

มิถุนายน 2023

ตอน: ก้าวต่อไปของเศรษฐกิจและตลาดหุ้นไทย... จะเป็นอย่างไร กับว่าที่รัฐบาลก้าวไกล?

บทสรุปผู้บริหาร

เราประเมินบทเรียนการนำจะเข้ามาของว่าที่รัฐบาลแนวฝ่ายซ้ายเป็นครั้งแรกของไทย ดังนี้

หนึ่ง จากการที่รัฐบาลพรรคแรงงานฝ่ายซ้ายของอังกฤษภายใต้การนำของโทนี่ แบลร์ เป็นรัฐบาลระหว่างปี 1997-2007 ซึ่งเป็นรัฐบาลฝ่ายซ้ายครั้งแรกในรอบกว่า 20 ปี ปรากฏว่าอัตราการเติบโตจีดีพีของอังกฤษถือว่าดีเสถียรภาพโดยเฉลี่ยที่ร้อยละ 3 ต่อปี ด้านตลาดหุ้นอังกฤษขึ้นแรงในปีแรกของรัฐบาลแบลร์ จากนั้นผันผวนสำหรับในช่วงเวลาที่เหลือของรัฐบาล

สอง จากการที่รัฐบาลฝ่ายซ้ายของชิลีภายใต้การนำของการ์เบรียล บอร์ริค ชนะการเลือกตั้งในเดือนธันวาคม 2021 และขึ้นเป็นรัฐบาลในเดือนมีนาคม 2022 ซึ่งถือเป็นรัฐบาลฝ่ายซ้ายครั้งแรกในประวัติศาสตร์ของชิลี ปรากฏว่าอัตราการเติบโตจีดีพีของชิลีไม่ได้ร้อนแรงมากกว่าอัตราเงินเฟ้อค่อนข้างสูงเนื่องจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ เช่น ทองแดง อยู่ในระดับค่อนข้างสูง ในขณะที่ดัชนีตลาดหุ้นชิลีลดลง 15% ระหว่างช่วงเวลาการรู้ผลว่าบอร์ริคชนะการเลือกตั้งจนถึงช่วงรัฐบาลใหม่เริ่มทำงาน

สาม นับตั้งแต่เดือนมีนาคม 2022 จนถึงปัจจุบัน ปรากฏว่าสำหรับตลาดหุ้นชิลี เซกเตอร์ที่ให้ผลตอบแทนค่อนข้างดี ได้แก่ การเงิน สินค้าอุปโภคบริโภคที่จำเป็น และ ธนาคารพาณิชย์ เซกเตอร์ที่ให้ผลตอบแทนไม่ค่อยดี ได้แก่ พลังงาน และ สินค้าอุปโภคบริโภคแบบฟุ่มเฟือย

สี่ จีดีพีของไทยสามารถเติบโตได้เพิ่ม 0.3% จากการเริ่มใช้มาตรการ Zero-Based Budgeting ผนวกกับแนวโน้มที่นโยบายการเงินจะผ่อนคลายมากกว่าตั้งตัวเนื่องจากนโยบายการคลังที่น่าจะผ่อนคลายลงจากรัฐบาลชุดใหม่ น่าจะส่งผลให้ค่า P/E ของตลาดหุ้นไทยเพิ่มจาก 15.46 เท่า ในตอนนี้ เป็น 16.4 เท่า ได้ในปีหน้า

ห้า ผลของ EPS ที่น่าจะลดลงจากหุ้นที่อาจจะเข้านิยามหุ้นผูกขาดตามการทดสอบภาวะวิกฤต เราประเมินว่า กำไรสุทธิ (Earning) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทย น่าจะลดลง 4% แต่ได้ GDP เพิ่ม 0.3% จากนโยบายฯ ช่วยไว้ ประมาณ 1-2% จึงประเมินว่า EPS น่าจะลดลงมาอยู่ที่ประมาณ 95-96 จากระดับ 98 ในปัจจุบัน โดยเป้าหมายดัชนี SET ภายใต้การใช้นโยบายของรัฐบาลพรรคก้าวไกลน่าจะอยู่ที่ 1,580 จุด



Outline: ก้าวต่อไปของเศรษฐกิจและตลาดหุ้นไทย... จะเป็นอย่างไรกับว่าที่ รัฐบาลก้าวไกล:

- I. เศรษฐกิจเติบโตแบบเน้นความเท่าเทียม จะดีต่ออัตราการเติบโตเศรษฐกิจไหม?
- II. บทเรียนด้านเศรษฐกิจและตลาดหุ้นที่เริ่มใช้นโยบายแนวชายเป็นครั้งแรก: อังกฤษ และ
ซีลี และ ดัชนีการเปลี่ยนแปลงดัชนีหุ้นแบบแยกชายเชกเตอร์ช่วงระหว่างหลังเลือกตั้ง
แบบผลพิดคาดจนถึงการตั้งรัฐบาลใหม่: กรณีศึกษา ประเทศซีลี
- III. นโยบายเศรษฐกิจว่าที่รัฐบาลก้าวไกล กับโครงสร้างเศรษฐกิจใหม่?
- IV. P/E ของไทย: ผ่านผลกระทบจากการทำ Zero-Based Budgeting ของงบกระทรวง
ต่างๆต่อการเติบโตของ GDP และนำส่งต่อไปถึงค่า P/E
- V. EPS ของไทย: ผ่านผลกระทบต่อกำไรสุทธิของบริษัทที่เข้าข่ายนิยามคำว่า 'ทุนผูกขาด'
ของว่าที่รัฐบาลก้าวไกล และ เป้าหมายดัชนีหุ้นไทยในช่วงปีแรกของว่าที่รัฐบาลก้าวไกล

ก้าวต่อไปของเศรษฐกิจและตลาดหุ้น กับว่าที่รัฐบาลก้าวไกล

I. หากไทยโตแบบเน้นความเท่าเทียม จะดีต่ออัตราการเติบโตเศรษฐกิจไทยไหม

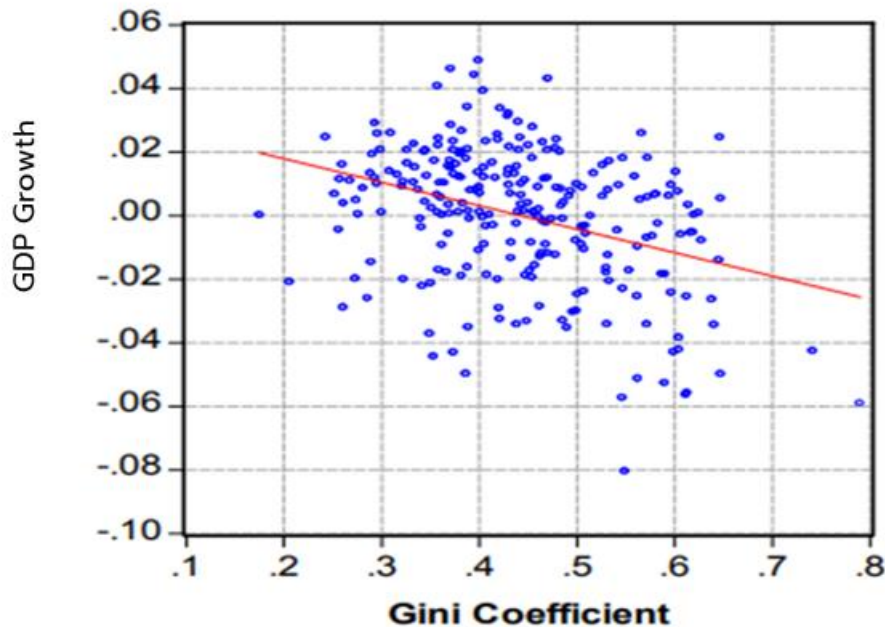
- **ยิ่งลดความเหลื่อมล้ำของฐานะคนไทย อัตราการเติบโตของจีดีพีไทยจะเติบโตหรือไม่?**

หลังจากผลการเลือกตั้งใหญ่ของไทยในวันที่ 14 พฤษภาคม 2023 ปรากฏออกมาว่า พรรคก้าวไกลและพรรคเพื่อไทยได้จำนวนที่นั่งในสภาผู้แทนราษฎรเป็นอันดับที่ 1 และ 2 ตามลำดับนั้น ในอีก 10 วันต่อมา ได้มีการทำข้อตกลง MOU เพื่อจัดตั้งรัฐบาลจาก 5 พรรคการเมือง นำโดยพรรคก้าวไกล โดยในส่วนของ MOU ด้านเศรษฐกิจ แสดงไว้ดังตารางต่อไปนี้

นโยบายเศรษฐกิจจาก MOU ของพรรคร่วมนำโดยพรรคก้าวไกลที่จะจัดตั้งรัฐบาล

	MOU ด้านเศรษฐกิจ	โฟกัส
1	ร่วมฟื้นฟูเศรษฐกิจ โดยยึดหลักเพิ่มรายได้ประชาชน ลดความเหลื่อมล้ำ	Equality of People
2	เน้นให้ความช่วยเหลือสภาพคล่อง พร้อมกับมุ่งเน้นการเติบโต GDP ของ SME	Equality of Size
3	ยกเลิกการผูกขาดและส่งเสริมการแข่งขันทางการค้าที่เป็นธรรมในทุกอุตสาหกรรม	Equality in the Market
4	ปฏิรูปที่ดินทั้งระบบ พลิกผันกฎหมายปฏิรูปที่ดินกระจายการถือครองที่ดินอย่างเป็นธรรม	Equality of Land Ownership
5	ปรับปรุงโครงสร้างการผลิตไฟฟ้า การคำนวณราคา และกำลังการผลิตที่เหมาะสม	Equality of Energy
6	จัดทำงบประมาณแบบใหม่ Zero-based budgeting	Equality of Ministry Budget
7	สร้างระบบสวัสดิการดูแลประชาชน โดยคำนึงภาระทางการคลังระยะยาว	Equality of Welfare

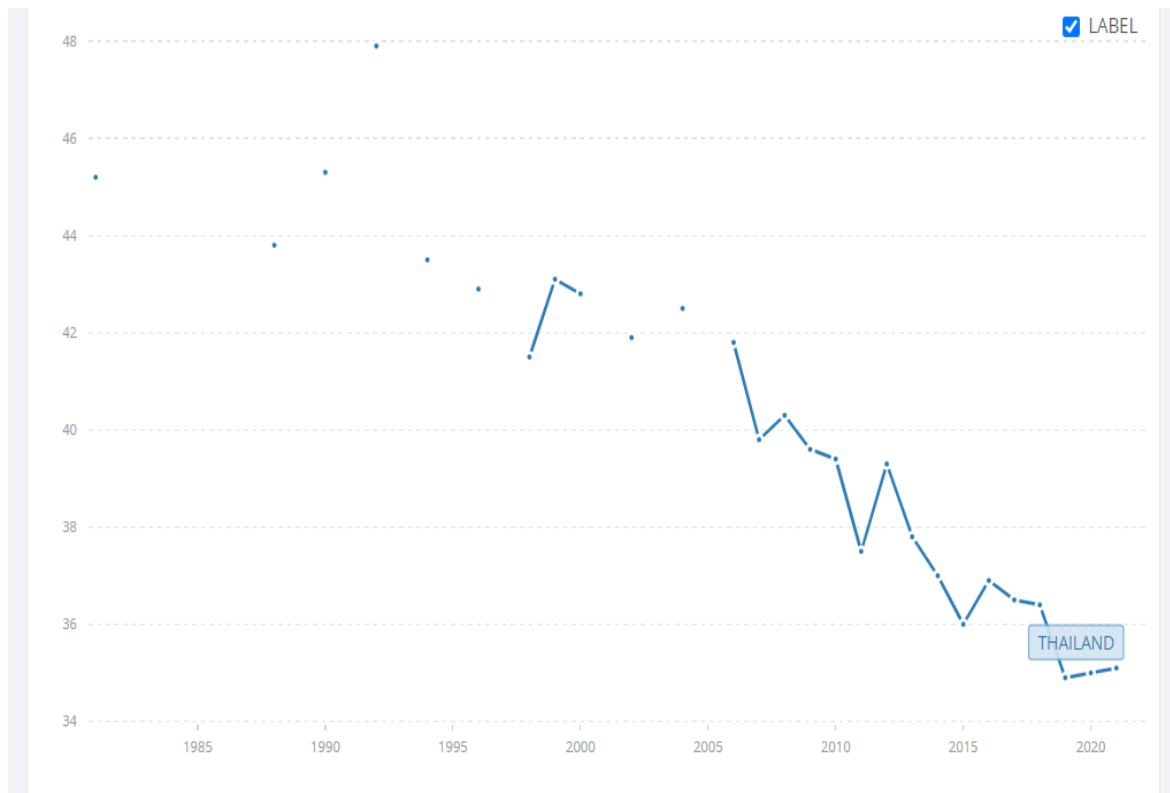
จะเห็นได้ว่าข้อตกลง MOU ในทุกข้อเกี่ยวกับด้านเศรษฐกิจ เน้นถึงหลักการลดความเหลื่อมล้ำ หรือ ความเท่าเทียม ระหว่างฐานะทางการเงินระหว่างคนรวยและคนจนทุกข้อ จากผลการศึกษาของนักเศรษฐศาสตร์ชั้นนำด้านอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่าง โรเบิร์ต บาร์โร ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเท่าเทียมระหว่างฐานะทางการเงิน กับ อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจหรือจีดีพี แสดงไว้ดังรูป



ที่มา: Barro (2008)

รูปแสดงความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีความเหลื่อมล้ำด้านฐานะการเงิน (Gini Coefficient) กับ อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา

จากรูป จะพบว่าเมื่อดัชนีความเหลื่อมล้ำด้านฐานะการเงิน Gini Coefficient (โดยเมื่อค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่ามีความเหลื่อมล้ำด้านฐานะการเงินสูง ในขณะที่เมื่อค่าเข้าใกล้ 0 แสดงว่ามีความเหลื่อมล้ำด้านฐานะการเงินต่ำ) ลดลง 0.1 จะทำให้อัตราการเติบโตของจีดีพีสูงขึ้น 1% ซึ่งจากสถิติตัวเลข Gini Coefficient ในอดีตที่ผ่านมายของไทย แสดงไว้ดังรูป



ที่มา: World Bank



รูปแสดงสถิติตัวเลข Gini Coefficient ในอดีตที่ผ่านมาของไทย

จากรูป จะพบว่าค่า Gini Coefficient ของไทย ในปัจจุบัน เท่ากับ 0.35 โดยลดลงมาจาก 0.42 เมื่อ 10 ปีที่แล้ว ซึ่งนโยบายเศรษฐกิจของบ้านเราในช่วงที่ผ่านมา จะเน้นแบบเศรษฐกิจแนวกลไกตลาดแบบเสรีนิยม ในขณะที่นโยบายเศรษฐกิจตามแนว MOU ดังที่กล่าวไว้ข้างต้น จะเน้นความเสมอภาคมากยิ่งขึ้น ซึ่งน่าจะทำให้ค่า Gini Coefficient ของไทยลดลงได้เร็วกว่าในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งเรามองว่าน่าจะลดลงได้ประมาณ 0.1 ภายใน 1-2 ปีข้างหน้า ซึ่งนั่นหมายความว่าอัตราการเติบโตของเศรษฐกิจไทยสามารถเติบโตได้ร้อยละ 1 ได้จากการลดความเหลื่อมล้ำดังกล่าว

II. ตัวอย่างเศรษฐกิจที่เริ่มใช้นโยบายแนวซ้ายเป็นครั้งแรก: อังกฤษ และ ซิลี

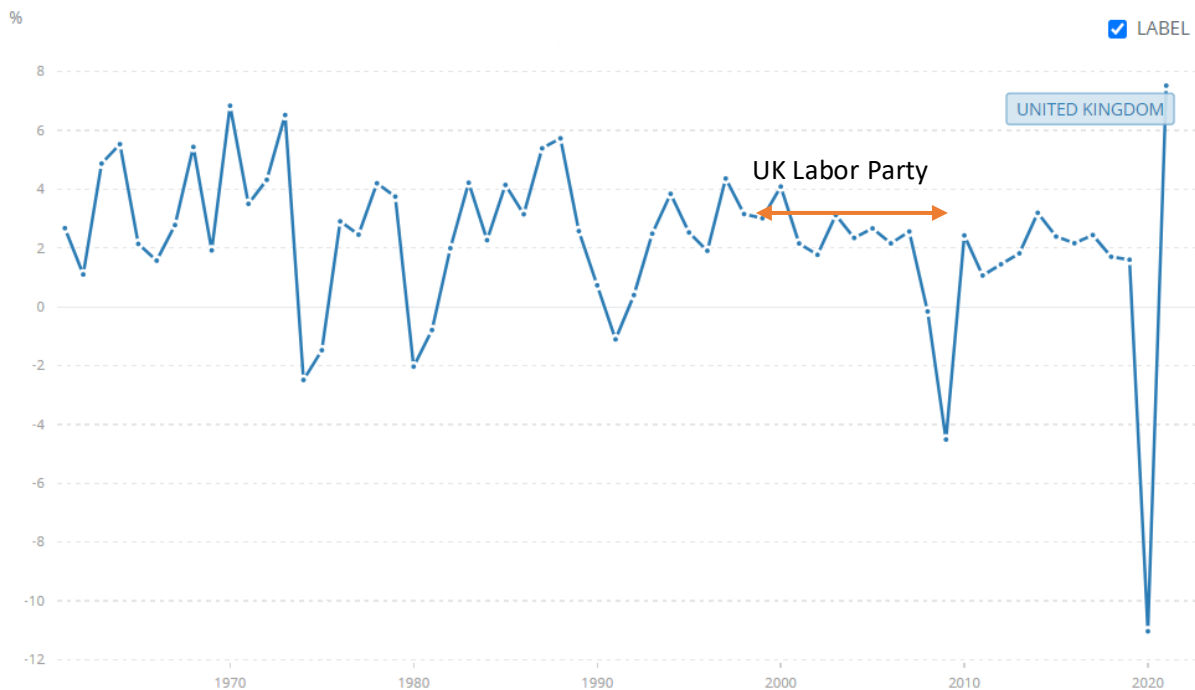
จากการที่ประเทศไทยไม่เคยมีรัฐบาลที่ใช้นโยบายเศรษฐกิจแนวซ้ายมาก่อน ทำให้การวิเคราะห์เศรษฐกิจและตลาดหุ้นแบบที่ใช้ข้อมูลจากในอดีตของไทยทำได้ค่อนข้างยาก เราจึงขอนำเสนอตัวอย่างเศรษฐกิจของประเทศที่เพิ่งได้รัฐบาลแนวเศรษฐกิจแบบซ้ายโดยที่ไม่เคยมีรัฐบาลแนวนี้อีก่อน หรือ อาจจะเคยมีรัฐบาลแนวซ้ายมาก่อน แต่ผ่านมาเป็นระยะเวลากว่า 20 ปีมาแล้ว โดยขอเริ่มจากอังกฤษ ในปี 1997 ที่ได้พรรคแรงงาน มาเป็นรัฐบาลภายใต้นายกรัฐมนตรี โทนี่ แบลร์ ซึ่งอังกฤษเคยปกครองรัฐบาลฝ่ายซ้ายครั้งสุดท้ายในทศวรรษที่ 70 หรือกว่า 20 ปีที่แล้ว

โดยหากพิจารณานโยบายเศรษฐกิจระหว่าง MOU ที่นำโดยพรรคก้าวไกลในปี 2023 ถือว่ามีความคล้ายคลึงกับนโยบายรัฐบาลพรรคแรงงานของอังกฤษ ปี 1997 ดังนี้

นโยบายเศรษฐกิจจาก MOU ก้าวไกล ปี 2023	นโยบายเศรษฐกิจจาก UK Labor Party ปี 1997
 ประเทศไทย... ไม่เหมือนเดิม	 New Life, New Britain
Motto: <ul style="list-style-type: none"> • Growth with Equality • Move by Hope, not Fear 	Motto: <ul style="list-style-type: none"> • Growth under Low Inflation • Move by Hope, not Fear
นโยบายหลัก <ol style="list-style-type: none"> 1. เน้นการใช้จ่ายในชุมชน 2. โยกงบลงทุนจากกระทรวงกลาโหมมากระทรวงเกษตร ฯลฯ 3. ทยอยทุนผูกขาดและส่งเสริมด้านวิสาหกิจขนาดกลางและย่อม (SME) 4. ปฏิรูประบบการศึกษา 	นโยบายหลัก <ol style="list-style-type: none"> 1. ลดขนาดห้องเรียน 2. จ้างงานเพิ่ม 2.5 แสนตำแหน่ง 3. เพิ่มคนไข้ 1 แสนราย สำหรับรักษาฟรีจากภาครัฐ 4. เพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐเพื่อกระตุ้นการเติบโตของเศรษฐกิจ

ทั้งนี้ หากจะใช้ตัวอย่างของตัวเลขเศรษฐกิจและตลาดหุ้นหลังรัฐบาลฝ่ายซ้ายเข้ามาปกครอง นั้น จากตัวอย่างของอังกฤษในปี 1997 จะเป็นดังนี้

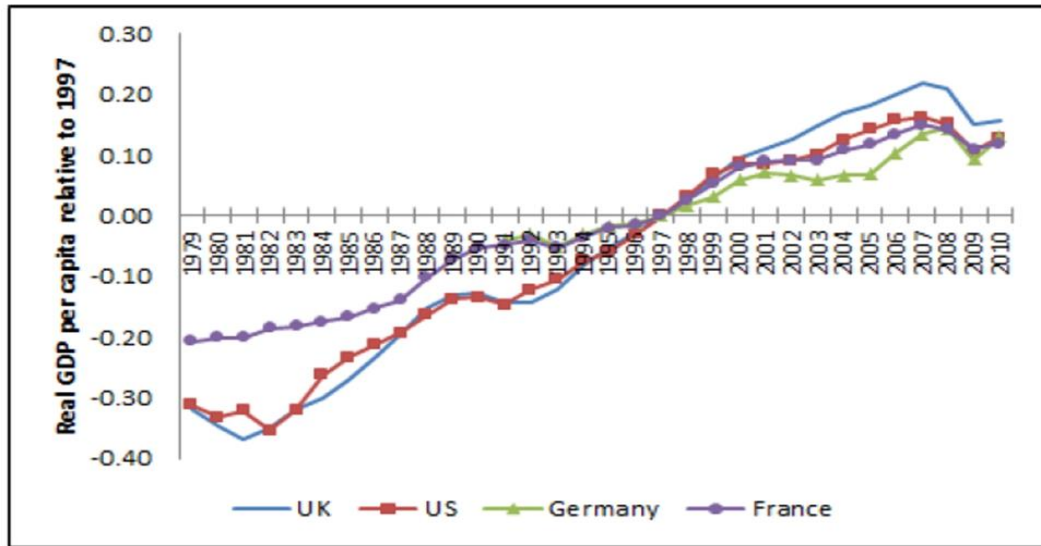
- มีติด้านเศรษฐกิจว่าด้วยอัตราการเติบโตทางด้านเศรษฐกิจหรือจีดีพี และ อัตราการเติบโตของจีดีพีต่อหัวประชากร จะพบว่าตัวเลขที่พรรคแรงงานปกครองอังกฤษ ระหว่างปี 1997 ถึง 2007 จะพบว่าการเติบโตทำได้ค่อนข้างดี



ที่มา: World Bank

รูปแสดงอัตราการเติบโตเศรษฐกิจหรือจีดีพีอังกฤษในยุคโทนี่ แบลร์

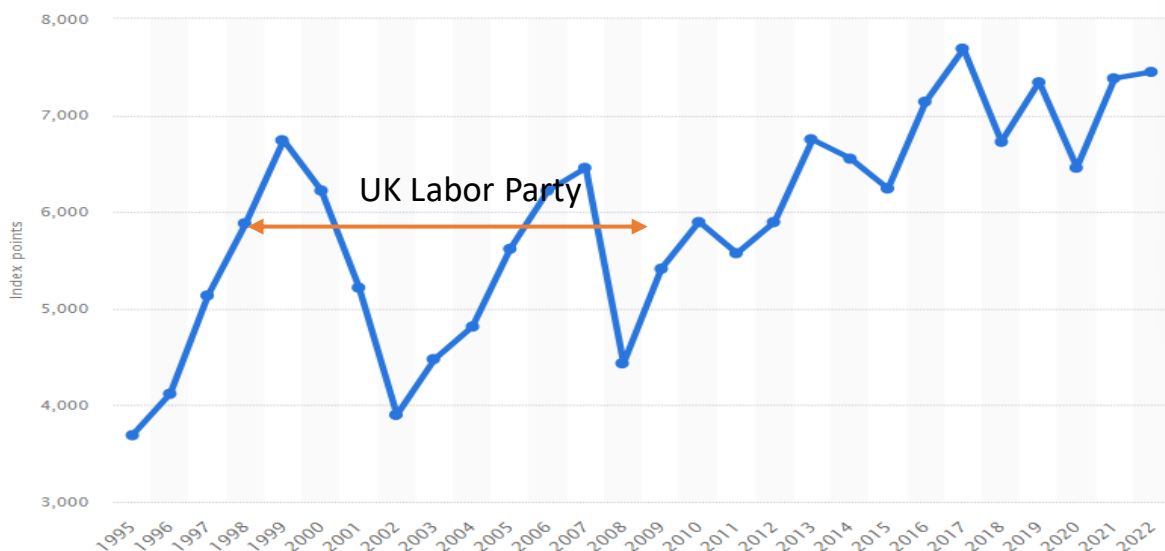
จากรูป จะพบว่าอัตราการเติบโตของจีดีพีอังกฤษระหว่างปี 1997 ถึงปี 2007 เฉลี่ยประมาณร้อยละ 3 ซึ่งถือว่าค่อนข้างดีหากพิจารณาอัตราการเติบโตจากกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว



ที่มา: LSE Blog

รูปแสดงอัตราการเติบโตของจีดีพีต่อประชากรของอังกฤษเทียบกับประเทศอื่นๆในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว

ในขณะที่หากพิจารณาในมิติของอัตราการเติบโตของจีดีพีต่อประชากร จะพบว่าในระหว่างปี 1997 – 2007 ตัวเลขดังกล่าวของอังกฤษสูงกว่าของสหรัฐ เยอรมัน และฝรั่งเศส



ที่มา: Statista

รูปแสดงดัชนีหุ้น FTSE100 ของอังกฤษ ในช่วงนายกรัฐมนตรี โบลตัน ระหว่างปี 1997-2007



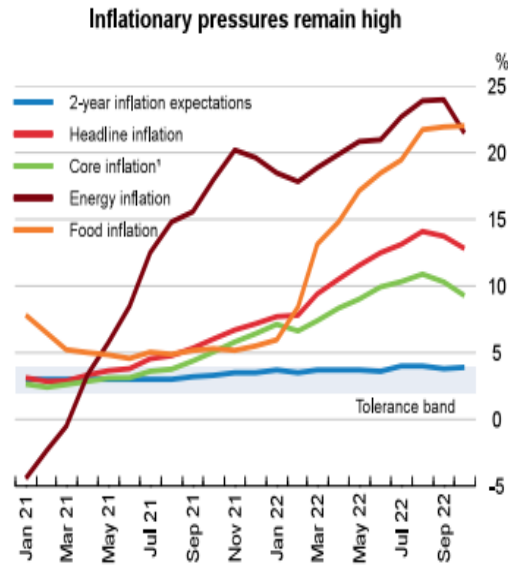
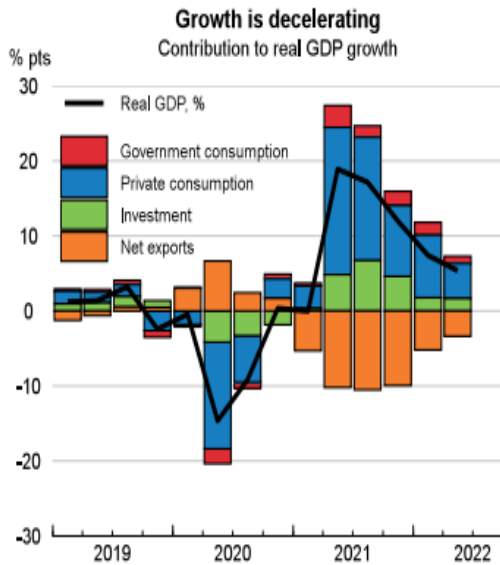
อย่างไรก็ดี ดัชนีหุ้น FTSE100 ของอังกฤษ ในช่วงเวลาดังกล่าว ถือว่าค่อนข้างผันผวน ดังรูป โดยในปีแรกดัชนีอังกฤษถือว่าขึ้นค่อนข้างแรง จากนั้นลดลงมาแตะระดับต่ำกว่า 4 พันจุดในปี 2021 แล้วจึงกลับไปแตะเกินระดับ 6,500จุด ในปี 2007



ปรากฏการณ์การเมือง: ไทย VS. ชิลี

สำหรับบทเรียนด้านเศรษฐกิจและตลาดหุ้นจากกรณีของชิลี ในระหว่างปี 2021 ถึงปัจจุบัน โดยในเดือนธันวาคม 2021 การ์เบรียล บอร์ริค ผู้นำพรรคฝ่ายซ้าย ชนะการเลือกตั้งใหญ่ของชิลีได้เป็นผู้นำชิลีคนใหม่ ซึ่งชิลีไม่เคยปกครองโดยรัฐบาลฝ่ายซ้ายมาก่อนเหมือนกับบ้านเราในขณะนี้ ทั้งนี้ หากพิจารณาความเหมือนและความต่างของเศรษฐกิจของทั้งคู่ ปรากฏดังนี้

- **มิติทางการเมือง : ชิลี กับ ไทย ต่างมีรัฐบาลทหาร** ที่มาจากการทำรัฐประหารมาอย่างยาวนาน ก่อนที่จะมีการเลือกตั้งแบบประชาธิปไตย ที่สำคัญ ในปี 2022 พรรคการเมืองฝ่ายซ้ายของชิลีซึ่งนำโดยกลุ่มที่ได้รับความนิยมจากคนรุ่นใหม่ได้ก้าวขึ้นมาปกครองประเทศเป็นครั้งแรกหลังจากที่ปกครองโดยรัฐบาลแนวอนุรักษนิยมซึ่งมีกลุ่มทุนธุรกิจหนุนหลังมาเป็นเวลาเกือบ 30 ปีภายหลังจากที่ปกครองโดยเผด็จการทหารมาเกือบ 20 ปี ซึ่งไทยก็กำลังเดินตามรอยของชิลีอยู่ในขณะนี้



1. Consumer Price Index excluding energy and food products.
Source: Central Bank of Chile; and INE.

ที่มา: Central Bank of Chile and INE

รูปแสดงแนวโน้มอัตราการเติบโตจีดีพีและอัตราเงินเฟ้อของชิลีในช่วงที่ผ่านมา

- **มิติเศรษฐกิจ : เศรษฐกิจชิลีมีขนาดประมาณ 70%ของไทย** ในขณะที่จำนวนประชากรของชิลีมีจำนวนทั้งหมดประมาณ 35% ของไทย หรือกล่าวได้ว่าตัวเลขจีดีพีต่อหัวของชิลีสูงกว่าของไทยเกือบสองเท่า ในขณะที่เศรษฐกิจชิลีพึ่งพาการส่งออกประมาณ 40% ของจีดีพี โดยเกือบครึ่งหนึ่งเป็นการส่งออกทองแดง โดยไทยพึ่งพาการส่งออกประมาณ 60%ของจีดีพี ในขณะที่ปริมาณสำรองเงินตราต่างประเทศเมื่อเทียบนี้ต่างประเทศระยะสั้นของชิลีน้อยกว่าของไทยอยู่เล็กน้อย
- **มิติสังคม : ไทยและชิลี ในขณะนี้ คนรุ่นใหม่ต่าง**มีความต้องการความเปลี่ยนแปลงแนวทางการทำงานของภาคการเมืองให้เป็นแบบใหม่เหมือนกัน

โดยหลังการเริ่มต้นของรัฐบาลแนวเสรีนิยมของชิลีเมื่อวันที่ 11 มีนาคม 2022 เราวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนของดัชนีหุ้นชิลีหลังจากช่วงเวลานั้น พบว่าให้ผลตอบแทน 6%, 11%, 22% และ 9% สำหรับเวลาถือครอง 1, 3, 6 และ 12 เดือนตามลำดับ เซกเตอร์ที่ให้ผลตอบแทนดี ได้แก่ ไอที สื่อสาร อสังหาริมทรัพย์ และอุตสาหกรรม ส่วนเซกเตอร์ที่ให้ผลตอบแทนไม่ดี คือ สินค้าบริโภคฟุ่มเฟือย ดัชนีดาว

ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนตลาดหุ้น หลังรัฐบาลใหม่แนวเสรีนิยมซึลีเริ่มทำงาน

อัตราผลตอบแทน (S&P CLX) / เซกเตอร์	1 เดือน หลังจากรัฐบาลใหม่เริ่มต้น	3 เดือน หลังจากรัฐบาลใหม่เริ่มต้น	6 เดือน หลังจากรัฐบาลใหม่เริ่มต้น	1 ปี หลังจากรัฐบาลใหม่เริ่มต้น
Financials Ex-Banks	14.98%	36.1%	45.84%	37.76%
Banks	2.95%	0.42%	1.15%	0.49%
Information Technology	12.29%	-2.27%	20.81%	41.17%
Communication Services	22.25%	29.06%	15.08%	33.50%
Consumer Discretionary	3.35%	-8.93%	-5.36%	-16.60%
Construction & Real Estate	2.07%	0.36%	19.70%	45.09%
Energy	3.61%	3.61%	13.59%	-10.76%
Retail	3.82%	-8%	-5.77%	-3.94%
Industrials	6.63%	17.77%	14.84%	26%
Utilities	0.46%	-0.70%	22.38%	32.43%
ดัชนีหุ้นซึลี (IGPA)	5.79%	10.87%	21.69%	9.07%

ที่มา: S&P Global และ Liberator



โดยซึลคล้ายกับไทย ที่รัฐบาลแนวฝ่ายซ้ายคนรุ่นใหม่ ชนะการเลือกตั้งเป็นครั้งแรก ในเดือนธันวาคม 2021 พบว่าดัชนีหุ้นซึล หลังจากนั้น เป็นดังรูป

ดัชนีหุ้นซึล หลังผู้นำเสรีนิยมรุ่นใหม่ระหว่างรอฟอรัมรัฐบาล

และหลังจากครบ 1 ปีในวาระ

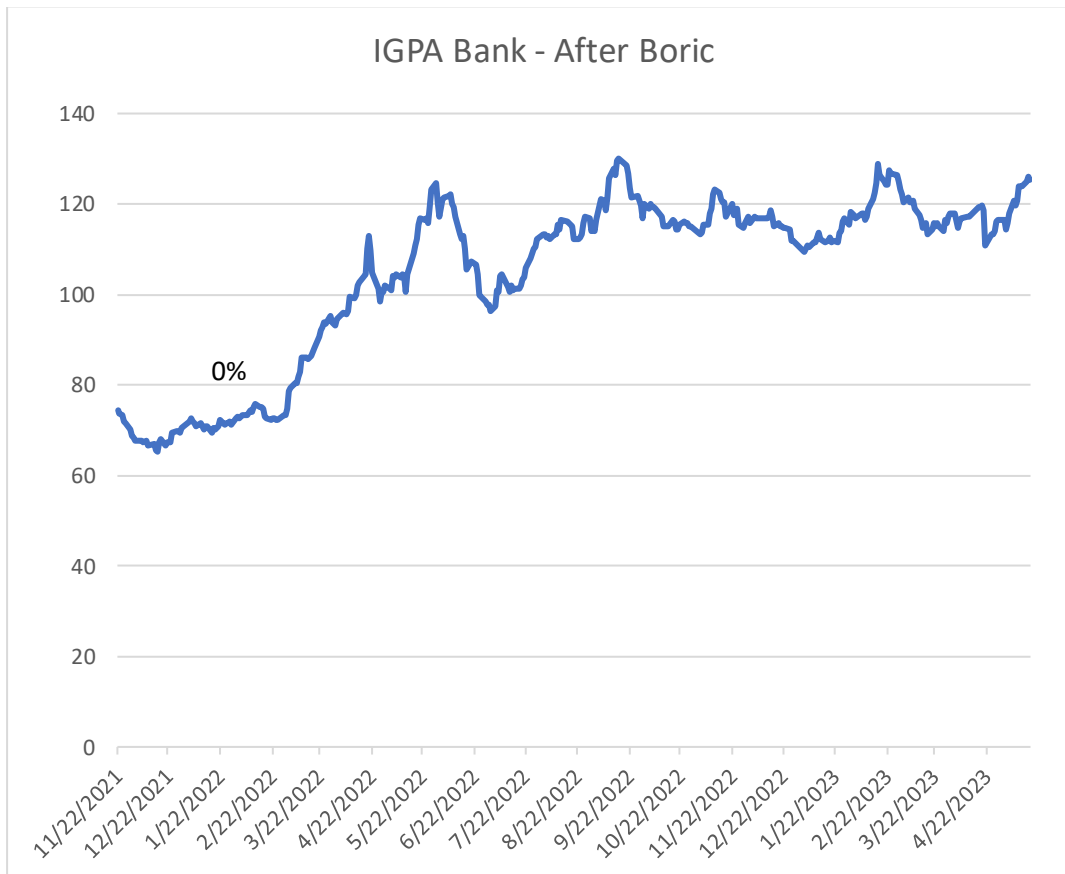
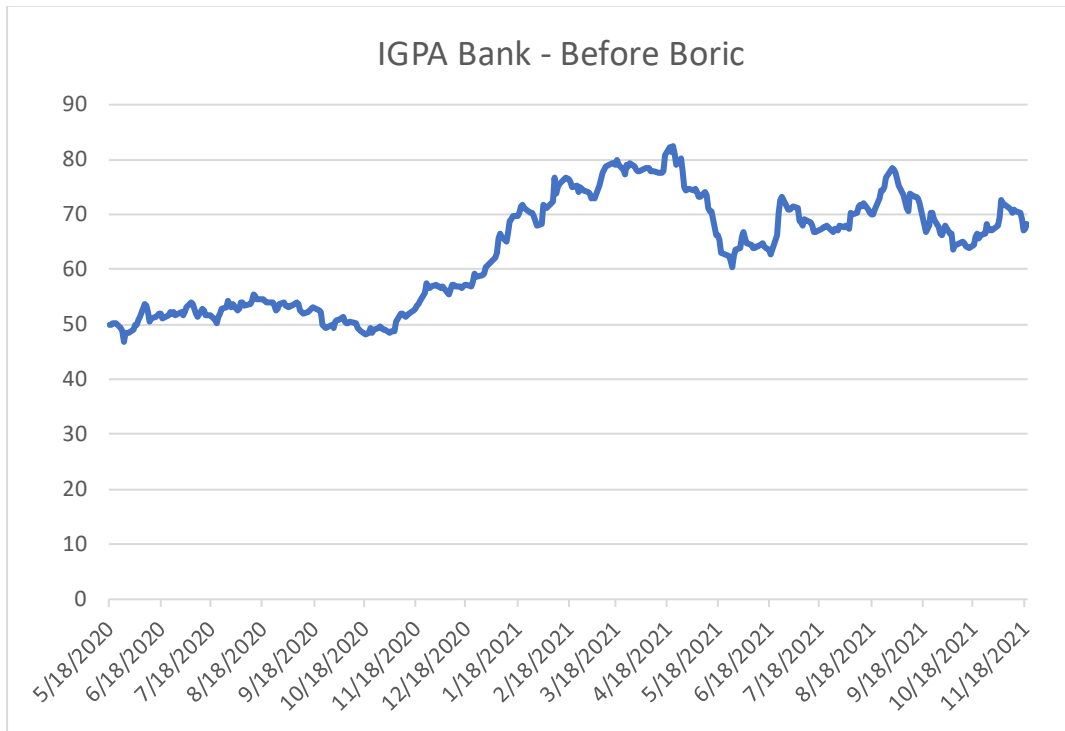


ที่มา: Liberator

หลังจากที่กาเบรียล บอริค ชนะการเลือกตั้งในเดือนธันวาคม 2021 จนกระทั่งจัดตั้งรัฐบาลฝ่ายซ้ายเริ่มบริหารประเทศในเดือนมีนาคม 2022 ปรากฏว่าตลาดหุ้นซึลลดลงต่ำสุดที่ 15% หากนับจากช่วงก่อนทราบผลว่าบอริคจะชนะการเลือกตั้งจนถึงจัดตั้งรัฐบาลสำเร็จ ในภาพรวม ดัชนีหุ้นซึลกลับมาสูงขึ้นมากกว่าดัชนีตอนที่เลือกตั้งปลายปี 2021 ทั้งนี้ เซกเตอร์ที่ให้ผลตอบแทนค่อนข้างดี ได้แก่ การเงิน สินค้าอุปโภคบริโภคที่จำเป็น และ ธนาคารพาณิชย์ เซกเตอร์ที่ให้ผลตอบแทนไม่ค่อยดี ได้แก่ พลังงาน และ สินค้าอุปโภคบริโภคแบบฟุ่มเฟือย

โดยเช่นเดียวกับในกรณีของซึล สำหรับเซกเตอร์ของตลาดหุ้นไทยสำหรับมุมมองของเราในช่วงนี้ ประเมินว่าน่าจะให้ผลตอบแทนค่อนข้างดี ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ การเงิน และ สินค้าอุปโภคบริโภคที่จำเป็น เซกเตอร์ที่ให้ผลตอบแทนไม่ค่อยดี ได้แก่ พลังงาน และ สินค้าอุปโภคบริโภคแบบฟุ่มเฟือย





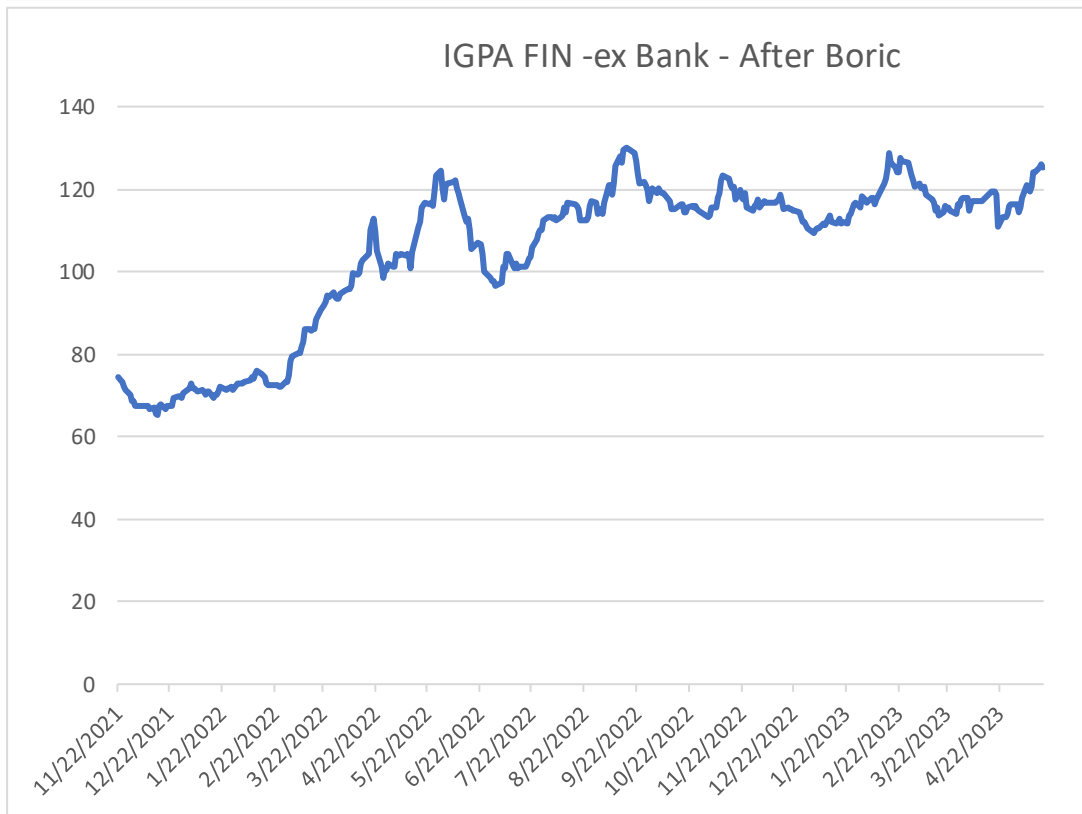
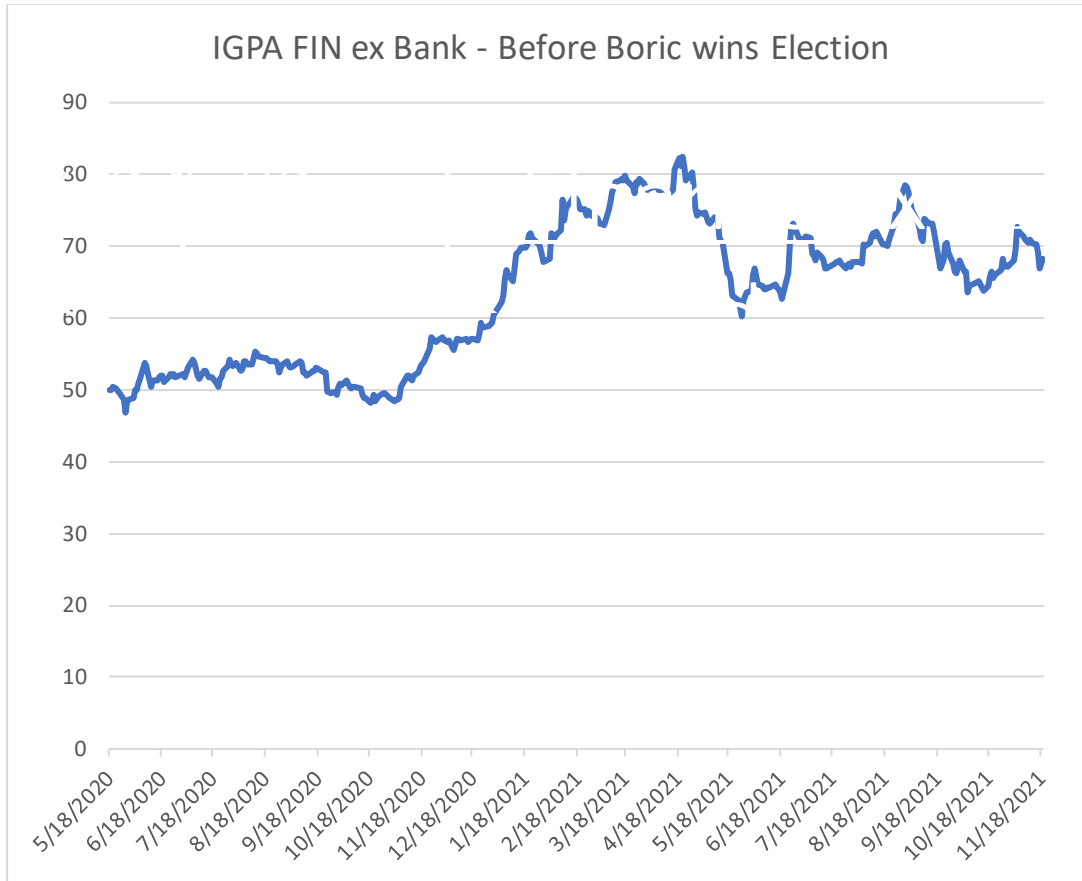
รูปแสดงดัชนีหุ้นชิลี IGPA เซกเตอร์ธนาคารพาณิชย์
ที่มา: Investing.com



LIBERATOR SECURITIES CO., LTD.

Samyang Mitrtown
Room No. 2906 Floor 29 No. 944
Rama 4 Road, Wang Mai Subdistrict,
Pathumwan District Bangkok 10330

W. liberator.co.th
E. info@liberator.co.th
T. +66 . 2 . 028 . 7441



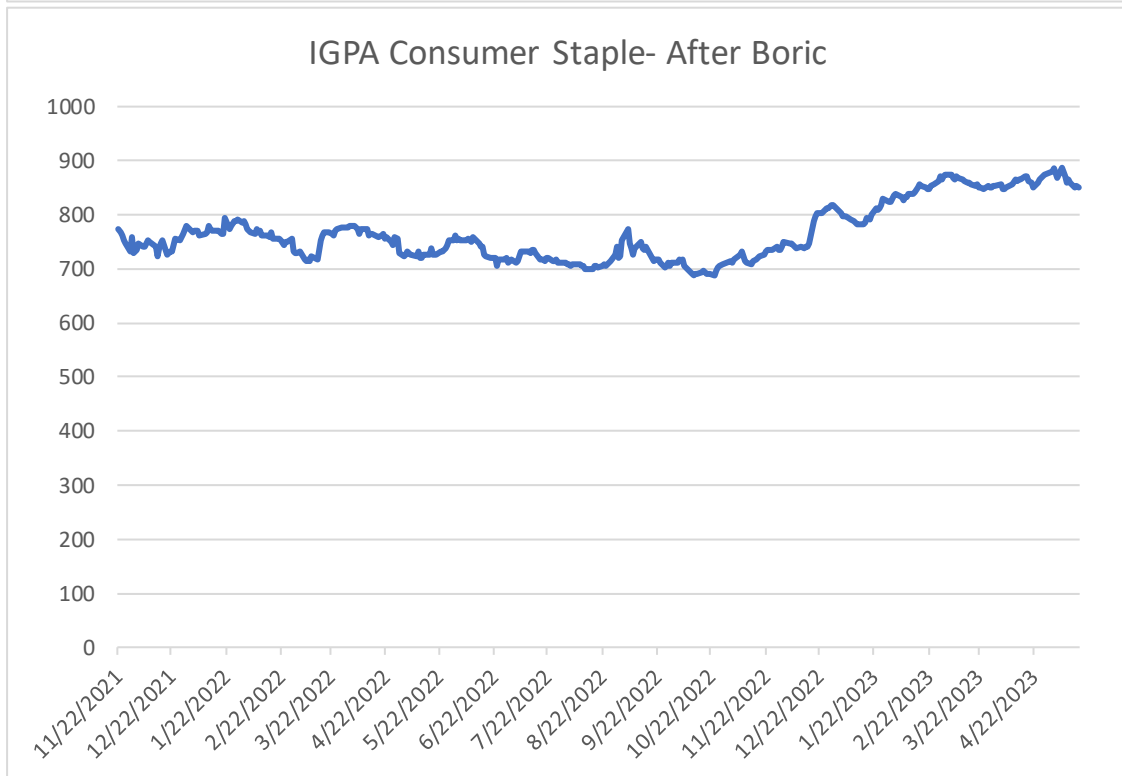
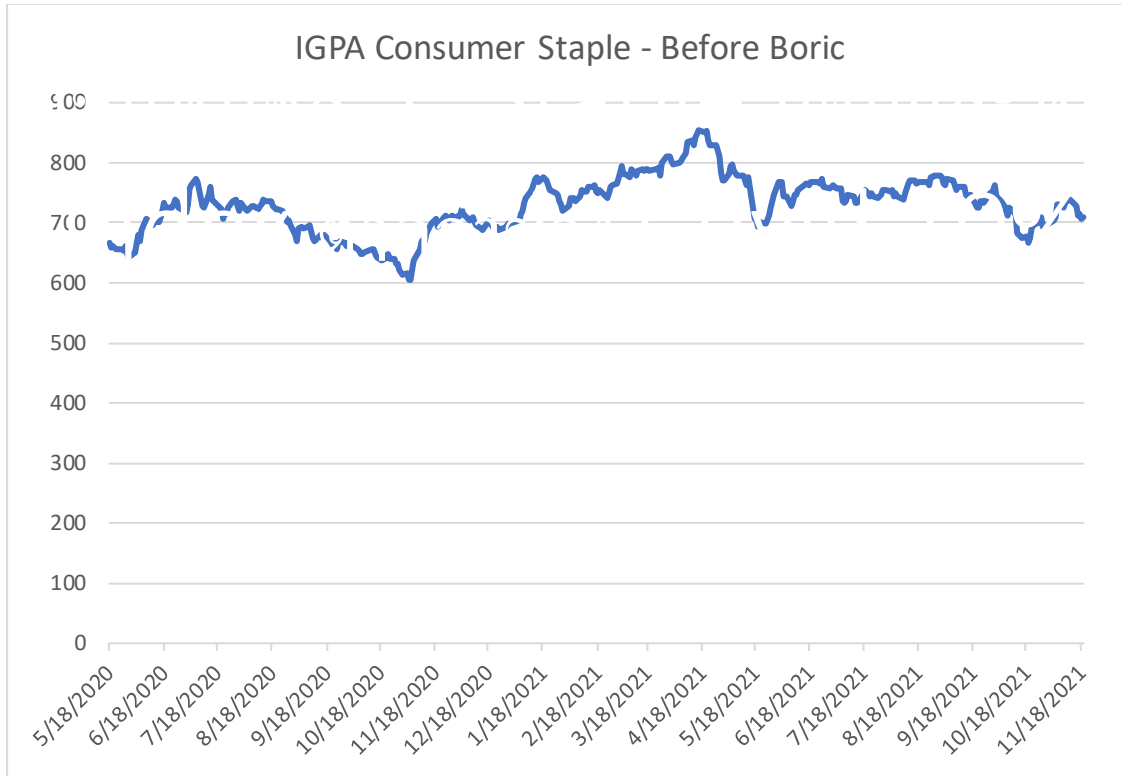
รูปแสดงดัชนีหุ้นชิลี IGPA เซกเตอร์การเงิน
 ที่มา: Investing.com



LIBERATOR SECURITIES CO., LTD.

Samyang Mitrtown
 Room No. 2906 Floor 29 No. 944
 Rama 4 Road, Wang Mai Subdistrict,
 Pathumwan District Bangkok 10330

W. liberator.co.th
 E. info@liberator.co.th
 T. +66 . 2 . 028 . 7441



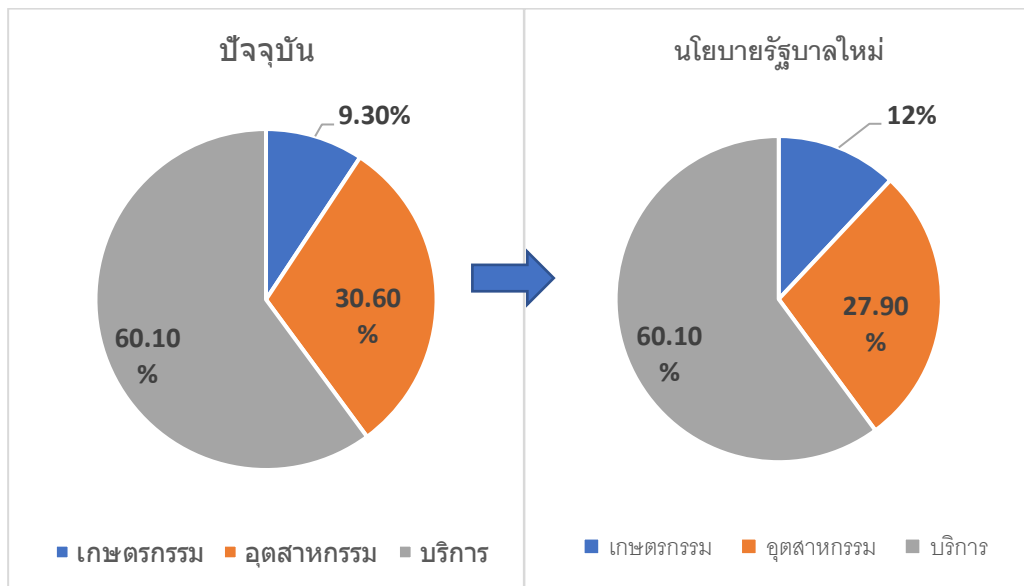
รูปแสดงดัชนีหุ้นซีอี IGPA เซกเตอร์สินค้า Consumer Staple
ที่มา: Investing.com



III. นโยบายเศรษฐกิจที่ว่าที่รัฐบาลก้าวไกล กับโครงสร้างเศรษฐกิจใหม่

- เรามองว่าโครงสร้างเศรษฐกิจแบบใหม่หลังจากรัฐบาลที่เราตั้งสมมติฐานว่าจะมีพรรคก้าวไกลเป็นแกนนำนั้น จะเปลี่ยนไปจากเดิมโดยส่วนหลักมาจากการทำงบประมาณแบบ Zero-Based Budgeting ซึ่งจะกล่าวไว้โดยละเอียดใน Section ที่ 4

ภาพแสดงคาดการณ์องค์ประกอบของจีดีพีไทยตามเซกเตอร์หลัก หลังตั้งรัฐบาลใหม่



ที่มา: Liberator

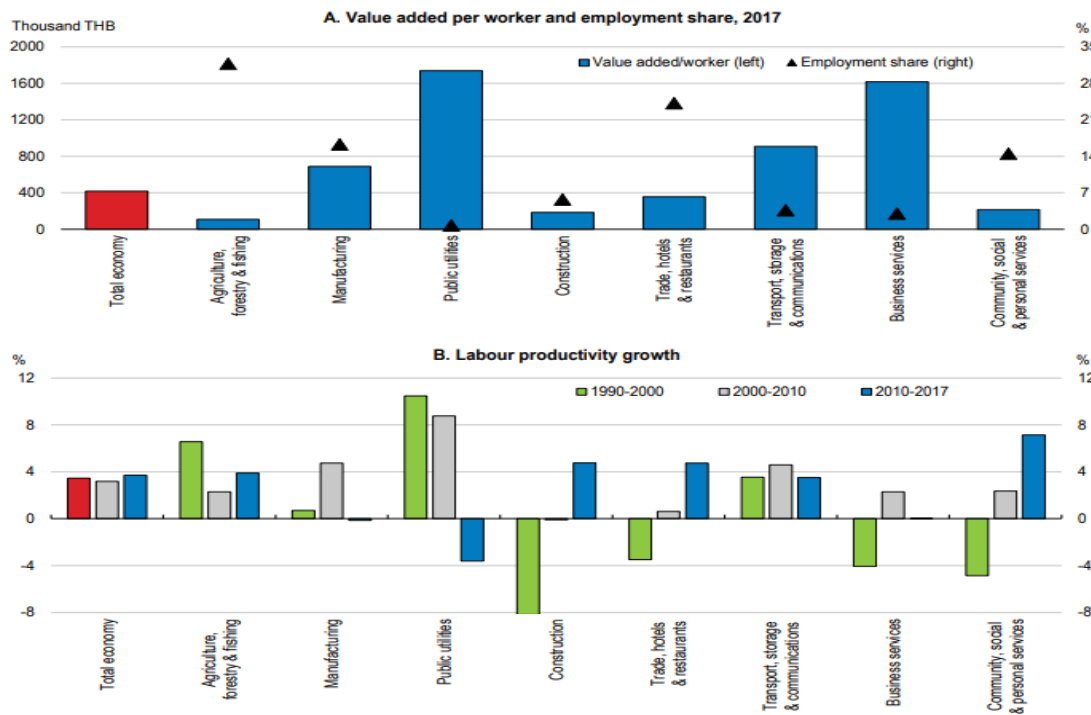
ทั้งนี้ สัดส่วนของเซกเตอร์หลักต่างๆหลังจากที่ว่าที่รัฐบาลภายใต้การนำของพรรคก้าวไกลเข้ามาบริหารตามนโยบายที่เคยหาเสียงไว้ รวมถึงที่ได้กล่าวไว้ใน MOU เรามองว่าจะเปลี่ยนแปลงจากปัจจุบัน โดยเรามองว่าเซกเตอร์เกษตรกรรมจะเพิ่มจากร้อยละ 9.3 ขึ้นมาเป็นร้อยละ 12 ในขณะที่ภาคบริการ น่าจะลดลงจากร้อยละ 30.6 ในปัจจุบัน เหลือร้อยละ 27.9 โดยที่สัดส่วนของเซกเตอร์อุตสาหกรรมน่าจะทรงตัวคงเดิมอยู่ที่ร้อยละ 60.1 เหมือนเดิม

IV. Impact จาก Zero-Based Budgeting ของงบกระทรวงต่างๆต่อจีดีพี?

- ทำไมต้องตั้งงบประมาณแบบ Zero-Based Budgeting สำหรับงบกระทรวงต่างๆ?

เหตุผลหลักที่เรามองว่ามาตรการแบบ Zero-Based Budgeting (ZBB) น่าจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทย เนื่องจากงบประมาณในปีที่ผ่านมา มีการทุ่มงบลงทุนไปในกระทรวงที่เรามองว่าน่าจะส่งผลกระทบต่อจีดีพีไทยไม่สูงมาก โดยมาตรการ ZBB ซึ่งจะไม่ใช้งบประมาณในปีก่อนๆมาเป็นบรรทัดฐานในการจัดสรรงบประมาณในปีปัจจุบัน น่าจะทำการปรับเปลี่ยนโยกงบประมาณไปในเซกเตอร์หรือกระทรวงที่ได้ผลลัพธ์ในรูปของอัตราส่วนระหว่างมูลค่าจีดีพีที่เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับงบประมาณที่ลงทุนไป (Output Multiplier) ที่มีค่ามากหรือสูงขึ้น ดังนี้

Figure 1.25. Productivity is weakening in some sectors, including manufacturing



Source: Asian Productivity Organisation, APO Productivity Database 2019.

รูปแสดงมูลค่าเพิ่มต่อคนงาน สัดส่วนการจ้างงาน และระดับผลิตภาพแรงงาน ของไทย

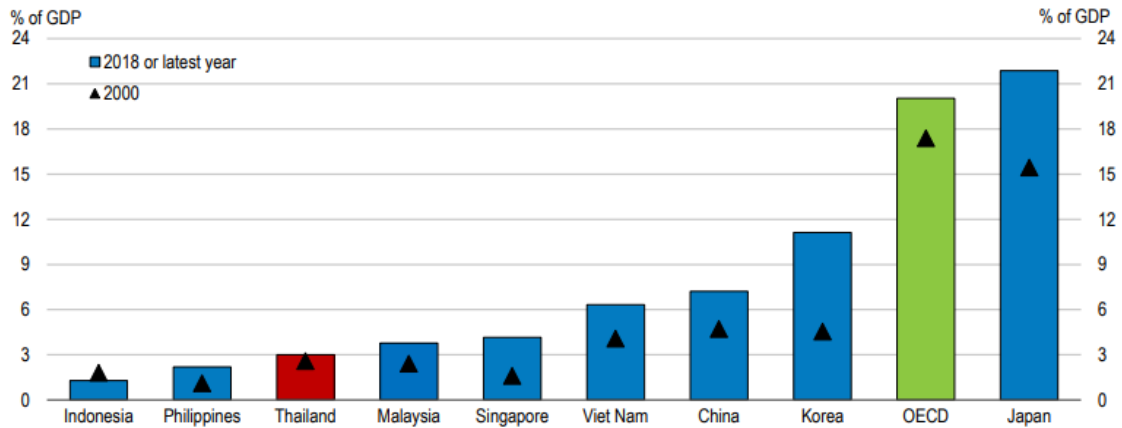
ที่มา: APO

หากพิจารณารูป ในส่วนบน จะพบว่า เซกเตอร์เกษตรกรรม ป่าไม้ และประมง กับ เซกเตอร์บริการชุมชนและสังคม มีอัตราส่วนการจ้างงานที่ค่อนข้างสูง ในขณะที่มูลค่าเพิ่มต่อแรงงานค่อนข้างต่ำ จึงทำให้หากทำการนำงบมาลงทุนในเซกเตอร์เหล่านี้ จะส่งผลให้เกิดมูลค่าจีดีพี



เพิ่มเติมขึ้นมาก่อนข้างมาก นอกจากนี้ หากพิจารณารูป ในส่วนล่าง จะพบว่าระดับผลิตภาพของเซกเตอร์ทั้งสอง เพิ่มขึ้นในช่วง 10 ปีล่าสุด อย่างรวดเร็วเมื่อเทียบกับ 20 ปีก่อน

Figure 1.19. Public social protection expenditure has much room to expand



Source: OECD, Social Expenditure Database; IMF, Government Finance Statistics Database; ILO (2017), The World Social Protection Report 2017-19, Table B.16, <http://www.social-protection.org/gimi/gess/ShowWiki.action?id=594#tabs-3>.

ภาพแสดงการใช้จ่ายภาครัฐด้านสังคมต่อจีดีพีของประเทศในเอเชีย ในปี 2018 หรือปีล่าสุดเทียบกับปี 2000

ที่มา: OECD, Social Expenditure Database, IMF และ ILO

นอกจากนี้ จากรูป ยังพบว่าไทยยังมีมูลค่าการลงทุนด้านการใช้จ่ายภาครัฐด้านสังคมต่อจีดีพีในสัดส่วนค่อนข้างต่ำ เมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆในเอเชีย

โดยหากนำข้อมูลจาก ADB ที่วิเคราะห์ค่า Output Multiplier ของเซกเตอร์ต่างๆในเศรษฐกิจไทย จะแสดงไว้ดังตารางต่อไปนี้

Sector	Output Multiplier	Sector	Output Multiplier	Sector	Output Multiplier
Agri	0.89	Machinery	0.65	Air Transport	0.68
Mining	0.66	Electricals	0.65	Transport Activities	0.83
F&B	0.78	Transport Equipment	0.65	Telco	0.85
Textiles	0.74	Manufacturing	0.68	Finance	0.93
Leather	0.77	Utilities	0.71	Real Estate	0.90
Wood	0.79	Construction	0.58	Business Activities	0.84
Paper	0.87	Sale of Vehicles	0.74	Public Admin	0.90
Refined fuels	0.25	Wholesale Trade	0.87	Education	0.87
Chemicals	0.59	Retail Trade	0.87	Health & Social Work	0.81
Rubber & Plastics	0.79	Hotels & Restaurant	0.86	Personal Services	0.89
Minerals	0.4	Inland Transport	0.78		
Metals	0.5	Water Transport	0.61		

ตารางแสดงค่า Output Multiplier ของเซกเตอร์ต่างๆของไทย ในปี 2021

ที่มา: ADB

ทั้งนี้ เราประเมินว่าสำหรับที่รัฐบาลใหม่ จะลดเบ็ดเงินสำหรับงบลงทุนในกระทรวงกลาโหม และมหาดไทย กระทรวงละ 4 หมื่นล้านบาท แล้วไปเพิ่มงบลงทุนให้กับ กระทรวงเกษตรและสหกรณ์ กระทรวงอุดมศึกษา วิทยาศาสตร์ และนวัตกรรม กระทรวงดิจิทัลเพื่อเศรษฐกิจและสังคม กระทรวงศึกษาธิการ และ กระทรวงสาธารณสุข ตามตารางดังต่อไปนี้

กระทรวง	งบเดิม	งบใหม่	Diff งบ	Multiplier	Output G/L	Sectoral ที่ได้ผลเชิงบวก
งบรายจ่ายลงทุนรวม	664,670				+50,300	
กลาโหม	43,735	3,735	-40,000	0.1	-4,000	
การคลัง	7,128					
การท่องเที่ยวและกีฬา	1,177					
พัฒนาสังคมและความมั่นคงของมนุษย์	1,621					
อุดมศึกษา ว. และนวัตกรรม	30,321	50,321	+20,000	0.87	+17,400	การศึกษา
เกษตรและสหกรณ์	93,377	118,377	+25,000	0.89	+22,250	เกษตรกรรม
คมนาคม	168,746					
ดิจิทัลเพื่อเศรษฐกิจและสังคม	3,462	18,462	+15,000	0.85	+12,750	บริการ
ทรัพยากรธรรมชาติและสิ่งแวดล้อม	14,042					
พลังงาน	711					
มหาดไทย	81,037	41,037	-40,000	0.38	-15,200	
วัฒนธรรม	1,900					
ศึกษาธิการ	15,855	30,855	+15,000	0.87	+13,050	การศึกษา
สาธารณสุข	16,328	21,328	+5,000	0.81	+4,050	

ตารางแสดงงบลงทุน ค่า Output Multiplier และจัดพีที่เพิ่มมาจากงบลงทุน
ที่มา: Government of Thailand และ Liberator

จากตาราง จะพบว่าเนื่องจากกระทรวงกลาโหมและกระทรวงมหาดไทยมี Output Multiplier ต่ำ ในขณะที่กระทรวงเกษตรและสหกรณ์ กระทรวงอุดมศึกษา วิจัย และนวัตกรรม กระทรวงดิจิทัลเพื่อเศรษฐกิจและสังคม กระทรวงศึกษาธิการ และ กระทรวงสาธารณสุข มี Output Multiplier ที่สูงกว่า จึงทำให้เกิดผลดีทำให้มูลค่าจัดพีเพิ่มขึ้น 5.03 หมื่นล้านบาท หรือคิดเป็นร้อยละ 0.3 ต่อปี ของจัดพีไทย

โดยสรุป คำถามที่ว่า Impact จาก Zero-Based Budgeting ของงบกระทรวงต่างๆ? เราได้คำตอบ คือ เพิ่มอัตราการเติบโต GDP ไทย ได้ 0.3% ต่อปี ในปีงบประมาณหน้า

นอกจากนี้ สำหรับด้านการประสานนโยบายการเงินและการคลัง เรายังประเมินว่าแนวโน้มนโยบายรัฐบาลชุดใหม่ น่าจะทำให้นโยบายการคลังผ่อนคลายขึ้น ซึ่งนั่นยังจะส่งผลทำให้โอกาสที่จะขึ้นการขึ้นดอกเบี้ยแบงก์ชาติในครึ่งปีหลังมีโอกาสต่ำลง ส่งผลเชิงบวกต่อตลาดหุ้นไทย

นอกจากนี้ แนวโน้มของสมาชิก กนง. ในอนาคตที่จะได้รับการแต่งตั้งจากที่รัฐบาลชุดใหม่ น่าจะเน้นการจ้างงานและความเท่าเทียมมากขึ้น นั่นคือ กนง. บ้านเรา ในอนาคตมีแนวโน้ม Dovish มากขึ้น

ท้ายสุด CBDC อาจจะมีบทบาทต่อนโยบายการเงินมากขึ้น หากนโยบายรัฐบาลใหม่เน้นการกระจายอำนาจให้กับจังหวัดต่างๆและให้กับท้องถิ่น



คำถามต่อไป คือ ในมุมมอง Valuation นั้น จีดีพีของไทยที่น่าจะเพิ่ม 0.3% จาก Structural Change ของงบภาครัฐแบบ ZBB นี้ คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อค่า P/E มากน้อยเท่าไร?

คำตอบคือ เรามองว่าด้วยจีดีพีที่เติบโตได้ในระดับนี้ ผนวกกับแนวโน้มที่นโยบายการเงินจะผ่อนคลายมากกว่าตึงตัวเนื่องจากนโยบายการคลังที่น่าจะผ่อนคลายลงจากรัฐบาลชุดใหม่ น่าจะส่งผลให้ค่า P/E ของตลาดหุ้นไทยเพิ่มจาก 15.46 เท่า ในตอนนี้ เป็น 16.4 เท่า ในปีหน้า ซึ่งเป็นค่า P/E ในช่วงนักท่องเที่ยวต่างชาติเริ่มเข้ามาบ้านเราเรื่อยๆเมื่อตอนประมาณช่วงครึ่งหลังของปีที่แล้ว

V. นโยบายการถ่ายโอนผูกขาด กับผลกระทบต่อกำไรสุทธิของบริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลกระทบต่อกำไรสุทธิของหุ้น SET50 บางตัว ที่เรามองว่าน่าจะเข้าข่ายว่าออกแนวผูกขาด ตามความหมายจาก MOU ของ 5 พรร่วม

ในการประมาณการปริมาณเงินที่น่าจะได้รับผลกระทบจากการถ่ายโอนผูกขาดตามนิยามของ MOU จากว่าที่พรร่วมรัฐบาลที่ได้ลงนามในช่วงที่ผ่านมา เราได้ทำการ Stress Test ต่อความหมายของการถ่ายโอนผูกขาดจาก MOU ของว่าที่พรร่วม โดยเรากำหนด Scenario ที่เลวร้ายที่สุด (Worst Case Scenario) ของคำว่าผูกขาดในความหมายของ MOU ไว้โดยแบ่งเป็น 3 กลุ่ม ดังนี้

กลุ่มแรก คือ กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีการผูกขาดแบบผู้เล่นหนึ่งราย (Monopoly) และอุตสาหกรรมที่มีการผูกขาดแบบผู้เล่นน้อยราย (Oligopoly) โดยอุตสาหกรรมเหล่านี้ถือเป็นลักษณะที่มีการผูกขาดแบบโดยธรรมชาติอยู่แล้ว (Natural Monopoly) ยกตัวอย่างเช่น สนามบินในเมืองหลวงหรือเมืองใหญ่ของประเทศ โดยหลักของการคุมค่าในการใช้ทรัพยากรธรรมชาติ อุตสาหกรรมนี้ควรมีผู้เล่นเพียงหนึ่งรายเพื่อให้การใช้ทรัพยากรธรรมชาติที่มีอยู่จำกัดให้มีประสิทธิภาพอย่างเต็มที่ อย่างไรก็ตาม ธรรมชาติของผูกขาดตามนิยามของ MOU น่าจะหมายความว่าสัญญาที่เป็นการ Charge ผลประโยชน์ระหว่างบริษัทที่จัดการสร้างและดูแลสนามบินกับหน่วยงานอื่นๆ รวมถึงสัญญาระหว่างรัฐบาลที่ทำกับบริษัทที่จัดการสร้างและดูแลสนามบินว่าควรต้องมีความเป็นธรรมต่อทุกฝ่าย นอกจากนี้ ยังหมายรวมถึงอุตสาหกรรมพลังงาน ที่มีบริษัทพลังงานแห่งชาติเพียงหนึ่งเดียว อยู่ในอุตสาหกรรมว่าได้สร้างมูลค่าเพิ่มให้กับประเทศอย่างเต็มที่แล้วหรือยัง

สำหรับอุตสาหกรรมที่มีการผูกขาดแบบผู้เล่นน้อยรายนั้น อาทิ อุตสาหกรรมโทรคมนาคมที่ในปัจจุบัน มีผู้เล่นในตลาดเหลือเพียง 2 รายเท่านั้น ความหมายของกุนผูกขาดใน MOU น่าจะหมายถึงว่าควรจะมีผู้เล่นรายใหม่ๆเพิ่มเติมเข้ามาในอุตสาหกรรมเพื่อให้มีการแข่งขันที่เพิ่มมากขึ้น

กลุ่มที่สอง คือ กลุ่มที่มีส่วนแบ่งการตลาดในอุตสาหกรรมสูงเกินระดับใดระดับหนึ่ง ซึ่งหลายฝ่ายมองว่าสูงเกินไปจนกระทั่งน่าจะทำให้สภาพการแข่งขันในตลาดไม่ได้มีความเท่าเทียมระหว่างกันสำหรับผู้เล่นต่างๆ (Level Playing Field) โดยในระหว่างการกล่าวถึงเนื้อหาต่างๆใน MOU ในช่วงของเนื้อหาด้านเศรษฐกิจ ได้มีการกล่าวถึงอุตสาหกรรมค้าปลีกไว้ว่าน่าจะเข้าข่ายในหมวดนี้

กลุ่มที่สาม คือ กลุ่มที่มีการประเมินว่าสัญญาที่ได้กระทำระหว่างกันเพื่อให้และรับบริการต่างๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งธุรกิจที่มีมูลค่าสูง อาทิ โรงไฟฟ้า ความเป็นธรรมหรือไม่อย่างไร โดยเฉพาะอย่างยิ่งในมิติของความเป็นธรรมที่มีต่อระดับราคาที่จะส่งผ่านในการเป็นภาระต่อประชาชนหากอยู่ในอัตราที่สูงจนเกินไป ดังนี้

หลักทรัพย์	% Discount	EPS	EPS Change	No. of Share	Earning Impact	Market Cap	%MCap Weight to SET
ADVANC	-15%	9.61	-1.4415	2,973,554,313	(4,286.38)	630,488	3.3%
AOT	-10%	0.79	-0.079	14,285,700,000	(1,128.57)	1,014,284	5.4%
BEM	-10%	0.24	-0.024	15,285,000,000	(366.84)	135,273	0.7%
BGRIM	-10%	0.9	-0.09	2,606,900,000	(234.62)	105,579	0.6%
CPALL	-25%	1.95	-0.4875	8,983,101,348	(4,379.26)	556,946	3.0%
EA	-10%	2.3	-0.23	3,730,000,000	(857.90)	247,112	1.3%
EGCO	-10%	20.02	-2.002	526,465,000	(1,053.98)	76,600	0.4%
GPSC	-15%	2.05	-0.3075	2,819,729,000	(867.07)	169,889	0.9%
GULF	-20%	1.32	-0.264	11,733,150,000	(3,097.55)	572,000	3.0%
INTUCH	-15%	3.58	-0.537	3,207,000,000	(1,722.16)	232,485	1.2%
OR	-15%	1.05	-0.1575	12,000,000,000	(1,890.00)	254,400	1.4%
PTT	-20%	3.57	-0.714	28,563,000,000	(20,393.98)	906,875	4.8%
SAWAD	-10%	3.68	-0.368	1,373,153,000	(505.32)	74,494	0.4%
TIDLOR	-10%	1.36	-0.136	2,809,503,000	(382.09)	71,642	0.4%
					(41,165.73)		18,835,000

โดย Worst-Case Scenario ของการทำ Stress Test นี้ เราจะแบ่งการ discount มูลค่ากำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) ของหุ้นที่เราประเมินจากมุมมองของเราว่า น่าจะอยู่ในกลุ่มกุนผูกขาดที่แบ่งออกได้เป็น 3 ระดับ ได้แก่

1. ระดับรุนแรงมาก ได้แก่ อุตสาหกรรมค้าปลีก และ บริษัทพลังงานแห่งชาติ โดยจะทำการ discount มูลค่ากำไรสุทธิต่อหุ้นลดลง 25% และ 20% ตามลำดับ



- ระดับรุนแรงปานกลาง ได้แก่ กลุ่มโทรคมนาคม กลุ่มโรงไฟฟ้าบางแห่ง และกลุ่มพลังงานแบบเน้นธุรกิจสถาบันบริการ โดยจะทำการ discount มูลค่าทำไรสุทธิต่อหุ้นลดลง 15%
- ระดับรุนแรงระดับค่อนข้างน้อย ได้แก่ กลุ่มโรงไฟฟ้าบางแห่ง และกลุ่มการเงิน โดยจะทำการ discount มูลค่าทำไรสุทธิต่อหุ้นลดลง 10%

จากการวิเคราะห์ดังกล่าว จะพบว่า Stress Test ตามนิยามทุนผูกขาดดังกล่าว จะลดกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์ลงประมาณ 4.1 หมื่นล้านบาท หรือคิดเป็นร้อยละ 4.1 ของมูลค่าทำไรสุทธิทั้งหมดของตลาด

ทั้งนี้ โดยสรุป จากผลของ EPS ที่น่าจะลดลงจากหุ้นที่อาจจะเข้านิยามทุนผูกขาด ตามการทำ Stress test ดังกล่าว เราประเมินว่า กำไรสุทธิ (Earning) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ น่าจะลดลง 4% แต่ได้ GDP เพิ่ม 0.3% จากนโยบายฯ ช่วยไว้ ประมาณ 1-2% จึงประเมินว่า EPS น่าจะอยู่ที่ประมาณ 95-96 จากระดับ 98

นั่นคือ สรุปเป่าตลาดหุ้นไทยระยะเวลา 1 ปี หลังรัฐบาลชุดใหม่ เมื่อเราทำการ Stress Test โดยเพื่อ Factor ความกลัว Monopoly-Bust Policy? (จาก P/E & EPS ใหม่) จะได้

- P/E = 16.45
- EPS = 96
- SET Target (ภายใต้ที่ว่าที่รัฐบาลชุดใหม่) = 1,580