

# จดหมายแจ้งผู้อ่าน

---

SCBS



## เรียน ผู้อ่าน:

รายงานเศรษฐกิจที่ได้จัดส่งมาพร้อมกับจดหมายฉบับนี้เป็นรายงานที่จัดทำขึ้นโดยศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจของธนาคารไทยพาณิชย์ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) ได้รับอนุญาตจากธนาคารไทยพาณิชย์ให้เผยแพร่รายงานฉบับนี้แก่ลูกค้าของบริษัท ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด ได้พิจารณาตุรายงานฉบับนี้แล้ว และเห็นด้วยกับเนื้อหาของรายงาน

SCBS เผยแพร่รายงานเศรษฐกิจฉบับนี้ในนามของบริษัทเพื่อเป็นการเผยแพร่ข้อมูลเป็นการทั่วไปเท่านั้น

บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด

## ผลกระทบของภาคอสังหาริมทรัพย์ จีนที่หดตัว และวิกฤตพลังงานในจีน ต่อแนวโน้มเศรษฐกิจและตลาดการเงินจีน รวมถึงภูมิภาค EM-Asia

11 ตุลาคม 2021



### Key summary

- ตลาดอสังหาริมทรัพย์ของจีนขยายตัวอย่างร้อนแรงในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา ส่วนหนึ่งจากการก่อหนี้เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยสัดส่วนหนี้สินรวม (total liabilities) ของภาคอสังหาริมทรัพย์ จีน เพิ่มขึ้นจาก 12.5 ล้านล้านหยวน ในปี 2009 เป็น 85.7 ล้านล้านหยวน ในปี 2020 ทำให้ทางการจีนต้องออกมาตรการเพื่อควบคุมการก่อหนี้ และลดความร้อนแรงของราคาอสังหาริมทรัพย์ ผ่านการดำเนินนโยบาย “สามเส้นแดง” หรือ “Three Red Lines” และมาตรการจำกัดการปล่อยสินเชื่อภาคอสังหาริมทรัพย์
- นโยบายของภาครัฐที่เข้มงวดขึ้น ส่งผลให้การปล่อยสินเชื่อแก่ภาคอสังหาริมทรัพย์ ในปี 2021 ปรับชะลอลง อีกทั้ง ยังเป็นแรงกดดันให้ผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ ต้องปรับโครงสร้างหนี้เดิมเพื่อให้เข้าเกณฑ์ของภาครัฐ ผ่านการเร่งขายที่ดินในราคาต่ำกว่าตลาด หรือหยุดการดำเนินโครงการอสังหาริมทรัพย์ บางโครงการเพื่อรักษาสภาพคล่องของบริษัท ส่งผลให้ยอดขายและรายได้ของบริษัทลดลง ก่อปรกอบสถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 กดดันการขยายตัวของยอดขายภาคอสังหาริมทรัพย์ ในช่วงที่ผ่านมา จึงทำให้ฐานะทางการเงินของบริษัทอสังหาริมทรัพย์ อ่อนแอลง และบริษัทที่ได้รับผลกระทบรุนแรงจากวิกฤตนี้คือ Evergrande
- Evergrande มีหนี้สินรวม (Total liabilities) สูงถึง 2 ล้านล้านหยวน (3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ) หรือคิดเป็น 2% ของ GDP ของจีน และมีสัดส่วนหนี้ระยะสั้นในอัตราที่สูงกว่าบริษัทอื่น ๆ ส่งผลให้บริษัทเผชิญภาวะตั้งตัวทางการเงินจากการดำเนินนโยบายที่เข้มงวดของภาครัฐ อีกทั้ง ในช่วงที่ผ่านมาบริษัทหันไปลงทุนในธุรกิจ EV ทำให้สภาพคล่องบริษัทเหลือน้อย โดยเมื่อเดือนกันยายนที่ผ่านมา Fitch, S&P, Chengxin (CCXI) ได้ปรับลด credit rating ของ Evergrande ลง เป็น CC, CC และ A ตามลำดับ จากความเสี่ยงในการพินิจชำระหนี้ที่เพิ่มสูงขึ้น และเนื่องจาก Evergrande เป็นบริษัทใหญ่และมีความเกี่ยวข้องกับหลายธุรกิจ จึงทำให้ตลาดเกิดความกังวลต่อผลกระทบที่อาจลุกลามรุนแรงได้
- ตลาดอสังหาริมทรัพย์จีนที่มีแนวโน้มหดตัว ส่งผลให้เศรษฐกิจจีนอาจขยายตัวชะลอลงในระยะสั้น (คาดว่าผลกระทบต่อ GDP ในปี 2022 ราว 1.4 ppt) โดยช่องทางผลกระทบประกอบด้วย 1) กิจกรรมการก่อสร้างที่ลดลง

จากความสามารถในการก่อหนี้ และจำนวนที่อยู่อาศัยสร้างใหม่ (Housing starts) ที่ลดลง 2) ยอดขายที่ดินที่ลดลง ส่งผลกระทบต่อรายได้ การใช้จ่าย และความสามารถในการกู้ยืมของรัฐบาลท้องถิ่น และ 3) wealth effect จากราคาสังหารที่ลดลง กระทบต่อระดับการบริโภคของภาคเอกชน

- อย่างไรก็ตาม ในระยะต่อไปคาดว่าสถานการณ์น่าจะสามารถบริหารจัดการได้ และจะไม่ลุกลามจนเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน เนื่องจาก 1) มาตรฐานการปล่อยสินเชื่อภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีนมีความเข้มงวดอยู่แล้ว 2) การกู้ยืมของ Evergrande ผ่านธนาคารพาณิชย์มีสัดส่วนเพียง 0.22% ของเงินกู้ทั้งระบบธนาคารพาณิชย์จีน 3) สถาบันการเงินจีนแข็งแกร่ง จากกระบวนการลดภาระหนี้สินในระบบ (Deleverage) ในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา
- นอกจากนี้ EIC คาดว่า รัฐบาลจีนมีแนวโน้มเข้ามาช่วยเหลือระบบเศรษฐกิจในภาคส่วนอื่นไม่ให้เกิดผลกระทบเป็นวงกว้าง แม้ว่าจะไม่ได้เข้าช่วยเหลือบริษัทในภาคอสังหาริมทรัพย์โดยตรง โดยรัฐบาลน่าจะให้ความสำคัญกับผู้ซื้อบ้านและระบบสถาบันการเงินมากกว่าภาคส่วนอื่น ๆ เพื่อช่วยลดผลกระทบที่จะเกิดขึ้นต่อผู้ซื้อบ้านและหลีกเลี่ยง "ความเสี่ยงเชิงระบบ" ในตลาดการเงิน
- สำหรับผลกระทบต่อตลาดการเงินโลกน่าจะมีจำกัด เนื่องจาก Evergrande มีหนี้คงค้างในตลาด offshore<sup>1</sup> ไม่มากนัก ส่วนผลกระทบต่อตลาดการเงินไทยก็จำกัดเช่นกัน จากการลงทุนใน China HY Property ที่มีสัดส่วนน้อยเมื่อเทียบกับการลงทุนทั้งหมดของแต่ละกองทุน
- นอกจากนี้ ภาคก่อสร้างจีนที่ได้รับผลกระทบจากกรณี Evergrande อาจส่งผลกระทบต่อสินค้าส่งออกไทยบางอุตสาหกรรม ได้แก่ สินค้าประเภทไม้ (wood) ที่พบว่าพึ่งพาภาคก่อสร้างจีนมาก และมีตลาดจีนเป็นตลาดส่งออกหลัก จะได้รับผลกระทบมากที่สุด ส่วนอุตสาหกรรมแร่โลหะ (Non-metallic Mineral) ที่พึ่งพาภาคก่อสร้างจีนมาก แต่ไม่ได้มีจีนเป็นตลาดส่งออกหลัก จะได้รับผลกระทบรองลงมา
- นอกเหนือจากแรงกดดันจากภาคอสังหาริมทรัพย์แล้ว มาตรการภาครัฐที่ควบคุมการใช้พลังงานอย่างเข้มงวดก็เพิ่มแรงกดดันต่อการใช้พลังงานในหลายพื้นที่ทั่วประเทศ และส่งผลให้บางอุตสาหกรรมต้องลดกำลังการผลิตลง ซึ่งจะเป็นอีกปัจจัยกดดันการเติบโตของจีนในครึ่งปีหลัง โดยการลดระดับการใช้พลังงานเกิดจากสาเหตุหลัก 2 ประการ ได้แก่ 1) การบังคับใช้กฎระเบียบด้านสิ่งแวดล้อมในการควบคุมการใช้พลังงานเพื่อบรรลุเป้าหมายควบคุมปริมาณการปล่อยคาร์บอนของประเทศภายในปี 2030 และ 2) ความพยายามที่จะลดการปล่อยมลพิษที่เกี่ยวข้องกับการใช้ถ่านหิน ส่งผลให้อุปทานของถ่านหินไม่เพียงพอต่ออุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น ทำให้ราคาพลังงานไฟฟ้าสูงขึ้น บริษัทจึงต้องลดการบริโภคพลังงานลง
- สำหรับผลกระทบระยะสั้นของมาตรการสิ่งแวดล้อมที่เข้มงวดนี้ คาดว่า จะส่งผลกระทบต่อการใช้พลังงานของเศรษฐกิจจีนตั้งแต่ไตรมาสที่ 3 ปีนี้ ต่อเนื่องถึงครึ่งแรกของปีหน้า โดยคาดว่าอุตสาหกรรมจีนที่ได้รับผลกระทบมากที่สุด คือ อุตสาหกรรมที่พึ่งพาการใช้พลังงานไฟฟ้าในกระบวนการผลิตสูง เช่น โลหะเหล็ก โลหะที่ไม่ใช่เหล็ก และแร่โลหะ
- โดยสรุป เศรษฐกิจจีนได้รับผลกระทบจากทั้งการหดตัวของภาคอสังหาริมทรัพย์ และการขาดแคลนพลังงาน ซึ่งส่งผลกระทบต่ออุปทานของสินค้าในบางอุตสาหกรรม จึงทำให้แนวโน้มการขยายตัวของเศรษฐกิจจะลดลงกว่าที่เคยคาดไว้ ทำให้ EIC ปรับคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจจีนในปี 2021 เหลือ 8.0% (จากการคาดการณ์ก่อนหน้านี้ที่ 8.4%) และในปี 2022 ลดลงมาอยู่ที่ราว 5.3-5.5%

<sup>1</sup> Offshore ในที่นี้หมายถึง ตลาดต่างประเทศ หรือ บริษัทที่อยู่นอกจีน

## 1. กว้างตลาดอสังหาริมทรัพย์ของจีน และมาตรการควบคุมของรัฐ

### ตลาดอสังหาริมทรัพย์ของจีน เติบโตอย่างรวดเร็วในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา ส่งผลให้มีการก่อหนี้เพิ่มขึ้นอย่าง

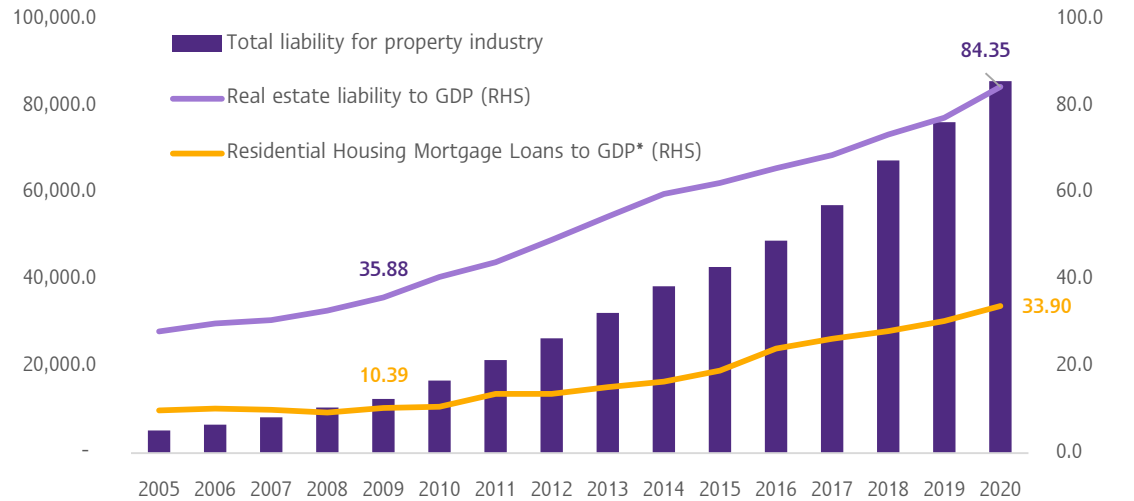
**รวดเร็ว** สะท้อนจากสัดส่วนหนี้สินรวม (total liabilities) ของภาคอสังหาริมทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นจาก 12.5 ล้านล้านหยวน ในปี 2009 เป็น 85.7 ล้านล้านหยวน ในปี 2020 อีกทั้ง ยอดสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยของภาคครัวเรือน (Residential mortgage loans) ก็เพิ่มขึ้นเร็วจาก 10% ต่อ GDP ในช่วงก่อนวิกฤตการณ์การเงินโลก (Global Financial Crisis: GFC) เป็นประมาณ 33% ต่อ GDP ในปี 2020 (รูปที่ 1)

### รูปที่ 1 : การก่อหนี้ของภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีนเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา

#### สัดส่วนภาระหนี้ของภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีน

หน่วย : พันล้านหยวน

หน่วย: % of China's GDP



หมายเหตุ : ข้อมูล Residential Housing Mortgage Loan ปี 2009, 2010 ไม่มีพื้นฐานข้อมูล CEIC จึงใช้ข้อมูลประมาณการณ  
ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ CEIC

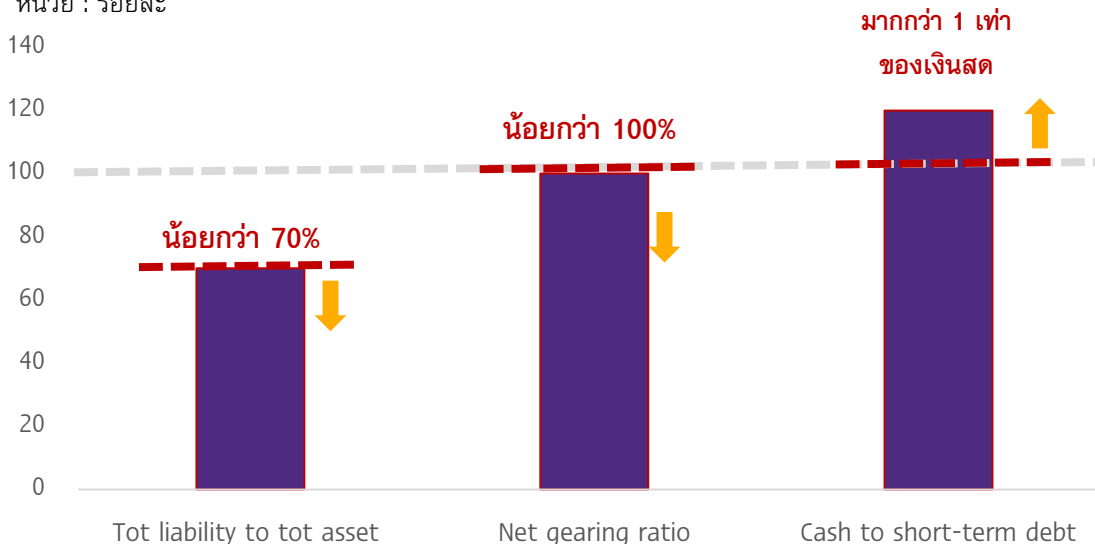
### เพื่อชะลอความร้อนแรงของภาคอสังหาริมทรัพย์ทางการจีนจึงได้ดำเนินมาตรการที่เข้มงวดเพื่อควบคุมการก่อหนี้และลดความร้อนแรงของภาคอสังหาริมทรัพย์ โดยมาตรการประกอบด้วย

- นโยบาย “สามเส้นแดง” หรือ “Three Red Lines” Policy (รูปที่ 2) ประกาศใช้เมื่อเดือนสิงหาคม 2020 โดยเป็นการกำหนดหลักเกณฑ์โครงสร้างทางการเงินสำหรับบริษัทอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 3 เกณฑ์ ได้แก่
  1. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Total liability-to-total asset ratio) ไม่รวม advance receipts ต้องน้อยกว่า 70%
  2. อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Net gearing ratio) ต้องน้อยกว่า 100%
  3. อัตราส่วนเงินสดต่อหนี้ระยะสั้น (Cash-to-short-term debt ratio) ต้องมากกว่า 1 เท่าของเงินสด

## รูปที่ 2 : นโยบายสามเส้นแดงเป็นการกำหนดหลักเกณฑ์โครงสร้างทางการเงินสำหรับบริษัทอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 3 เกณฑ์

### หลักเกณฑ์ทางการเงินสำหรับบริษัทอสังหาริมทรัพย์ของจีน (Three Red Lines)

หน่วย : ร้อยละ



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ People's Bank of China

- มาตรการจำกัดสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัย (Residential mortgages loan) และภาคอสังหาริมทรัพย์ (overall property loans) ต่อการปล่อยสินเชื่อทั้งหมดของแต่ละธนาคาร (ตารางที่ 1) ประกาศใช้เมื่อเดือนมกราคม 2021 ซึ่งมาตรการนี้ส่งผลโดยตรงต่อความสามารถในการปล่อยสินเชื่อใหม่ของภาคอสังหาริมทรัพย์

## ตารางที่ 1 : รัฐบาลออกข้อจำกัดสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อภาคอสังหาริมทรัพย์ เพื่อควบคุมการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว

### ข้อจำกัดสัดส่วนการปล่อยสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ (Limits on Property Loans, % of all loans)

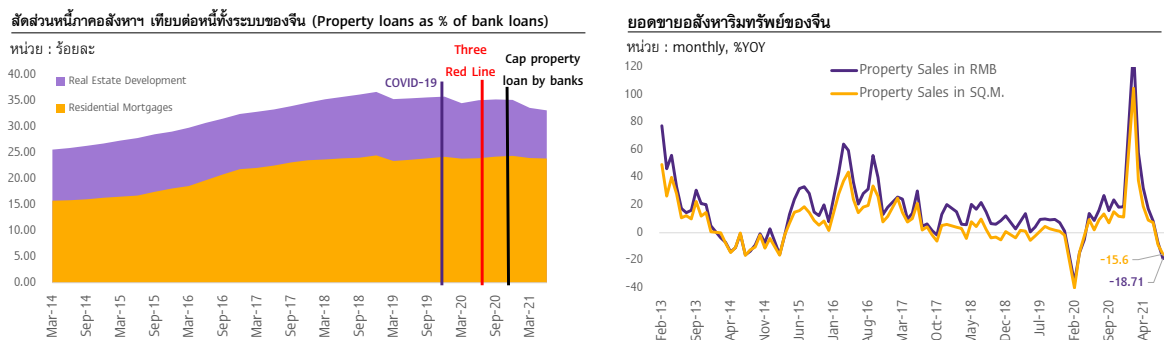
หน่วย : ร้อยละของการปล่อยสินเชื่อทั้งหมด

ประเภทของธนาคาร	Limit on mortgage	Limit on overall property loans
Large commercial banks & China Development Bank	32.5	40.0
Joint-stock banks & other policy banks	20.0	27.5
City commercial banks & major rural banks	17.5	22.5
County-level banks	12.5	17.5
Village banks	7.5	12.5

ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ People's Bank of China

**นโยบายของภาครัฐที่เข้มงวดขึ้นกดดันเสถียรภาพของภาคอสังหาฯ** โดยมาตรการจำกัดสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อภาคอสังหาฯ ส่งผลให้ธนาคารส่วนใหญ่ไม่เหลือ หรือเหลือพื้นที่เพียงเล็กน้อยในการปล่อยสินเชื่อใหม่ให้ภาคอสังหาฯ สะท้อนจากการขยายตัวของสินเชื่อภาคอสังหาฯ ที่ปรับชะลอตัวลงหลังจากที่มาตรการถูกบังคับใช้ (รูปที่ 3 ซ้าย) กอปรกับบริษัทยังต้องดำเนินการปรับโครงสร้างหนี้เดิมเพื่อให้เข้าเกณฑ์ Three Red Lines ของภาครัฐ เช่น ยุติการดำเนินโครงการบางโครงการ หรือการเร่งขายที่ดินออกมาในราคาต่ำกว่าราคาของตลาดเพื่อรักษาสภาพคล่อง เป็นต้น อีกทั้ง สถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 ในปี 2020 ยังส่งผลต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจโดยรวม ซึ่งเป็นอีกปัจจัยกดดันยอดขายและรายได้ของภาคอสังหาฯ ให้ปรับลดลง (รูปที่ 3 ขวา) ปัจจัยข้างต้นส่งผลให้ฐานะทางการเงินของบางบริษัทอสังหาฯ อยู่ในภาวะอ่อนแอและมีเสถียรภาพทางการเงินที่เปราะบาง โดยบริษัทที่ได้รับผลกระทบรุนแรงในวิกฤตนี้คือ Evergrande ซึ่งมีความเสี่ยงที่จะผิดนัดชำระหนี้สูง

### รูปที่ 3 : การขยายตัวของสินเชื่อภาคอสังหาฯ และยอดขายของภาคอสังหาฯ ปรับชะลอลงหลังมาตรการควบคุมบังคับใช้



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ CEIC

## 2. Evergrande กับวิกฤตหนี้ครั้งใหญ่ และแนวทางการเข้าช่วยเหลือของรัฐบาล

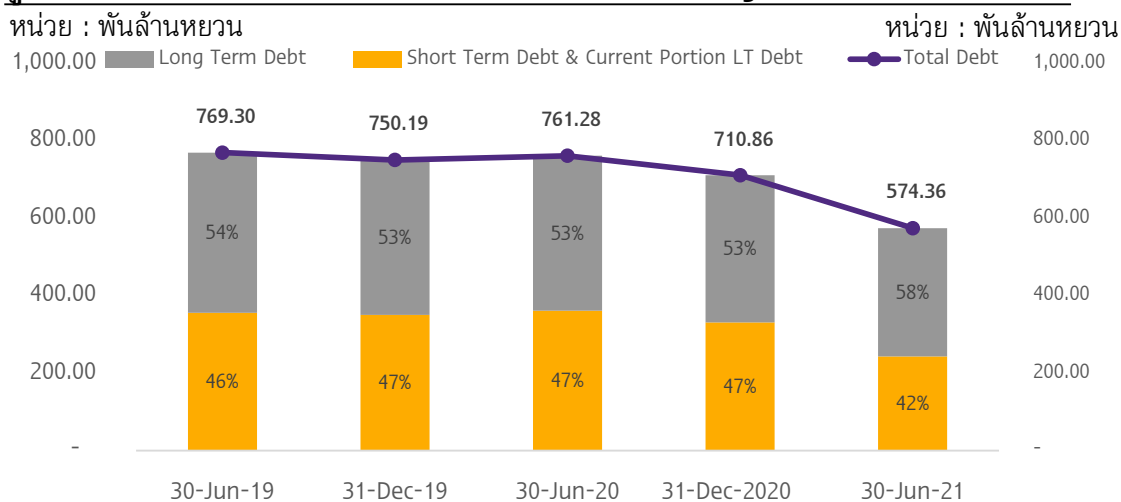
**Evergrande เป็นบริษัทใหญ่ และมีความเกี่ยวเนื่องกับหลายธุรกิจ** โดย Evergrande เป็นบริษัทอสังหาฯ รายใหญ่อันดับ 2 ของจีน มีหนี้สินรวม (Total liabilities) สูงถึง 2 ล้านล้านหยวน (3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ) หรือคิดเป็น 2% ของผลิตภัณฑ์มวลรวมของจีน และมีส่วนแบ่งตลาดอยู่ที่ 4% ของยอดขายอสังหาริมทรัพย์ทั้งหมดของจีน โดย Evergrande มีบริษัทลูก (นับรวมทั้งการลงทุนโดยบริษัทแม่ทั้งหมด (Wholly Owned) และการลงทุนโดยบริษัทแม่บางส่วน (non-Wholly Owned)) จำนวนมากถึง 2,000 บริษัทที่อยู่ในจีน (onshore) และอีกกว่า 200 บริษัทที่อยู่นอกจีน (offshore) อีกทั้ง มีพนักงานรวมกันทั้งสิ้นกว่า 4 ล้านคน แบ่งเป็นลูกจ้างประจำ 123,000 คน และลูกจ้างสัญญา (contractors) ประมาณ 3.8 ล้านคน

**มาตรการภาครัฐที่เข้มงวด ประกอบกับปริมาณหนี้สินของ Evergrande ที่สูงและส่วนใหญ่เป็นหนี้ระยะสั้น ทำให้บริษัทเผชิญปัญหาขาดสภาพคล่องรุนแรง** โดย Evergrande มียอดหนี้ค้าง (Outstanding Debts) ในครั้งแรกของปี 2021 ประมาณ 5.74 แสนล้านหยวน โดยในจำนวนดังกล่าวเป็นการกู้ยืมเงินระยะสั้นสูงถึง 42% (รูปที่ 4) เนื่องด้วยต้นทุนการกู้ยืมที่ต่ำกว่าการกู้ยืมระยะยาว กอปรกับการที่บริษัทต้องเร่งการดำเนินการปรับโครงสร้างทางการเงินอื่น ๆ ให้เข้าเกณฑ์ Three Red Lines เช่น การหยุดดำเนินโครงการและการเร่งขายที่ดินออกมาในราคาต่ำกว่า 70% ของราคาตลาด เพื่อรักษาสภาพคล่อง (เงินสด) เป็นต้น ส่งผลต่อยอดขายและรายได้ของบริษัทให้ปรับตัวลดลง อีกทั้ง Evergrande ได้มีการลงทุนในธุรกิจอื่นเพิ่มเติม เช่น ธุรกิจ EV ทำให้ใช้เงินทุนมหาศาล ก็เป็นอีกปัจจัยกดดันสภาพคล่องของบริษัทให้เหลือน้อย ปัจจัยข้างต้นส่งผลให้สภาพคล่องของบริษัทตึงตัว ส่งผล

ต่อเสถียรภาพของบริษัท นอกจากนี้ การที่ Evergrande มีความเกี่ยวข้องกับหลายธุรกิจ จึงทำให้เกิดความกังวลต่อผลกระทบที่อาจลุกลามรุนแรง

#### รูปที่ 4 : การพึ่งพาการกู้ยืมเงินระยะสั้นของ Evergrande ในปัจจุบันมีสัดส่วนสูงถึง 42%

##### มูลค่าหนี้ระยะสั้นและหนี้ระยะยาวของเอเวอร์แกรนด์ (Evergrande)



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ CEIC

#### ความเสี่ยงในการชำระหนี้ของ Evergrande ที่สูงขึ้น ส่งผลให้สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือปรับ

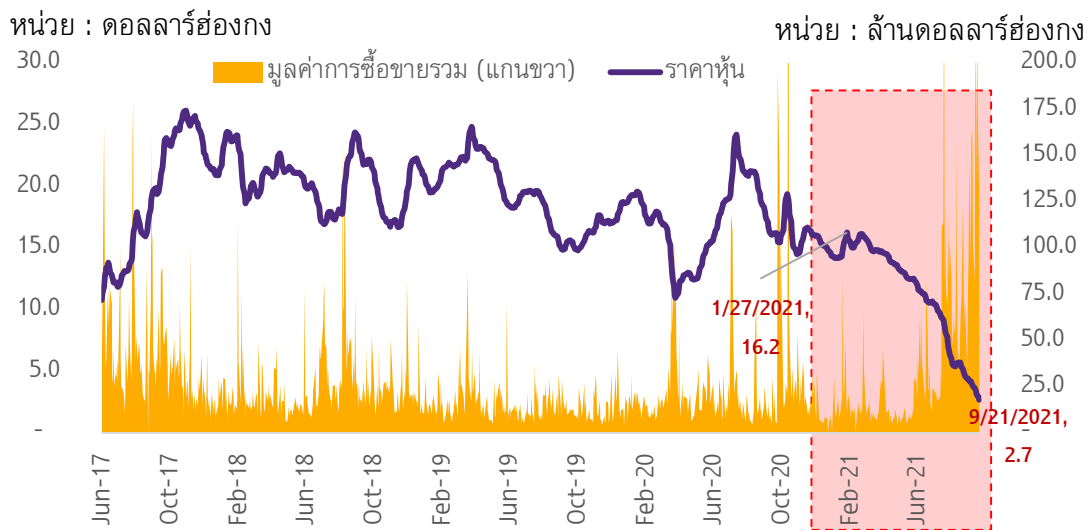
#### ลดอันดับความน่าเชื่อถือของ Evergrande ลง โดย Fitch rating, S&P และ Chengxin International (CCXI)

ปรับลด rating ลงเป็น CC, CC และ A ตามลำดับ ในช่วงต้นเดือนกันยายนที่ผ่านมา ส่งผลต่อต้นทุนทางการเงิน โดยเฉพาะการกู้ยืมระยะสั้น ให้เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง อีกทั้ง ราคาหุ้นของ Evergrande ลดลงกว่า 80% นับจากต้นปี 2021 (รูปที่ 5) และเมื่อวันที่ 23 และ 29 กันยายนที่ผ่านมา บริษัทมีกำหนดการจ่ายดอกเบี้ยสำหรับหุ้นกู้ จำนวน 83.5 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และ 47.5 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ตามลำดับ และแม้ว่าบริษัทได้ออกมายืนยันถึงความสามารถในการชำระหนี้ดังกล่าวแล้ว อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันยังไม่มีการชำระหนี้ทั้งสองงวดข้างต้น แต่ในทางเทคนิคแล้วยังไม่ถือว่าผิดนัด เนื่องจากยังมีช่วงเวลาผ่อนผันการชำระเงิน 30 วันหลังจากครบกำหนด (grace period) นอกจากนี้ เมื่อวันที่ 4 ตุลาคม 2021 ตลาดหุ้นฮ่องกงสั่งหยุดการซื้อขายหุ้น Evergrande โดยไม่ได้ระบุเหตุผลของคำสั่งห้ามซื้อขายดังกล่าว อย่างไรก็ตาม ในวันเดียวกันบริษัทได้ออกมาประกาศถึงแผนในการขายหุ้นมูลค่ากว่า 5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ เพื่อปรับปรุงโครงสร้างหนี้



## รูปที่ 5 : มูลค่าหุ้น Evergrande ตกลงกว่า 80% เมื่อเทียบกับราคาเมื่อต้นปี 2021

### ราคาและมูลค่าการซื้อขายหุ้น Evergrande



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Yahoo Finance

### EIC คาดว่า รัฐบาลมีแนวโน้มที่จะช่วยเหลือระบบเศรษฐกิจในภาคส่วนอื่นไม่ให้เกิดผลกระทบ

เป็นวงกว้าง มากกว่าการเข้าช่วยเหลือบริษัทในภาคอสังหาริมทรัพย์ โดยรัฐบาลน่าจะให้ความสำคัญกับผู้ซื้อบ้านและระบบสถาบันการเงินมากกว่าภาคส่วนอื่น ๆ เช่น ผู้ผลิตในภาคอุตสาหกรรม และผู้ลงทุนทั้งในและต่างประเทศ เป็นต้น เพื่อช่วยลดผลกระทบที่จะเกิดขึ้นต่อผู้ซื้อบ้านและหลีกเลี่ยง "ความเสี่ยงเชิงระบบ" ในตลาดการเงิน สะท้อนได้จากการที่ธนาคารกลางจีนได้ประกาศอัดฉีดสภาพคล่องระยะสั้นผ่าน reverse repurchasing agreement จำนวน 1.7 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (1.1 แสนล้านบาท) เข้าสู่ระบบธนาคารพาณิชย์ในช่วงปลายเดือนกันยายน ซึ่งเป็นช่วงเวลาเดียวกับกำหนดการชำระหนี้ 2 งวด ของ Evergrande เพื่อบรรเทาความกังวลของตลาด

ในระยะสั้นนี้ รัฐบาลจีนอาจดำเนินนโยบายเพื่อบรรเทาความตึงเครียดต่อภาคอสังหาริมทรัพย์ เช่น การอัดฉีดสภาพคล่องโดยตรงกับธนาคารขนาดเล็กที่พึ่งพาตลาดระหว่างธนาคาร (interbank market) มาก การจัดให้มีกองทุนฉุกเฉิน (emergency funding) สำหรับธุรกิจที่มีใช้สถาบันการเงินที่ได้รับผลกระทบต่อความตึงเครียดและไม่สามารถกู้เงินได้ เนื่องจากการดำเนินมาตรการที่เข้มงวดขึ้นของธนาคาร ดังเช่นที่เคยดำเนินการในกรณีของการปล่อยให้อาคาร Baoshang ล้มละลายจากมาตรการ credit clean up เมื่อปี 2019 เป็นต้น รวมถึงการให้บุคคลที่สาม (Third party) เข้ามามีส่วนร่วมในการปรับโครงสร้างบริษัท Evergrande (เช่น การเพิ่มทุนของ Third party เพื่อเพิ่มสภาพคล่อง เป็นต้น) ดังเช่นที่เคยเกิดขึ้นในกรณีการแก้ปัญหาการผิดนัดชำระหนี้ของรัฐวิสาหกิจจีนในช่วงต้นปีที่ผ่านมา

สำหรับในระยะยาว หากสถานการณ์ยังคงรุนแรงและมีความเสี่ยงที่จะกระทบต่อเศรษฐกิจเป็นวงกว้างมากขึ้น รัฐบาลจีนอาจผ่อนคลายนโยบายทางการเงินของภาคอสังหาริมทรัพย์ ลงได้ โดยนโยบายสามเส้นแดงที่เข้มงวดในปัจจุบัน มีกำหนดระยะเวลาบังคับใช้เพียง 3 ปี ซึ่งปัจจุบันได้ดำเนินการมาเป็นระยะเวลากว่า 1 ปีแล้ว และหากสถานการณ์มีความตึงเครียดและมีความเสี่ยงต่อเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจมากขึ้น รัฐบาลอาจดำเนินนโยบายที่เข้มงวดน้อยลง ก่อนที่นโยบายสามเส้นแดงในปัจจุบันจะหมดอายุลง ซึ่งจะช่วยป้องกันผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจในวงกว้างได้ ทั้งนี้ EIC ประเมินว่าโอกาสที่รัฐบาลจีนจะผ่อนคลายนโยบายดังกล่าวในระยะข้างหน้ายังมีจำกัด เนื่องจากความเสี่ยงที่วิกฤตจะลุกลามยังมีน้อย ประกอบกับภาครัฐยังไม่มีความตั้งใจที่จะปรับการดำเนินนโยบายในขณะนี้

นอกจากนี้ การสื่อสารที่ชัดเจนของรัฐบาลจีนในการควบคุมสถานการณ์จะมีความสำคัญมาก เนื่องจากความไม่แน่นอนจะส่งผลต่อ (1) ความเชื่อมั่นในการซื้ออสังหาริมทรัพย์ของภาคครัวเรือน และยอดขายล่วงหน้าของอสังหาริมทรัพย์ (2) ทิศทางของตลาดและราคาอสังหาริมทรัพย์ อาจอยู่ในภาวะถดถอยต่อเนื่องได้ เนื่องจากมุมมองและความเชื่อมั่นในตลาด



อสังหาฯ มักใช้เวลานานในการปรับเปลี่ยน และ (3) เศรษฐกิจที่ปัจจุบันได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 อยู่แล้ว จะได้รับแรงกดดันจากภาคอสังหาฯ เพิ่มเติม ทำให้การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจยิ่งล่าช้า

### 3. ผลกระทบของการชะลอตัวของภาคอสังหาฯ ต่อเศรษฐกิจผ่านช่องทางต่าง ๆ

การดำเนินมาตรการที่เข้มงวดของภาครัฐ กดดันการขยายตัวของตลาดอสังหาฯ จีน ส่งผลให้กิจกรรมการก่อสร้างทั่วประเทศมีแนวโน้มชะลอตัว อุปสงค์ที่ดินหดตัว ราคาอสังหาฯ ลดลงอย่างรวดเร็ว ซึ่งกระทบต่อความมั่งคั่ง (Wealth effect) และกำลังการบริโภคของภาคเอกชน รวมถึงรายได้และงบประมาณใช้จ่ายของรัฐบาลท้องถิ่น ปัจจัยเหล่านี้จะเป็นแรงกดดันการขยายตัวของเศรษฐกิจจีนให้ชะลอตัวลงในระยะสั้น เนื่องจากภาคอสังหาฯ ถือเป็นหนึ่งในอุตสาหกรรมใหญ่ของจีน มีสัดส่วนสูงถึงประมาณ 29% ต่อ GDP โดยการหดตัวของภาคอสังหาฯ จะกระทบการเติบโตของเศรษฐกิจจีน ผ่านช่องทางต่าง ๆ ดังนี้

- **ตลาดอสังหาฯ จีนที่มีแนวโน้มหดตัว จะส่งผลกระทบต่อกิจกรรมการก่อสร้างที่ลดลง** เนื่องจากมาตรการเข้มงวดจำกัดการก่อหนี้ใหม่ ส่งผลกระทบต่อจำนวนที่อยู่อาศัยสร้างใหม่ (Housing Starts) และยอดขายให้ปรับตัวลดลง รวมถึงการให้บริการด้านอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแอลงตามยอดขาย
- **รายได้จากการขายที่ดินลดลง กระทบการใช้จ่ายทางการคลังของรัฐบาลท้องถิ่น** เนื่องจากที่ดินถือเป็นแหล่งเงินทุนสำคัญและหลักประกันในการกู้ยืมเงินให้องค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น โดยรายได้ที่เกี่ยวข้องกับภาคอสังหาฯ คิดเป็นประมาณ 40%-50% ของรายได้ทั้งหมดขององค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น นอกจากนี้ มูลค่าที่ดินที่เพิ่มสูงขึ้นได้สนับสนุนการกู้ยืมเงินนอกงบประมาณที่ค้ำประกันโดยที่ดินให้เติบโตอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา ดังนั้น รายได้จากการขายที่ดินและมูลค่าที่ดินที่ลดลงนั้นจึงมีผลให้การใช้จ่ายทางการคลังในท้องถิ่นมีแนวโน้มปรับตัวลดลงด้วย
- **ผลกระทบจากความมั่งคั่ง (Wealth Effect) ของราคาอสังหาฯ ก็ลดลง** ส่งผลให้การบริโภคของภาคเอกชนปรับตัวลดลงเช่นกัน

โดยงานศึกษาของสำนักวิจัยต่างประเทศ<sup>2</sup> ประเมินว่า หากยอดการขายที่ดินและยอดที่อยู่อาศัยสร้างใหม่ในปีหน้าปรับลดลง 15% และยอดขายอสังหาฯ และราคาบ้านปรับตัวลดลง 5% จะส่งผลให้เศรษฐกิจจีน (GDP growth) มีแนวโน้มปรับตัวลดลงราว 1.4 ppt และในกรณีที่ร้ายแรงที่สุด ที่ยอดการขายที่ดินและยอดที่อยู่อาศัยสร้างใหม่ปรับลดลง 30% และยอดขายอสังหาฯ และราคาบ้านปรับลดลง 10% จะส่งผลให้ GDP Growth ของจีนปี 2022 มีแนวโน้มปรับตัวลดลงราว 4.1 ppt

**นอกจากนี้ การชะลอตัวของภาคอสังหาฯ จีน ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจต่างประเทศด้วยเช่นกัน** ผ่านช่องทาง 1) ภาคการผลิตที่เกี่ยวข้องกับการก่อสร้างที่คาดว่าจะชะลอตัวลง 2) อุปสงค์ต่อกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคที่ลดลงจากทั้งปริมาณ (volume) จากจีน และราคาที่ปรับตัวลง และ 3) อุปสงค์จากภาคการบริการของจีนที่จะลดลง เช่น การเดินทางและการท่องเที่ยวจากจีน การขนส่งสินค้า และการบริการทางการเงิน เป็นต้น โดยประเทศที่จะได้รับผลกระทบจากอุปสงค์ที่ลดลงจากจีนมากที่สุด ได้แก่ ฮองกง ไต้หวัน มาเลเซีย เกาหลีใต้ และสิงคโปร์ เนื่องจากมีสัดส่วนการพึ่งพาอุปสงค์การบริโภคและการลงทุนจากจีนต่อ GDP ที่อยู่ในระดับสูง ประมาณ 6%-12% สำหรับประเทศไทย คาดว่าจะได้รับผลกระทบเช่นกันเนื่องจากมีสัดส่วนการพึ่งพาอุปสงค์การบริโภคและการลงทุนจากจีนประมาณ 5% ของ GDP

<sup>2</sup> Hui et al. (2021, September 19). *China Matters: Rising risks from the property market*. Goldman Sachs

#### 4. วงจรของ Evergrande ต่อตลาดการเงิน และความเสี่ยงในการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินระดับโลก

แม้ว่าความเสี่ยงของโอกาสการผิดชำระหนี้ของ Evergrande จะมีอยู่สูงและสร้างความกังวลต่อผลกระทบที่จะลุกลามไปยังภาคส่วนอื่น ๆ ของจีน รวมถึงเศรษฐกิจและตลาดการเงินโลก อย่างไรก็ตาม EIC คาดว่าความเสี่ยงข้างต้นจะมีอยู่อย่างจำกัด จากปัจจัยดังต่อไปนี้

- **มาตรฐานการปล่อยสินเชื่อภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีน มีความเข้มงวดอยู่แล้ว** โดยผู้ซื้อบ้านชาวจีนจำเป็นต้องชำระเงินดาวน์อย่างน้อย 30% สำหรับการซื้อบ้านหลังแรก และสูงกว่า 30% สำหรับการซื้อบ้านหลังที่สอง นอกจากนี้ การจดจำนองอสังหาริมทรัพย์ของจีน ยังมีความแตกต่างจากวิกฤตซับไพรม์ของสหรัฐฯ อย่างมาก เนื่องจากในกรณีนี้ผู้กู้ของจีนมีค่าน้ำหนักชำระหนี้ ธนาคารสามารถดำเนินการเข้ายึดสินทรัพย์อื่น ๆ ของผู้กู้ นอกเหนือจากอสังหาริมทรัพย์ที่ใช้จดจำนองเพื่อกู้เงินได้ โดยความแตกต่างนี้จะช่วยลดความเสี่ยงของการเกิดวงจรราคาบ้านตกต่ำต่อเนื่องจากการเทขายอสังหาริมทรัพย์ที่ถูกยึดมาจากการผิดชำระหนี้
- **ความเสี่ยงเชิงระบบต่อตลาดการเงินจีนจากการผิดชำระหนี้ของ Evergrande นั้นมีไม่มากนัก** เนื่องจากการกู้ยืมของ Evergrande ผ่านระบบธนาคารพาณิชย์คิดเป็นเพียง 0.22% ของเงินกู้ทั้งหมดของระบบธนาคารพาณิชย์จีน หรือประมาณ 6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่เป็นการกู้ยืมโดย Evergrande ซึ่งจำนวนดังกล่าวมีขนาดเล็กเมื่อเทียบกับเงินกู้ทั้งหมดของระบบธนาคารพาณิชย์จีนที่ประมาณ 27 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ
- **ระบบธนาคารของจีนอยู่ในภาวะที่แข็งแกร่งขึ้นกว่าช่วง 2-3 ปีก่อน** จากกระบวนการของการลดภาระหนี้สินในระบบ (Deleverage) โดยที่ผ่านมารัฐกิจธนาคารเงา (Shadow banking) และการลงทุนเพื่อบริหารความมั่งคั่ง (wealth management products: WMP) ซึ่งถือเป็นสินทรัพย์ที่มีความอ่อนไหวต่อความเสี่ยงด้านตลาดอสังหาริมทรัพย์มากที่สุด ได้ปรับตัวลดลงต่อเนื่องในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา โดยจากการประเมินของธนาคาร Goldman Sachs พบว่า ในปัจจุบันยอดการลงทุนของ WMP ในระบบลดลง 11% นับตั้งแต่ปี 2016 และสัดส่วนการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์คิดเป็นสัดส่วนเพียง 8.6% ของยอดคงเหลือ WMP ในปัจจุบัน
- **Evergrande มียอดขายอสังหาริมทรัพย์คิดเป็นเพียง 4% ของยอดขายอสังหาริมทรัพย์ทั้งหมดของจีน** และจำนวนพนักงาน 123,000 คน และผู้รับเหมา 3.8 ล้านคน คิดเป็นสัดส่วนน้อยเมื่อเทียบกับกำลังแรงงานกว่า 400 ล้านคนของจีน ทำให้ในกรณีที่มีการผิดชำระหนี้ของ Evergrande คาดว่าผลกระทบต่อตลาดการเงินภาคอสังหาริมทรัพย์ และเศรษฐกิจมหภาคของจีนจะมีอยู่อย่างจำกัด

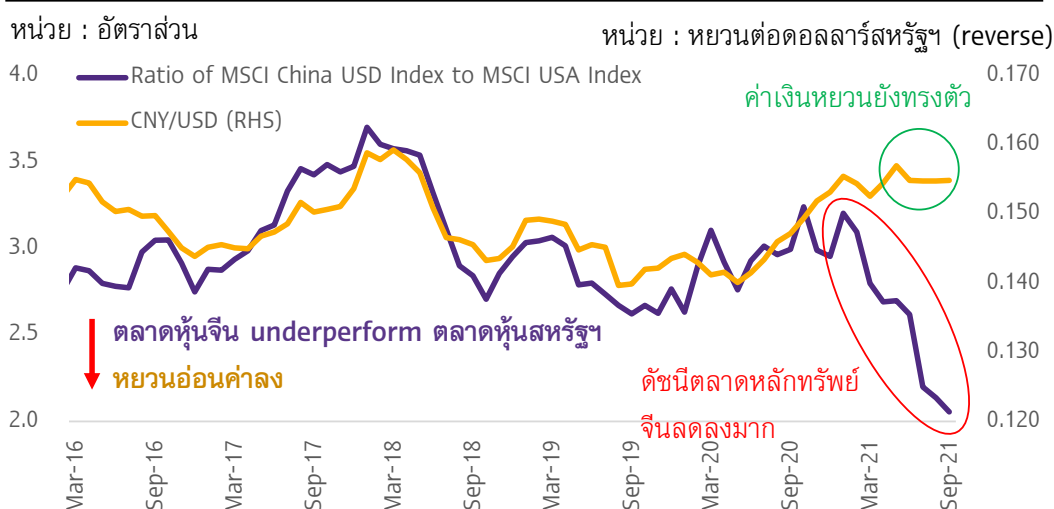
#### ตลาดการเงินจีนแสดงความกังวลต่อการผิดชำระหนี้ของ Evergrande โดยดัชนีตลาดหุ้นจีนปรับลดลง credit spread ของภาคอสังหาริมทรัพย์ปรับสูงขึ้น ทั้งนี้ความกังวลยังไม่ส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพ

**ตลาดการเงินจีนโดยรวม** โดยดัชนีราคาตลาดหุ้นจีน (MSCI China USD Index) ปรับลดลงเมื่อเทียบกับดัชนีราคาตลาดหุ้นสหรัฐฯ (MSCI USA Index) (รูปที่ 6) และ corporate spreads ของหุ้นกู้ภาคอสังหาริมทรัพย์ (China Property USD HY) ปรับเพิ่มขึ้นกว่า 1,000 bps นับจากช่วงต้นปี อย่างไรก็ตาม corporate spreads ของภาคส่วนอื่น ๆ ยังไม่ปรับสูงขึ้นนัก และค่าเงินหยวนยังทรงตัวอยู่ในกรอบ 6.4 - 6.5 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ จึงสะท้อนได้ว่าความกังวลต่อการผิดชำระหนี้ของ Evergrande ยังไม่ส่งผลกระทบต่อภาวะการเงินและเสถียรภาพการเงินจีนเป็นวงกว้าง ทั้งนี้ภาวะการเงินอาจตึงตัวเร็วได้ หาก Evergrande มีการผิดชำระหนี้จริง (ไม่สามารถจ่ายดอกเบี้ยหุ้นกู้ที่ครบกำหนดชำระได้ภายใน 30 วัน) และรัฐบาลไม่มีการสื่อสารถึงการแก้ปัญหาและแนวทางการรักษาเสถียรภาพของสถาบันการเงินที่ได้รับผลกระทบ เช่น การประกาศสนับสนุนเงินเพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้กับสถาบันการเงินที่ได้รับผลกระทบจากการผิดชำระหนี้ เป็นต้น ซึ่งอาจส่งผลให้เงินหยวนมีแนวโน้มอ่อนค่าลง corporate spread ของภาคส่วนอื่น ๆ ปรับสูงขึ้น และเพิ่มโอกาสที่เงินทุนเคลื่อนย้ายอาจไหลออกจากจีนและกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ในเอเชีย (EM-Asia) ไปสู่ภูมิภาคอื่นได้ (รูปที่ 7)

ทั้งนี้หากเงินหยวนอ่อนค่าลงเร็ว ก็อาจส่งผลให้สกุลเงินของประเทศในภูมิภาคอ่อนค่าลงตามไปด้วย โดยเฉพาะประเทศที่มีความเชื่อมโยงกับเศรษฐกิจจีนมาก โดยความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของเงินหยวนและสกุลเงินในตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets: EMs) ในปัจจุบันปรับสูงขึ้นกว่าในช่วงสิบปีที่ผ่านมา

### รูปที่ 6 : ดัชนีราคาหุ้นของจีนอยู่ในภาวะตกต่ำเมื่อเทียบกับดัชนีหุ้นของสหรัฐฯ อย่างไรก็ดี ค่าเงินหยวนเทียบกับดอลลาร์สหรัฐยังอยู่ในภาวะทรงตัว

#### USD/CNY & Relative Equity Market Performance

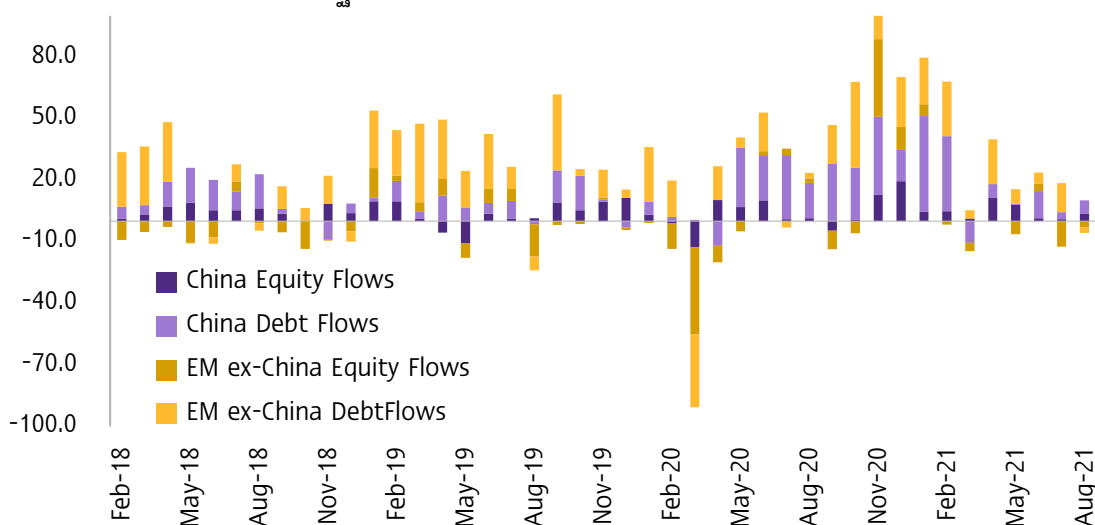


ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ MSCI, Yahoo Finance

### รูปที่ 7 : สกุลเงินของประเทศ EMs โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเอเชีย มีแนวโน้มอ่อนค่าลงตามเงินหยวน

#### เงินทุนเคลื่อนย้ายของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดเกิดใหม่และจีน

หน่วย : พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ The Institute of International Finance (IIF)

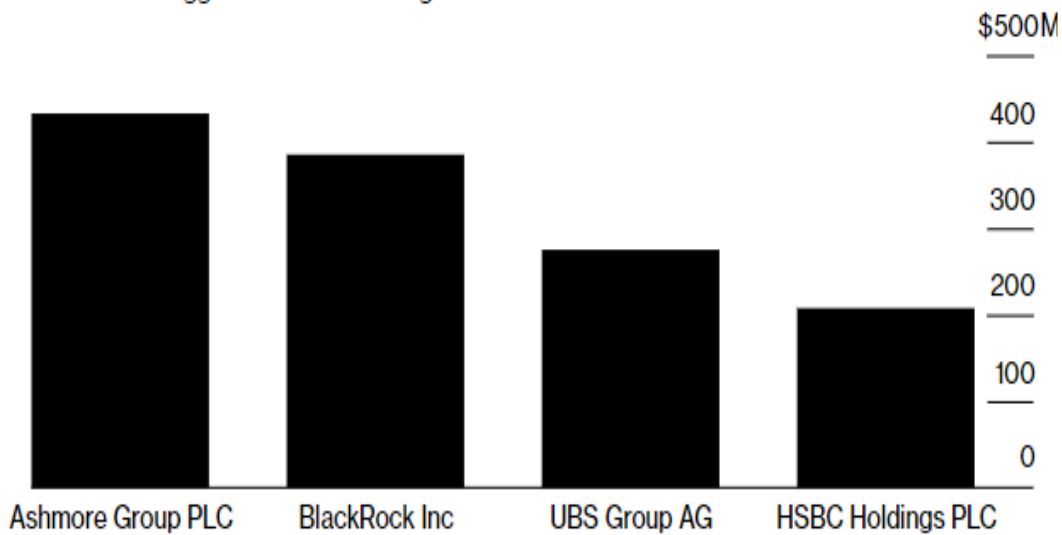
**ผลกระทบต่อนักลงทุนต่างชาติคาดว่าจะมีอยู่อย่างจำกัด โดยจะจำกัดอยู่เฉพาะในกลุ่มผู้ลงทุนต่างชาติที่ลงทุนใน China HY property** เนื่องจากหนี้ของ Evergrande ส่วนใหญ่อยู่ในรูปสกุลเงินท้องถิ่น (local currency) และเจ้าหนี้เป็นผู้ถือตราสารในประเทศ สำหรับหนี้ต่างประเทศ Evergrande มียอดคงค้างราว 1.8 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งถือเป็นสัดส่วนน้อยเมื่อเทียบกับภาระหนี้สินรวม (Total Liabilities) ที่ราว 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยจากรายงานของ Bloomberg พบว่า ต่างชาติผู้ถือตราสารหนี้ Evergrande รายใหญ่ในปัจจุบันคือ Ashmore, Blackrock, UBS และ HSBC (รูปที่ 8)

**รูปที่ 8 : ต่างชาติผู้ถือตราสารหนี้ Evergrande รายใหญ่ในปัจจุบันคือ Ashmore, Blackrock, UBS และ HSBC**

การลงทุนของกองทุนต่างประเทศในบริษัท Evergrande

หน่วย : ล้านดอลลาร์สหรัฐ

■ Four of the biggest holders of Evergrande's dollar bonds



ที่มา : Bloomberg

**5. ผลกระทบของตลาดอสังหาริมทรัพย์ จีน ต่อตลาดการเงินและเศรษฐกิจไทย**

**EIC คาดว่าผลกระทบต่อตลาดการเงินไทยมีอย่างจำกัด เนื่องจากการลงทุนของไทยในภาคอสังหาริมทรัพย์ โดยเฉพาะใน Evergrande มีน้อย** (ตารางที่ 2) และพอร์ตของบริษัทจัดการหลักทรัพย์ส่วนใหญ่มีการลงทุนที่หลากหลาย ประกอบกับชื่อเสียงของ Evergrande ในด้านปัญหาสภาพคล่องและความน่าเชื่อถือ ทำให้ที่ผ่านมามี Evergrande ไม่อยู่ในเกณฑ์การคัดเลือกของกองทุนไทยส่วนใหญ่เพื่อเข้าลงทุนได้

## ตารางที่ 2 : จำนวนกองทุนมีการลงทุนในบริษัท Evergrande มีจำนวนน้อย และแต่ละกองทุน มีสัดส่วนการลงทุนในบริษัท Evergrande ที่น้อยมาก

### สัดส่วนการลงทุนของกองทุนไทยในบริษัท Evergrande

หน่วย : ร้อยละ

บลจ	ชื่อกองทุน	สัดส่วนหุ้น Evergrande	สัดส่วนหุ้นกู้ Evergrande
TISCO	TISCOCH	0.11%	
TMBAM	TMB-T-ES-Aplus, TBASIAB		0.20%, 0.84%
SCBAM	SCBCE	0.09%	
SCBAM	SCBWIN		0.05%
PHILLIP	PWIN, PCGREEN	<0.10%, 0.50%	
MFC	MCBOND		0.14%
KTAM	KTCHINABOND-A		0.14%
KSAM	KFAHYBOND-A		1.70%
KSAM	KEMINCOM, KFCMEGA-A, KF-CHINA	0.32%, 0.26%, 0.07%	

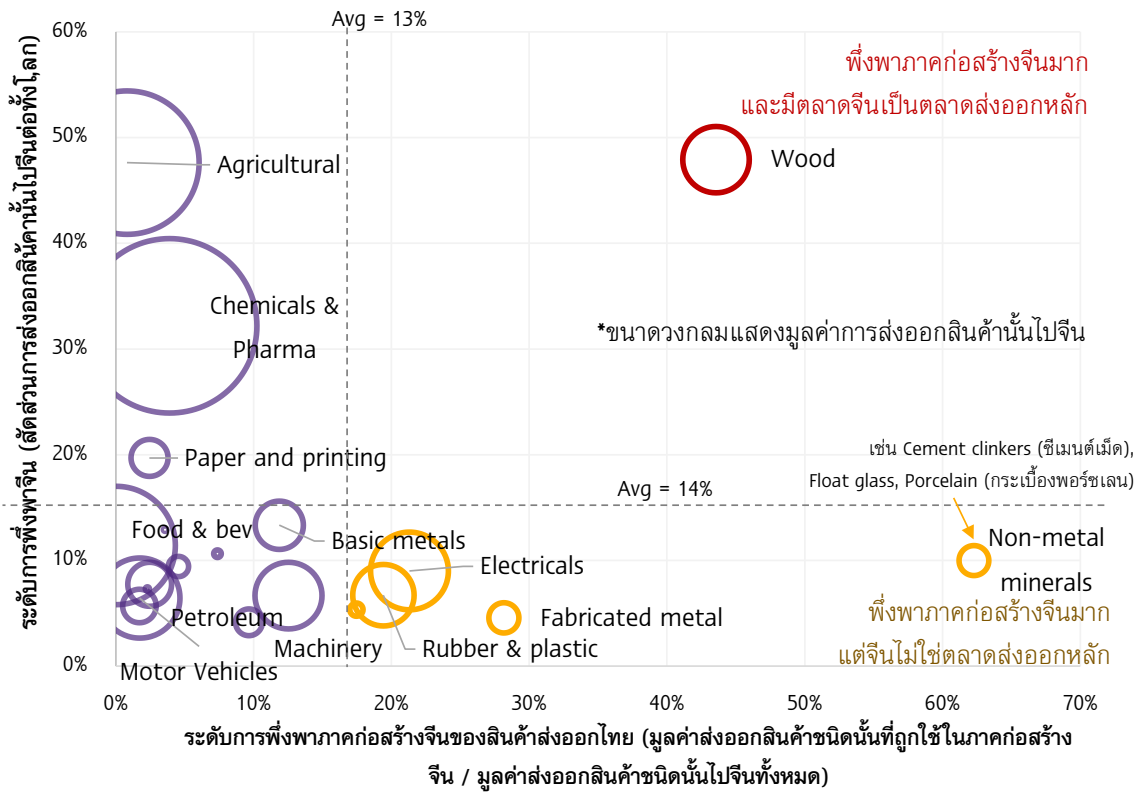
ที่มา : รวบรวมโดย EIC จากข้อมูลของบริษัทจัดการหลักทรัพย์ต่าง ๆ

### ภาคก่อสร้างจีนที่ได้รับผลกระทบจากกรณี Evergrande อาจส่งผลกระทบต่อสินค้าส่งออกไทยบาง

**สรุป** (รูปที่ 9) EIC ได้ศึกษาผลกระทบต่อ การส่งออกไทยในแต่ละภาคอุตสาหกรรม โดยพิจารณาถึง 1) ระดับ การพึ่งพาจีน ซึ่งพิจารณาจากสัดส่วนการส่งออกสินค้าในอุตสาหกรรมนั้น ๆ ไปจีนต่อการส่งออกไทยทั้งหมด (แกน Y ของรูปที่ 9) และ 2) ระดับการพึ่งพาภาคก่อสร้างจีนของสินค้าส่งออกไทย ซึ่งพิจารณาจากสัดส่วนมูลค่า ส่งออกสินค้าชนิดนั้น ๆ ที่ถูกใช้ในภาคก่อสร้างจีนต่อมูลค่าส่งออกสินค้าชนิดนั้นไปจีนทั้งหมด (แกน X ของรูปที่ 9) ผลการประเมินพบว่า **สินค้าที่มีการพึ่งพาภาคก่อสร้างจีนมาก และมีตลาดจีนเป็นตลาดส่งออกหลัก** คือ สินค้า ประเภทไม้ (wood) โดยสัดส่วนการส่งออกไปจีนอยู่ที่ 50% ของสัดส่วนการส่งออกสินค้าประเภทไม้ของไทยทั้งหมด ขณะที่สินค้าที่ไม่ได้มีจีนเป็นตลาดส่งออกหลัก แต่ปริมาณที่ถูกส่งออกไปยังจีนจะถูกใช้ในภาคก่อสร้างค่อนข้างมาก คือ แร่โลหะ (Non-metallic Mineral) เหล็กแปรรูป (fabricated metal) เครื่องใช้ไฟฟ้า (electricals) และยางและ พลาสติก (rubber & plastic) ที่พึ่งพาภาคก่อสร้างจีนมากถึง 65%, 30%, 25%, และ 20% ตามลำดับ

**รูปที่ 9 : สินค้าส่งออกไทยบางประเภทจะได้รับผลกระทบจากการชะลอตัวของภาคก่อสร้างจีน เนื่องจากพึ่งพากลุ่มก่อสร้างจีนมาก เช่น สินค้าประเภทไม้, แร่โลหะ, เหล็กแปรรูป, เครื่องใช้ไฟฟ้า และยางและพลาสติก**

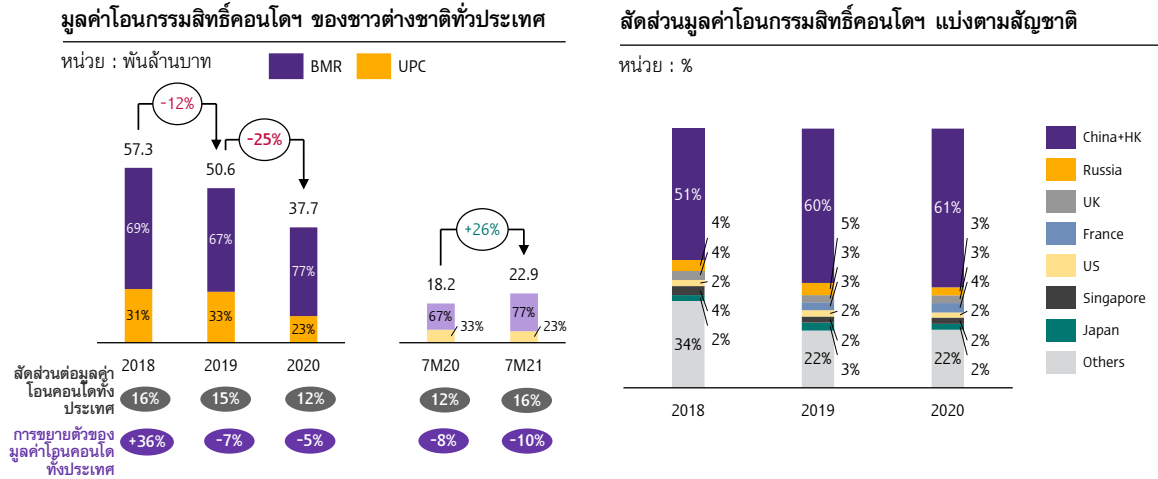
**ภาคธุรกิจไทย ที่ได้รับผลกระทบจากการชะลอตัวของภาคก่อสร้างจีน**



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ OECD IO-Table (ICIO) และกระทรวงพาณิชย์

**ราคาสินค้าในจีนที่ปรับตัวลดลง อาจส่งผลกระทบต่อความต้องการซื้อบ้านในไทย ผ่านทางช่องทาง wealth effect และ sentiment การลงทุน** เนื่องจากปัจจุบันราว 60% ของอุปสงค์ในคอนโดจากต่างชาติมาจากชาวจีน (รูปที่ 10) โดยผลกระทบที่ต้องจับตาในกรณีที่ราคาสินค้าในจีนปรับตัวลดลงและมีบ้านรอการขายมากขึ้นคือ **ความมั่งคั่งของชาวจีนที่ลดลง (wealth effect) ซึ่งอาจส่งผลต่อการลงทุนอสังหาริมทรัพย์ในไทยให้ชะลอตัวลงตามไปด้วย** นอกจากนี้ ยังมีความเสี่ยงจากการที่นักลงทุนจีนอาจหันไปลงทุนอสังหาริมทรัพย์ในประเทศตนเองมากขึ้น แทนการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ในไทย อย่างไรก็ตาม ราคาสินค้าในจีนที่ปรับตัวลดลง อาจไม่ส่งผลกระทบต่อการลงทุนของนักลงทุนจีนบางกลุ่ม เช่น กลุ่มที่ต้องการกระจายการลงทุนจากจีนมาไทยอยู่แล้ว และกลุ่มที่ต้องการพำนักระยะยาวในไทย เป็นต้น

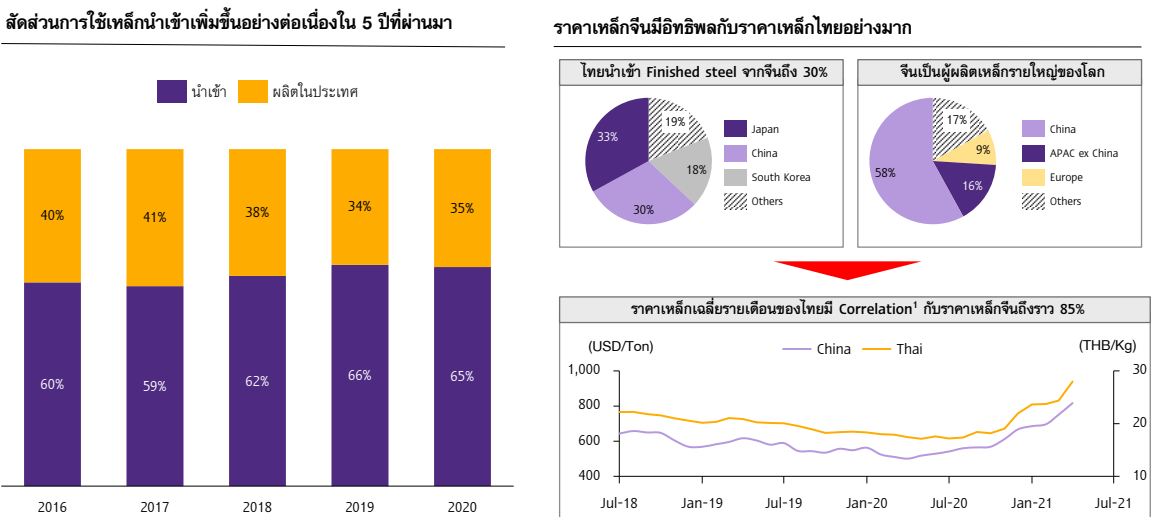
**รูปที่ 10 : ปัจจุบันราว 60% ของอุปสงค์ในคอนโดจากต่างชาติมาจากชาวจีน โดยความมั่งคั่งของชาวจีนที่อาจลดลงจากราคาบ้านในจีนที่ปรับตัวลดลง อาจส่งผลกระทบต่อการลงทุนอสังหาฯ ในไทยที่อาจจะชะลอลงตามไปด้วย**



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ REIC และมติ ครม. วันที่ 14 กันยายน 2021

**ผลกระทบจากตลาดอสังหาฯ จีนต่อเศรษฐกิจไทยอีกหนึ่งช่องทางคือ ราคาเหล็กในไทยที่ได้รับอิทธิพลจากราคาเหล็กจีนค่อนข้างมาก** โดยในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา การบริโภคเหล็กของไทยพึ่งพิงการนำเข้าถึงราว 65% ซึ่งเป็นการนำเข้าจากญี่ปุ่นและจีนเป็นหลัก (รูปที่ 11) ดังนั้น หากการหดตัวของภาคอสังหาฯ ในจีนส่งผลต่อแนวโน้มการก่อสร้างและอุปสงค์ต่อสินค้าวัตถุดิบซึ่งรวมถึงเหล็ก ก็อาจทำให้ราคาเหล็กจีนปรับลดลง ซึ่งจะกระทบราคาเหล็กในไทยได้ โดย EIC พบว่า ราคาเหล็กของไทยมีความสัมพันธ์ (Correlation<sup>3</sup>) กับราคาเหล็กจีนถึงราว 85%

**รูปที่ 11 : ราคาเหล็กจีนมีอิทธิพลกับราคาเหล็กไทยอย่างมาก โดยมี correlation สูงถึง 85%**



หมายเหตุ : <sup>1</sup>Correlation ราคาเหล็กรายเดือน โดยราคาเหล็กไทยปรับตัวตามหลังราคาเหล็กจีนราว 1 เดือน (laggard)

ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

<sup>3</sup> หมายเหตุ : Correlation ราคาเหล็กรายเดือน โดยราคาเหล็กไทยปรับตัวตามหลังราคาเหล็กจีนราว 1 เดือน (laggard)



## ปัญหาการขาดแคลนพลังงานในจีน และนัยต่อภาคเศรษฐกิจ

นอกเหนือจากแรงกดดันจากภาคอสังหาริมทรัพย์แล้ว มาตรการภาครัฐที่ควบคุมการใช้พลังงานอย่างเข้มงวด ก็เพิ่มแรงกดดันต่อการใช้พลังงานในหลายพื้นที่ทั่วประเทศ และส่งผลให้บางอุตสาหกรรมต้องลดกำลังการผลิต โดยเฉพาะอย่างยิ่งอุตสาหกรรมที่พึ่งพาการใช้พลังงานสูง (high-energy-intensity industries) ซึ่งการลดระดับการใช้พลังงานในการผลิตในช่วงที่ผ่านมา มีสาเหตุหลัก 2 ประการ ดังนี้

- (1) การบังคับใช้กฎระเบียบด้านสิ่งแวดล้อมในการควบคุมการใช้พลังงาน เพื่อบรรลุเป้าหมายควบคุมปริมาณการปล่อยคาร์บอนของประเทศภายในปี 2030 ส่งผลให้มีการจำกัดการใช้พลังงานและไฟฟ้าสำหรับโรงงานและบริษัทต่าง ๆ ในหลายพื้นที่ของจีน ซึ่งกระทบต่อภาคการผลิต โดยเฉพาะอย่างยิ่งในอุตสาหกรรมที่พึ่งพาการใช้พลังงานสูง (high-energy-intensity industries) โดยคณะกรรมการพัฒนาและปฏิรูปแห่งชาติ (National Development and Reform Commission: NDRC) ได้มีการกำหนดแผนในการบรรลุเป้าหมายการปล่อยคาร์บอนระยะยาวของประเทศบนหลักการ Dual Control Policy กล่าวคือ ต้องการบรรลุเป้าหมายการลดระดับ “ปริมาณ” การใช้พลังงาน (the energy consumption target) พร้อมกับการบรรลุเป้าหมายลด “ระดับความเข้มข้น” ของการใช้พลังงาน<sup>4</sup> (the energy intensity target) โดยเป้าหมายระยะสั้นสำหรับปี 2021 ของ NDRC คือ การลดระดับความเข้มข้นของการใช้พลังงานต่อ GDP (energy intensity of GDP) ทั่วประเทศลง 3% ในปีนี้
- (2) ราคาพลังงานด้านหินที่ปรับสูงขึ้น ส่งผลให้เกิดการขาดแคลนไฟฟ้า จึงกดดันให้ต้องลดการบริโภคพลังงานลง โดยความพยายามที่จะลดการปล่อยมลพิษที่เกี่ยวข้องกับการใช้ถ่านหิน และปริมาณการนำเข้าถ่านหินที่ลดลง ส่งผลให้อุปทานของถ่านหินไม่เพียงพอ ขณะที่อุปสงค์ปรับเพิ่มขึ้นจากการที่เศรษฐกิจจีนกลับมาเติบโตได้ดีและมีความต้องการใช้พลังงานสูงขึ้นหลังเกิดการระบาดของ COVID-19 นอกจากนี้ อุปสงค์ต่อสินค้าจีนจากต่างประเทศก็สูงขึ้นตามมาตรการเปิดเมือง ด้วยเหตุนี้ ราคาถ่านหินจึงปรับสูงขึ้นเร็ว ส่งผลให้การผลิตพลังงานไฟฟ้าลดลงเนื่องจากภาครัฐมีการควบคุมราคาไฟฟ้าทำให้ผู้ผลิตไม่สามารถปรับราคาขึ้นตามต้นทุนได้ จึงทำให้ต้องลดการบริโภคพลังงานไฟฟ้าลง ทั้งนี้แนวทางการลดการบริโภคพลังงานไฟฟ้าจะเป็นไปตามนโยบายของรัฐบาลท้องถิ่นแต่ละแห่ง ซึ่งมีหลายรูปแบบ ได้แก่ 1) ลดกำลังการผลิตของบริษัทหรืออุตสาหกรรมที่มีปริมาณการใช้พลังงานในการผลิตสูง 2) หลีกเลี่ยงการใช้พลังงานในการผลิตในช่วงเร่งด่วน และปรับเวลาในการผลิตไปเป็นช่วงสุดสัปดาห์หรือกลางคืน และ 3) ระงับการผลิตในบางกรณีที่มีเหตุจำเป็น

**การคับใช้มาตรการควบคุมการใช้พลังงานที่เข้มงวดขึ้น ส่งผลให้เกิดการลดกำลังการผลิตในบางอุตสาหกรรม โดยเฉพาะกลุ่มที่พึ่งพาการใช้พลังงานสูง** NDRC รายงานในเดือนสิงหาคมถึงรายชื่อมณฑลที่ไม่บรรลุเป้าหมายตามข้อกำหนดระยะสั้นในช่วงครึ่งแรกของปี และในเดือนกันยายนก็ได้กำหนดบทลงโทษที่เข้มงวดขึ้น สำหรับมณฑลที่ไม่สามารถดำเนินการตามเป้าหมายได้ เพื่อกดดันให้รัฐบาลท้องถิ่นควบคุมการใช้พลังงานให้เป็นไปตามเป้าหมาย ส่งผลให้มีการลดกำลังการผลิตในอุตสาหกรรมที่พึ่งพาการใช้พลังงานสูงในวงกว้างในช่วง

<sup>4</sup> ระดับความเข้มข้นของการใช้พลังงาน คือ อัตราส่วนของปริมาณพลังงานที่ใช้ต่อผลของกิจกรรม (Output)

ไม่กี่สัปดาห์ที่ผ่านมา โดยมีมณฑลที่ไม่บรรลุเป้าหมายตามเกณฑ์สีแดง<sup>5</sup> จำนวน 9 มณฑล และเกณฑ์สีเหลือง<sup>6</sup> จำนวน 10 มณฑล จากการศึกษาล่าสุดของบริษัทการลงทุน China International Capital Corporation (CICC) พบว่า มณฑลที่ไม่ผ่านทั้งสองเกณฑ์ข้างต้นมีกำลังการผลิตรวมกันคิดเป็น 70% ของมูลค่าเพิ่มในเศรษฐกิจของจีน โดยสาเหตุหลักที่มณฑลข้างต้นไม่สามารถบรรลุเป้าหมายในครึ่งปีแรกได้ คาดว่าเป็นผลจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่ทำให้เศรษฐกิจพึ่งพาการใช้พลังงานมากขึ้น ประกอบกับการส่งออกที่ขยายตัวเร็วในช่วงต้นปีจากความต้องการสินค้าจีนที่เพิ่มมากขึ้นตามการเปิดเมืองของประเทศที่มีอัตราการฉีดวัคซีนสูง อีกทั้ง ยังรวมถึงความต้องการภายในประเทศจีนเอง จึงทำให้กระตุ้นอุตสาหกรรมการผลิตให้ใช้พลังงานในการผลิตมากขึ้น

**ตารางที่ 3 : รายชื่อ 19 มณฑล (จากทั้งหมด 30 มณฑล) ที่ไม่บรรลุเป้าหมายตามข้อกำหนดระยะสั้นของ NDRC ในช่วงครึ่งแรกของปี ซึ่งมีกำลังการผลิตคิดเป็น 70% ของมูลค่าเพิ่มในเศรษฐกิจของจีน**

มณฑล	เป้าหมายลดระดับความเข้มข้นของพลังงาน (warning grade)	เป้าหมายลดระดับปริมาณการใช้พลังงาน (warning grade)
Qinghan	Red (Level 1)	Red (Level 1)
Ningxia	Red (Level 1)	Red (Level 1)
Guangxi	Red (Level 1)	Red (Level 1)
Guangdong	Red (Level 1)	Red (Level 1)
Fujian	Red (Level 1)	Red (Level 1)
Xinjiang	Red (Level 1)	Yellow (Level 2)
Yunnan	Red (Level 1)	Red (Level 1)
Shaanxi	Red (Level 1)	Yellow (Level 2)
Jiangsu	Red (Level 1)	Red (Level 1)
Zhejiang	Yellow (Level 2)	Yellow (Level 2)
Henan	Yellow (Level 2)	Green (Level 3)
Gansu	Yellow (Level 2)	Green (Level 3)
Sichuan	Yellow (Level 2)	Yellow (Level 2)
Anhui	Yellow (Level 2)	Yellow (Level 2)
Guizhou	Yellow (Level 2)	Green (Level 3)
Shanxi	Yellow (Level 2)	Green (Level 3)
Heilongjiang	Yellow (Level 2)	Green (Level 3)
Liaoning	Yellow (Level 2)	Green (Level 3)
Jiangxi	Yellow (Level 2)	Green (Level 3)

ที่มา : ข้อมูลจาก National Development and Reform Commission

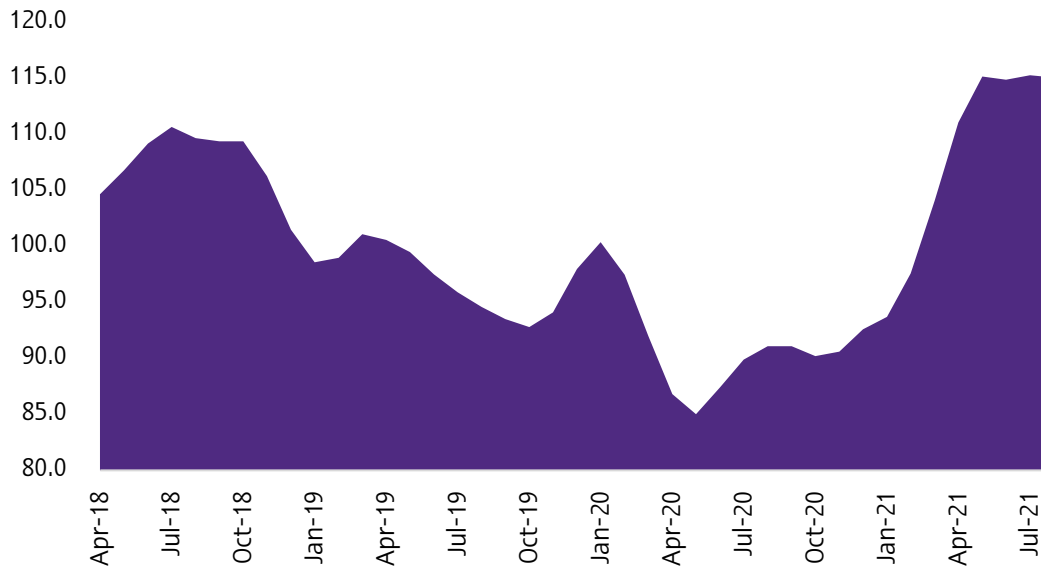
<sup>5</sup> เกณฑ์สีแดง คือ จังหวัดที่ไม่บรรลุเป้าหมายอย่างรุนแรงในการลดระดับปริมาณการใช้พลังงาน (the energy consumption target) และลดระดับความเข้มข้นของการใช้พลังงาน (the energy intensity target)

<sup>6</sup> เกณฑ์สีเหลือง คือ จังหวัดที่ไม่บรรลุเป้าหมายในการลดระดับปริมาณการใช้พลังงาน (the energy consumption target) และลดระดับความเข้มข้นของการใช้พลังงาน (the energy intensity target)

## รูปที่ 12 : ราคาสินค้ากลุ่มพลังงานที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ช่วงต้นปีพฤษภาคม

### Corporate Goods Price Index: Coal, Oil & Electricity

หน่วย : ดัชนี (ปีก่อนหน้า = 100)



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ CEIC

จากงานศึกษาของสำนักวิจัยต่างประเทศ<sup>7</sup> ได้ประเมินผลกระทบระยะสั้นของมาตรการด้านพลังงานที่เข้มงวด คาดว่า จะส่งผลกระทบต่อการเติบโตของเศรษฐกิจจีนตั้งแต่ไตรมาสที่ 3 ปีนี้ ต่อเนื่องถึงครึ่งแรกของปีหน้า โดยอาจทำให้เศรษฐกิจจีนในไตรมาสที่ 3 และ 4 ของปีนี้ขยายตัวต่ำกว่าที่คาดไว้เดิมราว 0.25% และ 0.5% ตามลำดับ สำหรับในปี 2022 คาดว่าผลกระทบจะอยู่ในช่วงครึ่งแรกของปี และจะทยอยปรับดีขึ้นหลังจากที่ผู้ผลิตปรับตัวกับมาตรการได้ดีขึ้นและอุปสงค์ (pent-up demand) จากการเปิดเมืองคลี่คลายลง สำหรับอุตสาหกรรมที่คาดว่าจะได้รับผลกระทบมากที่สุดคือ กลุ่มที่พึ่งพาการใช้พลังงานไฟฟ้าในกระบวนการผลิตสูง เช่น โลหะเหล็ก โลหะที่ไม่ใช่เหล็ก แร่โลหะ สำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมที่เผชิญปัญหาด้านการผลิตจากความขาดแคลนในห่วงโซ่อุปทานอยู่แล้ว ได้แก่ อุตสาหกรรมเทคโนโลยี อุปกรณ์ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ ปัจจุบันได้รับผลกระทบจากข้อจำกัดด้านการใช้พลังงานของรัฐบาลอย่างจำกัด อย่างไรก็ตาม ข้อจำกัดการใช้พลังงานยังคงเป็นสถานการณ์ที่มีความไม่แน่นอนสูง และผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจะขึ้นอยู่กับนโยบายในอนาคตของรัฐบาลท้องถิ่นในอนาคต

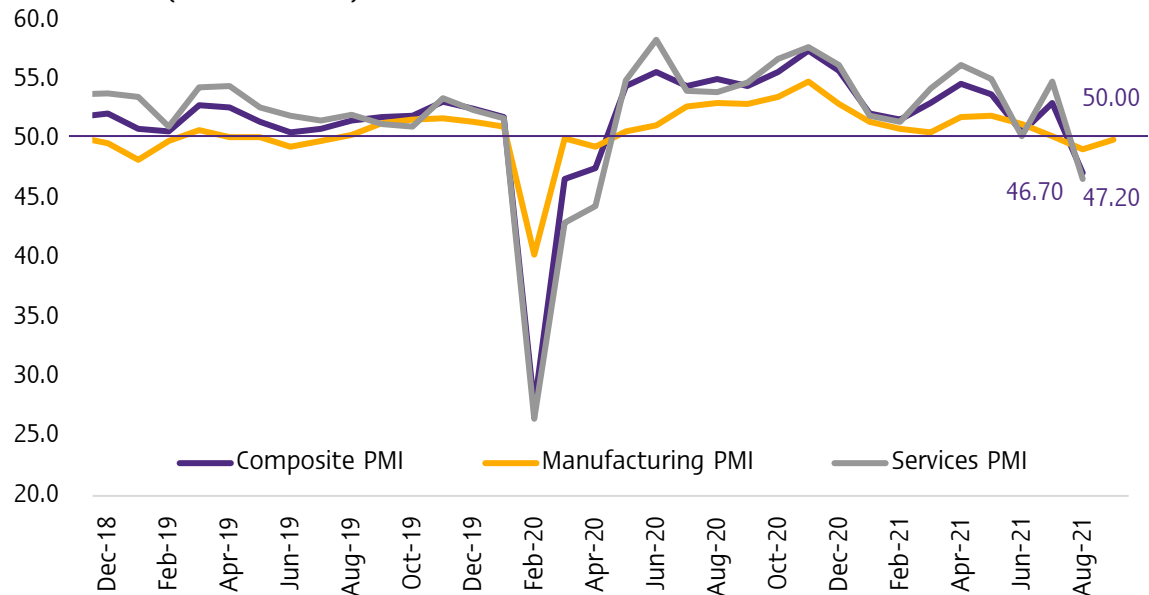
**โดยสรุป เศรษฐกิจจีนได้รับผลกระทบจากทั้งการหดตัวของภาคอสังหาริมทรัพย์ และการขาดแคลนพลังงานซึ่งส่งผลต่ออุปทานของสินค้าในบางอุตสาหกรรม จึงทำให้แนวโน้มการขยายตัวทางเศรษฐกิจจะลดลง** ทำให้ EIC ปรับคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจจีนในปี 2021 เหลือ 8.0% (จากการคาดการณ์ก่อนหน้านี้ที่ 8.4%) และในปี 2022 ลดลงเหลือ 5.3-5.5% ซึ่งเป็นผลจากมาตรการเข้มงวดในการใช้พลังงานและความตึงเครียดของสถานการณ์การผลิตซ้ำระเหี่ยของ Evergrande ซึ่งส่งผลต่อภาคอสังหาฯ การก่อสร้าง รวมถึงความเชื่อมั่นและความมั่งคั่งของประชาชน โดยเครื่องชี้ทางเศรษฐกิจล่าสุดก็ได้บ่งชี้ถึงแนวโน้มการชะลอตัวของเศรษฐกิจจีนแล้ว สะท้อนจากดัชนี PMI ที่มีแนวโน้มปรับชะลอลงทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ (รูปที่ 13)

<sup>7</sup> Hui et al. (2021, September 29). *Asia in Focus: China energy constraints – yet another growth shock*. Goldman Sachs

### รูปที่ 13 : ดัชนี PMI ของจีนมีแนวโน้มปรับชะลอลงทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ

#### ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อของจีน (China's Purchasing Manager Index: PMI)

หน่วย : ดัชนี (>50 = ขยายตัว)



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ CEIC

บทวิเคราะห์จาก... <https://www.scbeic.com/th/detail/product/7865>

โดย : วชิรวัฒน์ บานชื่น ([wachirawat.banchuen@scb.co.th](mailto:wachirawat.banchuen@scb.co.th))  
นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส  
จงรัก ก้องกำชัย ([jongrak.kongkumchai@scb.co.th](mailto:jongrak.kongkumchai@scb.co.th))  
นักวิเคราะห์

Economic Intelligence Center (EIC)  
ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)  
EIC Online: [www.scbeic.com](http://www.scbeic.com)



Disclaimer: The information contained in this report has been obtained from sources believed to be reliable. However, neither we nor any of our respective affiliates, employees or representatives make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of any of the information contained in this report, and we and our respective affiliates, employees or representatives expressly disclaim any and all liability relating to or resulting from the use of this report or such information by the recipient or other persons in whatever manner. Any opinions presented herein represent our subjective views and our current estimates and judgments based on various assumptions that may be subject to change without notice, and may not prove to be correct. This report is for the recipient's information only. It does not represent or constitute any advice, offer, recommendation, or solicitation by us and should not be relied upon as such. We, or any of our associates, may also have an interest in the companies mentioned herein.