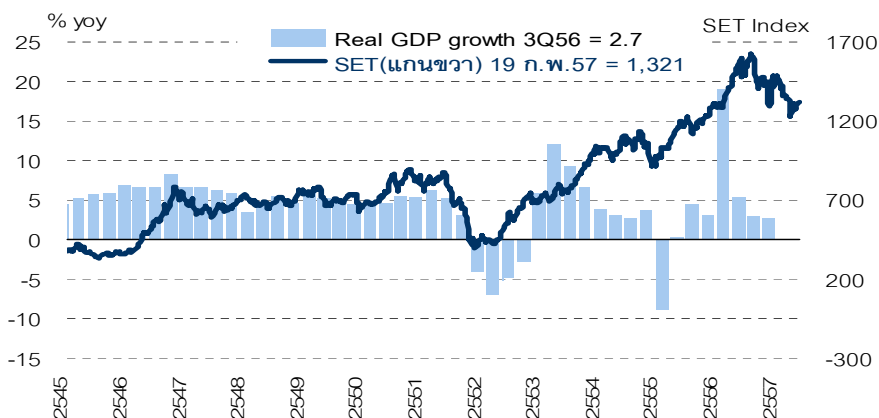


SET Index	1,321
มูลค่าตลาด	11,721 พันล้านบาท
PER	14.64 เท่า

## เศรษฐกิจไทยอาจต่ำกว่า 3% ปัญหาการเมืองยืดไปถึง 2H57

- งวด 4Q56 เศรษฐกิจไทยเติบโตเพียง 0.6% เป็นไปตามคาด แต่หากพิจารณารายกลุ่มพบว่าภาคบริการเรือยนต์หดตัวมากที่สุดถึง 4.5% ซึ่งถือว่าเป็นการหดตัวที่รุนแรงครั้งหนึ่งในประวัติศาสตร์ อันเนื่องมาจากผลกระทบจากปัญหาการเมืองในประเทศ และ ถือว่ารุนแรงกว่าครั้งที่เกิดวิกฤตซับไพร์ม หรือวิกฤตการเงินในยุโรป แต่ไม่รุนแรงเท่ากับปีที่เกิดต้มยำกุ้งในปี 2540
- หากการเมืองยืดเยื้อไปถึงช่วง 6 เดือนหลังของปี 2557 คาดว่า GDP Growth น่าจะเติบโตระดับต่ำกว่า 3% (โดยจะอยู่ระหว่าง 2.1-2.9%) เพราะภาคเครื่องจักรสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจในประเทศจะเป็นปัจจัยถูกรั้ง กล่าวคือ ภาคบริการเรือยนต์ (ซึ่งมีน้ำหนักถ่วง GDP มากสุด 55%) ภาคบริการภาครัฐ (คิดเป็น 14% ของ GDP) และการลงทุนโดยรวม (คิดเป็น 29% ของ GDP) มีโอกาสเติบโตในอัตราชะลอตัวลงจากสมมติฐานเดิมที่คาดไว้ C=2.3%, G=3.3% และ I=0.7% ตามลำดับ
- การปรับลดอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ น่าจะมีส่วนสำคัญที่จะบั่นทอนความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาด ซึ่งจากประมาณการ EPS เดิมจะเติบโตราว 13% ทั้งนี้ขึ้นกับปัญหาเมืองจะลากยาวไปนานเพียงใด และการรายงานงบงวด 4Q56 อาจจะทำต่ำกว่าที่คาดหมายไว้

GDP Growth เทียบ SET Index



ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ, SET

ภรณี ทองเย็น, CISA

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 004146

porraanee@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 โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

■ GDP งวด 4Q56 ใกล้กับคาด แต่การใช้จ่ายภาคครัวเรือนหดตัวมากกว่าคาดมาก

สำนักงานคณะกรรมการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (สศช.) ได้รายงานตัวเลขเศรษฐกิจของไทย หรือ GDP Growth ทั้งปี 2556 ขยายตัวได้เพียง 2.9% (เท่ากับ ASP คาด) และเฉพาะงวด 4Q56 พบว่าขยายตัวเพียง 0.6%yoy แต่ยิ่งถือว่าใกล้เคียงกับ ASP คาดที่ 0.8%yoy และใกล้เคียงกับตลาดคาด แต่ลดลงจากงวด 3Q56 ที่ขยายตัว 2.7% และหากพิจารณาในรายกลุ่ม พบว่าการใช้จ่ายภาคครัวเรือนหดตัวมากถึง 4.5%yoy หดตัวมากกว่าที่ ASP คาดว่าจะหดตัวเพียง 1.8%yoy ซึ่งนับว่าเป็นผลกระทบจากปัญหาความขัดแย้งทางการเมืองที่ทำให้เกิดการหดตัวที่รุนแรงอีกครั้งของประวัติศาสตร์ไทย ทั้งนี้หากย้อนกลับไปดูผลกระทบจากวิกฤติการเงินในสหรัฐฯ และยุโรป ระหว่างปี 2551 และ 2552 พบว่าการบริโภคภาคครัวเรือนเคยหดตัวติดต่อกัน 3-4 ไตรมาส แต่หดตัวในอัตราที่น้อยกว่าคือราว 3% แต่อย่างไรก็ตามยังไม่ถือว่ารุนแรงมากนัก หากเปรียบเทียบกับวิกฤติต้มยำกุ้งปี 2540-2542 (การบริโภคภาคครัวเรือนหดตัวสูงสุดในระดับ 2 หลัก สูงสุดถึง 15%yoy และการลงทุนเอกชนหดตัวในระดับสูงสุด 50%yoy และหดตัวติดต่อกันนาน 10 ไตรมาส)

โดยคาดว่าภาวะชะลอตัวทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในช่วง 2 ไตรมาสสุดท้ายของปี 2556 จะต่อเนื่องไปยังช่วงต้นปี 2557 จากปัญหาทางการเมืองที่ยังยืดเยื้อ และการได้มาของรัฐบาลชุดใหม่ คาดว่าจะกดดันความเชื่อมั่นของผู้บริโภค และการลงทุน ซึ่งน่าจะส่งผลทำให้มีการปรับลดประมาณการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในปี 2557 ลง และอาจจะกระทบต่อโอกาสการลงทุนในประเทศไทยในระยะกลาง และ ยาว

GDP รายไตรมาส ช่วงวิกฤติต้มยำกุ้ง (ปี 2540-2542)

% YoY	1Q40	2Q40	3Q40	4Q40	1Q41	2Q41	3Q41	4Q41	1Q42	2Q42	3Q42	4Q42
อัตราการขยายตัวของ GDP	1.0%	-0.6%	-1.6%	-4.2%	-7.1%	-13.9%	-13.9%	-7.2%	-0.2%	3.4%	8.4%	6.4%
การบริโภค	3.9%	1.3%	-2.3%	-8.7%	-8.3%	-13.7%	-10.1%	-5.5%	-2.7%	3.5%	5.8%	10.1%
ภาคเอกชน	4.0%	1.9%	-2.6%	-8.4%	-8.6%	-14.8%	-14.0%	-8.3%	-3.3%	1.5%	8.5%	11.2%
ภาครัฐ	2.9%	-2.7%	-0.6%	-10.6%	-6.1%	-5.5%	12.6%	13.5%	1.5%	16.7%	-6.3%	4.1%
การลงทุน	-11.4%	-15.3%	-15.4%	-38.8%	-40.0%	-49.2%	-48.0%	-38.6%	-24.3%	5.7%	3.9%	5.9%
ภาคเอกชน	-19.4%	-22.2%	-29.1%	-49.3%	-49.1%	-55.5%	-57.4%	-46.2%	-27.0%	-3.5%	8.3%	18.3%
ภาครัฐ	19.5%	7.0%	14.1%	-0.4%	-16.0%	-34.3%	-35.5%	-24.4%	-20.0%	20.4%	0.0%	-10.6%

ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ, SET

GDP รายไตรมาส ช่วง Hamburger Crisis (ปี 2551-2552)

% YoY	1Q51	2Q51	3Q51	4Q51	1Q52	2Q52	3Q52	4Q52
อัตราการขยายตัวของ GDP	6.3%	5.2%	3.1%	-4.1%	-7.0%	-5.2%	-2.8%	5.9%
การบริโภค	3.0%	2.2%	2.9%	3.7%	-1.4%	-0.9%	0.4%	2.4%
ภาคเอกชน	3.4%	2.9%	3.1%	2.2%	-2.6%	-2.3%	-1.3%	1.6%
ภาครัฐ	0.9%	-1.6%	1.7%	13.0%	6.1%	7.9%	8.6%	6.9%
การลงทุน	6.0%	2.3%	1.5%	-4.8%	-16.9%	-9.6%	-5.6%	-4.7%
ภาคเอกชน	6.6%	4.4%	5.7%	-3.4%	-19.1%	-15.3%	-11.3%	-6.2%
ภาครัฐ	3.9%	-3.9%	-7.7%	-9.5%	-9.3%	8.8%	8.4%	0.6%

ที่มา : สภาพัฒนา, รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASP

## ■ หากปัญหาการเมืองลากยาว คาดเศรษฐกิจจะลดเหลือ 2.1-2.9%

ในสถานการณ์การเมืองที่ยืดเยื้อ และยังไม่มีความชัดเจนว่าจะจบได้ในช่วงไตรมาสแรกของปีนี้ คาดว่าจะเป็น การกดดันเครื่องจักรทุกตัวให้ทำงานได้น้อยกว่าที่ควรจะเป็น ทั้งการบริโภคภาคครัวเรือน (C คิดเป็น 55% ของ GDP) ลงทุนรวม (ภาครัฐบาล และเอกชน หรือ I คิดเป็นราว 29% ของ GDP) และการใช้จ่ายภาครัฐ (G ราว 14% ของ GDP) ซึ่งฝ่ายวิจัยมีแผนจะปรับลดประมาณการ GDP Growth เดิมที่ประเมินไว้ 3.3% รายละเอียด ดังปรากฏในตารางถัดไป แต่ยังคงรอรายละเอียดของข้อมูลเศรษฐกิจสำคัญเพิ่มเติม แม้หลังจากที่สภาพัฒน์ฯ ได้รายงาน GDP Growth ในงวด 4Q56 แล้ว แต่ยังคงขาดรายละเอียด ซึ่งแตกต่างจากทุกครั้งในช่วงหลายปีที่ ผ่านมา เนื่องจากสภาพัฒน์ฯ ประสบปัญหาการทำงาน เหมือนหน่วยงานราชการบางแห่งที่ไม่สามารถเข้าไป ปฏิบัติงานได้เนื่องจากการปิดล้อมของผู้ชุมนุม จึงคาดว่ากรรายงานน่าจะมีแนวโน้มล่าช้าออกไป

ในเบื้องต้นจึงได้ทำการวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงของปัจจัยสำคัญที่กำหนดทิศทางเศรษฐกิจ 3 ปัจจัยหลัก คือ การปรับลดตัวการบริโภคภาคครัวเรือน การลงทุนเอกชน และการใช้จ่ายภาครัฐ โดยปรับลดสมมติฐาน ภายใต้อัน 3 เงื่อนไข คือ

1. การปรับลดตัวการบริโภคภาคครัวเรือน หรือ C อันเป็นตัวแปรสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจที่มี แนวโน้มชะลอตัวในช่วง 6 เดือนแรกของปี 2557 แต่จะไม่หดตัวรุนแรงเหมือนดังที่เกิดขึ้นงวด 4Q56 โดย ปรับลด C ลงจากประมาณการเดิม 3 ช่วงละ 0.5% โดยปรับลดจากสมมติฐานเดิม 2.3% เหลือ 0.8-1.8%
2. การลงทุนโดยรวมของประเทศ กล่าวคือ ปรับลดประมาณการการลงทุนเอกชนลดลง 3 ช่วงๆ ละ 0.5% จากสมมติฐานเดิมที่คาดว่าจะเติบโตราว 1% เป็น +0.5% ถึง -0.5% ทั้งนี้เพราะนอกจากผลกระทบจาก การชะลอการลงทุนสาธารณูปโภคขั้นพื้นฐานของรัฐดังกล่าวข้างต้นแล้ว สภาพัฒน์ฯ คาดว่าอันเกิดจาก การบริหารงานของรัฐบาลรักษาการ ที่คาดว่าจะยืดเยื้อ และอาจจะเป็นอุปสรรคในการบริหารและ จัดการงบประมาณ (ไม่สามารถแต่งตั้งนายกฯ และรัฐบาล ภายหลังจากการเลือกตั้งทั่วไปเสร็จสิ้น เนื่องจาก การเลือกตั้งยังไม่สมบูรณ์ จึงไม่สามารถประกาศผลได้) เนื่องจากมีอำนาจจำกัดในการอนุมัติ หรือใช้ งบประมาณ (ซึ่งเป็นข้อกำหนดตามมาตรา 181 แห่งรัฐธรรมนูญ) ทำให้การดำเนินการที่สำคัญๆ ต้อง ได้รับความเห็นชอบจาก กกต. ก่อน เว้นแต่การกระทำที่อาจทำให้เกิดภาวะผูกพันไปยังรัฐบาลใหม่ ซึ่งไม่ สามารถดำเนินการได้เลย และ กกต. ก็ไม่มีอำนาจในการอนุมัติด้วย ดังเช่น การกู้เงินในโครงการจำนำ ข้าว เป็นต้น สภาวะดังกล่าวทำให้การบริหารราชการเป็นไปอย่างล่าช้า และยังทำให้สูญเสียโอกาสของ การลงทุนใหม่ๆ อย่างในกรณีของการแต่งตั้งคณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน (BOI) ซึ่งหมดอายุ ตั้งแต่เดือน ก.ย. 2556 ทำให้โครงการลงทุนที่สูงเกินกว่า 200 ล้านบาท ยังไม่สามารถดำเนินการได้ โดย ขณะนี้ยังมีโครงการรอการอนุมัติจาก BOI มูลค่ารวมกว่า 4.9 แสนล้านบาท (ในปี 2556 มีโครงการ อนุมัติจาก BOI 1.2 ล้านล้านบาท ขณะที่ปี 2555 1.4 ล้านล้านบาท) และแม้ล่าสุด กกต. ได้มีหนังสือ ตอบรัฐบาลว่า การแต่งตั้งคณะกรรมการส่งเสริมการลงทุนชุดใหม่ สามารถดำเนินการได้โดยไม่ต้องขอ ความเห็นชอบจาก กกต. แต่มีเงื่อนไขว่า การอนุมัติโครงการส่งเสริมการลงทุนต้องไม่เข้าข่ายที่จะส่งผล ต่อคะแนนเสียง หรือคะแนนนิยมในการเลือกตั้ง ซึ่งถือว่ายังมีประเด็นที่คลุมเครืออยู่
3. ตัดลดการใช้จ่ายภาครัฐ โดยปรับลดลง 3 ช่วงๆ ละ 0.5% จากสมมติฐานเดิม 3.3% ลงเหลือ 2.8-1.8%

ทั้งนี้ ยกเว้นการลงทุนภาครัฐยังคงให้ติดลบ 0.6% เนื่องจากได้มีการปรับลดไปก่อนหน้าในช่วงมกราคม 2558 โดยการตัดลดการลงทุนสาธารณูปโภคขั้นพื้นฐานหลักๆ ออก ทั้งโครงการน้ำ 3.5 แสนล้านล้านบาท และโครงการ 2 ล้านล้านบาท และยังคงให้การส่งออกสินค้าบริการ และการนำเข้าสินค้าบริการ อยู่ที่ 7.5% และ 4.8% ตามลำดับ เนื่องจากคาดว่าจะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก

ผลการศึกษาเบื้องต้น คาดว่า GDP Growth 2557 น่าจะมีโอกาสลดลงไปอยู่ในระดับ 2.1-2.9% รายละเอียดดังปรากฏในตารางถัดไป

### ภาพการณ์ GDP Growth ปี 2557

%YoY	2556		2557F			
	ASP	สตช.	กรณีปกติ	กรณี 1	กรณี 2	กรณี 3
<b>GDP Growth</b>	2.9%	2.9%	3.3%	2.9%	2.5%	2.1%
<b>การบริโภค</b>	1.7%	1.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.0%
ภาคเอกชน	0.9%	0.2%	2.3%	1.8%	1.3%	0.8%
ภาครัฐ	5.9%	4.9%	3.3%	2.8%	2.3%	1.8%
<b>การลงทุน</b>	-0.4%	-1.9%	0.7%	0.3%	-0.1%	-0.5%
ภาคเอกชน	-0.6%	-2.8%	1.0%	0.5%	0.0%	-0.5%
ภาครัฐ	0.4%	1.3%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
<b>การส่งออก</b>	5.5%	0.2%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
สินค้า	0.1%	n.a.	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
บริการ	26.4%	n.a.	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
<b>การนำเข้า</b>	2.9%	-0.4%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
สินค้า	2.5%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
บริการ	5.0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

ที่มา : สภาพัฒนา, รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASP

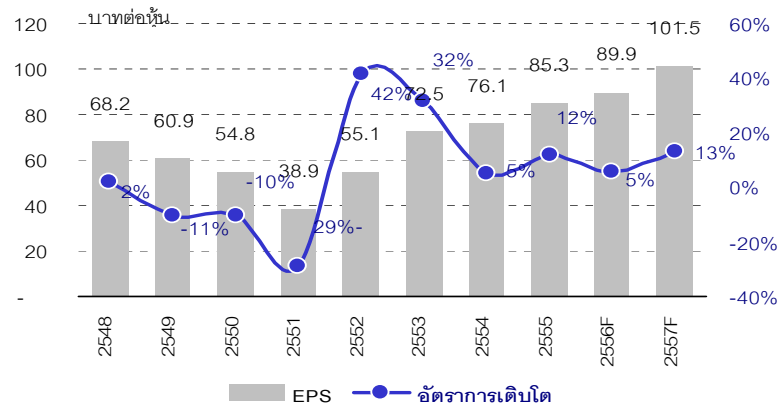
### สมมติฐานหลัก ในการทำประมาณการ

%YoY	2556F	2557F
Headline Inflation	2.2	2.4
Dubai Crude Oil (USD)	100	100
Foreign Exchange USD/THB	31.5	33
Policy Rate	2.25%	2.00%

ที่มา : สภาพัฒนา, รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASP

การปรับลดอัตราขยายตัวทางเศรษฐกิจ น่าจะมีส่วนสำคัญที่จะบั่นทอนความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาด ซึ่งจากประมาณการ EPS เดิมจะเติบโตราว 13% ทั้งนี้ขึ้นกับปัญหาเมื่อจะลากยาวไปจนถึง 6 เดือนหลังของปี 2557 หรือไม่ และการรายงานงบงวด 4Q56 มีแนวโน้มต่ำกว่าที่คาดหมายไว้เดิมหรือไม่ ทั้งนี้แม้ว่าในช่วงต้นเดือน มกราคม 2557 ทาง ASP ได้ปรับลดประมาณการเศรษฐกิจของประเทศในปี 2557 และปรับลดประมาณกำไรของตลาดหุ้นไปแล้วก็ตาม ซึ่งถือว่าปัจจัยสำคัญที่ยังคงกดดันดัชนีตลาดหุ้นไทย เพราะภายใต้ดัชนีตลาดที่ 1,300 จุด หรือ บวก/ลบ จะมี current P/E ราว 14 เท่า หรือ Expected P/E ที่ เกือบ 13 เท่า ซึ่งถือว่าไม่ถูกมากนัก หรือ อาจจะเป็นระดับเหมาะสม ภายใต้ภาวะการซื้อขายที่เกิดจากนักลงทุนไทยเท่านั้น อย่างไรก็ตาม ASP ได้กำหนดดัชนีเป้าหมายสิ้นปี 2557 ไว้ที่ 1,375 จุด โดยอิง P/E สิ้นปีที่ 13.5 เท่า อย่างไรก็ตามดัชนีเป้าหมายอาจจะมีการเปลี่ยนแปลงได้ หากมีการปรับเปลี่ยนประมาณการกำไร หรือ EPS หรือการเม็ดเงินคลี่คลาย และดึงให้ Fund Flow กลับมาใหม่

EPS และ EPS Growth



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP