

## ราคาที่อยู่อาศัยไทยเข้าขั้นวิกฤติแล้วหรือยัง?

26 มกราคม 2564

มนิรัตน์ ก้องเสียง [Maneerag@bot.or.th](mailto:Maneerag@bot.or.th) ธนาคารแห่งประเทศไทย

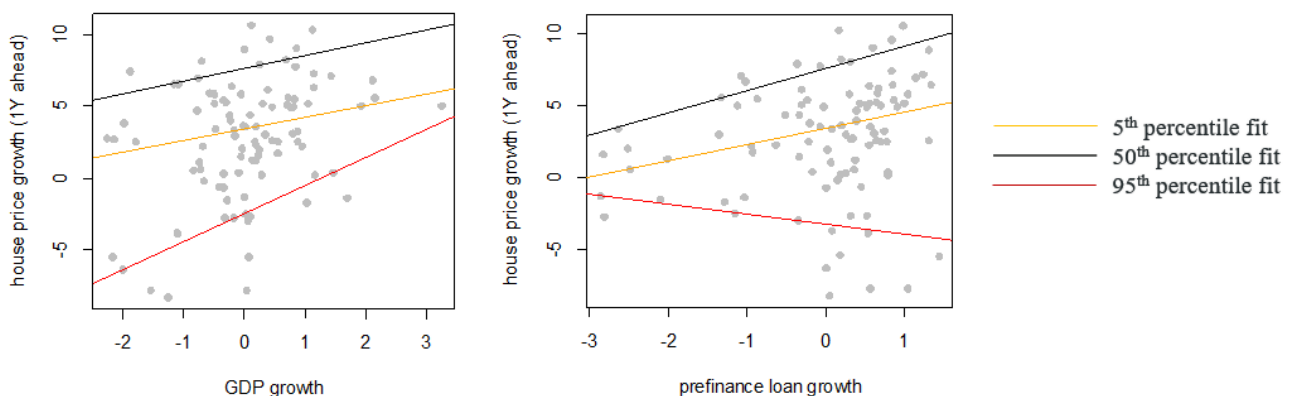
บทความนี้กลั่นกรองเนื้อหาจากบทความ aBRIDGED ฉบับเต็มเรื่อง “ราคาที่อยู่อาศัยไทยเข้าขั้นวิกฤติแล้วหรือยัง?” เผยแพร่ใน website ของสถาบันวิจัยเศรษฐกิจป๋วย อึ๊งภากรณ์ (<https://www.pier.or.th/>)

ตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่ชะลอตัวในปี 2563 อาจเป็นโอกาสทองของผู้ซื้อที่อยู่อาศัยเพื่ออยู่อาศัยจริง ขณะเดียวกันอาจเป็นฝันร้ายสำหรับนักลงทุนจากผลตอบแทนการลงทุนที่ต่ำลง รวมถึงผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ที่มีรายรับลดลงสวนทางกับต้นทุนพัฒนาโครงการที่สูง ผู้อ่านหลายท่านอาจตั้งข้อสังเกตถึงทิศทางของตลาดอสังหาริมทรัพย์ไทยในปี 2564 ว่าจะเป็นอย่างไรต่อไป บทความนี้จะจึงขอชวนทุกท่านมาทำความเข้าใจตลาดที่อยู่อาศัยผ่านมุมมองความเสี่ยงด้านราคากันค่ะ...

**ราคาที่อยู่อาศัยเป็นราคาสินทรัพย์ที่ควรติดตาม เพราะที่อยู่อาศัยเป็นสินทรัพย์ที่มีมูลค่าสูงและเชื่อมโยงกับหลายภาคส่วนเศรษฐกิจ ราคาก็ลดลงมากย่อมส่งผลกระทบต่อเป็นวงกว้าง**

การคาดการณ์ราคาที่อยู่อาศัยเป็นสิ่งที่นักลงทุน สถาบันการเงิน ธนาคารกลาง หรือแม้แต่ประชาชนทั่วไปติดตามเป็นประจำ โดยเรามักจะคาดการณ์ราคาที่อยู่อาศัยจากภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบัน เช่น หากรายได้ของคนในประเทศเพิ่มขึ้น ย่อมมีโอกาสที่ราคาที่อยู่อาศัยจะสูงขึ้นตาม อย่างไรก็ตาม IMF (2019) ชี้ว่าความสัมพันธ์ระหว่างภาวะเศรษฐกิจและราคาที่อยู่อาศัยใน 1 ปีข้างหน้าอาจแตกต่างกันได้ ซึ่งจะขึ้นอยู่กับภาวะตลาดอสังหาริมทรัพย์ กล่าวคือ แม้ในภาวะปกติสินเชื่อเพื่อพัฒนาที่อยู่อาศัยที่ขยายตัวจะเร่งให้ราคาที่อยู่อาศัยเพิ่มขึ้น แต่การเพิ่มขึ้นของสินเชื่อเพื่อพัฒนาที่อยู่อาศัยอาจทำให้ราคาที่อยู่อาศัยใน 1 ปีข้างหน้าลดลงหากตลาดอสังหาริมทรัพย์อยู่ในภาวะวิกฤติ โดยความสัมพันธ์ที่มีลักษณะไม่เป็นเส้นตรง (nonlinear relationship) เช่นนี้พบได้ในกรณีของไทย (รูปที่ 1)

รูปที่ 1 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ (GDP growth) / อัตราการขยายตัวของสินเชื่อเพื่อพัฒนาที่อยู่อาศัย (prefinance loan growth) และราคาที่อยู่อาศัยหนึ่งปีข้างหน้า (house price growth)



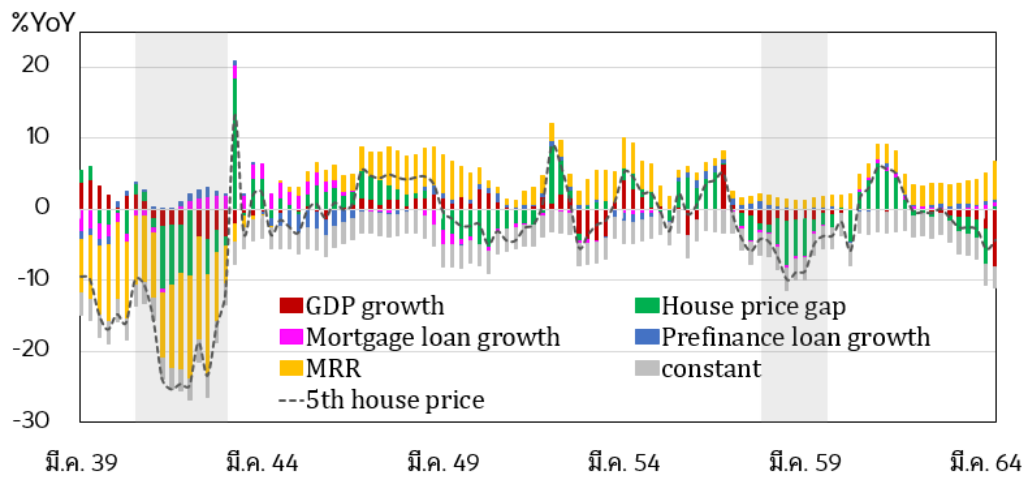
ที่มา: คำนวณโดยผู้เขียน

## เศรษฐกิจที่ขยายตัวและภาวะทางการเงินที่ผ่อนคลายช่วยพยุงราคาที่อยู่อาศัยของไทยในระยะข้างหน้า

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางเศรษฐกิจและราคาที่อยู่อาศัยในปีถัดไป พบว่าเศรษฐกิจที่ขยายตัวและภาวะทางการเงินที่ผ่อนคลายช่วยพยุงราคาที่อยู่อาศัยของไทยใน 1 ปีข้างหน้าไม่ให้อ่อนแอลงอย่างรุนแรง ในทางตรงกันข้าม หากเศรษฐกิจและภาวะทางการเงินหดตัวก็อาจทำให้ราคาที่อยู่อาศัยใน 1 ปีข้างหน้าปรับลดลงมากได้เช่นกัน

ในช่วงที่เกิดวิกฤติราคาที่อยู่อาศัยของไทย เช่น วิกฤติเศรษฐกิจปี 2540 และปี 2558 ที่เศรษฐกิจหดตัวและความเชื่อมั่นของนักลงทุนอยู่ในระดับต่ำ ราคาที่อยู่อาศัยปรับลดลงอย่างรุนแรงในทั้งสองช่วงเวลา ซึ่งเป็นผลจากเศรษฐกิจที่หดตัว และภาระเก็งกำไรในตลาดที่อยู่อาศัยในช่วงหนึ่งปีก่อนหน้า แต่จุดต่างสำคัญที่ทำให้ราคาในปี 2540 ลดลงรุนแรงกว่า คือ ภาวะการเงินในช่วงปี 2540 ที่ตึงตัวมากจากอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับสูงและความเข้มงวดในการให้สินเชื่อของสถาบันการเงิน ขณะที่ในช่วงปี 2558 ภาวะทางการเงินที่ผ่อนคลายกว่าเป็นส่วนสำคัญที่ช่วยลดความเสี่ยงต่อราคาที่อยู่อาศัย (รูปที่ 2)

รูปที่ 2 ที่มาของอัตราการขยายตัวของราคาที่อยู่อาศัยใน 1 ปีข้างหน้า กรณีที่เกิดวิกฤติราคาที่อยู่อาศัย (5th percentile)



ที่มา: คำนวณโดยผู้เขียน

เมื่อเทียบกับต่างประเทศ<sup>2</sup> ปัจจัยทางเศรษฐกิจต่าง ๆ ส่งผลกระทบต่อราคาที่อยู่อาศัยคล้ายกับกรณีไทย อย่างไรก็ตาม การขยายตัวของเศรษฐกิจที่มีบทบาทในการช่วยลดความเสี่ยงราคาที่อยู่อาศัยจะลดลงอย่างรุนแรงในกรณีไทยนั้น ไม่พบในต่างประเทศ โดยอาจมาจากสภาพตลาดที่อยู่อาศัยในต่างประเทศที่ได้รับผลจากปัจจัยอื่นมากกว่าการขยายตัวของเศรษฐกิจในประเทศ เช่น นโยบายภาครัฐที่สนับสนุนการเป็นเจ้าของที่อยู่อาศัย (home ownership) ส่งผลให้ราคาที่อยู่อาศัยในภาพรวมเคลื่อนไหวไม่สอดคล้องกับภาวะเศรษฐกิจ หรือ การพึ่งพากำลังซื้อจากต่างชาติ เช่น อุปสงค์ต่างชาติในสิงคโปร์อยู่ที่ร้อยละ 19.9 ของยอดขายบ้านทั้งหมดในปี 2562 (Knight Frank, 2020) ขณะที่กรณีไทยสัดส่วนมูลค่าเงินโอนต่างชาติต่อยอดโอนกรรมสิทธิ์ทั้งหมดอยู่ที่เพียงร้อยละ 7

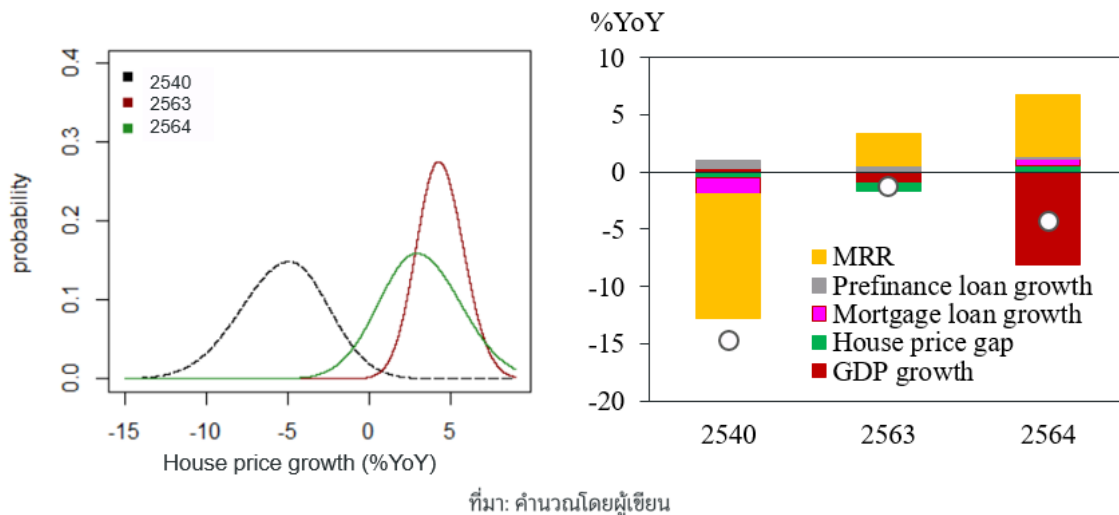
<sup>1</sup> งานศึกษาที่ใช้เครื่องชี้ทางเศรษฐกิจ 4 กลุ่ม ได้แก่ อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ อัตราการเติบโตของสินเชื่อสังหาริมทรัพย์ ความเบี่ยงเบนของราคาที่อยู่อาศัยจากปัจจัยพื้นฐาน และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้

<sup>2</sup> ทดสอบโดยใช้ข้อมูลของประเทศในเอเชียแปซิฟิก (panel data) ประกอบด้วยประเทศเกาหลี สิงคโปร์ นิวซีแลนด์ มาเลเซีย ญี่ปุ่น ฮ่องกง และออสเตรเลีย

การระบาดของ COVID-19 ทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจของทั้งไทยและต่างประเทศหยุดชะงัก และผลกระทบดังกล่าวมีแนวโน้มส่งผ่านไปยังราคาที่อยู่อาศัยใน 1 ปีข้างหน้า ทำให้ราคาที่อยู่อาศัยในปี 2564 มีแนวโน้มลดลงจากปัจจุบัน

ราคาที่อยู่อาศัยคาดการณ์ปี 2564 มีแนวโน้มลดลงจากปี 2563 สะท้อนจากช่วงของราคาคาดการณ์ (การกระจายตัวหรือ distribution) ปี 2564 ที่เคลื่อนไปทางซ้ายเมื่อเทียบกับช่วงของราคาคาดการณ์ในปีก่อน ขณะที่มีความเสี่ยงสูงขึ้น สะท้อนจากความกว้างของการกระจายตัวของราคาปี 2564 ที่มากกว่าปี 2563 โดยอัตราการเติบโตของราคาที่อยู่อาศัยในปี 2564 (ค่ากลางของ distribution) อาจอยู่ที่ร้อยละ 3 เมื่อเทียบกับปีก่อน และราคาที่อยู่อาศัยอาจหดตัวอย่างน้อยร้อยละ -1.1 และอาจมากถึงร้อยละ -5 ในกรณีความเสี่ยงด้านต่ำ อย่างไรก็ตาม มาตรการใดๆ ก็ดี ราคาที่อยู่อาศัยจะไม่ลดลงมากเท่ากับวิกฤติปี 2540 (รูปที่ 3 ซ้าย) นอกจากนี้ ผลการศึกษายังสะท้อนว่าภาวะการเงินที่ผ่อนคลายในปี 2563 เป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยพยุงราคาที่อยู่อาศัยในปี 2564 (รูปที่ 3 ขวา)

รูปที่ 3 (รูปซ้าย) การกระจายตัวของอัตราการขยายตัวของราคาที่อยู่อาศัยคาดการณ์ในแต่ละช่วงเวลา, (รูปขวา) ที่มาของอัตราการขยายตัวของราคาที่อยู่อาศัย ณ เปอร์เซนต์ที่ 5



นอกจากนี้ นโยบายภาคอสังหาริมทรัพย์ ในช่วงที่ผ่านมามีส่วนช่วยลดความเสี่ยงที่ราคาจะตกลงอย่างรุนแรงได้

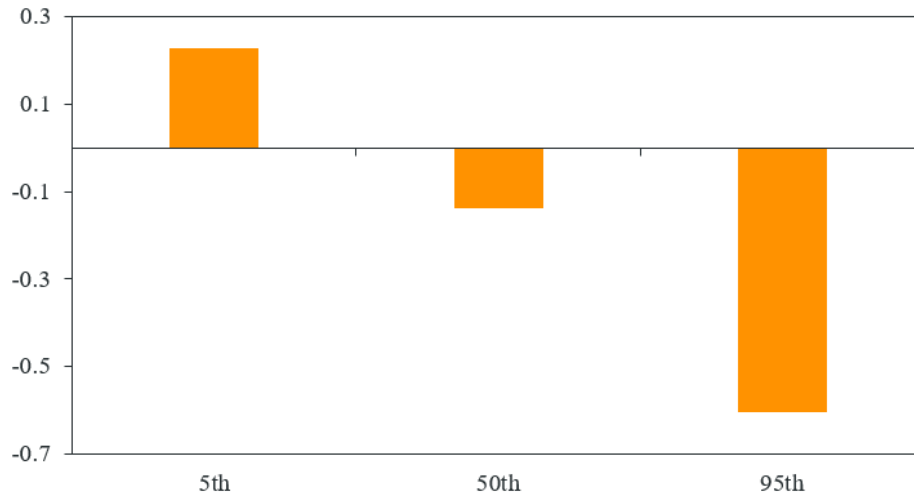
หนึ่งในนโยบายที่ช่วยลดความเสี่ยงด้านราคา คือ นโยบาย macroprudential โดยงานศึกษาของ IMF (2019) พบว่า นโยบาย macroprudential เช่น นโยบาย Loan to value (LTV) และ debt service ratio (DSR) กระทบราคาที่อยู่อาศัยมากกว่านโยบายการเงิน เนื่องจากราคาที่อยู่อาศัยไม่ใช่เป้าหมายโดยตรงของการทำนโยบายการเงิน ประกอบกับนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อตลาดที่อยู่อาศัยผ่านภาวะการเงินเป็นสำคัญ

ในภาพรวมพบว่านโยบาย macroprudential<sup>3</sup> ส่งผลดีต่อตลาดที่อยู่อาศัยโดยนโยบาย macroprudential แบบเข้มงวดช่วยลดความเสี่ยงทั้งด้านต่ำและสูง (รูปที่ 4) กล่าวคือ การลดอัตรา LTV ในปัจจุบัน ช่วยลดความเสี่ยงที่ราคาจะลดลงอย่างรุนแรงในหนึ่งปีข้างหน้า เนื่องจาก LTV ที่ต่ำลง (หรือก็คือเข้มงวดมากขึ้น) ทำให้ผู้กู้ต้องวางเงินดาวน์เพิ่มขึ้นและมีภาระผ่อนต่อเดือนลดลง จึงช่วยลดโอกาสที่ครัวเรือนและธุรกิจจะเร่งขายที่อยู่อาศัยเพื่อรักษาสภาพคล่องใน

<sup>3</sup> ดัชนี macroprudential ที่ใช้ในงานศึกษานี้คำนวณจากจำนวนครั้งที่ทำนโยบาย โดยหากนโยบายเข้มงวดขึ้น ดัชนีจะเพิ่มขึ้น 1 หน่วย แต่หากนโยบายเป็นแบบผ่อนคลาย ดัชนีจะลดลง 1 หน่วย และศึกษาโดยใช้ข้อมูล panel เพื่อให้ได้กลุ่มตัวอย่างการทำนโยบาย macroprudential ที่มากพอ

ยามวิกฤตไปด้วย ในทางกลับกัน หากใน 1 ปีข้างหน้าตลาดที่อยู่อาศัยขยายตัวดี อัตรา LTV ที่เข้มงวดขึ้นในปีที่ผ่านมาจะ  
ช่วยลดการเก็งกำไรและส่งผลกระทบต่อราคาที่อยู่อาศัยไม่ปรับสูงขึ้นไปมาก

รูปที่ 4 ผลของนโยบาย macroprudential ต่อราคาที่อยู่อาศัย ณ เปอร์เซ็นไทล์ต่าง ๆ



**Note:** solid bars represent coefficients that are significantly different from zero at the 0.1 level

ที่มา: คำนวณโดยผู้เขียน

**โดยสรุป** บทความนี้ชี้ให้เห็น nonlinear relationship ระหว่างภาวะเศรษฐกิจและราคาที่อยู่อาศัยในอนาคต โดยราคาเคลื่อนไหวสอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐาน อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้น และภาวะการเงินที่ผ่อนคลายในอดีต ช่วยลดความเสี่ยงที่ราคาที่อยู่อาศัยจะหดตัวอย่างรุนแรง นอกจากนี้ พบว่าราคาที่อยู่อาศัยในปี 2564 มีความเสี่ยงด้านต่ำเพิ่มขึ้นจากเศรษฐกิจที่หดตัวในปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม นโยบาย macroprudential ที่เข้มงวดขึ้นในช่วง 2 ปีที่ผ่านมาช่วยลดความเสี่ยงด้านต่ำต่อราคาที่อยู่อาศัยในปี 2564 ไม่ให้ราคาลดลงมาก

ข้อคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นความเห็นของผู้เขียน ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของสถาบันวิจัยเศรษฐกิจป๋วย อึ๊งภากรณ์