

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

มอง Bond yield จะปรับตัวขึ้นได้จำกัด และเคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 1.6-1.8% ในช่วงที่เหลือของปี ซึ่งจะลดแรงกดดันต่อตลาดหุ้น

ในช่วงที่เหลือของปี ตลาดยังมีปัจจัยกดดันจาก การขึ้นภาษีในสหรัฐฯ ซึ่งหากผ่านสภาสำเร็จ ก็อาจทำให้คาดการณ์กำไรปี 2022 ลง -4% จากระดับปัจจุบัน

และตลาดหุ้นจะถูกกดดันจาก ความกังวลต่อภาวะ Stagflation ซึ่งอาจทำให้ตลาดผันผวนต่อไป

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY	04
• ตลาดหุ้น	07
• ตลาดตราสารหนี้	16
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	18
GLOBAL ECONOMIC INSIGHT	22
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ	23
• เศรษฐกิจยุโรป	31
• เศรษฐกิจจีน	37
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น	43
• เศรษฐกิจไทย	47

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ได้ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์

ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก

กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscowealth.com

EXECUTIVE SUMMARY

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ปรับตัวขึ้นแรงมาอยู่ที่ระดับ 1.6% ตามที่เราคาด หลังการประชุม Fed ในเดือน ก.ย. ซึ่งมีการส่งสัญญาณขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าที่ตลาดคาด ทำให้ตลาดปรับตัวลงเล็กน้อย ในระยะข้างหน้า เรามอง Bond yield น่าจะเริ่มปรับขึ้นได้อย่างจำกัด และทรงตัวอยู่ในกรอบ 1.6-1.8% ในช่วงที่เหลือของปี ซึ่งจะลดแรงกดดันต่อตลาดหุ้น

จากการประเมินโดยใช้ Earning yield gap (EYG) ซึ่งเป็นส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังจากตลาดหุ้น (S&P500) หักลบด้วยผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลซึ่งไม่มีความเสี่ยง (Risk-free rate) พบว่าในภาวะเศรษฐกิจขยายตัวเช่นเดียวกับปัจจุบัน แนวโน้มการขยายตัวของกำไรจะทำให้ตลาดหุ้นมีความน่าสนใจมากขึ้น ในขณะที่ตลาดพันธบัตรถูกกดดันจากเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น ทำให้ EYG เคลื่อนไหวอยู่ในกรอบต่ำ 2.75-3.5%

ปัจจุบัน EYG ทรงตัวอยู่ที่ 3.5% ใกล้เคียงระดับสูงสุดในการะเศรษฐกิจขยายตัว ซึ่งชี้ว่าตลาดหุ้นได้สะท้อนความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดไปพอสมควรแล้ว หากสมมติให้ EYG ทรงตัวอยู่ที่ 3.5% และ Bond yield อยู่ในระดับ 1.6-1.8% ค่า P/E ของดัชนี S&P500 จะลดลงไปอยู่ที่ 18.9-19.6 เท่า หรือคิดเป็นดัชนีที่ 4,150-4,310 จุด ซึ่งชี้ว่าตลาดมี Downside ที่ค่อนข้างจำกัดจากระดับปัจจุบัน

อย่างไรก็ดี ตลาดหุ้นยังมีความเสี่ยงจาก 1) การปรับขึ้นภาษีนิติบุคคลในสหรัฐฯ ซึ่งอาจผ่านการพิจารณาอย่างรวดเร็วในช่วงเดือน พ.ย.- ธ.ค. นี้ และอาจทำให้คาดการณ์กำไรปี 2022 ลง -4% จากระดับปัจจุบัน และ 2) ความเสี่ยงจาก Stagflation ซึ่งถึงแม้เราจะมองว่ามีความเป็นไปได้น้อยที่จะเกิด แต่หากเงินเฟ้อยังเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และเริ่มมีสัญญาณการส่งผ่านของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ไปยังสินค้าอื่นๆ และราคาสินค้าที่เพิ่มขึ้นเริ่มกดดันการบริโภคจนทำให้เศรษฐกิจชะลอตัวลง เข้าสู่ภาวะ Stagflation ก็อาจทำให้ดัชนี S&P500 ลงไปเทรตที่ P/E ราว 13-14 เท่า หรือต่ำกว่าระดับปัจจุบันที่ 19-20 เท่า ถึง 30%

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- Bond yield ปรับตัวขึ้นแรงหลังการประชุม Fed มาอยู่ที่ 1.6% ตามที่เราคาด เรามอง Bond yield จะปรับตัวขึ้นได้จำกัด และเคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 1.6-1.8% ในช่วงที่เหลือของปี ซึ่งจะลดแรงกดดันต่อตลาดหุ้น
- ในช่วงที่เหลือของปี ตลาดยังมีปัจจัยกดดันจาก 1) การขึ้นภาษีในสหรัฐฯ ซึ่งหากผ่านสภาสำเร็จ ก็อาจทำให้คาดการณ์กำไรปี 2022 ลง -4% จากระดับปัจจุบัน
- และ 2) ความกังวลต่อภาวะ Stagflation ซึ่งอาจทำให้ตลาดผันผวนต่อไป

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting					Themes
	Underweight	Neutral	Overweight			
ตราสารหนี้ไทย		●				- อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวยังมีความเสี่ยงที่จะเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี จากที่ศทงนโยบายการเงินของ Fed ที่เข้มงวดขึ้น และอุปทานพันธบัตรสหรัฐฯ ที่จะกลับมาเพิ่มขึ้นหลังสภาผ่านงบกระตุ้นเศรษฐกิจ - คงคำแนะนำ Underweight
ตราสารทุน						
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ		●				- การฟื้นตัวของเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง ท่ามกลางผลบวกที่ลดลงของการเปิดเศรษฐกิจ และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจการคลัง - นอกจากนี้ ตลาดหุ้นมีความเสี่ยงจากแผนขึ้นภาษีนิติบุคคลที่อาจทำให้กำไรของ S&P500 ปี 2022 ลดลง -4pp - Valuation อยู่ในระดับที่แพงมาก ซึ่งการเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า ถูกจำกัดโดยนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย		●				- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นอย่างช้าๆ ท่ามกลางการคลายมาตรการ Lockdown และแผนการเปิดประเทศที่ชัดเจนขึ้น - การเพิ่มกรอบนโยบายการคลังเป็น 70% ของ GDP ช่วยหนุนให้ภาครัฐสามารถออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจได้อย่างต่อเนื่อง - ความเสี่ยงจากปัญหาการเมืองภายในประเทศ - Earnings growth อาจถูกปรับลง จากการกลับมาระบาดของ COVID-19 - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน			●			- เศรษฐกิจเริ่มมีแนวโน้มชะลอตัวลง ตามการควบคุมการใช้ไฟฟ้าในภาคอุตสาหกรรม และแนวทางการใช้มาตรการควบคุมการระบาดที่เข้มงวด - อย่างไรก็ตาม PBOC มีการกลับมาผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม โดยลดอัตราดอกเบี้ย RRR ในกลางเดือน ก.ค. และเริ่มอัดฉีดสภาพคล่องเพิ่มในกลางเดือน ก.ย. - ตลาดหุ้นจะตอบรับต่อการเพิ่มกฎระเบียบไปค่อนข้างมากแล้ว ทำให้การออกกฎระเบียบเพิ่มเติมอาจกลับกลายเป็นข่าวดีที่จะสร้างความชัดเจนให้กับตลาดในระยะข้างหน้า - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ		●				- ได้รับประโยชน์จากการเปลี่ยนพฤติกรรมของประชากร ที่หันมาใช้เทคโนโลยีมากขึ้น เนื่องจากมีสินค้าส่งออกประเภทเครื่องใช้อิเล็กทรอนิกส์ และส่วนประกอบคอมพิวเตอร์ เป็นสัดส่วนมาก - คาดการณ์กำไรถูกปรับขึ้นค่อนข้างมาก ตามสัดส่วนภาคการผลิตที่สูง เทียบกับขนาดเศรษฐกิจ - มีความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed - คงน้ำหนัก Neutral
ตลาดหุ้นอินเดีย		●				- มีความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อที่ปรับขึ้นสูง ซึ่งอาจทำให้ธนาคารกลางต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค - Valuation อยู่ในระดับที่แพงมาก เมื่อเทียบกับประเทศในกลุ่ม Emerging Markets ด้วยกัน - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น			●			- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น ท่ามกลางจำนวนผู้ติดเชื้อชะลอตัวลงมากในช่วงเดือน ก.ค.-ค.ค. และความคืบหน้าในการฉีดวัคซีน - เงินเฟ้อยังอยู่ในระดับต่ำ เปิดทางให้ใช้นโยบายผ่อนคลายการเงินนานกว่า Fed - ตลาดหุ้นมักจะไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากการถอนนโยบายการเงินของ Fed - คงน้ำหนัก Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป				●		- เศรษฐกิจยังคงฟื้นตัวขึ้น หนุนโดยภาคบริการเป็นสำคัญ ตามการเปิดเศรษฐกิจ - มีปัจจัยบวกจากกองทุน EU Recovery Fund เริ่มจัดสรรแล้วในเดือน ส.ค. และก่อนใหญ่ราว 60% จะถูกจัดสรรต่อเมื่อในปี 2022 - เยอรมนีกำลังจัดตั้งรัฐบาล ซึ่งหากได้พรรค SPD เป็นแกนนำ ก็จะสามารถสนับสนุนให้มีการใช้จ่าย กระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น - Earnings มีแนวโน้มขยายตัวได้ดี - คงน้ำหนัก Overweight
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา	●					- โครงสร้างทางเศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด และทุนสำรองต่ำ - มีข้อจำกัดในการกระตุ้นเศรษฐกิจทางการคลัง - ตลาดหุ้นมีความอ่อนไหวต่อนโยบายการเงินของสหรัฐฯค่อนข้างมาก มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูงกว่าประเทศอื่นในกลุ่ม EM - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก						
ทองคำ		●				- Fed ยังมีท่าที Hawkish อย่างชัดเจน - นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นจะทำให้ราคาทองคำมีแนวโน้มลดลงต่อจากนี้ - แนะนำให้นักลงทุนขายทองคำ และเข้าซื้อที่ระดับต่ำกว่า \$1,700 ต่อออนซ์ - คงคำแนะนำ Underweight
น้ำมัน		●				- ราคาน้ำมัน WTI มีแนวโน้มทรงตัวในระดับสูงต่อเนื่อง ท่ามกลางอุปสงค์จากการกักตุนพลังงานสำหรับช่วงฤดูหนาว - ในขณะที่อุปทานยังคงฟื้นตัวช้า ความต้องการใช้น้ำมันที่อ่อนแอลง และการประกาศลดระดับน้ำมันจากคลังสำรองทางยุทธศาสตร์ของจีน - คงน้ำหนัก Neutral
US REITs		●				- ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ยังมีความน่าสนใจ - ได้ประโยชน์จากการเปิดเศรษฐกิจ และราคาก่อนที่ปรับเพิ่มขึ้นแรง - อย่างไรก็ตาม มีความเสี่ยงจากการลดการเข้าซื้อ MBS ของ Fed - คงน้ำหนัก Neutral
J-REITs		●				- ราคาที่ดินในญี่ปุ่นยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น - นโยบาย Yield Curve Control ของ BoJ ช่วยให้ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ของ J-REITs อยู่ในระดับสูง - อย่างไรก็ตาม นโยบายการเงินของธนาคารกลางทั่วโลกเริ่มเข้มงวดขึ้น ทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวในตลาดมีแนวโน้มสูงขึ้น เป็นปัจจัยลบต่อตลาดอสังหาริมทรัพย์ - คงคำแนะนำ Neutral

Past Performance

ASEAN	Last	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
Thailand SET	1,637	0.2%	-0.6%	-0.4%	0.4%	6.0%	5.0%	35.6%	13.0%
Philippines PCOMP	7,252	0.6%	-1.1%	-0.2%	4.3%	13.8%	13.5%	11.7%	1.6%
Indonesia JCI	6,659	0.5%	-0.3%	0.0%	8.4%	9.1%	11.6%	29.5%	11.4%
Singapore STI	3,205	0.1%	-0.1%	0.2%	4.7%	2.1%	-0.0%	27.0%	12.7%
Malaysia KLCI	1,586	-0.1%	-0.0%	-1.2%	3.5%	4.9%	-2.3%	6.1%	-2.5%
Asia	Last	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
HK HSI	25,983	-0.6%	0.0%	0.8%	7.4%	-0.8%	-10.3%	4.3%	-4.6%
China H HSCEI	9,237	-0.9%	-0.4%	1.1%	7.3%	-1.3%	-15.9%	-8.8%	-14.0%
MSCI China	97	0.0%	0.1%	1.4%	8.3%	1.7%	-13.1%	-6.4%	-11.1%
China CSI300	4,963	-0.3%	0.4%	0.8%	2.3%	0.8%	-2.2%	5.8%	-4.8%
Taiwan TWSE	17,034	0.8%	0.0%	0.8%	-1.3%	-2.1%	-3.1%	32.0%	15.6%
Korea KOSPI	3,049	0.9%	0.5%	0.7%	-2.4%	-5.5%	-5.2%	30.1%	6.1%
MSCI Korea	904	0.0%	0.3%	-0.2%	-4.4%	-8.3%	-10.4%	22.4%	-2.4%
India SENSEX	61,042	0.1%	0.2%	-1.1%	1.7%	15.5%	26.2%	52.1%	27.8%
MSCI India	2,078	0.0%	-0.1%	-2.4%	0.2%	12.8%	24.5%	51.1%	29.9%
Developed Market	Last	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
Australia AS 200	7,443	0.0%	0.3%	0.9%	1.4%	0.7%	5.6%	20.9%	13.0%
Japan TOPIX	2,018	1.2%	-0.3%	-0.4%	-3.5%	4.8%	5.2%	24.7%	11.8%
Japan Nikkei 225	29,106	1.8%	-0.7%	-0.4%	-3.8%	4.6%	-0.1%	23.9%	6.1%
Europe STOXX600	474	0.3%	0.1%	1.1%	2.2%	2.7%	7.6%	33.0%	18.7%
Euro STOXX50	4,202	0.3%	-0.0%	0.8%	1.0%	2.4%	4.5%	35.3%	18.3%
US Dow Jones	35,741	0.0%	0.2%	1.4%	2.7%	1.7%	5.2%	29.1%	16.8%
US S&P500	4,566	0.0%	0.5%	1.8%	2.5%	3.3%	9.0%	34.3%	21.6%
MSCI US REITs	1,471	0.0%	0.3%	1.7%	4.8%	3.3%	12.3%	41.6%	29.4%
J-REITs	2,066	-0.4%	0.3%	-1.9%	-0.9%	-3.3%	0.6%	24.4%	15.8%
Europe	Last	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
UK FTSE 100	7,240	0.2%	0.3%	0.3%	2.7%	3.1%	4.0%	25.0%	12.1%
Germany DAX	15,683	0.5%	0.4%	1.1%	1.0%	0.4%	2.5%	28.8%	14.3%
France CAC 40	6,728	0.2%	-0.3%	0.9%	1.3%	2.3%	7.2%	39.7%	21.2%
Switzerland SMI	12,126	0.5%	0.1%	1.5%	2.6%	0.6%	8.6%	21.4%	13.3%
Portugal PSI 20	5,718	-0.3%	-0.7%	0.8%	5.4%	12.1%	13.9%	41.1%	16.7%
Spain IBEX 35	8,936	0.2%	0.2%	-0.7%	0.7%	1.8%	2.7%	31.5%	10.7%
Italy FTSE MIB	26,889	0.3%	0.9%	2.1%	3.5%	6.3%	9.7%	41.9%	20.9%
Latin America	Last	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
Brazil BOVESPA	108,715	0.0%	2.3%	-5.0%	-4.0%	-13.7%	-9.9%	7.6%	-8.7%
Chile IPSA	4,176	0.0%	2.2%	4.2%	-4.6%	0.7%	-14.2%	12.7%	-0.0%
Mexico MEXBO	51,834	0.0%	-0.1%	-1.6%	1.4%	1.8%	5.9%	35.5%	17.6%
Regional	Last	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
MSCI Asia Pac ex Japan	662	0.0%	0.1%	0.5%	3.0%	0.9%	-5.9%	13.4%	-0.1%
MSCI Latin America	2,199	0.0%	3.0%	-3.3%	-4.3%	-13.9%	-9.5%	12.5%	-10.3%
MSCI All Country World	744	0.0%	0.3%	0.7%	1.9%	2.4%	5.4%	29.9%	15.2%
Commodities	Last	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
WTI Spot	83.57	-0.2%	0.0%	0.7%	13.0%	16.2%	35.0%	116.7%	72.2%
Brent Spot	85.89	-0.1%	0.5%	1.0%	10.0%	15.3%	30.8%	112.3%	65.8%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	2.32	0.09	0.46	0.20	-1.79	-0.27	-1.42	0.42	-0.96
Gold Spot	1803.37	-0.2%	0.8%	1.9%	2.9%	0.2%	1.4%	-5.2%	-4.8%
Gold ETF Holdings (tonnes)	3053.14	0.0%	-0.1%	-0.4%	-1.4%	-2.0%	-1.5%	-11.7%	-8.3%
Bloomberg Agri Subindex	58.06	-0.0%	0.9%	1.3%	2.3%	-0.6%	-0.4%	36.8%	20.9%
Thai Bond Index	Last	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
ThaiBMA Govt Bond index	314.53	0.0%	0.1%	-0.0%	-1.7%	-2.5%	-0.2%	-3.5%	-5.0%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	213.78	0.0%	0.0%	-0.0%	-0.3%	-0.2%	-0.0%	0.4%	-0.1%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	307.27	0.0%	0.1%	-0.1%	-1.0%	-1.2%	0.1%	0.0%	-1.3%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	408.07	0.0%	0.2%	-0.0%	-1.7%	-2.7%	0.1%	-1.4%	-3.0%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	260.64	0.0%	0.1%	-0.0%	-0.9%	-1.3%	0.1%	-0.1%	-1.2%
Thai Bond Yields (bps)	Last	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
1Y	0.52	0	-0	0	2	4	7	-0	17
2Y	0.70	0	-0	3	17	19	22	12	31
5Y	1.22	0	-2	2	28	41	16	35	62
10Y	1.98	0	-5	-5	19	38	13	57	70
Spread 10Y-2Y	128	0	-4	-8	3	19	-10	45	38
Foreign Bond Yields (bps)	Last	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
US 10Y	1.64	1	-0	-0	19	35	7	84	72
Japan 10Y	0.11	0	1	2	5	10	3	7	9
UK 10Y	1.14	0	-0	-3	22	57	39	87	95
German 10Y	(0.11)	1	-1	-0	12	31	14	47	46
Spain 10Y	0.52	1	-2		11	24	12	33	47
Italy 10Y	0.97	1	-3	2	19	34	17	23	43
Others	Last	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
VIX index	15.24	0.0%	-0.2	-0.5	-2.5	-2.3	-2.4	-17.2	-7.5
Dollar index	93.91	0.1%	0.2%	0.2%	0.6%	1.4%	3.4%	0.9%	4.4%
USD/THB	33.17	0.3%	-0.0	-0.6%	-1.2%	0.8%	5.5%	6.1%	10.6%
EUR/USD	1.16	-0.0%	-0.3%	-0.3%	-0.9%	-1.8%	-4.0%	-1.8%	-5.1%
GBP/USD	1.38	0.1%	0.0	-0.2%	0.5%	-0.4%	-0.8%	5.7%	0.9%
USD/JPY	114.00	0.2%	0.2%	-0.3%	2.7%	3.3%	5.4%	8.7%	10.4%
USD/CNY	6.38	-0.0%	0.0	0.0%	-1.1%	-1.5%	-1.6%	-4.9%	-2.2%
USD/CNH	6.38	-0.1%	0.0%	0.2%	-1.2%	-1.6%	-1.4%	-4.8%	-1.9%
As of						10/26/2021	02:19:39 PM		

ตลาดหุ้น

Bond yield ปรับตัวขึ้นแรงหลังการประชุม Fed มาอยู่ที่ 1.6% และกดดันให้ตลาดหุ้นปรับฐานเล็กน้อย ตามที่เราคาด เรามอง Bond yield จะปรับตัวขึ้นได้จำกัด และเคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 1.6-1.8% ในช่วงที่เหลือของปี ซึ่งจะลดแรงกดดันต่อตลาดหุ้น อย่างไรก็ตาม ในช่วงที่เหลือของปี ตลาดยังมีปัจจัยกดดันจาก 1) การขึ้นภาษีในสหรัฐฯ ซึ่งหากผ่านสภาสำเร็จ ก็อาจทำให้คาดการณ์กำไรปี 2022 ลง -4% จากระดับปัจจุบัน และ 2) ความกังวลต่อภาวะ Stagflation ซึ่งอาจทำให้ตลาดผันผวนต่อไป

เรามอง Bond yield จะทรงตัวที่ระดับ 1.6-1.8% ในช่วงที่เหลือของปี

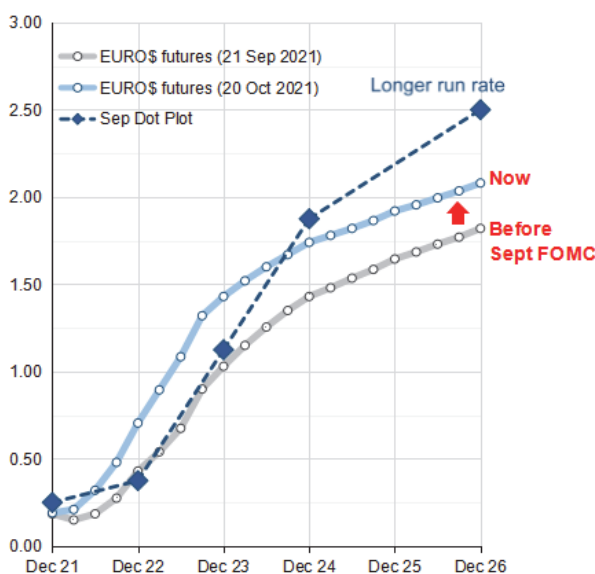
อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ปรับตัวขึ้นแรงมาอยู่ที่ระดับ 1.6% หลังการประชุม Fed ในเดือน ก.ย. ซึ่งมีการส่งสัญญาณขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าที่ตลาดคาด โดยอาจเริ่มขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกในปี 2022 และอาจขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่องในปี 2023 และ 2024 อีกปีละ 3 ครั้ง

ในระยะข้างหน้า เรามอง Bond yield น่าจะเริ่มปรับขึ้นได้อย่างจำกัด และทรงตัวอยู่ที่ระดับ 1.6-1.8% ในช่วงที่เหลือของปี จากการประเมิน 2 วิธี ดังนี้

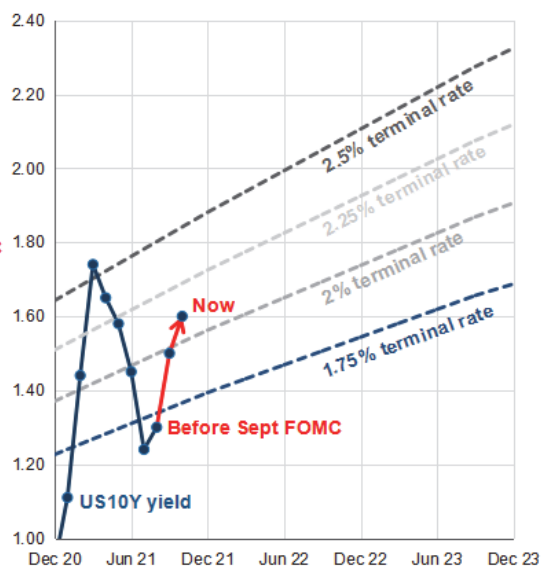
1. สมมติให้ Bond yield อายุ 10 ปี เพิ่มขึ้นสะท้อนแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ไปจนถึงระดับ 2-2.25% ซึ่งจะทำให้ Bond yield เพิ่มขึ้นเป็น 1.6-1.8%
2. สมมติให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield) เพิ่มขึ้นจากปัจจุบันที่ -0.9% กลับขึ้นไปเท่ากับจุดสูงสุดในช่วงเดือน มี.ค. ที่ -0.6% ซึ่งชี้ว่า Bond yield อาจเพิ่มขึ้นอีก +30bps เป็น 1.8%

แผนภาพที่ 1: Bond yield สหรัฐฯ มีการปรับขึ้นแรง หลังการประชุม Fed ในเดือน ก.ย.

Eurodollar futures vs Fed dot plots

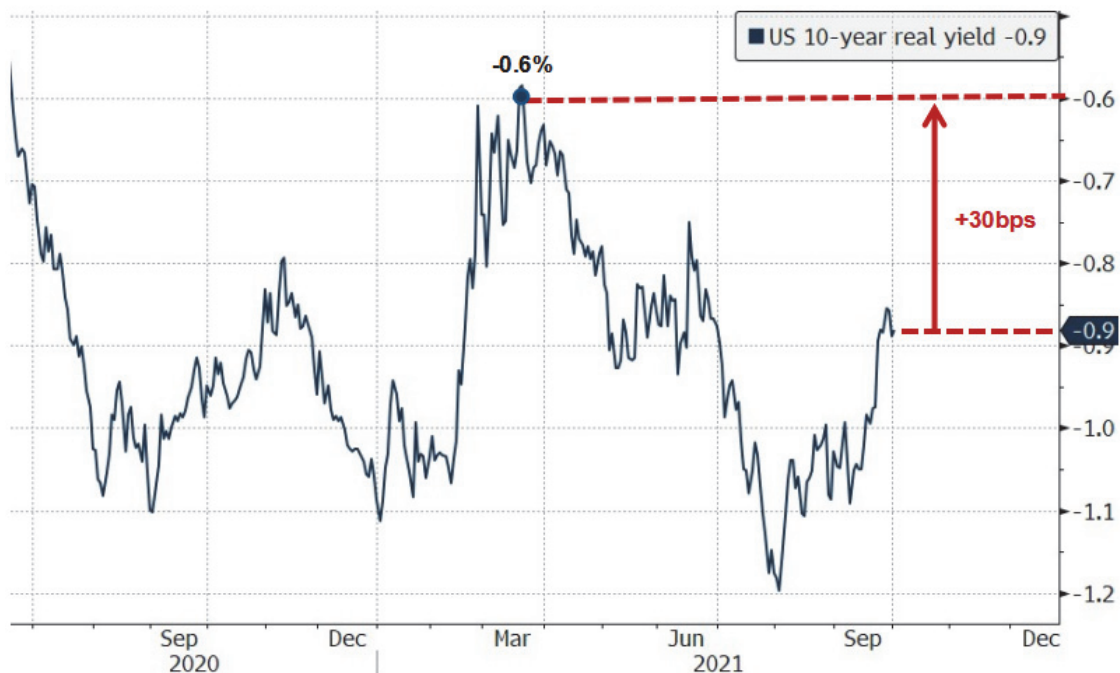


Market currently prices the terminal rate at 2%, below the Fed's 2.5%



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 2: หาก Real yield เพิ่มขึ้น จากปัจจุบันที่ -0.9% กลับขึ้นไปเท่ากับจุดสูงสุดในช่วงเดือน มี.ค. ที่ -0.6% ซึ่งชี้ว่า Bond yield อาจเพิ่มขึ้นอีก +30bps เป็น 1.8%



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เรามองการปรับเพิ่มขึ้นของ Bond yield จะส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นค่อนข้างจำกัด

เรามอง Downside ของตลาดหุ้นจากการเพิ่มขึ้นของ Bond yield ค่อนข้างจำกัด จากการประเมินโดยใช้ Earning yield gap (EYG) ซึ่งคือส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังจากตลาดหุ้น หักลบด้วยผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลซึ่งไม่มีความเสี่ยง (Risk-free rate)

EYG คำนวณได้จากคาดการณ์ผลกำไรหารด้วยราคาหุ้น (E/P หรือส่วนกลับของ P/E ratio) หักลบด้วยผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี หรืออีกนัยหนึ่ง EYG คือ ผลตอบแทนส่วนเพิ่ม (Risk premium) ที่นักลงทุนต้องการเพื่อชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหุ้น ซึ่งเทียบเคียงได้กับ Credit spread เพื่อชดเชยความเสี่ยงผิดนัดชำระหนี้ในกรณีของตราสารหนี้เอกชนนั่นเอง

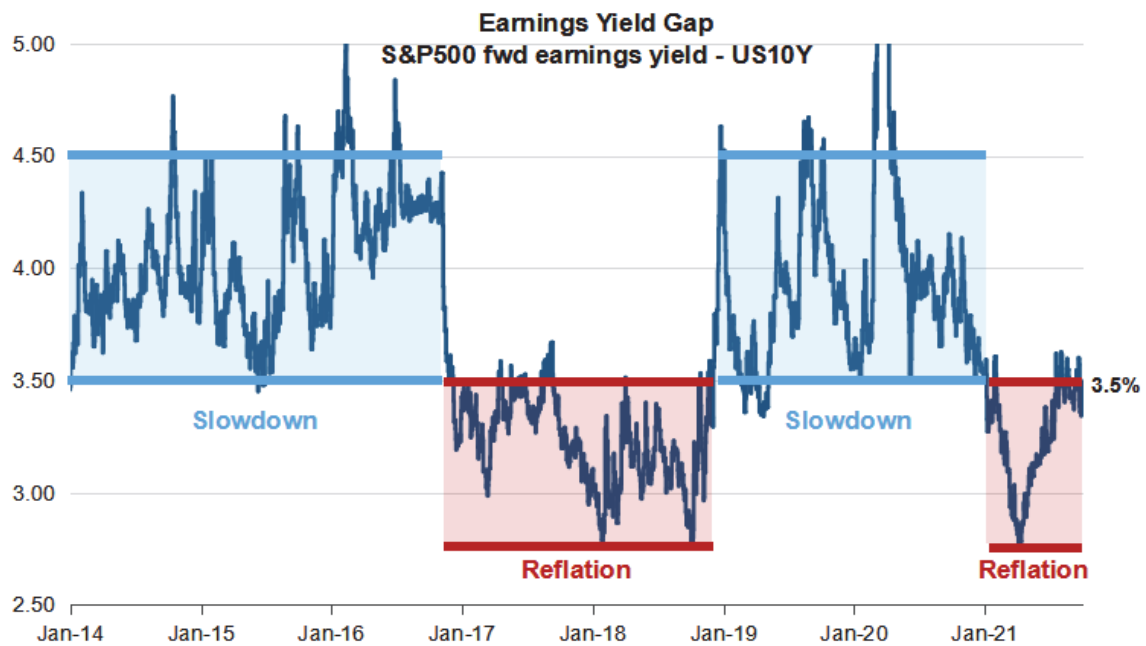
ในภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว อัตราเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยจะมีแนวโน้มลดลงซึ่งเป็นปัจจัยบวกต่อตลาดพันธบัตร ทำให้ความ

ต้องการลงทุนในพันธบัตรเพิ่มขึ้น ในขณะที่ความต้องการลงทุนในตลาดหุ้นลดลง EYG จะปรับตัวเพิ่มขึ้นเพื่อสะท้อนความเสี่ยงดังกล่าว ซึ่งเห็นได้จากช่วงเศรษฐกิจชะลอตัวปี 2014-16 และ 2019-20 ที่ EYG เพิ่มขึ้นไปอยู่ในกรอบ 3.5-4.5%

ในทางกลับกัน ในภาวะเศรษฐกิจขยายตัว แนวโน้มการขยายตัวของกำไรจะทำให้ตลาดหุ้นมีความน่าสนใจมากขึ้น ในขณะที่ตลาดพันธบัตรถูกกดดันจากเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น จึงทำให้ EYG ลดต่ำลง เช่นในช่วงปี 2017-18 และ 2021 ซึ่ง EYG เคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 2.75-3.5%

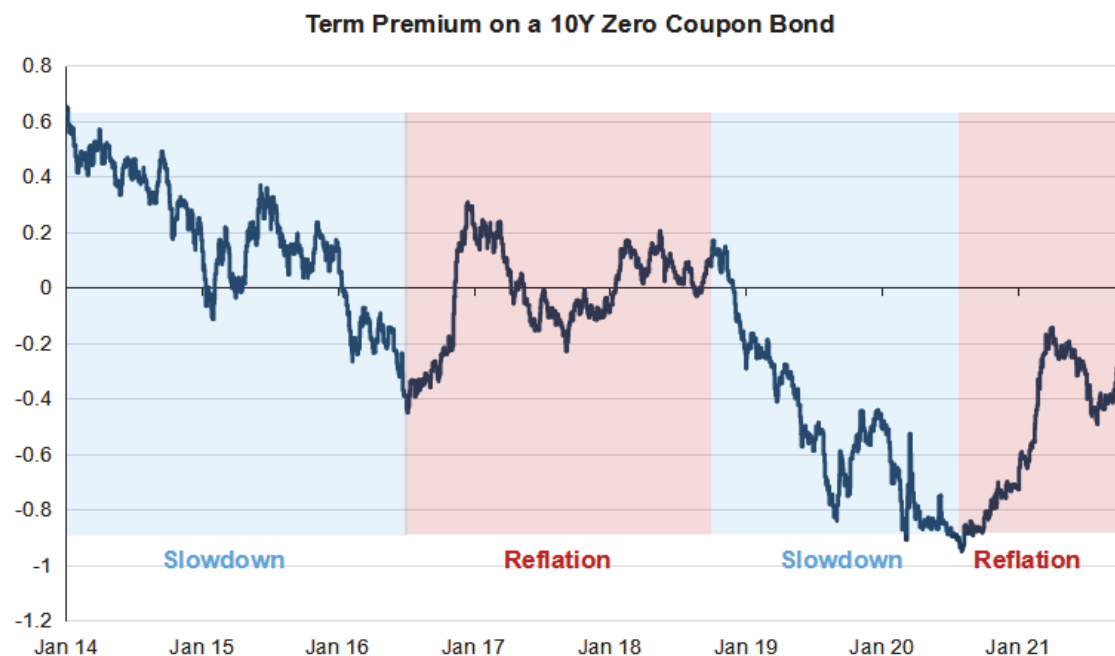
ปัจจุบัน EYG ทรงตัวอยู่ที่ 3.5% ใกล้เคียงระดับสูงสุดในภาวะเศรษฐกิจขยายตัว ซึ่งชี้ว่าตลาดหุ้นได้สะท้อนความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดไปพอสมควรแล้ว หากสมมติให้ EYG ทรงตัวอยู่ที่ 3.5% และ Bond yield อยู่ที่ระดับ 1.6-1.8% ค่า P/E ของดัชนี S&P500 จะลดลงไปอยู่ที่ 18.9-19.6 เท่า หรือคิดเป็นดัชนีที่ 4,150-4,310 จุด ซึ่งชี้ว่าตลาดมี Downside ที่ค่อนข้างจำกัดจากระดับปัจจุบัน

แผนภาพที่ 3: Earning Yield Gap ปัจจุบันอยู่ที่ 3.5% ใกล้เคียงระดับสูงสุดในภาวะเศรษฐกิจขยายตัว ซึ่งชี้ว่าตลาดหุ้นได้สะท้อนความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดไปพอสมควรแล้ว



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 4: ในภาวะเศรษฐกิจขยายตัว (Reflation) Term premium ในตลาดพันธบัตรจะเพิ่มสูงขึ้น สะท้อน Interest rate risk หรือความเสี่ยงจากการถือพันธบัตรระยะยาวที่เพิ่มขึ้นในช่วงดอกเบี้ยขาขึ้น



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 5: หากสมมติให้ EYG ทรงตัวอยู่ที่ 3.5% และ Bond yield อยู่ในระดับ 1.6-1.8% ค่า P/E ของดัชนี S&P500 จะลดลงไปอยู่ที่ 18.9-19.6 เท่า หรือคิดเป็นดัชนีที่ 4,150-4,310 จุด ใกล้เคียงปัจจุบัน

S&P500 index sensitivity to different earnings yield gaps and 10-year bond yields

		US 10-year bond yield (%)							
		1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0
Earnings Yield Gap S&P500 fwd earnings yield - US10Y	3.0	5116	5000	4889	4783	4681	4583	4490	4400
	3.1	5000	4889	4783	4681	4583	4490	4400	4314
	3.2	4889	4783	4681	4583	4490	4400	4314	4231
	3.3	4783	4681	4583	4490	4400	4314	4231	4151
	3.4	4681	4583	4490	4400	4314	4231	4151	4074
	3.5	4583	4490	4400	4314	4231	4151	4074	4000
	3.6	4490	4400	4314	4231	4151	4074	4000	3929
	3.7	4400	4314	4231	4151	4074	4000	3929	3860
	3.8	4314	4231	4151	4074	4000	3929	3860	3793
	3.9	4231	4151	4074	4000	3929	3860	3793	3729
	4.0	4151	4074	4000	3929	3860	3793	3729	3667

ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ดี ตลาดหุ้นยังมีความเสี่ยงจาก 2 ปัจจัย ได้แก่ การปรับขึ้นภาษีนิติบุคคล และความเสี่ยงจาก Stagflation ซึ่งอาจเป็นปัจจัยที่จะทำให้ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ปรับขึ้นได้จำกัดในช่วงที่เหลือของปี

เราประเมินแผนขึ้นภาษีจะกระทบกำไรของ S&P500 ในปีหน้าราว 4-7%

สภาผู้แทนฯของสหรัฐฯ กำลังอยู่ในระหว่างพิจารณาแผนขึ้นภาษี โดยในรายละเอียดมีการเสนอให้ขึ้นภาษีนิติบุคคลเป็น 26.5% จากปัจจุบันที่ 21% และขึ้นภาษีกำไรจากนอกประเทศ (GILTI) เป็น 16.5% จากปัจจุบันที่ 10.5% เพื่อใช้จ่ายในมาตรการส่งเสริมสวัสดิการมูลค่า USD1.9-2.3trn เราประเมินว่าแผนดังกล่าวอาจทำให้กำไรปี 2022 ของ S&P500 ลดลง -4%

แผนดังกล่าวยังมีความไม่แน่นอน และอาจมีการปรับเปลี่ยนระหว่างการพิจารณาอีก ซึ่งในกรณีเลวร้ายสุด คือ ปรับ

ขึ้นตามแผนที่ประธานาธิบดี Biden เสนอก่อนหน้านี้ โดยจะขึ้นภาษีนิติบุคคลเป็น 28% และขึ้นภาษีกำไรจากนอกประเทศ (GILTI) เป็น 21% เพื่อใช้จ่ายในมาตรการส่งเสริมสวัสดิการมูลค่า USD3.5trn ซึ่งอาจทำให้กำไรปี 2022 ลดลงมากถึง -7%

เรามองว่าแผนดังกล่าวอาจผ่านการพิจารณาอย่างรวดเร็วสุดในช่วงเดือน พ.ย.- ธ.ค. นี้ ซึ่งอาจทำให้นักวิเคราะห์ปรับลดคาดการณ์กำไรในช่วง 1-2 เดือนหลังจากนั้น โดยเทียบเคียงกับกรณีการลดภาษีซึ่งผ่านการพิจารณาในสภาในช่วงต้นเดือน ธ.ค. 2017 และมีการปรับขึ้นคาดการณ์กำไรของปี 2018-2019 ต่อเนื่องจนถึงช่วงต้นเดือน ก.พ. 2018

คาดการณ์กำไรของปี 2022 ในช่วงที่ผ่านมา ยังคงค่อนข้างทรงตัว และชี้ว่านักวิเคราะห์ยังไม่ได้มีการรวมผลของแผนภาษีเข้าไปในคาดการณ์ ซึ่งหากแผนภาษีผ่านสภา ก็อาจทำให้ตลาดหุ้นปรับตัวลงอีกครั้ง

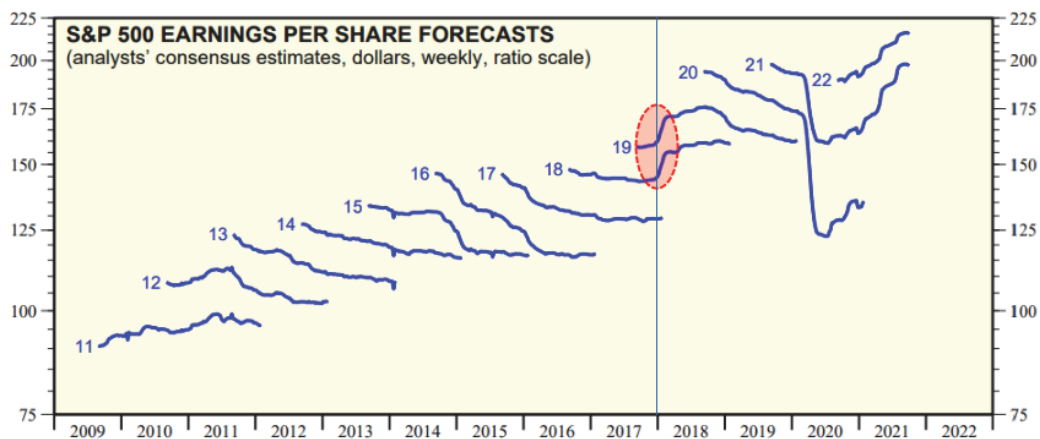
แผนภาพที่ 6: แผนขึ้นภาษีของสภาอาจทำให้กำไรของ S&P500 ในปี 2022 ลดลงราว -4% จากระดับปัจจุบัน แต่หากขึ้นตามแผนของประธานาธิบดี Biden ก็อาจทำให้กำไรลดลงมากถึง -7%

	Current	Biden plan		House plan	
		Proposed	Impact on 2022 EPS	Proposed	Impact on 2022 EPS
Corporate tax hike	21.0%	28%	-\$10.5	26.5%	-\$8.3
GILTI tax hike	10.5%	21%	-\$6.3	16.5%	-\$3.6
Minimum book tax	n.a.	15%	-\$2.0	n.a.	n.a.
Stimulus plans		\$3,500bn	\$3.8	\$2,000bn	\$2.7
Total impact on 2022 EPS			-\$15.0		-\$9.2
Consensus 2022 EPS	\$222				
Adjusted 2022 EPS			\$207	\$213	
2022 EPS growth	9%	2%		5%	

ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 7: คาดการณ์กำไรของปี 2022 ก่อนช่วงทรงตัว และชี้ว่านักวิเคราะห์ยังไม่ได้รวมผลของแผนภาษีเข้าไปในคาดการณ์

In 2017, earnings were largely revised up after the passage of tax cuts into law in early December



ที่มา: Yardeni, Wikipedia, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เรามองภาวะ Stagflation มีความเป็นไปได้น้อย แต่หากเกิดขึ้นจริงอาจทำให้ตลาดหุ้นลดลงได้ถึง -30%

ท่ามกลางข่าวราคาพลังงานที่ปรับตัวขึ้นสูง ปัญหาสินค้าขาดแคลนจาก Supply chain disruptions ประกอบกับตัวเลขเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงในช่วงที่ผ่านมา ทำให้ตลาดเริ่มกังวลต่อภาวะเงินเฟ้อสูง ในขณะที่เศรษฐกิจจะชะลอตัวลง หรือที่เรียกกันว่า Stagflation

เราประเมินผลกระทบต่อตลาดหุ้นในกรณีที่เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะ Stagflation โดยใช้ Earning Yield Gap Model ในการวิเคราะห์ และเทียบกับภาวะตลาดในช่วงปี 2011-2012 ที่โมเมนตัมการฟื้นตัวของเศรษฐกิจเริ่มแผ่วลงจากที่เติบโต 2.7% ในปี 2010 เหลือเพียง 1.5% ในปี 2011 ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นไปแตะ 4% ในปี 2011 ตามราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้นสูงถึง 120 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล ท่ามกลางการประท้วงโค่นล้มรัฐบาลในหลายประเทศในตะวันออกกลาง (Arab Spring)

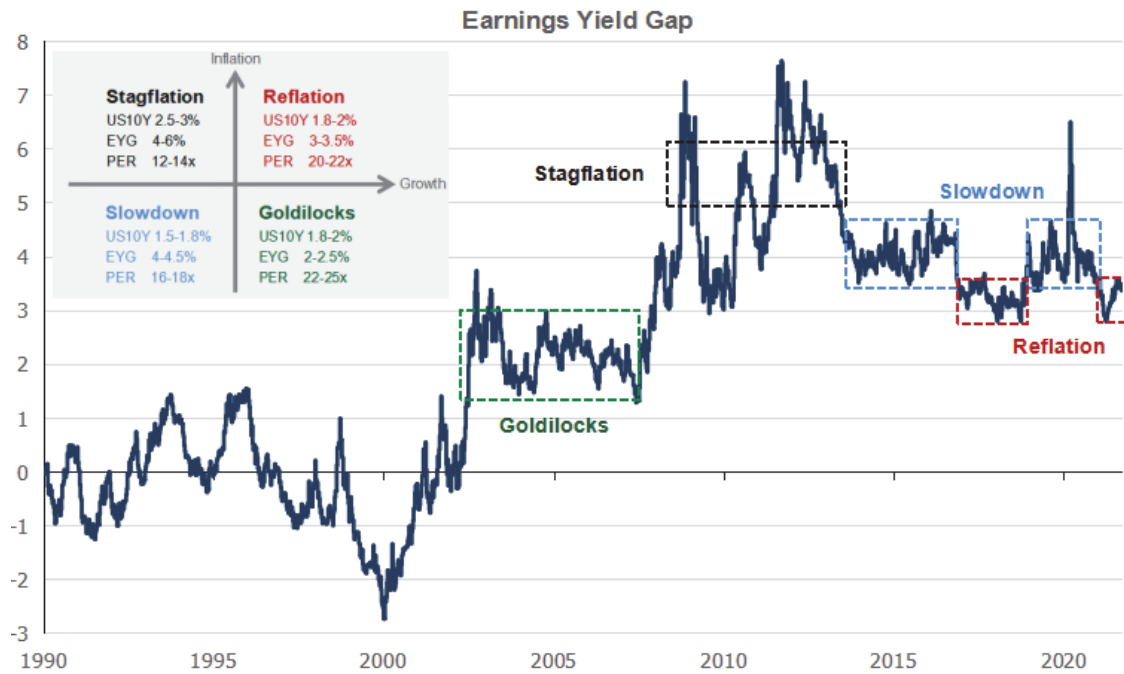
ในช่วงดังกล่าว ธนาคารกลางหลายประเทศเริ่มใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นเพื่อสกัดเงินเฟ้อ เช่น ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ซึ่งขึ้นดอกเบี้ยถึง 2 ครั้งในปี 2011 ถึงแม้ว่าเศรษฐกิจยุโรปในตอนนั้นจะชะลอตัวอย่างหนัก และมีความเสี่ยงการผิดนัดชำระหนี้ภาครัฐ ของประเทศในกลุ่ม PIIGS (โปรตุเกส อิตาลี ไอร์แลนด์ กรีซ สเปน) รวมด้วย ในขณะที่ Fed แม้จะยังคงนโยบายการเงินที่ผ่อนคลาย แต่ก็เริ่มมีการหารือถึงแผนการถอนมาตรการกระตุ้น (Exit Strategy) ในช่วงดังกล่าว

เศรษฐกิจที่ชะลอตัว ท่ามกลางแรงกดดันเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้น ซึ่งกดดันให้ธนาคารกลางจำเป็นต้องถอนนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจ นับเป็นส่วนผสมที่เลวร้ายสำหรับตลาดหุ้น และส่งผลให้ดัชนี S&P500 ปรับฐานลงแรงถึงราว 20% ในช่วงครึ่งหลังของปี 2011 ในขณะที่ Earning Yield Gap (EYG) ได้พุ่งสูงขึ้นไปอยู่ระดับ 5-6% เพื่อสะท้อนความเสี่ยงจากทั้งเศรษฐกิจที่ชะลอตัวและนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นไปพร้อมๆ กัน

เราประเมินผลกระทบต่อตลาดหุ้น หากเศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะ Stagflation โดยสมมติให้ EYG เพิ่มขึ้นไปอยู่ 5-6% เช่นเดียวกับไปช่วงปี 2011-12 และให้ Bond yield เพิ่มขึ้นเป็น 2.5-3% เพื่อ

สะท้อนแนวโน้มดอกเบี้ยที่สูงขึ้นตามอัตราเงินเฟ้อ ตามสมมติฐานดังกล่าว ดัชนี S&P500 จะลงไปเทรดที่ P/E ราว 13-14 เท่า หรือต่ำกว่าระดับปัจจุบันที่ 19-20 เท่าถึง 30%

แผนภาพที่ 8: ภาวะ Stagflation อาจทำให้ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ปรับลดลงไปเทรดในกรณีเลวร้ายสุดที่ระดับ 12-14 เท่า ต่ำกว่าระดับปัจจุบัน -30%



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

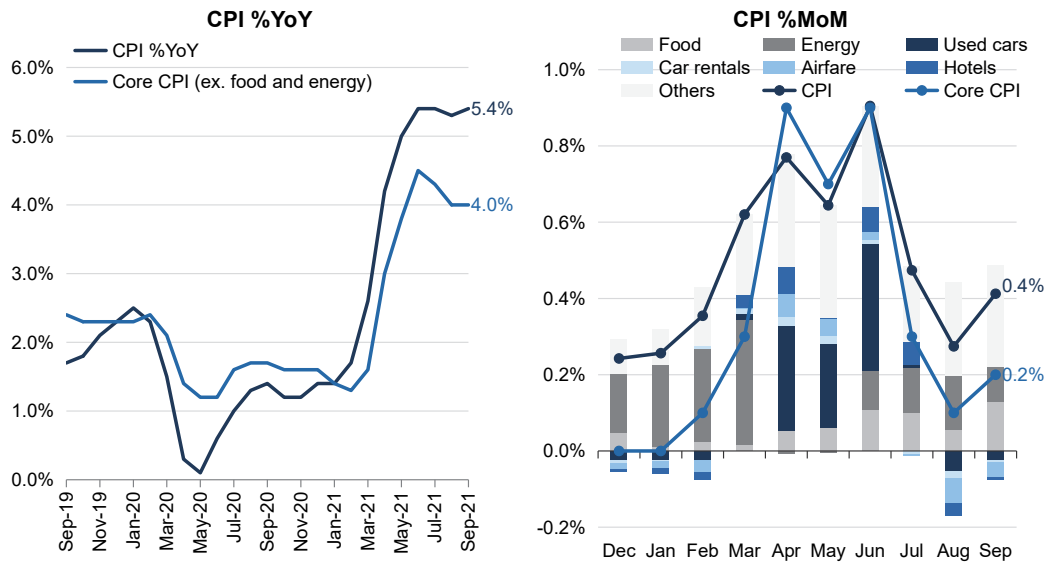
เรามองโอกาสเกิด Stagflation ก่อนข้างต่ำ

ถึงแม้อัตราเงินเฟ้อ (CPI) ของสหรัฐฯ มีการปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงต้นปี และทรงตัวในระดับสูงกว่า 5% ต่อเนื่องมาตั้งแต่เดือน พ.ค. แต่เรามองว่าเงินเฟ้อในปัจจุบันเกิดจากปัจจัยชั่วคราวและจะทยอยลดลงหลังจากนี้ โดยเมื่อพิจารณาในรายละเอียดแต่ละสินค้า พบว่าในช่วงต้นปีอัตราเงินเฟ้อถูกผลักดันให้เพิ่มขึ้นจากราคาสินค้าและบริการที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเศรษฐกิจเป็นหลัก ได้แก่ ราคาผลไม้สอง ค่าเช่ารถ ค่าโดยสารเครื่องบิน และค่าที่พักโรงแรม ซึ่งราคาในกลุ่มดังกล่าวมีการปรับลดลงในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมาแล้ว ในขณะที่ปัจจัยที่ผลักดัน

ให้เงินเฟ้อยังสูงอยู่ในปัจจุบันเกิดจากราคาพลังงานและสินค้าโภคภัณฑ์ที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็วเป็นหลัก

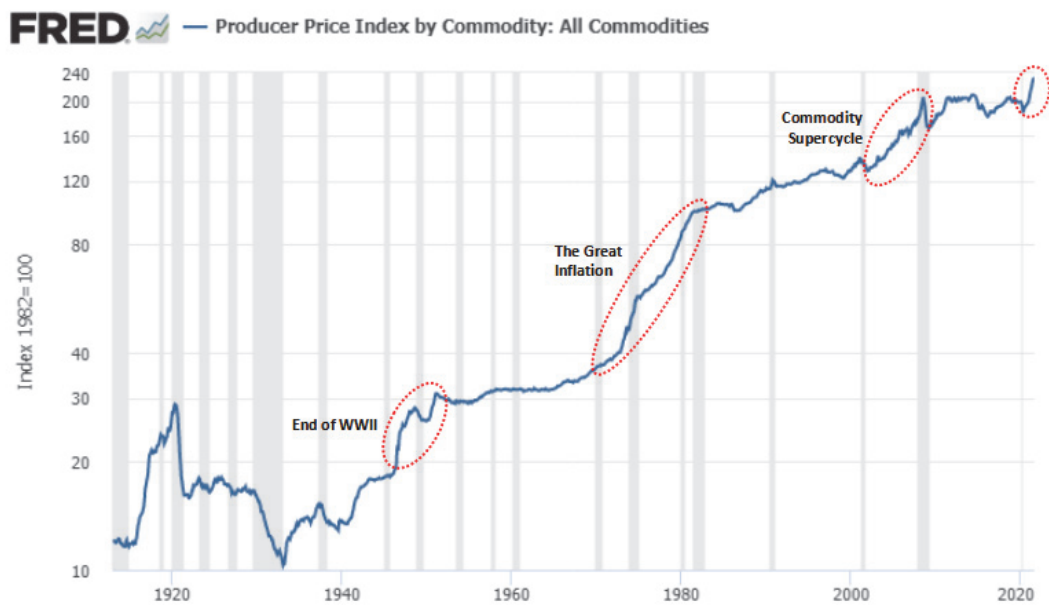
ข้อมูลในอดีตชี้ว่าการส่งผ่านราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่เพิ่มขึ้นไปยังราคาสินค้าอื่นๆ เป็นไปได้อย่างจำกัด ยกตัวอย่างเช่น ในช่วง Commodity Supercycle ระหว่างปี 2001-2008 ซึ่งดัชนีราคาผู้ผลิตกลุ่มสินค้าโภคภัณฑ์ (PPI Commodity) เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 7.6% ต่อปี ต่อเนื่องถึง 7 ปี แต่ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) กลับเพิ่มขึ้นเพียง 3.3% ต่อปีในช่วงเดียวกัน ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) เฉลี่ยอยู่ที่ 2.1% ใกล้เคียงกับเป้าหมายของธนาคารกลาง

แผนภาพที่ 9: ราคาสินค้าและบริการที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเศรษฐกิจมีการปรับลดลงในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมาแล้ว



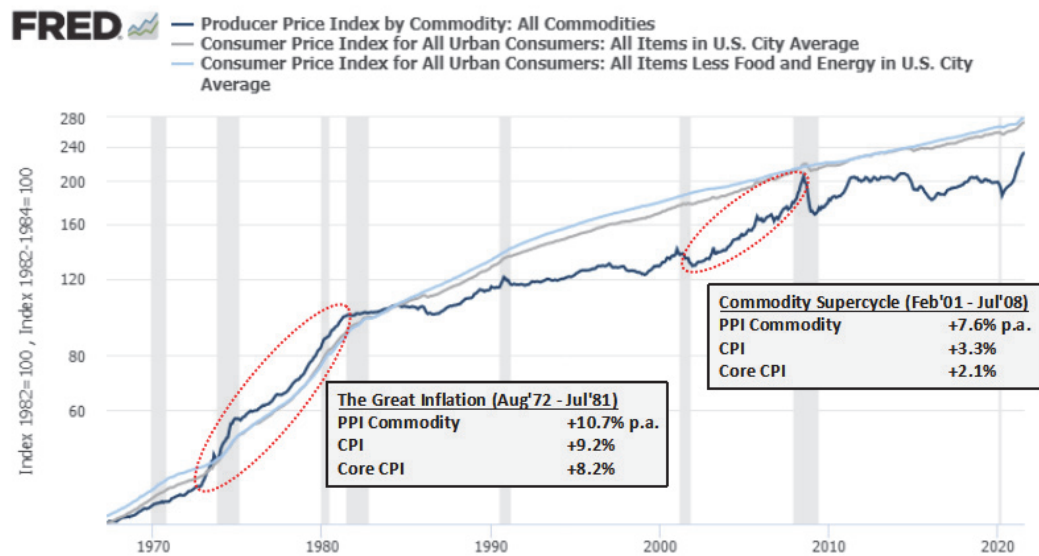
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 10: ดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI Commodity) เพิ่มขึ้นมาอยู่สูงกว่าระดับสูงสุดในปี 2008 เพียง 18%



ที่มา: St Louis Fed, US Bureau of Labor Statistics, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 11: การส่งผ่านราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่เพิ่มขึ้นไปยังราคาสินค้าอื่นๆ นำจะมีอย่างจำกัด ช่วง Commodity Supercycle ดัชนีราคาผู้บริโภค (Core CPI) เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 2.1% ต่อปี

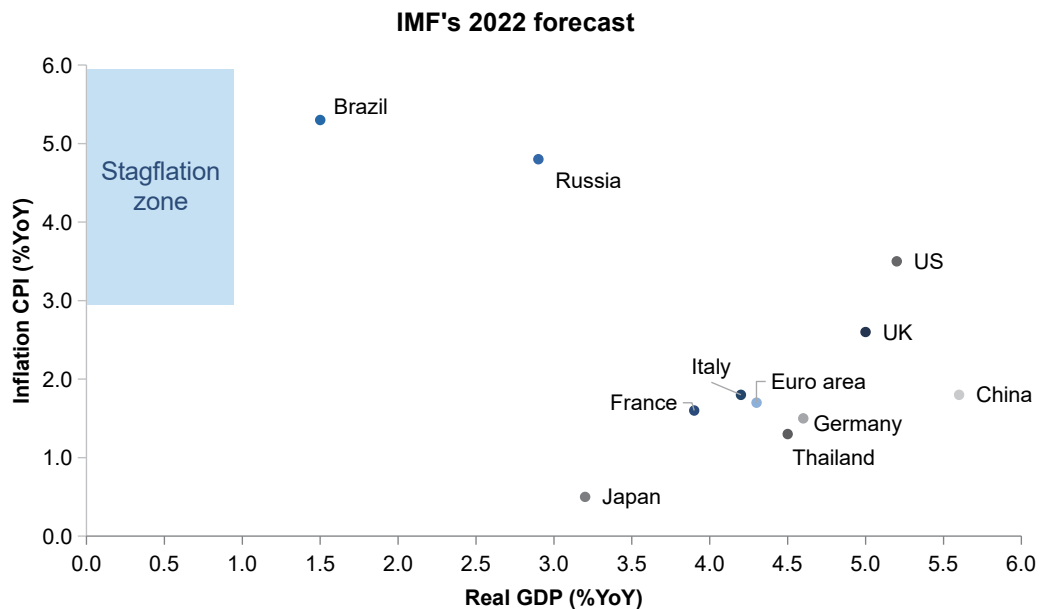


ที่มา: St Louis Fed, US Bureau of Labor Statistics, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นอกจากนี้ กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ก็ประเมินความเป็นไปได้ที่จะเข้าสู่ภาวะ Stagflation ค่อนข้างต่ำ โดย IMF ยังประเมินว่าเศรษฐกิจโลกจะขยายตัวในอัตราที่สูงในปี 2022 โดยคาดว่าเศรษฐกิจโลกจะขยายตัว 4.9% ส่วน GDP สหรัฐฯ คาดว่าจะโตถึง 5.2% สูงกว่าอัตราปกติในช่วงก่อนการ

ระบาดที่ขยายตัวราว 2-3% ต่อปี ถึงแม้ IMF จะประเมินว่าอัตราเงินเฟ้อสหรัฐฯ จะยังอยู่ในระดับสูงที่ 3.5% แต่เศรษฐกิจก็จะขยายตัวในอัตราที่สูงกว่ายังทำให้ความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะ Stagflation มีจำกัด

แผนภาพที่ 12: IMF ประเมินความเป็นไปได้ที่จะเข้าสู่ภาวะ Stagflation ค่อนข้างต่ำ

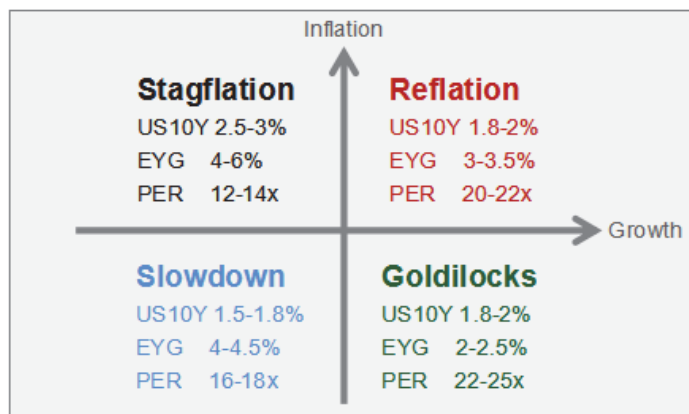


ที่มา: IMF, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ดี พัฒนาการเศรษฐกิจในระยะข้างหน้ายังมีความไม่แน่นอนสูง หากเงินเฟ้อยังเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และเริ่มมีสัญญาณการส่งผ่านของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ไปยังสินค้าอื่นๆ และราคาสินค้าที่เพิ่มขึ้นเริ่มกดดันการบริโภคจนทำให้เศรษฐกิจชะลอตัวลง ความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะ Stagflation ก็อาจมีเพิ่มมากขึ้น

เราประเมินความเสี่ยงที่ตลาดจะปรับฐานจากประเด็นนี้ โดยการทำ Scenario analysis โดยหากกำหนดให้ความเป็นไปได้อันที่จะเกิด Stagflation เพิ่มขึ้นเป็น 15% (ซึ่งค่อนข้างสูงและเป็นการประเมินแบบระมัดระวังในกรณีเลวร้าย) ดัชนี S&P500 ก็อาจลดลงไปเทรตที่ P/E รวบรวม 18 เท่า หรือ -8% จากปัจจุบัน 🔄

แผนภาพที่ 13: หากตัวเลขเศรษฐกิจในระยะข้างหน้ามีพัฒนาการขึ้นถึงภาวะ Stagflation มากขึ้น ก็อาจทำให้ค่า P/E ลดลงเป็น 18 เท่า



	US10Y	EYG	PER	Up/downside	Probability
New Goldilocks	2.0	2.0	25.0	25%	5%
Reflation	2.0	3.0	20.0	0%	30%
Slowdown	1.5	4.0	18.2	-9%	50%
Stagflation	2.5	5.0	13.3	-33%	15%
Combined scenario			18.3	-8%	100%

ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดตราสารหนี้

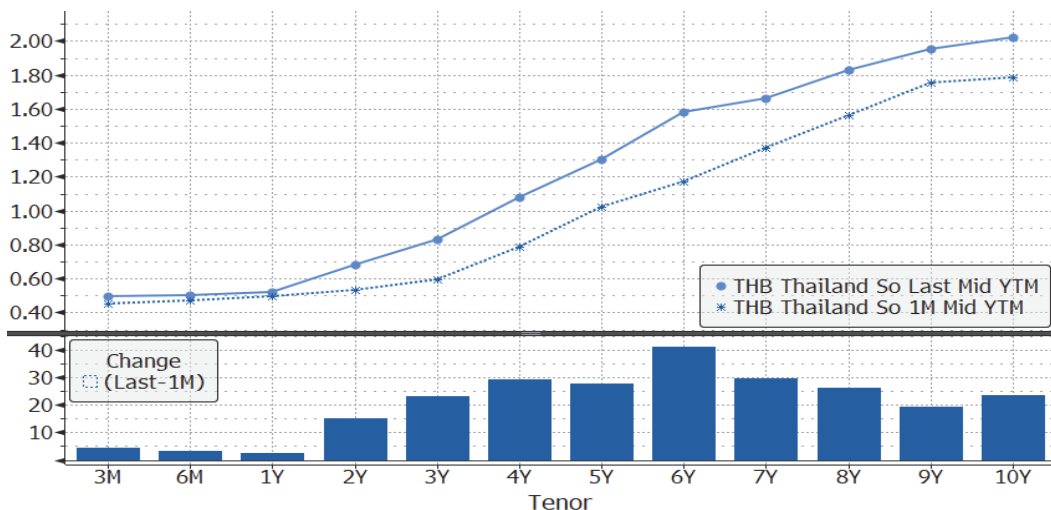
ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวปรับตัวเพิ่มขึ้นแรงต่อเนื่อง เรามองผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวยังมีความเสี่ยงที่จะเพิ่มขึ้นในช่วงที่เหลือของปี ตาม Fed ที่เริ่มส่งสัญญาณแนວินนโยบายที่เข้มงวดขึ้น

ผลตอบแทนพันธบัตรของไทยปรับตัวขึ้นแรงทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ตามความกังวลต่อเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้นตามราคาพลังงานที่พุ่งขึ้นแรง และ Fed ที่ส่งสัญญาณนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น โดยในการประชุมเดือน ก.ย. คณะกรรมการ FOMC 9 จากทั้งหมด 18 ท่าน เห็นว่าควรเริ่มปรับขึ้นดอกเบี้ยในปี 2022 (เพิ่มขึ้นจากการประชุมครั้งก่อนในเดือน มิ.ย. ที่มี 7 ท่าน) และในจำนวนนั้น 3 ท่านมองว่าขึ้นดอกเบี้ยถึง 2 ครั้งในปี 2022 สำหรับปี 2023 Fed ส่งสัญญาณจะปรับขึ้นดอกเบี้ย 3 ครั้ง เพิ่มขึ้นจากการประชุมครั้งก่อนที่ 2 ครั้ง และเพิ่มขึ้นต่อเนื่องอีก ครั้งในปี 2024

ส่วนในด้านแผนการลด QE Fed ส่งสัญญาณว่าอาจเริ่มประกาศลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE Taper) ในการประชุมครั้งถัดไป (วันที่ 2-3 พ.ย.) และยุติการทำ QE ในกลางปี 2022 ซึ่งชี้ว่า Fed จะลดอัตราการเข้าซื้อสินทรัพย์ลงเดือนละ 15,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเร็วกว่าตลาดคาดว่าจะลด QE ในอัตราเดือนละ 10,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

ท่าทีของ Fed ที่เข้มงวดขึ้นส่งผลให้ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 2 ปีของไทย ปรับตัวขึ้นราว 15bps มาอยู่ที่ 0.7% ในขณะที่พันธบัตรอายุ 10 ปี ขึ้นราว 25bps มาอยู่ที่ 2% สูงสุดตั้งแต่ต้นเดือน มี.ค.

แผนภาพที่ 14: ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปี ของไทยปรับตัวขึ้นแรงในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา

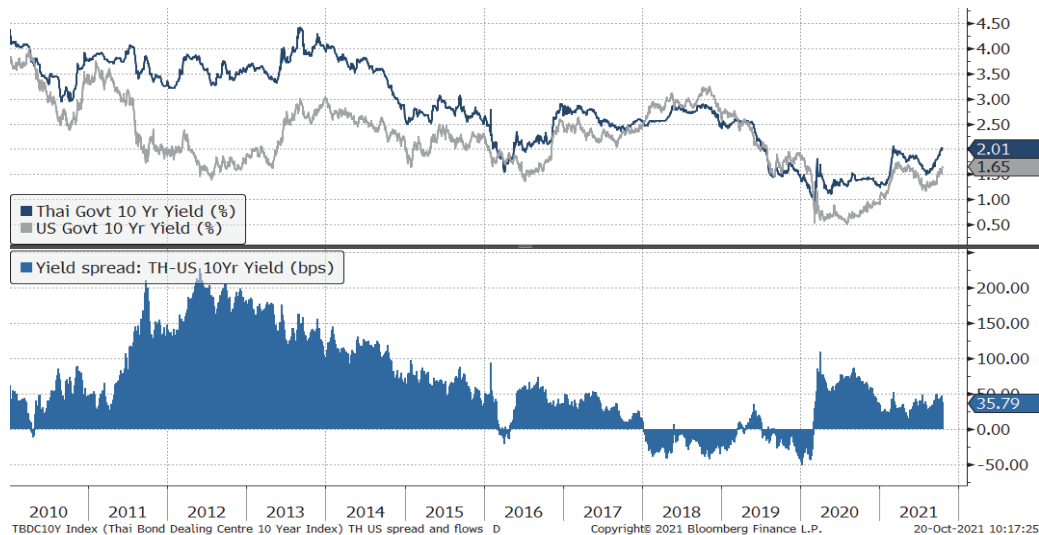


Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

20-Oct-2021 10:17:11

ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 15: ผลตอบแทนพันธบัตร 10 ของไทยปรับตัวขึ้นมายืนเหนือระดับ 2% ตาม Bond yield สหรัฐฯ



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เรามองผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวยังมีความเสี่ยงที่จะเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี

การส่งสัญญาณของ Fed ที่เข้มงวดกว่าที่ตลาดคาดค่อนข้างมาก ทั้งในแง่ความเร็วของการขึ้นดอกเบี้ยและการลดการอัดฉีดสภาพคล่อง และราคาพลังงานที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง

จะส่งผลให้ Bond yield ปรับตัวสูงขึ้นในช่วงที่เหลือของปี โดยเรคาด Bond yield สหรัฐฯ จะเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ระดับ 1.6-1.8% ในช่วงปลายปีนี้ (ดูรายละเอียดในส่วนตลาดหุ้น) ซึ่งจะส่งผลให้ผลตอบแทนพันธบัตรของไทยปรับตัวขึ้นตาม

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

Fed ส่งสัญญาณลด QE เร็วกว่าที่คาด ซึ่งเป็นปัจจัยลบต่อราคาทองคำ เราประเมินในกรณีเลวร้ายสุด ราคาทองคำจะมี Downside ปรับฐานลงไปทีละระดับราว 1,600 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในปีหน้า ส่วนราคาน้ำมัน เรามองว่าอาจยังทรงตัวอยู่ในระดับสูง ท่ามกลางอุปสงค์จากการกักตุนพลังงานสำหรับช่วงฤดูหนาว ในขณะที่อุปทานยังคงเป็นตัวขั้

ทองคำ

เงินเฟ้อที่สูงต่อเนื่องเป็นปัจจัยหนุนราคาทองคำในระยะสั้น

ในโลกของการลงทุนนั้น ทองคำถูกมองเป็นเงินสกุลหนึ่งที่มีความมั่นคงสูงแต่ไม่มีการจ่ายดอกเบี้ย ดังนั้นการลงทุนในทองคำจึงมีความน่าสนใจในภาวะที่ดอกเบี้ยลดต่ำลง จนไม่เพียงพอที่จะชดเชยอัตราเงินเฟ้อในอนาคต ดังนั้นราคาทองคำจึงเคลื่อนไหวสวนทางกับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield หรืออัตราดอกเบี้ยพันธบัตร ลบด้วย ค่าการฉ้อราษฎร์บังหลวงในอนาคต) อยู่เสมอ

การเพิ่มขึ้นแรงของราคาพลังงาน เช่น ก๊าซธรรมชาติ ถ่านหิน และน้ำมันดิบ รวมถึงราคาสินค้าบางประเภทที่เพิ่มขึ้นจากผลของการคลาย Lockdown ส่งผลให้คาดการณ์เงินเฟ้อเพิ่มขึ้น ซึ่งทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงลดลง จึงเป็นปัจจัยหนุนให้ราคาทองคำฟื้นตัวขึ้นในเดือน ต.ค.

อย่างไรก็ดี เรามองเงินเฟ้อที่สูงเกิดจากปัจจัยชั่วคราว ที่หนุนให้ราคาสินค้าที่เกี่ยวข้องกับการคลายมาตรการ Lockdown และราคาพลังงาน เพิ่มขึ้น (ดูรายละเอียดในส่วนตลาดหุ้น) และคาดว่าอัตราเงินเฟ้อจะทยอยลดลงกลับสู่ระดับปกติในปีหน้า ซึ่งจะทำให้ราคาทองคำปรับตัวลดลงตาม

นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น อาจกดดันราคาทองคำให้ลงไปอยู่ที่ \$1,600 ต่อออนซ์ ในปีหน้า

อัตราเงินเฟ้อที่สูงกว่าคาดอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ Fed ส่งสัญญาณนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น โดยในการประชุมเดือน ก.ย. Fed ส่งสัญญาณว่าจะเริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในปี 2022 และให้ปรับขึ้นต่อเนื่องอีกปีละ 3 ครั้ง ในปี 2023-2024 เร็วกว่าเดิมที่จะเริ่มขึ้นในปี 2023 พร้อมกันนี้ ระบุว่าจะเริ่มลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE Taper) ลงภายในปีนี้ และยุติการทำ QE ในกลาง

ปี 2022 ซึ่งชี้ว่า Fed จะลดอัตราการเข้าซื้อสินทรัพย์ลงเดือนละ 1.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เร็วกว่าที่ตลาดคาดว่าจะลด QE ในอัตราเดือนละ 1 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

การลด QE และขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าคาด จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงกลับมาเพิ่มขึ้น และเป็นปัจจัยลบต่อราคาทองคำ

เราสร้างแบบจำลองเพื่อทำนายราคาทองคำ โดยใช้ 2 ตัวแปร ได้แก่ 1) อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง และ 2) การเปลี่ยนแปลงของงบดุลของ Fed รายเดือน ซึ่งแบบจำลองดังกล่าวสามารถอธิบายความเคลื่อนไหวของราคาทองคำในอดีตได้เป็นอย่างดี (Adjusted R-squared=0.74)

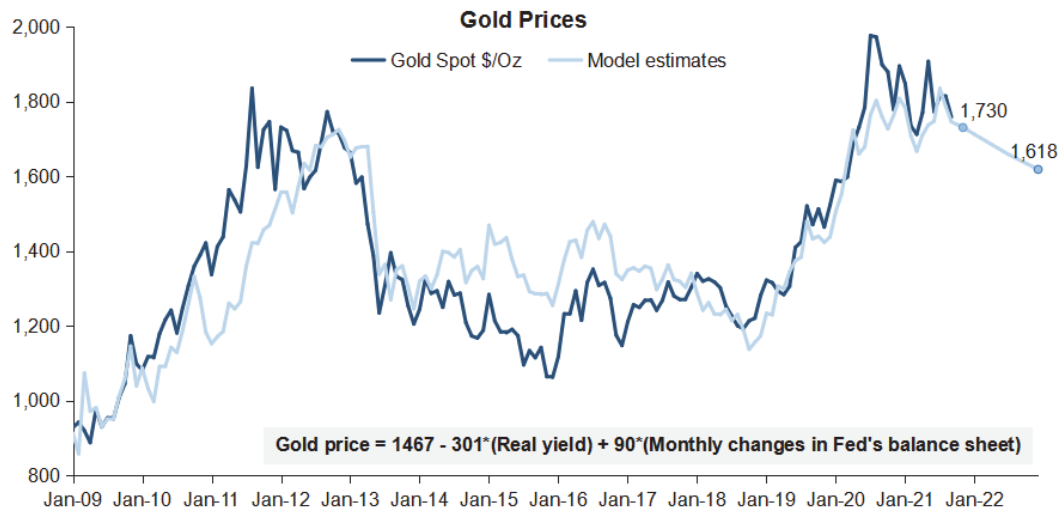
หาก Fed ทยอยลดการอัดฉีดสภาพคล่องลงเดือนละ 1.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ตามแถลงการณ์การประชุมล่าสุด วงเงินอัดฉีดสภาพคล่องรายเดือนจะลดลงจากปัจจุบันที่ 1.2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อเดือน จนเหลือ 0 ในเดือน ก.ค. ปีหน้า นอกจากนั้นการทยอยลด QE และแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยที่ใกล้เข้ามาเรื่อยๆ จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเพิ่มขึ้น

หากเรากำหนดให้ Fed ยุติ QE ภายในเดือน ก.ค. ปีหน้า และอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเพิ่มขึ้นจาก -1% ในปัจจุบัน ไปอยู่ที่ -0.5% ราคาทองคำตามแบบจำลองจะลดลงไปอยู่ที่ 1,618 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ณ สิ้นปี 2022

ทยอยขายทองคำในช่วงไตรมาส 4 และเริ่มสะสมหกราคาทองคำลดลงต่ำกว่า 1,700 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์

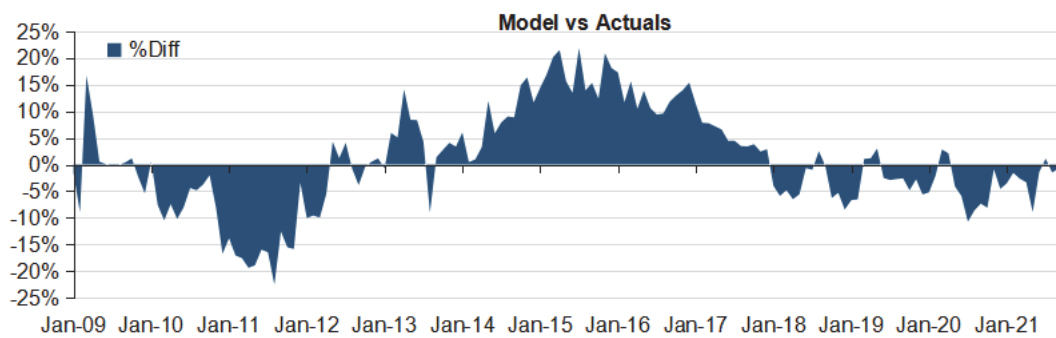
เราแนะนำให้ใช้โอกาสที่ราคาทองคำฟื้นตัวขึ้นตามเงินเฟ้อในช่วงนี้ในการขายทำกำไร และแนะนำให้ทยอยสะสมทองคำอีกครั้งหากราคาลดลงต่ำกว่า 1,700 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ซึ่งจะทำให้ราคาทองคำมี Downside ต่ำกว่า 5% จากระดับต่ำสุดที่เราประเมินที่ 1,600 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์

แผนภาพที่ 16: ราคาทองคำอาจลดลงสู่ระดับราว 1,600 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในปีหน้า



ที่มา : Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 17: แบบจำลองมีความคลาดเคลื่อนจากราคาจริงไม่เกิน 10% ในช่วง 4 ปีที่ผ่านมา



ที่มา : Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

น้ำมัน

เรามองราคาก๊าซธรรมชาติที่ติดตัวขึ้นรุนแรงจะทรงตัวอยู่ได้ในช่วงสั้น ในขณะที่ราคาน้ำมันอาจจะลดความร้อนแรงตามลงตามไปบ้าง แต่จะยังคงทรงตัวอยู่ในระดับสูงได้ โดยในฝั่งอุปสงค์น้ำมันยังคงได้รับแรงสนับสนุนจากการกักตุนพลังงานสำหรับช่วงฤดูหนาวที่กำลังใกล้เข้ามา ในขณะที่ฝั่งอุปทานน้ำมันยังคงฟื้นตัวช้า จากทั้งการผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ ที่ยังคงไม่ฟื้นตัวจากผลกระทบของพายุเฮอริเคน Ida และกลุ่ม OPEC ที่ยังไม่มีท่าทีรีบเร่งเพิ่มการผลิตแม้ตลาดน้ำมันจะเผชิญกับสภาวะขาดดุลไปมากแล้วก็ตาม

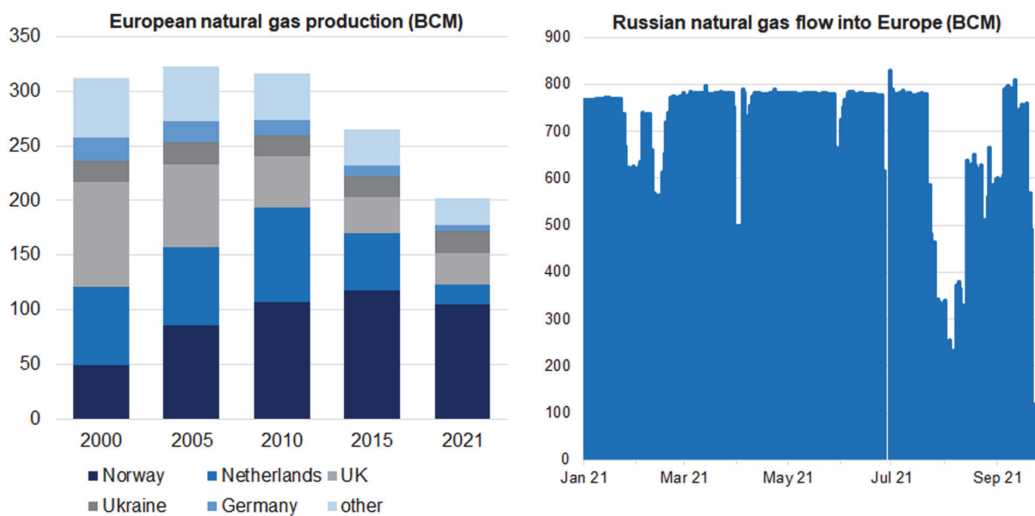
ราคาก๊าซธรรมชาติที่ติดตัวขึ้นรุนแรงจะทรงตัวอยู่ได้ในช่วงสั้นเท่านั้น ซึ่งจะนำไปให้ราคาน้ำมันลดความร้อนแรงลงไปด้วย

ราคาก๊าซธรรมชาติติดตัวแรงกว่า 5 เท่าในช่วงที่ผ่านมา
โดยในช่วงที่ผ่านมาราคาก๊าซธรรมชาติในยุโรป (Dutch

TTF Natural Gas) เพิ่มขึ้นถึงเกือบ 5 เท่า จากต่ำกว่า 20 ยูโรต่อเมกะวัตต์-ชั่วโมง (MWh) เมื่อต้นปี มาทำจุดสูงสุดที่ 116 ยูโร ต่อ MWh ในช่วงต้นเดือน ต.ค. โดยสาเหตุหลักเกิดจากปัญหาการขาดแคลนก๊าซในยุโรป ท่ามกลางสภาพอากาศที่หนาวเย็น ความต้องการก๊าซในการผลิตไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นเพื่อทดแทนถ่านหิน และที่สำคัญที่สุดคือการส่งออกก๊าซจากรัสเซียที่ลดต่ำลงอย่างมากตั้งแต่เดือน ส.ค. เป็นต้นมา โดยรัสเซียเป็นผู้ผลิตก๊าซรายใหญ่ และส่งออกมายังยุโรปมากถึงราว 40% ของการบริโภคการก๊าซในยุโรป

โดยนักวิเคราะห์คาดว่าสาเหตุที่รัสเซียส่งออกก๊าซมายังยุโรปลดลง นั้นเพื่อกดดันให้เยอรมนีเร่งกระบวนการอนุมัติการใช้งานท่อส่งก๊าซ Nord Stream 2 ซึ่งจะส่งก๊าซจากรัสเซียตรงมายังเยอรมนี และช่วยให้รัสเซียสามารถประหยัดต้นทุนการขนส่งได้ ในขณะที่ IEA ประเมินว่ารัสเซียมีกำลังการผลิตสำรองมากเพียงพอที่จะเพิ่มการผลิตได้อีกราว 15%

แผนภาพที่ 18: รัสเซียลดปริมาณการส่งก๊าซไปยังยุโรปลงกว่า 70% โดยนักวิเคราะห์คาดว่าสาเหตุหลักนั้นเพื่อกดดันให้เยอรมนีเร่งกระบวนการอนุมัติการใช้งานท่อส่งก๊าซ Nord Stream 2

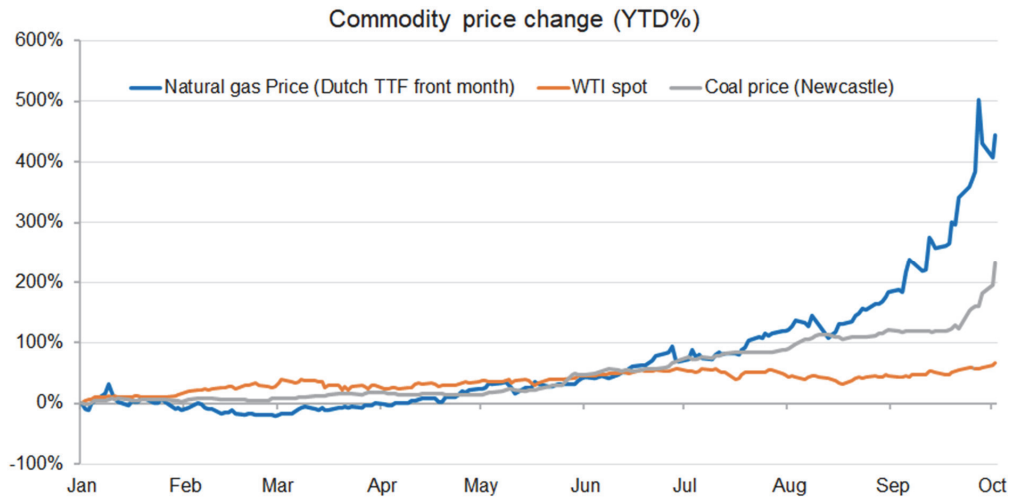


ที่มา: Rystad Energy Research, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ตาม ล่าสุดปัญหาการขาดแคลนเริ่มคลี่คลายลงพร้อมกับราคาก๊าซที่ปรับตัวลดลงจากจุดสูงสุดสุดไปแล้วเกือบ 30% มาอยู่ที่ราว EUR85/MWh ในปัจจุบันหลังจาก ประธานาธิบดี

Vladimir Putin ได้ออกมากล่าวว่าจะเร่งส่งออกก๊าซมายังยุโรปเพิ่มขึ้น โดยคาดว่าปริมาณการส่งออกก๊าซมายังยุโรปจะเพิ่มขึ้นทำจุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในปี

แผนภาพที่ 19: ราคาก๊าซที่ปรับตัวลดลงจากจุดสูงสุดสุดไปแล้วเกือบ 30% มาอยู่ที่ราว 85 ยูโรต่อ MWh



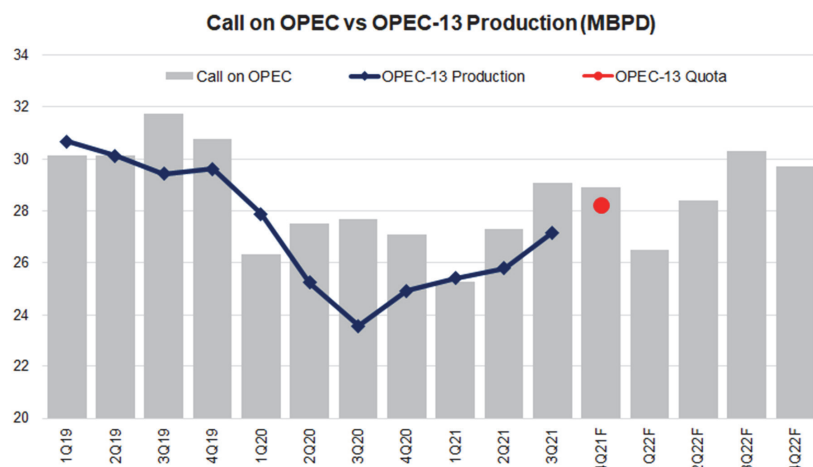
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

โดยราคาน้ำมันอาจเริ่มชะลอความร้อนแรงลงจากราคาก๊าซที่กลับมาหดตัว แต่จะยังทรงตัวอยู่ในระดับสูงหลังผู้ผลิตน้ำมันใหญ่ยังตรึงกำลังการผลิตต่อเนื่อง

ในช่วงต้นเดือน ต.ค. ที่ผ่านมา กลุ่ม OPEC และพันธมิตรมีมติคงแผนการเพิ่มการผลิตน้ำมันดิบไว้ที่ระดับเดิมที่เดือนละ +4 แสนบาร์เรลต่อวันต่อไปในเดือน พ.ย. นี้ โดยรัสเซียแกนนำกลุ่มพันธมิตรเปิดเผยสาเหตุที่ทางกลุ่มยังไม่รีบเร่งปรับเพิ่มการผลิต สืบเนื่องมาจากความกังวลว่าความต้องการใช้น้ำมันกำลังจะหดตัวลงในไตรมาสสุดท้ายของปี ซึ่งเป็นไปตามปัจจัยฤดูกาล (Seasonal effect) ในขณะที่หลายฝ่ายยังคงกังวลต่อการแพร่ระบาดระลอก 4 และการเกิดไวรัสกลายพันธุ์ที่อาจจะกลับมารุนแรงได้ในระยะข้างหน้า

ในแง่ผลกระทบต่อตลาดน้ำมัน หากเปรียบเทียบตัวเลขประมาณการปริมาณน้ำมันที่กลุ่ม OPEC “จำเป็นต้องผลิตเพื่อ” ทำให้ตลาดสมดุล (Call on OPEC) ซึ่งทางกลุ่มได้ประเมินไว้ที่ราว 29.36 ล้านบาร์เรลต่อวันในไตรมาสสุดท้ายของปี กับ ปริมาณการผลิตที่กลุ่ม OPEC-13 (รวม เวเนซุเอล่า อิหร่าน และ ลิเบีย) จะผลิตได้จริงโดยกำหนดให้เป็นไปตามเป้าหมายการผลิตของทางกลุ่มในช่วงเวลาเดียวกันที่ราว 28.2 ล้านบาร์เรลต่อวันแล้ว ทำให้เรามองว่าการคงแผนการเพิ่มการผลิตของกลุ่ม OPEC จะทำให้ตลาดยังคงอยู่ในสภาวะ Undersupplied ต่อไปในช่วงที่เหลือของปีนี้ ซึ่งจะยังเป็นปัจจัยสนับสนุนราคาน้ำมันให้ยืนตัวในระดับสูงต่อไปได้ในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 20: ปริมาณน้ำมันที่กลุ่ม OPEC “จำเป็นต้องผลิตเพื่อ” ทำให้ตลาดสมดุล (Call on OPEC) ยังไม่สามารถเติมเต็มอุปสงค์ที่ฟื้นตัวขึ้นมาได้



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ตาม ในที่สุดแล้ว เราเชื่อว่าความร้อนแรงของราคาน้ำมันอาจคงอยู่ได้ไม่นาน โดยราคาน้ำมันที่ติดตัวขึ้นรุนแรงจะส่งผลกระทบต่อเงินเฟ้อและความต้องการใช้

น้ำมันของโลกในที่สุด ซึ่งอาจจะทำให้กลุ่ม OPEC จำเป็นต้องเข้ามาแทรกแซง และเร่งปรับเพิ่มการผลิตเพื่อชะลอความร้อนแรงของราคาน้ำมันลงไป

GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ: ส่งสัญญาณชะลอตัวลง จากผลกระทบของไวรัสสายพันธุ์ Delta รวมถึงแรงส่งจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐที่ทยอยหมดไป ด้านนโยบายการเงิน Fed มีท่าที Hawkish ขึ้นมากในการประชุมปลายเดือน ก.ย. ท่ามกลางเงินเฟ้อที่ขยายตัวสูงจากปัญหา Supply disruptions ที่ยืดเยื้อ โดย Fed ส่งสัญญาณจะเริ่มทำ QE Taper ในปีนี้ ขณะที่การปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกอาจเกิดขึ้นในปี 2022 ส่วนภาคการคลัง แผนกระตุ้นเศรษฐกิจของประธานาธิบดี Biden ไม่มีความคืบหน้า และมีความเสี่ยงที่วงเงินจะถูกปรับลดลงจาก 3.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ขณะที่สภาเผชิญเส้นตายใหม่วันที่ 3 ธ.ค. ที่ต้องอนุมัติงบประมาณประจำปี 2022 และดำเนินการเรื่องเพดานหนี้
- เศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มอ่อนแอลง สะท้อนผ่านดัชนี PMIs ทั้งภาคการผลิตและบริการที่ปรับตัวลดลงต่อเนื่องในเดือน ก.ย. และการใช้จ่ายของผู้บริโภคที่ชะลอตัวต่อเนื่อง ท่ามกลางปัญหา Supply disruptions ที่ยังไม่คลี่คลาย การระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Delta และราคาสินค้าที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก นอกจากนี้ ยูโรโซนยังเผชิญปัญหาขาดแคลนพลังงาน โดยเฉพาะก๊าซธรรมชาติ ที่เพิ่มเข้ามา ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจรวมทั้งอาจส่งผลให้เงินเฟ้อขยายตัวในระดับสูงนานกว่าที่เคยคาดการณ์ไว้ ด้านการเมือง พรรค SPD ชนะการเลือกตั้งทั่วไปของเยอรมนีตามการคาดการณ์ของผลสำรวจ แต่การจัดตั้งรัฐบาลยังมีความไม่แน่นอนและคาดว่าจะใช้เวลานาน ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงกดดันเศรษฐกิจ
- เศรษฐกิจจีนไตรมาส 3 ขยายตัว 4.9% YoY ต่ำกว่าที่ตลาดคาด ภายใต้สถานการณ์โรคระบาดในประเทศที่กดดันการบริโภค ขณะที่เศรษฐกิจจีนในไตรมาสสุดท้ายของปีมีแนวโน้มเปราะบางขึ้น หลังภาคการผลิตและการลงทุนได้รับผลกระทบจากภาวะขาดแคลนพลังงาน ภาคอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแอลงจากวิกฤต Evergrande รวมถึงภาคส่งออกที่ต้องเผชิญปัญหาในห่วงโซ่อุปทานโดยเฉพาะการขนส่ง ทั้งนี้ Bloomberg Consensus ประเมิน GDP ในปีนี้จะขยายตัว 8.2% ขณะที่ IMF ประเมินจะขยายตัว 8.0% ซึ่งยังคงสูงกว่าเป้าหมายการเงินที่ 'มากกว่า 6%' ส่วนความเสี่ยงของ Evergrande ทั้งผู้ว่า PBoC และผู้อำนวยการฝ่ายตลาดการเงินของ PBoC ระบุว่าสามารถควบคุมได้แล้ว
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มฟื้นตัวได้ดีขึ้น หลังจำนวนผู้ติดเชื้อลดลงต่ำสุดในรอบปี รวมถึงการแจกจ่ายวัคซีนที่ทำได้อย่างรวดเร็วและต่อเนื่อง ด้านการเลือกตั้งภายในพรรค LDP นาย Fumio Kishida (อดีตรมว.ต่างประเทศ และหัวหน้าแผนกนโยบายของ LDP) ได้รับชัยชนะ โดยหลักของนโยบายได้ใช้สโลแกนว่า 'New Capitalism' ซึ่งมุ่งเน้นไปที่การกระจายรายได้และลดความเหลื่อมล้ำ (Wealth gap) โดยนาย Kishida ได้เน้นย้ำถึงความจำเป็นในการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่าหลายสิบล้านล้านเยน รวมถึงการแจกเงินให้กลุ่มธุรกิจและลูกจ้างที่ได้รับผลกระทบจาก COVID รุนแรง
- เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นในไตรมาส 4 จากแรงหนุนของการผ่อนคลายมาตรการ Lockdown อย่างต่อเนื่องและแผนการเปิดประเทศที่ชัดเจนมากขึ้น นอกจากนี้ รัฐได้ระดมออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่จะช่วยสนับสนุนการใช้จ่ายในประเทศในช่วงที่เหลือของปีนี้ ด้านสถานการณ์น้ำท่วมมีแนวโน้มคลี่คลายในระยะข้างหน้า และคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจอย่างจำกัดเมื่อเทียบกับในปี 2011 อย่างไรก็ตาม เรายังคงเฝ้าระวังสถานการณ์การแพร่ระบาดที่มีความเสี่ยงจะกลับมารุนแรงขึ้นจากการผ่อนคลายมาตรการ Lockdown และการเปิดประเทศ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ส่งสัญญาณชะลอตัวลง โดย Bloomberg consensus คาด GDP ไตรมาส 3 จะชะลอตัวลงเป็น 3.9% QoQ, saar (5.3% YoY) จาก 6.7% QoQ, saar (12.2% YoY) ในไตรมาสก่อน จากผลกระทบของการระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Delta รวมถึงแรงส่งจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐที่ทยอยหมดไป ด้านนโยบายการเงิน Fed มีท่าที Hawkish ขึ้นอย่างมากในการประชุมล่าสุดปลายเดือน ก.ย. ท่ามกลางเงินเฟ้อที่ขยายตัวสูงจากปัญหา Supply disruptions ที่ยืดเยื้อ โดย Fed ส่งสัญญาณจะเริ่มทำ QE Taper ในปีนี้ โดยอาจเริ่มกลางเดือน พ.ย. ขณะที่การปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกอาจเกิดขึ้นได้ในปี 2022 ส่วนภาคการคลัง แผนกระตุ้นเศรษฐกิจของประธานาธิบดี Biden ไม่มีความคืบหน้า และมีความเสี่ยงที่วงเงินจะถูกปรับลดลงจาก 3.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ขณะที่สภาพัฒนาเศรษฐกิจไทยวันที่ 3 ธ.ค. ที่ต้องอนุมัติงบประมาณประจำปี 2022 และดำเนินการเรื่องเพดานหนี้

แผนภาพที่ 21: ความเชื่อมั่นภาคธุรกิจโดย ISM และความเชื่อมั่นผู้บริโภคฟื้นตัวขึ้นในเดือน ก.ย. จากสถานการณ์ COVID-19 เริ่มคลี่คลาย หนุนกิจกรรมเศรษฐกิจและอุปสงค์ ขณะที่ปัญหา Supply disruptions ยังคงเป็นปัจจัยกดดัน

ISM manufacturing vs. Non-manufacturing



Consumption



Investment



Trade



ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความเชื่อมั่นภาคการผลิตและภาคบริการฟื้นตัวขึ้น การใช้จ่ายของผู้บริโภคขยายตัวดี ท่ามกลางสถานการณ์ COVID-19 ที่เริ่มคลี่คลาย

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ส่งสัญญาณชะลอตัวลงในไตรมาส 3 โดย Bloomberg consensus คาด GDP ไตรมาส 3 จะชะลอตัวลงเป็น 3.4% QoQ, saar (5.3% YoY) จาก 6.7% QoQ, saar (12.2% YoY) ในไตรมาสก่อน จากผลกระทบของการระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Delta และปัญหา Supply disruptions ที่ยังไม่คลี่คลาย รวมทั้งแรงส่งจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐ เช่น การแจกเงินที่ทยอยหมดไป ส่งผลกดดันกิจกรรมในภาคการผลิตต่อเนื่อง โดยเฉพาะอุตสาหกรรมรถยนต์ รวมถึงอัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับสูง (เงินเฟ้อทั่วไปเดือน ก.ย. ขยายตัว 5.4% YoY สูงสุดตั้งแต่ปี 2008) ซึ่งนับเป็นปัจจัยสำคัญที่จะกดดันการใช้จ่ายของผู้บริโภค

อย่างไรก็ดี สถานการณ์การระบาดของ COVID-19 ได้คลี่คลายลง โดยจำนวนผู้ติดเชื้อรายใหม่ได้ผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว และชะลอตัวลง ขณะที่อัตราการเสียชีวิตและเข้าโรงพยาบาลมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่องเช่นกัน สะท้อนผลดีของการฉีดวัคซีน โดยประชากรสหรัฐฯ ราว 63% ได้รับวัคซีนอย่างน้อย 1 โดสแล้ว

การบริโภค ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ย. ขยายตัว 0.7% MoM สวนทางกับที่ตลาดคาดว่า จะพลิกกลับมาหดตัว -0.2% ขณะที่ตัวเลขเดือนก่อนถูก Revised ปรับเพิ่มขึ้น +0.2ppt เป็น 0.9% MoM โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกขยายตัว 13.9% YoY (vs. 15.4% เดือนก่อน)

ยอดค้าปลีกขยายตัวต่อเนื่องสวนทางกับที่คาดในเดือน ส.ค.- ก.ย. สะท้อนได้ว่าผู้บริโภคคลายความกังวลต่อการระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Delta ที่เพิ่งเริ่มคลี่คลายเมื่อต้นเดือน ก.ย.

อย่างไรก็ดี ยอดค้าปลีกที่ออกมาดีกว่าคาดนั้น ส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากราคาสินค้าที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นด้วย สะท้อนผ่านเงินเฟ้อทั่วไป (CPI) เดือน ก.ย. ที่ขยายตัว 5.4% YoY สูงสุดตั้งแต่ปี 2008

นอกจากนี้ เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อนหน้า การใช้จ่ายของผู้บริโภคชะลอลงมาก ส่วนหนึ่งมาจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐที่ทยอยหมดไป รวมถึงเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นสูง และการระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Delta โดย Bloomberg consensus คาดการใช้จ่ายของผู้บริโภคจะขยายตัวเพียง 2.2% QoQ, saar ชะลอลงมากกว่า 12.0% ในไตรมาสก่อน

มองไปข้างหน้า แนวโน้มการใช้จ่ายของผู้บริโภคยังไม่ค่อยดีนัก สะท้อนผ่านความเชื่อมั่นผู้บริโภคโดย U. of Michigan เบื้องต้นเดือน ต.ค. ที่ปรับตัวลดลง -1.4 จุด เป็น 71.4 จุด เกือบต่ำสุดตั้งแต่ปี 2011 (เป็นรองเพียงเดือน ส.ค. ที่ 70.3 จุด) ส่วนทางกับที่ตลาดคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 73.1 จุด โดยความเชื่อมั่นต่อสถานการณ์ปัจจุบันและเศรษฐกิจในอนาคตปรับลดลง นอกจากนี้ คาดการณ์เงินเฟ้อในช่วง 1 ปีข้างหน้าเพิ่มขึ้นเป็น 4.8% (vs. 4.6% เดือนก่อน) สูงสุดนับตั้งแต่ปี 2008

การผลิต ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตโดย ISM (ISM Manufacturing Index) เดือน ก.ย. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.2 จุด เป็น 61.6 จุด ดีกว่าที่ตลาดคาดที่ 59.6 จุด จากการจ้างงาน (+1.2, 50.2 จุด) และระยะเวลาการขนส่งสินค้า (+3.9, 73.4 จุด) ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อในประเทศทรงตัวเท่ากับเดือนก่อนที่ 66.7 จุด ส่วนยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศ (-3.2, 53.4 จุด) และผลผลิต (-0.6, 59.4 จุด) ปรับตัวลดลงแต่ยังคงอยู่

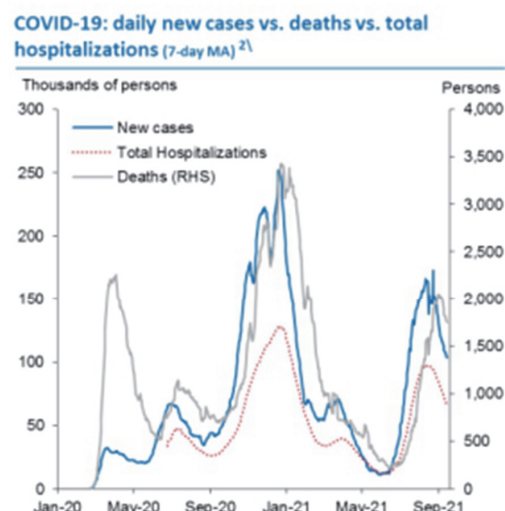
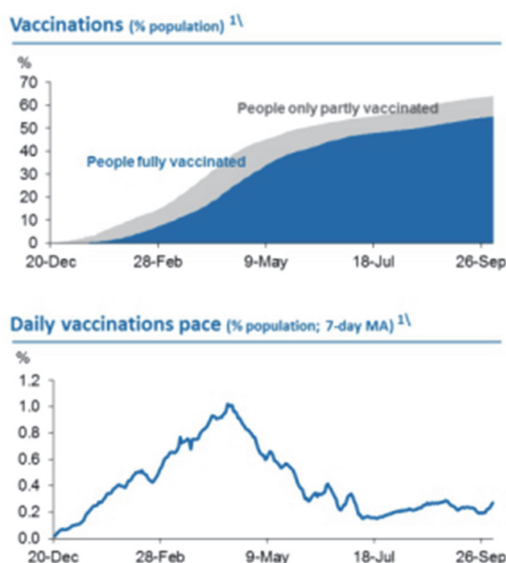
ในระดับแข็งแกร่ง ด้านดัชนีราคายังคงปรับตัวเพิ่มขึ้นอยู่ในระดับสูง (+1.8, 81.2 จุด) จากปัญหาขาดแคลนวัตถุดิบ บริการขนส่ง และแรงงาน ที่ยังคงเป็นปัจจัยกดดันภาคการผลิตโดยรวม

การบริการ ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการโดย ISM (ISM Services Index) เดือน ก.ย. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.2 จุด เป็น 61.9 จุด สวนทางกับที่ตลาดคาดว่าจะปรับลดลงเป็น 60.0 จุด ตามการปรับเพิ่มขึ้นของกิจกรรมทางธุรกิจ (+2.2, 62.3 จุด) ยอดคำสั่งซื้อในประเทศ (+0.3, 63.5 จุด) และงานคงค้างในมือ (+0.6, 61.9 จุด) ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศ (-1.1, 59.5 จุด) และการจ้างงาน (-0.7, 53.0 จุด) ปรับตัวลดลง ด้านดัชนีราคา (+2.1, 77.5 จุด) ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูง จากปัญหาตลาดแรงงานที่ตึงตัว การขาดแคลนวัตถุดิบ และปัญหาด้าน Logistics ที่กดดันภาคบริการ

การลงทุน ยอดคำสั่งซื้อไม่รวมอาวุธยุทโธปกรณ์และเครื่องบิน (Core Capital Goods Orders) ซึ่งเป็นดัชนีชี้้นำการลงทุนเดือน ส.ค. เร่งตัวขึ้นเล็กน้อย 16.0% YoY จาก 15.0% ในเดือนก่อน ขณะที่ดัชนียอดคำสั่งซื้อใหม่ของภาคการผลิต (ISM Manufacturing New Orders) เดือน ก.ย. ทรงตัวที่ 66.7 จุด เท่ากับเดือนก่อน

ภาคต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน ส.ค. ชะลอตัวลงเล็กน้อย 22.6% YoY จาก 24.5% ในเดือนก่อน ส่วนยอดนำเข้า (Imports) ชะลอตัวลง 20.6% จาก 32.2% ในเดือนก่อน โดยกิจกรรมภาคต่างประเทศยังขยายตัวในระดับสูงจากผลของฐานที่ต่ำในช่วงที่เดียวกันปีก่อน

แผนภาพที่ 22: สถานการณ์ COVID-19 เริ่มคลี่คลาย โดยจำนวนผู้ติดเชื้อและอัตราการเสียชีวิตมีแนวโน้มลดลง ขณะที่การแจกจ่ายวัคซีนเร่งตัวขึ้นเล็กน้อย โดยประชากรสหรัฐฯ ราว 63% ได้รับวัคซีนอย่างน้อย 1 โดสแล้ว



Note: 1\ As of 4 Oct. 2\ As of 5 Oct.

ที่มา: Ourworldindata.org, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การจ้างงานนอกภาคเกษตรเพิ่มขึ้นน้อยกว่าที่คาดในเดือน ก.ย. แต่อัตราการว่างงานปรับลดลงมากกว่าคาดสู่ระดับ 4.8% ต่ำสุดตั้งแต่เกิดวิกฤต COVID-19 และค่าจ้างปรับตัวเพิ่มขึ้นมากกว่าคาด

การจ้างงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm payrolls) เดือน ก.ย. เพิ่มขึ้น 1.94 แสนตำแหน่ง ต่ำสุดในปีและต่ำกว่าที่ตลาดคาดอย่างมากที่ 5.0 แสนตำแหน่ง สะท้อนผลกระทบของ COVID-19 ที่ยังคงอยู่และกดดันอุปทานแรงงานอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ตัวเลขสองเดือนก่อนหน้าถูก Revised ปรับเพิ่มขึ้นรวมกัน +1.69 แสนตำแหน่ง แบ่งเป็น +1.31 แสนตำแหน่งในเดือน ส.ค. เป็น 3.66 แสนตำแหน่ง และ +3.8 หมื่นตำแหน่งเป็น 1.09 ล้านตำแหน่งในเดือน ก.ค.

การจ้างงานที่ออกมาต่ำกว่าคาดส่วนหนึ่งเป็นผลจากการจ้างงานภาครัฐที่ลดลงมาก -1.23 แสนตำแหน่ง โดยหลักจากการจ้างงานในภาคการศึกษาที่ลดลงมากถึง -1.61 แสนตำแหน่ง ขณะที่การจ้างงานภาคเอกชนเพิ่มขึ้น 3.17 แสนตำแหน่ง

ด้านอัตราการว่างงาน (Unemployment rate) เดือน ก.ย. ปรับลดลง -0.4ppt เป็น 4.8% ต่ำสุดนับตั้งแต่เกิดวิกฤต COVID-19 และต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 5.1% โดยแรงงานว่างงานถาวร (Permanent) ลดลง 2.36 แสนราย เป็น 2.25 ล้านราย ส่วนแรงงานว่างงานชั่วคราว (Temporary) ลดลง 1.28 แสนราย เป็น 1.12 ล้านราย

ขณะที่อัตราการมีส่วนร่วมของกำลังแรงงาน (Laborforce participation rate) เดือน ก.ย. ลดลง -0.1ppt เป็น 61.6% สวนทางกับคาดการณ์ของตลาดที่จะเพิ่มขึ้นเป็น 61.8% โดยมีแรงงานออกจากตลาดแรงงานจำนวน 1.83 แสนราย ซึ่งส่วนใหญ่เป็นแรงงานหญิงที่คาดว่ามีการระดมเลี้ยงดูบุตร

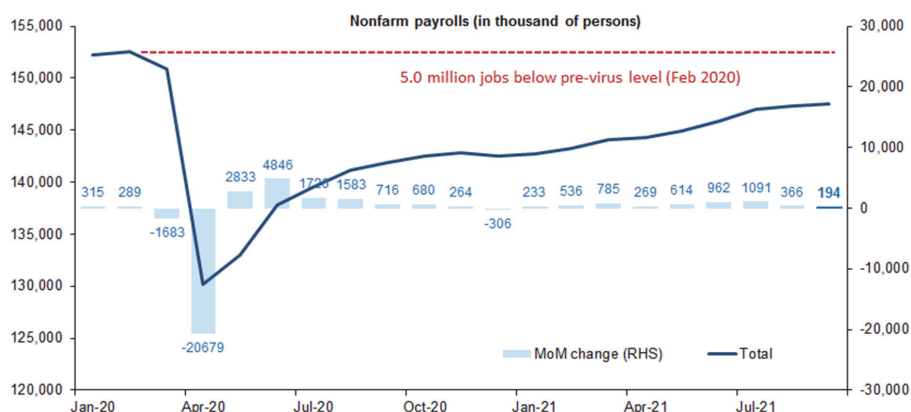
อัตราค่าจ้างแรงงาน (Average Hourly Earnings) เดือน

ก.ย. เพิ่มขึ้น 0.6% MoM สูงกว่าเดือนก่อนและคาดการณ์ของตลาดที่ 0.4% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน อัตราค่าจ้างแรงงานเร่งตัวขึ้นเป็น 4.6% YoY (vs. 4.0% เดือนก่อน) โดยอัตราค่าจ้างยังปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องและอยู่สูงกว่าระดับก่อน COVID-19 กว่า 10% (30.85 ดอลลาร์สหรัฐฯ/ชั่วโมง ในเดือน ก.ย. vs. ค่าจ้างเฉลี่ยในปี 2019 อยู่ที่ราว 28 ดอลลาร์สหรัฐฯ/ชั่วโมง) สะท้อนตลาดแรงงานที่ตึงตัวอย่างมาก จากปัญหาขาดแคลนแรงงานที่ยังคงอยู่ ขณะที่อุปสงค์แรงงานอยู่ในระดับสูง (สะท้อนผ่านตำแหน่งงานว่าง หรือ Job Openings ที่ใกล้เคียงกับระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 10.4 ล้านตำแหน่งในเดือน ส.ค.)

เรามองว่าแม้การจ้างงานจะชะลอลงและต่ำกว่าที่ตลาดคาด แต่ไม่เมนตัมตลาดแรงงานโดยรวมยังคงดีอยู่ โดยตัวเลขการจ้างงานสองเดือนก่อนหน้าถูก Revised ปรับเพิ่มขึ้นมาก (+1.69 แสนตำแหน่ง) และการจ้างงานได้เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 5.5 แสนตำแหน่ง ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ขณะที่อัตราการว่างงานปรับลดลงอยู่ในระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เกิดวิกฤต COVID-19 ที่ 4.8% นอกจากนี้ ยังคงมีสัญญาณของตลาดแรงงานที่ตึงตัวอย่างมาก สะท้อนผ่านอัตราค่าจ้างที่ยังปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงต่อเนื่องจากปัญหาด้านอุปทานของแรงงาน ส่วนหนึ่งจากการระบาดของ COVID-19 ที่ยังคงสร้างความกังวลให้กับแรงงานในการกลับเข้ามาทำงาน และทำให้การว่าจ้างแรงงานยังเป็นไปอย่างยากลำบาก

เรายังมองตลาดแรงงานจะมีแนวโน้มดีขึ้นต่อจากนี้ จากสถานการณ์ COVID-19 ที่เริ่มคลี่คลาย โดยจำนวนผู้ติดเชื้อปรับตัวลดลงต่อเนื่องตั้งแต่ช่วงต้นเดือน ก.ย. ขณะที่การให้สวัสดิการว่างงานพิเศษของภาครัฐได้หมดอายุลงไปแล้วในวันที่ 6 ก.ย. ซึ่งน่าจะช่วยเพิ่มอุปทานแรงงานต่อจากนี้ ขณะเดียวกัน อุปสงค์ของแรงงานก็ยังแข็งแกร่งอย่างมาก

แผนภาพที่ 23: การจ้างงานนอกภาคเกษตรเดือน ก.ย. เพิ่มขึ้น 1.94 แสนตำแหน่ง ต่ำสุดในปี และการจ้างงานยังต่ำกว่าก่อนการระบาดของ COVID-19 ราว 5 ล้านตำแหน่ง



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Fed มีท่าที Hawkish ขึ้นอย่างมาก ท่ามกลางเงินเฟ้อที่ขยายตัวสูงจากปัญหา Supply disruptions ที่ยืดเยื้อ โดยคาดว่าจะ QE Taper ในปีนี้ ส่วนการปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกอาจเกิดขึ้นได้ในปี 2022

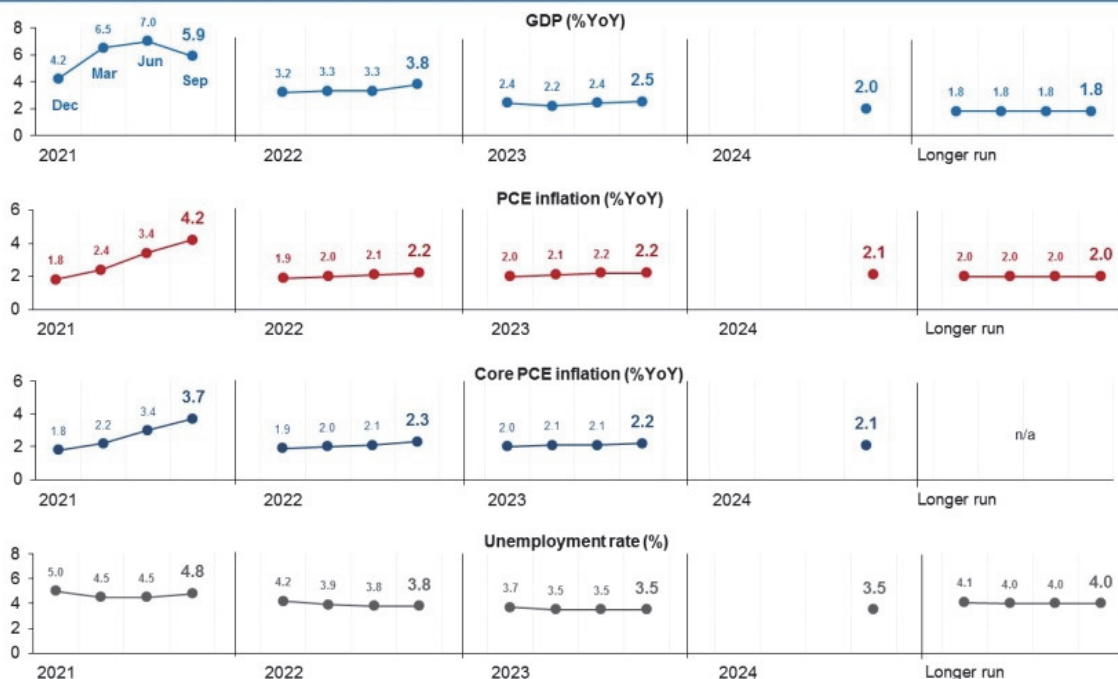
ในการประชุม FOMC ครั้งล่าสุดวันที่ 21-22 ก.ย. ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีท่าที Hawkish ขึ้นมาก (รายละเอียดการประชุมติดตามใน TIPS ฉบับเดือน ต.ค. 2021) โดยหลักเป็นผลจากที่เงินเฟ้อมีแนวโน้มที่จะขยายตัวในระดับสูงยาวนานกว่าที่เคยประเมินท่ามกลางปัญหา Supply disruptions ที่มีความยืดเยื้อมากขึ้น สะท้อนผ่านประมาณการเศรษฐกิจที่ออกร่วมกัน Fed ได้ปรับเพิ่มคาดการณ์เงินเฟ้อ PCE และ Core PCE ขึ้นทั้งคู่ โดยเฉพาะปีแรกที่ปรับขึ้นมาก โดย Fed คาดเงินเฟ้อ PCE จะขยายตัว

4.2% จากเดิมที่ 3.4% และคาดการณ์เงินเฟ้อ Core PCE จะขยายตัว 3.7% จากเดิมที่ 3.4% อย่างไรก็ตาม คาดการณ์เงินเฟ้อของปี 2022-23F ปรับขึ้นเพียงเล็กน้อยและชี้ว่าเงินเฟ้อจะชะลอตัวกลับเข้าสู่เป้าหมายที่ 2% สะท้อนมุมมองเดิมของ Fed ที่ว่าการเร่งตัวขึ้นสูงของเงินเฟ้อจะเป็นเพียงชั่วคราว หรือ Transitory เท่านั้น

ด้านเศรษฐกิจ Fed ปรับลดคาดการณ์ GDP ปีนี้ลงเป็น 5.9% จากเดิมที่ 7.0% สะท้อนผลกระทบของการระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Delta รวมทั้งปัญหา Supply disruptions อย่างไรก็ตาม Fed มองว่า GDP ปี 2022 จะยังขยายตัวได้ดีที่ 3.8% ปรับเพิ่มขึ้นจาก 3.3% สะท้อนได้ว่า Fed ยังไม่เชื่อว่าจะเกิดภาวะ Stagflation (ภาวะเศรษฐกิจชะลอแต่เงินเฟ้อเร่งตัว) อย่างที่ตลาดกำลังกังวลในขณะนี้

แผนภาพที่ 24: Fed ปรับเพิ่มคาดการณ์เงินเฟ้อ (PCE: เส้นสีแดง และ Core PCE: เส้นสีน้ำเงิน) ขึ้น สะท้อนประเด็น Supply disruptions ที่มีความยืดเยื้อมากขึ้น ขณะที่ปรับลดคาดการณ์ GDP ปีนี้ลงเป็น 5.9% แต่คาดว่าจะขยายตัวดีต่อในปี 2022F ที่ 3.8%

Fed's economic projections (from Dec 2020 to Sep 2021)



ที่มา: Federal Reserve, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เงินเพื่อที่ถูกคาดว่าจะขยายตัวสูงกว่า 2% ส่งผลให้แนวโน้มของดอกเบี้ยหรือ Dot plot มีการปรับขึ้นไปในทิศทางเข้มงวดมากขึ้น (Tightening) โดย Dot plot ชี้การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกอาจเกิดขึ้นตั้งแต่ปี 2022 โดยมีคณะกรรมการ 9 จากทั้งหมด 18 ท่านที่มองเช่นนั้น สำหรับปี 2023 มีโอกาสที่ Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ยได้ถึง 3 ครั้ง เพิ่มขึ้นจากคาดการณ์ครั้งก่อนที่ 2 ครั้ง และในปี 2024 ซึ่งเปิดเผยเป็นครั้งแรกชี้ว่า Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่องอีก 3 ครั้ง ขณะที่ตลาดสะท้อนผ่าน Fed Funds Futures (แผนภาพ 25 ขวามือด้านล่าง) ยังไม่เชื่อว่า Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ยได้มากขนาดนั้น โดยตลาดมองว่า Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ยได้เพียงครั้งเดียวเท่านั้น ในปี 2024 ด้านอัตราดอกเบี้ยที่ Fed มองว่าเหมาะสมในระยะยาวหรือ Terminal rate ยังคงไว้ที่ระดับเดิม 2.5% สะท้อนมุมมองเงินเพื่อที่ขยายตัวสูงเป็นเรื่องชั่วคราว

ด้านการลดอัตราการเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE Taper) คณะกรรมการ Fed เห็นว่า “หากเศรษฐกิจฟื้นตัวต่อเนื่องตามที่คาดการณ์เริ่มต้น QE Taper ใกล้ถึงจุดเริ่มต้นแล้ว (May soon be warranted)” โดยคณะกรรมการมองว่าหากการ QE Taper เริ่มต้นภายในปลายปีนี้ ก็น่าจะสิ้นสุดกระบวนการดังกล่าวในช่วงกลางปี 2022 โดยได้ระบุถึงการลดในอัตราเดือนละ 1.5 หมื่น

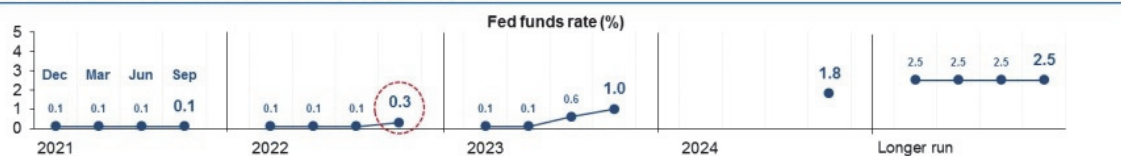
ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ แบ่งเป็นพันธบัตรรัฐบาลเดือนละ 1.0 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และตราสารหนี้มีสินเชื่อที่อยู่อาศัยเป็นหลักประกันซึ่งออกโดยหน่วยงานภาครัฐ (MBS) เดือนละ 5.0 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ นอกจากนี้ หากการประกาศ QE Taper อย่างนี้เป็นทางที่มีขึ้นในการประชุมครั้งถัดไป (2-3 พ.ย.) กระบวนการดังกล่าวอาจเริ่มต้นขึ้นในกลางเดือน พ.ย. หรือกลางเดือน ธ.ค.

ทั้งนี้ คณะกรรมการยังคงย้ำว่า การเริ่มต้น QE Taper ไม่ได้มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยยะกับการปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกที่ต้องใช้บรรทัดฐานที่เข้มงวดกว่านั้น ทั้งตลาดแรงงานและดัชนีราคา

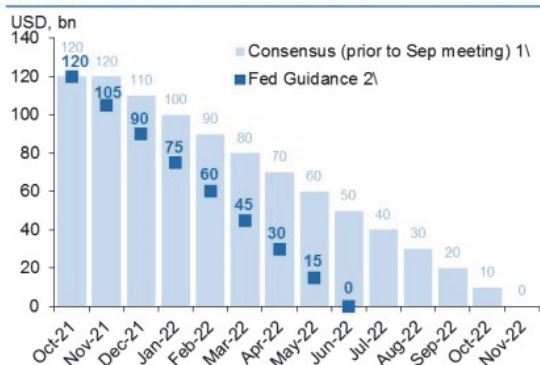
เรายังคงมอง QE Taper จะเกิดขึ้นในปีนี้ โดยจะประกาศอย่างเป็นทางการในการประชุมวันที่ 2-3 พ.ย. แต่การเริ่มต้นจริงอาจเกิดขึ้นในเดือน ธ.ค. โดยเฉพาะหลังรายงานการจ้างงานนอกภาคเกษตรในเดือน ก.ย. ออกมาต่ำกว่าที่คาด ด้านอัตราดอกเบี้ยทำที่ของ Fed ที่ Hawkish ขึ้นมาก ส่งผลให้การปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกอาจเกิดขึ้นเร็วกว่าที่เราเคยคาดว่าจะเกิดขึ้นหลังของปี 2023 อย่างไรก็ดี เรามองประเด็นดังกล่าวยังมีความไม่แน่นอนอยู่มาก โดยหลักขึ้นอยู่กับพัฒนาการของปัจจัยเสี่ยง โดยเฉพาะการระบาดของ COVID-19 และการเปิดเศรษฐกิจกลับเข้าสู่ภาวะปกติ อันจะกระทบการจ้างงานและปัญหา Supply disruptions ซึ่งยังต้องติดตามอย่างใกล้ชิดต่อไป

แผนภาพที่ 25: Dot plot ชี้ดอกเบี้ยอาจปรับขึ้นตั้งแต่ปี 2022 ขณะที่ QE Taper อาจเกิดขึ้นและสิ้นสุดเร็วกว่าที่ตลาดคาดการณ์

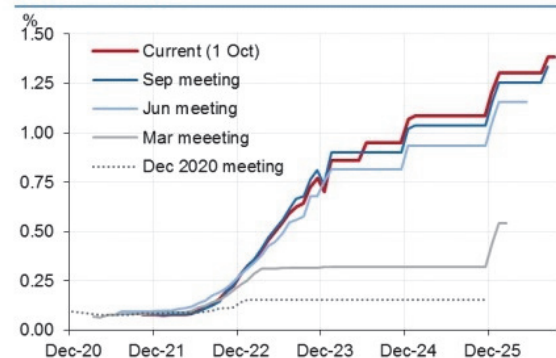
Fed's dot plot: Median (from Dec 2020 to Sep 2021)



QE Taper timeline



Fed fund futures



ที่มา: Federal Reserve, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สภาเพชฌัญญูเสียชีวิตในวันที่ 3 ธ.ค. ที่ต้องอนุมัติทั้งงบประมาณปี 2022 และปรับเพิ่มเพดานหนี้ ขณะเดียวกัน แผนกระตุ้นเศรษฐกิจระยะยาวของประธานาธิบดี Biden ก็ไม่มีความคืบหน้านักและมีแนวโน้มที่จะถูกลดวงเงินลงจาก 3.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

สภาเพชฌัญญูเสียชีวิตในวันที่ 3 ธ.ค. ที่ต้องอนุมัติทั้งงบประมาณประจำปี 2022 และปรับเพิ่มเพดานหนี้สาธารณะ (Debt ceiling) โดยในส่วนของงบประมาณปี 2022 นั้น สภาได้อนุมัติงบประมาณชั่วคราว (Continuing Resolutions) ซึ่งได้ช่วยให้หน่วยงานรัฐสามารถดำเนินงานต่อไปได้เมื่อเข้าสู่ปีงบประมาณถัดไป หลังจากวันที่ 30 ก.ย. 2021 จนถึงวันที่ 3 ธ.ค. โดยสภาจะต้องอนุมัติงบประมาณปี 2022 ก่อนถึงวันดังกล่าว (3 ธ.ค.) เพื่อหลีกเลี่ยงการปิดหน่วยงานภาครัฐบางส่วนเป็นการชั่วคราว (Government Shutdown) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ โดย CBO ประเมินว่า Government shutdown ช่วงปลายปี 2018-ต้นปี 2019 รวม 35 วันนั้น ส่งผลกระทบต่อ GDP รายไตรมาสราว 0.1% ในไตรมาส 4/2018 และ 0.2% ในไตรมาส 1/2019

ด้านเพดานหนี้สาธารณะ เมื่อวันที่ 13 ต.ค. ประธานาธิบดี Joe Biden ได้ลงนามอนุมัติร่างกฎหมายปรับเพิ่มเพดานหนี้เป็นการชั่วคราวด้วยวงเงิน 4.8 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จากระดับเพดานหนี้ 28.4 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงผิดนัดชำระหนี้ (Defaults) ที่อาจเกิดขึ้นเร็วสุดในวันที่ 18 ต.ค. ตามที่นาง Janet Yellen รมว.คลังได้ออกหนังสือเตือนก่อนหน้านี้

อย่างไรก็ดี วงเงินดังกล่าวสภาประเมินว่าจะช่วยให้รัฐบาลมีเงินสดเพียงพอในการชำระหนี้จนถึงวันที่ 3 ธ.ค. เท่านั้น ซึ่งรัฐบาลจะต้องเร่งดำเนินการเรื่องของเพดานหนี้อย่างถาวรภายในวันดังกล่าว มิฉะนั้นจะโดยการปรับเพิ่มเพดานหนี้หรือระงับเพดานหนี้ มีเช่นนั้นก็จะประสบปัญหาผิดนัดชำระหนี้ ซึ่งจะสร้างความกังวล

ให้กับตลาด รวมทั้งมีความเสี่ยงที่อาจถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit rating) ของประเทศลง อันจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนการกู้ยืมเงินของรัฐบาลเร่งตัวสูงขึ้นและเป็นปัญหาในภายหลังได้ จากการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้นมากของรัฐบาลในการรับมือกับ COVID-19

ส่วนแผนกระตุ้นเศรษฐกิจระยะยาวของประธานาธิบดี Biden นั้นยังไม่ค่อยมีความคืบหน้านักในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยในส่วนของแผนลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน “Bipartisan Investment & Jobs Act” วงเงิน 5.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่ผ่านความเห็นชอบในชั้นวุฒิสภา (ส.ว.) เรียบร้อยแล้วนั้น ลำสุดนาง Nancy Pelosi ประธานสภาผู้แทนฯ (ส.ส.) ได้ตัดสินใจเลื่อนวันโหวตลงมติในชั้น ส.ส. ออกไปเป็นภายในสิ้นเดือน ต.ค. จากเดิมที่กำหนดปลายเดือน ก.ย. ท่ามกลางความขัดแย้งภายในพรรค Democrat

ขณะที่แผนกระตุ้นเศรษฐกิจขนาดใหญ่รอบวงเงิน 3.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งรวมมาตรการส่วนที่เหลือของประธานาธิบดี Biden เช่น มาตรการทางสังคมและแก้ปัญหาสิ่งแวดล้อม ที่จะผ่านสภาด้วยกระบวนการ Budget Reconciliation ซึ่งใช้เสียงของ ส.ว. เพียง 51 เสียงขึ้นไปในการผ่านนั้น ยังคงเจรจาสภาไม่เรียบร้อยและไม่ได้มีการกำหนดระยะเวลาชัดเจน โดยยังคงมีความขัดแย้งภายในพรรค Democrat ถึงวงเงินของมาตรการ รวมทั้งแผนการปรับขึ้นภาษีด้วย ส่งผลให้แผนกระตุ้นเศรษฐกิจดังกล่าวมีแนวโน้มที่จะถูกลดวงเงินลง ซึ่ง ประธานาธิบดี Biden ได้ออกมาระบุว่าอาจเหลือเพียงราว 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ทั้งนี้ วงเงินที่ลดลงจะทำให้การปรับขึ้นภาษีไม่รุนแรงมากอย่างที่ประธานาธิบดี Biden เสนอไว้ตอนแรก เช่น ภาษีนิติบุคคลอาจปรับขึ้นอยู่ที่ 26.5% จากปัจจุบันที่ 21% เท่านั้น ซึ่งต่ำกว่าแผนของประธานาธิบดี Biden ที่ 28% ซึ่งอาจช่วยลดทอนผลกระทบต่อผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐฯ ให้เบาลงไปบ้าง

แผนภาพที่ 26: ประเด็นทางการคลังสำคัญที่สภาต้องเร่งพิจารณา

Ongoing debate over fiscal measures (as of 4 Oct)

FY 2022 Budget 	- President Joe Biden signed a continuing resolution (CR) into law on 30 Sep that extends FY2021 government funding levels through 3 Dec. Failure to approve the FY2022 budget or enact another CR before 3 Dec will result in a government shutdown. - Past shutdowns have lasted for a day to a record of 35 days (22 Dec 2018 - 25 Jan 2019). CBO estimates that shutdowns reduced quarterly real GDP by 0.1% in 4Q18 and by 0.2% in 1Q19.
Debt ceiling 	- Treasury Secretary Janet Yellen has suggested that the US government may run out of cash by 18 Oct without congressional action to raise or suspend the debt ceiling. - Since Republicans oppose addressing the debt ceiling, Democrats may have to use the Reconciliation process (could take around 2 weeks) or raise the debt ceiling for only a short period, e.g. 2 months. - Failure to address this could result in country default, rating downgrade and higher borrowing costs. - In 2013, US\$y CDS spread rose to 45bps and spread of 1m T-bill over 3m T-bills rose 29bps (inverted YC).
Bipartisan Infrastructure bill 	- The Senate approved a \$550bn infrastructure bill in early-Aug. House Speaker Nancy Pelosi provided House Democrats with a new 31 Oct target date to pass the bill, the day that funding extension for federal highway programs expires. - The bill is expected to be largely paid for via repurposing of unused COVID funds, spectrum auctions, stricter crypto currency reporting, etc. - Moody's estimates that the bill would add upside to GDP of 0.1% on average over the next 5 years.
\$3.5trn Reconciliation bill 	Still in negotiations in both the House and Senate with uncertain deadlines. - Spending plans may be reduced from the initial outlined amount of \$3.5trn, according to President Biden, for the bill to be able to pass. Tax hikes may not be as aggressive as in Biden's initial proposal. For example, corporate tax hikes from 21% to 26.5% (vs. Biden's 28%), GILTI tax hikes from 10.5% to 16.5% (vs. Biden's 21%). - Moody's estimates the bill would add upside to GDP of 0.5% on average over the next 5 years.

ที่มา: Bloomberg, CBO, Flaticon, Moody's, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ข้อตกลงการค้า Phase 1 ระหว่างสหรัฐฯ กับจีนจะครบกำหนด 2 ปี ณ สิ้นปีนี้ ขณะที่จีนซื้อสินค้าจากสหรัฐฯ ได้เพียงครึ่งหนึ่งของข้อตกลงเท่านั้น

ข้อตกลงการค้า Phase 1 ระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่ตกลงกันเมื่อต้นปี 2020 จะครบกำหนด 2 ปี ณ สิ้นปีนี้ ซึ่งตามข้อตกลงดังกล่าว จีนจะต้องซื้อสินค้าตามที่กำหนดจากสหรัฐฯ รวมทั้งบริการมูลค่ารวมกันเพิ่มเติม 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เมื่อเทียบกับปี 2017 ภายในระยะเวลา 2 ปี จนถึงสิ้นปี 2021

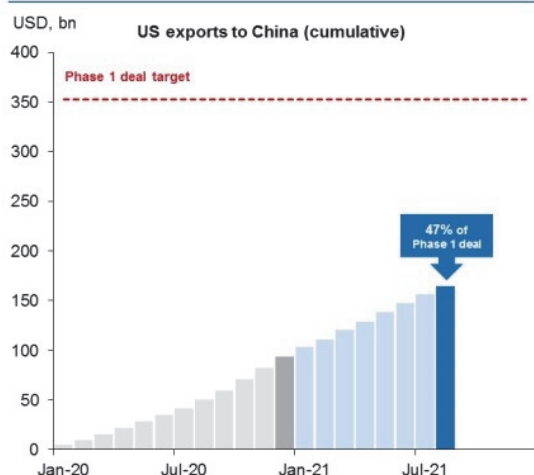
โดยในส่วนของสินค้าที่กำหนดนั้น แบ่งเป็น 3 หมวดหลัก ได้แก่ สินค้าเกษตร เช่น ถั่วเหลืองและเนื้อหมู สินค้าอุตสาหกรรม เช่น เครื่องบินและอุปกรณ์ Semiconductors และสินค้าพลังงาน เช่น ถ่านหินและน้ำมันดิบ โดยจีนจะต้องซื้อสินค้าหมวดข้างต้น

จากสหรัฐฯ เพิ่มเติม 6.4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 2020 เทียบกับปี 2017 และเพิ่มเติมอีก 9.8 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 2021 เทียบกับปี 2017 ส่วนที่เหลือคือหมวดบริการ ซึ่งเราจะไม่ได้นำมากล่าวถึงในที่นี้

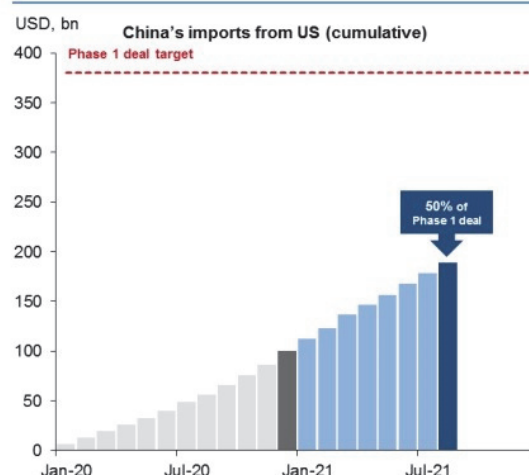
เมื่อมาดูข้อมูลทางสถิติการส่งออกและนำเข้าสินค้า ทั้งในมิติตัวเลขที่รายงานโดยทางการจีน (ยอดนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ แผนภาพ 27 ขวามือ) และในมิติตัวเลขที่รายงานโดยรัฐบาลสหรัฐฯ (ยอดส่งออกสินค้าไปจีน แผนภาพ 27 ซ้ายมือ) ต่างก็ให้ผลลัพธ์ที่เหมือนกันว่า จีนซื้อสินค้าจากสหรัฐฯ ได้เพียงครึ่งหนึ่งของข้อตกลงการค้า Phase 1 เท่านั้น ซึ่งยังน่ากังวลว่าสหรัฐฯ จะมีท่าทีโต้ตอบอย่างไรเมื่อถึงวันที่ต้องทำการทบทวนข้อตกลงดังกล่าว (ยังไม่ได้กำหนดวันแน่ชัด)

แผนภาพที่ 27: จีนซื้อสินค้าจากสหรัฐฯ ได้เพียงครึ่งเดียวของข้อตกลงการค้า Phase 1 เท่านั้น ไม่ว่าจะดูในมิติตัวเลขของสหรัฐฯ (กราฟซ้ายมือ) หรือตัวเลขของจีน (กราฟขวามือ)

US exports to China of goods covered by the Phase 1 deal^{1\}



China's imports of US goods covered by the Phase 1 deal^{1\}



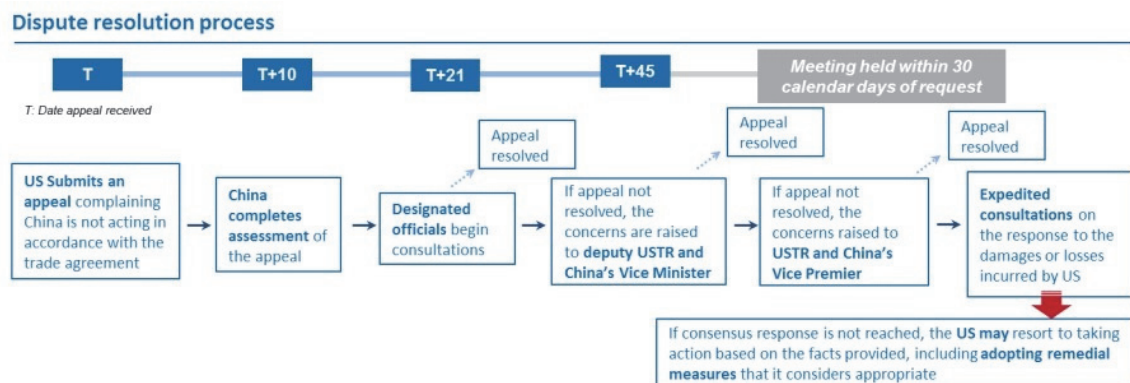
Note: 1\ Under the Phase 1 trade deal made in late-Jan 2020, China pledged to buy an extra \$200bn in certain US goods & services over the 2017 level for 2 years through end-2021. China committed to purchase no less than an extra \$63.9bn of covered goods from the US in 2020 and no less than an extra \$98.2bn in 2021. In 2017, US exports of covered goods to China amounted to \$95.1bn and China's imports of covered goods from the US amounted to \$109.2bn. Covered goods include agricultural, manufactured goods, and energy products.
ที่มา: PIIE, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตามเอกสารข้อตกลง Phase 1 สหรัฐฯ อาจเริ่มต้นกระบวนการที่เรียกว่า Dispute Resolution โดยยื่นข้อพิพาทว่าจีนไม่ปฏิบัติตามข้อตกลง (จีนซื้อสินค้าต่ำกว่าเป้าที่ตกลงกันไว้มาก) ซึ่งจะเป็นจุดเริ่มต้นหรือ Time 'T' ตามแผนภาพ 28 ด้านล่าง ต่อจากนั้นก็ให้เวลาจีนในการปกป้องหรือแก้ต่างให้ตัวเองเป็นเวลา 10 วัน หลังจากนั้นก็จะเข้าสู่การเจรจาร่วมกันระหว่างตัวแทนของทั้งสองฝ่าย เริ่มจากระดับล่างไปสู่ระดับบน โดยระยะเวลาการเจรจารวมกันคิดเป็นอย่างน้อย 45 วัน ซึ่งเมื่อถึงตอนนั้นหากยังหาข้อสรุปร่วมกันไม่ได้ สหรัฐฯ ก็สามารถลงโทษจีนได้ แต่ในเอกสารข้อตกลงไม่ได้ระบุว่าคืออะไร

ตัวอย่างบทลงโทษที่มีความเป็นไปได้ เช่นการคงอัตราภาษีนำเข้า (Tariffs) ที่เก็บกับสินค้าจีนไว้ที่อัตราปัจจุบัน (เฉลี่ยอยู่ที่ 19.3%) การคว่ำบาตรธุรกิจของจีน ไม่ให้การสนับสนุนทางการเงินกับบริษัทที่ทำธุรกิจร่วมกับจีน เพิ่มข้อจำกัดในการทำธุรกิจของบริษัทจีนในสหรัฐฯ รวมทั้งการเข้ามาเพิ่มทุนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐฯ และการเพิ่มความเข้มงวดในการตรวจสอบการให้เงินสนับสนุนของรัฐบาลจีน (Subsidies) กับธุรกิจภาคการผลิต โดยเฉพาะ Semiconductors

ทั้งนี้ ประเด็นการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนยังคงมีความไม่แน่นอนสูงมาก และยังคงติดตามอย่างใกล้ชิดต่อไป

แผนภาพที่ 28: สหรัฐฯ อาจเริ่มต้นกระบวนการ Dispute resolution เพื่อยื่นเรื่องว่าจีนไม่ทำตามข้อตกลง ซึ่งอาจต้องใช้เวลา 45 วัน โดยหากหาข้อสรุปร่วมกันไม่ได้ สหรัฐฯ ก็อาจใช้บทลงโทษซึ่งไม่ได้กำหนดชัดเจนในข้อตกลง



In early-2020, the US and China agreed on a Phase 1 trade deal which called for China to purchase an extra \$200bn worth of US goods & services by the end of 2021 vs. the 2017 level. China's purchases in 2020 and 2021 fell short of the committed target. US Trade Representative Katherine Tai, on 4 Oct, announced the **initial steps of the Biden's Administration's trade policy on China** after a 9-month review that was ordered by President Joe Biden early in his term.

- The US will **discuss with China its performance on the commitments** under the Phase 1 deal.
- The US will **begin a process to exempt some Chinese goods from Trump admin tariffs**. No specific details or timeline given.
- The US is concerned with China's SOEs and non-market trade practices: Tai mentioned that **China's industrial policy has caused the decline of the US manufacturing sector**, giving examples of the steel and solar panel industries, as well as Chinese government subsidies to firms in the semiconductor industry.
- Any major changes in the US administration's China trade policy would depend on the results of future talks with China.

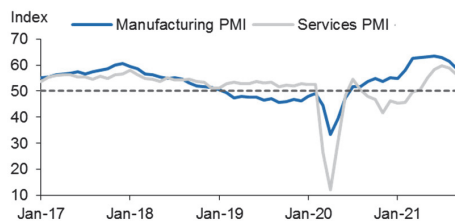
ที่มา: *US-China phase 1 agreement (Chapter 7), Bloomberg, Deutsche Bank, SCMP, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

เศรษฐกิจยุโรป

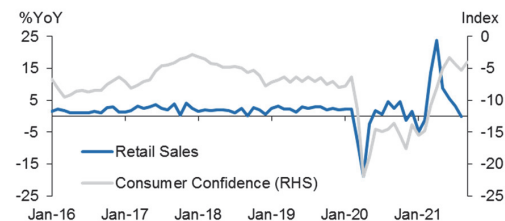
โมเมนตัมเศรษฐกิจยูโรโซนชะลอลงในไตรมาส 3 สะท้อนผ่านดัชนี PMIs ทั้งภาคการผลิตและภาคบริการที่ปรับตัวลดลงต่อเนื่องในเดือน ก.ย. และการใช้จ่ายของผูบริโภคที่ชะลอต่อเนื่อง ท่ามกลางปัญหา Supply disruptions ที่ยังไม่คลี่คลาย การระบาดของ COVID-19 สายพันธุ์ Delta และราคาสินค้าที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก โดยเงินเฟ้อเดือน ก.ย. ขยายตัวสูงสุดในรอบ 13 ปีที่ 3.4% YoY นอกจากนี้ ยูโรโซนยังเผชิญปัญหาขาดแคลนพลังงาน โดยเฉพาะก๊าซธรรมชาติ ที่เพิ่มเข้ามา ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจรวมทั้งอาจส่งผลให้เงินเฟ้อขยายตัวในระดับสูง นานกว่าที่เคยคาดการณ์ไว้ ด้านการเมือง พรรค SPD ชนะการเลือกตั้งทั่วไปของเยอรมนีตามการคาดการณ์ของผลสำรวจ ซึ่งน่าจะส่งผลให้นโยบายการคลังมีแนวโน้มผ่อนคลายขึ้น อย่างไรก็ตาม การจัดตั้งรัฐบาลยังมีความไม่แน่นอน และคาดว่าจะใช้เวลาพอสมควร ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงกดดันเศรษฐกิจ

แผนภาพที่ 29: โมเมนตัมเศรษฐกิจชะลอตัวท่ามกลางปัญหา Supply disruptions และราคาสินค้าที่เพิ่มขึ้น

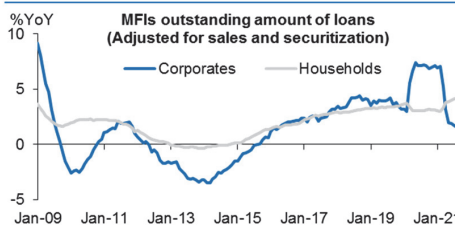
Manufacturing vs. Services PMI



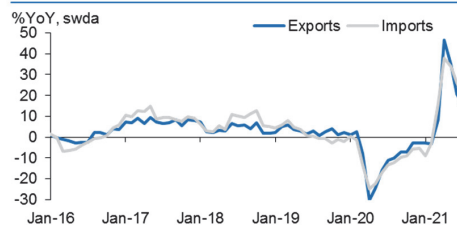
Consumption



Credit growth



Trade



ที่มา: Bloomberg, ECB, Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

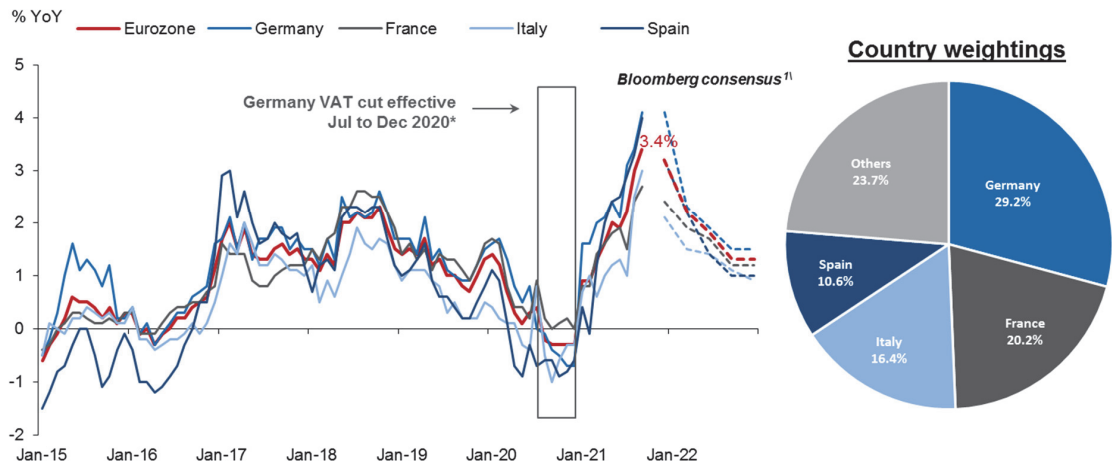
โมเมนตัมเศรษฐกิจชะลอตัวท่ามกลางปัญหา Supply disruptions และราคาสินค้าที่เพิ่มขึ้น

โมเมนตัมเศรษฐกิจชะลอตัวในไตรมาส 3 โดย Bloomberg consensus คาด GDP ของยูโรโซนจะขยายตัว 2.2% QoQ (3.5% YoY) ต่อเนื่องจาก 2.2% QoQ (14.3% YoY) ในไตรมาสก่อนเท่านั้น ท่ามกลางปัญหา Supply disruptions ที่ยังไม่คลี่คลาย และส่งผลกดดันกิจกรรมภาคการผลิต การระบาดของ COVID-19 สายพันธุ์ Delta รวมทั้งราคาสินค้าที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก

โดยอัตราเงินเฟ้อทั่วไป (HICP Inflation) เดือน ก.ย. เร่งตัวขึ้นต่อเนื่องสู่ระดับสูงสุดในรอบ 13 ปีที่ 3.4% YoY (vs. 3.0% เดือนก่อน) และเหนือเป้าหมาย 2% ของ ECB อย่างมาก โดยปัญหาขาดแคลนพลังงาน โดยเฉพาะก๊าซธรรมชาติที่เพิ่มเข้ามา (เนื้อหาเพิ่มเติมในหัวข้อถัดไป) นับเป็นปัจจัยที่จะหนุนให้เงินเฟ้อยังทรงตัวในระดับสูงกว่าเป้าหมายของ ECB ไปอีกเป็นระยะเวลาหนึ่ง โดยเฉพาะเมื่อเข้าสู่ช่วงฤดูหนาว (เดือน ธ.ค. - ก.พ.) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อกิจกรรมเศรษฐกิจเป็นลำดับถัดไป

แผนภาพที่ 30: อัตราเงินเฟ้อทั่วไปในยูโรโซนขยายตัว 3.4% YoY สูงสุดในรอบ 13 ปี และขยายตัวสูงในทุกประเทศหลัก

Headline inflation: Eurozone & major economies



Note: * The temporary cut to Germany's VAT rates (to 16% and 5%) was introduced as part of a stimulus package to fight COVID-19. The cut came into effect on 1 Jul 2020 and lasted for 6 months (until 31 Dec 2020). As of 1 Jan 2021, the "old" VAT rates (19% and 7%) will come into effect. 1\ Bloomberg consensus as of 1 Oct. ที่มา: Bloomberg, bdo.global, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ด้านสถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 คลี่คลายลง โดยจำนวนผู้ติดเชื้อรายใหม่ปรับตัวลดลงในทุกประเทศหลัก ขณะที่อัตราการเสียชีวิตและเข้าโรงพยาบาลทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ สะท้อนผลดีของการฉีดวัคซีน โดยประชากรยุโรปราว 64% ได้รับวัคซีนครบ 2 โดสแล้ว

การบริโภค ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ส.ค. พลิกกลับมาขยายตัว 0.3% MoM จากที่หดตัว -2.6% ในเดือนก่อน แต่ต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 0.6% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกไม่ขยายตัว (0.0% YoY) ชะลอลงจาก 3.1% ในเดือนก่อน โดยยอดขายชะลอลงมากในไตรมาส 3 จากผลกระทบของการระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Delta อย่างไรก็ดี สถานการณ์ดังกล่าวได้คลี่คลายลงแล้ว สอดคล้องกับความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer confidence) ที่ฟื้นตัวขึ้นในเดือน ก.ย. (+1.3 จุด เป็น -4.0 จุด) จากความกังวลต่อสถานะเศรษฐกิจและตลาดแรงงานเริ่มคลี่คลาย

การผลิต ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน ก.ย. ปรับตัวลดลง -2.8 จุด เป็น 58.6 จุด ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ก.พ. โดยทั้งผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อใหม่ปรับตัวลดลงต่ำสุดในรอบ 8 เดือน จากปัญหา Supply disruptions และอุปสงค์ในประเทศที่เริ่มชะลอหลังจากที่เพิ่มขึ้นไปมากแล้ว หลังเปิดกิจกรรมเศรษฐกิจ ด้านการจ้างงานปรับตัวลดลงต่ำสุดในรอบ 6 เดือน ส่วนดัชนีราคาต้นทุนการผลิตปรับตัวลดลงต่ำ

สุดในรอบ 5 เดือน แต่ยังอยู่ในระดับสูงมาก ส่งผลให้ดัชนีราคาผลผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้นตาม โดยดัชนีปรับลดลงในทุกประเทศหลักนำโดยเยอรมนี (-4.2, 58.4 จุด), ฝรั่งเศส (-2.5, 55.0 จุด), สเปน (-1.4, 58.1 จุด) และอิตาลี (-1.2, 59.7 จุด)

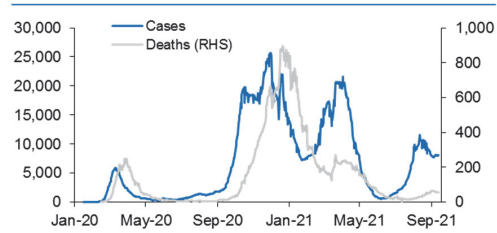
การบริการ ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Services PMI) เดือน ก.ย. ปรับตัวลดลง -2.6 จุด เป็น 56.4 จุด ต่ำสุดในรอบ 5 เดือน โดยการเติบโตของงานใหม่ ยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศ และการจ้างงานปรับตัวลดลง ส่วนดัชนีราคาต้นทุนการผลิตยังคงอยู่ในระดับสูงสุดในรอบ 13 ปี หนุนให้ดัชนีราคาผลผลิตยังคงอยู่ในระดับสูงสุดในรอบกว่า 20 ปี

ยอดปล่อยสินเชื่อ ยอดปล่อยสินเชื่อสู่ภาคครัวเรือน (Households) ทรงตัวที่ 4.2% YoY เท่ากับเดือนก่อน ขณะที่ยอดปล่อยสินเชื่อสู่ภาคธุรกิจ (Corporates) ชะลอลงเล็กน้อยที่ 1.5% จาก 1.7% ในเดือนก่อน

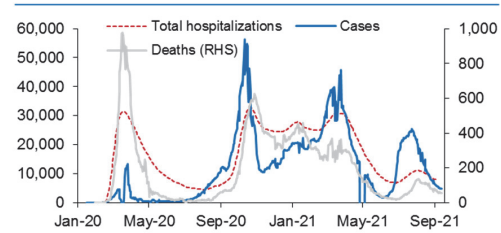
ภาคต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน ก.ค. ชะลอลงเป็น 15.4% YoY จาก 20.6% ในเดือนก่อน รายประเทศ ส่งออกขยายตัวดีในเกือบทุกประเทศหลักได้แก่ สหรัฐฯ (14.0%), กลุ่ม OPEC (18.4%), อังกฤษ (10.6%) และรัสเซีย (23.5%) ขณะที่การส่งออกไปจีนชะลอลงมาก (3.3%) ด้านยอดนำเข้า (Imports) ชะลอลงเป็น 20.5% จาก 26.0% ในเดือนก่อน โดยกิจกรรมภาคต่างประเทศยังได้แรงหนุนจากฐานที่ต่ำในช่วงเดียวกันปีก่อน

แผนภาพที่ 31: สถานการณ์ COVID-19 คลี่คลายลง โดยจำนวนผู้ติดเชื้อรายใหม่ (เส้นสีน้ำเงิน) ปรับตัวลดลง ในทุกประเทศหลัก ขณะที่อัตราการเสียชีวิตและเข้าโรงพยาบาลทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ

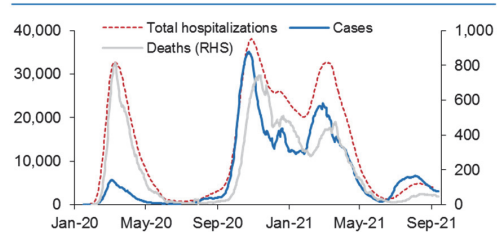
Germany (persons, 7-day MA)^{1\}



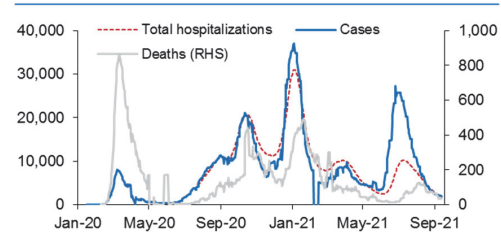
France (persons, 7-day MA)^{1\}



Italy (persons, 7-day MA)^{1\}



Spain (persons, 7-day MA)^{1\}

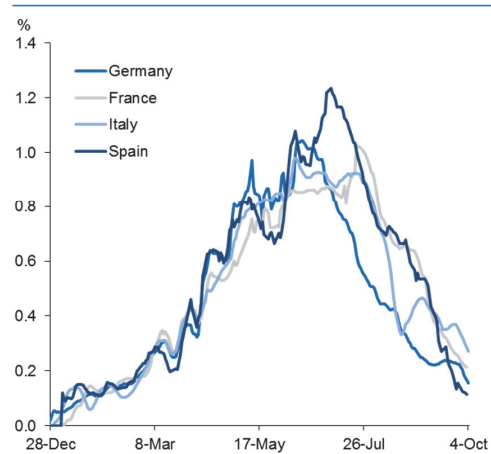


Note: 1\ Cases & deaths are as of 5 Oct, total hospitalizations as of 26 Sep.

ที่มา: Ourworldindata.org, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

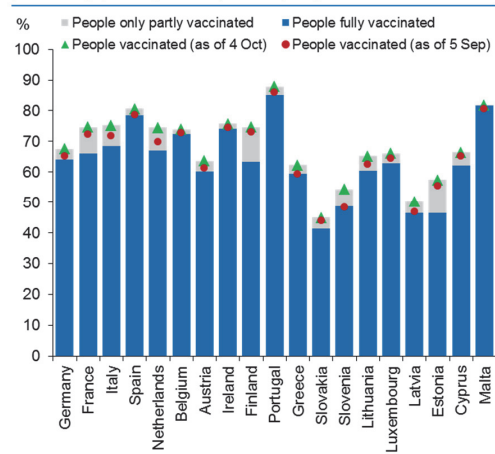
แผนภาพที่ 32: ประชากรในยุโรปโซนราว 64% ของได้รับวัคซีนครบ 2 โดสแล้ว ขณะที่อัตราการฉีดวัคซีนชะลอลง

Pace of daily vaccinations (% population; 7-day MA)^{1\}



Vaccine doses administered in Eurozone countries^{1\}

(% share of population; sorted by economy size)



Note: 1\ As of 4 Oct.

ที่มา: Ourworldindata.org, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ราคาก๊าซธรรมชาติที่เพิ่มขึ้นอย่างมากอาจหนุนให้เงินเพื่อขยายตัวในระดับสูงต่อเนื่องเป็นระยะเวลานานกว่าที่คาด และกดดันกิจกรรมเศรษฐกิจ

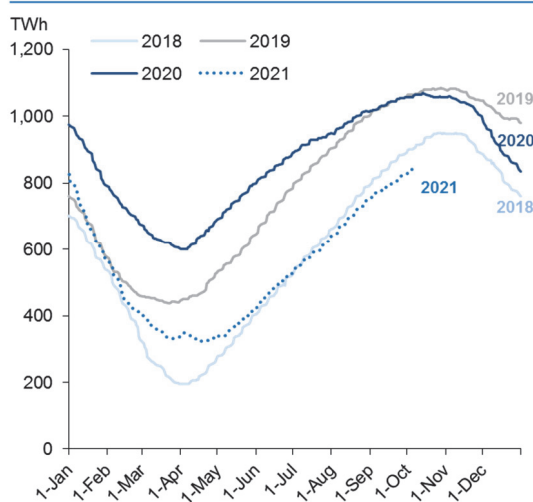
ในช่วงที่ผ่านมา ยุโรปเผชิญปัญหาราคาก๊าซธรรมชาติที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก โดยเฉพาะราคาก๊าซธรรมชาติในทวีปที่พุ่งขึ้นสูงกว่า 500% ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงที่จะทำให้ต้นทุนราคาลิควิดปรับตัวเพิ่มขึ้นตามและส่งผลกระทบต่อกิจกรรมเศรษฐกิจ โดยเฉพาะในฤดูหนาวที่กำลังจะมาถึง โดยสาเหตุสำคัญที่ทำให้ราคาก๊าซปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากก็คือ อุปทานที่ไม่เพียงพอที่จะรองรับอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นอย่างมากหลังการเปิดกิจกรรมเศรษฐกิจจาก COVID-19 ทั้งนี้ สาเหตุสำคัญที่ทำให้อุปทานไม่เพียงพอ ได้แก่

1. ปริมาณก๊าซธรรมชาติในคลัง (Inventory) อยู่ในระดับต่ำกว่าปีก่อนๆ ค่อนข้างมาก เนื่องจากสภาพอากาศในช่วงปลายปี 2020 ถึงต้นปี 2021 หนาวมากและยาวนานกว่าปกติ

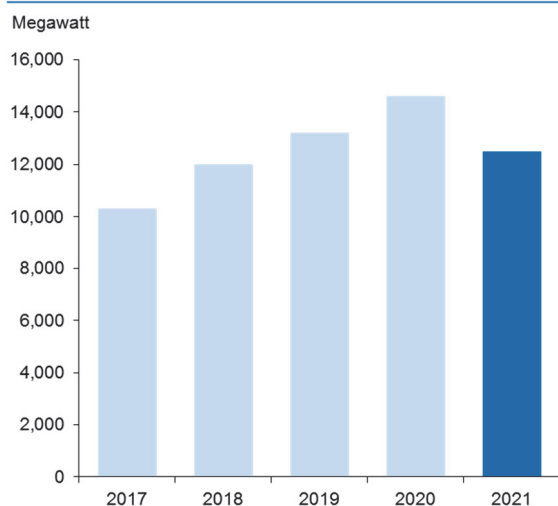
2. พลังงานทางเลือก (Renewables) เช่น พลังงานลมและแสงอาทิตย์ ที่ให้ผลผลิตน้อยกว่าปกติ จากสภาพอากาศที่มีความไม่แน่นอน ขณะเดียวกันยุโรปก็พยายามเลิกการใช้ถ่านหินตามแนวทางการรักษาสีเขียว
3. รัสเซียและนอร์เวย์ส่งออกก๊าซธรรมชาติมาให้อยู่น้อยกว่าปกติ ส่งผลให้อยูโรซึ่งเป็นผู้นำเข้าสุทธิ (Net importer) ต้องเผชิญกับการขาดแคลนก๊าซธรรมชาติ โดยปัจจุบันยุโรปพึ่งพาการนำเข้าจากรัสเซียค่อนข้างมากถึงกว่า 40% ตามมาด้วยนอร์เวย์ที่ 20% ทั้งนี้ การที่รัสเซียส่งออกก๊าซธรรมชาติให้อยูโรลดลงมีสาเหตุมาจากความต้องการเพิ่มปริมาณก๊าซในคลัง และอาจเป็นเรื่องของการเมืองระหว่างประเทศ โดยต้องการกดดันให้อยูโรอนุมัติเปิดใช้ท่อขนส่งก๊าซ Nord Stream 2 ที่สร้างเสร็จมาเป็นเวลานานแล้ว ขณะที่การส่งออกก๊าซธรรมชาติของนอร์เวย์ลดลงจากการซ่อมบำรุงท่อขนส่งที่ใช้เวลานานกว่าปกติ

แผนภาพที่ 33: ปริมาณก๊าซในคลัง (กราฟซ้ายมือ) ของยุโรปอยู่ในระดับต่ำกว่าปีก่อนๆ ขณะที่พลังงานลมให้ผลผลิตน้อยลงในปี

Eurozone gas storage



Eurozone wind output (Jan-Sept average)



ที่มา: Bloomberg, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อุปทานของก๊าซที่มีไม่เพียงพอส่งผลกระทบต่อผลผลิตกระแสไฟฟ้า เนื่องจากก๊าซธรรมชาติเป็นวัตถุดิบสำคัญที่ใช้ในการผลิตกระแสไฟฟ้า ซึ่งจะส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมผลิตอื่นๆ ตามมา เช่น โรงงานผลิตปุ๋ยและสินค้าเกษตร เป็นต้น รวมถึงผู้บริโภคด้วย โดยเฉพาะฤดูหนาวที่กำลังจะมาถึง โดย Deutsche Bank ประเมินจะกระทบ GDP รวมราว 0.25% จนถึงสิ้นปี 2022 ซึ่งประเทศที่พึ่งพาก๊าซธรรมชาติมากจะได้รับผลกระทบมากที่สุดได้แก่ อิตาลีและอังกฤษ ที่พึ่งพาก๊าซธรรมชาติในการผลิตกระแสไฟฟ้าคิดเป็นสัดส่วน 48% และ 40% ตามลำดับ ขณะที่ยุโรปโดยรวมพึ่งพาก๊าซในการผลิตกระแสไฟฟ้าคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 23% โดยพึ่งพาพลังงานนิวเคลียร์มากที่สุดคิดเป็นสัดส่วน 27%

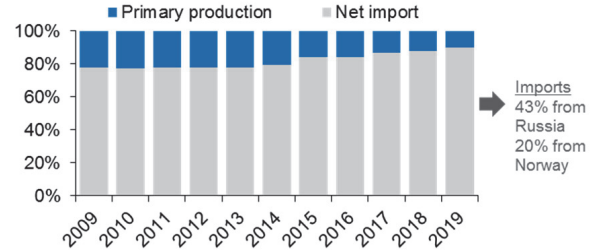
นอกจากนี้ ราคาก๊าซธรรมชาติที่พุ่งขึ้นสูงย่อมส่งผ่านไปยังเงินเพื่อ โดย Deutsche Bank ประเมินว่าจะมี Upside ต่อเงินเฟ้อที่ราว 0.1ppt ในปีนี้ และ 0.3ppt ในปี 2022F ซึ่งเรามองว่าราคาก๊าซธรรมชาติที่เพิ่มขึ้นจะส่งผ่านไปยังเงินเฟ้อได้ค่อนข้างจำกัด โดยผลกระทบบางส่วนจะถูกลดทอนลงไปจากการเข้ามาแทรกแซงของรัฐบาล อาทิ การให้เงินอุดหนุน การลดค่าไฟ และการควบคุมราคาก๊าซ เป็นต้น ทั้งนี้ Bloomberg เปิดเผยว่า ในช่วงต้นเดือน ต.ค. รัฐบาลของประเทศในยุโรปได้เตรียมออกมาตรการช่วยเหลือรวมกันคิดเป็นเงิน 1 หมื่นล้านยูโร เช่น ฝรั่งเศสที่มีการให้เงินอุดหนุนเรื่องพลังงานที่เรียกว่า “Energy Check” ให้กับครอบครัวยากจนคิดเป็นวงเงิน 580 ล้านยูโร และอิตาลีที่เตรียมลดภาษี VAT ของพลังงานลง ซึ่งจะมีผลในไตรมาส 4 เป็นต้น

แผนภาพที่ 34: การเพิ่มขึ้นของราคาก๊าซจะส่งผลกระทบต่อการผลิตกระแสไฟฟ้า และต้นทุนอัตราเงินเพื่อให้เพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า

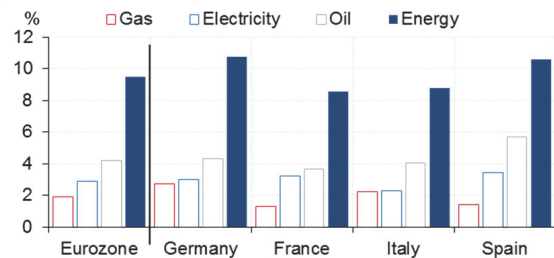
Netherlands natural gas forward price



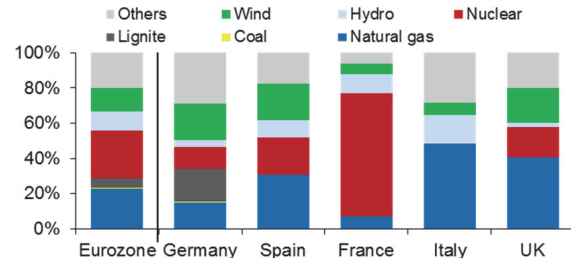
Eurozone natural gas consumption



Weights in HICP inflation basket, 2021



Share of electricity generation, 2019



ที่มา: Bloomberg, Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

พรรค SPD ชนะการเลือกตั้งทั่วไปของเยอรมนีนำไปสู่ความพยายามจัดตั้งรัฐบาลในรูปของ “Traffic light” ซึ่งจะหนุนการใช้จ่ายภาครัฐให้เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ยังคงมีความไม่แน่นอนและคาดว่าจะใช้เวลานานในการจัดตั้งรัฐบาล

การเลือกตั้งทั่วไปของเยอรมนีเมื่อวันที่ 27 ก.ย. พรรค SPD นำโดยนาย Olaf Scholz รวม.คลังปัจจุบันได้รับคะแนนเสียงมากที่สุดที่ 25.7% (206 ที่นั่ง) ตามการคาดการณ์ของผลสำรวจ ตามมาด้วยพรรค CDU ซึ่งนำโดยนาย Armin Laschet ได้รับคะแนนเสียง 24.1% (196 ที่นั่ง) ส่วนพรรค Greens ได้คะแนนเสียงเป็นอันดับ 3 ที่ 14.8% (118 ที่นั่ง) และพรรค FDP ได้คะแนนเสียงเป็นอันดับ 4 ที่ 11.5% (92 ที่นั่ง)

อย่างไรก็ดี พรรค SPD ได้รับคะแนนเสียงไม่เพียงพอในการจัดตั้งรัฐบาล (ต้องได้ 368 ที่นั่งขึ้นไป) ทำให้ต้องจัดหาพรรคร่วม โดยรูปแบบที่เป็นไปได้มากที่สุดในขณะนี้คือแบบ “Traffic light” คือ พรรค SPD เป็นแกนนำรัฐบาลร่วมกับพรรค Greens และพรรค FDP ซึ่งกำลังอยู่ในช่วงเจรจากันในขณะนี้ ขณะที่รูปแบบ “Jamaica” คือพรรค CDU เป็นแกนนำรัฐบาลร่วมกับพรรค Greens และพรรค FDP ก็ยังมีโอกาสเป็นไปได้หากพรรค SPD จัดตั้งรัฐบาลไม่สำเร็จ

ด้านนโยบายสำคัญของพรรค SPD คือเน้นการผ่อนคลายนโยบายการคลัง หรือให้ภาครัฐใช้จ่ายมากขึ้น แต่ในขณะเดียวกันก็มีแผนที่จะปรับขึ้นภาษีกับผู้มีรายได้สูง โดยมีแผนปรับขึ้นอัตราภาษีบุคคลธรรมดาขั้นสูงสุดเป็น 45% จากปัจจุบันที่ 42% รวม

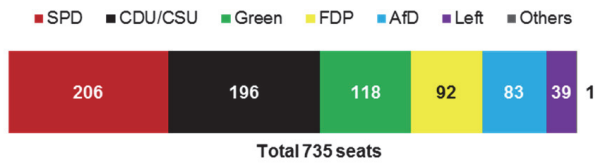
ทั้งเก็บภาษีมรดกและภาษีความมั่งคั่ง (Wealth tax) เพิ่มขึ้นด้วย นอกจากนี้ พรรค SPD มีนโยบายเพิ่มค่าแรงขั้นต่ำขึ้นราว 25% (เป็น 12 ยูโร/ ชั่วโมง จากปัจจุบันที่ 9.6 ยูโร/ ชั่วโมง) โดยแผนขึ้นภาษีและเพิ่มค่าแรงขั้นต่ำคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อตลาดทุนได้ โดยเฉพาะเมื่อการจัดตั้งรัฐบาลมีความชัดเจน โดยเฉพาะการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำที่จะกระทบต้นทุนของภาคธุรกิจ โดยตลาดยังไม่ได้กังวลกับประเด็นดังกล่าวมากนักในขณะนี้ อย่างไรก็ตาม แผนการดังกล่าวยังมีความไม่แน่นอนสูงเนื่องจากต้องได้รับความเห็นชอบจากพรรคร่วมด้วย

เราคาดว่า การจัดตั้งรัฐบาลจะใช้เวลานานพอสมควร ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจในระยะสั้น ท่ามกลางนโยบายบางส่วนที่มีความแตกต่างกัน เช่น พรรค SPD กับพรรค Greens อยากเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐและปรับขึ้นภาษีกับผู้มีรายได้สูง แต่พรรค FDP ไม่ต้องการ และการที่พรรค Greens ต้องการเพิ่มความเข้มงวดในนโยบายด้านสิ่งแวดล้อมมากกว่าพรรคอื่น เป็นต้น ซึ่งทำให้ต้องประนีประนอมค่อนข้างมาก โดยรัฐบาลภายใต้การนำของนาง Angela Merkel จะทำหน้าที่รักษาการแทนจนกว่าจะได้รัฐบาลใหม่

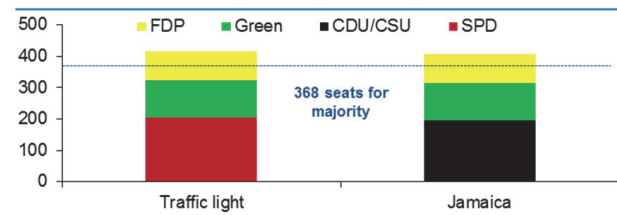
ทั้งนี้ การเลือกตั้งครั้งก่อนในปี 2017 รัฐบาลใช้เวลาในการจัดตั้งกว่า 6 เดือน ซึ่งได้ส่งผลกระทบต่อเงินยูโรอ่อนค่าลงราว 3% ในช่วง 1-2 เดือนหลังการเลือกตั้ง และนับเป็นความเสี่ยงต่อความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะในขณะนี้ที่เศรษฐกิจยังเปราะบางจาก COVID-19

แผนภาพที่ 35: ผลการเลือกตั้งของเยอรมนี (ตามจำนวนที่นั่ง) รูปแบบการจัดตั้งรัฐบาลที่เป็นไปได้ และนโยบายสำคัญของพรรคการเมืองหลัก

Distribution of seats



Potential coalition options (no. of seats)



Policy area	CDU/CSU	SPD	Greens	FDP
Fiscal	Re-imposition of debt brake, quick return to a balanced budget	Looser approach to balancing budgets, continuation of more generous spending	10-year public investment worth EUR500bn, seeks to reform the debt brake	Wants to reduce debt to 60% GDP as soon as possible, calls for "turbo repayment"
EU	Reinstate EU fiscal rules, rejects joint debt	Rejecting austerity policies of the past, modifying the Stability & Growth Pact	Ease the Stability & Growth Pact, completion of EU's banking union	Calls for a full re-implementation of EU rules on debt and deficits
Taxes	No tax increases	Increase highest income tax rate to 45%, reduce lower & middle income burden, higher inheritance tax, and reintroduction of wealth tax.	Increase highest income tax rate to 48%, reduce lower & middle income burden, higher inheritance tax, and reintroduction of wealth tax.	Broad tax cuts for companies & all income groups
Climate	Aims for a carbon neutral economy by 2045	Aims for a carbon neutral economy by 2045, carbon neutrality for electricity production by 2040	Aims for a carbon neutral economy in 20 years, no new combustion cars by 2030, and faster rise in CO2 prices	Aims for a carbon neutral economy by 2050, wants to promote new technologies to counter climate change
Labor	Push for pension reform via a capital-funded retirement plan	Increase minimum wage to EUR12/hr, strong workers' rights	Increase minimum wage to EUR12/hr, more generous unemployment benefits	Favors flexible labor markets with less state interference

Note: Highest income tax rate is set at 42% currently; minimum wage is currently set at EUR9.6 per hour worked.

ที่มา: Bloomberg, Deutsche Bank, Goldman Sachs, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจจีนไตรมาส 3 ขยายตัว 4.9% YoY ต่ำกว่าที่ตลาดคาด ภายใต้สถานการณ์โรคระบาดภายในประเทศที่กดดันการบริโภคในประเทศ ขณะที่เศรษฐกิจจีนในไตรมาสสุดท้ายของปีมีแนวโน้มเปราะบางมากขึ้น หลังภาคการผลิตและการลงทุนได้รับผลกระทบจากภาวะขาดแคลนพลังงาน ภาคอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแอจากวิกฤต Evergrande รวมถึงภาคการส่งออกที่ต้องเผชิญปัญหาในห่วงโซ่อุปทานโดยเฉพาะด้านการขนส่ง ทั้งนี้ Bloomberg Consensus ประเมิน GDP ในปีนี้จะขยายตัว 8.2% (vs. 8.5% เดือนก่อน) ขณะที่ IMF ประเมินว่าจะขยายตัว 8.0% (vs. 8.1% คาดการณ์เดิมในเดือน ก.ค.) ซึ่งยังคงสูงกว่าเป้าหมายทางการจีนตั้งไว้ที่ 'มากกว่า 6%' ส่วนความเสี่ยงของ Evergrande นั้น ภายใตย Yi Gang ผู้ว่าฯ PBoC และนาย Zou Lan ผู้อำนวยการฝ่ายตลาดการเงินของ PBoC ระบุว่าสามารถควบคุมได้แล้ว

GDP ไตรมาส 3 ชะลอตัวลงเป็น 4.9% YoY ต่ำกว่าที่ตลาดคาด ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนเดือน ก.ย. ชะลอตัวลงต่ำกว่าที่ตลาดคาด ขณะที่ยอดค้าปลีกฟื้นตัวขึ้นดีกว่าคาด

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน ก.ย. ปรับตัวลดลง -0.5 จุด เป็น 49.6 จุด พลิกกลับมาอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2020 ใกล้เคียงกับที่ตลาดคาดที่ 50.0 จุด โดยดัชนีปรับตัวลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 7 ส่วนดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น 5.7 จุด เป็น 53.2 จุด สูงกว่าที่ตลาดคาดอย่างมากที่ 49.8 จุด จากดัชนีภาคบริการที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 7.2 จุด เป็น 52.4 จุด หลังสถานการณ์การแพร่ระบาดในประเทศได้คลี่คลายลง ขณะที่ดัชนีภาคก่อสร้างปรับตัวลดลง -3.0 จุด เป็น 57.5 จุด

ด้านอุปสงค์ในประเทศ ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ย. เติบโตขึ้นเป็น 4.4% YoY จาก 2.5% ในเดือนก่อน และสูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 3.5% หลังสถานการณ์โรคระบาดในประเทศคลี่คลาย

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ก.ย. ชะลอตัวลง 3.1% YoY จาก 5.3% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 3.8% จากผลกระทบของภาวะขาดแคลนพลังงาน ส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เดือน ก.ย. ชะลอตัวลง 7.3% YoY YTD จาก 8.9% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าที่ตลาดคาดเล็กน้อยที่ 7.8%

ส่วนอุปสงค์ต่างประเทศยังคงขยายตัวได้ดีต่อเนื่อง โดยยอดส่งออก (Exports) เดือน ก.ย. เติบโตขึ้นเป็น 28.1% YoY

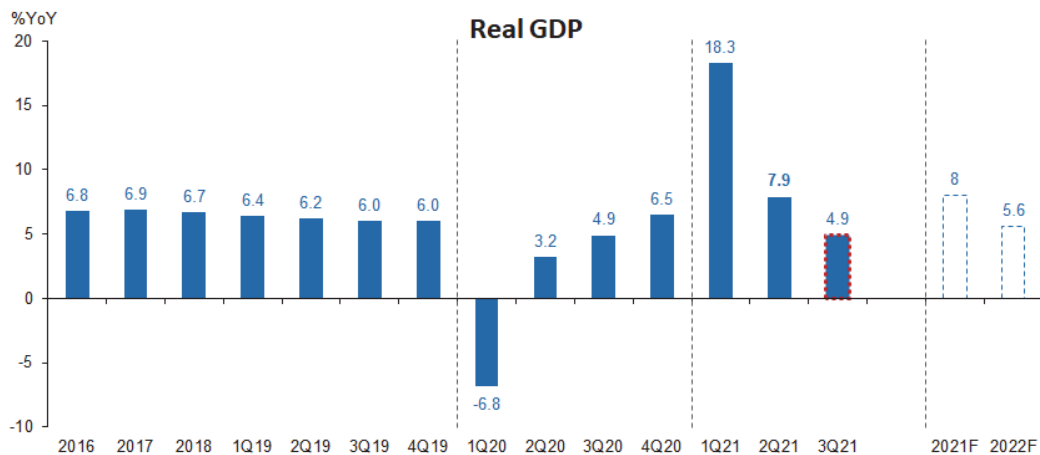
จาก 25.6% ในเดือนก่อน สวนทางกับที่ตลาดคาดว่าจะชะลอลงเป็น 21.0% ทั้งนี้ นาย Li Kuiwen โฆษกกรมศุลกากรจีนกล่าวว่า การเติบโตของการค้าในไตรมาส 4 อาจชะลอตัวลงเนื่องจากฐานในปีก่อนที่สูงขึ้น และปัญหาด้านโลจิสติกส์

โดยภาพรวมทำให้ GDP ไตรมาส 3 ชะลอตัวลงเป็น 4.9% YoY จาก 7.9% ในไตรมาสก่อน และต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 5.0% ขณะที่เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน GDP ขยายตัว 0.2% QoQ (vs. 1.3% ไตรมาสก่อน)

อย่างไรก็ดี ตลาดคาดว่า GDP ในปี 2021F จะยังขยายตัวแข็งแกร่ง แม้ว่าเศรษฐกิจในประเทศจะได้รับผลกระทบจากภาวะขาดแคลนพลังงาน รวมทั้งภาคอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแอจากวิกฤต Evergrande โดย Bloomberg Consensus ประเมินว่า GDP ในปีนี้จะขยายตัว 8.2% (vs. 8.5% เดือนก่อน) ขณะที่ IMF ประเมินว่า GDP ในปีนี้จะขยายตัว 8.0% (vs. 8.1% คาดการณ์เดิมในเดือน ก.ค.) ซึ่งยังคงสูงกว่าเป้าหมายทางการจีนตั้งไว้ที่ 'มากกว่า 6%'

เรามองว่าการดำเนินนโยบายการเงินของ PBoC หลังจากรายงานนี้จะเน้นให้ความช่วยเหลือเฉพาะกลุ่มธุรกิจที่เป็นกลุ่มเป้าหมาย เช่น กลุ่มธุรกิจขนาดเล็ก มากกว่าการให้ความช่วยเหลือเป็นวงกว้าง โดยนาย Yi Gang ผู้ว่าฯ PBOC เขียนในบทความเมื่อปลายเดือน ก.ย. ว่าจีนจะคงนโยบายการเงินตามปกติให้นานที่สุดภายใต้ที่อัตราดอกเบี้ยต่ำทางเศรษฐกิจของจีนยังคงอยู่ในช่วงเป้าหมายที่ 6% โดยเรามองว่าอาจมีการปรับลด RRR ลงอีกครั้งหนึ่งในช่วงที่เหลือของปี หากตัวเลขเศรษฐกิจยังคงชะลอต่อเนื่อง ส่วนภาคการคลัง คาดการณ์ออกพันธบัตรรัฐบาลจะเร่งตัวขึ้นต่อเนื่อง หลังจากที่มีการออกพันธบัตรต่ำกว่าโควตาในช่วง 8 เดือนแรกของปี ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการเติบโตของสินเชื่อโดยรวมต่อไป

แผนภาพที่ 36: GDP ไตรมาส 3 ชะลอตัวลง 4.9% YoY จาก 7.9% ในไตรมาสก่อน โดย IMF ประเมินว่า GDP ในปีนี้จะขยายตัว 8.0%

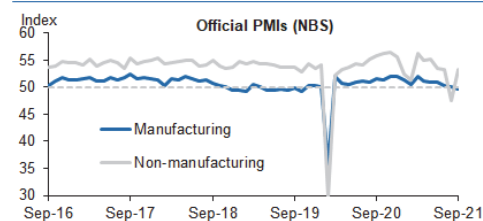


Note: 2021-22F GDP forecast are based on IMF WEO Oct 2021

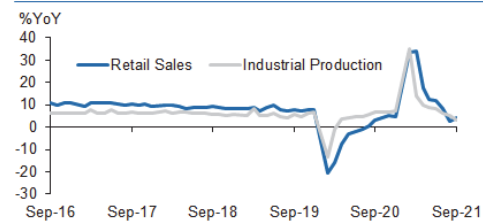
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 37: ดัชนี PMI ภาคการผลิตตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2020 จากปัญหา Supply chain disruption ที่กดดันผลผลิต ส่วน PMI นอกภาคการผลิตพลิกกลับมาขยายตัวหลังสถานการณ์การแพร่ระบาดไวรัสในประเทศคลี่คลาย

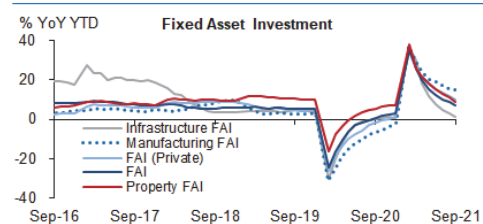
Manufacturing vs. Services PMI



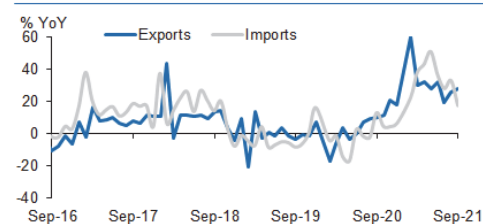
Economic activity



Fixed asset investment (3MMA)



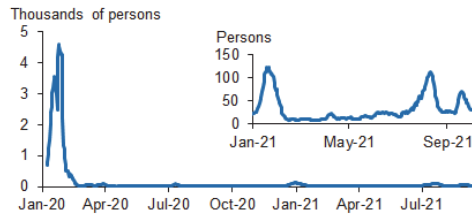
Trade



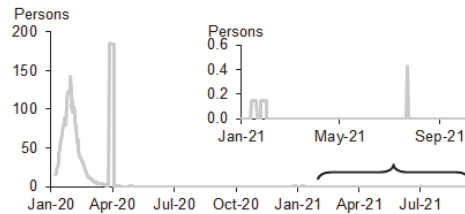
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 38: จำนวนผู้ติดเชื้อใหม่ลดลงจากการ Lockdown ที่มีประสิทธิภาพ ด้านวัคซีนมีจำนวนผู้ได้รับวัคซีนแล้วมากกว่า 70% ของประชากร แต่จำนวนผู้ได้รับวัคซีนใหม่ต่อวันชะลอตัวลงไปมาก

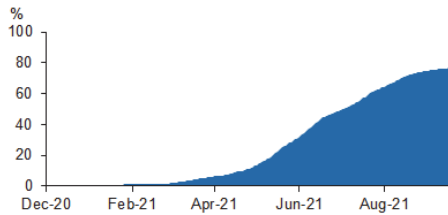
COVID-19 daily new cases (7-day MA) ^{1\}



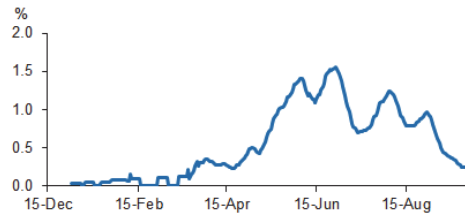
Daily new deaths (7-day MA) ^{1\}



Vaccinations (% population) ^{1\,2\}



Pace of daily vaccinations (% population; 7-day MA) ^{1\}



Note: 1\ As of 3 Oct. 2\ Assumes a population needs two doses of vaccine (around 2.80 billion doses needed to achieve 100%).

ที่มา: [Ourworldindata.org](https://ourworldindata.org), TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สถานการณ์ของ Evergrande มีความน่ากังวลลดลงหลังมีข่าวว่า Hopson Development Holdings Ltd. จะเข้ามาซื้อกิจการ รวมถึงการยืนยันของ PBoC ที่ระบุว่าความเสี่ยงของ Evergrande นั้นสามารถควบคุมได้แล้ว

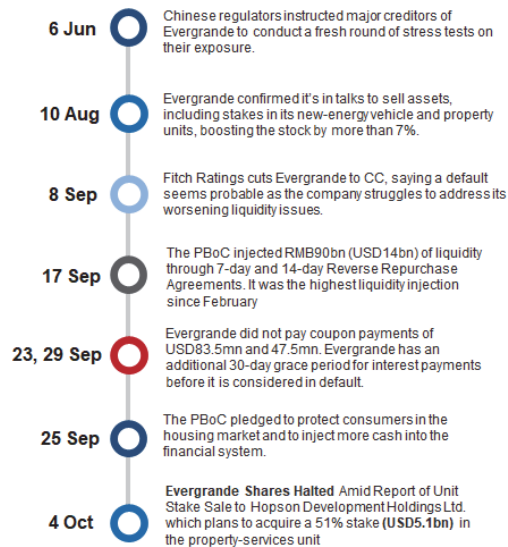
สถานการณ์ของ Evergrande มีความน่ากังวลลดลงหลังมีข่าวว่า Hopson Development Holdings Ltd. บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์อีกแห่งหนึ่งของจีนจะเข้ามาซื้อกิจการ 51% ของธุรกิจการจัดการอสังหาริมทรัพย์ด้วยมูลค่า 5.1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ทำให้ราคาพันธบัตร Evergrande ทรงตัวอยู่ที่ระดับ 20 เซ็นต์ ซึ่งหากมีการทำข้อตกลงกันสำเร็จก็น่าจะช่วยลดแรงกดดันในระยะสั้นได้ อย่างน้อยก็สามารถมั่นใจได้ว่า Evergrande จะมีเงินสดเพียงพอในการจ่ายดอกเบี้ยพันธบัตรในปีนี้มีมูลค่า 0.63 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ด้านท่าทีของภาครัฐ ทั้งนาย Yi Gang ผู้ว่าฯ PBoC และนาย Zou Lan ผู้อำนวยการฝ่ายตลาดการเงินของ

PBoC ออกมาระบุว่าความเสี่ยงของ Evergrande นั้น “สามารถควบคุมได้” โดยนาย Zou กล่าวเสริมว่ารัฐบาลจะปกป้องผู้บริโภคทุกรายและให้การสนับสนุนทางการเงินสำหรับการเริ่มก่อสร้างใหม่ และยังระบุว่าธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ส่วนใหญ่มีการดำเนินงานที่มั่นคงและมีตัวชี้วัดทางการเงินที่ดี

ทั้งนี้ ภาพรวมของกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ยังมีความเสี่ยงเรื่องการผิดนัดชำระหนี้ สะท้อนผ่านราคาหุ้นที่ลดลงมารวมถึงล่าสุดที่มีกรณีการผิดนัดชำระหนี้ของบริษัท Fantasia และ Sinic ทำให้นักลงทุนยังมีความกังวลอยู่ อย่างไรก็ตาม ยังไม่มีสัญญาณชัดเจนว่าความเสี่ยงด้านการผิดนัดชำระหนี้ของกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์จะกระจายไปในวงกว้างสะท้อนผ่านอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่เร่งตัวขึ้นมาแรงเฉพาะกลุ่ม Junk bond เท่านั้น ส่วน Investment Grade bond นั้น ยังไม่ได้มีการเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะ

แผนภาพที่ 39: ราคา Dollar bond 7.5% ของ Evergrande (ขวามือล่าง) ทรงตัวที่ระดับ 20 เซ็นต์ ทั้งนี้ Evergrande มีกำหนดชำระดอกเบี้ยพันธบัตรมูลค่ารวม 0.63 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ภายในปีนี้

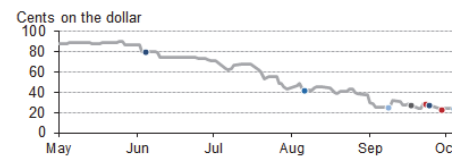
Evergrande - key events



Debt due in 2021

Coupon due date	Bond	Currency	Coupon due (USD, mn)
September			
9/23/2021	EVERRE 8 1/4 03/23/22	CNY	83.5
9/29/2021	EVERRE 9 1/2 03/29/24	USD	45.3
October			
11/10/2021	EVERRE 9 1/2 04/11/22	USD	68.9
11/10/2021	EVERRE 10 04/11/23	USD	42.5
11/10/2021	EVERRE 10 1/2 04/11/24	USD	36.8
10/19/2021	EVERCN 5.8 10/19/25	CNY	18.8
November			
6/11/2021	TIANHL 13 11/06/22	USD	41.9
6/11/2021	TIANHL 13 3/4 11/06/23	USD	40.6
December			
12/28/2021	EVERRE 7 1/2 06/28/23	USD	50.4
12/28/2021	EVERRE 8 3/4 06/28/25	USD	204.8
Outstanding Coupon			633.4

EVERRE 7 1/2 06/28/2023 bond price



Note: Data as of 6 Oct

ที่มา: Gao Hua Securities Research, Goldman Sachs, Bloomberg
Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 40: ภาพรวมของกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ยังมีความเสี่ยงเรื่องการผิดนัดชำระหนี้ สะท้อนผ่านราคาหุ้นที่ลดลงมา และมีกรณีการผิดนัดชำระหนี้ของบริษัท Fantasia และ Sinic

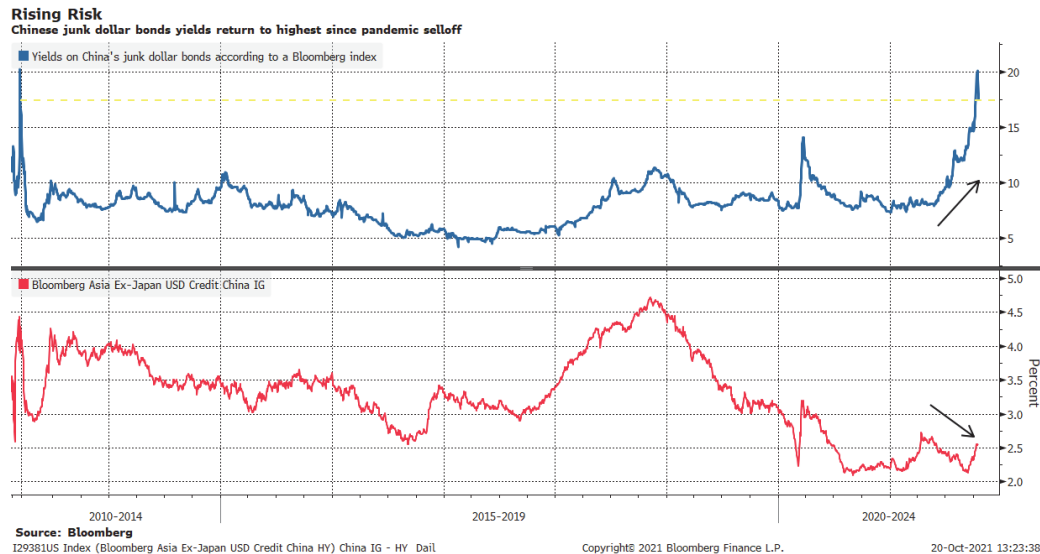
Struggles of China's property development industry

Company	Issuer rating (Fitch)	Market cap (6/10/2021) (HKD, mn)	YTD stock price change (6/10/2021)	Revenue (2020) (USD, bn)	Total debt payment for the rest of 2021 (USD, bn)	Total debt payment in 2022 (USD, bn)	Three red lines (as of 1H21)		
							Liabilities to Asset	Net debt to equity	Cash coverage of ST debt
							Below 70%	Below 100%	Above 1X
Sunac	BB	72,352	-45%	33.5	0.13	2.03	76%	87%	1.1x
Evergrande	C	39,088	-79%	73.6	0.63	10.10	81%	100%	0.4x
KWG	BB-	24,032	-27%	4.3	0.49	2.89	72%	54%	1.8x
Guangzhou R&F	B+	20,300	-46%	12.5	0.12	4.40	75%	123%	0.2x
Yuzhou	B+	7,313	-59%	1.5	0.64	1.19	74%	80%	1.4x
Fantasia	RD	3,233	-56%	3.2	0.93	1.69	73%	76%	1.4x
Sinic	C	1,785	-88%	4.1	0.27	0.55	73%	51%	1.5x

Note: Data as of 6 Oct, Total debt payment for the rest of 2021 = Sep to Dec 2021.

ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 41: อย่างไรก็ตาม ยังไม่มีสัญญาณชัดเจนว่าความเสี่ยงด้านการผิดนัดชำระหนี้ของกลุ่มธุรกิจ อสังหาริมทรัพย์จะกระจายไปในวงกว้าง สิ่งที่ได้จากผลตอบแทนพันธบัตรที่เร่งตัวขึ้นมาเฉพาะ Junk bond เท่านั้น ส่วน Investment grade bond นั้นยังไม่ได้มีการเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะ



Note: Data as of 20 Oct ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ภาวะขาดแคลนพลังงานภายใต้ภาวะต้นทุนถ่านหินที่เพิ่มขึ้น รวมถึงการทำตามเป้าหมายควบคุมการปล่อยมลพิษและการใช้พลังงาน ส่งผลให้ภาคอุตสาหกรรมบางส่วนต้องถูกระงับการผลิต ซึ่งอาจกระทบต่อ GDP ในปีนี้ประมาณ 0.3-0.5%

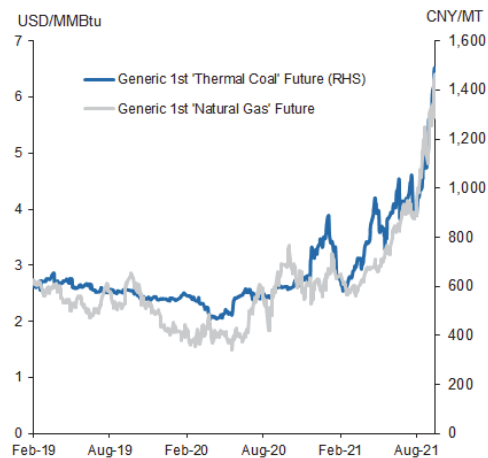
รายงานด้านพลังงานในช่วงครึ่งแรกของปี 2021 ของ NDRC (คณะกรรมการพัฒนาและปฏิรูปแห่งชาติ) ได้เปิดเผยความคืบหน้าของเป้าหมายการควบคุมการใช้พลังงานในภูมิภาคต่างๆ ภายใต้นโยบาย “Dual control” (ควบคุมการใช้พลังงานทั้งหมดและควบคุมความเข้มข้นของการใช้พลังงาน) โดยจังหวัดสีแดน ซึ่งมีมูลค่าทางเศรษฐกิจคิดเป็น 35% ของ GDP ทั้งประเทศ (แผนภาพ 43) เป็นจังหวัดที่ยังคงห่างไกลจากเป้าหมาย และจะถูกบังคับใช้มาตรการควบคุมสูงสุด ซึ่งจะส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมที่ใช้พลังงานมาก เช่น การถลุงและการอัดโลหะ เหล็ก/อลูมิเนียม ไบโตรเลียมและเคมีภัณฑ์ โดยสำนักต่างประเทศส่วนใหญ่ประเมินว่าจะส่งผลกระทบต่อ GDP ในปีนี้ประมาณ 0.3-0.5% และทำให้ Bloomberg Consensus คาด GDP ทั้งปีนี้ของจีนลดลงเล็กน้อย มาอยู่ที่ 8.2% (vs. 8.5% เดือนก่อน) (ข้อมูล ณ วันที่ 20 ต.ค.)

ขณะนี้จังหวัดต่างๆ กำลังพยายามลดการใช้พลังงานเพื่อลดการปล่อยมลพิษและประหยัดพลังงานตามข้อกำหนดของ NDRC ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของเป้าหมายระยะยาวของประเทศในการปล่อย CO2 สูงสุดก่อนปี 2030 และบรรลุการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิให้เป็นศูนย์ในปี 2060 ซึ่งในแต่ละจังหวัดจะเน้นการควบคุมการใช้ไฟฟ้าในภาคอุตสาหกรรมเป็นหลักโดยมีมาตรการ เช่น 1. ลดการผลิตสำหรับบริษัทที่มีการใช้ไฟฟ้าสูง 2. ลดการผลิตในช่วงฤดูร้อนและย้ายการผลิตไปยังช่วงฤดูหนาวหรือช่วงเวลากลางคืน และ 3. ระวังการผลิตในบางกรณี

นอกจากนี้ ราคาต้นทุนถ่านหินที่เพิ่มขึ้นมาเกือบ 3 เท่า นับตั้งแต่ช่วงต้นปีทำให้ผู้ผลิตไฟฟ้าจากถ่านหินบางส่วนต้องประสบกับภาวะขาดทุนและลดกำลังการผลิตลง ซึ่งปัจจุบันรัฐบาลกลางของจีนมีแนวทางแก้ไขด้วยการสั่งให้เร่งกำลังการผลิตถ่านหินให้มากขึ้น และอนุญาตให้โรงไฟฟ้าถ่านหินเพิ่มราคาพลังงานได้มากขึ้นสูงสุด 20%

แผนภาพที่ 42: ภาวะขาดแคลนพลังงานในจีนส่วนหนึ่งเกิดจากราคาด่านหินที่เพิ่มสูงขึ้น ทำให้ผู้ผลิตไฟฟ้าจากถ่านหินบางส่วนต้องประสบกับภาวะขาดทุนและลดกำลังการผลิตลง และการทำตามเป้าหมายการปล่อยมลพิษและการใช้พลังงานของ NDRC

Energy prices



Note: Data as of 7 Oct ที่มา: Goldman Sachs, NDRC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Electricity restrictions

Why?

Provinces are trying to cut power consumption to comply with the **requirements of China's NDRC** (National Development and Reform Commission) and its "Dual Control" policy (control total energy consumption and control energy consumption intensity)

Objectives

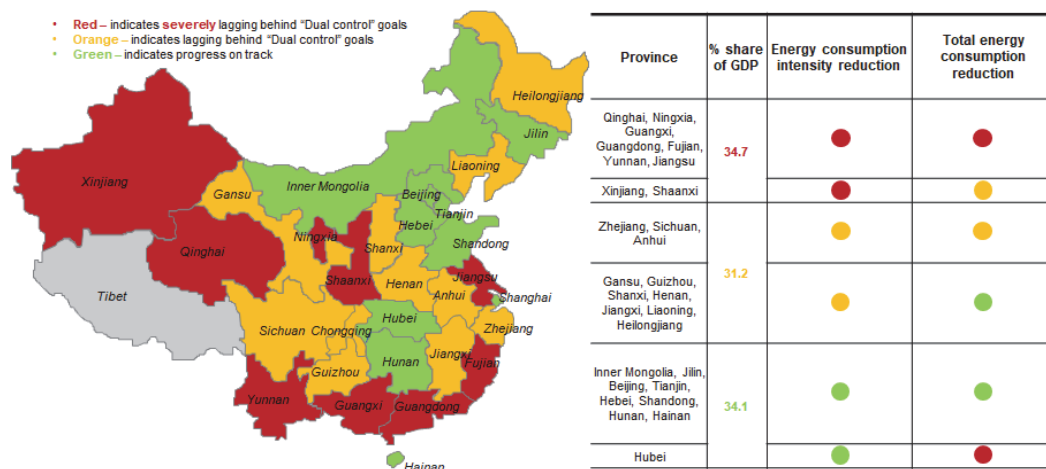
Reduce emissions and preserve energy in order to meet the environmental targets for energy consumption and energy intensity (dual controls). **Part of the country's longer-term goal to reach peak carbon emissions by 2030.**

Examples of local govt policies

- 1) **Reduce production output** for selected companies with high electricity consumption
- 2) **Stagger production to avoid** using large amounts of electricity in **peak hours** and move production to weekends and nighttime
- 3) **Suspend production in some cases**

แผนภาพที่ 43: จังหวัดสีแดง ซึ่งมีมูลค่าทางเศรษฐกิจคิดเป็น 35% ของ GDP ทั้งหมด เป็นจังหวัดที่ยังคงห่างไกลเป้าหมายและจะถูกบังคับใช้มาตรการควบคุมสูงสุด

Energy consumption intensity warning level



ที่มา: CICC, Nomura, NDRC, CEIC, Goldman Sachs, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มฟื้นตัวได้ดีขึ้น หลังจำนวนผู้ติดเชื้อลดลงต่ำสุดในรอบปี รวมถึงการแจกจ่ายวัคซีนที่ทำได้อย่างรวดเร็วและต่อเนื่อง ด้านการเลือกตั้งภายในพรรค LDP นาย Fumio Kishida (อดีตรมว.ต่างประเทศ และหัวหน้าแผนกนโยบายของ LDP) ได้รับชัยชนะ โดยหลักของนโยบายได้ใช้โลแกนว่า “New Capitalism” ซึ่งมุ่งเน้นไปที่การกระจายรายได้และการลดความเหลื่อมล้ำ (Wealth gap) โดยนาย Kishida ได้เน้นย้ำถึงความจำเป็นในการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่ารวมหลายสิบล้านล้านเยน รวมถึงการแจกเงินให้กลุ่มธุรกิจและลูกจ้างที่ได้รับผลกระทบจาก COVID รุนแรง

เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังคงได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ฉุกเฉิน แต่มีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวต่อจากนี้จากจำนวนผู้ติดเชื้อใหม่ต่ำสุดในรอบ 1 ปี อย่างไรก็ตาม ปัญหาในห่วงโซ่อุปทานยังเป็นปัจจัยสำคัญที่กดดันภาคการผลิต

กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศเดือน ส.ค.-ก.ย. ยังคงถูกกดดันจากการประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินที่สิ้นสุดไปเมื่อวันที่ 30 ก.ย. (เริ่มตั้งแต่ 12 ก.ค.) อย่างไรก็ตาม สถานการณ์การแพร่ระบาดได้คลี่คลายลง โดยจำนวนผู้ติดเชื้อใหม่ลดลงเหลือวันละไม่เกิน 1,000 ราย รวมถึงจำนวนผู้ที่ได้รับวัคซีนอย่างน้อย 1 เข็มเกินกว่า 75% โดยมีผู้ได้รับวัคซีนครบโดสแล้วเกือบ 70% ซึ่งจะทำให้การบริโภคในช่วงที่เชื้อของปีสามารถกลับมาฟื้นตัวได้ดีขึ้น ด้านภาคการผลิตและการส่งออกยังคงถูกกดดันจากภาวะการขาดแคลนชิปเซมิคอนดักเตอร์ (Chips shortages) ทั่วโลก

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +2.4 จุด เป็น 47.9 จุด และสูงกว่าตัวเลขเบื่องต้นที่ 47.7 จุด โดยภาคบริการปรับตัวเพิ่มขึ้น +4.9 จุด เป็น 47.8 จุด อยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 20 หลังสถานการณ์การแพร่ระบาดในประเทศเริ่มคลี่คลายและมีการยกเลิกประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินในวันที่ 30 ก.ย. ทำให้ยอดคำสั่งซื้อใหม่ทั้งในและนอกประเทศเร่งตัวขึ้น ขณะที่ภาคการผลิตปรับตัวลดลง -1.2 จุด เป็น 51.5 จุด แต่ดีกว่าตัวเลขเบื่องต้นที่ 51.2 จุด เนื่องจากผลกระทบของสถานการณ์โรคระบาดในประเทศและปัญหาในห่วงโซ่อุปทานทำให้เกิดกิจกรรมในภาคการผลิตลดลง ในขณะเดียวกัน

การทำงานปรับตัวสูงสุดนับตั้งแต่เดือน เม.ย. 2019 เนื่องจากงานค้างในมือ (Backlogs) เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ส่วนดัชนีต้นทุนปัจจัยการผลิตและราคาผลผลิตเร่งตัวขึ้นสูงสุดในรอบ 13 ปี

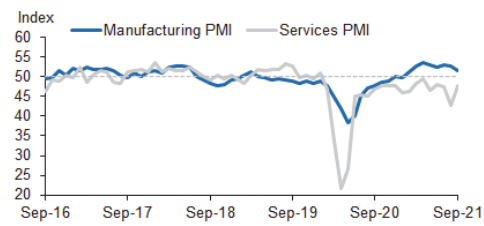
ด้านอุปสงค์ในประเทศ ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ส.ค. พลิกกลับมาหดตัว -4.1% MoM, SA จากที่ขยายตัว 1.0% ในเดือนก่อน และแย่กว่าที่ตลาดคาดที่ -1.7% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกหดตัว -3.2% YoY (vs. 2.4% เดือนก่อน)

ด้านการลงทุนยอดสั่งซื้อเครื่องจักร ไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง (Core Machine Orders) ซึ่งเป็นตัวชี้วัดการลงทุนในระยะข้างหน้าขยายตัว (15.57% YoY, 3mma vs. 13.97% เดือนก่อน) จากยอดคำสั่งซื้อในภาคการผลิต (28.39% vs. 33.5% เดือนก่อน) ที่ยังขยายตัวสูงจากฐานที่ต่ำในปีก่อนแม้ว่าจะชะลอตัวลงเล็กน้อย ส่วนคำสั่งซื้อในภาคบริการ (5.63% vs. -0.06% เดือนก่อน) พลิกกลับมาขยายตัว

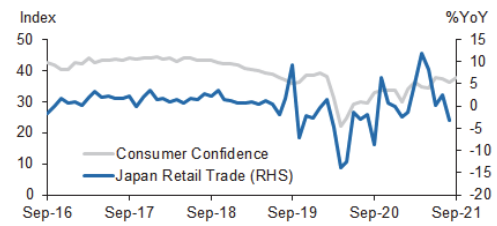
ด้านอุปสงค์ในต่างประเทศยังคงขยายตัวในระดับสูง โดยยอดส่งออก (Exports) เดือน ก.ย. ชะลอลงเป็น 13.0% YoY จาก 26.2% ในเดือนก่อน แต่สูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 10.5% ด้านยอดนำเข้า (Imports) ชะลอลงเป็น 38.6% YoY จากที่ขยายตัว 44.7% ในเดือนก่อน แต่สูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 34.6% ส่วนดุลการค้า (Trade Balance) เดือน ก.ย. ขาดดุล JPY-622.8 bn ต่อเนื่องจากที่ขาดดุล JPY-637.2bn ในเดือนก่อน

แผนภาพที่ 44: ดัชนี PMI ภาคบริการยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว ส่วนภาคการผลิตและภาคการส่งออกชะลอตัวจากผลกระทบของปัญหาภายในห่วงโซ่อุปทาน

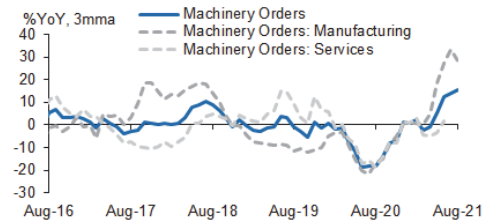
Manufacturing vs. Services PMI



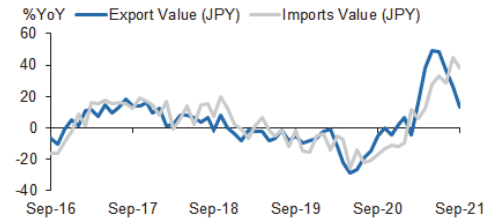
Retail sales



Investment



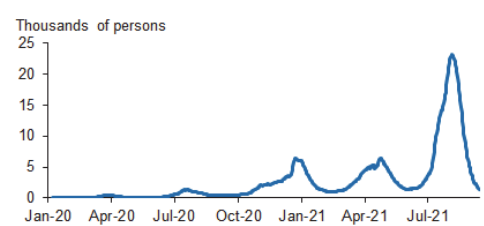
Trade



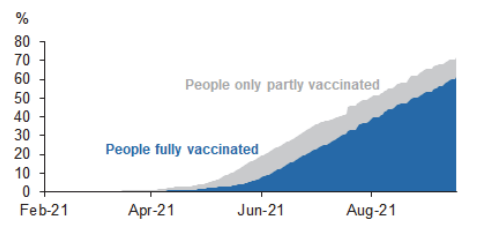
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 45: จำนวนผู้ติดเชื้อใหม่ลดลงมาอยู่ในระดับที่ต่ำมาก ด้านวัคซีนมีจำนวนผู้ได้รับวัคซีนอย่างน้อย 1 เข็มแล้วเกินกว่า 70% ของประชากรด้วยความเร็วในการแจกจ่ายที่ 1% ของประชากรต่อวัน

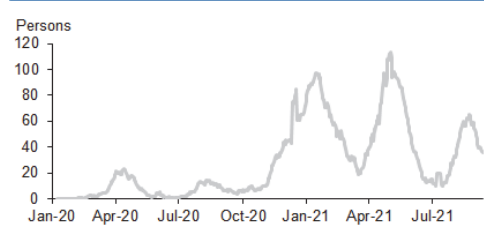
COVID-19 daily new cases (7-day MA) ^{1\}



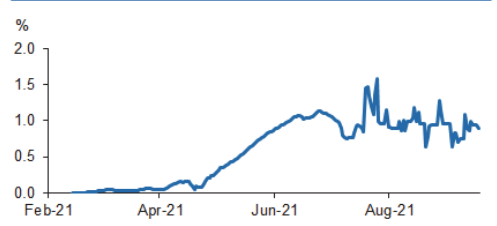
Vaccinations (% population) ^{1\}



Daily new deaths (7-day MA) ^{1\}



Pace of daily vaccinations (% population; 7-day MA) ^{1\}



Note: 1\ As of 3 Oct. ที่มา: Ourworldindata.org, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นาย Fumio Kishida นายกรัฐมนตรี ประกาศยุบสภา เตรียมจัดการเลือกตั้งในวันที่ 31 ต.ค. ท่ามกลางคะแนนนิยมพรรค LDP ที่เพิ่มขึ้นมากหลังมีการเปลี่ยนตัวหัวหน้าพรรค

ในวันที่ 14 ต.ค. นาย Kishida นายกรัฐมนตรีประกาศยุบสภาผู้แทนฯ (ส.ส.) ก่อนหมดวาระอย่างเป็นทางการในวันที่ 21 ต.ค. เพื่อเตรียมพร้อมสำหรับการเลือกตั้งทั่วไปในวันที่ 31 ต.ค. เพียง 3 สัปดาห์หลังจากที่เข้ารับตำแหน่งนายกฯ

ด้านนโยบายหลักของรัฐบาลภายใต้การนำของนาย Kishida ได้ใช้สโลแกนว่า “New Capitalism” ซึ่งมุ่งเน้นไปที่การกระจายรายได้และการลดความเหลื่อมล้ำ (Wealth gap) โดยจะยังสนับสนุนการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพื่อบรรลุเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อที่ 2% เป็นอย่างน้อย ส่วนภาคการคลัง จะมีการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่ารวมหลายสิบล้านล้านเยน และสนับสนุนการนำโครงการ “Go To Travel” กลับมาใช้อีกครั้ง รวมถึงการแจกเงินให้กลุ่มธุรกิจและลูกจ้างที่ได้รับผลกระทบจาก COVID รุนแรง และการให้แรงจูงใจทางภาษีกับบริษัทที่มีการขึ้นค่าจ้างให้กับพนักงาน นอกจากนี้ ยังให้ความสำคัญเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลง

ทางดิจิทัลและการลงทุนใน Cutting edge technology เพื่อกระจายกิจกรรมเศรษฐกิจในต่างจังหวัดและแก้ไขปัญหาความหนาแน่นของประชากรและกิจกรรมทางเศรษฐกิจในโตเกียว โดยใช้แนวคิด “Digital Garden City State”

จุดยืนด้านนโยบายทั้งด้านการเงินและการคลังของนาย Kishida จะดำเนินนโยบายที่ผ่อนคลายคล้ายกับนโยบายของนาย Suga (นายกฯ คนก่อน) และไม่สนับสนุนการขึ้น Consumption tax เพื่อนำเงินมาใช้จ่ายในการดำเนินนโยบาย แต่จะเน้นออกพันธบัตรรัฐบาลเป็นหลัก

ในส่วนของผลการเลือกตั้งทั่วไป เรามองว่าแม้คะแนนเสียงของรัฐบาลจะตกต่ำลงมากจากการบริหารงานในช่วงที่มีการแพร่ระบาดของ COVID-19 แต่คะแนนเสียงของพรรค LDP ได้เร่งตัวขึ้นมากหลังได้ตัวหัวหน้าพรรคคนใหม่ (นาย Kishida) และทั้งห้าอันดับ 2 อย่างพรรค CDP ค่อนข้างมาก ส่งผลให้พรรค LDP (และพรรคร่วม NKP) ก็น่าจะยังสามารถครองเสียงข้างมากในสภาไว้ได้เช่นเดิม 🔄

แผนภาพที่ 46: การเลือกตั้งภายในพรรค LDP นาย Fumio Kishida ได้รับชัยชนะ โดยมีหลักของนโยบายที่ใช้ Slogan ว่า New capitalism

Japan's new prime minister



Kishida Fumio (64)

- Former foreign minister,
Chairman of LDP
Research Commission -

A Hiroshima native, hails from a political family. Both his father and grandfather were members of the country's House of Representatives

Fiscal



- Underscored the need for **tens of trillions** of yen worth of **stimulus packages**
- **Cash payouts** to irregular workers, families with children and businesses that hit hard by pandemic
- Supports the return of the **"Go To Travel"** project
- Fund fiscal spending by issuing JGB
- **Keep current consumption tax at 10%** for at least the next 10 years

Monetary



- **Supports monetary easing** to achieve at an inflation target of at least 2%
- Sees absence of deflation as a top priority
- Kishida will decide the next Bank of Japan governor in April 2023

Growth



- Emphasizes **reducing the wealth gap**
- Intends to **double income levels to increase purchasing power among the middle class**, especially families with children and workers in the medical, nursing and childcare groups
- Support **investment in cutting-edge technology** such as AI
- Digital transformation to diversify economic activities in rural areas using the concept of **"Digital Garden City State."**

Energy

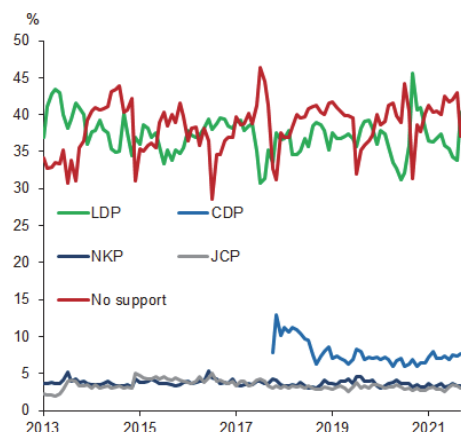


- Maintains the Net Zero Target by 2050
- Taken a positive stance on the reopening of existing nuclear power plants

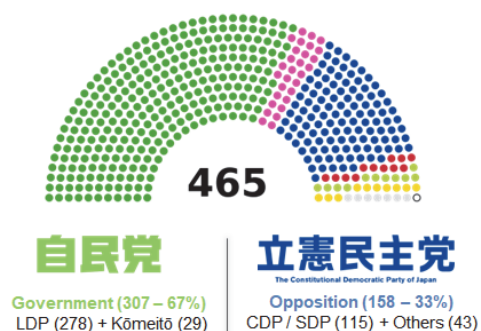
ที่มา: CNN, Bloomberg, Local press, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 47: คะแนนเสียงสนับสนุนพรรค LDP (กราฟซ้ายมือ: เส้นสีเขียว) เพิ่มขึ้นอย่างมากหลังการเปลี่ยนแปลงผู้นำพรรค อีกทั้งคะแนนสนับสนุนยังคงสูงกว่าพรรค CDP (กราฟซ้ายมือ: เส้นสีน้ำเงิน) อยู่มาก

Political party approval rating



House of Representatives seats



ที่มา: Realpolitics.jp, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นในไตรมาสสี่ จากแรงหนุนของการผ่อนคลายมาตรการ Lockdown อย่างต่อเนื่องและแผนการเปิดประเทศที่ชัดเจนมากขึ้น นอกจากนี้ รัฐได้ระดมออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่จะช่วยสนับสนุนการใช้ภายในประเทศในช่วงที่เหลือของปีนี้ ด้านสถานการณ์น้ำท่วมมีแนวโน้มคลี่คลายในระยะข้างหน้า และคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจอย่างจำกัดเมื่อเทียบกับในปี 2011 อย่างไรก็ตาม เรายังคงเฝ้าระวังสถานการณ์การแพร่ระบาดที่มีความเสี่ยงจะกลับมารุนแรงขึ้นจากการผ่อนคลายมาตรการ Lockdown และการเปิดประเทศ

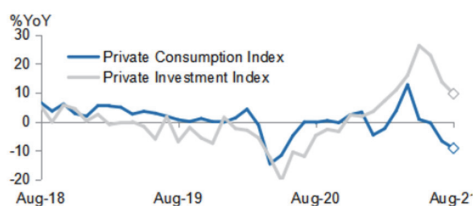
มาตรการควบคุมการแพร่ระบาด COVID-19 จุดเศรษฐกิจต่อเนื่องในเดือน ส.ค.

การบังคับใช้มาตรการ Lockdown ที่เข้มงวดยังคงกดดันกิจกรรมเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่องในเดือน ส.ค. โดยเฉพาะกิจกรรมในประเทศ นำโดยการบริโภคภาคเอกชนหดตัวลงแรง (-9.2% YoY vs. -6.8% เดือนก่อน) จากดัชนีการใช้จ่ายทุกหมวดปรับตัวลดลง ด้านการลงทุนภาคเอกชนชะลอลงเป็น 9.6% (vs. +13.6% เดือนก่อน) โดยหลักเป็นผลของยอดจดทะเบียนรถยนต์สำหรับลงทุนใหม่ (-16%) และใช้จ่ายหมวดวัสดุก่อสร้าง (-10.4%) ที่ลดลง

ด้านอุปสงค์ต่างประเทศ การส่งออกสินค้า (ไม่รวมทองคำ) ยังขยายตัวอยู่ในระดับสองหลักที่ 23.3% (vs. +30.2% เดือนก่อน) โดยมีแรงหนุนจากการส่งออกสินค้าเกษตรและสินค้าอุตสาหกรรม (+59.4% vs. +21.3% ตามลำดับ) ที่ขยายตัวสูง ในขณะที่จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติยังอยู่ในระดับต่ำ (15.1k vs. 18.1k เดือนก่อน) อันเป็นผลจากการบังคับใช้มาตรการด้านการท่องเที่ยวที่เข้มงวดยังคงอยู่ แม้ว่าจะเริ่มมีการทยอยเปิดประเทศรับนักท่องเที่ยวต่างชาติในเฟสนำร่องแล้วก็ตาม

แผนภาพที่ 48: อุปสงค์ในประเทศชะลอตัวมากขึ้นในเดือน ส.ค. หลังการบังคับใช้มาตรการ Lockdown

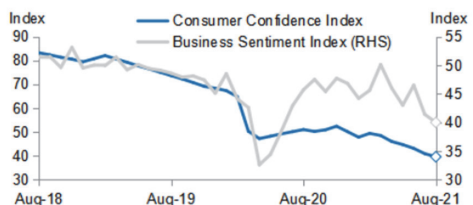
Domestic demand indicators



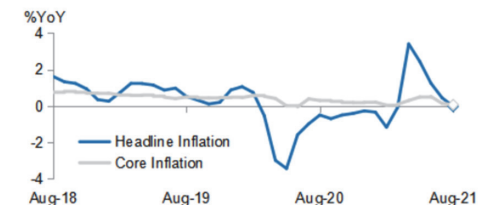
External demand indicators



Sentiment indicators



Price indicators



ที่มา: BoT, UTCC, MoC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

รัฐบาลทยอยผ่อนคลายมาตรการ Lockdown หนุนให้กิจกรรมเศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัว

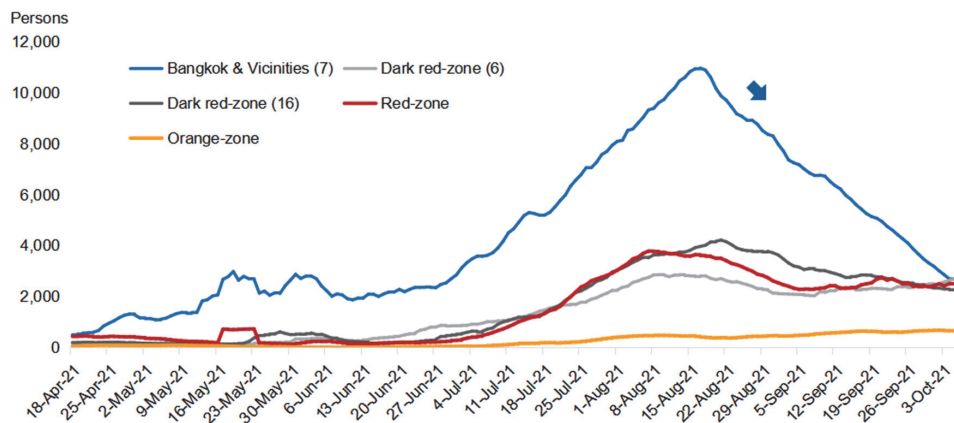
หลังจำนวนผู้ติดเชื้อใหม่รายใหม่ปรับตัวลดลงต่อเนื่อง โดยเฉพาะในพื้นที่ กรุงเทพฯ และปริมณฑล ที่มีจำนวนผู้ติดเชื้อรายใหม่ลดลงอย่างเห็นได้ชัด รัฐบาลจึงเริ่มทยอยผ่อนคลายมาตรการ Lockdown อย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. เป็นต้นมา ส่งผลให้ประชาชนเริ่มทำกิจกรรมนอกบ้านมากขึ้นสะท้อนผ่านข้อมูล Google Mobility ที่บ่งชี้ถึงจำนวนการเดินทางที่ผ่านจุดต่ำสุดในช่วงเดือน ส.ค. ที่ผ่านมา และเริ่มปรับตัวดีขึ้นอย่างเห็นได้ชัด

ล่าสุด ศบค. เห็นชอบให้มีการผ่อนคลายมาตรการ Lockdown เพิ่มเติมตั้งแต่วันที่ 16 ต.ค. โดยปรับระดับของ

พื้นที่สถานการณ์ย่อยในพื้นที่ทั่วราชอาณาจักร ซึ่งลดพื้นที่ควบคุมสูงสุดและเข้มงวด หรือพื้นที่สีแดงเข้มเหลือ 23 จังหวัด (จากเดิม 29 จังหวัด) พื้นที่ควบคุมสูงสุด หรือพื้นที่สีแดงเหลือ 30 จังหวัด (จากเดิม 37 จังหวัด) และพื้นที่ควบคุม หรือพื้นที่สีส้มเพิ่มขึ้นเป็น 24 จังหวัด (จากเดิม 11 จังหวัด) รวมถึงปรับมาตรการป้องกันควบคุมโรคโควิด-19 ในพื้นที่ควบคุมสูงสุดและเข้มงวด อาทิ การปรับเวลาห้ามออกนอกเคสสถาน เป็น 23.00 น. – 03.00 น. (จากเดิม 22.00 น. – 04.00 น.) อย่างน้อย 15 วัน การปรับเวลาเปิดกิจการ/กิจกรรมต่าง ๆ ตามกำหนดเป็น 22.00 น. (จากเดิม 21.00 น.)

แผนภาพที่ 49: จำนวนผู้ติดเชื้อรายใหม่ลดลงอย่างรวดเร็วในพื้นที่กรุงเทพฯ และปริมณฑล แต่จำนวนผู้ติดเชื้อในพื้นที่อื่นยังมีแนวโน้มทรงตัว

New COVID-19 infections, 7-day MA (as of 6 Oct)^{1\}

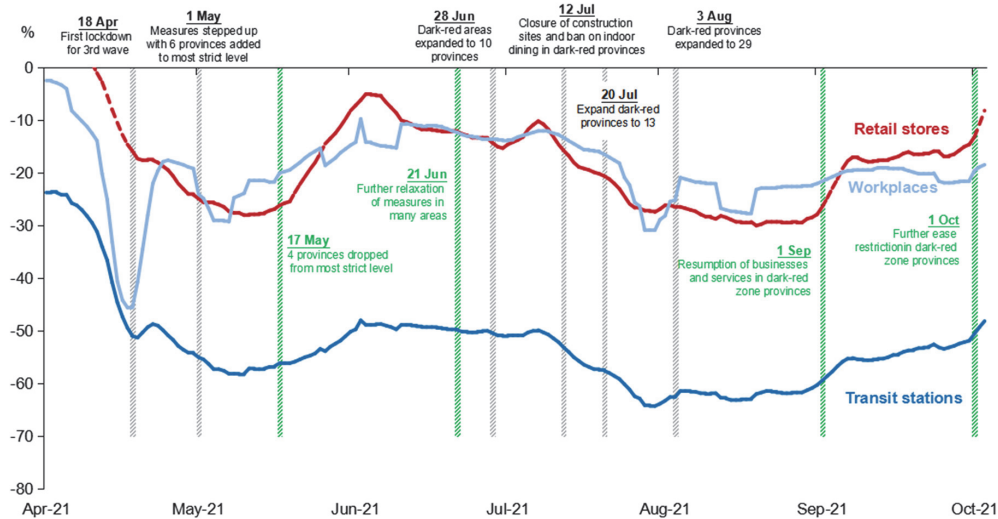


Note: 1\ Bangkok & Vicinities include Bangkok, Nakhon Pathom, Nonthaburi, Pathum Thani, Phra Nakhon Si Ayutthaya, Samut Prakan, Samut Sakhon, 6 dark red-zone provinces include Chachoengsao, Chon Buri, Narathiwat, Pattani, Yala, and Songkhla. Meanwhile, additional 16 dark red-zone provinces include Kanchanaburi, Tak, Nakhon Nayok, Nakhon Ratchasima, Prachuap Khiri Khan, Prachin Buri, Phetchaburi, Phetchabun, Roi Et, Rayong, Ratchaburi, Lop Buri, Samut Songkhram, Saraburi, Sing Buri, Suphan Buri, and Ang Thong.

ที่มา: data.go.th, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 50: กิจกรรมเศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวขึ้นหลังการผ่อนคลายมาตรการ Lockdown

Google Mobility Trends: daily (as of 3 Oct) ^{1\}



Note: 1\ 7-day MA. The Baseline day is the median value from the 5-week period 3 Jan - 6 Feb 2020. Retail stores include restaurants, cafes, shopping centers, theme parks, museums, libraries, and movie theaters. Transit stations include public transport hubs such as subway, bus, and train stations.
ที่มา: Google, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การเปิดประเทศรับนักท่องเที่ยวต่างชาติจะช่วยหนุนให้ภาคการท่องเที่ยวทยอยฟื้นตัวขึ้นอย่างช้าๆ

แผนการเปิดประเทศมีความชัดเจนขึ้น หลังจากที่ถูกเลื่อนออกไปราว 1 เดือนจากกำหนดการเดิม โดยในเบื้องต้น ตั้งแต่วันที่ 1 พ.ย. เป็นต้นไป จะเริ่มเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติให้เดินทางเข้าประเทศไทย โดยนักท่องเที่ยวที่มีคุณสมบัติตามเงื่อนไขทั้ง 3 ข้อ ได้แก่ 1) ฉีดวัคซีนครบโดสแล้ว 2) เดินทางมาจากประเทศเสี่ยงต่ำ 10 ประเทศ อาทิ อังกฤษ สิงคโปร์ เยอรมนี จีน และสหรัฐฯ และ 3) เดินทางเข้ามาทางอากาศ จะสามารถเดินทางเข้ามาโดยไม่ต้องกักตัว ส่วนนักท่องเที่ยวที่ไม่มีคุณสมบัติข้างต้น ยังต้องมีการกักตัวตามปกติ โดยแบ่งเป็นกรณี ดังนี้

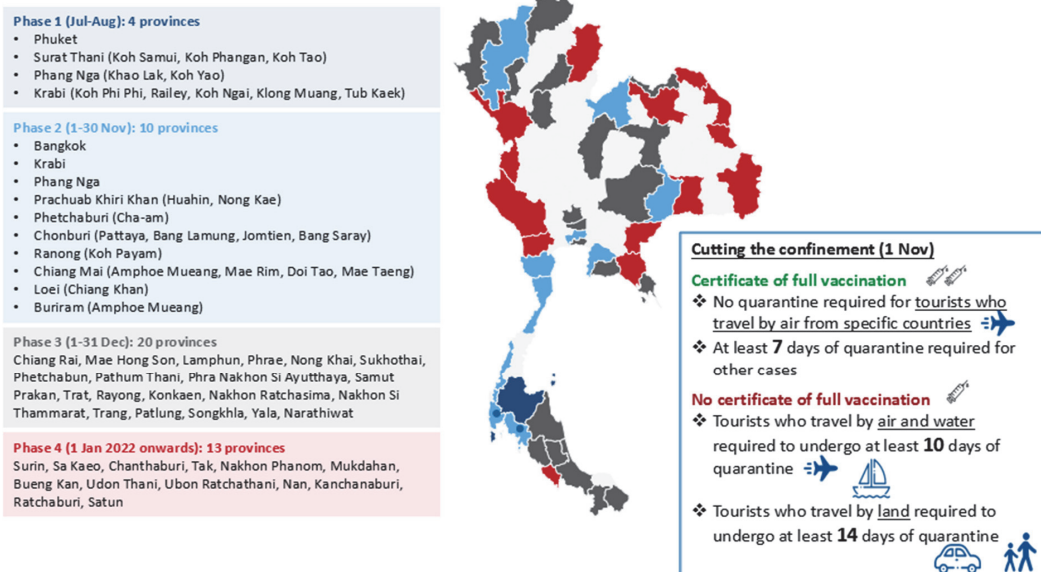
- กรณีมีใบรับรองการฉีดวัคซีนครบโดส จะต้องกักตัวอย่างน้อย 7 วัน
- กรณีไม่มีใบรับรองการฉีดวัคซีนครบโดส หากเดินทางเข้ามาทางอากาศและทางน้ำ จะต้องกักตัวอย่างน้อย 10 วัน และหากเดินทางเข้ามาทางบก จะต้องกักตัวอย่างน้อย 14 วัน

นอกจากนี้ แผนการเปิดประเทศในเดือน พ.ย. ยังเพิ่มพื้นที่จากเดิม 10 จังหวัดเป็น 15 จังหวัด โดยจังหวัดที่มีการเพิ่มเติมจากแผนเดิม ได้แก่ สมุทรปราการ (สนามบินสุวรรณภูมิ) หนองคาย (เมือง ศรีเชียงใหม่ ท่าบ่อ ลังคม) อุตรธานี (เมืองนาเยือง หนองหาน ประจักษ์ศิลปาคม กุมภวาปี บ้านดุง) ระยอง (เกาะเสม็ด) และ ตรวด (เกาะช้าง)

เราคาดว่าแผนเปิดประเทศที่ผ่อนคลายมากขึ้นจะช่วยหนุนให้ความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจดีขึ้นและช่วยให้ภาคการท่องเที่ยวได้รับผลกระทบอย่างหนักจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 ทยอยฟื้นตัวขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป อย่างไรก็ตาม เรายังคงเฝ้าระวังสถานการณ์การแพร่ระบาดที่มีความเสี่ยงจะกลับมารุนแรงขึ้นจากการผ่อนคลายมาตรการ Lockdown และการเปิดประเทศ

แผนภาพที่ 51: แผนเปิดประเทศถูกเลื่อนออกไปเป็นวันที่ 1 พ.ย. โดยนักท่องเที่ยวที่ไม่ต้องกักตัวจะต้องมีคุณสมบัติตามเงื่อนไขทั้ง 3 ข้อ (1) ฉีดวัคซีนครบโดสแล้ว (2) เดินทางมาจากประเทศเสี่ยงต่ำ (3) เดินทางเข้ามาทางอากาศ) แต่นักท่องเที่ยวที่ไม่มีคุณสมบัติข้างต้นยังต้องกักตัวอย่างน้อย 7-14 วัน

Reopening Plan (as of 11 Oct)



Note: The reopening plan in this figure is under consideration for more easing, such as the November's plan has added opening areas compared to the prior.

ที่มา: www.moicovid.com, Bangkokbiznews, Flaticon, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

รัฐระดมออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพื่อหนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในระยะถัดไป

นอกจากการผ่อนคลายมาตรการควบคุมการแพร่ระบาดของ COVID-19 และการเปิดประเทศรับนักท่องเที่ยวแล้ว รัฐได้ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมจำนวนมากเพื่อช่วยหนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในระยะถัดไป อาทิ

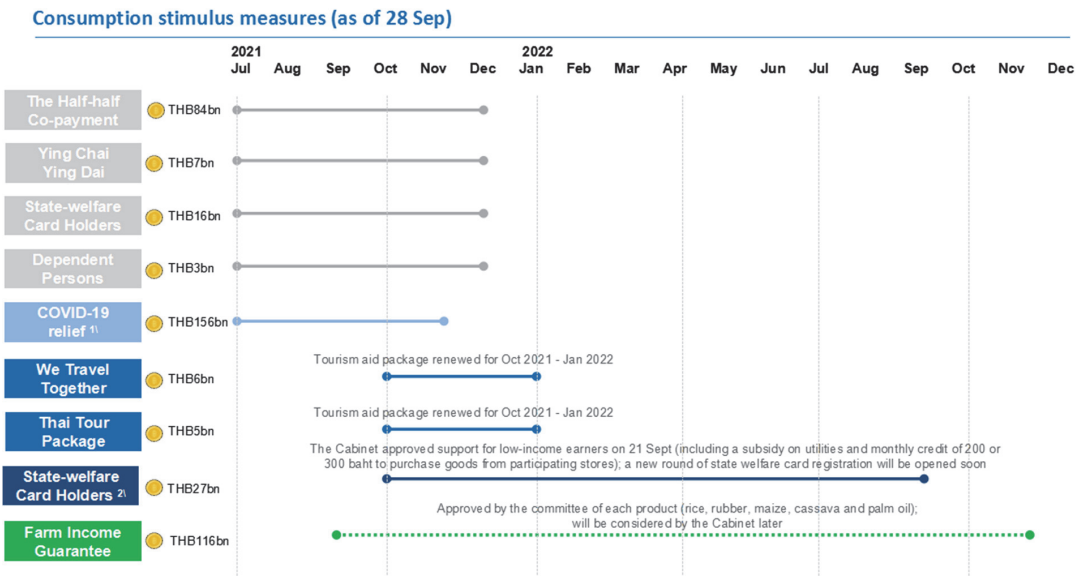
1) โครงการส่งเสริมการท่องเที่ยวในประเทศ ที่เริ่มบังคับใช้ในช่วง High Season หรือไตรมาสสุดท้ายของปี ซึ่งได้มีการเปิดให้นักท่องเที่ยวได้ใช้สิทธิจองและเข้าพักโรงแรมตั้งแต่วันที่ 15 ต.ค. และสามารถใช้สิทธิได้จนถึงวันที่ 31 ม.ค. 2022 ได้แก่

- 1.1) โครงการเราเที่ยวด้วยกัน วงเงิน 5 พันล้านบาท โดยรัฐจะช่วยสนับสนุนค่าโรงแรม 40% (ไม่เกิน 3,000 บาท/ ห้อง/คืน) ค่าตั๋วเครื่องบิน 40% (ไม่เกิน 2,000 บาท หรือ 3,000 บาท โดยดูตามเงื่อนไขของแต่ละจังหวัด) และสนับสนุนคูปองอาหาร 600 บาทต่อคน
- 1.2) โครงการทัวร์เที่ยวไทย วงเงิน 6 พันล้านบาท โดยรัฐจะสมทบเงินให้ 40% ของราคาแพ็คเกจท่องเที่ยวหรือไม่เกิน 5,000 บาทต่อคน

2) โครงการบัตรสวัสดิการแห่งรัฐ วงเงิน 2.7 หมื่นล้านบาท ที่จะช่วยเยียวยากำลังใจของผู้มีรายได้น้อย จำนวน 13.5 ล้านราย ผ่านเงินสนับสนุนเพื่อซื้อสินค้าอุปโภคบริโภคที่จำเป็น สินค้าเพื่อการศึกษา จากร้านธงฟ้าประชารัฐจำนวน 200-300 บาทต่อเดือน

3) โครงการประกันรายได้เกษตรกรปีเพาะปลูก 2021/2022 วงเงินรวม 1.2 แสนล้านบาท (ผ่านการพิจารณาของคณะกรรมการของพืชแต่ละชนิด และอยู่ระหว่างการนำเสนอให้ ครม. พิจารณา)

แผนภาพที่ 52: รัฐบาลอนุมัติโครงการบัตรสวัสดิการแห่งรัฐเพื่อช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อย และกำลังพิจารณาโครงการประกันรายได้เกษตรกร



Note: 1) Includes measures under the social security act, educational cost reduction and utility subsidy.
ที่มา: Press, flaticon, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ด้านการประกันรายได้เกษตรกร ในเบื้องต้นจะรับประกันราคาสินค้าเกษตรที่เป็นพืชหลักทั้งหมด 5 ชนิด ซึ่งจะมีราคาประกันและปริมาณที่รับประกันเท่ากับปีก่อน ได้แก่

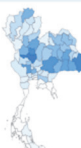
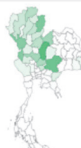
- 3.1) ข้าว (วงเงิน 8.9 หมื่นล้านบาท) กำหนดราคาประกันข้าวแต่ละชนิดระหว่าง 12,000 – 15,000 บาท/ตัน รวมทั้งสิ้นไม่เกิน 40 ไร่/ครัวเรือน (ยกเว้นข้าวเจ้า 50 ไร่/ครัวเรือน) ตั้งแต่ ต.ค. 2021- พ.ค. 2022
- 3.2) ยาง (วงเงิน 1.0 หมื่นล้านบาท) กำหนดราคาประกันยางแผ่นดิบคุณภาพดี 60 บาท/กิโลกรัม น้ำยางสด (DRC 100%) 57 บาท/กิโลกรัม และยางก้อนถ้วย (DRC 50%) 23 บาท/กิโลกรัม รวมทั้งสิ้นไม่เกิน 25 ไร่/ราย ตั้งแต่ ต.ค. 2021- มี.ค. 2022
- 3.3) มันสำปะหลัง (วงเงิน 6.8 พันล้านบาท) กำหนดราคาประกันที่ 2.5 บาท/กิโลกรัม ไม่เกิน 100 ตัน/ครัวเรือน ตั้งแต่ ธ.ค. 2021- พ.ย. 2022
- 3.4) ข้าวโพด (วงเงิน 1.8 พันล้านบาท) กำหนดราคาประกันที่ 8.5 บาท/กิโลกรัม ไม่เกิน 30 ไร่/ครัวเรือน ตั้งแต่ พ.ย. 2021- ต.ค. 2022
- 3.5) ปาล์มน้ำมัน (วงเงิน 7.7 พันล้านบาท) กำหนดราคาประกันที่ 4 บาท/กิโลกรัม ไม่เกิน 25 ไร่/ครัวเรือน ตั้งแต่ ก.ย. 2021- ก.ย. 2022

เรามองว่าโครงการประกันรายได้เกษตรกรจะช่วยหนุนให้เกษตรกรมีรายได้เพิ่มขึ้นในปีหน้า โดยเฉพาะเกษตรกรผู้ปลูกข้าว เนื่องจากวงเงินของโครงการในปีเพิ่มขึ้นจากปีก่อนเกือบเท่าตัว ซึ่งอาจทำให้สามารถช่วยเหลือเกษตรกรได้ครอบคลุมมากขึ้น นอกจากนี้ เมื่อเทียบราคาปัจจุบัน (ราคาเฉลี่ยในเดือน ก.ย.) กับราคาประกัน จะพบว่า ราคาสินค้าของข้าว ยางพารา มันสำปะหลัง และข้าวโพดสูงกว่าราคาประกันค่อนข้างมาก ส่งผลให้เกษตรกรน่าจะได้ประโยชน์จากราคาประกัน ยกเว้นราคาปาล์มน้ำมันที่เร่งตัวขึ้นมากในช่วงนี้ ซึ่งทำให้เกษตรกรไม่จำเป็นต้องใช้สิทธิ์ภายใต้โครงการ

เราคาดว่ามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่ภาครัฐระดมออกมาอย่างต่อเนื่องจะช่วยหนุนให้การบริโภคในประเทศกลับมาคึกคักขึ้นในช่วงไตรมาส 4 รวมทั้งโครงการประกันรายได้เกษตรกรที่จะช่วยพยุงรายได้เกษตรกรอย่างต่อเนื่องไปจนถึงปีหน้า อย่างไรก็ดี เรายังติดตามสถานการณ์การแพร่ระบาดอย่างใกล้ชิด เนื่องจากหากสถานการณ์การแพร่ระบาดรุนแรงขึ้นมากจนนำไปสู่การบังคับใช้มาตรการ Lockdown อีกครั้ง อาจทำให้การฟื้นตัวของเศรษฐกิจต้องสะดุดลง

แผนภาพที่ 53: โครงการประกันรายได้เกษตรกรรอบใหม่ (อยู่ระหว่างการพิจารณา) จะช่วยหนุนราคาสินค้าเกษตรในปีหน้า

Farm income guarantee proposals for the 2021/2022 crop year ^{1\}

	 RICE	 RUBBER	 CASSAVA	 MAIZE	 PALM OIL
Budget ^{2\}	THB89.4bn [50.6]	THB10.1bn [10.0]	THB6.8bn [9.6]	THB1.8bn [1.9]	THB7.7bn [8.8]
Period	Oct 2021 - May 2022	Oct 2021 - Mar 2022	Dec 2021 - Nov 2022 ^{6\}	Nov 2021 - Oct 2022	Sep 2021 - Sep 2022
Volume Guarantee ^{3\}	✦ Hommali: 14 tonne/HH ✦ Provincial fragrant: 16 tonne/HH ✦ Non-glutinous: 30 tonne/HH ✦ Pathumthani fragrant: 25 tonne/HH ✦ Glutinous: 16 tonne/HH (Overall limited to 40 Rai/HH, except Non-glutinous rice limited to 50 Rai/HH)	✦ Yield of dry rubber (DRC 100%) of 20 kg/rai/month ✦ Yield of cup lump rubber (DRC50%) of 40 kg/rai/month (Overall limited to 25 rai for each farmer)	Limited to 100 tonne/HH	Limited to 30 rai/HH	Limited to 25 rai/HH
Price Guarantee ^{3\}	✦ Hommali: Bt15,000/tonne ✦ Provincial fragrant: Bt14,000/tonne ✦ Non-glutinous: Bt10,000/tonne ✦ Pathumthani fragrant: Bt11,000/tonne ✦ Glutinous: Bt12,000/tonne	✦ Raw rubber sheet: Bt60/kg ✦ Fresh latex (DRC100%): Bt57/kg ✦ Cup lump rubber (DRC50%): Bt23/kg	Guarantee price at 2.50 baht per kg	Guarantee price at 8.50 baht per kg	Guarantee price at 4.00 baht per kg
...vs. Market price	Above market price by ~34 to 53%	Above market price by ~2% to 30% ^{4\}	Above market price by ~18%	Above market price by ~3%	Below market price by ~45%
Crop production by region ^{5\}					

Note: 1\ Approved by the committee of each product and will be considered by the Cabinet later.

2\ [] refers to the 2020/2021 crop year. 3\ Volume and price guarantees are at the same rate as the previous scheme. 4\ guarantee price of cup lump rubber is below market price by around 2%.

5\ For cassava, the crop year is 2020/2021, while rice is the sum of in-season rice (crop year of 2021/2022) and off-season rice (crop year of 2020/2021). 6\ Project timeline during Nov 2021 - May 2023.

ที่มา: Press, flaticon, OAE, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เหตุการณ์น้ำท่วมในปัจจุบันส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจค่อนข้างจำกัดหากเทียบกับปี 2011

ประเทศไทยได้รับอิทธิพลของพายุหลายลูกที่เคลื่อนตัวเข้ามา ส่งผลให้มีฝนตกหนักตั้งแต่ช่วงปลายเดือน ก.ย. และเกิดน้ำท่วมฉับพลันในหลายพื้นที่ โดยเฉพาะในภาคอีสาน ภาคเหนือ ภาคกลาง ภาคตะวันออกและภาคใต้ตอนบน โดย ณ วันที่ 18 ต.ค. กรมป้องกันและบรรเทาสาธารณภัยประเมินผลกระทบไว้ ดังนี้

- พายุ “เตี้ยนหมู่” ตั้งแต่วันที่ 23 ก.ย. - 7 ต.ค. ที่ทำให้เกิดอุทกภัยรวมทั้งสิ้น 33 จังหวัด มีประชาชนได้รับผลกระทบ 333,367 ครัวเรือน มีผู้เสียชีวิต 14 ราย และสถานการณ์คลี่คลายแล้วใน 24 จังหวัด
- พายุ “ไลออนร็อก” ตั้งแต่วันที่ 8 - 14 ต.ค. ที่ทำให้เกิดอุทกภัยในพื้นที่ 9 จังหวัด มีประชาชนได้รับผลกระทบ 7,931 ครัวเรือน และสถานการณ์คลี่คลายแล้ว 7 จังหวัด
- พายุ “คมปาซุ” ตั้งแต่วันที่ 15 - 17 ต.ค. ที่ทำให้เกิดน้ำท่วมฉับพลัน และน้ำป่าไหลหลากในพื้นที่ 6 จังหวัด มีประชาชนได้รับผลกระทบ 3,326 ครัวเรือน และสถานการณ์คลี่คลายแล้ว 4 จังหวัด

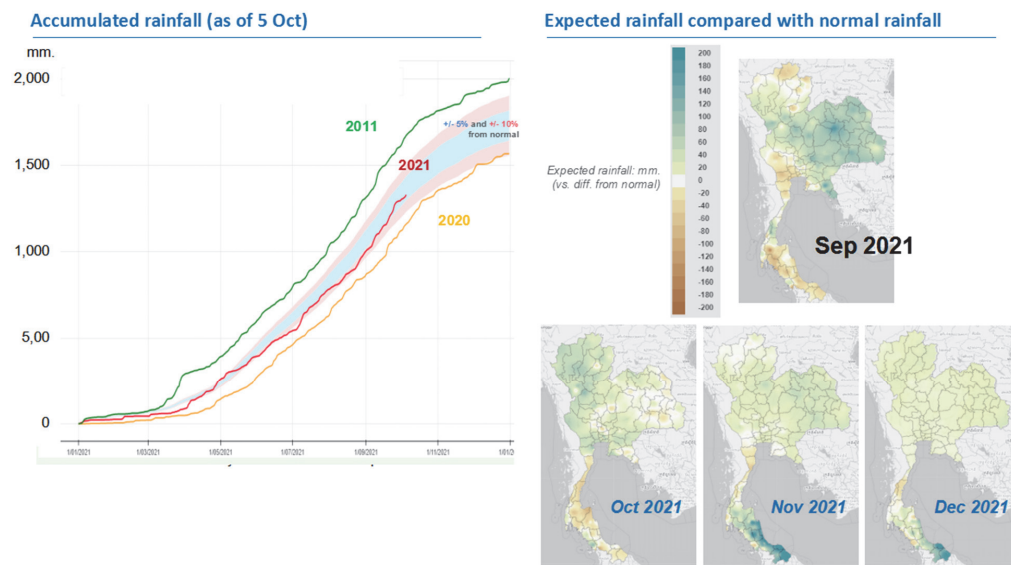
- ร่องมรสุมพาดผ่านภาคตะวันออก และภาคใต้ตอนบน ประกอบกับมรสุมตะวันตกเฉียงใต้กำลังปานกลางพัดปกคลุมทะเลอันดามัน ภาคใต้ และอ่าวไทย ตั้งแต่วันที่ 17 - 18 ต.ค. ที่ทำให้เกิดน้ำท่วมฉับพลัน น้ำป่าไหลหลากในพื้นที่ 8 จังหวัด มีประชาชนได้รับผลกระทบ 2,909 ครัวเรือน และสถานการณ์คลี่คลายแล้ว 2 จังหวัด

เราคาดว่าสถานการณ์น้ำท่วมจะค่อยๆคลี่คลายลงไป โดยจากพิจารณา 1) ปริมาณน้ำฝนสะสม จะพบว่า ปริมาณน้ำฝนในปีนี้อยู่ในระดับใกล้เคียงกับค่าปกติ และอยู่ในระดับต่ำกว่าปี 2011 ซึ่งเป็นปีที่เกิดเหตุการณ์น้ำท่วมใหญ่อยู่มา 2) ภาพดาวเทียมที่แสดงคาดการณ์ฝนตกจากข้อมูลของกรมอุตุนิยมวิทยายังชี้ว่าคาดการณ์ปริมาณน้ำฝนในช่วงที่เหลือของปีจะปรับตัวดีขึ้น จนใกล้เคียงกับระดับปกติ และ 3) ปริมาณน้ำในเขื่อนที่เพิ่มขึ้นมากในภาคกลาง แต่ในภาคอื่นๆ ยังไม่น่ากังวลมากนัก โดยน้ำในภาคเหนือยังอยู่ในระดับไม่สูงมาก ซึ่งช่วยลดผลกระทบของสถานการณ์ที่น้ำจากภาคเหนือที่ไหลมาซ้ำเติมน้ำในภาคกลางที่อยู่ในระดับสูง ทั้งนี้ ปริมาณน้ำที่เพิ่มขึ้นมากในภาคกลางอาจช่วยให้มีน้ำเพียงพอสำหรับการเพาะปลูกและส่งผลกระทบต่อผลผลิตทางการเกษตรเพิ่มขึ้นในปีหน้า

เราประเมินว่าผลกระทบของสถานการณ์น้ำท่วมจะมีจำกัด และไม่รุนแรงเท่ากับปี 2011 ซึ่งเป็นช่วงที่เกิดเหตุการณ์น้ำท่วมใหญ่ และมีน้ำท่วมในพื้นที่นิคมอุตสาหกรรม ซึ่งทาง สศช. เคยประเมินไว้ว่าเศรษฐกิจได้รับความเสียหายมากถึง 248,386 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนราว 2.3% ของ GDP แต่ในครั้งนี้น้ำท่วมพื้นที่

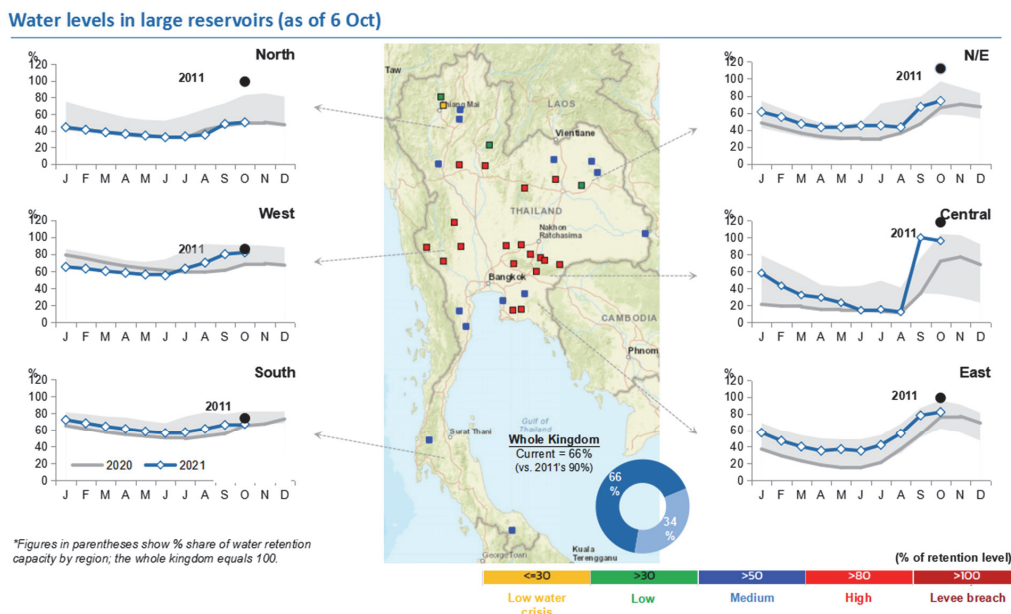
ทางการเกษตรและบ้านเรือนเป็นหลัก โดยศูนย์พยากรณ์เศรษฐกิจและธุรกิจ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทยประเมินว่าสถานการณ์น้ำท่วมในปัจจุบันจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยที่ประมาณ 20,000-25,000 ล้านบาท หรือคิดเป็นสัดส่วนราว 0.2% ของ GDP เท่านั้น

แผนภาพที่ 54: ปริมาณน้ำฝนสูงกว่าปีก่อน แต่ยังต่ำกว่าปี 2011 ที่มีน้ำท่วมใหญ่ โดยคาดว่าปริมาณน้ำฝนในช่วง 2- 3 เดือนข้างหน้าจะใกล้เคียงค่าปกติ



ที่มา: TMD, Thaiwater.net, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 55: ปริมาณน้ำในเขื่อนเพิ่มขึ้นมากในภาคกลาง แต่ในภาคอื่นๆ ยังไม่น่ากังวลมากนัก



*Figures in parentheses show % share of water retention capacity by region, the whole kingdom equals 100.

Note: Shades of grey color represents the 2016-2020 max and min water level.

แผนภาพที่ 56: มหาวิทยาลัยหอการค้าไทยประมาณการผลกระทบของสถานการณ์น้ำท่วมที่เกิดขึ้นในปัจจุบันต่อเศรษฐกิจราว 0.2% ของ GDP ในขณะที่ผลกระทบต่อน้ำท่วมครั้งใหญ่ในปี 2011 คิดเป็น 2.3% ของ GDP

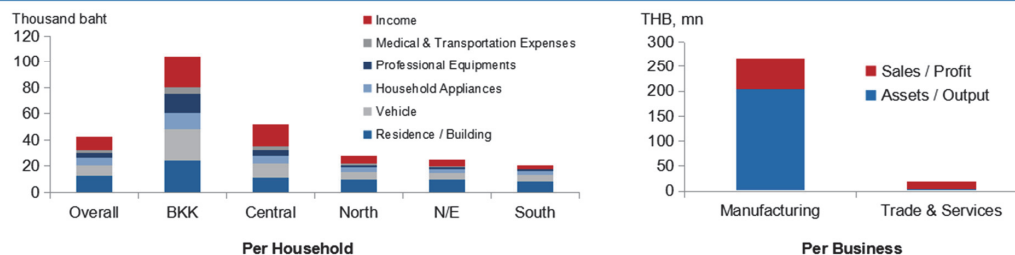
Estimated 2011 flood impact on income and GDP (by NESDC)

By Sector	Flood Impact (THB, mn; unless otherwise specified)			
	to Income	(current prices)	to GDP (constant prices)	(% share)
Agricultural	44,584	28,927	7,336	0.2
- Crops	41,588	27,191	6,440	0.1
- Livestocks	1,240	823	420	0.0
- Fishery	1,756	913	476	0.0
Industrial	357,609	158,727	77,456	1.6
Wholesale & Retail Trade	64,927	49,894	23,034	0.5
Public Utilities	2,935	604	421	0.0
Tourism	23,800	10,234	3,696	0.1
Total	493,855	248,386	111,942	2.3

• The impacts of the 2011 floods represented 2.3% of Thailand's GDP. For crops, more than 11 million rai (80% rice) were hit hard by flooding, resulting in a THB41,588mn farm income loss.

• For 2021, the University of the Thai Chamber of Commerce estimated at 20,000-25,000 million baht (~0.2% of GDP) in damages caused by floods. Approximately 3 million rai of agricultural land were damaged.

Survey of the average 2011 flood impact per household / business (by SSO) ^{1\}



Note: 1\ sampling of 36,910 households, 10,031 manufacturers, and 13,595 trade & services businesses.
ที่มา: NESDC, SSO, UTCC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Our Team

TISCO Economic Strategy Unit



คมสร ประกอบพล

Head of Economic Strategy Unit

(66) 2633 6250

komsorn@tisco.co.th



ธรรมาธิ์ กิตติสิริพัฒน์

Head of Economics

(66) 2633 6474

thammaratk@tisco.co.th



ซาร่า พลพิบูลย์

Economist

(66) 2633 6486

sarah@tisco.co.th



ทิพย์รัตน์ นันทปรีดาวัฒน์

Strategist

(66) 2633 6249

tipparatn@tisco.co.th



วิลันดา ดิสรเทตวัฒน์

Economist

(66) 2633 6470

wilanda@tisco.co.th



กฤษพัฒน์ ตั้งเจริญอนันต์

Research Assistant

(66) 2633 6488

gutsaphun@tisco.co.th



พัชร เอี่ยมไผศ

Research Assistant

(66) 2633 6428

pacharay@tisco.co.th



สิทธวัฒน์ เจริญสากน

Research Assistant

(66) 2633 6497

sittiwat@tisco.co.th

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น B	: 02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 3	: 02 454 9854	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2:	02 363 3454
	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4	: 02 646 1571	เซ็นทรัลพระราม 3 ชั้น 4	: 02 673 7017	เซ็นทรัลบางนา ชั้น 4	: 02 745 6360
	เมกา บางนา ชั้น 1	: 02 105 2080	เซ็นทรัลลาดพร้าว ชั้น 2	: 02 937 0909	เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4	: 02 193 8080
	เซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 4	: 02 884 5161	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3	: 02 721 9556	ซีคอนบางแค ชั้น 3	: 02 458 2636
	เซ็นทรัลอีสต์วิลล์ ชั้น 3	: 02 041 4411	เซ็นทรัล พระราม 2 ชั้น G	: 02 416 0811	ฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น 2:	02 958 0820
	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น 3	: 02 108 2998	อเวนิว รัชโยธิน	: 02 930 2311	เดอะมอลล์ งามวงศ์วาน	: 02 550 1335
	พรอมานาด ชั้น 3	: 02 947 5315	ไอคอนสยาม ชั้น 5	: 02 056 4168		
	สำนักงานใหญ่	: 02 633 6217	เพชรบุรีตัดใหม่	: 02 318 3717	อาคารกสินท์	: 02 633 4333
	ศรีนครินทร์	: 02 006 5000	รัตนธิเบศร์	: 02 965 5844	รังสิต	: 02 959 2166
	วรางค์	: 02 621 0141	เยาวราช	: 02 623 2212	ราชวงศ์	: 02 622 8220
จันทร์ - ศุกร์	บางลำพู	: 02 629 3009	ทองหล่อ	: 02 712 5099	ดิโอลด์สยาม ชั้น 1	: 02 623 9141

สาขาธนาคารในเขตภูมิภาค

นครปฐม	: 034 145 000	ราชบุรี	: 032 327 010	สมุทรสาคร	: 034 135 000	สระบุรี	: 036 222 449
อยุธยา	: 035 909 000	จันทบุรี	: 039 606 000	ชลบุรี	: 033 079 000	พัตยา	: 038 416 525
ระยอง	: 033 065 000	ศรีราชา	: 033 008 000	เชียงใหม่	: 053 211 112	นครสวรรค์	: 056 052 000
พิษณุโลก	: 055 055 000	ขอนแก่น	: 043 055 000	นครราชสีมา	: 044 271 711	โลดส์ โคราซ	: 044 012 000
สุรินทร์	: 044 068 000	อุดรธานี	: 042 155 000	อุบลราชธานี	: 045 995 000	กระบี่	: 075 816 000
ตรัง	: 075 825 000	ภูเก็ต	: 076 635 000	ถนนรัชฎา ภูเก็ต	: 076 354 545	สงขลา	: 074 815 000
ถนนนิพัทธ์อุทิศ หาดใหญ่		: 074 238 855	สุราษฎร์ธานี	: 077 275 633			