

จับสัญญาณเศรษฐกิจสหรัฐ... “ขยายตัว” ท่ามกลาง “ความเสี่ยงแฝง”

โดย นางขวัญใจ เตชเสนสกุล

ผู้อำนวยการอาวุโส ฝ่ายวิจัยธุรกิจ ธนาคารเพื่อการส่งออกและนำเข้าแห่งประเทศไทย

หากจะกล่าวถึงเศรษฐกิจประเทศพัฒนาแล้วที่ขยายตัวได้ร้อนแรงที่สุดนับตั้งแต่ต้นปี 2561 ที่ผ่านมา ทุกสายตา คงจะจดจ้องไปที่ เศรษฐกิจสหรัฐ ซึ่งตัวเลขเศรษฐกิจหลายรายการส่งสัญญาณบวกอย่างต่อเนื่อง ล่าสุดเมื่อสัปดาห์ที่ผ่านมาได้มีการประกาศตัวเลข GDP ไตรมาส 2 ปี 2561 ขยายตัวได้ถึง 4.1% (q-o-q) สูงสุดในรอบ 4 ปี เช่นเดียวกับอัตราการว่างงานที่ปรับลดลงต่อเนื่องจนแตะระดับต่ำสุดในรอบ 18 ปีอยู่ที่ราว 4% ขณะที่อัตราเงินเฟ้อเดือน มิ.ย. 2561 เพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 6 ปี และเป้าหมายเงินเฟ้อของธนาคารกลางสหรัฐ (Fed) ที่ 2% เป็นเดือนที่สองติดต่อกัน

อย่างไรก็ตาม ท่ามกลางตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐ ที่สดใสในปัจจุบัน ก็ยังมีความเสี่ยงที่หลายฝ่ายกังวลว่า อาจจะจุดรั้งการขยายตัวของเศรษฐกิจในระยะถัดไป โดยเฉพาะสงครามการค้าระหว่างสหรัฐ กับจีนที่ยังครุกรุ่น ขณะเดียวกัน ก็มีข้อสังเกตเพิ่มเติมถึง “ความเสี่ยงแฝง” ที่อาจซ่อนตัวอยู่ในเศรษฐกิจสหรัฐ บางมิติ ดังนี้

- **ความเสี่ยงในตลาดการเงิน** โดยเฉพาะตลาดพันธบัตรที่เริ่มเห็นความผิดปกติบางอย่าง สะท้อนได้จากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐ (Bond Yield) อายุ 10 ปีที่ในช่วงเวลาปกติมักจะสูงกว่า Bond Yield อายุ 2 ปีราว 1.5-2.0% เนื่องจากการนำเงินมาลงทุนในพันธบัตรระยะยาวจะมีความเสี่ยงและค่าเสียโอกาสมากกว่าก็ควรได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่า แต่สิ่งที่เกิดขึ้นในปัจจุบันกลับพบว่า Bond Yield อายุ 2 ปีขยับขึ้นเร็วกว่า Bond Yield อายุ 10 ปี ส่วนหนึ่งอาจเป็นเพราะตลาดมีกังวลเกี่ยวกับสงครามการค้า ความไม่แน่นอนของนโยบายอื่นๆ ของประธานาธิบดีทรัมป์ และการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed ที่เร็วเกินไปที่อาจส่งผลกระทบต่อขยายตัวของเศรษฐกิจในระยะสั้น ทำให้ส่วนต่างระหว่าง Bond Yield 10 ปีและ 2 ปีแคบลงจนอยู่ที่ 0.3% ต่ำสุดในรอบ 10 ปี ซึ่งที่ผ่านมาหากส่วนต่างดังกล่าวติดลบ (Bond Yield อายุ 2 ปีมากกว่า 10 ปี) หรือ Inverted Yield Curve จะเป็นสัญญาณเตือนว่าเศรษฐกิจมีแนวโน้มจะแย่ลงในระยะถัดไป ดังที่เคยเกิดขึ้นมาแล้วในช่วงก่อนวิกฤต Dot-Com และวิกฤต Hamburger ในปี 2543 และปี 2551 ตามลำดับ

- **ความเสี่ยงเชิงนโยบาย** นอกจากการดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวดของสหรัฐ จะสวนทางกับประเทศมหาอำนาจอื่นๆ โดยเฉพาะยุโรปและญี่ปุ่นแล้ว นโยบายการเงินดังกล่าวยังสวนทางกับนโยบายการคลังของสหรัฐ เองอีกด้วย (Policy Divergence) สังเกตได้จากการที่รัฐบาลสหรัฐ ออกมาตรการปรับลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลลงจาก 35% เหลือ 21% และปรับลดอัตราภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาในระดับสูงสุดจาก 39.6% เหลือ 37% เพื่อหวังกระตุ้นอุปสงค์ในประเทศ ซึ่งในช่วงที่ผ่านมาก็ได้ผลค่อนข้างดี สะท้อนได้จากการบริโภคภาคเอกชนในไตรมาส 2 ปี 2561 ที่ขยายตัวราว 3% สูงสุดในรอบกว่า 3 ปี อย่างไรก็ตาม หาก Fed ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเร็วเกินไปก็อาจบั่นทอนประสิทธิภาพของนโยบายการคลังในระยะถัดไปจากต้นทุนทางการเงินที่จะเพิ่มสูงขึ้น

- **ความเสี่ยงเชิงโครงสร้าง** จากดุลการค้าและดุลงบประมาณที่ขาดดุลเรื้อรัง (Twin Deficits) โดยในปี 2560 ดุลการค้าสินค้าของสหรัฐ ขาดดุลกว่า 8 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ สูงสุดเป็นประวัติการณ์ อีกทั้งในช่วง 5 เดือนแรกของปี 2561 ก็ยังขาดดุลเพิ่มขึ้นอีก 7% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน ซึ่งปัญหาดังกล่าวยากที่แก้ไขได้ในเร็ววัน เนื่องจากโครงสร้างเศรษฐกิจสหรัฐ ที่พึ่งพาการบริโภคเป็นหลัก ทำให้ยังจำเป็นต้องนำเข้าสินค้าหลายชนิดจากต่างประเทศ ขณะเดียวกันเงินดอลลาร์สหรัฐที่มีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นตามการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed ยังมีส่วนกดดันขีดความสามารถในการแข่งขันด้านการค้าของสหรัฐ อีกด้วย ขณะที่ในส่วนของการขาดดุลงบประมาณต่อ GDP ทาง Economic Intelligence Units ก็คาดว่าจะมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเป็น 6.7% ในปี 2563 จาก 3.5% ในปี 2560 เนื่องจากการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานโดยเฉพาะการสร้างกำแพงกันพรมแดนสหรัฐ กับเม็กซิโก และการปรับลดภาษีดังที่ได้อ้างมาข้างต้น นอกจากนี้ อีกหนึ่งข้อสังเกต คือ อัตราการว่างงานของสหรัฐ ที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง อาจไม่ได้เกิดจากการจ้างงานที่เพิ่มขึ้นอย่างแท้จริง สังเกตได้จากอัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงาน (Labor Force Participation Rate) ล่าสุดที่ 62.9% ไม่ได้เพิ่มขึ้นเลยจากเมื่อ 40 ปีก่อน ตัวเลขดังกล่าวนี้ มีนัยว่าอัตราการว่างงานที่ลดลงส่วนหนึ่งเกิดจากแรงงานบางส่วนตัดสินใจออกจากตลาดแรงงาน เนื่องจากไม่สามารถหางานทำได้เป็นเวลานาน หรืออาจเกิดจากการที่แรงงานรุ่นใหม่ไม่ได้เข้าสู่ระบบ แต่ทำงานอิสระมากขึ้น

ความเสี่ยงแฝงข้างต้นไม่ได้หมายความว่าเศรษฐกิจสหรัฐ กำลังจะเข้าสู่ภาวะถดถอยในเร็ว ๆ นี้ แต่เป็นสัญญาณเตือนให้ผู้ประกอบการต้องระมัดระวัง และหันมาให้ความสำคัญกับตัวเลขเศรษฐกิจอื่น ๆ นอกเหนือจากที่สื่อนิยมรายงาน อาทิ GDP อัตราเงินเฟ้อ อัตราว่างงาน เป็นต้น เพื่อนำมาใช้ประเมินโอกาสและความเสี่ยงในการทำธุรกิจกับสหรัฐ ซึ่งเป็นตลาดส่งออกอันดับ 2 และเป็นแหล่งลงทุนอันดับ 4 ของไทยในต่างประเทศได้ดีขึ้น