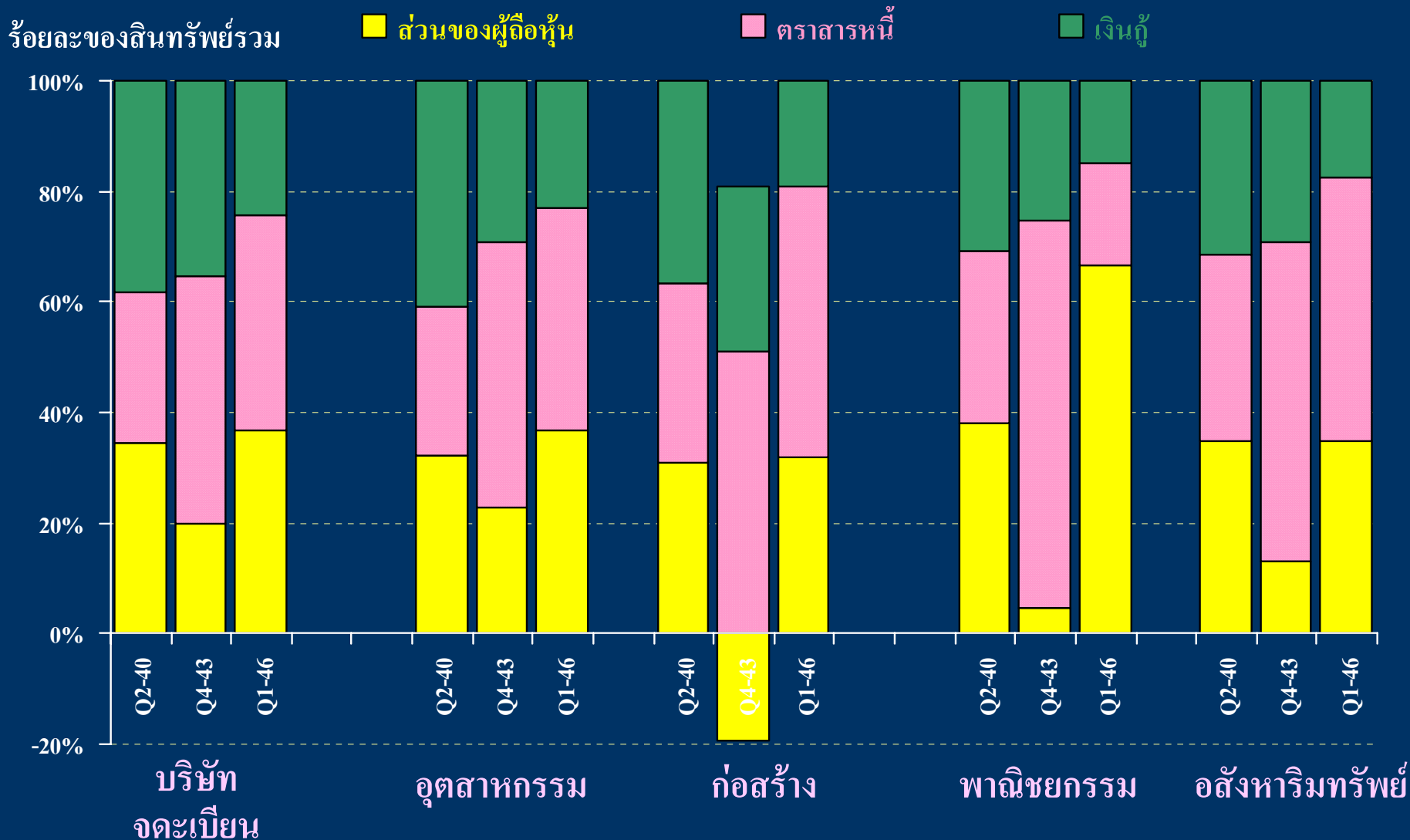
พันล้านบาท





แต่ ธุรกิจจำนวนหนึ่งยังมีสัดส่วนหนี้สินต่อทุนอยู่ในระดับสูง เนื่องจากการโยกย้ายหนี้
ซึ่งไม่ใช่การลดลงของระดับหนี้ รวมทั้งเป็นผลจากที่มีการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน

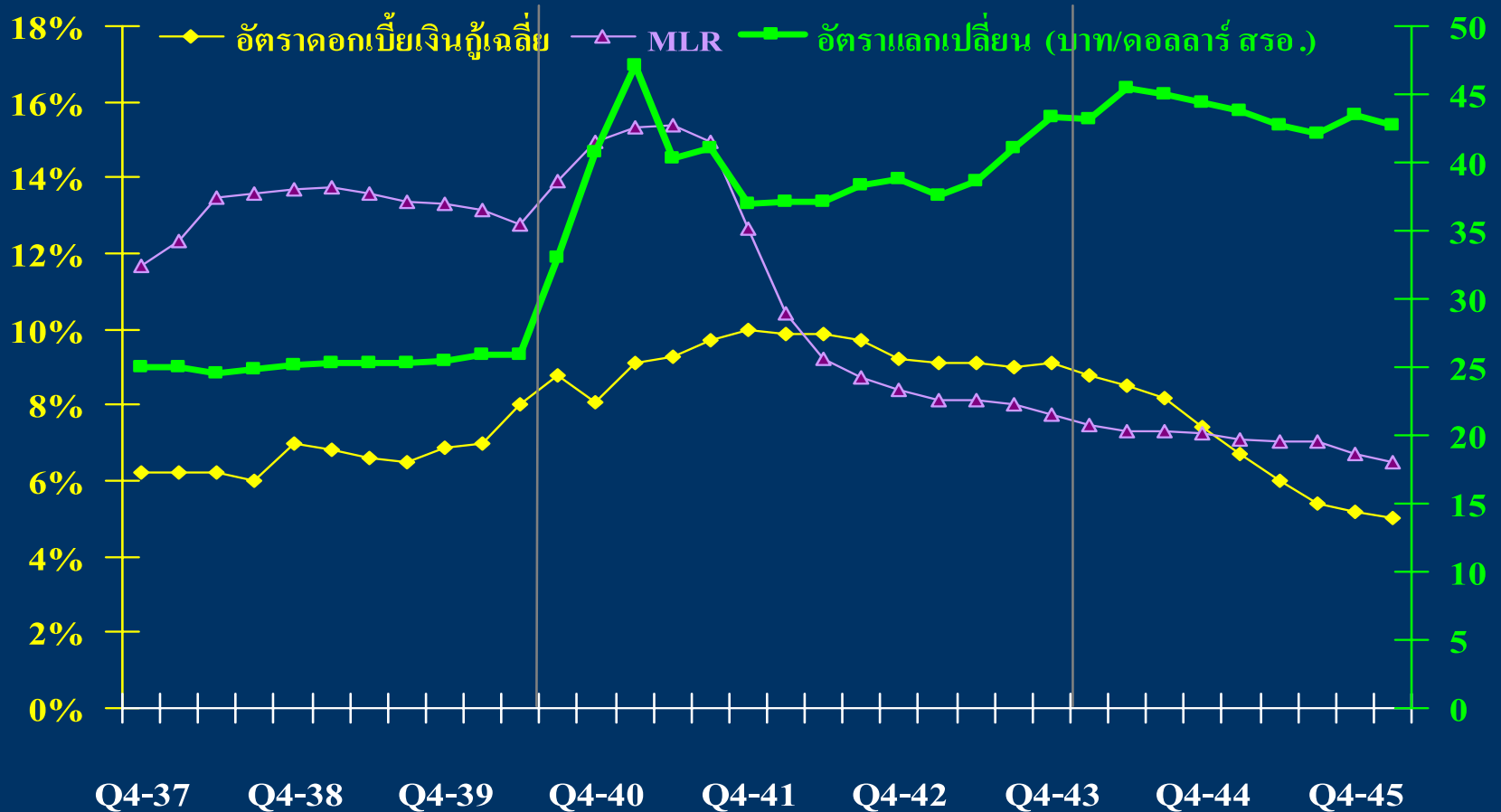
รูป 2.10: โครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ใช่สถาบันการเงินในตลาดหลักทรัพย์





2. สภาพะทางการเงินปรับตัวดีขึ้น โดยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้เฉลี่ยเริ่มลดต่ำลงกว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี ตั้งแต่ไตรมาสแรก ปี 2545

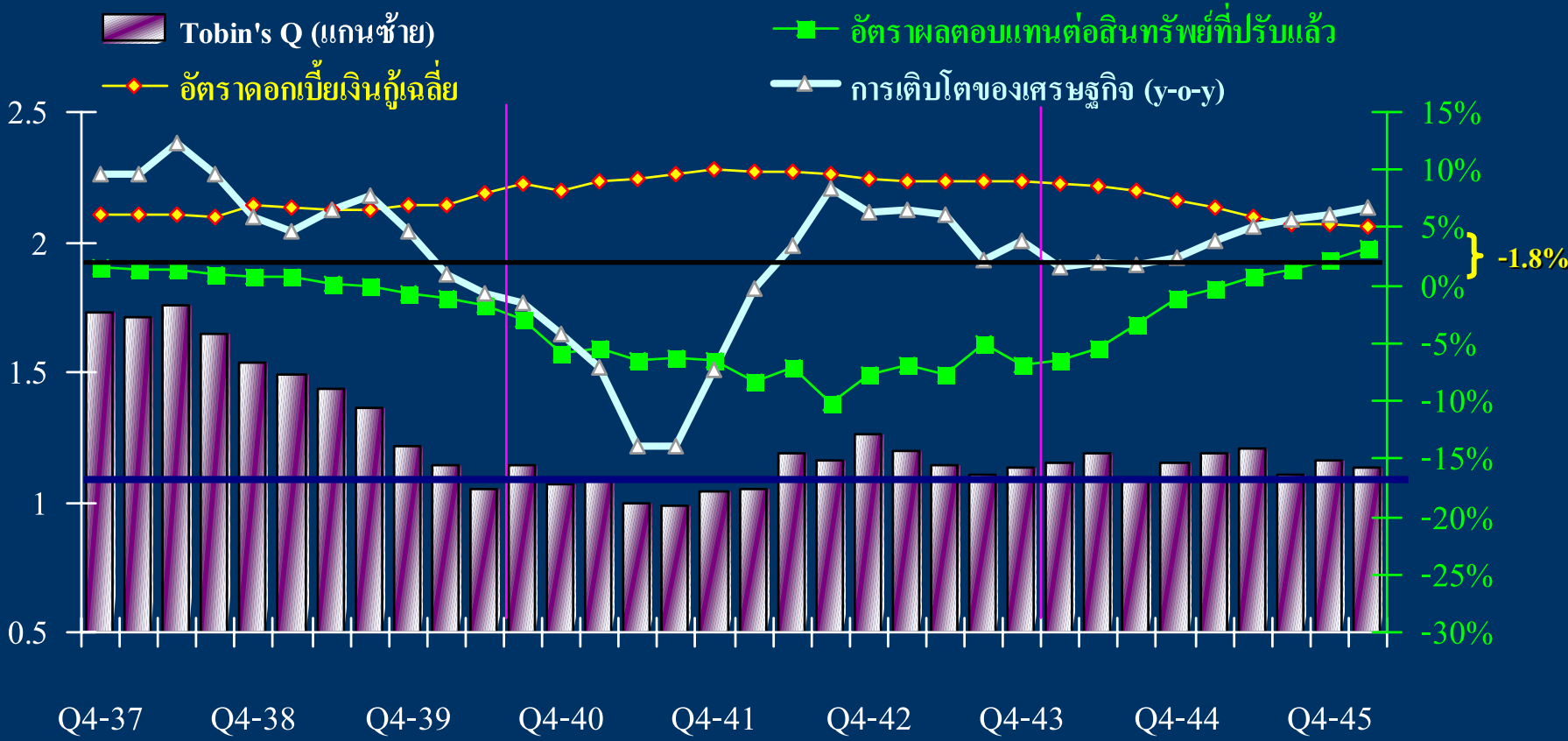
รูป 2.3: สภาพะทางการเงิน





3. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ยังคงอยู่ในระดับต่ำกว่าต้นทุนการกู้ยืม แต่ส่วนต่างเริ่มที่จะแคบลงแล้ว อย่างไรก็ตาม สัดส่วนหนี้สินต่อทุนที่อยู่ในระดับสูงทำให้ไม่ได้รับประโยชน์จากราคาหุ้นที่สูงขึ้นเท่าไรนัก

รูป 2.12 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่ปรับแล้ว และอัตราส่วน Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ใช่สถาบันการเงินในตลาดหลักทรัพย์

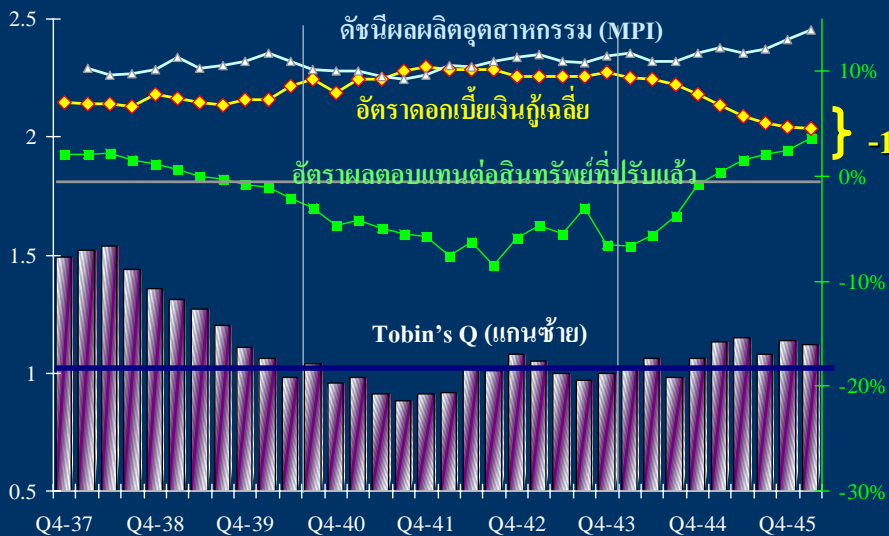


Tobin's Q = $\frac{\text{มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นตามราคาตลาด} + \text{มูลค่าทางบัญชีของหนี้สิน}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$

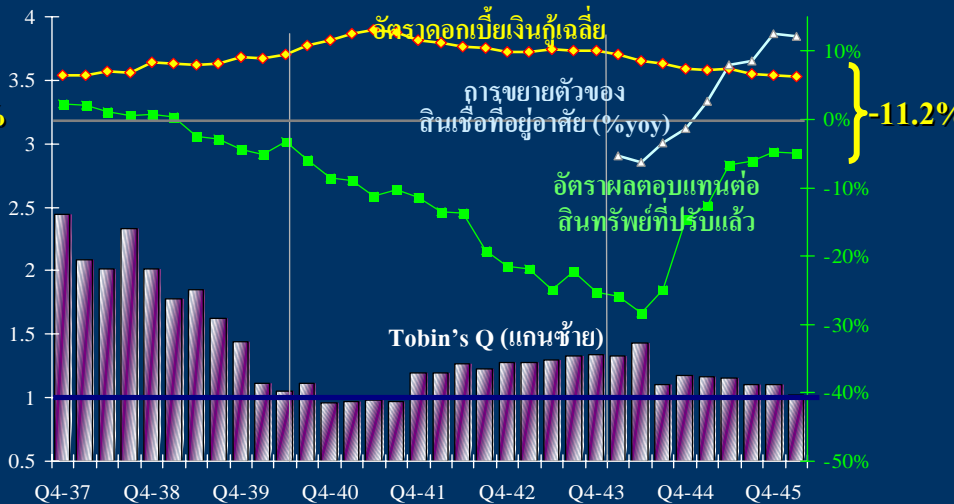


ภาพรวม ยังซ่อนความแตกต่างเอาไว้ในแต่ละกลุ่มธุรกิจสำคัญ

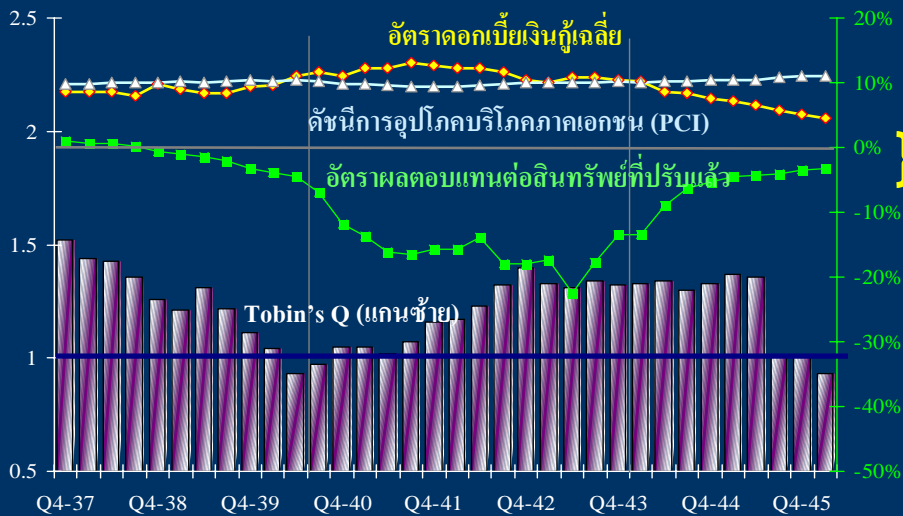
อุตสาหกรรม



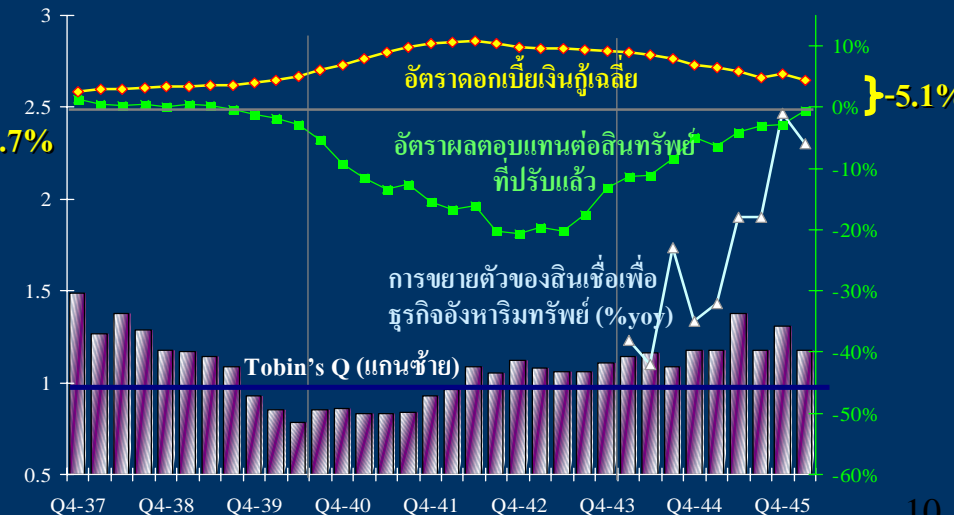
ก่อสร้าง



พาณิชย์กรรม



อสังหาริมทรัพย์

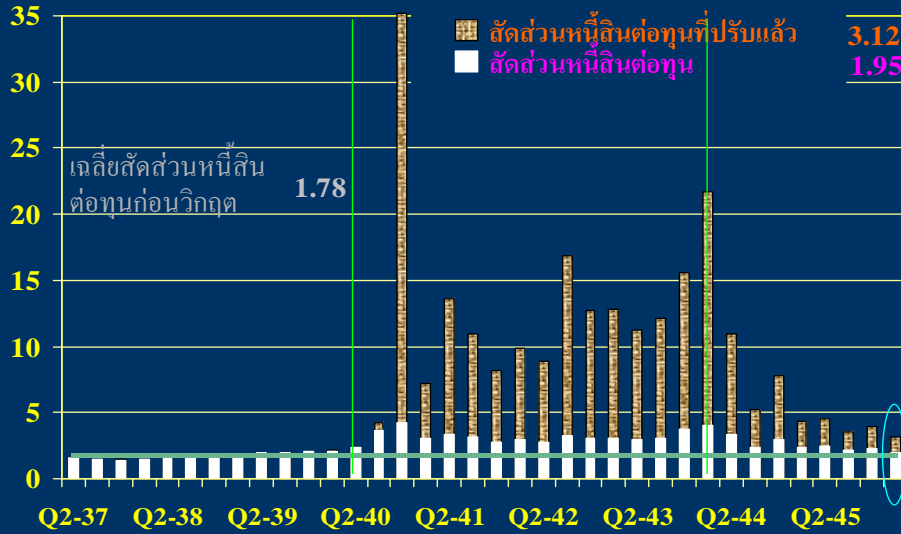




สัดส่วนหนี้สินต่อทุนในกลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรม และก่อสร้างยังคงอยู่ในระดับสูง

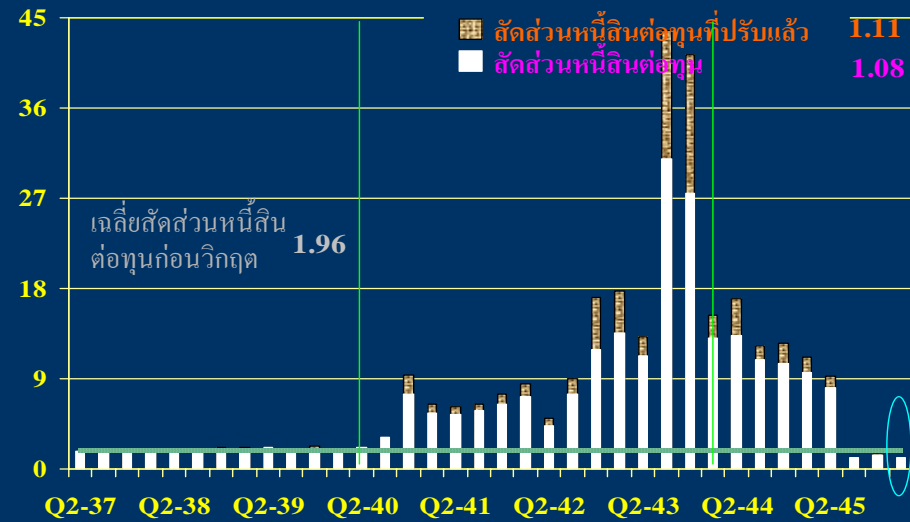
Times

อุตสาหกรรม



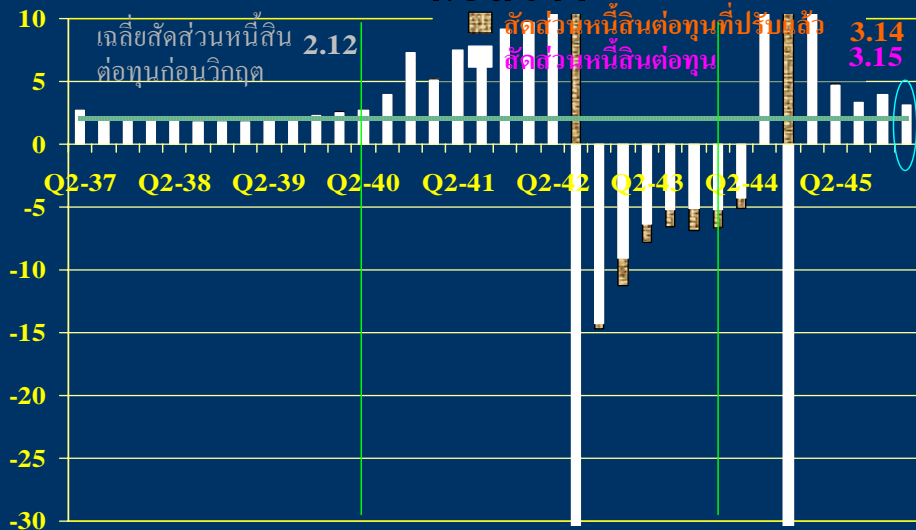
Times

พาณิชย์กรรม



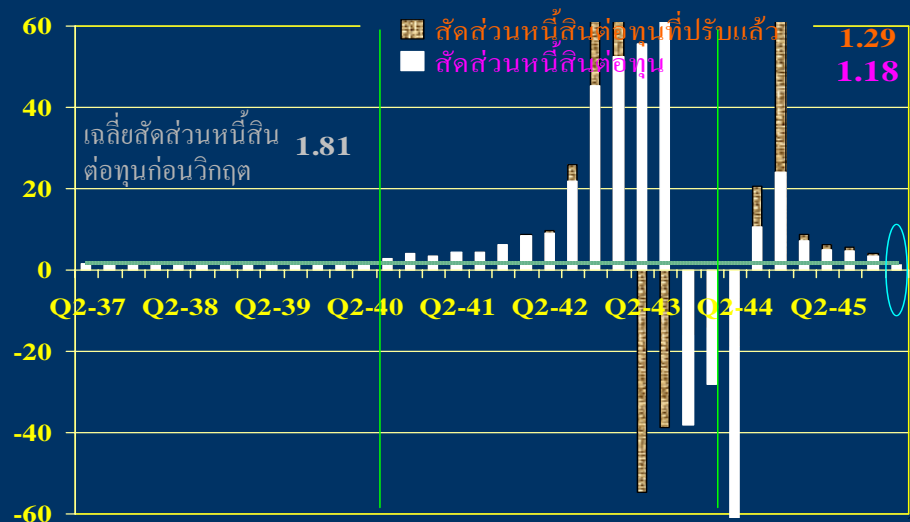
Times

ก่อสร้าง



Times

อสังหาริมทรัพย์

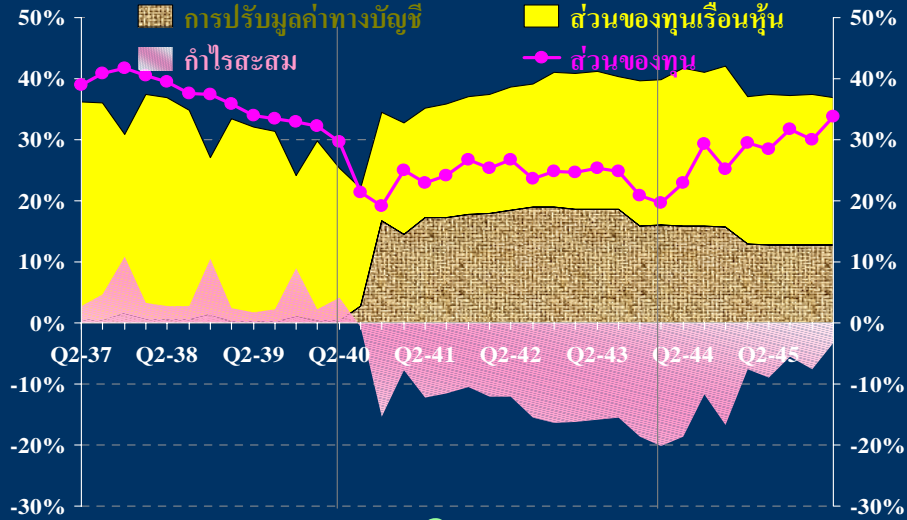




ส่วนของทุนที่เพิ่มขึ้นสะท้อนการขาดทุนสะสมมาตั้งแต่ช่วงวิกฤตที่ทยอยลดลง

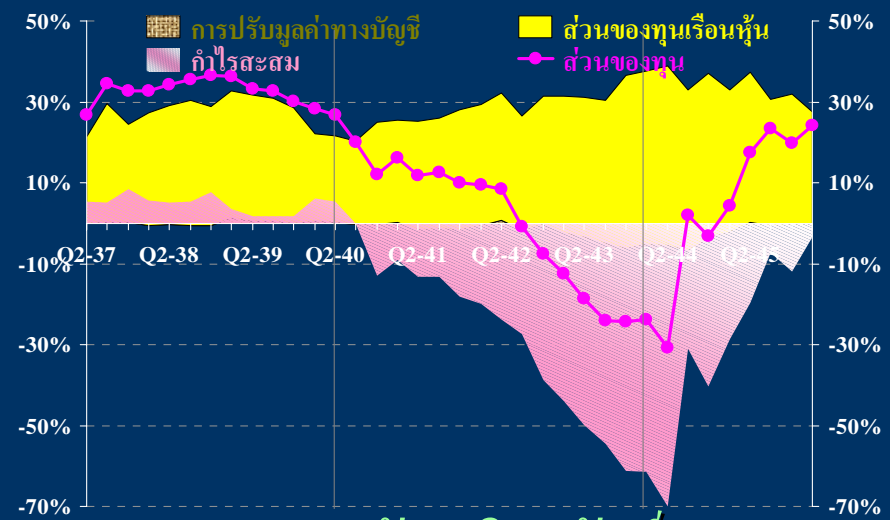
อุตสาหกรรม

สัดส่วนต่อสินทรัพย์รวม



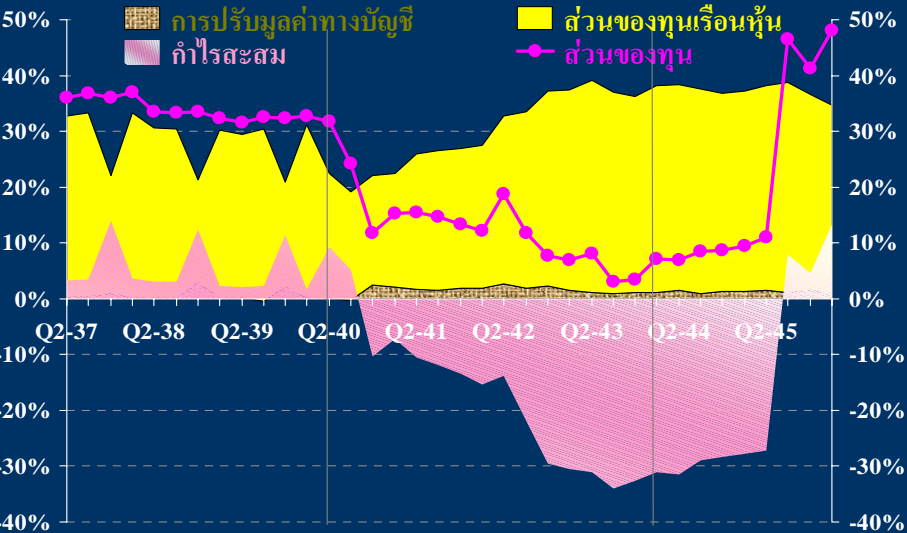
ก่อสร้าง

สัดส่วนต่อสินทรัพย์รวม



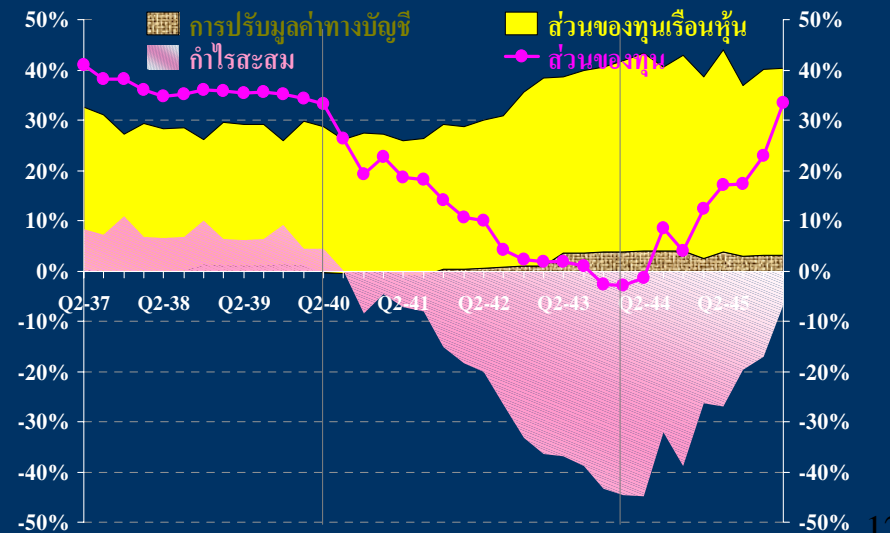
พาณิชย์กรรม

สัดส่วนต่อสินทรัพย์รวม



อสังหาริมทรัพย์

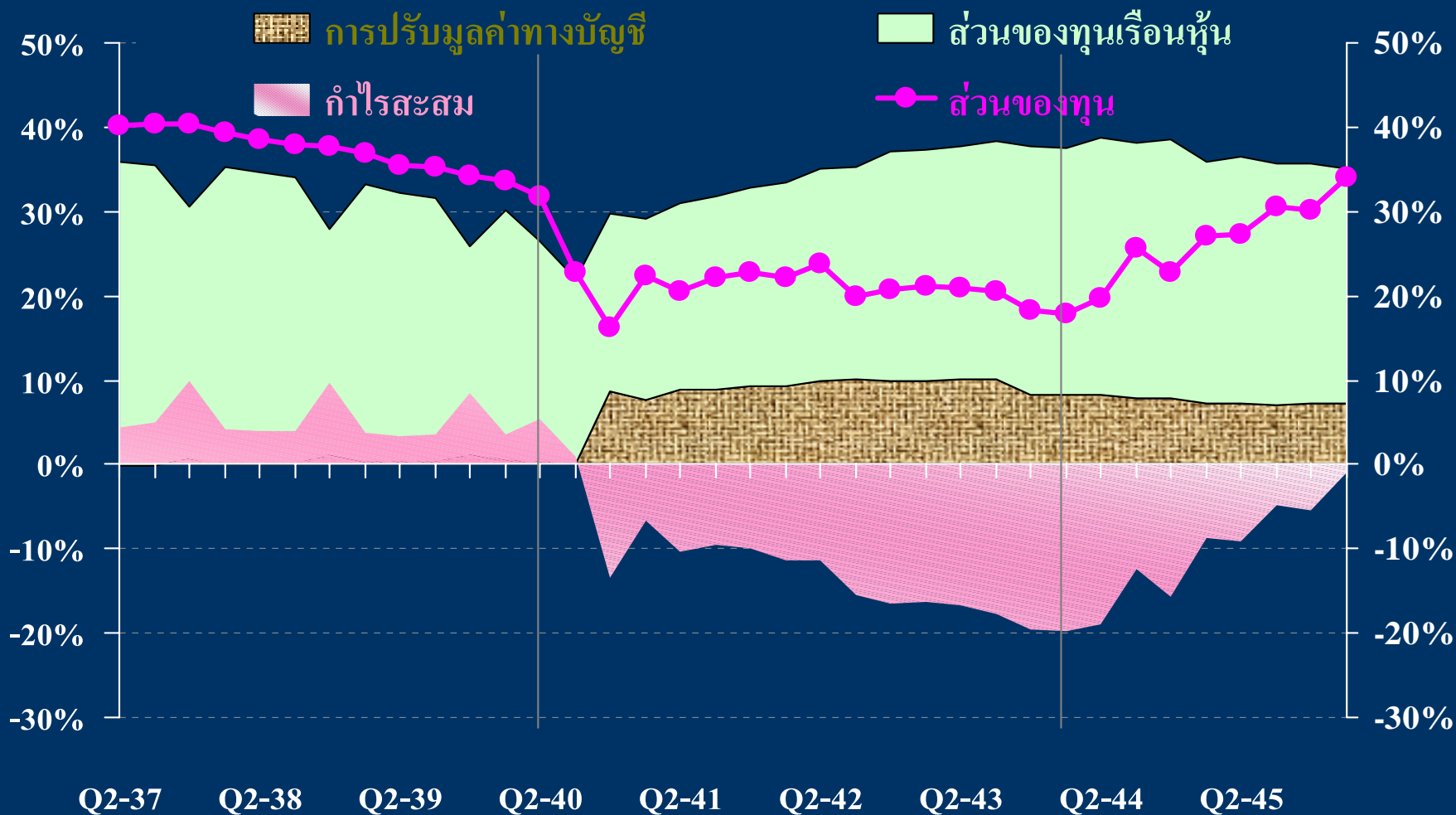
สัดส่วนต่อสินทรัพย์รวม





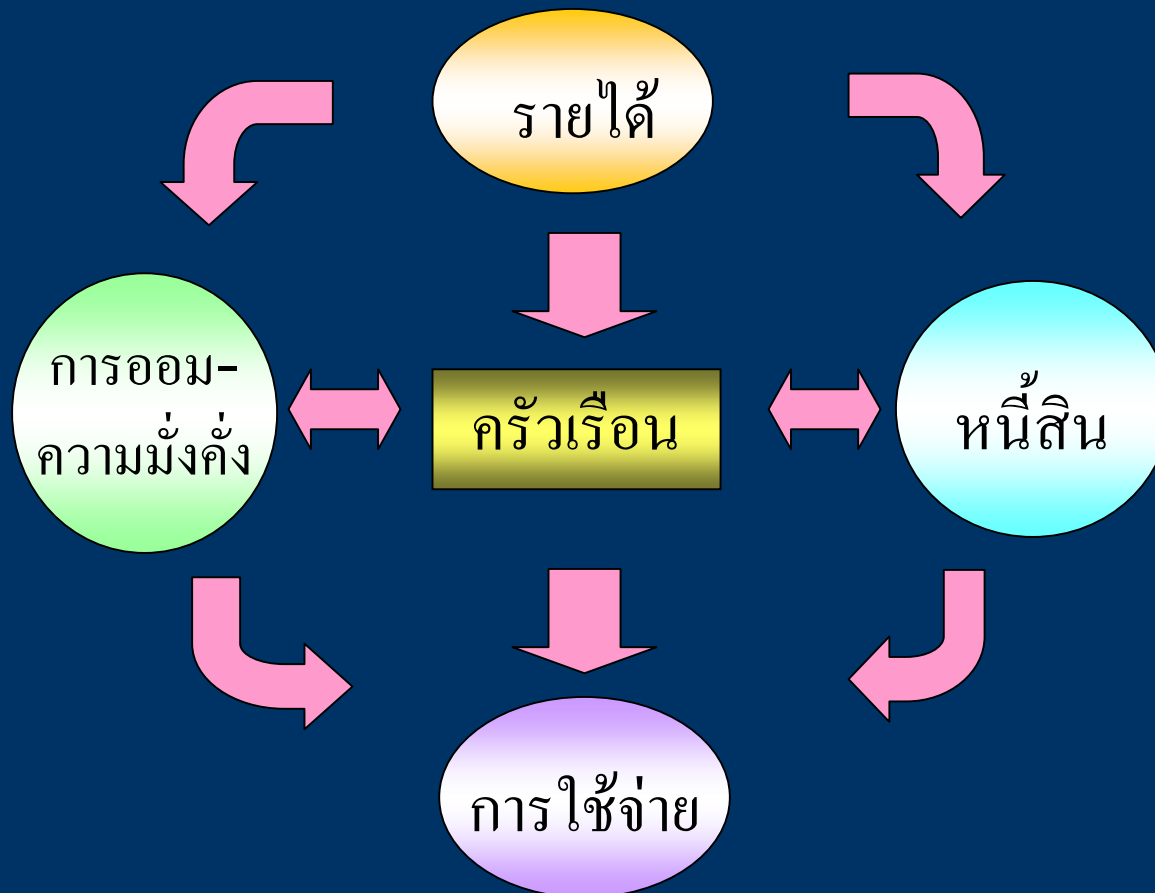
ส่วนกองทุนได้ปรับตัวดีขึ้นมาใกล้เคียงระดับก่อนวิกฤตแล้ว แต่ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการปรับมูลค่าสินทรัพย์ ภายหลังจากการเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยน

รูป 2.6: องค์ประกอบในส่วนของทุนของบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ใช่สถาบันการเงินในตลาดหลักทรัพย์
สัดส่วนต่อสินทรัพย์รวม





การปรับตัวทางฐานะการเงิน ของภาคครัวเรือนนับแต่วิกฤต





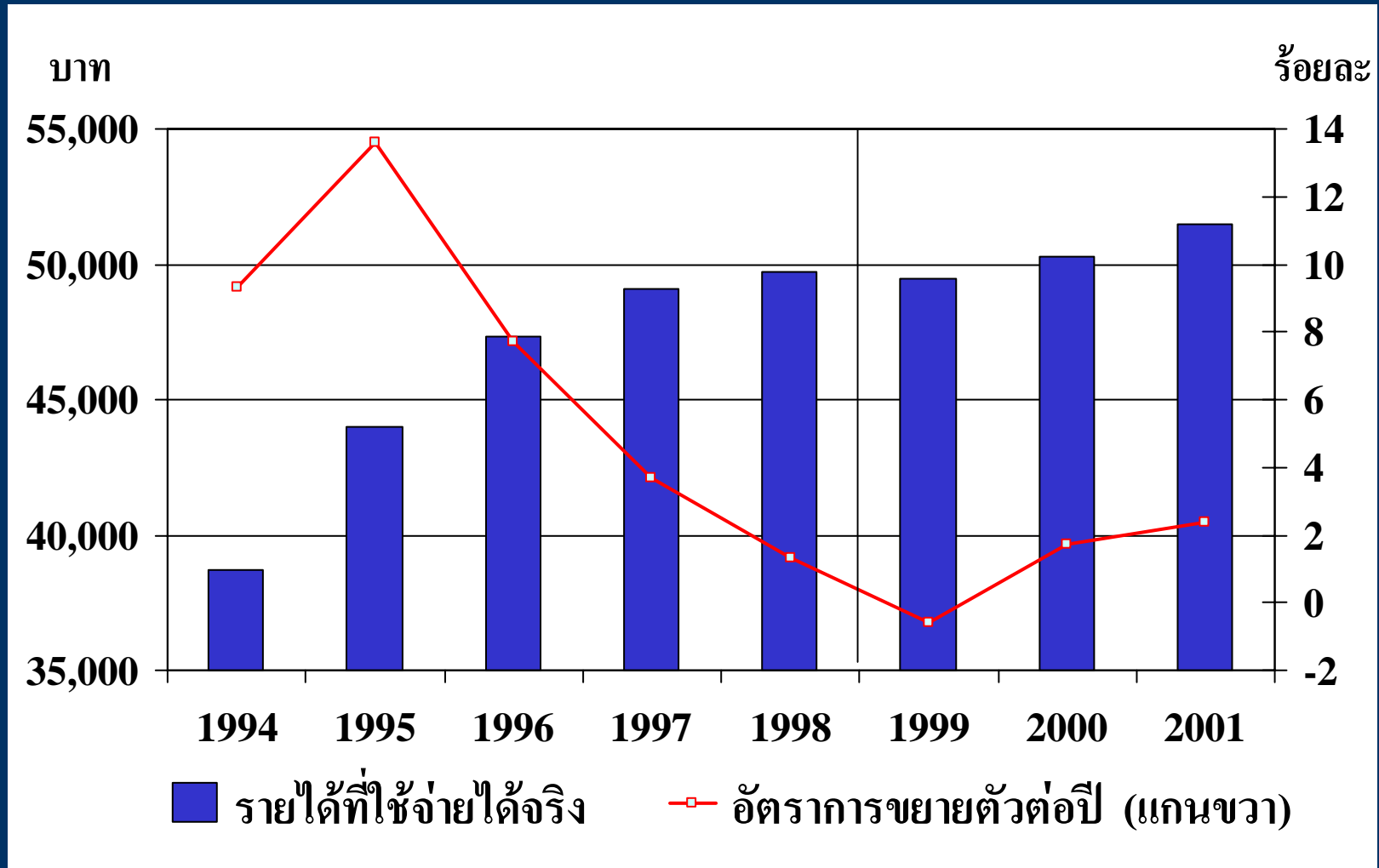
ภาคครัวเรือนกลับมาสะสมความมั่งคั่ง แต่หนี้สินก็เพิ่มขึ้นตามรายได้ที่สูงขึ้นเช่นกัน

- **รายได้** ปรับตัวสูงขึ้นตั้งแต่ช่วงหลังวิกฤตเป็นต้นมา
 - รายได้ส่วนใหญ่มาจากการประกอบอาชีพ ในขณะที่รายได้จากสินทรัพย์ลดลง
- หลังช่วงวิกฤต **การบริโภค** ไม่ตกลงมากนัก เนื่องจากครัวเรือนสามารถลดการบริโภคสินค้าฟุ่มเฟือย
 - ค่าใช้จ่ายสินค้าฟุ่มเฟือยเริ่มเร่งตัวขึ้นในช่วงที่เศรษฐกิจฟื้นตัวดีแล้ว
- **การออม** ลดลงเพื่อช่วยพยุงระดับการบริโภค
- **ความมั่งคั่ง** สูงขึ้นตามการปรับตัวที่ดีในตลาดบ้านและที่ดิน และตลาดหุ้น
 - สัดส่วนการสะสมทรัพย์สินในรูปกองทุนบำเหน็จบำนาญ และการประกันชีวิตเริ่มสูงขึ้นเนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่อยู่ในระดับต่ำต่อเนื่อง
- **หนี้สิน** เพิ่มสูงขึ้นในปี 2545 ในขณะที่ครัวเรือนมีแหล่งเงินกู้เพื่อการบริโภคมากขึ้น
 - สะท้อนการเพิ่มขึ้นของสินเชื่อสหกรณ์ทรัพย์ โดยการดูแลสินเชื่อเพื่อการบริโภคที่เพิ่มขึ้น
 - ครัวเรือนมีความสามารถในการชำระหนี้ เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงและรายได้ที่เพิ่มขึ้น



รายได้ที่ครัวเรือนใช้จ่ายได้จริง (Disposable income) เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

รูป 3.3: รายได้ที่ครัวเรือนใช้จ่ายได้จริงต่อคน

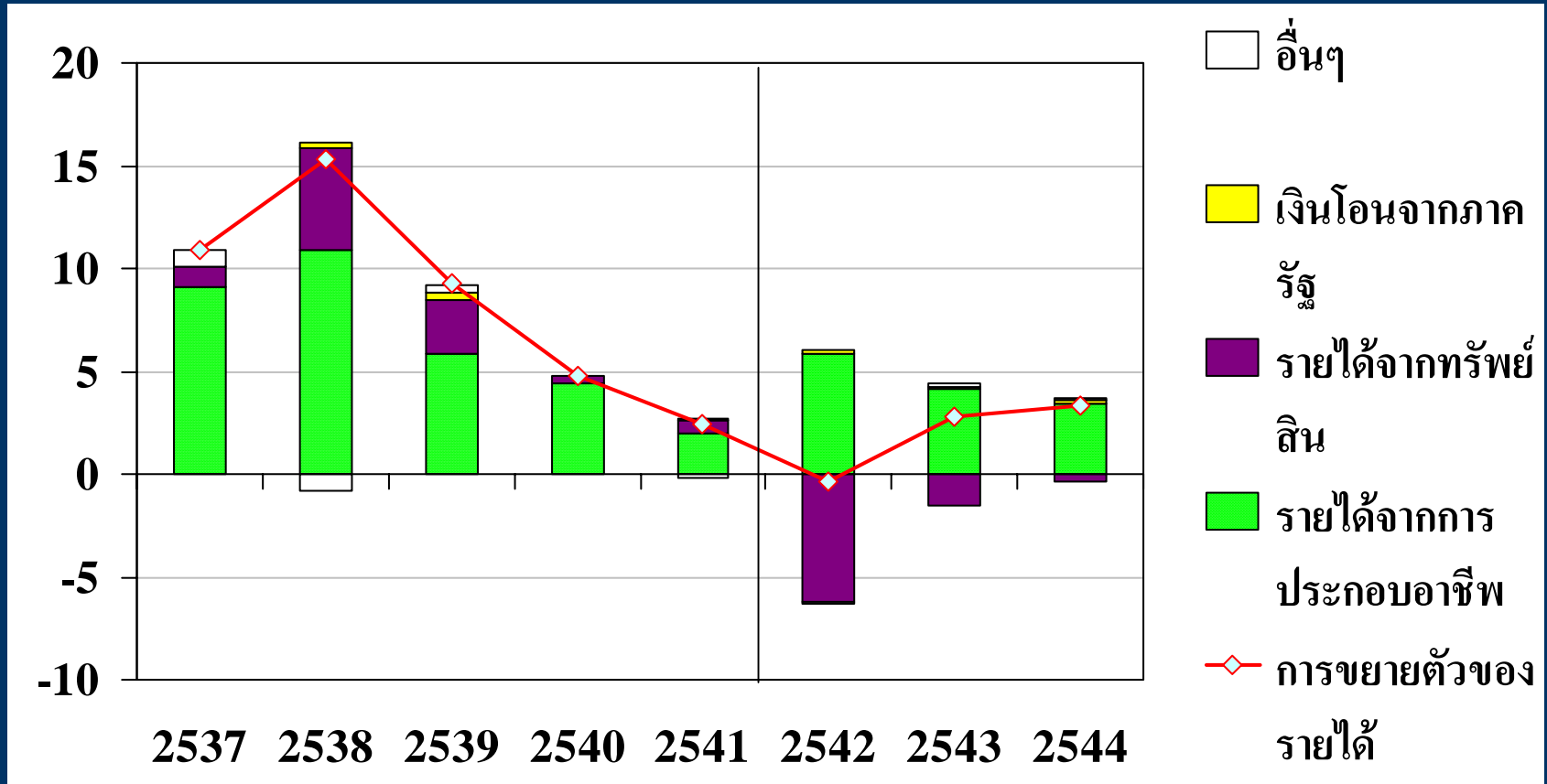


ที่มา: สศช.



รายได้จากการประกอบอาชีพเป็นปัจจัยสำคัญที่กระตุ้นการเพิ่มขึ้นของรายได้ครัวเรือน

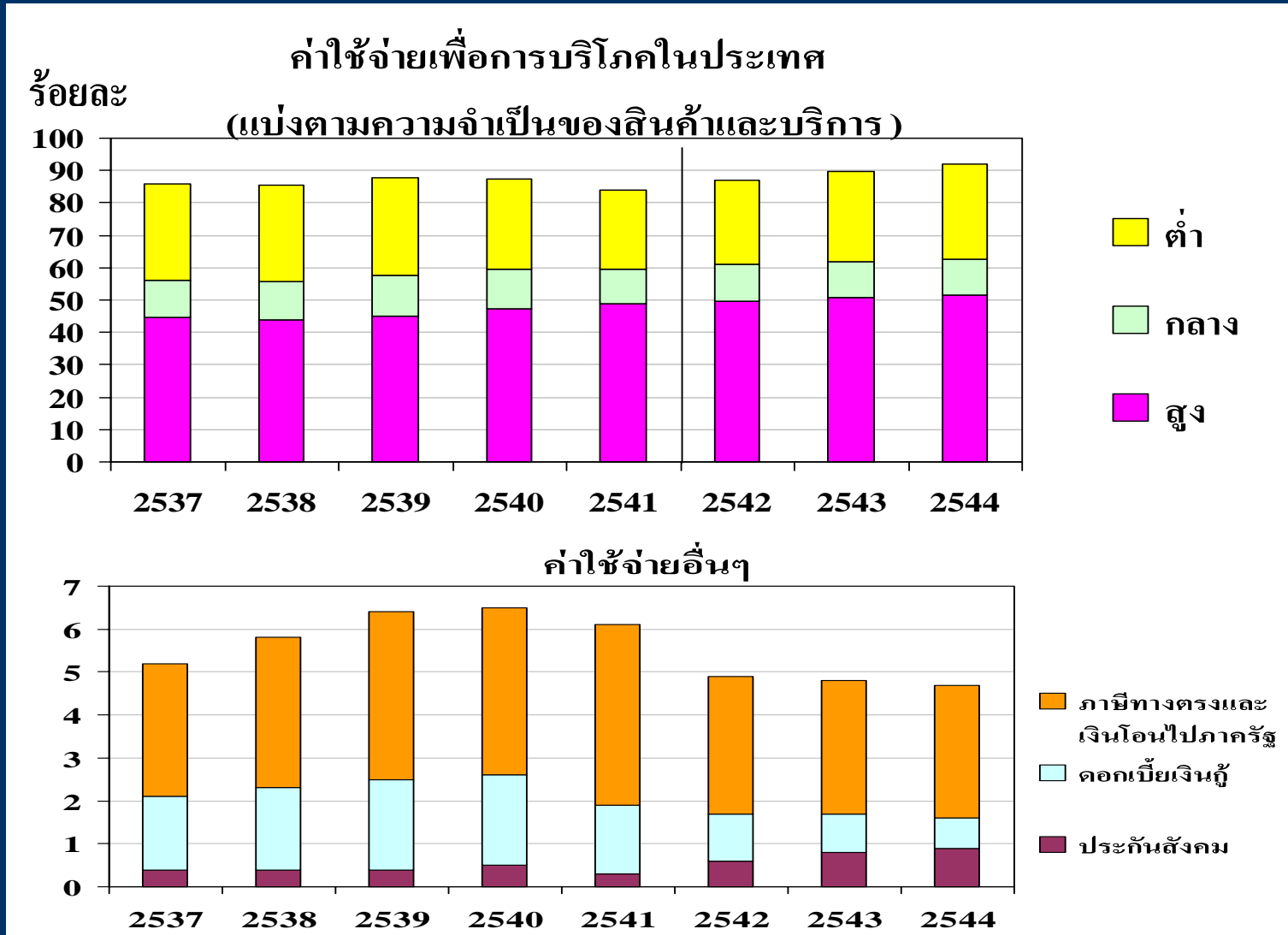
องค์ประกอบของการขยายตัวของรายได้ครัวเรือน (ตาราง 3.3)





การปรับเปลี่ยนการใช้จ่ายตามความจำเป็นเป็นปัจจัยหลักที่ช่วยรักษาระดับการบริโภคไม่ให้ลดลงมาจากวิกฤต

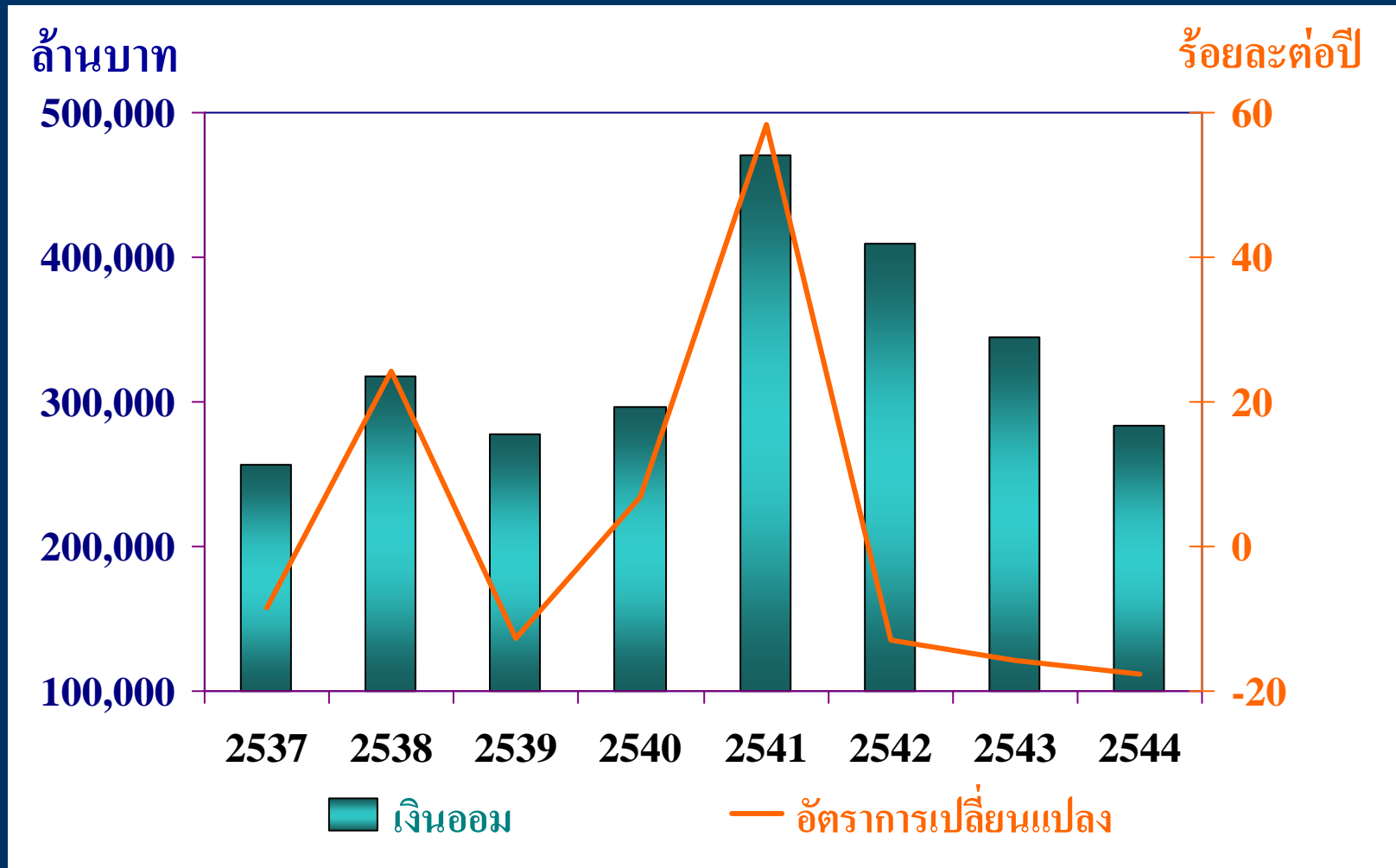
สัดส่วนค่าใช้จ่ายภาคครัวเรือน (ตาราง 3.5)





นอกจากนี้ การลดเงินออมก็ช่วยรักษาระดับการบริโภคไว้เช่นกัน

รูป 3.12: เงินออมภาคครัวเรือน

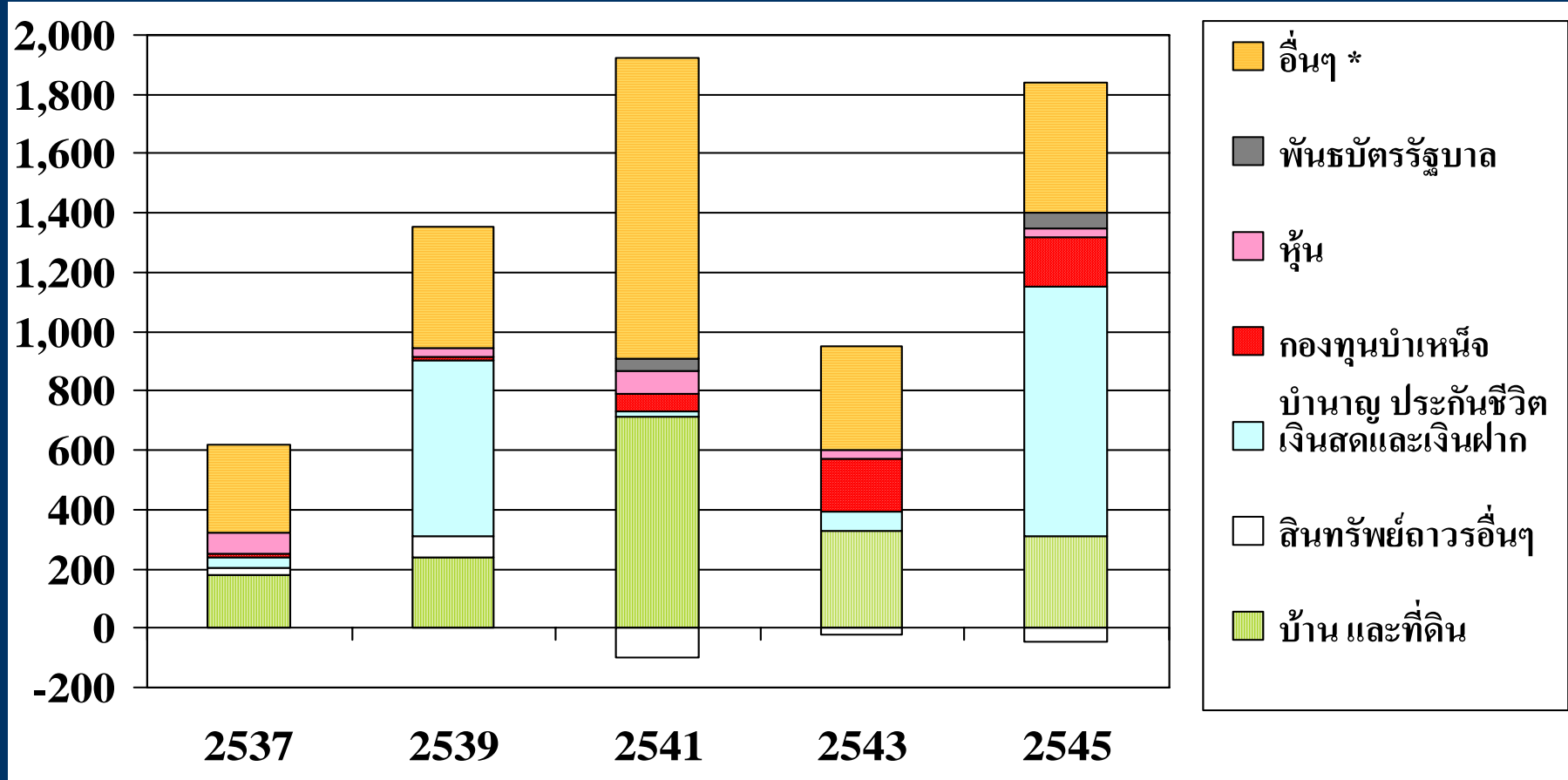




ครัวเรือนสะสมความมั่งคั่งในรูปแบบเงินฝาก บ้านและที่ดิน กองทุนบำเหน็จ บำนาญ และประกันชีวิต

รูป 3.5: การเพิ่มขึ้นเฉลี่ยของสินทรัพย์ครัวเรือนต่อเดือน

บาท



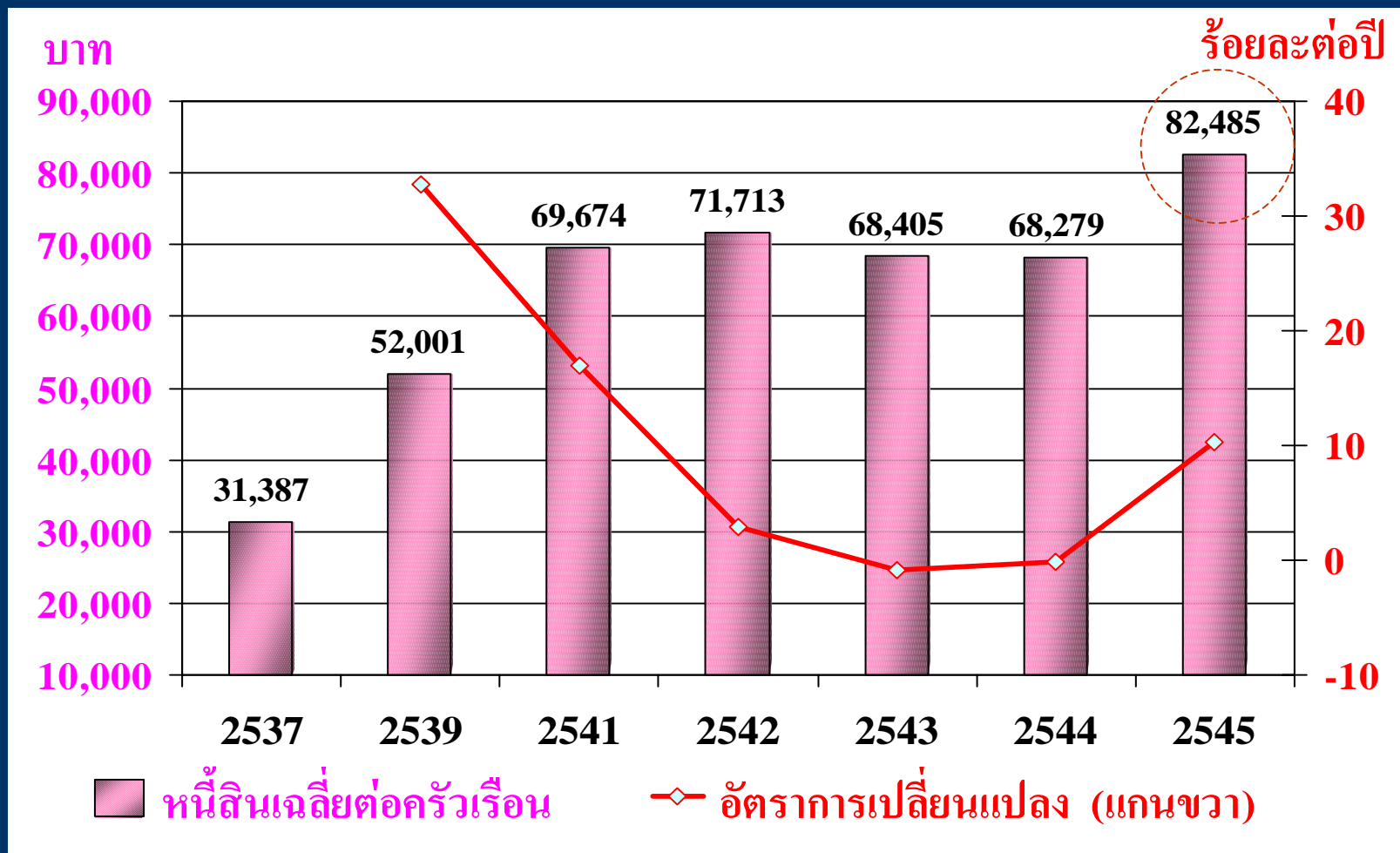
*การลงทุนในธุรกิจของครัวเรือน, การให้กู้ยืม และอื่นๆ

ที่มา: แบบสำรวจของสำนักงานสถิติแห่งชาติ



หนี้สินภาคครัวเรือนสูงขึ้นในปี 2545 จากการเพิ่มขึ้นของสินเชื่อเพื่อการบริโภค ซึ่งรวมถึงสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์

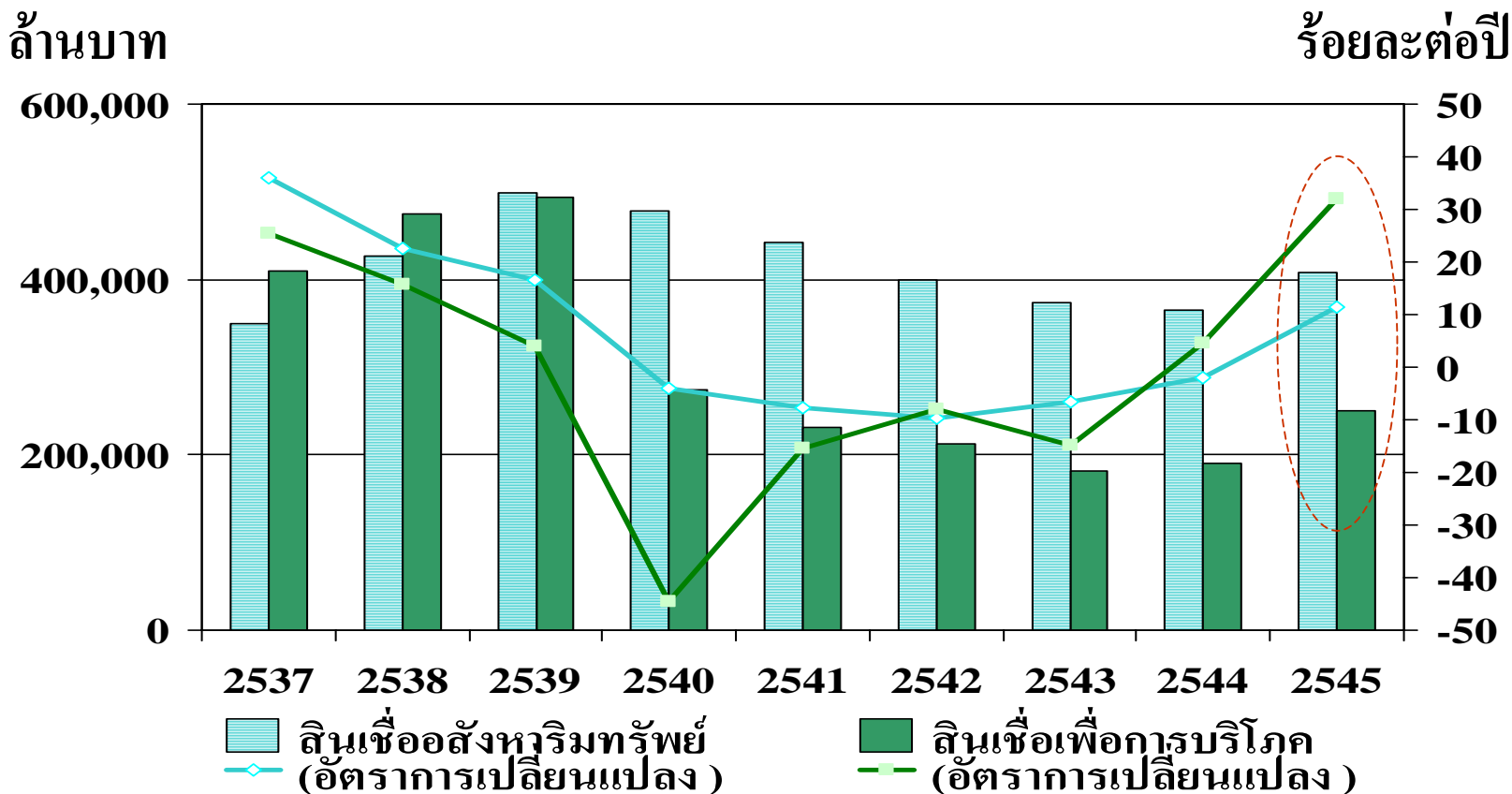
รูป 3.14: หนี้สินเฉลี่ยต่อครัวเรือน





สินเชื่อบริษัทหลักทรัพย์มีสัดส่วนเพิ่มขึ้น ในขณะที่สินเชื่อเพื่อการบริโภค ส่วนบุคคลเร่งตัวขึ้น ซึ่งเป็นประเด็นที่ควรติดตามใกล้ชิด

รูป 3.15: สินเชื่อผู้บริโภคจากสถาบันการเงิน*

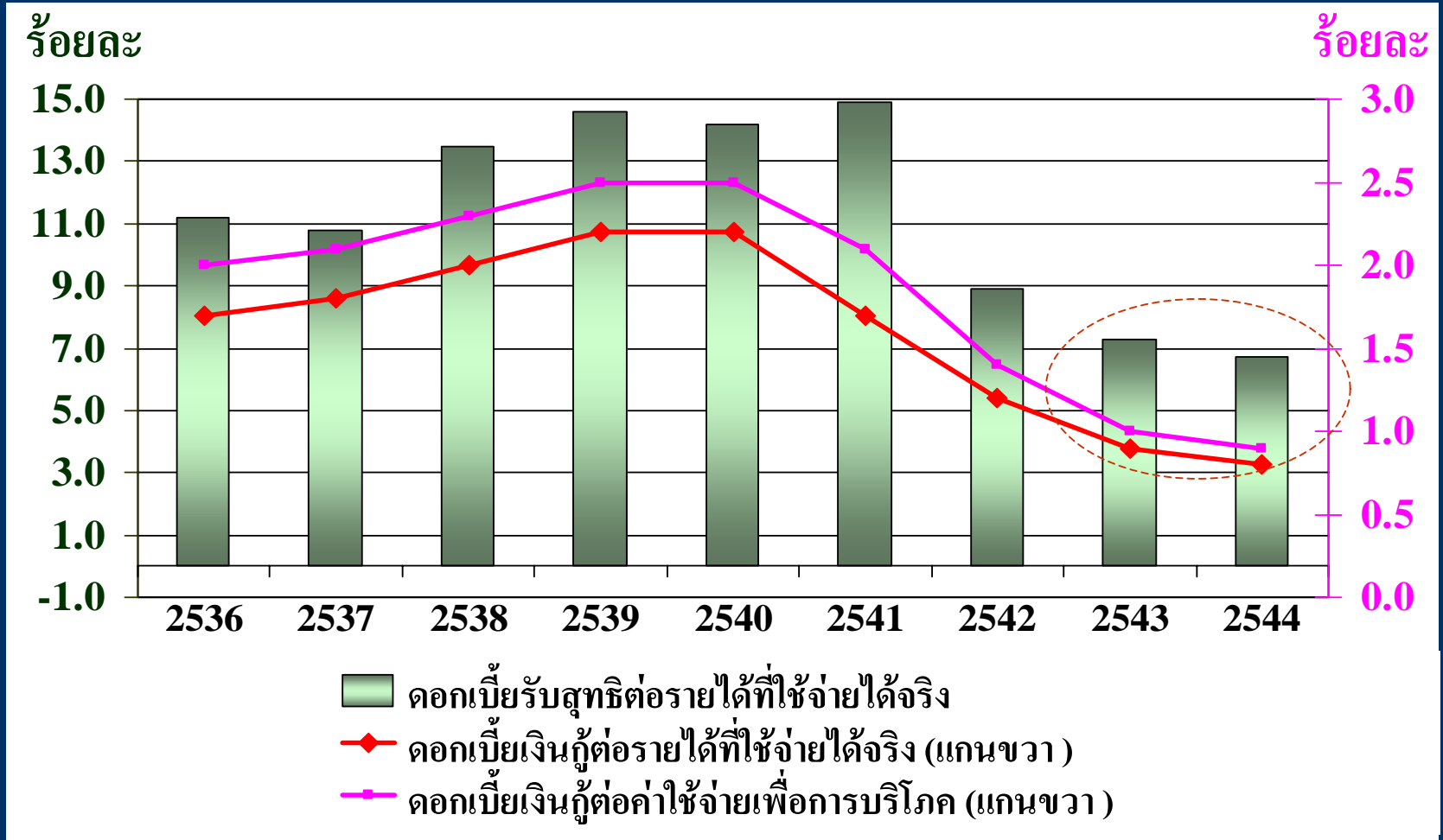


* ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน และบริษัทเครดิตฟองซิเอร์



ภาระดอกเบี้ยเงินกู้ลดลงไปมากในช่วงที่ผ่านมา ช่วยให้ครัวเรือนสามารถ รับภาระดอกเบี้ยที่อาจสูงขึ้นในอนาคตได้ในระดับหนึ่ง

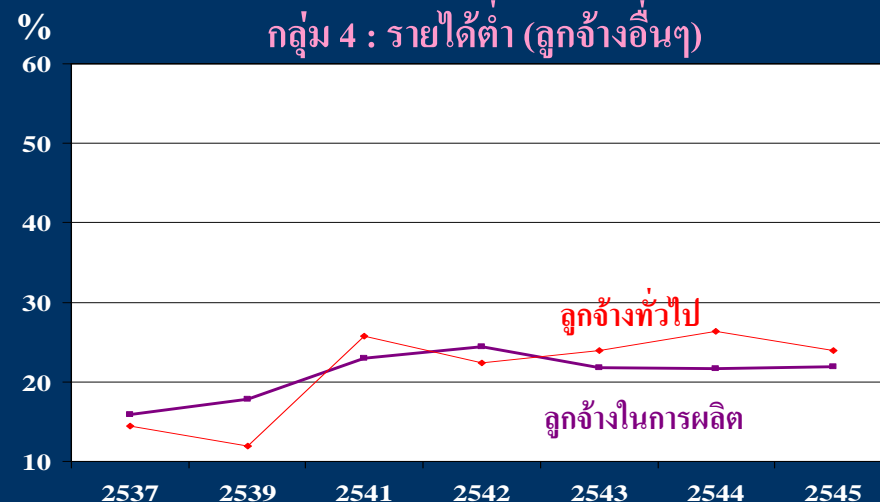
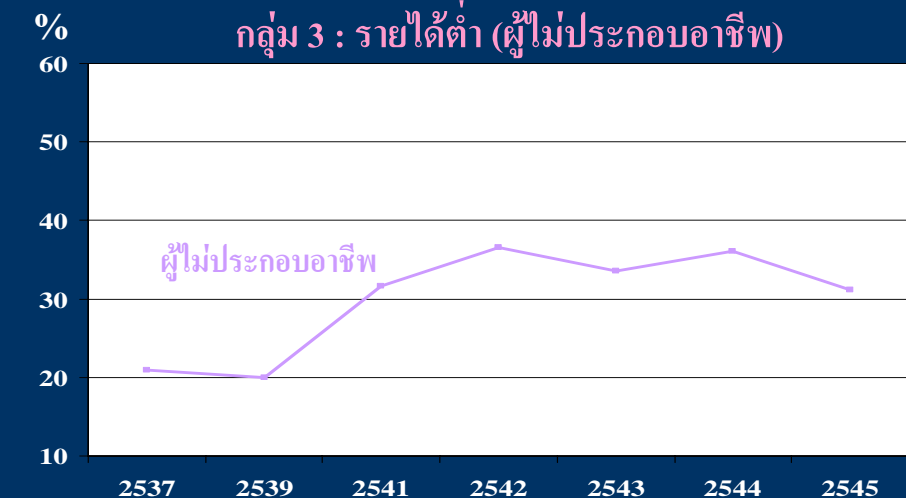
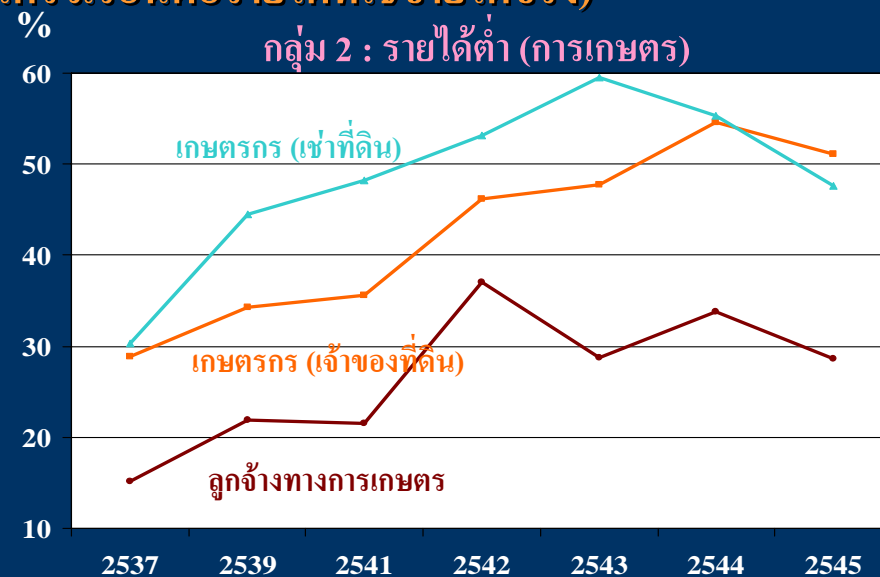
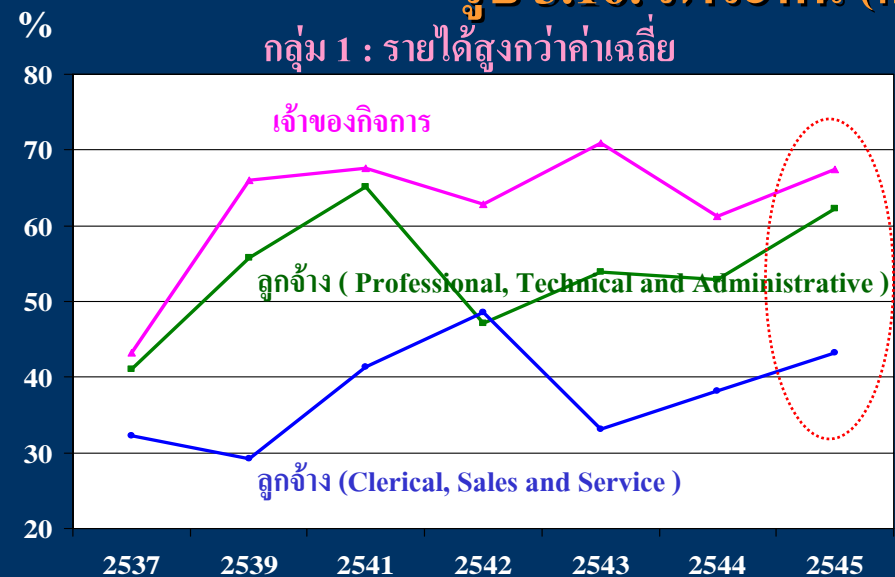
รูป 3.18: ภาระดอกเบี้ยเงินกู้ของครัวเรือน





กลุ่มผู้มีรายได้สูงกว่าค่าเฉลี่ยมีแนวโน้มที่จะมีภาระหนี้สูงกว่ากลุ่มที่มีรายได้ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย เนื่องจากมีศักยภาพในการบริหารหนี้

รูป 3.16: ภาระหนี้ (หนี้สินครัวเรือนต่อรายได้ที่ใช้จ่ายได้จริง)

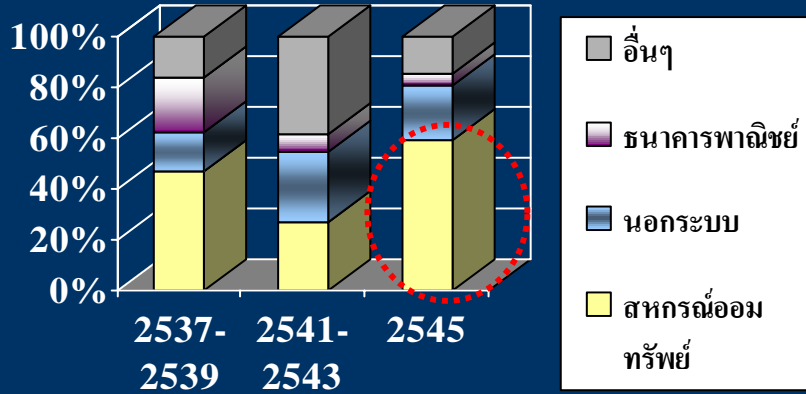




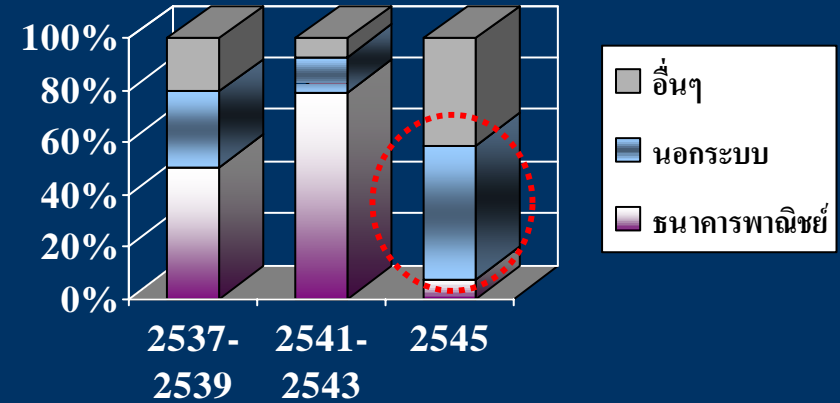
กลุ่มผู้มีรายได้สูงกว่าค่าเฉลี่ยก็ยังมีจากระบบสถาบันการเงิน ในขณะที่กลุ่มอื่นๆ ยังคงพึ่งพาการกู้ยืมนอกระบบในเกณฑ์สูง

รูป 3.17: แหล่งเงินกู้ภาคครัวเรือน ลูกจ้างในกลุ่ม 1

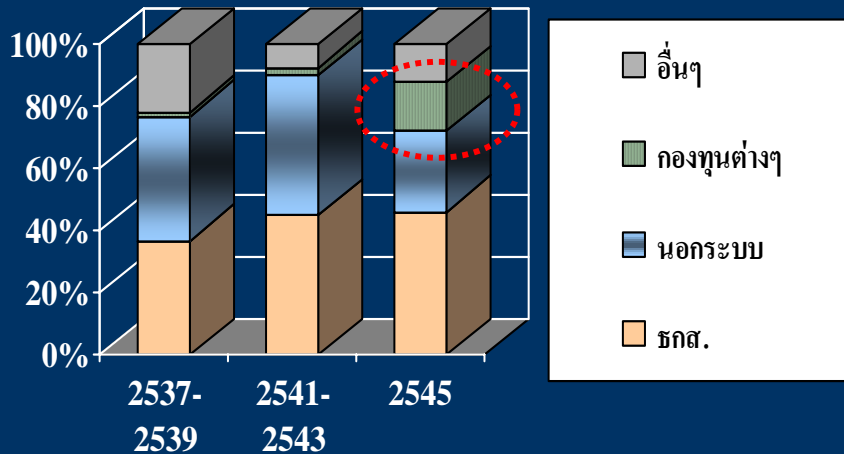
(Professional, Technical and Administrative Workers
and Clerical, Sales and Services Workers)



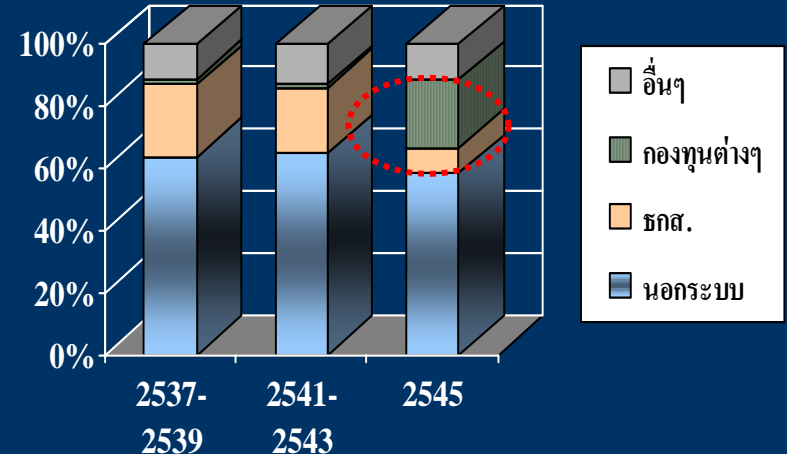
เจ้าของกิจการ (นอกการเกษตร)



ผู้ประกอบการเกษตร



ลูกจ้างอื่นๆ (ภาคเกษตรและนอกภาคเกษตร)





สิ่งที่เราค้นพบในฐานะทางการเงินของภาคธุรกิจและภาคครัวเรือน :

1. ภาคธุรกิจมีการปรับตัวที่ดีขึ้นในภาพโครงสร้างหนี้ ทำให้เก็บเกี่ยวผลประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำลงได้ แต่ธุรกิจบางส่วนยังคงมีสัดส่วนหนี้สินต่อทุนอยู่ในระดับสูง ซึ่งจะต้องมีการปรับปรุงในส่วนของทุนต่อไป
2. ส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์กับอัตราต้นทุนการกู้ยืมที่ติดลบเริ่มแคบลงแล้ว โดยเฉพาะจากการที่ธุรกิจสามารถทำยอดขายและผลกำไรได้ดีขึ้น
3. ภาคครัวเรือนสามารถรักษาระดับการบริโภคไว้ได้แม้ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ ส่วนหนึ่งเนื่องจากการลดการออมลง พร้อมกับการปรับพฤติกรรมค่าใช้จ่าย
4. ครัวเรือนได้สะสมความมั่งคั่งขึ้นใหม่ไปพร้อมกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ แต่ก็มี การก่อหนี้สินเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ การที่รายได้ยังคงเพิ่มสูงขึ้นจะมีส่วนช่วยให้ครัวเรือนสามารถชำระหนี้สินได้ต่อไป หากจะต้องเผชิญกับการปรับตัวสูงขึ้นของอัตราดอกเบี้ยในอนาคต



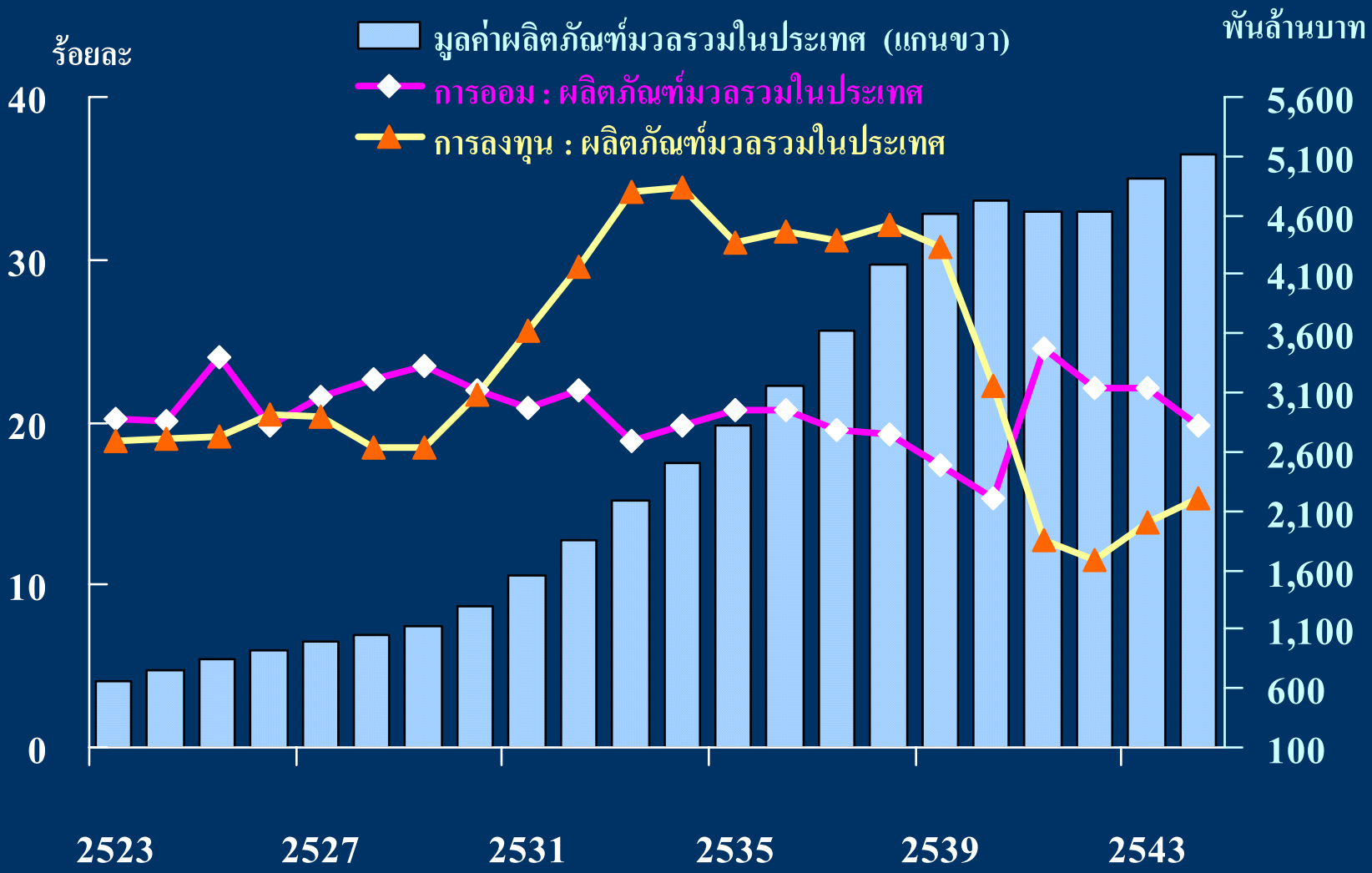
นัยต่อนโยบายการเงิน

- ในระยะสั้น นโยบายการเงินที่เอื้อต่อการลดหนี้ หรือปรับโครงสร้างหนี้ ของภาคธุรกิจ และการสะสมความมั่งคั่งของภาคครัวเรือนเป็นสิ่งที่จำเป็น
- ในระยะปานกลางต่อไปนั้น นโยบายการเงินควรมีบทบาทที่สนับสนุน การลดช่องว่างการออมและการลงทุนอย่างเป็นระบบ รวมทั้งจัด สถานะที่ไม่สมดุลต่างๆ ที่เกิดขึ้นในฐานะทางการเงินอันจะเป็นอุปสรรค ต่อการเติบโตในระยะต่อไป



เศรษฐกิจที่เติบโตอย่างยั่งยืนควรมาจากการลงทุนภาคเอกชนที่ขยายตัวทันการออมภาคเอกชนที่เพิ่มขึ้นอย่างมีเสถียรภาพ

สัดส่วนการออมและการลงทุนต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ





การฟื้นตัวของเศรษฐกิจจำเป็นต้องระมัดระวัง และจัดการกับความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น

- ฐานะทางการเงินของภาคธุรกิจและภาคครัวเรือนมีความเชื่อมโยงระหว่างกันโดยมีสถาบันการเงินทำหน้าที่เป็นตัวกลางทางการเงิน
- ความเชื่อมโยงระหว่างกันของฐานะทางการเงินที่แน่นแฟ้นขึ้นนั้น ทำให้ความเสี่ยงส่งผ่านถึงกันได้โดยตรงและรวดเร็วยิ่งขึ้นกว่าในอดีต
- การดูแลความแข็งแกร่งของฐานะทางการเงินภาคธุรกิจและภาคครัวเรือนจะช่วยส่งเสริมความแข็งแกร่งให้เกิดขึ้นต่อฐานะทางการเงินของสถาบันการเงินในเวลาเดียวกัน
- ธรรมชาติบาท (ที่รวมถึงการมีข้อมูลที่ทันเวลาและตรวจสอบได้) และการพัฒนาตลาดการเงินจะช่วยในการสร้างความเข้าใจถึงความจำเป็นและจัดการต่อความเสี่ยงต่างๆ ได้