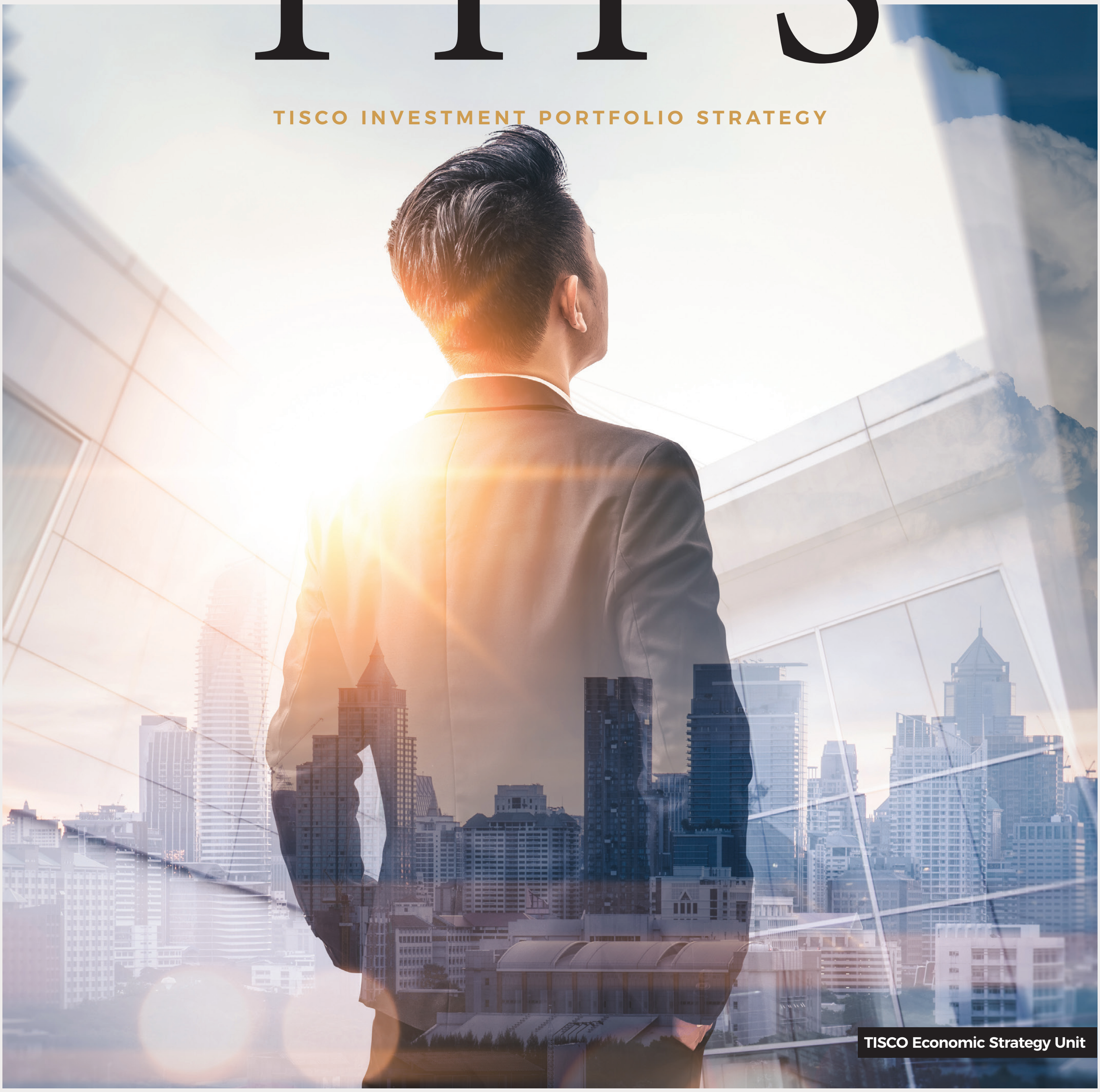
TISCO

Outlook 2021 January-February | ISSUE 067

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

ตลาดหุ้นในปี 2021 จะยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น คล้ายกับปี 2017 ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ และการเติบโตของกำไร

แนะนำให้ซื้อหุ้นวัฏจักร (Cyclical stocks) และหุ้นในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (EM) ที่มักจะปรับตัวขึ้นนำตลาดในช่วงเศรษฐกิจฟื้นตัว

ตลาดหุ้นยังมีความเสี่ยงจากเงินเฟ้อที่อาจเร่งตัวขึ้น ทำให้ Bond yield อาจพุ่งขึ้นและกดดัน Valuation จึงแนะนำให้ลงทุนในทองคำควบคู่ด้วย

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY 03

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY 04

- ตลาดหุ้น 07
- ตลาดตราสารหนี้ 23
- ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ 25

GLOBAL ECONOMIC INSIGHT 30

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ 31
- เศรษฐกิจยุโรป 37
- เศรษฐกิจจีน 42
- เศรษฐกิจญี่ปุ่น 46
- เศรษฐกิจไทย 52

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดหมาย รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำเสนอหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)
48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์
ถนนสาธรเหนือ 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

เรามองว่าภาพการลงทุนในปี 2021 นั้นจะคล้ายคลึงกับในปี 2017 ที่การฟื้นตัวของเศรษฐกิจและผลกำไรจะเป็นแรงขับเคลื่อนที่ทำให้ตลาดหุ้นยังสามารถปรับตัวขึ้นต่อได้แม้ Valuation จะอยู่ในระดับที่แพงมากเมื่อเทียบกับในอดีต นอกจากนั้นภาวะการเงินในปี 2021 ยังน่าจะมีความผ่อนคลายมากกว่าในปี 2017 เนื่องจาก Fed ได้ปรับเป้าหมายนโยบายการเงินไปใช้อัตราเงินเฟ้อเฉลี่ย (Average Inflation Target: AIT) ซึ่งจะทำให้ Fed คงนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายได้นานกว่าในอดีต ซึ่งแตกต่างกับในปี 2017 ที่ Fed กลับมาขึ้นดอกเบี้ยในทันทีที่เงินเฟ้อสูงเกินเป้าหมายที่ 2% และเดินหน้าขึ้นดอกเบี้ยพร้อมทั้งลดขนาด Balance Sheet อย่างต่อเนื่องจนส่งผลให้ตลาดหุ้นปรับฐานลงแรงในปี 2018

เรามองว่าในปีหน้า อัตราดอกเบี้ย (Bond yield) ในตลาดจะกลับมาเป็นขาขึ้นตามการฟื้นตัวของตัวเลขเศรษฐกิจ ซึ่งจะเป็นปัจจัยบวกต่อหุ้นวัฏจักร (Cyclical Stocks) ที่ราคาเคลื่อนไหวตามวัฏจักรเศรษฐกิจ เช่น กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (Industrials), สินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer Discretionary) และสินค้าวัสดุ (Materials) นอกจากนี้ Valuation ของหุ้นเหล่านี้ที่ยังถูกกว่าเมื่อเทียบกับตลาดโดยรวม ก็จะเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่หนุนให้หุ้นเหล่านี้กลับมาให้ผลตอบแทนสูงกว่าหุ้นกลุ่มที่ได้ประโยชน์จาก COVID-19 (Tech และ Healthcare) และกลุ่มที่ได้ประโยชน์จากดอกเบี้ยต่ำ (Consumer staples และ Utilities) ที่นำตลาดขึ้นในปีนี้

อย่างไรก็ดี นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายเป็นเวลานาน ประกอบกับนโยบายการคลังขนาดใหญ่เพื่อบรรเทาผลกระทบจาก COVID-19 รวมถึงสวัสดิการจากภาครัฐเพิ่มขึ้นแก้ปัญหาความเหลื่อมล้ำ อาจทำให้อัตราเงินเฟ้อกลับมาเพิ่มขึ้นแรงเหมือนเช่นในช่วง Great Inflation ปี 1965-82 เราจึงแนะนำให้นักลงทุนกระจายการลงทุนไปยังทองคำ เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากเงินเฟ้อในระยะยาว

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- ตลาดหุ้นในปี 2021 จะยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น คล้ายกับปี 2017 ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ และการเติบโตของกำไร
- เราจึงแนะนำให้ซื้อหุ้นวัฏจักร (Cyclical stocks) และหุ้นในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (EM) ที่มักจะปรับตัวขึ้นนำตลาดในช่วงเศรษฐกิจฟื้นตัว
- ตลาดหุ้นยังมีความเสี่ยงจากเงินเฟ้อที่อาจเร่งตัวขึ้น ทำให้ Bond yield อาจพุ่งขึ้นและกดดัน Valuation จึงแนะนำให้ลงทุนในทองคำควบคู่ด้วย

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting					Themes
	Underweight		Neutral	Overweight		
ตราสารหนี้ไทย			●			- อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้น หลังคลายมาตรการ Lockdown - อย่างไรก็ดี ส่วนต่างของ Bond yield ระหว่างไทยและสหรัฐฯ ที่ยังมีความน่าสนใจ จะยังทำให้นักลงทุนต่างชาติเข้าซื้อต่อเนื่อง เมื่อประกอบกับการผ่อนคลายทางการเงิน และความไม่สงบทางการเมือง จะทำให้ Bond yield ทรงตัวในระดับต่ำ - คงคำแนะนำ Neutral
ตราสารทุน						
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ			●			- กำไรของบริษัทจะฟื้นตัวขึ้น ขณะเดียวกัน Fed จะยังคงผ่อนคลายนโยบายการเงิน - ในระยะสั้น มีความไม่แน่นอนด้านนโยบายการคลัง เนื่องจากยังไม่ได้ข้อสรุปพรรคที่จะครองเสียงข้างมากในวุฒิสภา โดยต้องรอการเลือกตั้งในรัฐ Georgia ซึ่งจะมีอีกครั้งในวันที่ 5 ม.ค. นี้ - Valuation อยู่ในระดับที่แพงมาก และมีความเสี่ยงที่จะถูกกดดันจากเงินเฟ้อที่อาจเพิ่มขึ้นแรงในไตรมาส 2/2021 - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย			●			- เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นดีกว่าคาด หลังการคลายมาตรการ Lockdown หนุนโดยมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายจากรัฐ - กระทรวงสาธารณสุขคาดว่าจะได้รับการถ่ายทอดเทคโนโลยีการผลิตวัคซีน COVID-19 จาก AstraZeneca และคาดว่าวัคซีนชุดแรกจะพร้อมใช้ในกลางปี 2021 - อย่างไรก็ดี ความขัดแย้งทางการเมืองในประเทศอาจเป็นอุปสรรคให้นักท่องเที่ยวหลีกเลี่ยงที่จะเข้ามา ทำให้เศรษฐกิจอาจฟื้นตัวช้ากว่าประเทศอื่น - Earnings growth อาจถูกปรับขึ้นช้ากว่าประเทศอื่น - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน					●	- เศรษฐกิจกลับมาฟื้นตัวเร็วกว่าประเทศอื่น จากโครงสร้างที่มีการพึ่งพารายได้จากภาคบริการน้อยกว่าประเทศอื่น - จีนมีพัฒนาวัคซีนเอง และให้การสนับสนุนการพัฒนาวัคซีนกับ AstraZeneca ซึ่งอาจทำให้ประชาชนมี Herd immunity เร็วกว่าประเทศอื่นในภูมิภาคเดียวกัน - การฟื้นตัวของเศรษฐกิจ จะทำให้ผลประกอบการของกลุ่ม Cyclicals โตเร็ว ซึ่งตลาดหุ้นจีนมีสัดส่วนหุ้น Cyclicals สูงมาก (59% ของมูลค่าตลาดหุ้น) - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ					●	- ข่าวดีจากผลการทดลองวัคซีน และการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ ประกอบกับแนวโน้มอ่อนค่าของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จะทำให้ตลาดหุ้นในตลาดเกิดใหม่ (EM) ให้ผลตอบแทนดี - ได้รับประโยชน์จากการเปลี่ยนพฤติกรรมของประชากร ที่หันมาใช้เทคโนโลยีมากขึ้น เนื่องจาก มีสินค้าส่งออกประเภท เครื่องใช้อิเล็กทรอนิกส์ และส่วนประกอบคอมพิวเตอร์ เป็นสัดส่วนมาก - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นอินเดีย			●			- เศรษฐกิจได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ลดลง แต่ไม่น่าเพียงพอที่จะกระตุ้นเศรษฐกิจ - เงินเฟ้อกลับมาเพิ่มขึ้นใกล้เคียงกับระดับก่อนการระบาด ทำให้เป็นอุปสรรคในการผ่อนคลายนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า - การระบาดของ COVID-19 ทำให้หนี้เสีย (Non-performing loan) มีแนวโน้มสูงขึ้น ซึ่งอินเดียมีหนี้เสียเป็นสัดส่วนสูงอยู่แล้วตั้งแต่ก่อนการระบาด และหุ้นกลุ่มธนาคารยังเป็นสัดส่วนมากสุดในตลาดหุ้น (ที่ 23% ของมูลค่าตลาด) - Valuation อยู่ในระดับที่แพงมาก เมื่อเทียบกับประเทศในกลุ่ม Emerging Markets ด้วยกัน - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น			●			- เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังมีแนวโน้มฟื้นตัวช้า จากเศรษฐกิจที่อ่อนแออยู่แล้ว จากการปรับขึ้นภาษี VAT ในปีก่อน ขณะเดียวกัน มีข้อจำกัดในการออกนโยบายผ่อนคลายการเงิน - ค่าเงินเยนมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้น ซึ่งกดดันตลาดหุ้นญี่ปุ่นในขาลงให้ลงมากกว่าประเทศอื่น - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นยุโรป			●			- วัคซีนป้องกัน COVID-19 น่าจะสามารถแจกจ่ายให้ประชาชนมี Herd immunity และยับยั้งการระบาดได้ในช่วงกลางปี 2021 - อย่างไรก็ดี การกลับมาใช้มาตรการ Lockdown จะชะลอเศรษฐกิจในระยะสั้น เนื่องจากภาคบริการคิดเป็นสัดส่วนใหญ่ของเศรษฐกิจ (70% ของ GDP) - ความเสี่ยงทางการเมืองในเยอรมนี ฝรั่งเศส อิตาลี สเปน และอังกฤษ (Brexit) ยังคงกดดัน Sentiment ในการลงทุนในตลาดหุ้นยุโรป - Earnings growth อยู่ในระดับต่ำ - คงคำแนะนำเป็น Neutral
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา	●					- โครงสร้างทางเศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ - มีข้อจำกัดในการกระตุ้นเศรษฐกิจทางการคลัง และมีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูงกว่าประเทศอื่นในกลุ่ม EM - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก						
ทองคำ			●			- นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายเป็นเวลานาน ซึ่งเมื่อถูกใช้ควบคู่กับการกระตุ้นเศรษฐกิจการคลังขนาดใหญ่ เป็นความเสี่ยงให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นแรง ทำให้ทองคำยังเป็นสินทรัพย์ที่น่าลงทุน - ในภาวะเงินเฟ้อ ผลตอบแทนจากการลงทุนในทองคำช่วยชดเชยผลตอบแทนรวมของพอร์ตการลงทุนที่ลดลงจากหุ้นได้ - การเคลื่อนไหวระหว่างอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง และราคาทองคำในช่วงที่ผ่านมา ชี้ว่าราคาทองคำยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น - คงคำแนะนำเป็น Neutral
น้ำมัน		●				- EIA มองตลาดน้ำมันดิบในปี 2021 จะกลับเข้าสู่สภาวะสมดุล (Balanced) อีกครั้ง - อย่างไรก็ดี เรามองว่าราคาน้ำมันมี Upside จำกัดที่ 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในปี 2021 จากการผลิตน้ำมันจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยเฉพาะจากสหรัฐฯ และลิเบีย ประกอบกับมีความเป็นได้ที่สหรัฐฯจะยกเลิกมาตรการคว่ำบาตรอิหร่าน ทำให้อิหร่านกลับมาส่งออกน้ำมันได้ - คงน้ำหนักเป็น Underweight
US REITs				●		- ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ยังมีความน่าสนใจ - คงคำแนะนำ Overweight
J-REITs			●			- ราคาที่ดินในญี่ปุ่นยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น - นโยบาย Yield Curve Control ของ BoJ ช่วยให้ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ของ J-REITs อยู่ในระดับสูง - คงคำแนะนำ Neutral
Europe REITs	●					- โดนกระทบจากราคาสินทรัพย์ในอังกฤษ - คงคำแนะนำ Underweight

● Previous Recommendation ● ● Underweight : ลดน้ำหนักการลงทุน ● Neutral : คงน้ำหนักการลงทุน ● ● Overweight : เพิ่มน้ำหนักการลงทุน

Past Performance

ASEAN	Last	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
Thailand SET	1,476	0.0%	-0.4%	4.1%	9.6%	14.8%	10.0%	-6.2%	-6.6%
Philippines PCOMP	7,266	-0.2%	0.5%	0.9%	4.2%	20.7%	17.9%	-7.8%	-7.0%
Indonesia JCI	6,016	0.1%	1.2%	1.4%	10.2%	17.9%	24.9%	-2.9%	-4.5%
Singapore STI	2,846	-0.4%	1.3%	0.7%	5.0%	14.5%	8.9%	-11.5%	-11.7%
Malaysia KLCI	1,665	0.1%	-1.3%	2.0%	4.7%	8.7%	11.1%	6.0%	4.8%
Asia	**Last**	**Today**	**-1D**	**-1W**	**-1M**	**-3M**	**-6M**	**-1Y**	**YTD**
HK HSI	26,195	-0.7%	-0.4%	-0.4%	0.1%	5.9%	10.2%	-5.4%	-7.1%
China H HSCEI	10,359	-0.8%	-0.1%	-0.5%	-1.8%	5.4%	7.3%	-4.4%	-7.2%
MSCI China	105	0.0%	-1.0%	-1.5%	-1.9%	5.8%	24.6%	26.0%	22.1%
China CSI300	4,910	-0.5%	0.9%	-2.0%	1.1%	4.7%	24.1%	23.7%	19.9%
Taiwan TWSE	14,188	-0.2%	-0.4%	-1.2%	6.9%	10.5%	25.5%	19.0%	18.3%
Korea KOSPI	2,755	-0.3%	-0.3%	2.0%	10.5%	12.7%	35.6%	26.9%	25.4%
MSCI Korea	884	0.0%	-0.1%	2.5%	13.0%	16.6%	39.2%	29.6%	28.0%
India SENSEX	46,253	0.0%	0.3%	1.8%	6.0%	18.5%	39.2%	12.8%	12.1%
MSCI India	1,552	0.0%	0.3%	1.4%	6.2%	13.6%	34.6%	14.3%	13.3%
Developed Market	**Last**	**Today**	**-1D**	**-1W**	**-1M**	**-3M**	**-6M**	**-1Y**	**YTD**
Australia AS 200	6,643	-0.3%	0.3%	-0.7%	3.7%	12.7%	16.1%	-1.4%	-0.6%
Japan TOPIX	1,786	-0.3%	0.5%	1.5%	4.9%	8.8%	16.7%	2.6%	3.7%
Japan Nikkei 225	26,678	-0.2%	0.3%	0.8%	5.1%	13.7%	23.9%	11.1%	12.8%
Europe STOXX600	392	0.0%	0.4%	-0.3%	1.7%	5.6%	11.0%	-4.9%	-5.8%
Euro STOXX50	3,504	0.0%	0.5%	-0.7%	2.1%	5.2%	11.7%	-6.1%	-6.4%
US Dow Jones	29,862	0.0%	-0.6%	-0.7%	1.3%	6.7%	15.9%	6.1%	4.6%
US S&P500	3,647	0.0%	-0.4%	-1.2%	1.7%	7.2%	18.9%	15.1%	12.9%
MSCI US REITs	1,111	0.0%	-0.6%	-2.2%	-1.5%	2.7%	4.4%	-10.7%	-13.1%
J-REITs	1,718	0.1%	0.4%	0.9%	1.3%	0.0%	5.0%	-19.2%	-19.9%
Europe	**Last**	**Today**	**-1D**	**-1W**	**-1M**	**-3M**	**-6M**	**-1Y**	**YTD**
UK FTSE 100	6,532	0.0%	-0.2%	-0.4%	3.4%	7.0%	7.7%	-11.2%	-13.4%
Germany DAX	13,223	0.0%	0.8%	-0.4%	1.1%	0.0%	11.0%	-0.4%	-0.2%
France CAC 40	5,528	0.0%	0.4%	-0.8%	2.7%	9.1%	14.8%	-6.6%	-7.5%
Switzerland SMI	10,373	0.0%	-0.2%	-0.0%	-1.1%	-1.4%	5.4%	-0.5%	-2.3%
Portugal PSI 20	4,780	0.0%	0.8%	1.6%	9.4%	11.6%	10.5%	-8.1%	-8.3%
Spain IBEX 35	8,141	0.0%	1.0%	-1.6%	4.6%	15.7%	12.1%	-14.9%	-14.7%
Italy FTSE MIB	21,760	0.0%	0.3%	-1.6%	4.1%	9.0%	14.7%	-6.7%	-7.4%
Latin America	**Last**	**Today**	**-1D**	**-1W**	**-1M**	**-3M**	**-6M**	**-1Y**	**YTD**
Brazil BOVESPA	114,611	0.0%	-0.4%	0.9%	9.4%	14.3%	24.1%	1.8%	-0.9%
Chile IPSA	4,053	0.0%	-0.8%	-3.3%	1.2%	8.9%	4.1%	-17.0%	-13.2%
Mexico MEXBO	43,570	0.0%	-0.1%	0.7%	6.8%	18.6%	16.4%	-1.5%	0.1%
Regional	**Last**	**Today**	**-1D**	**-1W**	**-1M**	**-3M**	**-6M**	**-1Y**	**YTD**
MSCI Asia Pac ex Japan	642	0.0%	-0.4%	-0.1%	4.7%	12.5%	29.8%	18.3%	16.2%
MSCI Latin America	2,386	0.0%	-1.0%	-0.0%	14.7%	18.9%	25.2%	-15.9%	-18.2%
MSCI All Country World	629	0.0%	-0.2%	-0.8%	3.8%	9.2%	21.7%	13.2%	11.3%
Commodities	**Last**	**Today**	**-1D**	**-1W**	**-1M**	**-3M**	**-6M**	**-1Y**	**YTD**
WTI Spot	46.81	-0.4%	0.9%	2.7%	16.6%	22.3%	26.1%	-22.1%	-23.3%
Brent Spot	50.11	-0.4%	0.6%	2.6%	17.1%	23.6%	26.2%	-23.2%	-24.1%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	3.30	0.00	-0.10	0.06	0.65	1.05	0.70	-1.85	-1.64
Gold Spot	1829.57	0.0%	-0.6%	-2.3%	-3.2%	-6.6%	6.3%	24.0%	20.1%
Gold ETF Holdings (tonnes)	3315.83	0.0%	-0.1%	-0.1%	-3.4%	-2.8%	5.9%	29.6%	28.6%
Bloomberg Agri Subindex	43.62	0.0%	-0.0%	2.2%	1.4%	13.4%	24.0%	8.3%	5.4%
Thai Bond Index	**Last**	**Today**	**-1D**	**-1W**	**-1M**	**-3M**	**-6M**	**-1Y**	**YTD**
ThaiBMA Govt Bond index	329.26	0.0%	0.0%	0.3%	0.9%	1.0%	1.1%	3.0%	2.4%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	213.48	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	2.5%	2.2%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	309.63	0.0%	0.0%	0.4%	0.8%	0.8%	1.1%	4.2%	3.6%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	418.12	0.0%	-0.2%	0.6%	1.0%	0.6%	1.0%	4.3%	3.6%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	262.63	0.0%	-0.0%	0.4%	0.6%	0.6%	0.9%	3.6%	3.1%
Thai Bond Yields (bps)	**Last**	**Today**	**-1D**	**-1W**	**-1M**	**-3M**	**-6M**	**-1Y**	**YTD**
1Y	0.45	0	-1	-2	-7	-6	-5	-79	-77
2Y	0.47	0	-1	-3	-9	-7	-6	-78	-71
5Y	0.73	0	-1	-4	-15	-13	-13	-64	-53
10Y	1.35	0	-1	-3	-7	-3	7	-25	-14
Spread 10Y-2Y	88	0	0	-0	2	5	13	54	57
Foreign Bond Yields (bps)	**Last**	**Today**	**-1D**	**-1W**	**-1M**	**-3M**	**-6M**	**-1Y**	**YTD**
US 10Y	0.89	-0	-0	-3	-0	21	17	-93	-103
Japan 10Y	0.01	0	-0	-1	-1	-1	0	3	2
UK 10Y	0.22	0	5	-6	-12	3	1	-57	-60
German 10Y	(0.62)	0	2	-4	-7	-14	-18	-33	-44
Spain 10Y	0.00	0	0	-5	-11	-28	-59	-41	-47
Italy 10Y	0.54	0	-2	-7	-12	-48	-91	-72	-87
Others	**Last**	**Today**	**-1D**	**-1W**	**-1M**	**-3M**	**-6M**	**-1Y**	**YTD**
VIX index	24.72	0.0%	1.4	3.4	1.6	-0.9	-9.7	12.1	10.9
Dollar index	90.67	-0.0%	-0.3%	-0.3%	-2.2%	-2.6%	-6.2%	-6.7%	-5.9%
USD/THB	30.09	-0.0%	-0.0	0.2%	-0.4%	-3.6%	-3.0%	-0.4%	1.1%
EUR/USD	1.22	0.0%	0.4%	0.4%	2.7%	2.6%	7.7%	9.1%	8.3%
GBP/USD	1.33	0.0%	0.0	-0.2%	1.1%	3.5%	6.2%	0.1%	0.6%
USD/JPY	104.09	0.1%	-0.0%	-0.0%	-0.4%	-1.3%	-2.9%	-5.0%	-4.1%
USD/CNY	6.55	0.0%	0.0	0.3%	-0.5%	-3.4%	-7.6%	-6.3%	-5.9%
USD/CNH	6.54	0.1%	-0.1%	0.3%	-0.6%	-3.6%	-7.6%	-6.5%	-6.1%

As of 12/15/2020 9:00:25 AM

ตลาดหุ้น

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจ และการเติบโตของกำไร จะทำให้ตลาดหุ้นในปี 2021 ยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น คล้ายกับปี 2017 เราจึงแนะนำให้ซื้อหุ้นวัฏจักร (Cyclical stocks) และหุ้นในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (EM) ที่มักจะปรับตัวขึ้นนำตลาดในช่วงเศรษฐกิจฟื้นตัว อย่างไรก็ดี ตลาดยังมีความเสี่ยงที่ต้องระวังจากเงินเฟ้อที่อาจเร่งตัวขึ้น ทำให้ Bond yield อาจพุ่งขึ้นและกลับมากดดัน Valuation เราจึงยังคงแนะนำให้ลงทุนในทองคำ ซึ่งผลตอบแทนสามารถป้องกันความเสี่ยงจากเงินเฟ้อได้ดีควบคู่ด้วย

2021 Outlook

from

2017

Earnings recovery and supportive fiscal and monetary policies could sustain rally despite rich valuations

to

1965

Prolonged monetary easing, aggressive redistributive fiscal policy, and deglobalization could the pave way for the return of inflation

ก้าวข้ามการระบาด ไปที่การฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

ในปีที่ผ่านมา การระบาดของโรค COVID-19 ทำให้รัฐใช้มาตรการควบคุมการระบาดที่เข้มงวด กิจกรรมทางเศรษฐกิจชะลอตัวลง ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับตัวลง อย่างไรก็ดี มาตรการบรรเทาผลกระทบทางเศรษฐกิจทั้งการคลัง และการเงิน ประกอบกับการทยอยกลับมาเปิดประเทศในช่วงกลางปี ทำให้ตลาดหุ้นฟื้นตัวขึ้นจากจุดต่ำสุดในเดือน มี.ค. อย่างรวดเร็ว

ถึงแม้การระบาดจะยังรุนแรงขึ้นในหลายประเทศ เช่น ในสหรัฐฯ ซึ่งจำนวนผู้ติดเชื้อเพิ่มขึ้นวันละกว่า 2 แสนราย สูงกว่าการระบาดระลอกแรกกว่า 3 เท่า แต่ข่าวดีจากผลการทดลองวัคซีนที่มีประสิทธิภาพสูงมากในเดือน พ.ย. ทำให้ตลาดหุ้นทั่วโลกส่วนใหญ่ยังทรงตัวอยู่ในระดับสูงกว่าระดับก่อนการระบาดได้ เช่น ตลาดหุ้นจีน (CSI 300) ที่ปรับตัวขึ้นมาอยู่สูงกว่าก่อนการระบาดถึง +21% ตลาดหุ้นในเอเชียแปซิฟิก ไม่รวมญี่ปุ่น (MSCI Asia Pacific ex. Japan) +17%, ญี่ปุ่น (Nikkei 225) +16% และสหรัฐฯ (S&P 500) +14% ขณะที่ยุโรป (STOXX 600) และ ไทย (SET) ยังติดลบอยู่ที่ -5% และ -7% ตามลำดับ การเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นชี้ว่านักลงทุนอาจมองข้ามการระบาดในปัจจุบัน ไปที่การฟื้นตัวของเศรษฐกิจ และการเติบโตของผลประกอบการ หลังการแจกจ่ายวัคซีนแล้ว

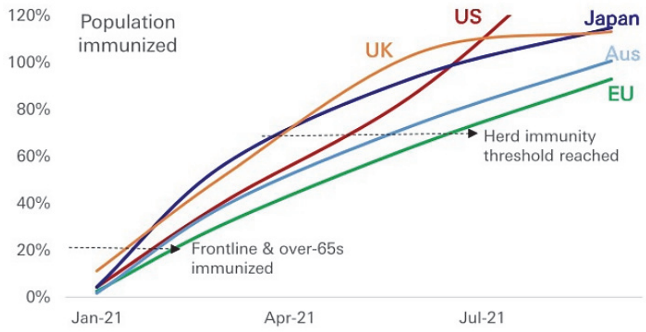
แผนภาพที่ 1: ตลาดหุ้นส่วนใหญ่ฟื้นตัวขึ้นมายืนเหนือระดับก่อนการระบาดได้แล้ว

ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

บริษัท ยาที่พัฒนาวัคซีนป้องกันโรค COVID-19 ได้ทยอยรายงานผลการทดลองตั้งแต่ต้นเดือน พ.ย. ซึ่งล่าสุดบริษัท Pfizer / BioNTech ได้ผ่านการอนุมัติให้ใช้วัคซีนและเริ่มฉีดในอังกฤษ และสหรัฐฯ แล้ว โดยเริ่มฉีดให้กับบุคลากรทางการแพทย์ (Frontline) และผู้สูงอายุก่อน และน่าจะครอบคลุมราว 70% ของประชากรทั้งประเทศในไตรมาส 2 ปีหน้า ซึ่งน่าจะเพียงพอที่จะทำให้ประชาชนมีภูมิคุ้มกันหมู่ (Herd Immunity) และยับยั้งการระบาดโดยธรรมชาติได้

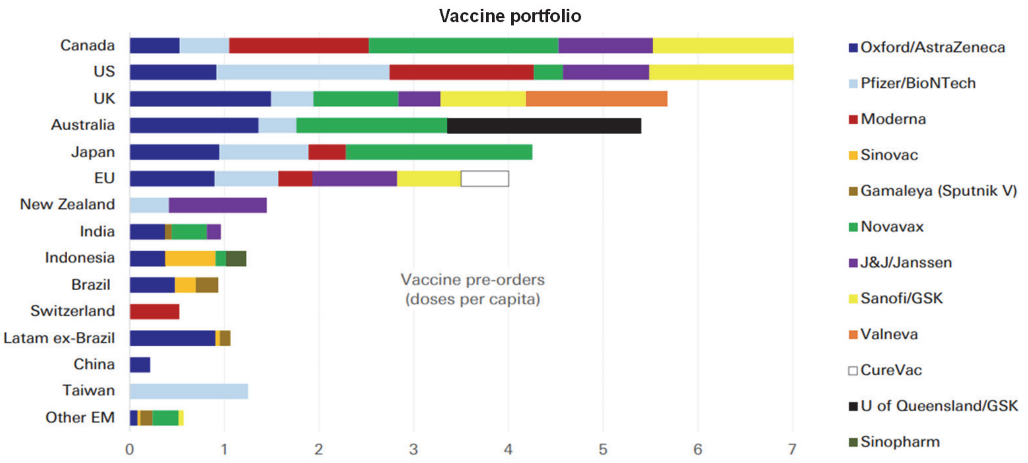
ประชาชนในประเทศที่พัฒนาแล้ว ได้แก่ ยุโรป ญี่ปุ่น และออสเตรเลีย น่าจะได้รับวัคซีน และมี Herd Immunity ได้ในเวลาใกล้เคียงกัน และทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจเริ่มกลับสู่ภาวะปกติได้ในช่วงครึ่งหลังของปีหน้าเป็นต้นไป ส่วนประชาชนประเทศอื่นน่าจะได้รับการแจกจ่ายตามมา ซึ่งน่าจะครอบคลุมประชากรราว 60% ของทั้งโลกได้ในสิ้นปี 2021 ทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 2: ประชาชนในประเทศที่พัฒนาแล้ว ได้แก่ ยุโรป ญี่ปุ่น และออสเตรเลีย น่าจะได้รับวัคซีน และมี Herd Immunity ได้ในช่วงไตรมาส 2/2021



ที่มา: Deutsche Bank

แผนภาพที่ 3: ประเทศพัฒนาแล้วส่วนใหญ่มีวัคซีนเพียงพอที่จะแจกจ่ายให้กับประชากรตนเอง



ที่มา: Deutsche Bank, company national government

แผนภาพที่ 4: ประชากรราว 60% ของทั้งโลกน่าจะได้รับวัคซีนภายในสิ้นปี 2021

Production plans

	2020		2021	
Doses (mn)	Doses (mn)	Pop covered (%)	Doses (bn)	Pop covered (%)
AstraZeneca	104	0.07%	up to 3	19% - 26%
Pfizer / BioNTech	50	0.03%	1.3	8%
Johnson & Johnson	NA	NA	> 1	>6%
Sinovac	15	0.01%	1	6%
Sinopharm	15	0.01%	1	6%
Bharat Biotech	NA	NA	1	6%
Moderna	20	0.01%	0.5-1	3%-6%
Sputnik V	NA	NA	0.3-0.5	2-3%
CanSino	NA	NA	0.1-0.2	1%
Aggregate	204-304mn	0.13-0.26%	8-9 bn	57%-68%

ที่มา: Deutsche Bank, CNBC, OECD, Wikipedia

ตลาดหุ้นยังขึ้นต่อได้แม้ Valuation จะแพง เหมือนเช่นในปี 2017

เศรษฐกิจโลกในปีหน้าจะเป็นปีแห่งการฟื้นตัวอย่างชัดเจน โดย IMF คาดว่า GDP โลกจะขยายตัวที่ 5.2% ฟื้นตัวขึ้นจากที่หดตัวถึง -4.4% ในปีนี้ กำไรของบริษัทจดทะเบียนก็คาดว่าจะฟื้นตัวขึ้นเร็วตามการขยายตัวของเศรษฐกิจ โดยคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ที่รวบรวมโดย Bloomberg ชี้ว่ากำไรของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี S&P500 จะฟื้นตัวขึ้น 22% ในปี 2021 และขยายตัวต่อเนื่องอีก 16% ในปี 2022 ส่วนในตลาดหุ้นไทย กำไรคาดว่าจะขยายตัว 48% และ 15% ตามลำดับ

ผลประกอบการที่ขยายตัวดีจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ขับเคลื่อนให้ตลาดหุ้นยังคงอยู่ในขาขึ้นต่อไปได้ แม้ Valuation ของตลาดจะอยู่ในระดับที่แพงมากเป็นประวัติการณ์ ซึ่งสภาวะเช่นนี้ คล้ายคลึงกับในช่วงปี 2016-17 โดยในช่วงต้นปี 2016 เศรษฐกิจโลกได้ชะลอตัวลงอย่างรุนแรงตามการชะลอตัวลงของเศรษฐกิจจีน และผลจากราคาน้ำมันที่ตกต่ำต่อเนื่องมาตั้งแต่ปี 2015 ประกอบกับสภาพคล่องที่ตึงตัวขึ้นหลังธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกในช่วงปลายปี 2015 ต่อมาในช่วงกลางปี 2016 อังกฤษได้มีการลงประชามติ Brexit ซึ่งทำให้ความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจโลกเพิ่มขึ้นเป็นอย่างมาก จนส่งผลให้ธนาคารกลางทั่วโลกต้องกลับมาผ่อนคลายนโยบายการเงินอีกครั้ง โดยธนาคารกลางยุโรป (ECB) ได้ลดดอกเบี้ยและเพิ่มการอัดฉีดสภาพคล่องผ่านมาตรการ QE ในช่วงไตรมาส 2 ในขณะที่ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ได้เริ่มใช้มาตรการ Yield Curve Control ร่วมกับ QE ในเดือน ก.ย. 2016 ส่วน Fed ก็ได้ชะลอการขึ้นดอกเบี้ยออกไปจนถึงปลายปี

นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายและการอัดฉีดสภาพคล่องจากธนาคารกลางทั่วโลกส่งผลให้ตลาดหุ้นฟื้นตัวอย่างรวดเร็วในช่วงครึ่งหลังของปี 2016 สวนทางกับผลประกอบการที่ยังหดตัวตามภาวะเศรษฐกิจ และทำให้ Valuation ของตลาดหุ้นทั่วโลกพุ่งขึ้นมาอยู่ในระดับสูงในช่วงต้นปี 2017

แม้ Valuation จะเริ่มต้นในระดับสูง แต่การฟื้นตัวของกำไรที่แข็งแกร่งก็ยังสามารถผลักดันให้ผลตอบแทนที่ดีได้ในปี 2017 โดยคาดการณ์ผลกำไรของดัชนี S&P500 ที่ขยายตัว 12% ในปี 2017 และขยายตัวสูงต่อเนื่อง 18% ในปี 2018 จากผลของการลดภาษีนิติบุคคล ส่งผลให้ดัชนี S&P500 ปรับตัวขึ้นได้ถึง 20% ในปี 2017

ภาวะการลงทุนในช่วงปี 2016-17 นั้นสามารถเทียบเคียงได้กับปัจจุบัน กล่าวคือ เศรษฐกิจโลกได้ชะลอตัวอย่างรุนแรงในช่วงครึ่งปีแรกของปี 2020 จากผลของ COVID-19 แต่ผลของนโยบายการเงินและการคลังที่ทยอยออกมาตลอดทั้งปี ก็ได้ส่งผลให้ตลาดหุ้นพุ่งขึ้นทั่วโลก และทำให้ Valuation มาอยู่ในระดับที่แพงมากในปัจจุบัน แต่เรายังเชื่อว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและผลกำไรจะเป็นแรงขับเคลื่อนที่ทำให้ตลาดหุ้นยังสามารถให้ผลตอบแทนที่ดีได้อย่างต่อเนื่องในปี 2021

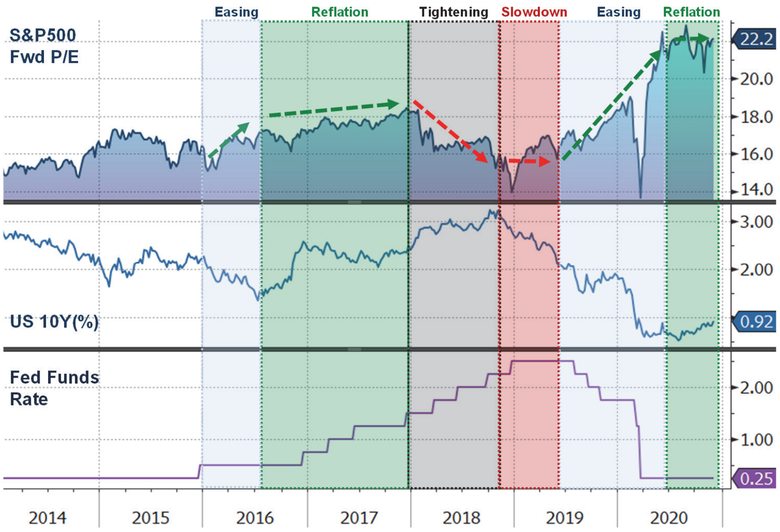
แผนภาพที่ 5: เรามองตลาดหุ้นในปี 2021 จะเพิ่มขึ้น หนุนโดยการเติบโตของกำไรเป็นสำคัญ คล้ายปี 2017

2017 vs Now

Similarities	Differences
• Recovery from economic slowdown • Bond yields rise from very low levels • Strong EPS growth • High valuations as a starting point • Hopes of fiscal stimulus (prospect of tax cuts kept the rally going in late 2017)	• Fed shifts to Average Inflation Target, allowing Fed to further delay tightening • Market currently expects first rate hike in 2H24, but Fed may taper QE in 2H21 • Investor positions imply extreme bullishness

ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 6: Valuation ของ S&P500 ในปี 2017 เพิ่มขึ้น แม้ Valuation จะอยู่ในระดับที่แพงมาก และ Fed กลับมาขึ้นดอกเบี้ย



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

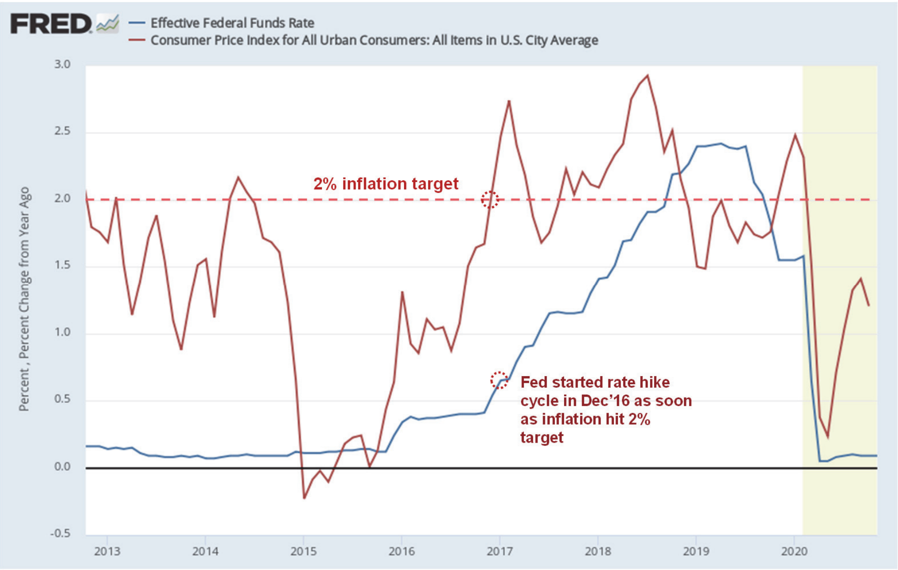
แผนภาพที่ 7: ตลาดหุ้นในปี 2021 จะปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อ จากการเติบโตของกำไรเป็นสำคัญ คล้ายกับปี 2017

Date	12M fwd		Index	FFR	10Y yield	Change				
	EPS	PER				EPS	PER	INDEX	FFR	10Y yield
Dec-20	165.9	22.3	3,692	0.25	0.93	-6%	22%	14%	-1.50	-0.99
Dec-19	176.9	18.3	3,231	1.75	1.92	2%	26%	29%	-0.75	-0.77
Dec-18	173.4	14.5	2,507	2.50	2.68	18%	-20%	-6%	1.00	0.28
Dec-17	147.1	18.2	2,674	1.50	2.41	12%	7%	19%	0.75	-0.04
Dec-16	131.4	17.0	2,239	0.75	2.44	5%	5%	10%	0.25	0.17
Dec-15	125.6	16.3	2,044	0.50	2.27	0%	-1%	-1%	0.25	0.10
Dec-14	125.5	16.4	2,059	0.25	2.17	5%	6%	11%	0.00	-0.86

ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนั้น ภาวะการเงินในปี 2021 ยังน่าจะมีความผ่อนคลายมากกว่าในปี 2017 โดยในตอนนั้น Fed ได้กลับมาขึ้นดอกเบี้ยในเดือน ธ.ค. 2016 ทันทีที่เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นถึงเป้าหมายที่ 2% และต่อด้วยการเริ่มลดขนาดงบดุลลงในปลายปี 2017 ขณะที่ ปัจจุบัน Fed ได้เปลี่ยนมาใช้เป้าหมายเงินเฟ้อเฉลี่ย (Average Inflation Target: AIT) ที่ 2% เป็นการส่งสัญญาณว่าจะปล่อยให้เงินเฟ้อพุ่งขึ้นเกิน 2% ก่อนจะกลับมาขึ้นดอกเบี้ย

แผนภาพที่ 8: Fed กลับมาขึ้นดอกเบี้ยทันทีที่เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นถึงเป้าหมายที่ 2% ในปี 2016



ที่มา: BLS, Fred, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

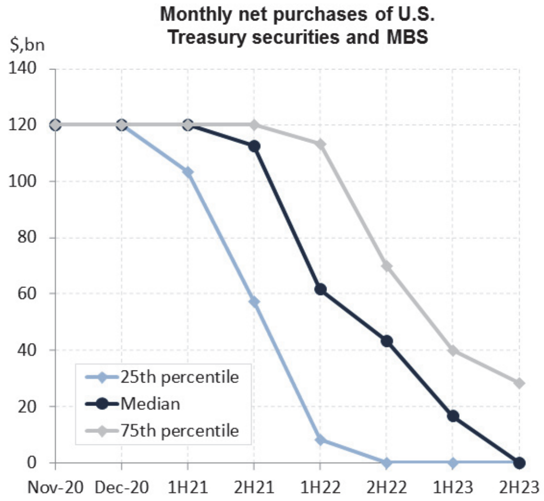
ตลาดในขณะนี้ก็มองว่า Fed จะยังไม่กลับมาขึ้นดอกเบี้ยเร็วๆ นี้เช่นกัน โดยผลสำรวจสถาบันการเงินที่เป็นคู่ค้าหลักกับ Fed (Primary Dealers) ระหว่างวันที่ 21-26 ต.ค. ระบุ Primary Dealers ส่วนใหญ่คาดว่า Fed จะกลับมาขึ้นดอกเบี้ยอย่างเร็วสุดในครึ่งหลังของปี 2024 แต่อาจเริ่มทยอยลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ลงในครึ่งหลังของปี 2021 จากปัจจุบันที่เข้าซื้อเดือนละราว 1.2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นเดือนละ 1.1 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

แผนภาพที่ 9: Primary Dealers คาดว่า Fed จะกลับมาขึ้นดอกเบี้ยอย่างเร็วสุดในครึ่งปีหลังของปี 2024 แต่อาจเริ่มทยอยลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ลงในครึ่งหลังของปี 2021

Fed's Primary Dealers Survey

The earliest period in which the target range is higher than the current level

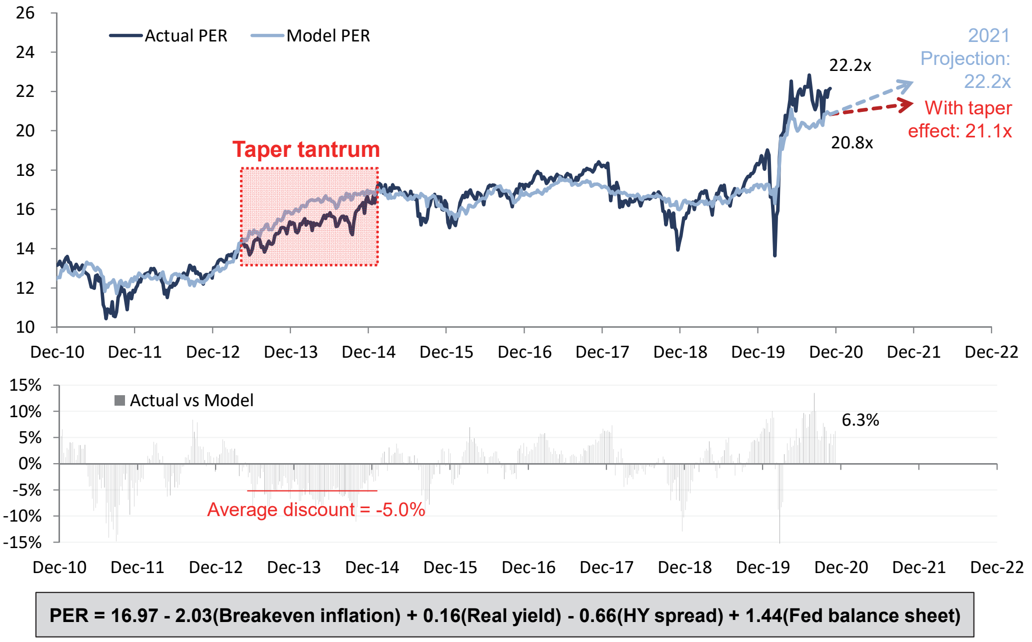
Responses	Period
25th percentile	1H 2024
Median	2H 2024
75th percentile	1H 2025



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

การลดการเข้าซื้อสินทรัพย์อาจทำให้สภาพคล่องลดลง ส่งผลต่อ Valuation ของตลาดหุ้นให้ลดลงได้ เราจึงประเมินค่า P/E ของดัชนี S&P 500 โดยให้ขนาดงบดุลของ Fed เพิ่มขึ้นเดือนละ 1.2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในครึ่งปีแรก และชะลอลงเป็น 1.1 แสนล้านดอลลาร์ในครึ่งปีหลัง, ให้ Bond yield สหรัฐฯ อายุ 10 ปี ในสิ้นปี 2021 เป็น 1.2% ตามที่นักวิเคราะห์ (Bloomberg consensus) คาด และให้ High-yield spread อยู่ที่ 3.8% แล้วแทนค่าในสมการ Regression Model ของ 4 ตัวแปร ได้แก่ 1) ขนาดงบดุลของ Fed 2) การคาดการณ์เงินเฟ้อ (Breakeven inflation) 3) อัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (Real yield) และ 4) High-yield spread พบว่าค่า P/E (Forward 12-month) จะอยู่ที่ 21.1 เท่า ใกล้เคียงปัจจุบันที่ 22.2 เท่า ชี้ว่า Valuation ในปีหน้าน่าจะยังทรงอยู่ในระดับสูงได้

แผนภาพที่ 10: เราประเมินค่า P/E ของดัชนี S&P 500 ของสิ้นปีหน้า ชี้ว่าจะอยู่ที่ 21.1 เท่า ใกล้เคียงปัจจุบัน ที่ 22.2 เท่า

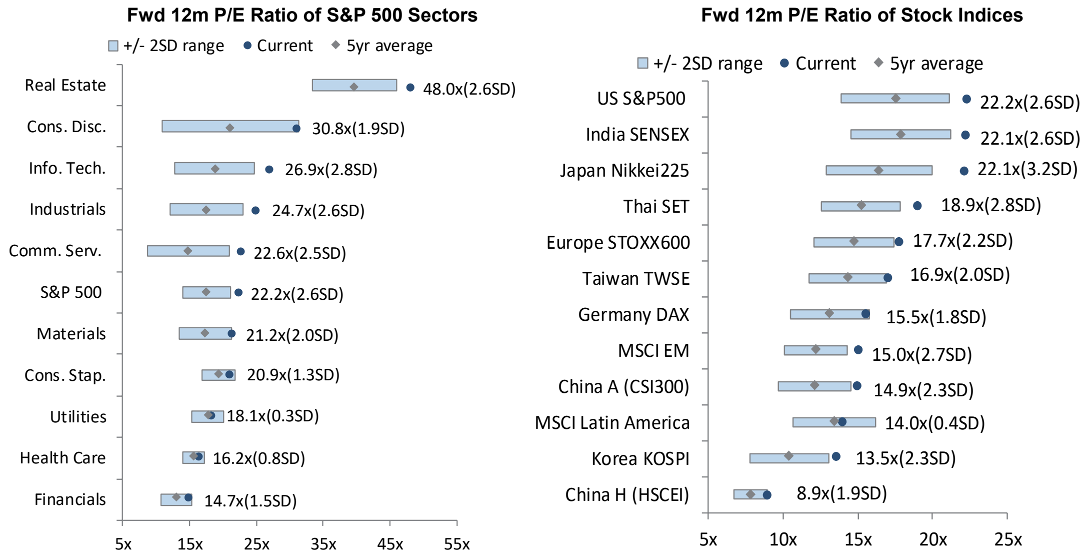


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Valuation ของ S&P500 ยังไม่แพงนักเมื่อเทียบกับ Bond yield

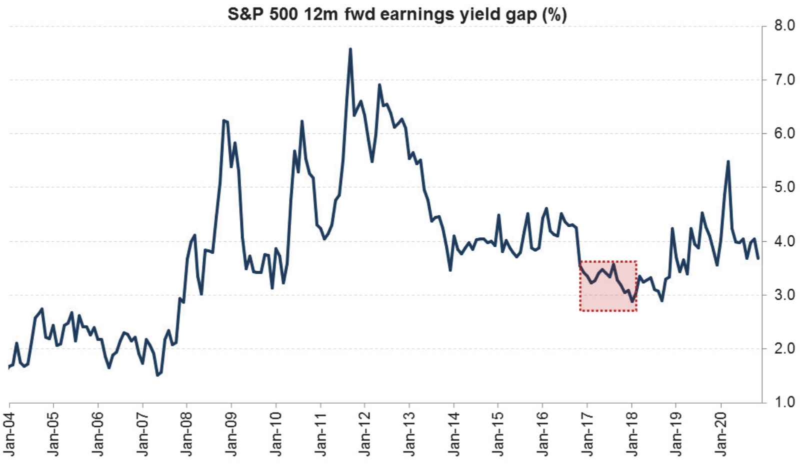
ถึงแม้ Valuation ของตลาดหุ้นจะอยู่ในระดับที่แพงมาก ค่า P/E ของดัชนี S&P 500 อยู่ที่ 22.2 เท่า ใกล้เคียงระดับสูงสุดนับตั้งแต่วิกฤติ Dot-com ปี 2000 แต่เมื่อเทียบกับอัตราดอกเบี้ยในตลาด Valuation ก็อยู่ในระดับที่ไม่แพงนัก โดยส่วนกลับของค่า P/E ในสิ้นปีหน้าที่เราประเมินข้างต้น (21.1 เท่า) เท่ากับ 4.7% ซึ่งก็คือ Earnings Yield ซึ่งเมื่อลบด้วยคาดการณ์ Bond yield สหรัฐฯ อายุ 10 ปี ที่ 1.2% จะได้ Earnings yield gap ที่ราว 3.5% ใกล้เคียงกับปัจจุบันที่ 3.7% และยังสูงกว่าระดับในช่วงปลายปี 2017 ที่ 3% ชี้ว่า Earnings yield gap ในปัจจุบัน ยังไม่แพงมาก และยังมีความน่าสนใจในการลงทุนอยู่

แผนภาพที่ 11: ตลาดหุ้นส่วนใหญ่อยู่ในระดับที่แพงมาก เมื่อเทียบกับอดีต



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 12: ...แต่เมื่อเทียบกับ Bond yield ยังมีความน่าสนใจในการลงทุนอยู่



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

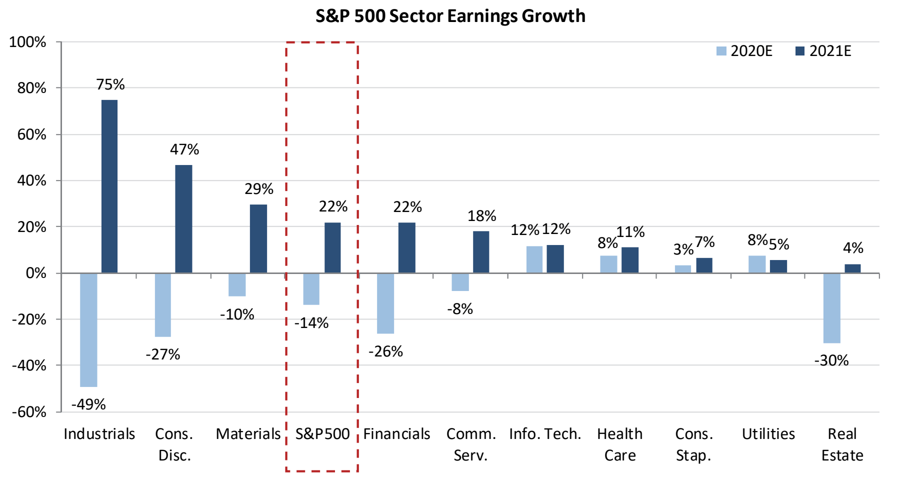
เรายังคงแนะนำให้นักลงทุนเน้นลงทุนในหุ้นกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (EM) และหุ้นวัฏจักร (Cyclical stocks)

เรามองว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและการเติบโตของกำไร จะผลักดันให้ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นต่อ นำโดยหุ้นกลุ่ม Cyclicals ซึ่งกำไรจะฟื้นตัวขึ้นแรงในปีหน้า ขณะเดียวกันในปีที่ผ่านมา ราคาหุ้นกลุ่มนี้มีการขยับขึ้นไม่มากเมื่อเทียบกับทั้งตลาด ทำให้ราคาหุ้นกลุ่ม Cyclicals มีความเป็นไปได้ที่จะปรับขึ้นมากกว่ากลุ่มอื่น

นอกจากนี้ ในช่วงปี 2017 ที่ภาวะเศรษฐกิจและตลาดคล้ายกับปัจจุบัน หุ้น Cyclicals ก็มีการปรับตัวขึ้นแรงเช่นกัน โดยกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) เพิ่มขึ้น +25%, ตามด้วยกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer Discretionary) +22% และกลุ่มพลังงาน (Energy) +21% สูงกว่าตลาด (S&P500) ที่ +19%

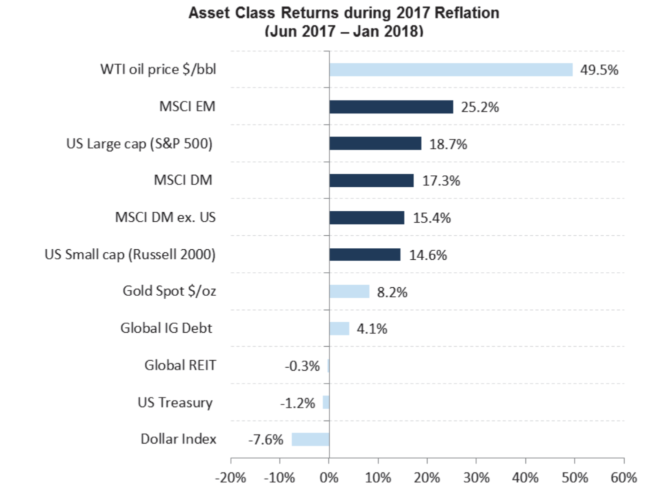
ในทางเดียวกัน ประเทศที่เศรษฐกิจมีความผันผวนต่อวัฏจักรเศรษฐกิจมาก เช่น กลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนา (EM) ก็มักจะฟื้นตัวได้เร็วกว่ากลุ่มที่พัฒนาแล้ว (DM) ทำให้กำไรมีแนวโน้มขยายตัวสูงกว่าหุ้นกลุ่ม EM อาจปรับตัวขึ้นมากกว่า โดยในปี 2017 ตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ (EM) เพิ่มขึ้นถึง 25% มากกว่าตลาดประเทศพัฒนาแล้ว (DM) ที่ +17% เราจึงยังแนะนำให้นักลงทุนเน้นลงทุนในหุ้นกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (EM) และหุ้นวัฏจักร (Cyclical stocks)

แผนภาพที่ 13: หุ้นกลุ่ม Cyclicals จะเป็นกลุ่มที่นำตลาดขึ้นในปีหน้า หนุนโดยการเติบโตของกำไรที่ฟื้นตัวแรง



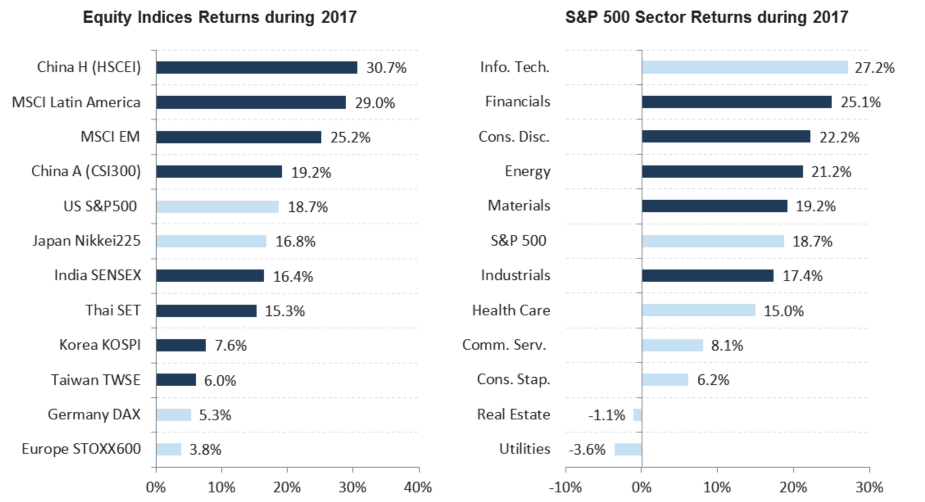
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 14: ราคาสินค้าโภคภัณฑ์และหุ้นให้ผลตอบแทนสูงกว่าสินทรัพย์อื่นในช่วงปี 2017



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 15: หุ้นในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (EM), หุ้นกลุ่มเทคโนโลยี (Info.Tech.) และหุ้นวัฏจักร (Cyclical Stocks) เพิ่มขึ้นนำตลาดในช่วงปี 2017



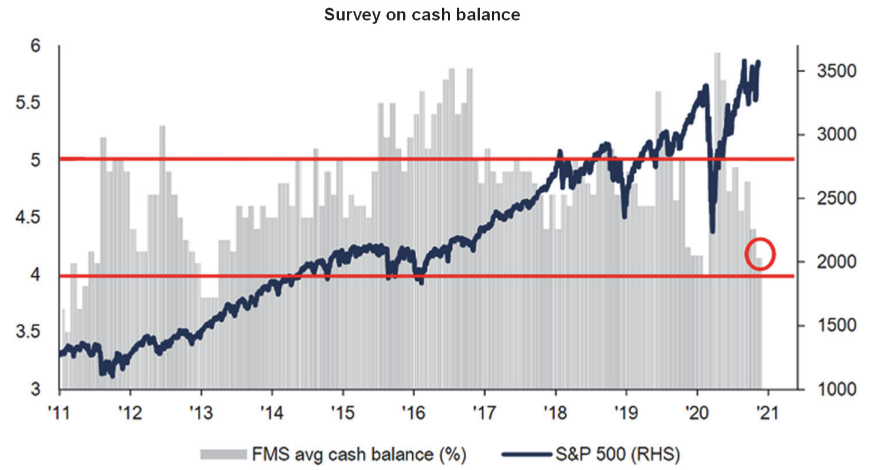
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Position ของนักลงทุน ชี้ว่าในระยะสั้นตลาดอาจมี Upside จำกัด

ผลสำรวจผู้จัดการกองทุน โดย Bank of America ระบุผู้จัดการกองทุนถือเงินสด (Cash balance) อยู่ที่ 4% ของพอร์ตการลงทุน ซึ่งนับว่าต่ำมากเทียบกับอดีตย้อนหลัง 10 ปี นอกจากนี้ Put/Call ratio หรืออัตราส่วนระหว่างปริมาณการซื้อขายสัญญา Put Options (สัญญาล่วงหน้าที่ให้สิทธิในการขาย) กับ Call Options (สัญญาที่ให้สิทธิในการซื้อ) ยังอยู่ในระดับที่ต่ำสุดในรอบเกือบ 10 ปี ซึ่ง Put/Call ratio ที่ลดลงสะท้อนว่านักลงทุนมีการซื้อ Call Options (คาดว่าตลาดจะเป็นขาขึ้น) มากกว่า Put Options (คาดว่าตลาดจะลง)

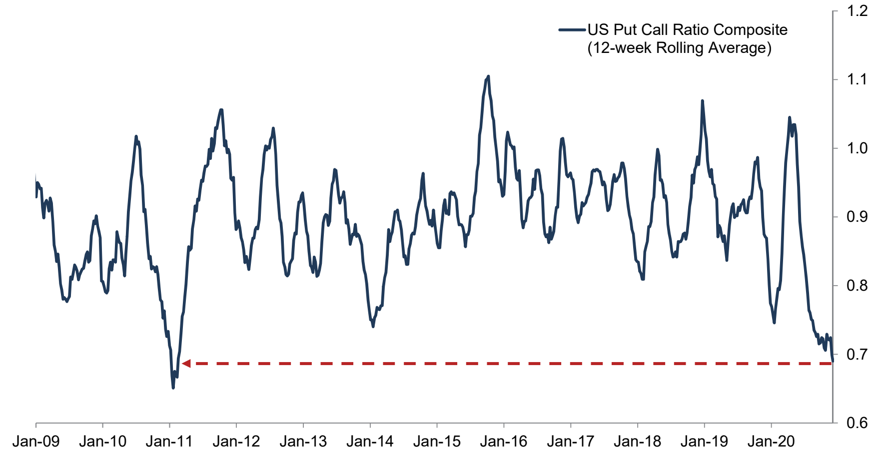
สถานะเงินสดที่ต่ำของผู้จัดการกองทุน และ Put/Call ratio ที่ลดลงสะท้อน Sentiment เชิงบวกในตลาด แต่ในขณะเดียวกัน ก็อาจชี้ว่าตลาดกำลังอยู่ในภาวะการเก็งกำไรในระดับสูง ซึ่งอาจเป็นความเสี่ยงที่จะทำให้เกิดการปรับฐานในระยะสั้นเช่นกัน

แผนภาพที่ 16: ผู้จัดการกองทุนถือเงินสด (Cash balance) อยู่ที่ 4% ของพอร์ตการลงทุน ซึ่งนับว่าต่ำมากเทียบกับอดีต



ที่มา: BofA Global Fund Manager Survey

แผนภาพที่ 17: Put/Call ratio อยู่ในระดับที่ต่ำสุดในรอบเกือบ 10 ปี



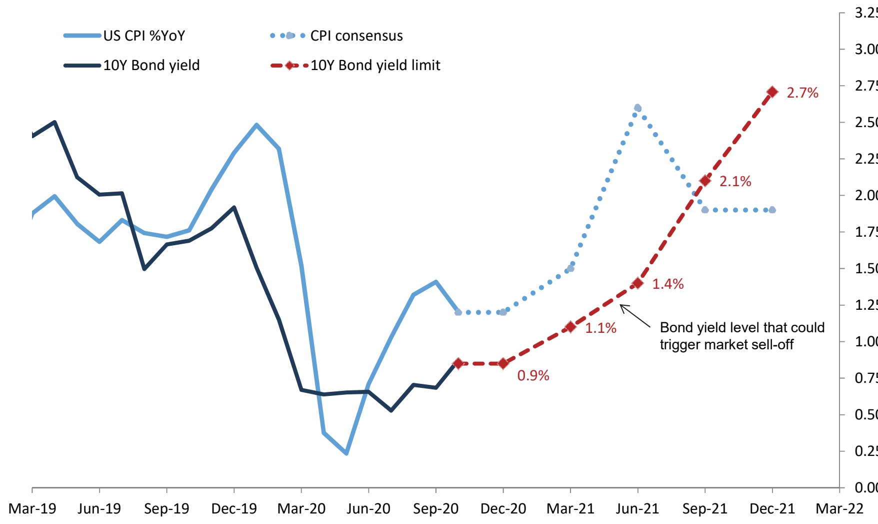
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

จับตา Bond yield ที่หากเพิ่มขึ้นเร็วเกินไปอาจเป็นปัจจัยกดดันตลาด

เรามองว่ามี 3 ปัจจัยเสี่ยงหลักที่อาจจุดชนวนให้ตลาดปรับฐานในปีหน้า ได้แก่ 1) การระบาดของ COVID-19 ที่รุนแรงขึ้นในหลายประเทศ ซึ่งอาจกดดันให้ภาครัฐต้องใช้มาตรการ Lockdown ที่เข้มงวดขึ้น 2) ความเสี่ยงที่วัคซีนอาจไม่มีประสิทธิภาพสูงตามผลการทดลองเบื้องต้น หรืออาจไม่สามารถผลิต/แจกจ่ายได้ตามที่ตลาดคาดการณ์ไว้ และ 3) การปรับตัวขึ้นของ Bond yield ที่อาจส่งผลกดดัน Valuation ของตลาด เนื่องจาก Bond yield เป็นอัตราคิดลด (Discount rate) ที่ใช้ประเมินราคาสินทรัพย์ Bond yield ที่สูงเกินไปจึงส่งผลกดดันต่อระดับ Valuation ของตลาดหุ้น

เราใช้สมการ Regression Model ก่อนหน้านี้ ประเมินระดับ Bond yield 10 ปีของสหรัฐฯ ที่จะส่งผลกดดันต่อตลาดหุ้น พบว่า Bond yield ที่ระดับเกินกว่า 1.1% ในช่วงปัจจุบันจนถึงไตรมาส 1 ปีหน้าและที่ 1.4% ในช่วงไตรมาส 2 ปีหน้า อาจกดดัน Valuation ของตลาดให้ปรับฐานลงได้

แผนภาพที่ 18: Bond yield ที่ระดับเกินกว่า 0.9% ในช่วงปัจจุบันจนถึงไตรมาส 1 ปีหน้าและที่ 1.4% ในช่วงไตรมาส 2 ปีหน้า อาจกดดัน Valuation ของตลาดให้ปรับฐานลงได้



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เงินเฟ้อ...ความเสี่ยงหลักที่ต้องจับตาอย่างใกล้ชิด

แม้เราจะยังมีมุมมองเชิงบวกต่อตลาดหุ้นในช่วงปีข้างหน้า แต่อัตราเงินเฟ้อที่อาจกลับมาเพิ่มขึ้นแรงจากหลายปัจจัย เช่น นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายมากเป็นเวลานาน ประกอบกับนโยบายการคลังที่เน้นการเพิ่มสวัสดิการและการกระจายรายได้ รวมถึงแรงกดดันเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ นับเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่ต้องจับตามองในระยะยาว

การใช้นโยบายการคลังขนาดใหญ่เพื่อบรรเทาผลกระทบของ COVID-19 เช่น การแจกเงินกับผู้ว่างงานเป็นจำนวนมาก ประกอบกับแรงกดดันทางการเมืองที่ประชาชนเรียกร้องสวัสดิการจากภาครัฐเพื่อแก้ปัญหาความเหลื่อมล้ำ อาจทำให้รัฐบาลขาดดุลงบประมาณอย่างต่อเนื่องและเป็นความเสี่ยงต่อเสถียรภาพทางการเงินในระยะยาว ซึ่งเมื่อใช้ร่วมกับนโยบายการเงินผ่อนคลายเป็นอย่างมาก เช่น การลดดอกเบี้ยต่ำ และอัดฉีดสภาพคล่องจากธนาคารกลางเป็นจำนวนมหาศาล อาจเป็นปัจจัยเสี่ยงที่ทำให้เงินเฟ้อกลับมาเพิ่มขึ้นแรงเหมือนเช่นในช่วง Great Inflation ปี 1965-82 (อ่านต่อใน Box: The Great Inflation 1965-1982)

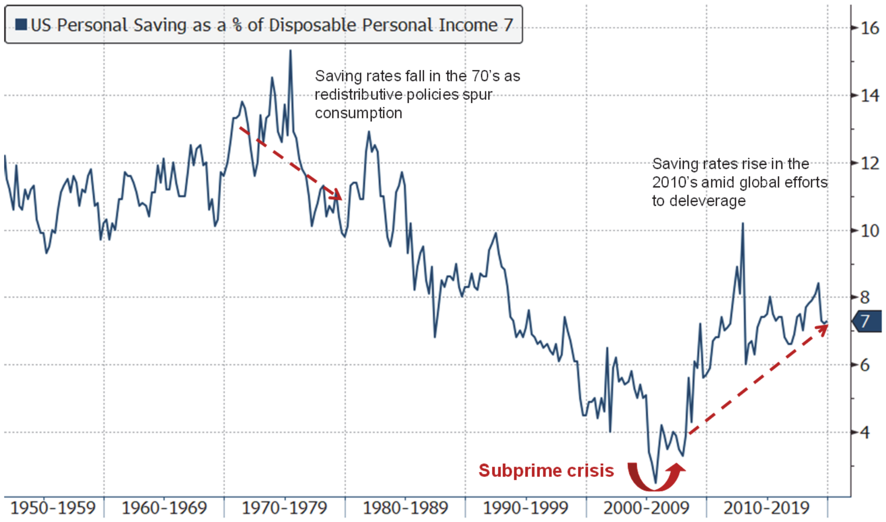
แผนภาพที่ 19: เงินเฟ้อในระยะยาวมีความเสี่ยงที่จะกลับมาเพิ่มขึ้นแรงเหมือนเช่นในช่วง Great Inflation ปี 1970s

Inflation in 1970s vs Now

Similarities	Differences
• Monetary & fiscal policy coordination • Fed allows economy to run hot • Fiscal policies focus on redistribution, social welfare • Large fiscal deficit: Vietnam war & Great Society Act • Dollar weakness after end of Bretton Woods • Releveraging of economy (unlike post-subprime recovery where deleveraging measures weighed on economic growth)	• 1973 OPEC Oil embargo & 1979 Iran revolution exacerbated inflation in 1970's • But shale oil supply & possible Iran deal in late 2021 should limit oil price rise in this cycle • Deglobalization will add cost pressure • Demographics (aging) are disinflationary • Technological progress lowers the rate of wage growth relative to productivity, hence suppressing inflation

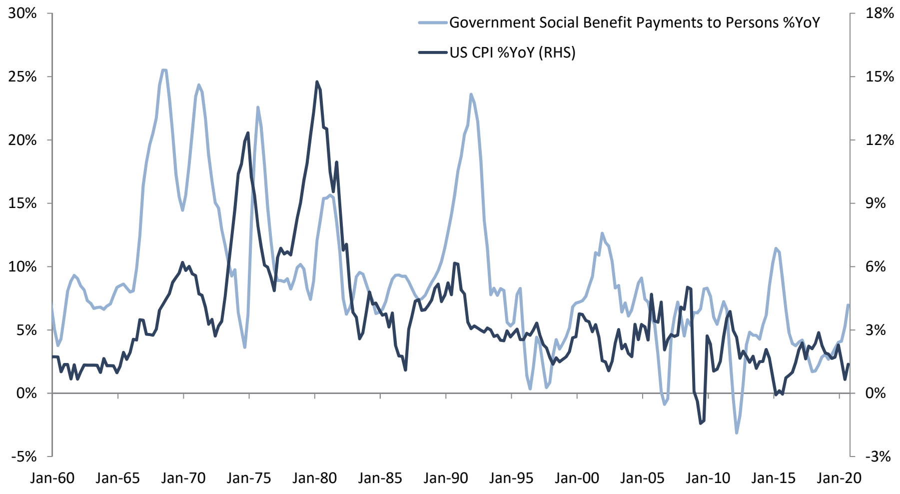
ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 20: อัตราการออมมีแนวโน้มลดลง หลังความเชื่อมั่นในการบริโภคกลับมาหลังการระบาด ประกอบกับการกระตุ้นการใช้จ่ายจากรัฐ (Releveraging)



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 21: การกระตุ้นเศรษฐกิจการคลัง แจกเงินกับผู้ว่างงานเป็นจำนวนมาก เป็นปัจจัยเสี่ยงที่อาจทำให้เงินเฟ้อกลับมาเพิ่มขึ้นแรง



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ทิศทางนโยบายการคลังของหลายประเทศเริ่มหันไปเน้นการกระจายรายได้มากขึ้น เริ่มจากกลุ่ม EU ที่ได้ตกลงจัดตั้งกองทุนฟื้นฟูเศรษฐกิจ (Recovery Fund) ในเดือน ก.ค. ที่ผ่านมา เพื่อบรรเทาผลกระทบจากการระบาด เรียกว่า Next Generation EU มูลค่า 7.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งในจำนวนนี้มีเงินให้เปล่า (Grants) ให้กับประเทศที่เดือดร้อนหนัก เช่น อิตาลี และ สเปน รวมอยู่ด้วย จากเดิมที่กลุ่ม EU ให้เงินในรูปเงินกู้ และผูกมัดให้ใช้มาตรการรัดเข็มขัดมาโดยตลอด โดยเงินทุนของกองทุนมาจากการออกพันธบัตรรัฐบาลร่วมกัน (Joint debt issuance) ของประเทศสมาชิก

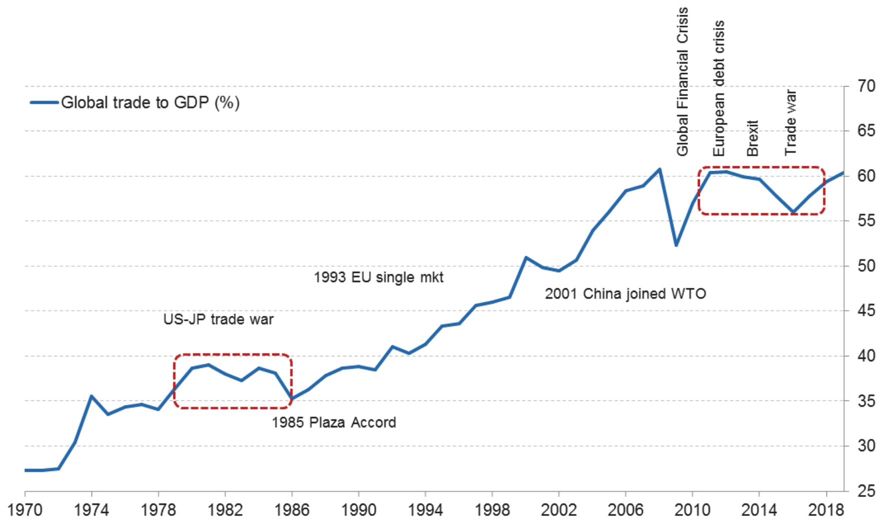
ตามด้วยจีนที่ประกาศใช้ยุทธศาสตร์ Dual Circulation ในเดือน ต.ค. โดยจะพยายามสร้างตลาดภายในประเทศ (Internal Circulation) พร้อมกับรักษาส่วนแบ่งตลาดส่งออก (External Circulation) เพื่อลดการพึ่งพาตลาดต่างประเทศ และหลีกเลี่ยงผลกระทบจาก Trade war โดยจะเริ่มจากการเพิ่มสัดส่วนภาคบริการและการบริโภค รวมถึงเพิ่มสัดส่วนชนชั้นกลาง ผ่านการให้สวัสดิการด้านต่างๆ เช่น การศึกษา, การแพทย์ และที่อยู่อาศัย เพื่อให้ประชาชนมีความคุ้มครองทางสังคม (Social Safety Net) ทดแทนการออมเงิน ที่ประชาชนกันไว้ใช้จ่ายในส่วนนี้ ซึ่งในปัจจุบันคนจีนมีสัดส่วนเงินออมสูงถึง 44% ของมูลค่า GDP สูงเป็นอันดับ 10 ของโลก

ส่วนสหรัฐฯ มีการเปลี่ยนขั้วอำนาจหลังการเลือกตั้งประธานาธิบดีในเดือน พ.ย. นาย Joe Biden จากพรรค Democrat จะขึ้นมาเป็นประธานาธิบดี ซึ่งพรรค Democrat มีจุดยืนที่เชื่อว่ารัฐควรจะแทรกแซงตลาด เพื่อให้เกิดความเท่าเทียมกันของรายได้

(Left Wing) สอดคล้องกับนโยบายที่นาย Biden หาเสียงไว้ว่าจะเพิ่มภาษีเฉพาะผู้มีรายได้สูง ขยายกลุ่มผู้เข้ารับสวัสดิการรักษาพยาบาล และเพิ่มกฎข้อบังคับในการกำกับดูแลบริษัทขนาดใหญ่ นอกจากนี้ นาย Biden ยังได้วางตัวทีมเศรษฐกิจ ซึ่งมีความเห็นสนับสนุนความเท่าเทียมในสังคมด้วย ได้แก่ นาง Janet Yellen อดีตประธาน Fed ซึ่งถูกวางตัวให้มาดำรงตำแหน่งรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง, นาง Neera Tanden ตำแหน่งผู้อำนวยการสำนักงบประมาณและการจัดการ และนาง Cecilia Rouse เป็นหัวหน้าที่ปรึกษาเศรษฐกิจของประธานาธิบดี

นอกจากนั้นกระแส Deglobalization ซึ่งก่อให้เกิดการย้ายฐานการผลิต กลับมาผลิตสินค้าในประเทศ ซึ่งมีต้นทุนในการผลิตสูงขึ้น แทนการนำเข้าจากประเทศที่มีต้นทุนการผลิตต่ำกว่า อาจส่งผลให้อุปทานในอนาคตมีไม่เพียงพอต่อความต้องการ เป็นปัจจัยทำให้เงินเฟ้อกลับมาสูงขึ้นอีกด้วย

แผนภาพที่ 22: กระแส Deglobalization ทำให้เกิดการย้ายฐานการผลิต กลับมาผลิตสินค้าในประเทศ ซึ่งมีต้นทุนในการผลิตสูงกว่า ทำให้ราคาสินค้าอาจถูกปรับเพิ่มขึ้น



ที่มา: World Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ ก็อาจเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่ทำให้เงินเฟ้อกลับมาเพิ่มขึ้นสูงในอนาคต โดยในปีนี้ เราเริ่มเห็นราคาสินค้าเกษตรหลายรายการเพิ่มขึ้นแรง จากผลกระทบในช่วงการระบาดต่อสายการผลิต (Supply Chain) ไม่สามารถส่งสินค้าได้ นอกจากนั้นราคาหมูที่เพิ่มขึ้นสูงในจีนจากภาวะขาดแคลนอุปทานหลังการระบาดของไข้หวัดหมู ในปี 2019 ก็เป็นอีกหนึ่งปัจจัยหนุนเงินเฟ้อให้กลับมา

ในระยะข้างหน้า เรามองว่าราคาสินค้าเกษตรยังมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นต่อ จากปรากฏการณ์ลานีญา (La Nina) ซึ่งจะทำให้เกิดภัยแล้งในแถบอเมริกาใต้ ผลผลิตตกต่ำ ราคาสินค้าเกษตรมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นต่อ นอกจากนี้ การทยอยกลับมาคลายมาตรการ Lockdown ก็ทำให้อุปสงค์ของโลหะที่ใช้ในงานอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้น ราคาโลหะปรับขึ้นแรง เช่น สังกะสีและทองแดงปรับขึ้นถึง 39% และ 34% ตามลำดับในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา

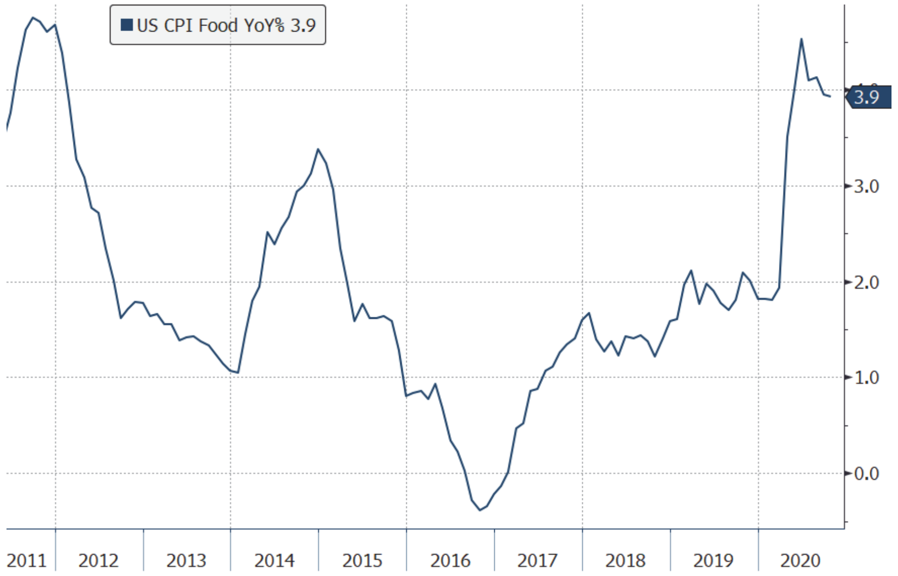
โดยหากเงินเฟ้อกลับมาเพิ่มขึ้นเกินกว่าระดับที่ Fed จะรับได้ (ตลาดประเมินว่า Fed จะกลับมาขึ้นดอกเบี้ยหากเงินเฟ้อพุ่งสูงเกินกว่า 2.5% อย่างต่อเนื่อง) Fed ก็อาจต้องปรับนโยบายการเงินให้เข้มงวดขึ้นเร็วกว่าคาด ซึ่งอาจส่งผลให้ตลาดหุ้นที่เทรดที่ Valuation ที่แพงเป็นประวัติการณ์เกิดการปรับฐานอย่างรุนแรง

แผนภาพที่ 23: ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ เช่น โลหะที่ใช้ในงานอุตสาหกรรม เพิ่มขึ้นแรง ท่ามกลางการคลายมาตรการ Lockdown ที่ทำให้อุปสงค์มากขึ้น

Commodity Prices	%1M	%6M	%1Y
Base Metals			
Copper	11%	34%	27%
Zinc	6%	39%	24%
Nickel	7%	29%	23%
Aluminum	6%	26%	15%
Tin	4%	13%	12%
Lead	13%	19%	10%
Precious Metals			
Gold	-4%	8%	28%
Silver	-4%	39%	48%
Platinum	14%	26%	14%
Palladium	-7%	21%	23%
Agriculture			
Palm oil	7%	52%	30%
Soybean	5%	33%	28%
Corn	3%	27%	15%
Sugar	-1%	2%	13%
Cotton	3%	18%	8%
Wheat	-6%	14%	7%

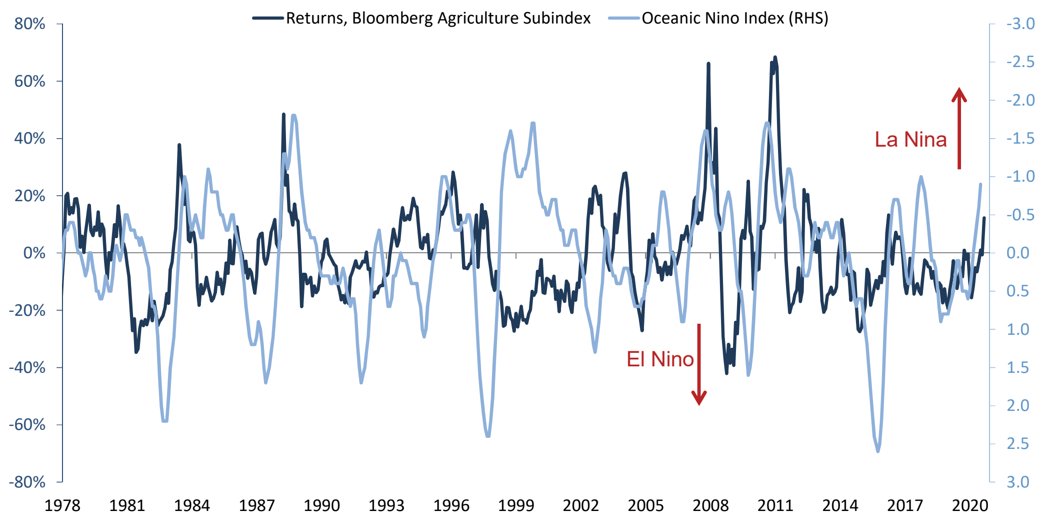
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 24: ราคาอาหาร (US CPI Food) เร่งตัวขึ้น ท่ามกลางผลกระทบจากการระบาด ปิดโรงงานและกักตุนสินค้า ทำให้สินค้าขาดแคลน ราคาถูกปรับขึ้น



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 25: ปรากฏการณ์ลานีญาที่มีแนวโน้มรุนแรงขึ้นในปีหน้า อาจทำให้ราคาสินค้าเกษตรสูงขึ้น



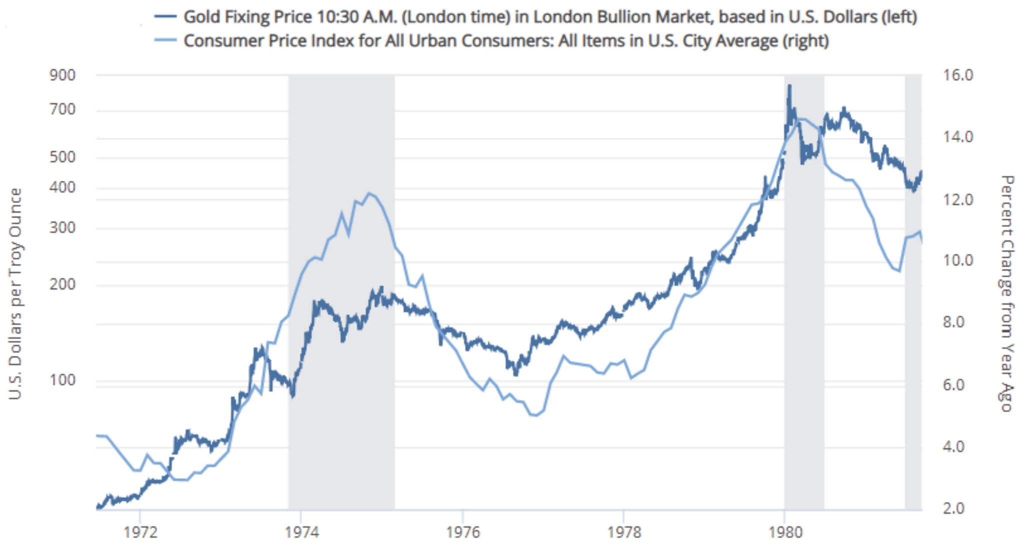
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แนะนำถือหุ้นควบคู่กับทองคำในพอร์ตการลงทุน

แม้ในระยะสั้นเรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อตลาดหุ้น แต่เราแนะนำให้นักลงทุนถือทองคำร่วมกับหุ้น เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากเงินเฟ้อในระยะยาว เนื่องจากทองคำเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนชดเชยเงินเฟ้อได้ดี โดยในช่วงทศวรรษที่ 1970 ที่สหรัฐฯ ประสบปัญหาเงินเฟ้อสูงอย่างต่อเนื่อง ราคาทองคำปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 20 เท่าในช่วงทศวรรษนั้น

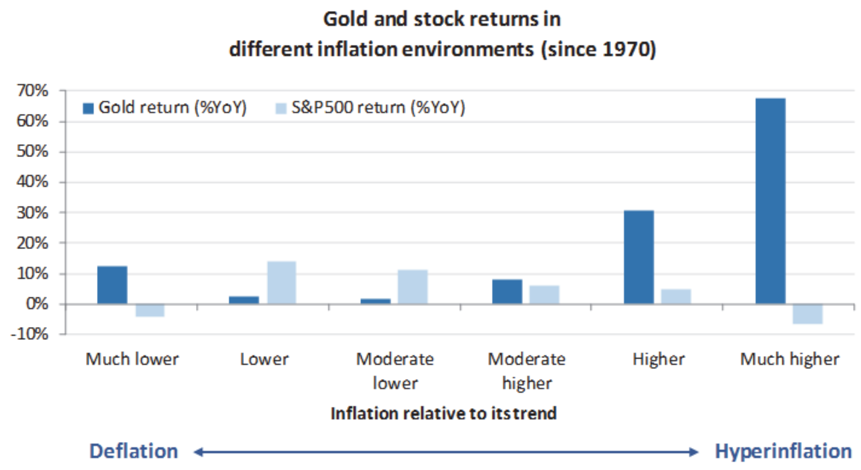
จากการศึกษาข้อมูลเงินเฟ้อตั้งแต่ปี 1970 พบว่าทองคำเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนที่สูงมากในภาวะเงินเฟ้อ โดยผลตอบแทนจากการลงทุนในทองคำจะเพิ่มขึ้นเป็นทวีคูณตามภาวะเงินเฟ้อที่รุนแรงขึ้น ขณะที่หุ้นให้ผลตอบแทนลดลงสวนทางกับเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น โดยจะให้ผลตอบแทนดีเฉพาะแค่ในช่วงที่มีเงินเฟ้อต่ำ และจะลดลงจนติดลบในภาวะที่เงินเฟ้อสูงกว่าแนวโน้มระยะยาวเป็นอย่างมาก หรือเรียกอีกอย่างว่าภาวะเงินเฟ้อรุนแรง (Hyperinflation) การกระจายการลงทุนไปยังทองคำจึงช่วยชดเชยผลตอบแทนรวมของพอร์ตการลงทุนที่ลดลงจากหุ้นได้

แผนภาพที่ 26: ราคาทองคำปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 20 เท่าในช่วงทศวรรษที่ 1970 ที่สหรัฐฯ ประสบปัญหาเงินเฟ้อสูงอย่างต่อเนื่อง



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

แผนภาพที่ 27: ผลตอบแทนจากการลงทุนในทองคำจะเพิ่มขึ้นเป็นทวีคูณตามภาวะเงินเฟ้อที่รุนแรงขึ้น ตรงข้ามกับหุ้น



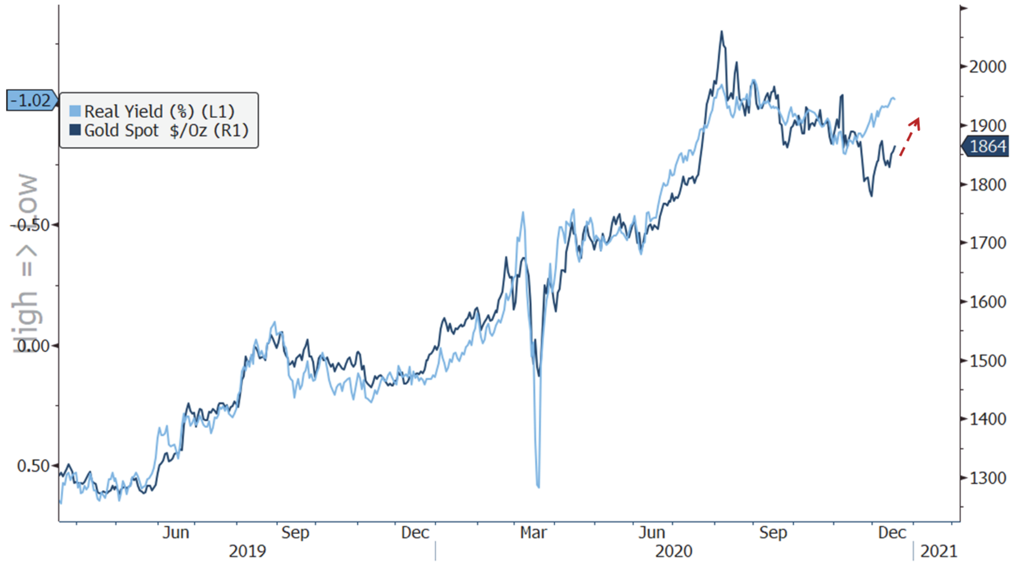
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ เมื่อเทียบกับผลตอบแทนจากพันธบัตร ทองคำยังเป็นสินทรัพย์ที่น่าลงทุนอยู่ โดยอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real interest rate) หรืออัตราดอกเบี้ยพันธบัตรลบด้วยคาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคตยังติดลบอยู่ที่ -0.97% ซึ่ง Real yield ที่ติดลบหมายถึง ดอกเบี้ยที่นักลงทุนได้รับจากการลงทุนในพันธบัตรหรือเงินฝากลดต่ำลงจนไม่เพียงพอที่จะชดเชยอัตราเงินเฟ้อในอนาคต ทำให้การลงทุนในสินทรัพย์อื่น เช่น ทองคำ น่าสนใจกว่า

ในระยะข้างหน้า เรามองว่า Real yield น่าจะยังติดลบอยู่ และอาจลดลงด้วย ตามการฟื้นตัวเศรษฐกิจที่จะผลักดันให้คาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคตเพิ่มขึ้น ขณะเดียวกันการผ่อนคลายนโยบายการเงินก็จะกดอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรให้ไม่เพิ่มขึ้นแรง ทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงลดลง ราคาทองคำยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

เรามองว่าช่วงนี้อาจเป็นจังหวะซื้อทองคำที่ดี จากการเคลื่อนไหวของ Real yield และราคาทองคำในเดือนที่ผ่านมา โดย Real yield ได้เคลื่อนไหวสวนทางกับราคาทองคำมาโดยตลอด ปีที่ผ่านมามี Correlation สูงถึง -0.97 แต่ในเดือนที่ผ่านมาราคาทองคำกลับปรับตัวลดลง มาอยู่ที่ระดับ 1,860 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ขณะที่ Real yield ยังคงปรับตัวลดลงต่อเนื่อง การเคลื่อนไหวดังกล่าวชี้ว่าราคาทองคำมีความเป็นไปได้ที่จะปรับเพิ่มขึ้นมาใกล้เคียงกับ Real yield ทำให้ช่วงนี้อาจเป็นจังหวะทยอยซื้อทองคำที่ดี

แผนภาพที่ 28: อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่ติดลบ น่าจะหนุนให้ราคาทองคำเพิ่มขึ้นได้



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Box: The Great Inflation 1965-1982

สหรัฐฯ ในช่วงยุค 1970s เป็นช่วงที่เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นอย่างรวดเร็วจาก 1% ในช่วงปี 1960 มาอยู่ที่ 15% ในปี 1980 โดยสาเหตุมาจากหลายปัจจัย ได้แก่

1) การใช้จ่ายของภาครัฐ สหรัฐฯ กำลังอยู่ในระหว่างสงครามเวียดนาม ที่เริ่มตั้งแต่ปี 1955 ทำให้รัฐใช้จ่ายไปกับการทำสงครามประกอบกับในช่วงนั้นรัฐมีการส่งเสริมสวัสดิการสังคม ทำให้งบประมาณขาดดุลมหาศาล โดยเฉพาะหลังประธานาธิบดี Lyndon Johnson ออกนโยบาย Great Society ในปี 1964 เพื่อลดความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจและสังคม เช่น จัดตั้งประกันสุขภาพ Medicare และ Medicaid ช่วยเหลือผู้สูงอายุ และคนยากจน รวมถึงให้เงินสนับสนุนด้านการศึกษา ผลักดันให้เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น

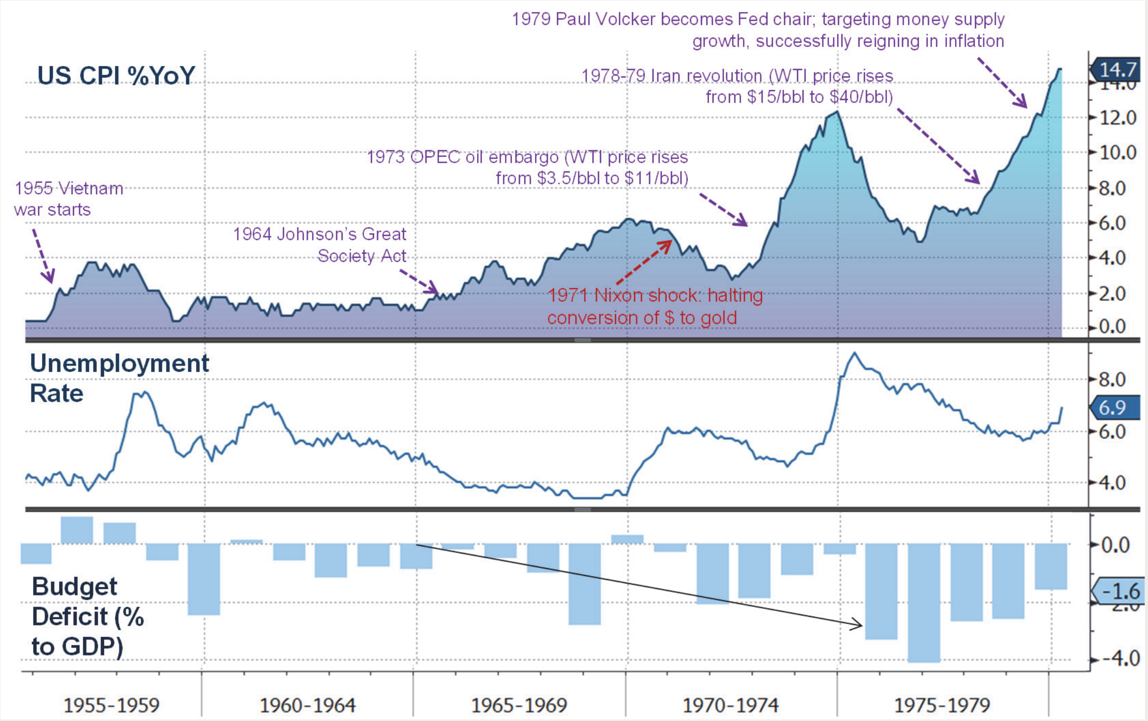
2) การผ่อนคลายนโยบายการเงิน โดยในช่วงเดียวกับที่รัฐเร่งใช้จ่าย Fed ก็ผ่อนคลายนโบายการเงินควบคู่ด้วย โดยการกดดอกเบี้ยลง เพื่อลดภาระหนี้ของรัฐบาล และกระตุ้นการจ้างงาน ทำให้หลังจบสมัยประธานาธิบดี Johnson เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นจาก 1% มาอยู่ที่ 6% ในปี 1969

3) นโยบายบางอย่างที่ออกมาเพื่อควบคุมเงินเฟ้อ ก็เป็นปัจจัยให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นเช่นกัน โดยในปี 1971 ประธานาธิบดี Richard Nixon ที่เข้ารับตำแหน่งต่อ ได้ออกคำสั่งห้ามไม่ให้ขึ้นราคาสินค้า/ค่าจ้าง และห้ามไม่ให้แลกเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นทองคำชั่วคราว (Nixon shock) ซึ่งนโยบายดังกล่าวสามารถกดเงินเฟ้อให้ลดลงได้ แต่เป็นเพียงช่วงเวลาสั้นๆ ซึ่งในเวลาต่อมากลับเป็นปัจจัยเร่งให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้น เนื่องจากการยกเลิกการแลกเงินดอลลาร์เป็นทองคำได้นำไปสู่การยกเลิกข้อตกลง Bretton Woods ซึ่งผูกเงินดอลลาร์กับทองคำ ทำให้ความต้องการเงินสกุลดอลลาร์ลดลงมาก ดอลลาร์อ่อนค่าลง ราคาสินค้านำเข้าจึงแพงขึ้น เงินเฟ้อกลับมาเพิ่มขึ้น

4) วิกฤตการณ์น้ำมัน โดยในปี 1973 กลุ่ม OPEC ประกาศยุติการส่งออกน้ำมันให้สหรัฐฯ ทำให้น้ำมันในประเทศขาดแคลน ราคาน้ำมัน WTI ปรับเพิ่มขึ้นจาก 3 ดออลาร์ต่อบาร์เรล เป็น 11 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล และต่อมาในปี 1979 มีการปฏิวัติในประเทศอิหร่าน ทำให้การผลิตน้ำมันดิบของอิหร่านหยุดชะงักลง ปริมาณน้ำมันในตลาดโลกหายไป 4% ทำให้ราคาน้ำมันเพิ่มขึ้นจาก 15 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล เป็น 40 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล

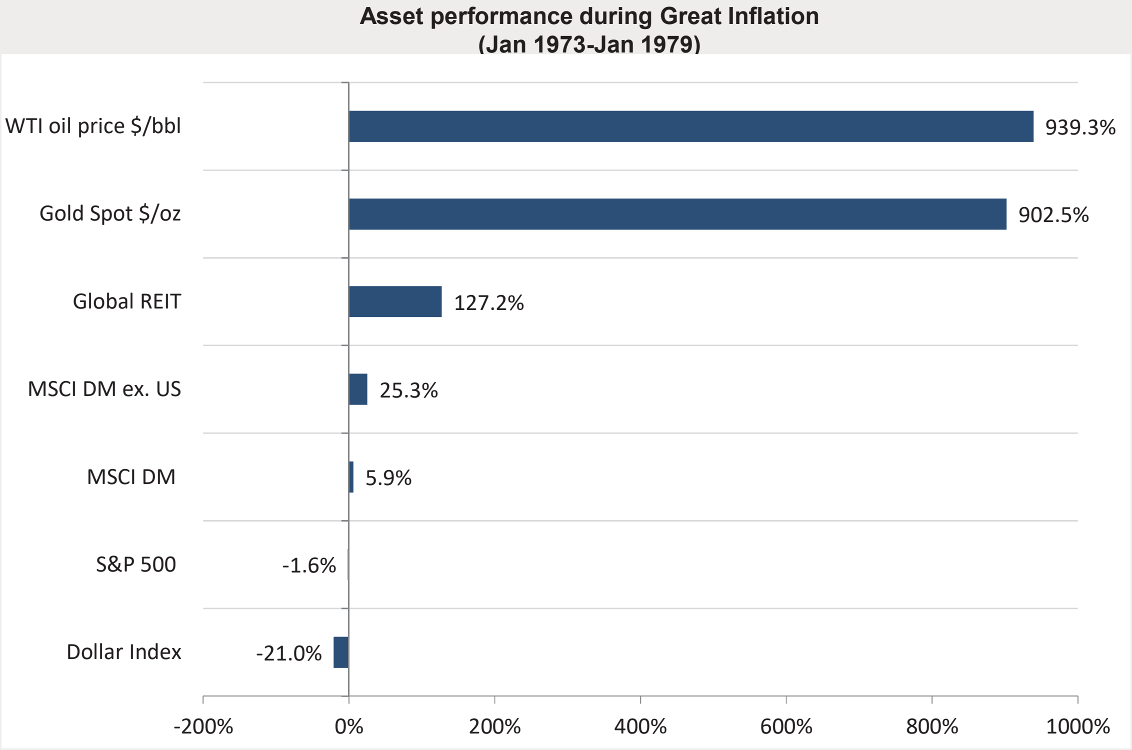
เงินเฟ้อได้เพิ่มขึ้นต่อเนื่องจนมาทำจุดสูงสุดที่ 15% ในปี 1980 ก่อนจะกลับมาลดลงได้ หลังนาย Paul Volker ขึ้นเป็นประธาน Fed และประกาศสู้กับเงินเฟ้ออย่างจริงจัง โดยการเปลี่ยนเป้าหมายนโยบายการเงินจาก “อัตราดอกเบี้ย (Interest rate target)” เป็น “การเติบโตของปริมาณเงิน (Money supply target)” เพื่อปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยเคลื่อนไหวผันผวนมากขึ้นและลดคาดการณ์เงินเฟ้อลง ทำให้อัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นแรงและทำให้เงินเฟ้อลดลงได้

แผนภาพที่ 29: เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นอย่างรวดเร็วในระหว่างปี 1960-1980 จาก 1% เป็น 15%



ที่มา: Blomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 30: ราคาน้ำมันและทองคำเพิ่มขึ้นแรงในยุค 1970s



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดตราสารหนี้

เรามองอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยในปี 2021 จะเคลื่อนไหวในกรอบแคบ โดย Bond yield ระยะสั้นน่าจะยังทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ ตามนโยบายการเงินที่จะยังคงผ่อนคลาย ขณะที่ Bond yield ระยะยาวอาจปรับตัวเพิ่มขึ้นตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่จะฟื้นตัวขึ้น แต่อาจขึ้นได้ไม่มากนักจากการเข้าซื้อของนักลงทุนต่างชาติ

Bond yield ระยะสั้นในปี 2021 น่าจะยังทรงตัวอยู่ในระดับต่ำจากการผ่อนคลายนโยบายการเงิน

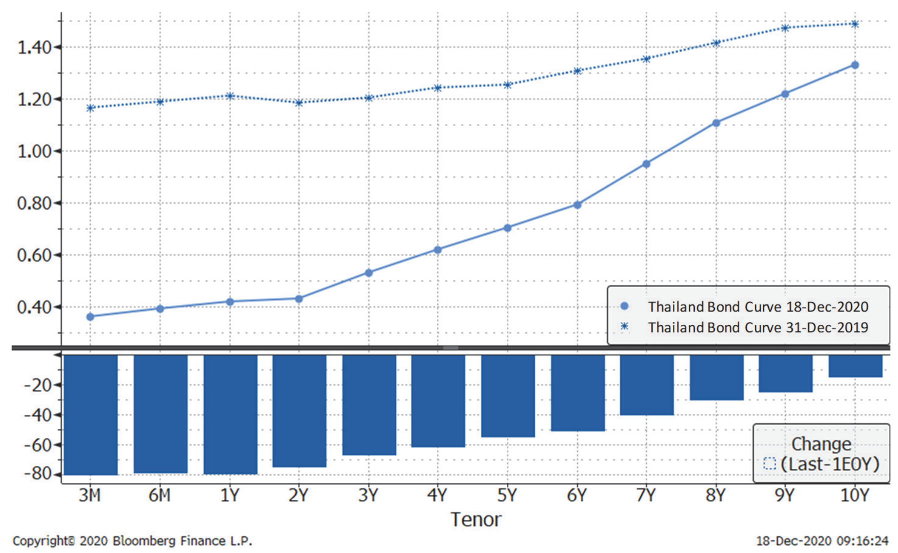
ในปีที่ผ่านมา การระบาดของ COVID-19 ทำให้เศรษฐกิจหดตัว ขณะเดียวกันธนาคารแห่งประเทศไทย (BoT) ก็ลดดอกเบี้ยลงถึง 75bps มาอยู่ที่ 0.5% ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดในประวัติศาสตร์ เพื่อบรรเทาผลกระทบ ทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรลดลงทุกช่วงอายุ โดยเฉพาะ Bond yield ระยะสั้นที่ลดลงมากกว่าระยะยาว เป็นแบบ Bull Steepening

ในปี 2021 เรามองว่า Bond yield ระยะสั้น จะยังทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ ตามนโยบายการเงินที่จะยังคงผ่อนคลาย ขณะที่ ความเสี่ยงจากเงินเฟ้อที่อาจเร่งตัวขึ้นไม่น่าจะมีผลให้ BoT เปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินได้ เนื่องจาก เงินเฟ้อที่จะเร่งขึ้นน่าจะทำจุดสูงสุดในไตรมาส 2 ที่ 2.2% YoY ซึ่งยังอยู่ภายในกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อของ BoT ที่ 1-3% ทำให้ Bond yield ระยะสั้น น่าจะยังทรงตัวอยู่ในระดับต่ำใกล้เคียงปัจจุบัน

...ส่วนระยะยาวจะเพิ่มขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก แต่อาจขึ้นได้จำกัดจากการเข้าซื้อของนักลงทุนต่างชาติ

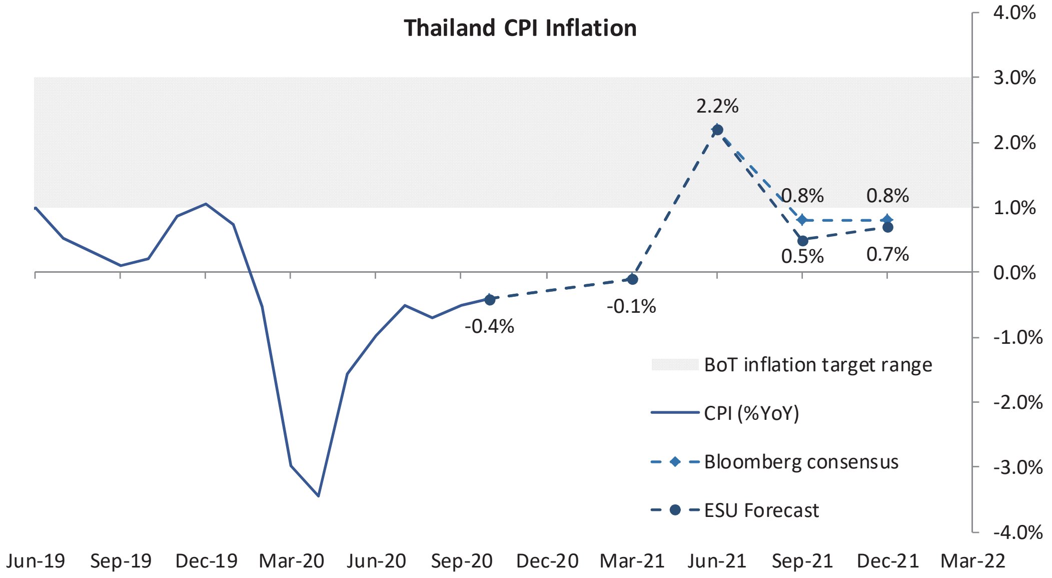
ส่วน Bond yield ระยะยาวอาจปรับตัวเพิ่มขึ้นตามแนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่จะฟื้นตัวขึ้น ท่ามกลางการแจกจ่ายวัคซีน ซึ่งกระทรวงสาธารณสุขแถลงว่าจะพร้อมใช้ในกลางปี 2021 อย่างไรก็ดี ส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยและสหรัฐฯ (Yield spread) ที่ยังมีความน่าสนใจ จะทำให้นักลงทุนต่างชาติเข้าซื้อพันธบัตรไทยต่อเนื่อง ซึ่งจะจำกัดไม่ให้ Bond yield เพิ่มขึ้นมากนัก ทำให้ Bond yield อายุ 10 ปีของไทยน่าจะเคลื่อนไหวอยู่ที่ประมาณ 1.2-1.6% ในปี 2021

แผนภาพที่ 31: ในปีที่ผ่านมา ผลกระทบจากการระบาดของ COVID-19 ทำให้ Bond yield ระยะสั้นลดลงมากกว่าระยะยาว



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 32: เงินเฟ้อที่จะเร่งขึ้นในไตรมาส 2 น่าจะยังอยู่ภายในกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อของ BoT ที่ 1-3%



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

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เรายังคงแนะนำให้นักลงทุนถือทองคำ และอาจทยอยซื้อเพิ่มในช่วงนี้ เนื่องจากทองคำเป็นสินทรัพย์ที่ใช้ป้องกันความเสี่ยงจากเงินเฟ้อได้ดี สำหรับราคาน้ำมัน เรามองราคาน้ำมันดิบ (WTI) มี Upside จำกัดไม่เกิน 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในปี 2021 จากปริมาณการผลิตที่คาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยเฉพาะจากสหรัฐฯ และลิเบีย ประกอบกับมีความเป็นได้ที่สหรัฐฯ จะยกเลิกมาตรการคว่ำบาตรอิหร่าน หลังนาย Joe Biden เข้ารับตำแหน่ง ทำให้อิหร่านกลับมาส่งออกน้ำมันได้

ทองคำ

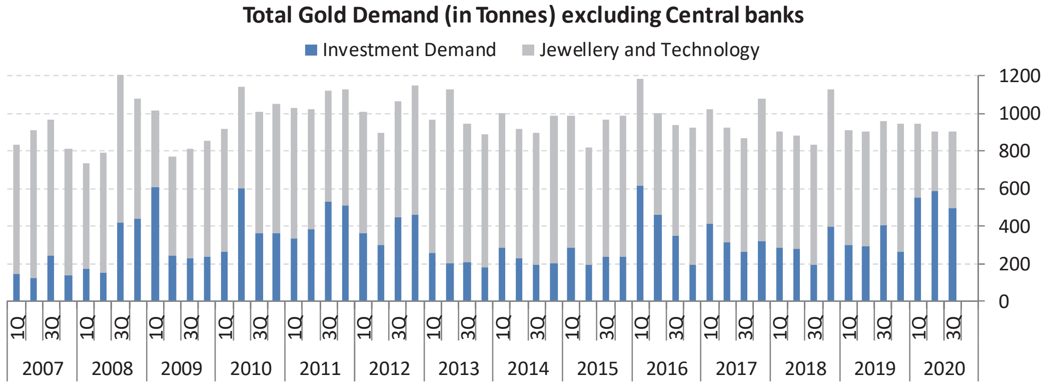
เรายังคงแนะนำให้นักลงทุนถือทองคำ และอาจทยอยซื้อเพิ่มในช่วงนี้ เนื่องจากทองคำเป็นสินทรัพย์ที่ใช้ป้องกันความเสี่ยงจากเงินเฟ้อได้ดี ซึ่งจะช่วยชดเชยผลตอบแทนรวมของพอร์ตการลงทุนที่ลดลงจากหุ้นได้ (อ่านเพิ่มเติมในส่วนของ ตลาดหุ้น)

อุปสงค์ของทองคำ ด้านอุตสาหกรรมในไตรมาส 3 ฟื้นตัวขึ้นเป็นครั้งแรกตั้งแต่ไตรมาส 2/2019

อุปสงค์ทองคำทั้งหมด (ไม่นับรวมอุปสงค์ของธนาคารกลาง) ในไตรมาส 3 อยู่ที่ 904 ตัน ใกล้เคียงกับไตรมาสก่อนที่ 905 ตัน โดยมาจากการเพิ่มขึ้นของอุปสงค์ในอุตสาหกรรมเครื่องประดับ (Jewellery) และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ (Technology) ที่ฟื้นตัวขึ้นเป็น -26%YoY ชดเชยการลดลงของอุปสงค์ในการลงทุน (Investment demand) ที่ชะลอตัวลงเป็น +22%YoY

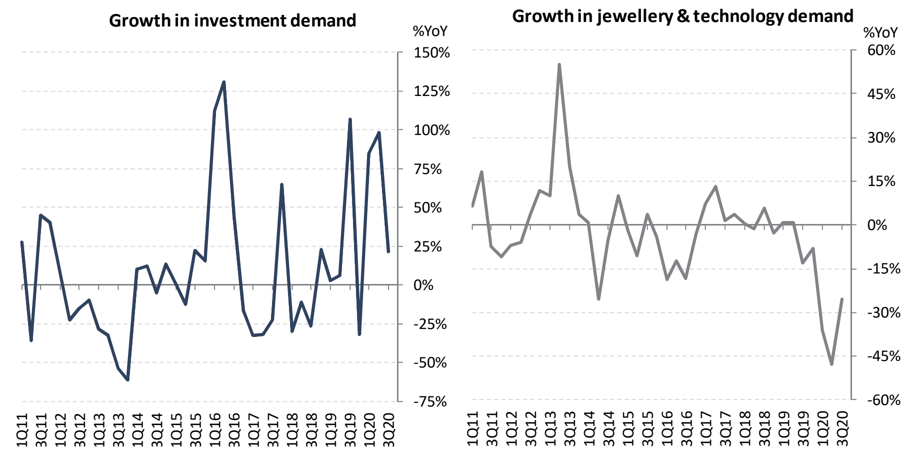
ในปี 2021 เรามองว่าราคาทองคำน่าจะยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น หนุนโดยอุปสงค์ทองคำที่จะกลับมาขยายตัว ทั้งจากการอุปสงค์ในอุตสาหกรรมและการลงทุน เนื่องจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจะทำให้ความต้องการทองคำในอุตสาหกรรมฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง ขณะที่ความเสี่ยงจากภาวะเงินเฟ้อ และนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายจะยังทำให้ความต้องการในการลงทุนทองคำมีอย่างต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 33: อุปสงค์ทองคำทั้งหมด (ไม่นับรวมอุปสงค์ของธนาคารกลาง) ไตรมาส 3 ทรงตัวที่ระดับ 900 ตัน จากเพิ่มขึ้นของอุปสงค์ในอุตสาหกรรม ชดเชยการลดลงของอุปสงค์ในการลงทุน



ที่มา: World Gold Council, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 34: อุปสงค์ทองคำน่าจะกลับมาขยายตัวในปีหน้า จากการเพิ่มขึ้นของอุปสงค์ทั้งในอุตสาหกรรมและการลงทุน



ที่มา : World Gold Council, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

น้ำมัน:

เรามองราคาน้ำมันดิบ WTI มี Upside จำกัดไม่เกิน 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในปี 2021 ตลาดยังคงมีปัจจัยกดดันจากปริมาณการผลิตของโลกที่คาดว่าจะกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องอีกครั้ง โดยเฉพาะอย่างยิ่ง การผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ ที่คาดว่าจะฟื้นตัวในอัตราเร่งตามจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่ปัญหาความขัดแย้งภายในกลุ่ม OPEC+ และการฟื้นตัวของการผลิตในลิเบียจะกลับมาเป็นปัจจัยกดดันราคาน้ำมันในระยะข้างหน้าต่อจากนี้

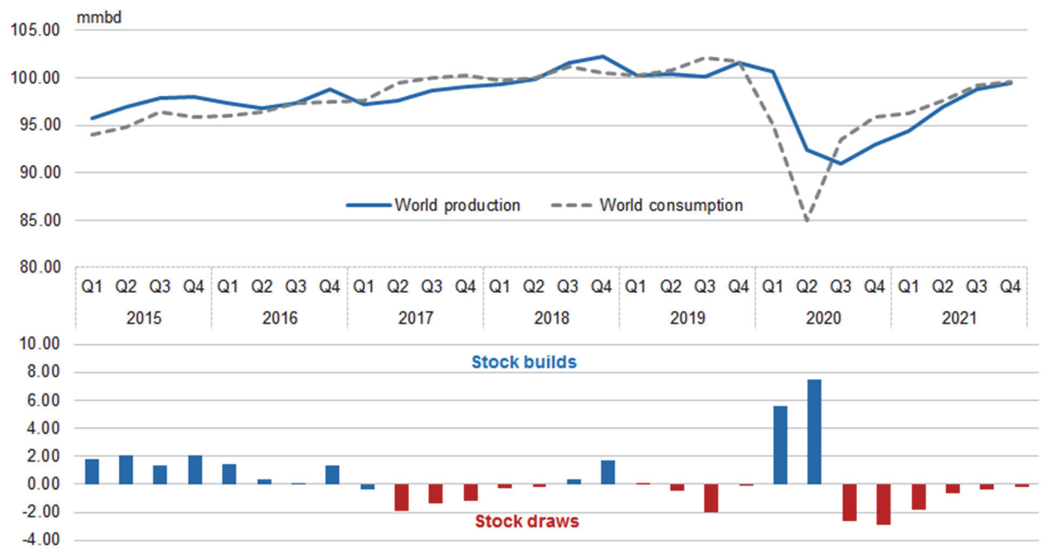
ราคาน้ำมันดิบอาจทรงตัวอยู่ได้ในระดับสูง จากการที่ตลาดอาจเริ่มกลับสู่สภาวะสมดุลในปี 2021

โดย EIA ออกรายงานเดือน ธ.ค. คาดการณ์ความต้องการใช้น้ำมันจะเริ่มฟื้นตัวในปี 2021 หลังจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 เริ่มคลี่คลายลง กอปรกับการแจกจ่ายวัคซีนอย่างทั่วถึงแก่ประชากรส่วนมากในช่วงครึ่งหลังของปี ซึ่งจะสะท้อนมายังอัตราการเติบโตของความต้องการใช้น้ำมันที่เพิ่มขึ้นในอัตราเร่งมากขึ้น

อย่างไรก็ตาม การปรับตัวเพิ่มขึ้นของความต้องการใช้น้ำมันตามมาด้วยปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของโลกที่คาดว่าจะฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง ซึ่งโดยหลักมาจากการปรับเพิ่มประมาณการการผลิตน้ำมันดิบของกลุ่ม OPEC+ เป็นหลัก หลังกลุ่ม OPEC+ มีมติปรับเพิ่มโควต้าการผลิตอีก 5 แสนบาร์เรลต่อวันในเดือน ม.ค. 2021 ในขณะที่การปรับเพิ่มประมาณได้สะท้อนถึงการผลิตของลิเบียที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องด้วยเช่นกัน

ส่งผลให้ EIA มองว่าภาพรวมของตลาดน้ำมันดิบในปี 2021 นี้จะกลับเข้าสู่สภาวะสมดุลอีกครั้ง (Balanced) โดยประเมินว่าตลาดจะอยู่สภาวะ Undersupplied ที่ราว -1.8 ล้านบาร์เรลต่อวันในช่วงไตรมาสแรกของปี และจะค่อยๆ สมดุลมากขึ้นในช่วงที่เหลือของปี

แผนภาพที่ 35: EIA มองว่าภาพรวมของตลาดน้ำมันดิบในปี 2021 นี้จะกลับเข้าสู่สภาวะสมดุล (Balanced) อีกครั้ง



ที่มา: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

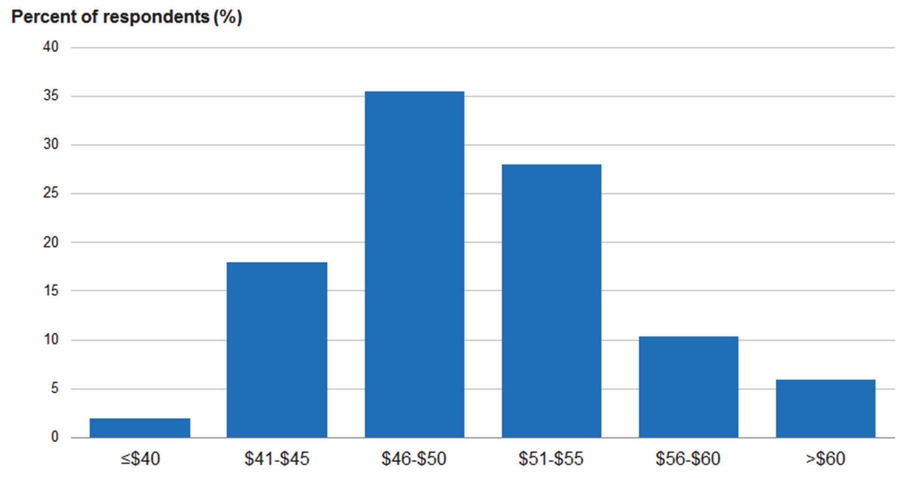
อย่างไรก็ตาม เรามองว่าราคาน้ำมันดิบจะยังคงมี Upside ที่จำกัด หลังตลาดยังคงต้องเผชิญกับปัจจัยเสี่ยงจากการฟื้นตัวปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของโลก โดยหลักมาจาก...

1) การฟื้นตัวของราคาน้ำมันดิบ WTI สู่ระดับ 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล อาจเร่งให้การผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ กลับมาฟื้นตัวเร็วขึ้น

ในช่วงกว่า 6 สัปดาห์ที่ผ่านมา ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นแล้วกว่า 1 ล้านบาร์เรลต่อวันจากจุดต่ำสุดที่ 9.9 ล้านบาร์เรลต่อวัน หลังผู้ผลิต Shale oil ในแถบอ่าวเม็กซิโก (Gulf of Mexico) ได้กลับมาเปิดดำเนินการหลุมน้ำมันเป็นปกติอีกครั้ง หลังผลกระทบจากพายุเฮอร์ริเคน Delta และ Zeta ได้ผ่านพ้นไป

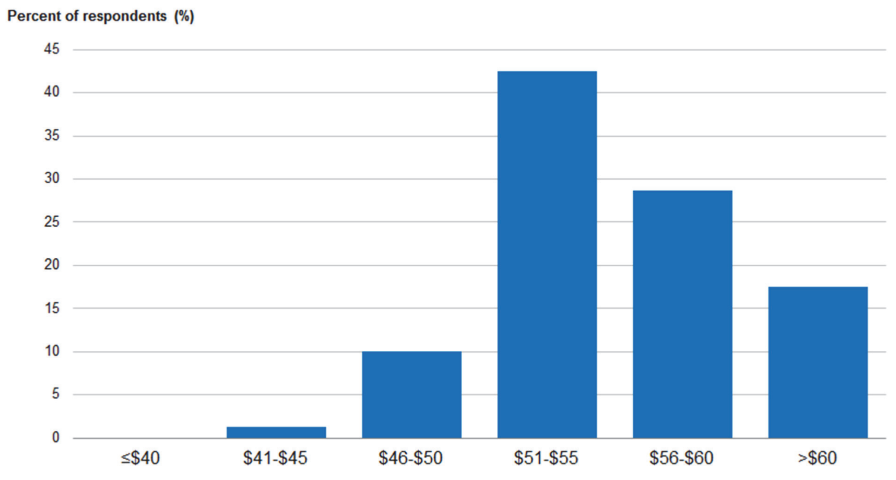
ในขณะเดียวกันจากผลการสำรวจความคิดเห็นของผู้บริหารบริษัทน้ำมันในสหรัฐฯ ชี้ว่าผู้ผลิตน้ำมันส่วนใหญ่คาดว่าจะเริ่มกลับมาขุดหลุมน้ำมัน (Drilled but uncompleted well : DUCs) มากขึ้นเมื่อราคาน้ำมันอยู่ที่ระดับ 46-50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล และจะกลับมาลงทุนในแท่นขุดเจาะน้ำมัน (Rig Count) อย่างมีนัยสำคัญเมื่อราคาน้ำมันดิบ WTI แตะระดับ 50-55 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล โดยในช่วงที่ผ่านมาจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องแล้วกว่า 12 สัปดาห์ แตะระดับสูงสุดในรอบกว่า 7 เดือน ซึ่งจะส่งผลให้ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นและกดดันราคาน้ำมันดิบในที่สุด

แผนภาพที่ 36: การสำรวจความคิดเห็นของผู้บริหารบริษัทผู้ผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ ชี้ว่า ผู้ผลิตน้ำมันส่วนใหญ่คาดว่าจะเริ่มกลับมาขุดหลุมน้ำมัน (Drilled but uncompleted well: DUCs) มากขึ้นเมื่อราคาน้ำมันอยู่ที่ระดับ 46-50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล



ที่มา: Fed Dollas Energy, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 37: ในขณะที่ผู้ผลิต Shale oil ส่วนใหญ่คาดว่าจะเริ่มกลับมาลงทุนในแท่นขุดเจาะใหม่เมื่อราคาน้ำมันแตะระดับ 51-55 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล



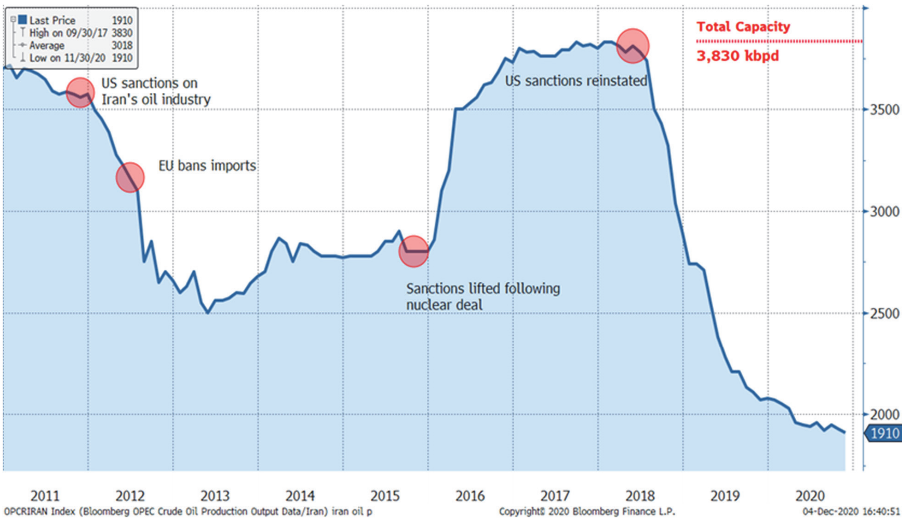
ที่มา: Fed Dollas Energy, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

2) การกลับเข้าร่วมข้อตกลงโครงการนิวเคลียร์ระหว่างสหรัฐฯ และอิหร่านอาจทำให้ตลาดน้ำมันตกอยู่ในความเสี่ยงอีกครั้ง

ในช่วงที่ผ่านมา Bijan Namdar Zanganeh รัฐมนตรีกระทรวงพลังงานอิหร่านประกาศว่าจะปรับเพิ่มการผลิตน้ำมันดิบของอิหร่านขึ้นสู่ระดับ 4.5 ล้านบาร์เรลต่อวันใน เดือน มี.ค. นี้ ซึ่งคิดเป็นการปรับเพิ่มขึ้นถึง 2.6 ล้านบาร์เรล จากระดับปัจจุบัน บนความคาดหวังการผ่อนคลายมาตรการคว่ำบาตรจากสหรัฐฯ นำโดยว่าที่ ประธานาธิบดี Joe Biden

ซึ่งหากอ้างอิงจากคาดการณ์ของ EIA ที่คาดว่าตลาดน้ำมันในช่วงไตรมาสแรกของปี 2021 จะอยู่ในระดับ Undersupplied ราว -1.8 ล้านบาร์เรลต่อวันแล้ว การปรับเพิ่มการผลิตน้ำมันดิบของอิหร่านจะทำให้ตลาดน้ำมันดิบกลับมา Oversupplied เกือบ 1 ล้านบาร์เรลต่อวันทันที ซึ่งจะเป็นปัจจัยกดดันราคาน้ำมันดิบในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 38: อิหร่านเคยมีการผลิตน้ำมันดิบสูงสุดเกือบ 4 ล้านบาร์เรลต่อวัน อย่างไรก็ตาม หลังจากสหรัฐฯ ถอนตัวออกจากโครงการนิวเคลียร์อิหร่าน การผลิตน้ำมันดิบของอิหร่านไหลลง สู่ระดับต่ำสุดที่ 1.9 ล้านบาร์เรลต่อวัน



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

3) OPEC+ ปรับเพิ่มการผลิตท่ามกลางความต้องการใช้น้ำมันที่ยังอ่อนแอ ส่อปัญหาในกลุ่มยังยืดเยื้อ

ผลการประชุม OPEC และกลุ่มพันธมิตรนำโดยรัสเซีย (OPEC+) ที่ยืดเยื้อจากแผนเดิมกว่า 3 วันได้ โดยล่าสุดมีมติปรับเพิ่มการผลิต 5 แสนบาร์เรลต่อวัน โดยจะมีผลบังคับใช้เป็นเวลา 1 เดือน เริ่มตั้งแต่ต้นเดือน ม.ค นี้ และจะคอยทบทวนการตัดสินใจเดือนต่อเดือนเพื่อดูพัฒนาการของกลุ่มต่อไป

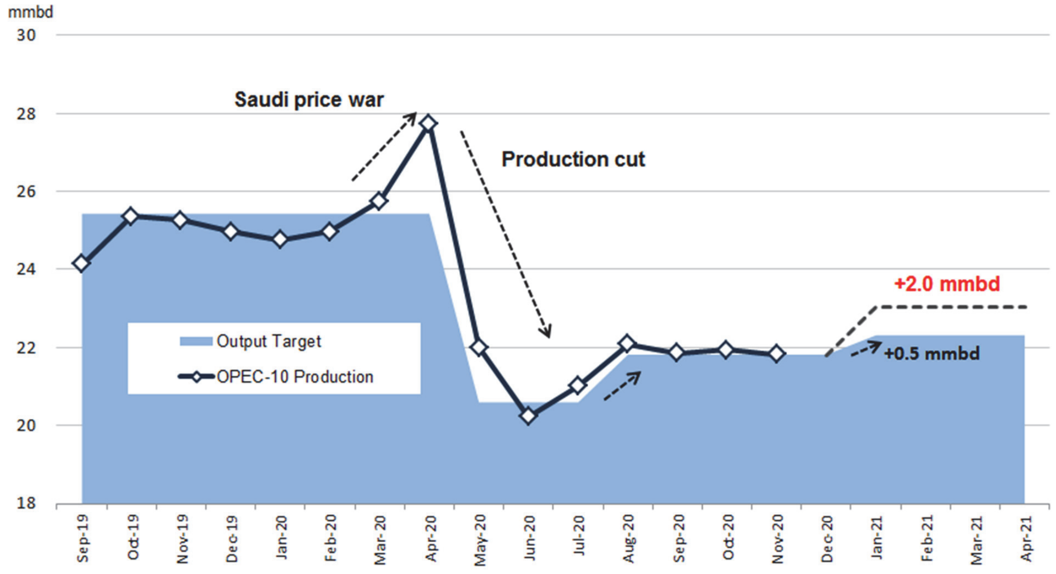
ในขณะที่ประเทศสมาชิกที่ยังผลิตเกินโควต้าในช่วงที่ผ่านมายังคงต้องลดปริมาณการผลิตชดเชยต่อไป โดยจากการรายงานตัวเลขปริมาณการผลิตของกลุ่ม OPEC-10 (ไม่รวมอิหร่าน ลิเบีย และ เวเนซุเอล่า) ในเดือน พ.ย. ชี้ว่ายังคงมีมากถึง 5 ใน 10 ประเทศสมาชิกที่ยังคงผลิตเกินกว่าโควต้าที่กลุ่มกำหนดรวมกว่า 1.68 แสนบาร์เรลต่อวัน นำโดยอิรัก (เกินโควต้า 5.6 หมื่นบาร์เรลต่อวัน) และ ไนจีเรีย (เกินโควต้า 4.5 หมื่นบาร์เรลต่อวัน) ซึ่งเป็นสองประเทศที่ยังคงผลิตเกินกว่าโควต้ามาโดยตลอด ซึ่งปัญหาดังกล่าวส่อถึงความขัดแย้งกันเองภายในกลุ่มที่ยังคงเรื้อรังและไม่สามารถแก้ไขได้

แผนภาพที่ 39: อิรัก (เกินโควต้า 5.6 หมื่นบาร์เรลต่อวัน) และ ไนจีเรีย (เกินโควต้า 4.5 หมื่นบาร์เรลต่อวัน) ซึ่งเป็นสองประเทศที่ยังคงผลิตเกินกว่าโควต้ามาโดยตลอด

Country	Oct-20	Nov-20	Nov vs. Oct	Aug-Dec Quota	Nov vs. Quota
Algeria	870	860	-10	864	-4
Angola	1,230	1,180	-50	1,249	-69
Congo	260	290	30	266	24
Eq. Guinea	110	110	0	104	6
Gabon	200	190	-10	153	37
Iraq	**3,870**	**3,860**	**-10**	**3,804**	**56**
Kuwait	2,300	2,240	-60	2,296	-56
Nigeria	**1,610**	**1,540**	**-70**	**1,495**	**45**
Saudi Arabia	8,990	8,990	0	8,994	-4
UAE	2,490	2,560	70	2,590	-30
Total OPEC-10	**21,930**	**21,820**	**-110**	**21,815**	**5**
Iran	1,930	1,910	-20	n/a	n/a
Libya	450	1050	600	n/a	n/a
Venazuela	340	400	60	n/a	n/a
Total OPEC-13	**24,740**	**25,180**	**530**	**n/a**	**n/a**

ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 40: ผลการประชุม OPEC และกลุ่มพันธมิตรนำโดยรัสเซีย (OPEC+) มีมติปรับเพิ่มการผลิต 5 แสนบาร์เรลต่อวัน โดยจะมีผลบังคับใช้เป็นเวลา 1 เดือน เริ่มตั้งแต่ต้นเดือน ม.ค นี้



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

GLOBAL
ECONOMIC INSIGHTS

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ คาดจะขยายตัว 3.1% ในปี 2021F ตามประมาณการของ IMF ฟื้นตัวขึ้นจากที่คาดจะหดตัว -4.3% ในปี 2020F จากแรงหนุนของวัคซีน COVID-19 การอนุมัติมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐเพิ่มเติม และนโยบายการเงินที่จะยังผ่อนคลายอย่างมาก อย่างไรก็ดี แรงส่งต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจะช้าหรือเร็ว ขึ้นอยู่กับความสามารถในการผลักดันนโยบายของรัฐบาลชุดใหม่ภายใต้การนำของนาย Joe Biden

- เศรษฐกิจยูโรโซนคาดจะขยายตัว 5.2% ในปี 2021F ตามประมาณการของ IMF ฟื้นตัวขึ้นจากที่คาดจะหดตัว -8.3% ในปี 2020F จากแรงหนุนของอุปสงค์ทั้งในและนอกประเทศที่ฟื้นตัวขึ้นหลังการแจกจ่ายวัคซีน การเบิกจ่ายกองทุน EU Recovery Fund วงเงิน 7.5 แสนล้านยูโร และนโยบายการเงินที่จะยังผ่อนคลายอย่างมาก อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจยูโรโซนยังเผชิญความเสี่ยงในระยะสั้นจากสถานการณ์ COVID-19 ที่รุนแรงและนำไปสู่การ Lockdown ครั้งที่สอง รวมทั้งผลกระทบด้านลบจาก Brexit

- เศรษฐกิจจีนคาดจะขยายตัว 8.2% ในปี 2021F ตามประมาณการของ IMF เร่งตัวขึ้นจากที่คาดจะขยายตัว 1.9% ในปี 2020F โดยปี 2021 นับเป็นการเริ่มแผนกระตุ้นเศรษฐกิจระยะ 5 ปี ฉบับใหม่ ซึ่งจะเน้นการเติบโตของเศรษฐกิจอย่างมีคุณภาพ ผ่านยุทธศาสตร์วงจรคู่ขนานหรือ Dual Circulation ที่จะผลักดันอุปสงค์ในประเทศให้เติบโตขึ้น ส่วนนโยบายการเงิน ต้องจับตาในช่วงครึ่งปีหลัง หากมีการเร่งตัวของเงินเฟ้อและเศรษฐกิจฟื้นตัวได้แข็งแรงในวงกว้าง อาจทำให้ PBoC ลดการผ่อนปรนนโยบายการเงินลงบ้าง

- เศรษฐกิจญี่ปุ่นคาดจะขยายตัว 2.3% ในปี 2021F ตามประมาณการของ IMF ฟื้นตัวขึ้นจากที่คาดจะหดตัว -5.3% ในปี 2020F โดยเศรษฐกิจจะได้รับปัจจัยหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐก้อนที่ 3 วงเงิน 73.6 ล้านล้านเยนหรือราว 13.2% ของ GDP ที่คาดว่าจะได้รับการอนุมัติในเดือน ม.ค. รวมทั้งการเป็นเจ้าภาพ Olympics ทั้งนี้ ต้องติดตามการเลือกตั้งประธานพรรค LDP และการเลือกตั้งสภาผู้แทนฯ ที่จะมีขึ้นในเดือน ก.ย.-ต.ค. โดยเราคาดว่านาย Yoshihide Suga จะได้รับเลือกเป็นผู้นำพรรค LDP ต่อไป

- เศรษฐกิจไทยคาดว่าจะขยายตัว 3.4% YoY ในปี 2021F โดยการใช้จ่ายภาครัฐถูกคาดหวังให้เป็นตัวขับเคลื่อนหลักจากการเร่งเบิกจ่ายงบประมาณของโครงการที่อยู่ภายใต้ พ.ร.ก. ให้อำนาจกระทรวงการคลังกู้เงินฯ 1 ล้านล้านบาท ด้านการบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในระยะสั้นจากมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายที่ภาครัฐออกมาต่อเนื่องไปยังต้นปี 2021 อย่างไรก็ดี ตลาดแรงงานที่เปราะบางจะยังคงกดดันกำลังซื้อในภาพรวม ขณะที่ภาคการท่องเที่ยวยังน่าห่วงจากการเปิดประเทศที่เป็นไปอย่างช้าๆ

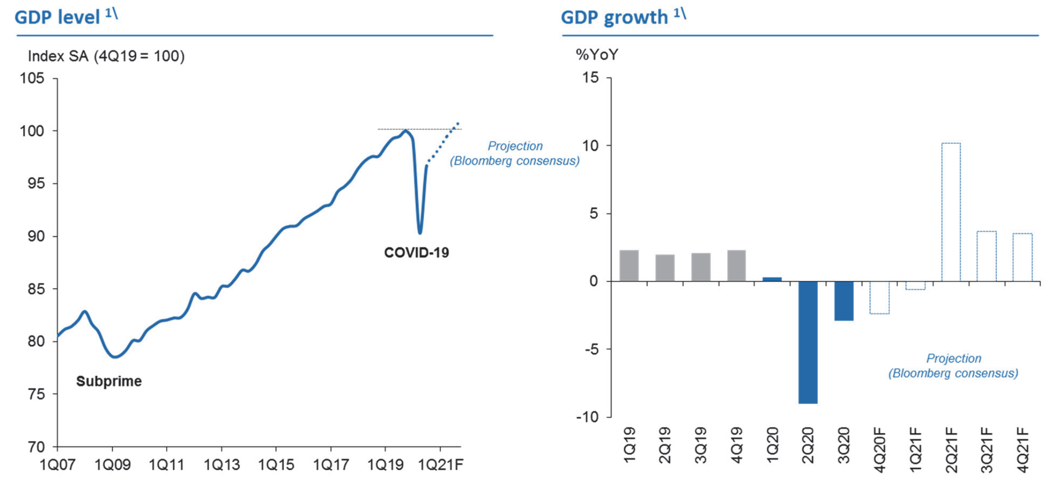
เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ คาดจะขยายตัว 3.1% ในปี 2021F ตามประมาณการของ IMF ฟื้นตัวขึ้นจากที่คาดจะหดตัว -4.3% ในปี 2020F จากแรงหนุนของวัคซีน COVID-19 การอนุมัติมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐเพิ่มเติม และนโยบายการเงินที่จะยังผ่อนคลายอย่างมาก (Fed คาดคงดอกเบี้ยที่ 0-0.25% ตลอดทั้งปี และเข้าซื้อสินทรัพย์ต่อเนื่อง) อย่างไรก็ดี แรงส่งต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจะช้าหรือเร็ว ขึ้นอยู่กับความสามารถในการผลักดันนโยบายของรัฐบาลชุดใหม่ภายใต้การนำของนาย Joe Biden ซึ่งยังต้องติดตามผลการเลือกตั้งซ่อมของวุฒิสมาชิกในรัฐ Georgia วันที่ 5 ม.ค ที่จะชี้ขาดว่านาย Biden สามารถครองเสียงข้างมากได้ทั้งสภาบนและสภาล่างหรือไม่ ซึ่งหากเกิดขึ้น จะเอื้อต่อการผลักดันนโยบายให้เป็นรูปธรรมได้อย่างเต็มที่

คาดเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็วกลับเข้าสู่ระดับก่อน COVID-19 ได้ในปลายปี 2021

เศรษฐกิจสหรัฐฯ คาดจะขยายตัว 3.1% ในปี 2021F ตามประมาณการของ IMF ฟื้นตัวขึ้นจากที่คาดจะหดตัว -4.3% ในปี 2020F โดยมีแรงหนุนสำคัญคือ 1) วัคซีน COVID-19 ที่คาดจะใช้อย่างแพร่หลายภายในช่วงกลางปี 2) การอนุมัติมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐเพิ่มเติม และ 3) นโยบายการเงินที่จะยังผ่อนคลายอย่างมาก โดยธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) คาดจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 0-0.25% ตลอดจนถึงปี 2023 เป็นอย่างน้อย และจะยังคงทำการเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE) อย่างต่อเนื่อง

แผนภาพ 41: เศรษฐกิจสหรัฐฯ คาดจะฟื้นตัวกลับเข้าสู่ระดับก่อน COVID-19 ในปลายปี 2021

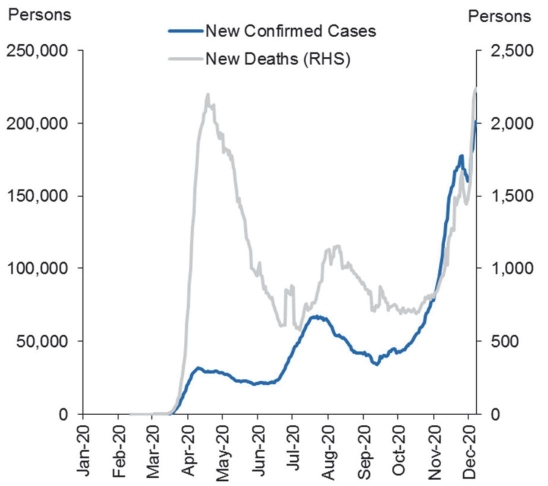


Note: 1\ Projections are based on Bloomberg Consensus as of Dec 2020.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

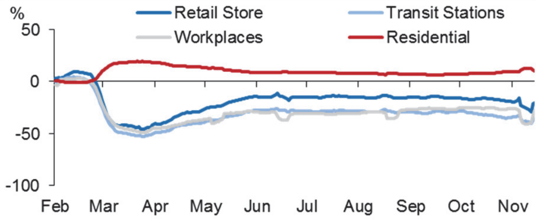
อย่างไรก็ดี ในระยะใกล้เศรษฐกิจยังรายล้อมไปด้วยปัจจัยเสี่ยงอาทิ 1) สถานการณ์ COVID-19 ที่ยังรุนแรงอย่างมากและนำมาสู่การกลับมาใช้มาตรการ Lockdowns ในหลายรัฐ เช่น New York และ California 2) ประชาชนส่วนใหญ่อาจยังขาดความเชื่อมั่นในเรื่องความปลอดภัยจากผลข้างเคียงของวัคซีนในการป้องกัน COVID-19 และ 3) การอนุมัติมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพื่อบรรเทาผลกระทบที่ล่าช้า ซึ่งจะกระทบกำลังซื้อของผู้บริโภคและการจ้างงานของภาคธุรกิจ

แผนภาพ 42: สหรัฐฯ เผชิญการระบาด COVID-19 ระลอกที่ 3 ซึ่งนำไปสู่การกลับมา Lockdown ในหลายรัฐ

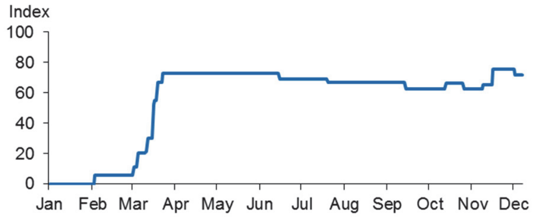
Daily new confirmed cases and deaths (as of 7 Dec) 1



Google mobility index (as of 4 Dec) 1\, 2



Oxford Stringency index (as of 7 Dec) 3



Note: 1\ 7-day MA. 2\ The baseline day is the median value from the 5-week period Jan 3 – Feb 6, 2020. 3\ It records the strictness of 'lockdown style' policies that primarily restrict people's behavior such as school closures and restrictions in movement.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

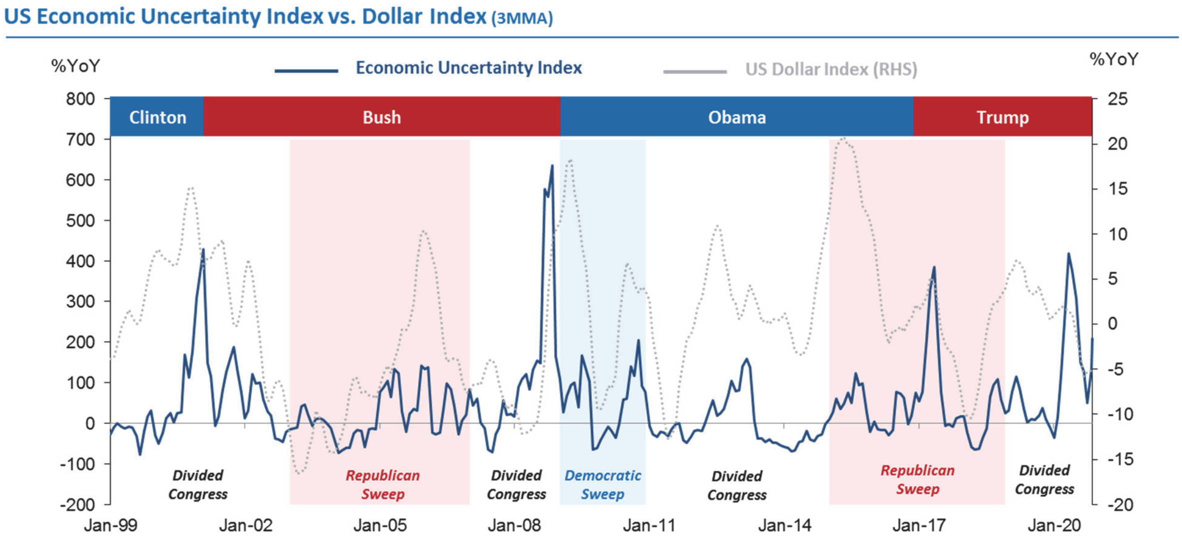
การเมืองนับเป็นตัวแปรสำคัญต่อแรงหนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

นาย Joe Biden จากพรรค Democrat ชนะการเลือกตั้งประธานาธิบดีในวันที่ 3 พ.ย. และขึ้นเป็นว่าที่ ประธานาธิบดีคนที่ 46 ของสหรัฐฯ อย่างไรก็ดี แม้ผลการเลือกตั้งประธานาธิบดีจะแน่ชัดแล้ว ซึ่งจะเข้ารับตำแหน่งในวันที่ 20 ม.ค. 2021 แต่ในด้านของสภายังมีความไม่ชัดเจนและมีโอกาสสูงที่จะออกมาเป็น Divided Government กล่าวคือ พรรค Democrat ครองเสียงข้างมากในชั้นสภาผู้แทนฯ (House) ในขณะที่พรรค Republican ครองเสียงข้างมากในวุฒิสภา (Senate)

โดยผลการเลือกตั้งในชั้นสภาผู้แทนฯ ค่อนข้างเป็นที่แน่นอนว่าพรรค Democrat จะสามารถครองเสียงข้างมากเอาไว้ได้ แต่ผลการเลือกตั้งในชั้นวุฒิสภายังมีความไม่แน่นอน เนื่องจากการเลือกตั้งวุฒิสมาชิก 2 ที่นั่งในรัฐ Georgia ไม่มีผู้ใดได้รับคะแนนเสียงเกิน 50% ตามกฎหมาย ส่งผลให้ต้องมีการเลือกตั้งรอบสอง (Run-off) ในวันที่ 5 ม.ค. 2021 ซึ่งล่าสุดพรรค Republican มีที่นั่งในวุฒิสภานำพรรค Democrat อยู่ 50 ต่อ 48 ที่นั่ง ทำให้หากพรรค Republican ชนะอีกเพียงที่นั่งเดียว ก็จะสามารถครองเสียงข้างมากในวุฒิสภาได้แล้ว

ข้อมูลในอดีตชี้ว่าในช่วงการบริหารประเทศที่ประธานาธิบดีไม่สามารถครองเสียงข้างมากได้ทั้งสองสภา (เป็น Divided Government) ความไม่แน่นอนของนโยบายเศรษฐกิจจะปรับตัวสูงขึ้น และค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มักแข็งค่าในช่วงเวลาดังกล่าว เนื่องจากสภาจะไม่มีเสถียรภาพและการผลักดันนโยบายเศรษฐกิจต่างๆ ทำได้ไม่ราบรื่นและมีความไม่แน่นอนสูง ดังจะเห็นได้จากการพิจารณามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมในสภาที่มาจนถึงขณะนี้ (กลางเดือน ธ.ค.) ได้กินระยะเวลานานกว่า 6 เดือนแล้ว แต่สภาก็ยังไม่สามารถอนุมัติ ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

แผนภาพ 43: ช่วงการบริหารประเทศที่ประธานาธิบดีไม่สามารถครองเสียงข้างมากได้ทั้งสองสภา (เป็น Divided Government: พื้นที่สีขาวในกราฟ) ความไม่แน่นอนของนโยบายเศรษฐกิจ (เส้นสีเข้ม) จะปรับตัวสูงขึ้น และค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ (เส้นประ) มักแข็งค่าในช่วงดังกล่าว ซึ่งสะท้อนความกังวลของตลาด



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

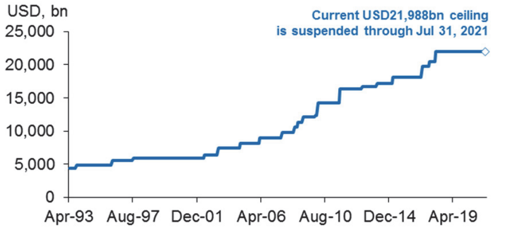
หากผลการเลือกตั้งในวันที่ 5 ม.ค. ออกมาเป็นว่าสภาจะอยู่ในรูปของ Divided Government เรามองว่าจะส่งผลกระทบต่อประเด็นสำคัญดังนี้

1. การออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพื่อลดทอนผลกระทบจาก COVID-19 เช่น การให้สวัสดิการว่างงานพิเศษเพิ่มเติม และการออกโครงการ Paycheck Protection Program (PPP) ที่ช่วยพยุงการจ้างงานในธุรกิจขนาดเล็ก
2. การผลักดันนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจขนาดใหญ่วงเงินกว่า 7 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่นาย Biden เสนอ จะทำได้ลำบาก ซึ่งจะส่งผลให้การฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ไม่รวดเร็วอย่างที่คาดหวังกันไว้ อย่างไรก็ดี ในทางกลับกัน การผลักดันแผนการขึ้นภาษีบุคคลธรรมดาและนิติบุคคลก็จะทำได้ยากเช่นเดียวกัน
3. การขยายเพดานหนี้สาธารณะ (Debt Ceiling) ที่สภามีกำหนดภายในวันที่ 31 ก.ค. 2021 โดยหากสภาไม่สามารถอนุมัติขยายเพดานหนี้ได้ทัน รัฐบาลก็มีความเสี่ยงที่จะผิดนัดชำระหนี้ (Default) ซึ่งจะสร้างความกังวลให้กับตลาด รวมทั้งมีความเสี่ยงที่อาจถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ของประเทศลง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนการกู้ยืมเงินของรัฐบาลให้เร่งตัวสูงขึ้น และเป็นปัญหาในภายหลังได้จากการก่อหนี้ที่สูงเพิ่มขึ้นมากของรัฐบาลในการรับมือกับวิกฤต COVID-19

ทั้งนี้ ในปี 2013 เคยเกิดความกังวลอย่างมากว่าสภาอาจไม่สามารถอนุมัติขยายเพดานหนี้ได้ทันกำหนด สะท้อนผ่านตลาดพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น ที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 1 เดือน ปรับตัวสูงขึ้นเกินพันธบัตรอายุ 3 เดือน หรือเกิด Inverted Yield Curve ในช่วงใกล้เส้นตายของการขยายเพดานหนี้ และสินทรัพย์ป้องกันความเสี่ยงการผิดนัดชำระหนี้หรือ CDS Spread ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นแรง (แผนภาพ 44 ด้านล่าง)

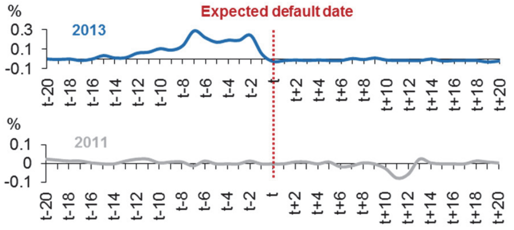
แผนภาพ 44: สภาสหรัฐฯ มีกำหนดขยายเพดานหนี้ภายในวันที่ 31 ก.ค. 2021 ซึ่งหากไม่ทันกำหนด จะสร้างความกังวลให้แก่ตลาดต่อความเสี่ยงที่รัฐบาลจะผิดนัดชำระหนี้

Debt ceiling



- The debt limit places a statutory constraint on the amount of money that Treasury may borrow to fund federal operations.
- The **limit is currently suspended at USD21,988bn** and is scheduled for ***reinstatement by 31 July 2021*** at a level precisely accommodating federal borrowing at that point.
- Failing to increase the debt limit would have catastrophic economic consequences as it would cause the government to default on its legal obligations.
- Congress has always acted when called upon to raise the debt limit. Since 1960, Congress has acted 78 separate times to permanently raise, temporarily extend, or revise the definition of the debt limit.

US short term government bond yields: spread of 1M over 3M



US 5yr CDS spread (in bps)

ที่มา: Bloomberg, CRS, US Treasury, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

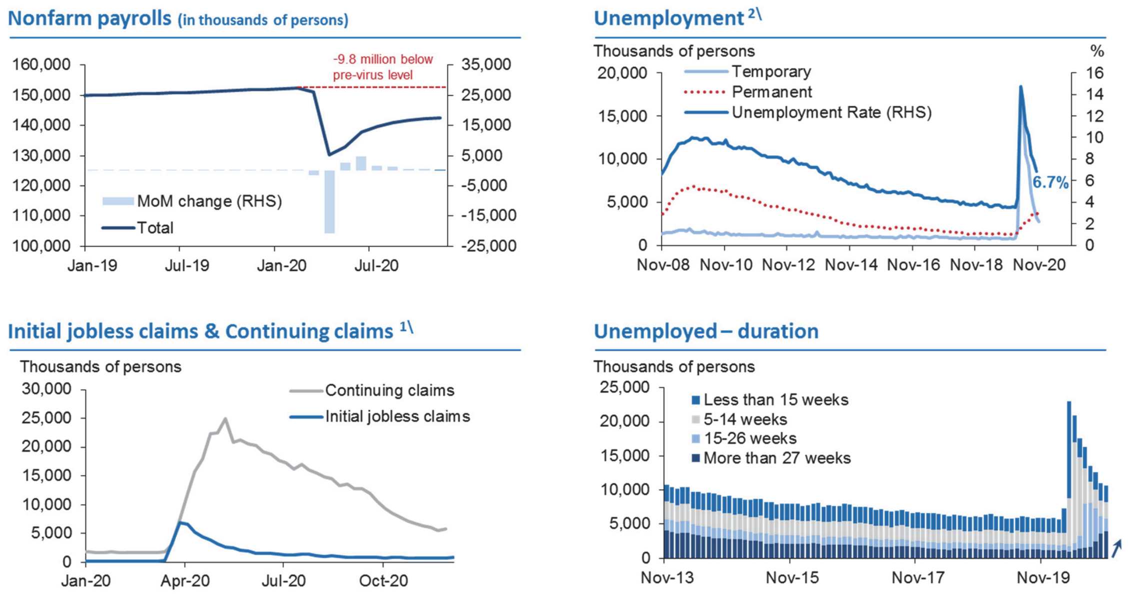
การอนุมัติมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมที่ล่าช้า ภายใต้การฟื้นตัวของตลาดแรงงานที่แผ่วลง นับเป็นความเสี่ยงต่อการฟื้นตัวของกำลังซื้อและเศรษฐกิจ

การฟื้นตัวของตลาดแรงงานแผ่วลงชัดเจนในเดือน พ.ย. ท่ามกลางสถานการณ์ COVID-19 ที่ยังรุนแรงอย่างมาก โดยการจ้างงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm payrolls) เพิ่มขึ้น 2.45 แสนรายเท่านั้น ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน เม.ย. ที่เศรษฐกิจได้รับผลกระทบจาก COVID-19 และต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 4.6 แสนราย

โดยการเพิ่มขึ้นของการจ้างงานชะลอลงในเกือบทุกหมวดหลักโดยเฉพาะที่เกี่ยวเนื่องกับ COVID-19 ได้แก่ โรงแรมและพักผ่อน (3.1 หมื่นราย vs. 2.7 แสนรายในเดือนก่อน) และค้าปลีก (-3.5 หมื่นราย vs. 9.5 หมื่นรายในเดือนก่อน) และในหมวดอื่นๆ ได้แก่ ธุรกิจบริการเฉพาะกิจ เช่น กฎหมาย, โฆษณา, สถานปนิกและคอมพิวเตอร์ (6.0 หมื่นราย vs. 2.3 แสนรายในเดือนก่อน), การให้บริการด้านสุขภาพและสังคมสงเคราะห์ (5.9 หมื่นราย vs. 9.1 หมื่นรายในเดือนก่อน), ก่อสร้าง (2.7 หมื่นราย vs. 7.2 หมื่นรายในเดือนก่อน) และการผลิต (2.7 หมื่นราย vs. 3.3 หมื่นรายในเดือนก่อน) มีเพียงการจ้างงานในหมวดการขนส่งและคลังสินค้าที่เพิ่มขึ้นมาก 1.45 แสนราย สูงสุดนับตั้งแต่ปี 1997 (vs. 6.2 หมื่นรายในเดือนก่อน) จากแนวโน้มการซื้อสินค้า Online ของผู้บริโภคที่กำลังมาแรง โดยเฉพาะท่ามกลางการระบาดของไวรัส

ส่วนอัตราการว่างงาน (Unemployment rate) ปรับลดลงเป็น 6.7% เท่ากับที่ตลาดคาดจาก 6.9% ในเดือนก่อน แต่การลดลงส่วนหนึ่งเป็นผลจากการลดลงของอัตราการมีส่วนร่วมของกำลังแรงงาน (-0.2ppt เป็น 61.5%) โดยมีแรงงานที่ออกจากตลาดแรงงานจำนวนถึง 4 แสนราย นอกจากนี้ แรงงานที่ว่างงานมาเป็นระยะเวลานานหรืออย่างน้อย 27 สัปดาห์ได้เพิ่มขึ้น 3.85 แสนราย เป็น 3.9 ล้านราย สูงสุดนับตั้งแต่ปลายปี 2013 และคิดเป็นสัดส่วนกว่า 1 ใน 3 ของแรงงานว่างงานทั้งหมดในขณะนี้

แผนภาพ 45: ตลาดแรงงานยังเปราะบางอย่างมาก โดยการจ้างงานเพิ่มขึ้นในอัตราที่ชะลอลงเรื่อยๆ อีกทั้งการจ้างงานยังต่ำกว่าก่อน COVID-19 เกือบ 10 ล้านตำแหน่ง นอกจากนี้ แรงงานว่างงานอย่างน้อย 27 สัปดาห์ ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

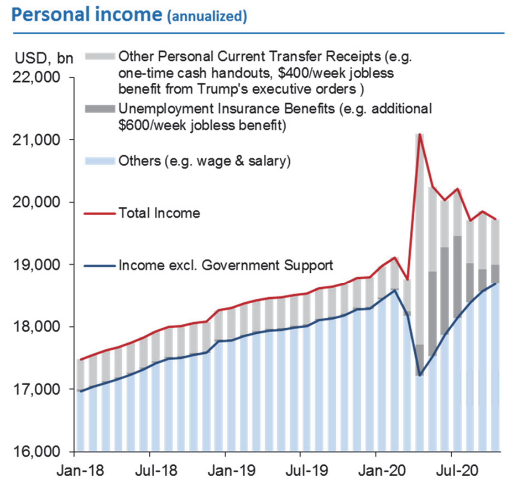


Note: 1\ Data as of 27 Nov. 2\ Bloomberg consensus expect unemployment rate at 5.6% at 4Q201, still high compared to average of 3.7% in 2019.
ที่มา: BLS, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การฟื้นตัวของตลาดแรงงานสหรัฐฯ อ่อนกำลังลงเรื่อยๆ และการจ้างงานยังต่ำกว่าระดับก่อน COVID-19 เกือบ 10 ล้านตำแหน่ง สะท้อนถึงภาพรวมที่ยังเปราะบางอย่างมาก และนับเป็นความเสี่ยงต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ โดยเฉพาะหากสภายังไม่สามารถอนุมัติมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่ช่วยพยุงกำลังซื้อ เช่น การให้สวัสดิการว่างงานพิเศษเพิ่มเติม และมาตรการที่จะช่วยพยุงการจ้างงาน เช่น Paycheck Protection Program (PPP)

โดยผลกระทบจากความล่าช้าในการอนุมัติมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจข้างต้นอาจสะท้อนผ่านรายได้ส่วนบุคคล (Personal Income; เส้นสีแดงในแผนภาพ 46) ที่ปรับลดลงต่อเนื่องตามการให้สวัสดิภาครัฐที่ทยอยหมดไป ซึ่งกระทบกำลังซื้อของผู้บริโภค

แผนภาพ 46: รายได้ส่วนบุคคล (เส้นสีแดง) ปรับลดลงตามสวัสดิภาครัฐที่ทยอยหมดไป โดยสภากำลังอยู่ในระหว่างการพิจารณาอนุมัติมาตรการเพิ่มเติม



- Personal income dropped in Oct as income support faded. Meanwhile, wages and salaries continued to recover but only at a gradual pace following labor market recovery.

Consumer support policies	One-time payments to individuals	Unemployment insurance (extra payment)	Other major program(s)
CARES Act (Mar 2020) $2,700bn	$1,200/adult $500/child	$600/week (ended Jul 31, 2020)	
House proposal (Oct 2020) $2,200bn	$1,200/adult $500/child	$600/week through Jan 2021	Paycheck Protection Program (PPP), State & local aid
Senate Republican (Dec 2020) $550bn	n/a	No extra payment but extends Unemployment Insurance eligibility and benefit duration through Jan (for new claimants) or Mar (for existing claimants)	Paycheck Protection Program (PPP)
Bipartisan Senate (Dec 1, 2020) $908bn	n/a	$300/week for 4 months	Paycheck Protection Program (PPP), State & local aid

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

นโยบายการเงินจะยังผ่อนคลายอย่างมาก โดยคาด Fed จะคงดอกเบี้ยที่ 0-0.25% จนถึงปี 2023 เป็นอย่างน้อย และจะทำการเข้าซื้อสินทรัพย์อย่างต่อเนื่อง

ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จะยังคงดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายอย่างมากในปี 2021 จากการที่คณะกรรมการ Fed ยังมีท่าที Dovish หรือมีเสียงส่วนใหญ่มากขึ้นที่สนับสนุนนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายในปี 2021 จากการสับเปลี่ยนผู้ที่มีสิทธิออกเสียงซึ่งได้แก่ นาย Bostic, นาย Evans, นาง Daly และนาย Barkin รวมถึงนาย Waller ที่เพิ่งเข้ารับตำแหน่ง ที่โดยรวมมีท่าทีที่ Dovish

โดยคาดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะคงที่ระดับต่ำในปัจจุบัน 0-0.25% ไปจนถึงปี 2023 เป็นอย่างน้อย ตามที่ระบุใน Dot Plot ส่วนหนึ่งเป็นผลจากอัตราเงินเฟ้อที่คาดจะยังขยายตัวต่ำกว่าเป้าหมายที่ 2% แม้ในปี 2021 เงินเฟ้ออาจเร่งตัวขึ้นเกินเป้า 2% บ้างในช่วงไตรมาส 2 จากผลของฐานที่ต่ำ แต่การปรับเปลี่ยนเป้าหมายเงินเฟ้อเป็นแบบ 'เฉลี่ย 2%' หรือการกำหนดเป้าเงินเฟ้อแบบเฉลี่ย (Average Inflation Targeting) เมื่อเดือน ก.ย. 2020 จะทำให้ Fed สามารถปล่อยให้เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นเกินเป้า 2% ได้เป็นระยะเวลาหนึ่ง โดยที่ไม่มีความจำเป็นต้องรีบปรับขึ้นดอกเบี้ย

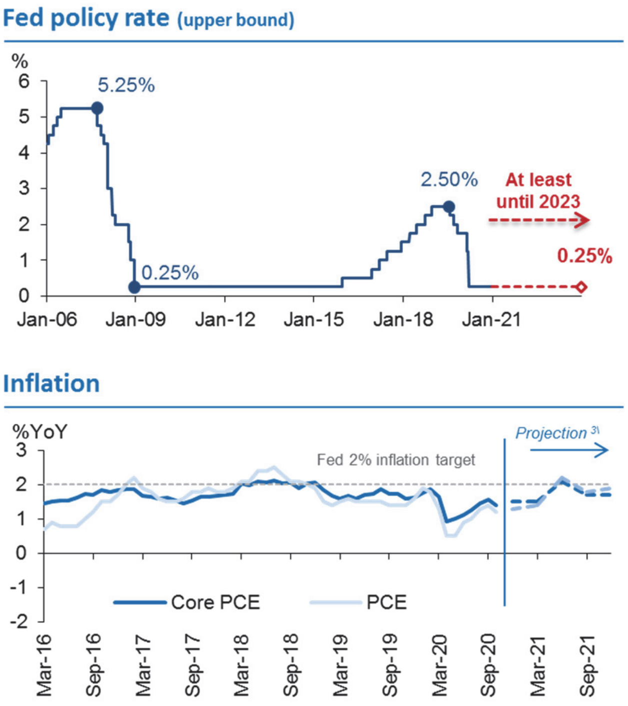
ด้านการเข้าซื้อสินทรัพย์ เรามองว่า Fed จะยังคงเข้าซื้อสินทรัพย์ที่อัตรา 1.2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ อย่างน้อยในช่วงครึ่งแรกของปี แบ่งเป็นพันธบัตรรัฐบาล (Treasury) เดือนละ 8 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และตราสารหนี้ที่มีสินเชื่อที่อยู่อาศัยเป็นหลักประกัน ซึ่งออกโดยหน่วยงานภาครัฐ (MBS) เดือนละ 4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เพื่อช่วยหนุนให้สภาวะทางการเงินยังคงมีความผ่อนคลาย โดย Fed อาจทำการปรับเปลี่ยนองค์ประกอบสินทรัพย์ที่เข้าซื้อโดยการซื้อสินทรัพย์ที่มีอายุครบกำหนดยาวขึ้น (Longer Maturities) เพื่อกดไม่ให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรปรับตัวเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ดี ในช่วงครึ่งหลังของปี หากพัฒนาการเศรษฐกิจมีการฟื้นตัวที่ชัดเจนมากขึ้น Fed อาจเริ่มส่งสัญญาณในการชะลอการเข้าซื้อสินทรัพย์ (Taper) ลงบ้าง ซึ่งจะสร้างแรงกดดันต่อตลาดได้

แผนภาพ 47: คณะกรรมการ Fed จะมีท่าที Dovish ขึ้นในปี 2021

FOMC spectrometer [1\]

	Voting Members	2020	2021
Hawkish	Rosengren, Boston		
	George, Kansas City		
	Mester, Cleveland	V	
	Quarles, Vice Chair	V	V
	Bowman, Board	V	V
	Brainard, Board	V	V
	Harker, Philadelphia	V	
	Kaplan, Dallas	V	
	Williams, New York	V	V
	Barkin, Richmond		V
	Bostic, Atlanta		V
	Daly, San Francisco		V
	Powell , Chair	V	V
	Clarida, Board	V	V
	Evans, Chicago		V
	Waller, Board [2\]		V
	Kashkari, Minneapolis	V	
Dovish	Bullard, St.Loius		

แผนภาพ 48: Fed จะคงดอกเบี้ยตลอดจนปี 2023 เป็นอย่างน้อย จากเงินเฟ้อที่จะยังขยายตัวต่ำกว่าเป้าที่ 2%



Note: 1\ Rank according to Bloomberg Fed Spectrometer as of Sep. 2\ Christopher Waller recently added to the Board seat. 3\ Bloomberg consensus as of Nov 2020.

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

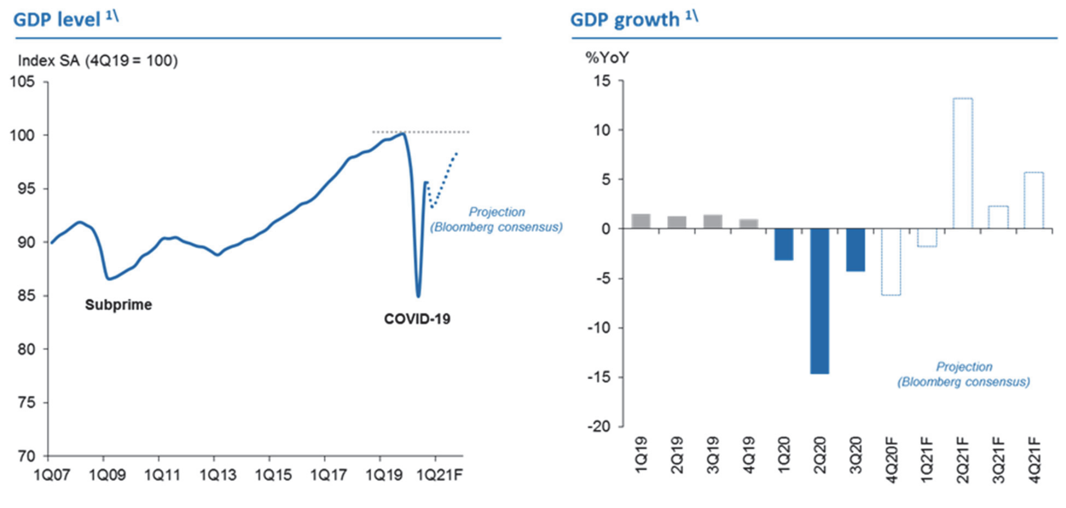
เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจยูโรโซนคาดจะขยายตัว 5.2% ในปี 2021F ตามประมาณการของ IMF ฟื้นตัวขึ้นจากที่คาดจะหดตัว -8.3% ในปี 2020F จากแรงหนุนของอุปสงค์ทั้งในและนอกประเทศที่ฟื้นตัวขึ้นหลังการแจกจ่ายวัคซีน การเบิกจ่ายกองทุน EU Recovery Fund วงเงิน 7.5 แสนล้านยูโร และนโยบายการเงินที่จะยังผ่อนคลายอย่างมาก อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจยูโรโซนยังเผชิญความเสี่ยงในระยะสั้นจากสถานการณ์ COVID-19 ที่รุนแรงและนำไปสู่การ Lockdown ครั้งที่สอง รวมทั้งผลกระทบด้านลบจาก Brexit ต่อเศรษฐกิจของกลุ่ม ไม่ว่าจะได้ข้อตกลงทางการค้ากับอังกฤษหรือไม่ จากความไม่ราบรื่นในช่วงของการเปลี่ยนผ่าน รวมทั้งผลจากต้นทุนการค้าทั้งในส่วนที่เป็นภาษีและไม่ใช่ภาษีที่สูงขึ้น

เศรษฐกิจยูโรโซนคาดจะทยอยฟื้นตัวขึ้น และจะกลับเข้าสู่ระดับก่อน COVID-19 ราวกลางปี 2022

คาดเศรษฐกิจยูโรโซนจะขยายตัว 5.2% ในปี 2021F ตามประมาณการของ IMF ฟื้นตัวขึ้นจากที่คาดจะหดตัว -8.3% ในปี 2020F จากแรงหนุนของอุปสงค์ทั้งในและนอกประเทศที่ฟื้นตัวขึ้นหลังวัคซีนถูกแจกจ่าย นโยบายการคลังที่ผ่อนคลายหนุนโดยการเบิกจ่ายกองทุน EU Recovery Fund วงเงิน 7.5 แสนล้านยูโร และการระงับการบังคับใช้กฎการคลัง (Fiscal Rules) ที่เข้มงวด และนโยบายการเงินที่จะยังผ่อนคลายอย่างมาก ทั้งดอกเบี้ยต่ำและการเข้าซื้อสินทรัพย์อย่างต่อเนื่องของธนาคารกลางยุโรป (ECB)

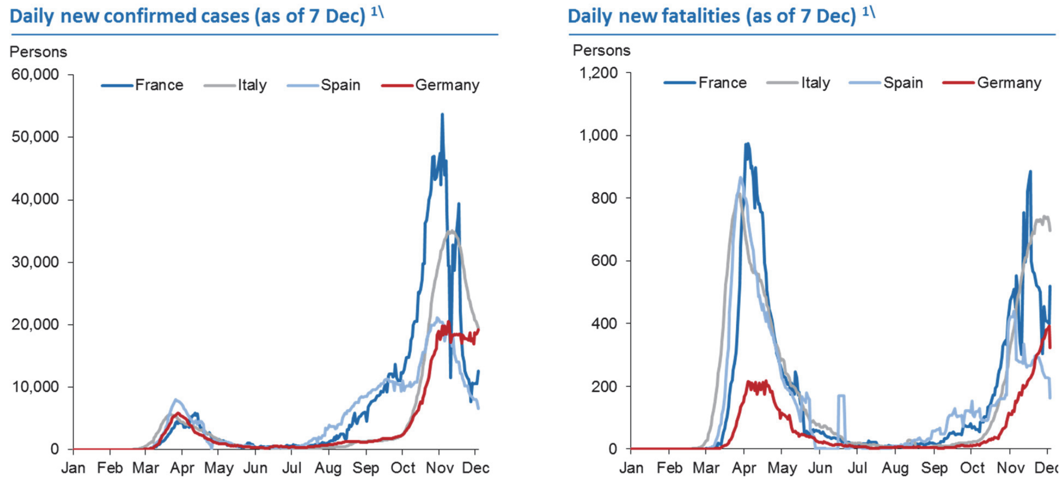
แผนภาพ 49: เศรษฐกิจยูโรโซนคาดทยอยฟื้นตัวขึ้น กลับเข้าสู่ระดับกับ COVID-19 ในกลางปี 2022



Note: 1\ Projections are based on Bloomberg consensus as of Dec 2020.
ที่มา: Bloomberg, ECB, Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

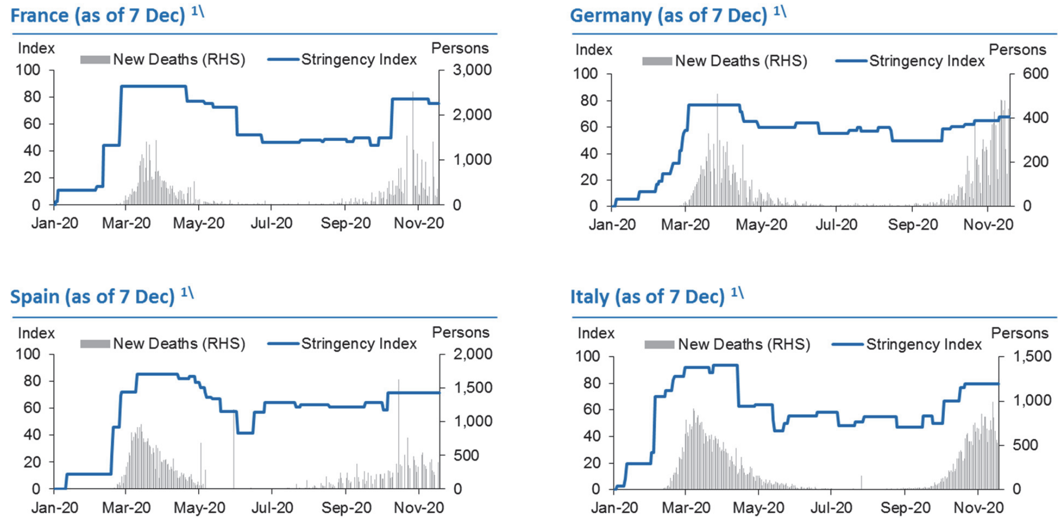
อย่างไรก็ดี การฟื้นตัวของเศรษฐกิจจะเป็นไปอย่างค่อยเป็นค่อยไปเท่านั้น และจะยังไม่กลับเข้าสู่ระดับก่อน COVID-19 จนกว่ากลางปี 2022 ตามคาดการณ์ของตลาด (Bloomberg consensus) เนื่องจาก 1) เศรษฐกิจจะยังได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ COVID-19 ที่รุนแรงและมาตรการ Lockdown ที่มีแนวโน้มลากยาวเข้าสู่ต้นปี 2021 โดยล่าสุดเยอรมนีได้ขยายการบังคับใช้ออกไปจนถึงวันที่ 10 ม.ค. 2) เม็ดเงินกองทุน Recovery Fund จะยังไม่ถูกเบิกจ่ายจนกว่าจะเข้าสู่ครึ่งหลังของปี และ 3) การฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่ไม่สมมาตรระหว่างประเทศตอนเหนือที่ร่ำรวย เช่น เยอรมนี กับประเทศตอนใต้ที่ยากจนกว่าและได้รับผลกระทบจาก COVID-19 มากเนื่องจากพึ่งพาภาคการท่องเที่ยว เช่น อิตาลีและสเปน

แผนภาพ 50: สถานการณ์ COVID-19 ยังน่าเป็นกังวล..



Note: 1\ Projections are based on Bloomberg consensus as of Dec 2020.
ที่มา: Bloomberg, ECB, Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพ 51: ..นำไปสู่การบังคับใช้มาตรการ Lockdown ครั้งที่สองปลายเดือน ต.ค. ซึ่งมีแนวโน้มลากยาวจนถึงต้นปี 2021



Note: 1\ It records the strictness of 'lockdown style' policies that primarily restrict people's behavior such as school closures and restrictions in movement.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

กองทุน EU Recovery Fund วงเงิน 7.5 แสนล้านยูโร นับเป็นแรงหนุนเศรษฐกิจที่สำคัญ โดยเฉพาะกับประเทศอ่อนแออย่างอิตาลีและสเปน โดยเม็ดเงินจะเริ่มเบิกจ่ายในช่วงครึ่งหลังปี 2021

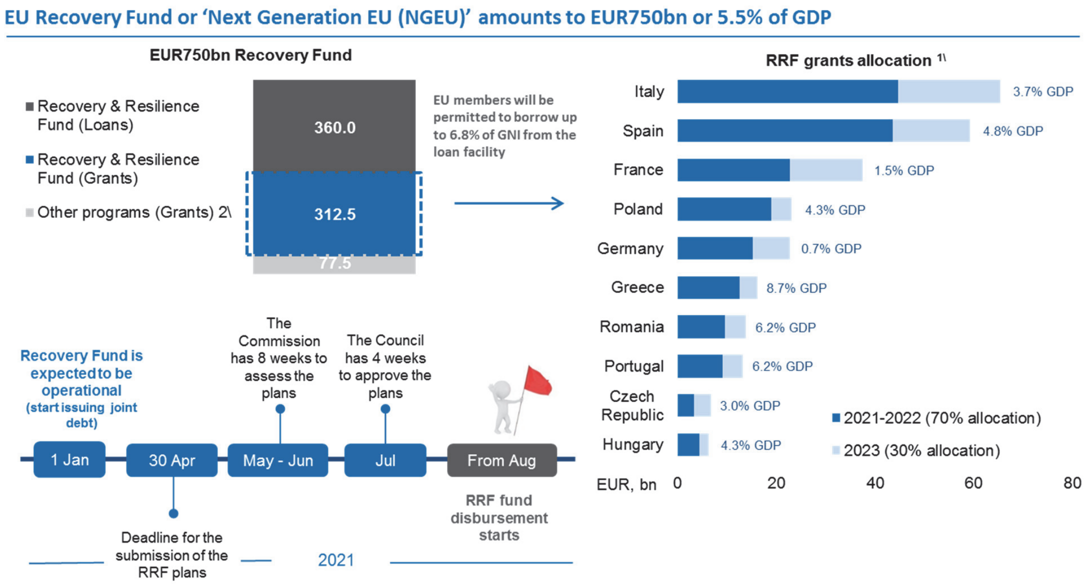
กองทุนฟื้นฟูเศรษฐกิจ EU Recovery Fund วงเงิน 7.5 แสนล้านยูโร หรือ 5.5% ของ GDP เพื่อลดทอนผลกระทบจาก COVID-19 นับเป็นแรงหนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจยูโรโซนที่สำคัญ โดยกองทุนดังกล่าวจะแบ่งเป็น 2 ส่วนหลัก คือ 1) Recovery and Resilience Facility (RRF) คิดเป็นวงเงิน 6.73 แสนล้านยูโร แบ่งเป็นเงินอุดหนุนหรือให้เปล่า (Grants) 3.13 แสนล้านยูโร และเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ (Loans) 3.6 แสนล้านยูโร และ 2) 6 โครงการที่อยู่ในงบประมาณของ EU คิดเป็นวงเงิน 7.8 หมื่นล้านยูโร

โดยเงินทุนจะมาจากการออกพันธบัตรร่วมกัน (Joint debt issuance) ของประเทศสมาชิกทั้ง 27 ประเทศ กำหนดจ่ายคืนในระยะเวลา 30 ปี เริ่มจ่ายตั้งแต่ปี 2028 ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนการกู้ยืมและลดภาระหนี้ให้กับประเทศที่มีปัญหา โดยประเทศอิตาลีและสเปน ที่ได้รับผลกระทบรุนแรงจาก COVID-19 จะได้รับเงินอุดหนุนมากที่สุดที่ 6.5 หมื่นล้านยูโร (3.7% ของ GDP) และ 5.9 หมื่นล้านยูโร (4.8% ของ GDP) ตามลำดับ

คณะกรรมาธิการยุโรป (European Commission) ตั้งเงื่อนไขในการขอเงินทุนว่าจะต้องนำเงินที่ได้ไปใช้จ่ายในสิ่งที่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของ EU คือ เน้นการลงทุนในพลังงานสีเขียวและการลงทุนใน Digital เป็นหลัก และประเมินว่ากองทุนดังกล่าวจะช่วยเพิ่มผลผลิตทางเศรษฐกิจราว 2% ภายในปี 2024 และเพิ่มการจ้างงานอีก 2 ล้านตำแหน่ง ภายในปี 2022

ทั้งนี้ คาดว่ากองทุน EU Recovery Fund จะเริ่มดำเนินการได้ในวันที่ 1 ม.ค. 2021 และจะเริ่มกระบวนการพิจารณาแผนการใช้จ่ายของแต่ละประเทศสมาชิก โดยคาดเม็ดเงินจะเริ่มเบิกจ่ายได้ตั้งแต่เดือน ส.ค. 2021 เป็นต้นไป ซึ่งนับเป็นอีกแรงหนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในช่วงครึ่งหลังของปี

แผนภาพ 52: กองทุน EU Recovery Fund วงเงิน 7.5 แสนล้านยูโร จะช่วยประเทศที่อ่อนแออย่างอิตาลีและสเปนมากที่สุด โดยคาดเม็ดเงินจะเริ่มเบิกจ่ายในเดือน ส.ค. 2021



Note: 1\ Top 10 EU member states in terms of EUR volume of grants from the RRF. 2\ Important Programs in the EU budget to support the green deal, healthcare, innovation as well as solvency instrument to support the private sector i.e. ReactEU, Horizontal Europe, InvestEU, Rural Development, Just Transition Fund, ResclEU.
ที่มา: European Commission, Deutsche Bank, Wikipedia, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นโยบายการเงินจะยังผ่อนคลายอย่างมาก โดย ECB มีมติผ่อนคลายนโยบายเพิ่มเติมในการประชุมวันที่ 10 ธ.ค. ทั้งเพิ่มวงเงินและขยายระยะเวลามาตรการ PEPP และขยายระยะเวลาโครงการเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ TLTRO-III

นโยบายการเงินจะยังผ่อนคลายอย่างมากสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจยูโรโซนทั้งอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่จะคงอยู่ในระดับต่ำและการเข้าซื้อสินทรัพย์อย่างต่อเนื่อง โดยในการประชุมวันที่ 10 ธ.ค. ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ได้มีมติผ่อนคลายและปรับเปลี่ยนนโยบายทางการเงินเพื่อลดทอนผลกระทบจาก COVID-19 ดังนี้

- เพิ่มวงเงินการเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่านมาตรการ PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program) อีก EUR500bn เป็น EUR1,850bn เท่ากับที่ตลาดคาด และขยายระยะเวลาการเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่านมาตรการดังกล่าว 9 เดือน จนถึงเดือน มี.ค. 2022 เป็นอย่างน้อย นอกจากนี้ ECB ขยายระยะเวลาการต่ออายุตราสารที่ครบกำหนดอายุ (Reinvestment) ที่ซื้อผ่านมาตรการ PEPP ออกไปจนถึงสิ้นปี 2023 เป็นอย่างน้อย (จากเดิมระบุจนถึงสิ้นปี 2022 เป็นอย่างน้อย)
- ขยายระยะเวลาการดำเนินโครงการเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ TLTRO-III ออกไป 1 ปี จนถึงเดือน มิ.ย. 2022 หรือเท่ากับเพิ่มการปล่อยกู้อีก 4 ระลอกในแต่ละไตรมาส โดยภายใต้โครงการดังกล่าว ธนาคารพาณิชย์จะสามารถกู้ยืมในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำถึง -1.0% ตามแต่ความสามารถในการปล่อยกู้ให้ได้ตามเป้าหมายของ ECB นอกจากนี้ ECB ยังได้ผ่อนคลายเงื่อนไขการกู้ยืมบางส่วนเพิ่มเติม เช่น เพิ่มเพดานวงเงินที่สามารถขอกู้เป็น 55% ของเงินกู้คงค้างที่เข้าข่ายตามที่ ECB ระบุ ณ วันที่ 28 ก.พ. 2019 จากเดิม 50% สำหรับการปล่อยกู้ตั้งแต่เดือน มี.ค. 2021
- เพิ่มการปล่อยกู้ผ่านโครงการเงินกู้พิเศษ PETROs (Non-targeted Pandemic Emergency Long-term Refinancing Operations) 4 ระลอกในแต่ละไตรมาสในปี 2021 ซึ่งจะช่วยเสริมสภาพคล่องในระบบการเงิน โดยอัตราดอกเบี้ยจะคิดที่ -0.25%
- คงการเข้าซื้อสินทรัพย์แบบปกติ (APP) ที่อัตรา 2 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน โดยยังระบุว่าจะทำการซื้อไปเรื่อยๆ ตามความจำเป็น เพื่อหนุนผลดีจากอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำ และจะยุติมาตรการดังกล่าวก่อนที่จะทำการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเล็ก

น้อย โดย ECB จะทำการซื้อคืนพันธบัตรที่ซื้อผ่านมาตรการ APP เป็นระยะเวลาหนึ่งเลยผ่านการปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรก และอาจยาวนานตามความจำเป็นเพื่อหนุนสภาวะทางการเงินให้มีความผ่อนคลายและหนุนให้นโยบายทางการเงินโดยรวมผ่อนคลาย

- <u>คงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย</u> ได้แก่ Deposit Facility Rate ที่ -0.50% ดอกเบี้ย Main Refinancing Rate ที่ 0.0% และดอกเบี้ย Marginal Lending Rate ที่ 0.25% โดยยังระบุว่าอัตราดอกเบี้ยจะคงอยู่ที่ระดับนี้หรือต่ำกว่า “จนกว่าเงินเฟ้อจะเร่งตัวเข้าสู่เป้าหมายที่ 2%” ได้อย่างยั่งยืน

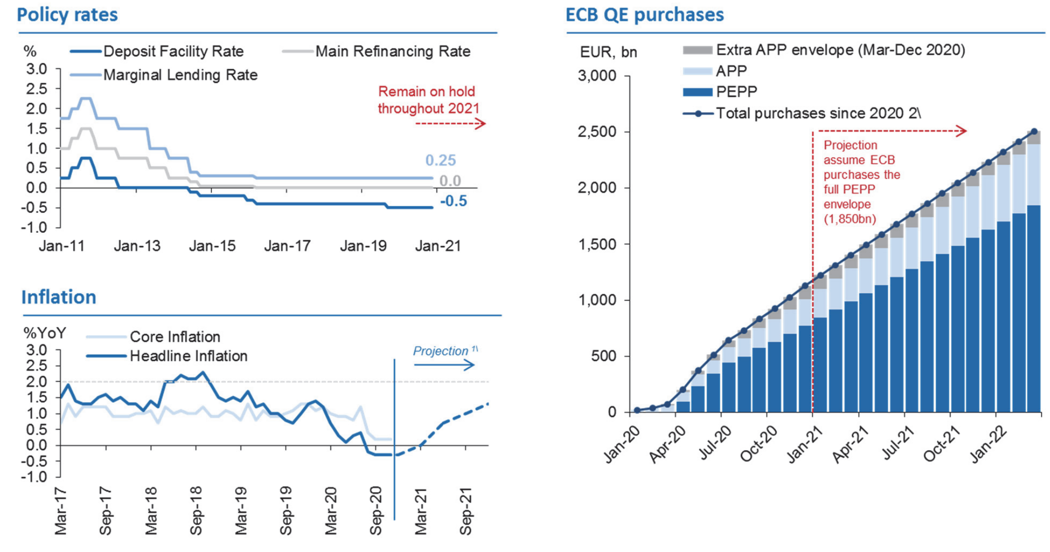
ECB มองว่านโยบายการเงินดังกล่าวที่ออกมาข้างต้นจะช่วยหนุนให้สภาวะทางการเงินมีความผ่อนคลายตลอดช่วงวิกฤตและหนุนการส่งผ่านสภาพคล่องสู่ระบบเศรษฐกิจจริง ซึ่งจะหนุนกิจกรรมทางเศรษฐกิจและรักษาเสถียรภาพของดัชนีราคาในระยะกลาง

ทั้งนี้ ECB มีมุมมองแย่ลงต่อเศรษฐกิจในระยะใกล้จากผลกระทบของ COVID-19 ที่ระบาดในระลอกสอง โดยปรับลดคาดการณ์ GDP ปี 2021F ลงเป็น 3.9% จาก 5.0% ที่คาดในเดือน ก.ย. โดยนาง Christine Lagarde ประธาน ECB ย้ำว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจยังมีความไม่แน่นอนและยังไม่สมบูรณ์ อย่างไรก็ดี ECB มีความเชื่อมั่นเพิ่มขึ้นต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในปี 2022 จากพัฒนาการของวัคซีน โดยปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP ขึ้นเป็น 4.2% จาก 3.2%

ส่วนเงินเฟ้อ ECB คาดจะเร่งตัวขึ้นเป็น 1.4% ในปี 2023F ยังคงห่างไกลเป้าหมายที่ 2% อย่างมาก (เงินเฟ้อขยายตัวติดลบ -0.3% ในเดือน พ.ย.) โดยระบุแรงกดดันเงินเฟ้อคาดจะยังต่ำท่ามกลางอุปสงค์ที่อ่อนแอ โดยเฉพาะที่เกี่ยวเนื่องกับการท่องเที่ยว แรงกดดันค่าจ้างที่ต่ำ รวมทั้งการแข็งค่าของเงินยูโร ซึ่งสะท้อนว่าอัตราดอกเบี้ยจะคงอยู่ในระดับต่ำในปัจจุบันเป็นระยะเวลานาน

อย่างไรก็ดี ECB มีท่าที Dovish น้อยกว่าที่ตลาดคาดไว้เล็กน้อยในส่วนของมาตรการ PEPP โดยนาง Lagarde ได้ระบุในแถลงการณ์หลังการประชุมว่า วงเงินมาตรการ PEPP ที่เพิ่มเติม EUR500bn นั้น ไม่มีความจำเป็นที่จะต้องเข้าซื้อจนครบวงเงินหากสภาวะทางการเงินยังคงอยู่ในระดับที่ผ่อนคลาย นอกจากนี้ การขยายระยะเวลาการเข้าซื้อออกไป 9 เดือนนั้น ยาวกว่าที่ตลาดคาดไว้ที่ 6 เดือน ซึ่งทำให้เมื่อคิดเป็นการเข้าซื้อต่อเดือนจะน้อยกว่าที่ตลาดคาดหวัง

แผนภาพ 53: คาด ECB จะใช้การเข้าซื้อสินทรัพย์เป็นเครื่องมือหลักในการช่วยหนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ ขณะที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะคงไว้ที่ระดับต่ำในปัจจุบัน



Note: 1\ Bloomberg consensus as of Nov 2020. 2\ Assume ECB purchases the full PEPP envelope of EUR1,850bn at an equal monthly pace (i.e. around EUR72bn/month during Jan 2021-Mar 2022).
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Brexit นับเป็นปัจจัยลบต่อเศรษฐกิจ

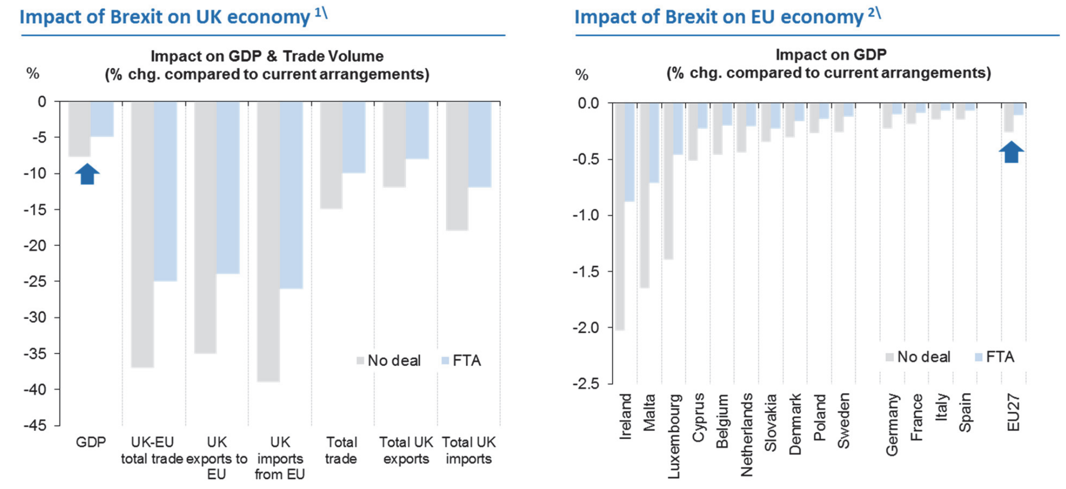
Brexit นับเป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงสำคัญต่อเศรษฐกิจที่ยังต้องติดตาม โดยระยะเวลาของช่วงเปลี่ยนผ่าน (Transition Period) จะสิ้นสุดลงในวันที่ 31 ธ.ค. 2020 นี้ และนับตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 2021 เป็นต้นไป อังกฤษกับ EU จะต้องทำการค้าระหว่างกันภายใต้รูปแบบใหม่ ซึ่งยังคงไม่ชัดเจนในขณะนี้ (กลางเดือน ธ.ค.) ว่าจะออกมาในรูปแบบของ No deal คือยังไม่ได้ข้อตกลงการค้าร่วมกัน หรือจะได้ข้อตกลงการค้าเสรี (Free Trade Agreement: FTA) ร่วมกันในบางส่วน

หากทั้งสองฝ่ายไม่ได้ข้อตกลงการค้าร่วมกัน หรือเป็น No deal ผลกระทบต่อเศรษฐกิจจะมีสูง จากต้นทุนทางการค้าที่จะเพิ่มขึ้น เนื่องจากจะต้องคิดอัตราภาษีนำเข้า (Tariffs) ระหว่างกันตามที่กำหนดในหลักเกณฑ์ขององค์การการค้าโลก (WTO) โดยอัตราภาษีนำเข้าเฉลี่ยจะอยู่ที่ 3.9% สำหรับสินค้าที่ EU นำเข้าจากอังกฤษ และเฉลี่ยอยู่ที่ 5.2% สำหรับสินค้าที่อังกฤษนำเข้าจาก EU โดยอัตราภาษีนำเข้าจะสูงในหมวดอาหาร (12-15%), เครื่องแต่งกาย (11%) และรถยนต์ (9%)

นอกจากนี้ ยังจะมีต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากค่าใช้จ่ายที่มิใช่ภาษี เช่น ค่าตรวจสอบสินค้าและค่าจัดทำเอกสาร รวมถึงต้นทุนที่อาจเกิดขึ้นในช่วงแรกของการแยกตัวออกจากกัน ที่ทำให้การทำธุรกรรมระหว่างประเทศระหว่างกันในช่วงแรกของการเปลี่ยนผ่านไม่ราบรื่น จากเงื่อนไขการทำธุรกรรมที่เปลี่ยนแปลงไปจากเดิมหากเทียบกับช่วงที่เป็นสมาชิกภาพยุโรปร่วมกัน

โดยในกรณีที่เป็น No deal เศรษฐกิจของอังกฤษอาจลดลงเกือบ 8% เมื่อเทียบกับในกรณีที่ยังอยู่ใน EU ซึ่งลดลงรุนแรงกว่าในกรณีที่ได้ข้อตกลงการค้าร่วมกัน (FTA) ที่คาดเศรษฐกิจจะลดลงราว 5% ส่วนผลกระทบต่อ EU โดยรวมไม่สูงนัก (จากการที่ EU พึ่งพึงการค้ากับอังกฤษ ในสัดส่วนที่น้อยกว่าที่อังกฤษพึ่งพิงการค้ากับ EU) โดยคาดเศรษฐกิจจะลดลงราว 0.3% ในกรณีที่เป็น No deal และลดลง 0.1% ในกรณีที่ได้ FTA โดยผลกระทบจะแตกต่างกันในแต่ละประเทศสมาชิก ซึ่ง Ireland, Malta และ Luxembourg จะได้รับผลกระทบมากที่สุด เนื่องจากทำการค้ากับอังกฤษมาก โดยเฉพาะบริการด้านการเงิน

แผนภาพ 54: Brexit จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจอังกฤษค่อนข้างมาก (กราฟซ้าย) ขณะที่ผลกระทบต่อ EU จะจำกัด โดยแตกต่างกันตามแต่ละประเทศสมาชิก



Note: 1\ Estimates are from EU Exit: Long-term economic analysis by HM Government (Nov 2018).
2\ Base on ECB's Occasional Paper Series No 249/Oct 2020.
ที่มา: HK Government, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจจีน

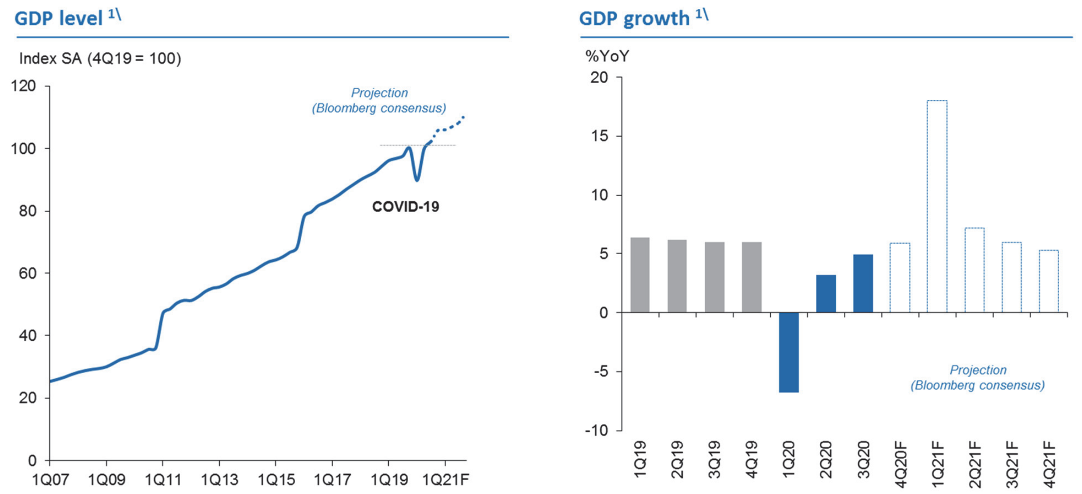
เศรษฐกิจจีนคาดจะขยายตัว 8.2% ในปี 2021F ตามประมาณการของ IMF เร่งตัวขึ้นจากที่คาดจะขยายตัว 1.9% ในปี 2020F โดยนับเป็นประเทศที่ฟื้นตัวขึ้นจาก COVID-19 ได้อย่างแข็งแกร่งจากแรงหนุนของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐ การควบคุมการระบาดของไวรัสที่มีประสิทธิผล และส่งออกที่ได้รับอานิสงส์บางส่วนจากสินค้าที่เกี่ยวเนื่องกับ COVID-19 โดยปี 2021 นับเป็นการเริ่มแผนกระตุ้นเศรษฐกิจระยะ 5 ปี ฉบับใหม่ ซึ่งจะเน้นการเติบโตของเศรษฐกิจอย่างมีคุณภาพ ผ่านยุทธศาสตร์วงจรคู่ขนานหรือ Dual Circulation ที่จะผลักดันอุปสงค์ในประเทศให้เติบโตขึ้น ส่วนนโยบายการเงิน ต้องจับตาในช่วงครึ่งหลังหากมีการเร่งตัวของเงินเฟ้อและเศรษฐกิจฟื้นตัวได้แข็งแรงในวงกว้าง อาจทำให้ PBoC ลดการผ่อนปรนนโยบายการเงินลงบ้าง

เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นจาก COVID-19 อย่างแข็งแกร่ง และกลับเข้าสู่ระดับก่อน COVID-19 แล้ว

คาดเศรษฐกิจจีนจะขยายตัว 8.2% ในปี 2021F ตามประมาณการของ IMF เร่งตัวขึ้นจากที่คาดจะขยายตัว 1.9% ในปี 2020F โดยนับเป็นประเทศที่ฟื้นตัวขึ้นจาก COVID-19 ได้รวดเร็ว จากแรงหนุนของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐ การควบคุมการระบาดของไวรัสที่มีประสิทธิผล และส่งออกที่ได้รับอานิสงส์จากสินค้าที่เกี่ยวเนื่องกับ COVID-19 และอุปสงค์โลกที่ฟื้นตัว โดยเศรษฐกิจจีนได้ฟื้นตัวกลับเข้าสู่ระดับก่อน COVID-19 ไปแล้วตั้งแต่ไตรมาส 3

ในปี 2021 คาดว่า GDP จะขยายตัวสูงในไตรมาส 1 จากฐานที่ต่ำปีก่อน เนื่องจากจีนเผชิญปัญหาการระบาดของไวรัสที่รุนแรงในช่วงเวลาดังกล่าว ซึ่งนับเป็นปัจจัยบวกต่อความเชื่อมั่นในการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก ขณะที่ของประเทศหลักอื่นๆ จะเริ่มขยายตัวสูงในไตรมาสที่ 2 จากฐานที่ต่ำมากเช่นเดียวกัน

แผนภาพ 55: เศรษฐกิจจีนฟื้นตัวขึ้นเกินระดับก่อน COVID-19 ไปแล้ว และคาดจะฟื้นตัวดีขึ้นต่อเนื่อง โดย GDP ไตรมาส 1/2021 คาดจะขยายตัวสูงจากฐานต่ำ เนื่องจากได้รับผลกระทบจาก COVID-19



Note: 1\ Projections are based on Bloomberg consensus as of Dec 2020.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

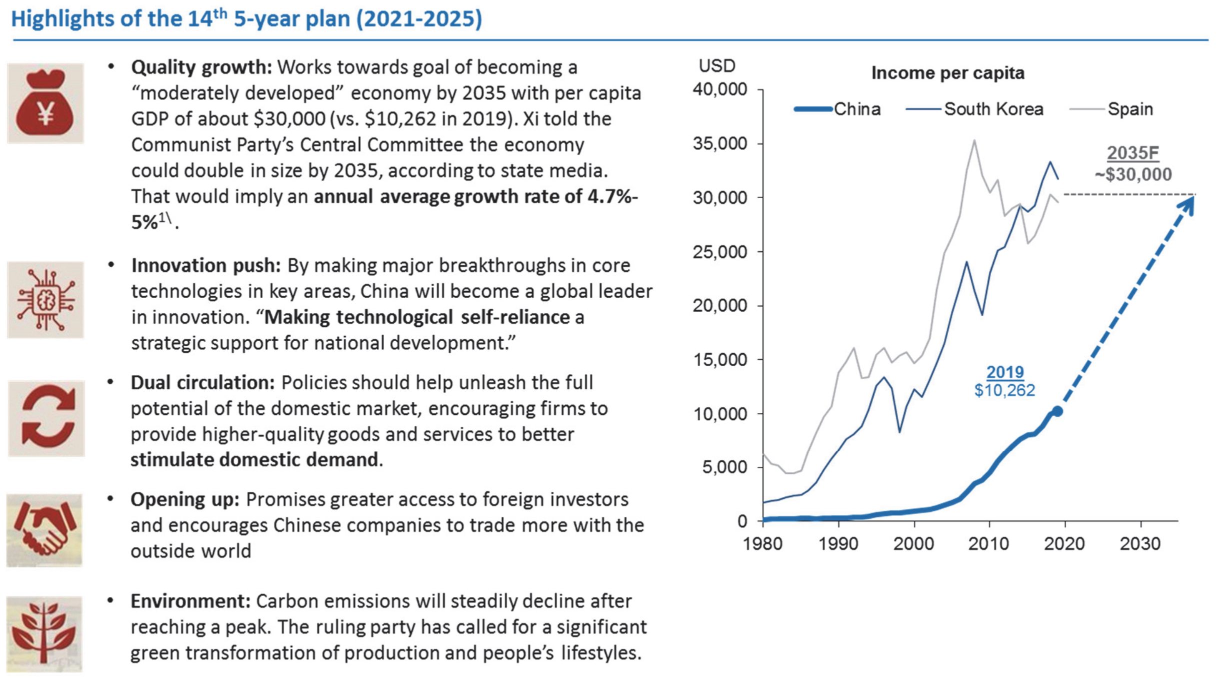
ปี 2021 นับเป็นการเริ่มแผนเศรษฐกิจระยะ 5 ปี ฉบับใหม่ ที่จะเน้นการเติบโตของเศรษฐกิจอย่างมีคุณภาพ ผ่านยุทธศาสตร์วงจรคู่ขนาน หรือ Dual Circulation ที่จะผลักดันอุปสงค์ในประเทศให้เติบโต

นโยบายเศรษฐกิจที่สำคัญของปี 2021 คือแผนปฏิรูปเศรษฐกิจระยะ 5 ปี ฉบับที่ 14 (ปี 2021-2025) ที่รัฐบาลจีนเปิดเผยในการประชุมคณะกรรมการกลางพรรคคอมมิวนิสต์จีน (Central Committee) เมื่อปลายเดือน ต.ค. ซึ่งได้รวมถึงวิสัยทัศน์ของเศรษฐกิจในปี 2035 ด้วย โดยรายละเอียดของแผนปฏิรูปฉบับนี้จะมีความชัดเจนมากขึ้นในเดือน มี.ค. 2021 ที่จะมีการพิจารณาและลงมติเห็นชอบอย่างเป็นทางการอีกครั้ง

ตามแผนการปฏิรูปดังกล่าว รัฐบาลจะมุ่งเน้นให้เศรษฐกิจเติบโตอย่างมีคุณภาพ (Quality growth) โดยไม่ได้กำหนดเป้าอัตราการเติบโตของเศรษฐกิจ (GDP) ที่ชัดเจน ซึ่งแตกต่างจากในอดีตที่มักกำหนดชัดเจนว่า GDP จะขยายตัวเฉลี่ยเท่าไหร่ เช่น แผนปฏิรูปฉบับก่อน (2015-2020) กำหนดเป้า GDP ที่เฉลี่ย 6.5% โดยแผนปฏิรูปฉบับนี้ รัฐบาลเปลี่ยนเป้าไปที่รายได้เฉลี่ยต่อหัวของประชากร (Income Per Capita) ที่ตั้งเป้าไว้ว่าจะเพิ่มขึ้นอยู่ในระดับเดียวกันกับประเทศพัฒนาแล้วระดับปานกลาง (Moderately Developed Countries) เช่น สเปนและเกาหลีใต้ ที่ราว 30,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ ภายในปี 2035 จากปัจจุบันรายได้ต่อหัวของประชากรจีนอยู่ที่ 10,262 ดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งนับเป็นการเพิ่มขึ้นราวสามเท่าตัว โดยเมื่อคิดกลับเป็นอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจจะอยู่ที่เฉลี่ยราว 4.7-5.0% ต่อปี

ยุทธศาสตร์สำคัญที่จะผลักดันให้การปฏิรูปเศรษฐกิจเป็นไปตามเป้าที่วางไว้คือ ยุทธศาสตร์วงจรคู่ขนาน หรือ Dual Circulation ที่จะมุ่งเน้นการพัฒนาอุปสงค์ในประเทศภายใต้สภาพแวดล้อมที่จะเปิดกว้างมากขึ้น โดยรัฐบาลจะสนับสนุนให้ธุรกิจผลิตสินค้าและบริการที่มีคุณภาพมากขึ้นเพื่อกระตุ้นอุปสงค์ในประเทศ นอกจากนี้ รัฐบาลจะส่งเสริมการเติบโตของรายได้ของกลุ่มประชากรที่มีรายได้ต่ำผ่านการให้สวัสดิการภาครัฐ เช่น ภาษีและการให้เงินช่วยเหลือ และการเพิ่มประสิทธิภาพของสวัสดิการทางสังคม ทั้งการศึกษา การแพทย์ และที่อยู่อาศัย เพื่อเพิ่มกำลังซื้อให้กับประชากรกลุ่มนี้ และลดความจำเป็นในการออมเงินเป็นจำนวนมาก เพื่อสร้างแรงจูงใจในการใช้จ่ายให้เพิ่มมากขึ้น

แผนภาพ 56: แผนกระตุ้นเศรษฐกิจระยะ 5 ปี (ฉบับที่ 14) มี Dual Circulation เป็น 1 ในยุทธศาสตร์สำคัญที่มุ่งเน้นพัฒนาอุปสงค์ในประเทศให้เติบโตขึ้นแข็งแกร่ง

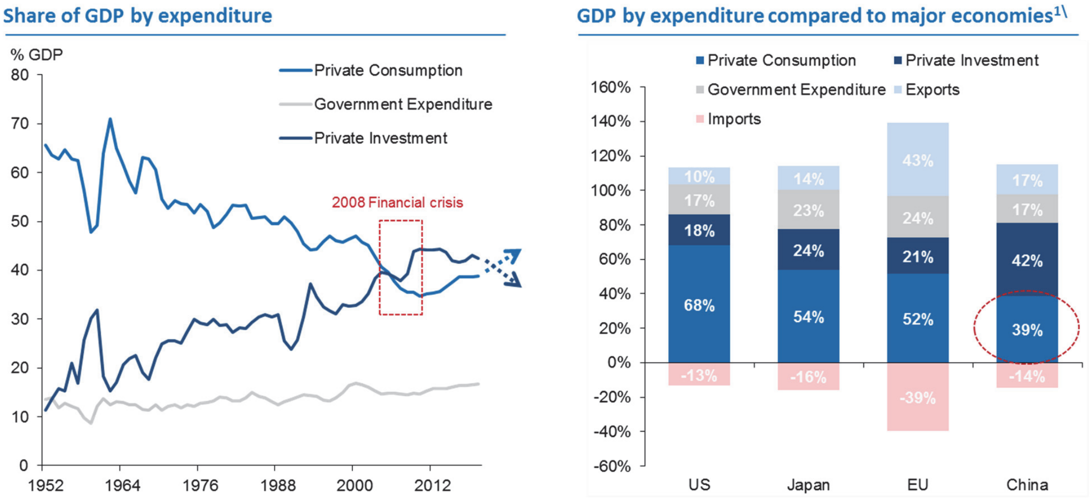


Note: 1\ According to range of forecasts from economists compiled by Bloomberg.

ที่มา: Bloomberg, CGTN, Xinhua-Global Times, World Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

โดยยุทธศาสตร์ดังกล่าว จะช่วยปรับสมดุลโครงสร้างทางเศรษฐกิจของจีน ด้วยการเพิ่มสัดส่วนการใช้จ่ายภาคครัวเรือนต่อ GDP ให้สูงขึ้น ซึ่งปัจจุบันสัดส่วนดังกล่าวของจีนที่ 39% นั้น ต่ำกว่าประเทศหลักเช่น สหรัฐฯ ยุโรป และญี่ปุ่น ที่สูงกว่า 50% อยู่มาก ขณะที่การลงทุนเป็นสัดส่วนหลักของเศรษฐกิจจีนที่ 42% ซึ่งสูงกว่าประเทศหลักอื่นๆ ดังนั้น การปรับสมดุลโครงสร้างทางเศรษฐกิจ ด้วยการเพิ่มสัดส่วนการบริโภคของครัวเรือนและลดสัดส่วนการลงทุนลง นับเป็นปัจจัยสำคัญที่จะทำให้เศรษฐกิจจีนเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth) ตามเป้าหมายที่ทางการจีนวางไว้

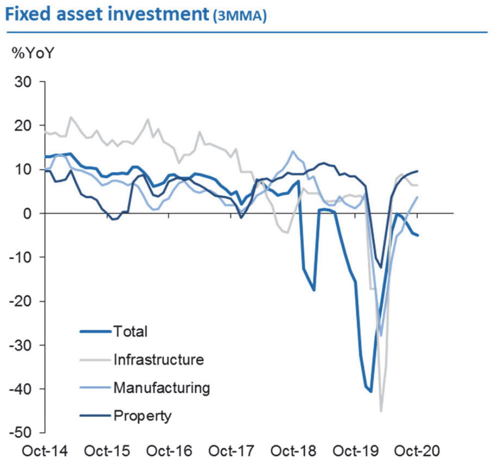
แผนภาพ 57: แผนปฏิรูปเศรษฐกิจฉบับนี้ จะช่วยปรับสมดุลโครงสร้างทางเศรษฐกิจของจีน โดยการเพิ่มสัดส่วนการบริโภคของครัวเรือนต่อจีดีพี ซึ่งปัจจุบันนั้นต่ำมากเมื่อเทียบกับประเทศหลัก

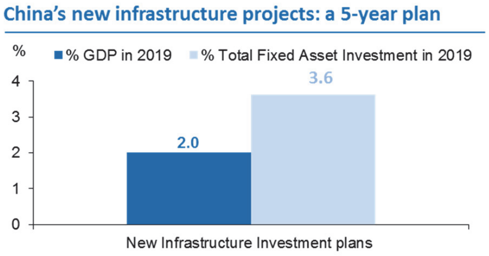


Note: 1\ Data as of 2019.
ที่มา: Bloomberg, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ รัฐบาลได้เตรียมที่จะลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานใหม่ (New Infrastructure) จำพวกเทคโนโลยี เช่น ระบบ 5G และปัญญาประดิษฐ์ (Artificial Intelligence: AI) ภายใต้วงเงิน 10 ล้านล้านหยวน ในช่วง 5 ปี หรือคิดเป็นปีละประมาณ 2% ของ GDP โดยการลงทุนในเทคโนโลยี นับเป็นสิ่งที่จะช่วยหนุนให้เกิดการจ้างงานเพิ่มขึ้นและเพิ่มรายได้ของประชากร รวมทั้งสนับสนุนอุปสงค์ในประเทศ ซึ่งจะเอื้อต่อการบรรลุเป้าหมายของรัฐบาลที่ต้องการยกระดับประเทศขึ้นเป็นกลุ่มพัฒนาแล้วระดับปานกลาง

แผนภาพ 58: รัฐบาลเตรียมลงทุนโครงสร้างพื้นฐานใหม่จำพวกเทคโนโลยี เช่น 5G และ AI โดยตั้งเป้าลงทุน 10 ล้านล้านหยวนใน 5 ปี หรือราว 2% ของ GDP ต่อปี





- China aims to spend **approx. RMB10trn on new infrastructure projects** for the next 5 years, until 2025, or around 2% of GDP per year, according to the 2020 National People's Congress.
- The new infrastructure includes 7 key areas: 5G network, industrial internet, inter-city transport & rail system, data centers, AI, ultra-high voltage power transmission, and new-energy vehicle charging stations.
- Since the COVID-19 outbreak, **the new infrastructure plan has been developed into a strategy to meet its 'Dual circulation' goal to strengthen the domestic economy while cushioning against external market volatility.**
- Rise in new infrastructure investment should be one of the keys to strengthening China's economic recovery going forward, though it may not be enough to compensate for slower traditional infrastructure and housing investment.

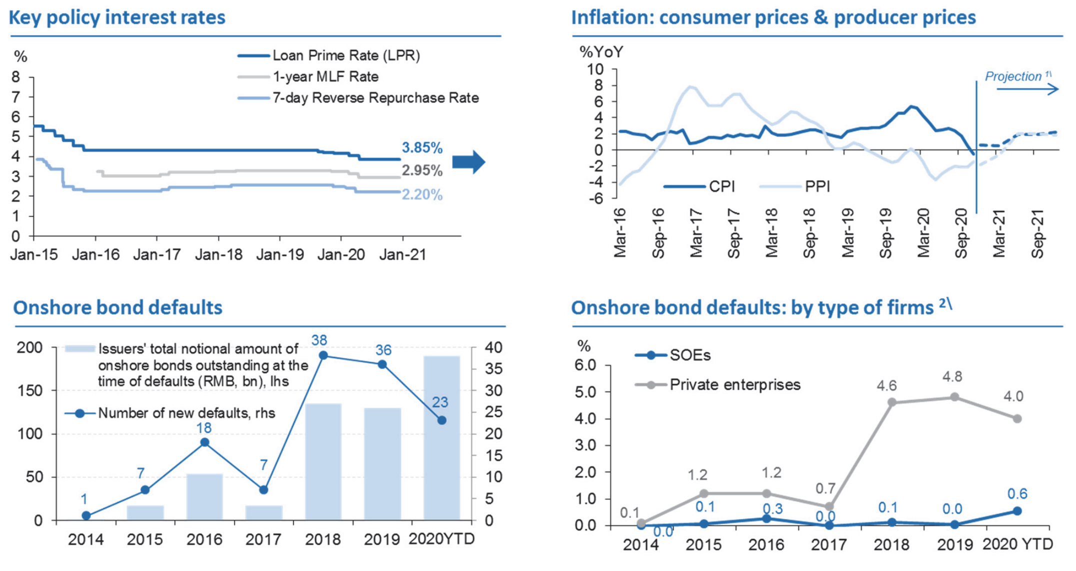
ที่มา: Bloomberg, China-briefing, Xinhua, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ติดตามทิศทางนโยบายการเงิน การดูแลปัญหาธุรกิจรัฐวิสาหกิจที่ไม่สร้างผลกำไร (Zombie Firms) และการเพิ่มความเข้มงวดในการผูกขาดของธุรกิจ E-commerce

ในปี 2021 เรามองว่าจะมีประเด็นสำคัญเกี่ยวกับนโยบายของจีนที่ต้องติดตาม ดังนี้

1. <u>ทิศทางของนโยบายการเงิน</u> ในปี 2020 รัฐบาลได้ใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายอย่างมาก เพื่อลดทอนผลกระทบของ COVID-19 โดยหลักคือการเพิ่มสภาพคล่องในระบบการเงินอย่างต่อเนื่อง การปรับลดอัตราส่วนเงินกันสำรองขั้นต่ำของธนาคารพาณิชย์ (Reserve Requirement Ratio: RRR) และการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้ง Reverse Repurchase Rate (OMO) และโครงการเงินกู้ระยะกลางหรือ MLF ที่ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ย Loan Prime Rate (LPR) หรือดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์คิดกับลูกค้าชั้นดี ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยที่ PBoC กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ใช้อ้างอิงในการปล่อยกู้ปรับตัวลดลง หนุนสินเชื่อให้ขยายตัวสูง และสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ มาในปี 2021F เรามองว่านโยบายการเงินอาจจะมีความผ่อนคลายน้อยลงบ้างในช่วงครึ่งหลังของปี โดยเฉพาะในกรณีที่เงินเฟ้อมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นแรง เนื่องจากเศรษฐกิจฟื้นตัวเกินระดับก่อนเกิด COVID-19 แล้ว ประกอบกับหนี้ในระบบที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอยู่ในระดับสูง ซึ่งจะกระทบต่อเสถียรภาพทางการเงินในระยะต่อไปได้
2. <u>การควบคุมธุรกิจที่ไม่สร้างผลกำไร หรือ Zombie Firms</u> โดยเฉพาะในธุรกิจรัฐวิสาหกิจ (SOEs) ซึ่งเราคาดว่าจะเห็นกลุ่มดังกล่าวผิดนัดชำระหนี้ (Defaults) เพิ่มขึ้นในปี 2021 เนื่องจากรัฐบาลจะไม่เข้าไปอุ้มเหมือนอย่างที่เคย เพื่อให้การจัดสรรทรัพยากรมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น ท่ามกลางเศรษฐกิจที่คาดว่าจะฟื้นตัวดีขึ้นต่อเนื่องจาก COVID-19
3. <u>การเพิ่มความเข้มงวดในการควบคุมการผูกขาดในธุรกิจ E-commerce</u> โดยในวันที่ 10 พ.ย. 2020 รัฐบาลได้เปิดเผยร่างกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการผูกขาดในธุรกิจ E-commerce ที่มีความเข้มงวดมากขึ้น ส่วนหนึ่งเพื่อไม่ให้กิจการดังกล่าวมีอำนาจและผูกขาดมากเกินไป และเพื่อรักษาผลประโยชน์ของผู้บริโภค ซึ่งรัฐบาลคาดจะเปิดเผยร่างกฎหมายที่มีความชัดเจนขึ้นภายในเดือน มิ.ย. 2021 โดยเบื้องต้นบริษัทที่คาดว่าจะได้รับผลกระทบจากกฎหมายดังกล่าว เช่น Alibaba Group, Tencent, JD.com และ Pinduoduo Inc.

แผนภาพ 59: นโยบายการเงินอาจมีความผ่อนคลายน้อยลงในช่วงครึ่งหลังของปี 2021 ขณะที่การผิดนัดชำระหนี้ของภาคธุรกิจคาดจะเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะในธุรกิจ SOEs



Note: 1\ Bloomberg consensus as of Nov 2020. 2\ Issuers total notional amount of onshore bonds outstanding at the time of defaults, as a % of total corporate bonds outstanding at the start of the year.
ที่มา: Bloomberg, Goldman Sachs, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

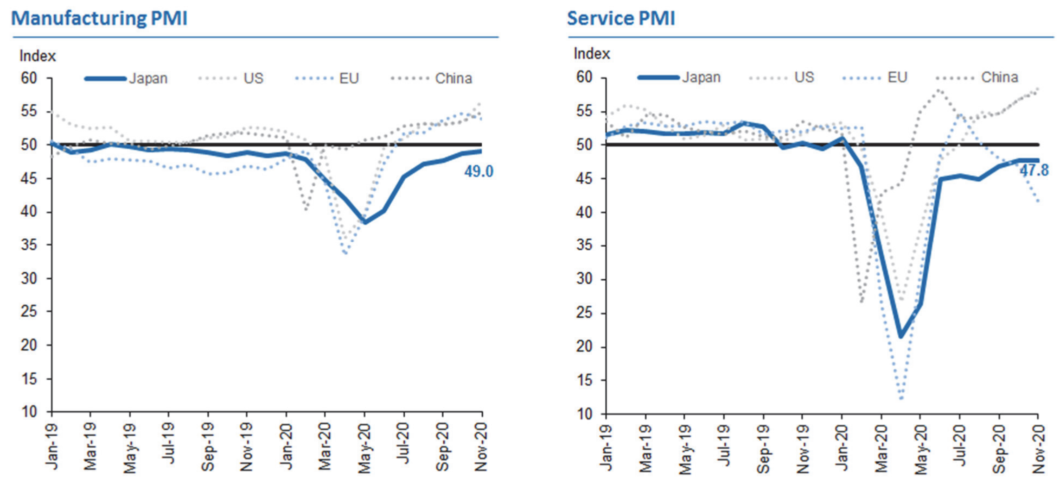
เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นคาดจะหดตัว -5.3% ในปี 2020F และฟื้นตัวขึ้นเป็น 2.3% ในปี 2021F ตามประมาณการของ IMF จากผลกระทบวิกฤต COVID-19 ที่ยังกดดันเศรษฐกิจในทุกภาคส่วน อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจจะได้รับปัจจัยหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐก้อนที่ 3 มูลค่าประมาณ 73.6 ล้านล้านเยนหรือราว 13.2% ของ GDP ที่คาดว่าจะได้รับการอนุมัติในเดือน ม.ค. และการเป็นเจ้าภาพ Olympics ที่ถูกเลื่อนมาจัดในปี 2021 ทั้งนี้ ต้องติดตามการเลือกตั้งประธานพรรค LDP และการเลือกตั้งสภาผู้แทนราษฎรซึ่งจะมีขึ้นในเดือน ก.ย.-ต.ค. ซึ่งเราคาดว่านาย Yoshihide Suga จะได้รับการเป็นผู้นำพรรค LDP ต่อไป ขณะที่จะยังรักษาเสียงข้างมากในสภาไว้ได้

เศรษฐกิจของญี่ปุ่นค่อยๆ ฟื้นตัวเข้าสู่ภาวะปกติ อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัวยังคงช้ากว่าประเทศหลักอื่นๆท่ามกลางสถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 ภายในประเทศที่กลับมารุนแรงอีกครั้ง

เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังฟื้นตัวช้าเมื่อเทียบกับประเทศอื่นสะท้อนจากดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI Index) ที่ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัว และยังคงมีความเสี่ยงจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่จำนวนผู้ติดเชื้อเร่งตัวขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงปลายปี 2020 ส่งผลให้รัฐบาลท้องถิ่นมีการนำมาตรการจำกัดการเดินทางกลับมาใช้อีกครั้งในพื้นที่ที่มีการแพร่ระบาดหนักและมีการระงับโครงการ Go To Travel ทั่วประเทศเป็นการชั่วคราว ระหว่างวันที่ 28 ธ.ค. 2020 - 11 ม.ค. 2021 อย่างไรก็ตาม ทางรัฐบาลกลางยังคงหลีกเลี่ยงการประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินเหมือนที่เคยทำในช่วงเดือน เม.ย. - พ.ค. เนื่องจากต้องการให้ภาคธุรกิจยังคงเปิดดำเนินการต่อไปได้

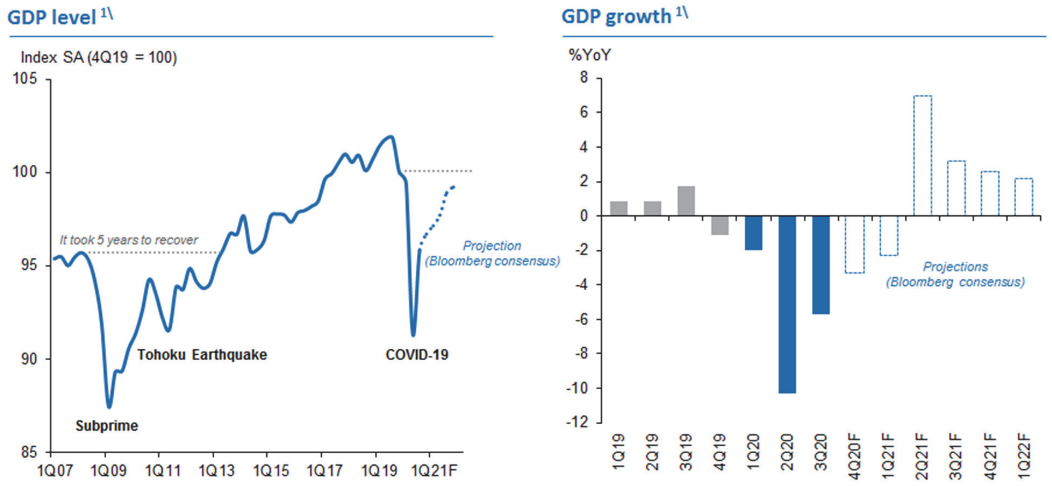
แผนภาพที่ 60: การฟื้นตัวของเศรษฐกิจญี่ปุ่นช้ากว่าประเทศหลักอื่นๆ สะท้อนจากดัชนี PMI ที่ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50)



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

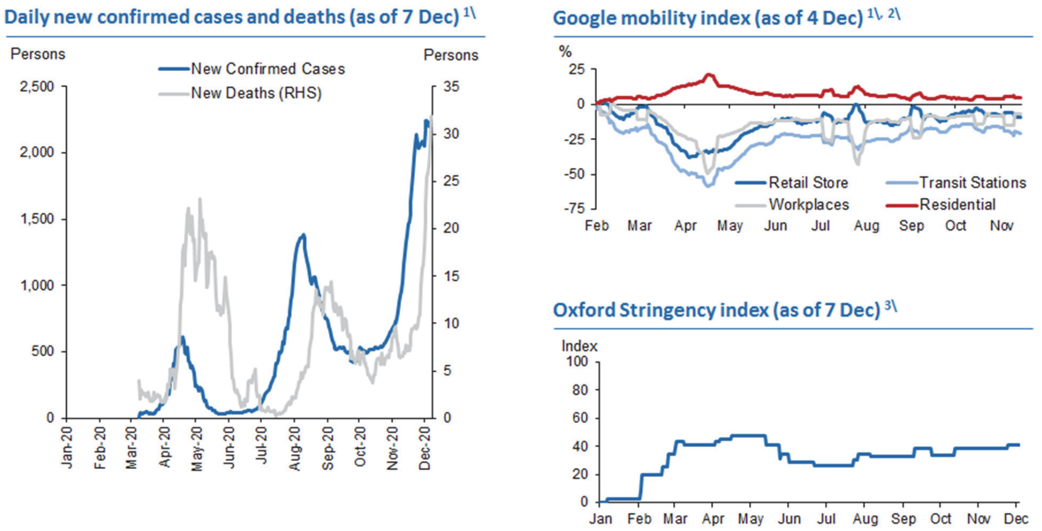
ตลาดคาดว่าเศรษฐกิจญี่ปุ่นต้องใช้เวลานานกว่าประเทศหลักอื่นๆ ในการฟื้นตัว โดยน่าจะใช้เวลามากกว่า 3 ปีในการกลับเข้าสู่ภาวะก่อนการแพร่ระบาดของไวรัส ซึ่งตลาด (อิงจาก Bloomberg Consensus) และ IMF คาดว่า GDP จะโตเพียง 2.6% ในปี 2021F แม้จากฐานที่ต่ำในปี 2020F ที่คาดว่าเศรษฐกิจจะหดตัวถึงกว่า -5.0%

แผนภาพที่ 61: การฟื้นตัวของเศรษฐกิจญี่ปุ่นคาดว่าต้องใช้เวลามากกว่า 3 ปี ในการกลับเข้าสู่ระดับก่อนการเกิดวิกฤต



Note: 1\ Projections are based on Bloomberg consensus as of Dec 2020.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 62: จำนวนผู้ติดเชื้อใหม่เร่งตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องทำให้รัฐบาลท้องถิ่นในพื้นที่ที่มีการแพร่ระบาดหนักต้องนำมาตรการจำกัดการเดินทางกลับมาใช้อีกครั้ง รวมถึงการระงับโครงการ Go To Travel ทั่วประเทศเป็นการชั่วคราว ระหว่างวันที่ 28 ธ.ค. 2020 - 11 ม.ค. 2021 (ประกาศ ณ วันที่ 14 ธ.ค. 2020)



Note: 1\ 7-day MA. 2\ The baseline day is the median value from the 5-week period Jan 3 – Feb 6, 2020. 3\ It records the strictness of 'lockdown style' policies that primarily restrict people's behavior such as school closures and restrictions in movement.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การดำเนินนโยบายของรัฐบาลชุดของนาย Suga จะมีลักษณะไม่ต่างจากยุคของนาย Abe มากนัก

สำหรับการดำเนินนโยบายของรัฐบาลชุดของนาย Yoshihide Suga จะเป็นไปในลักษณะเดียวกับในยุคของนาย Shinzo Abe ได้ดำเนินการไว้ก่อนหน้านี้ โดยจะยังคงยึดหลักการคล้ายกับนโยบายลูกศร 3 ดอกของ Abenomics คือ 1) ดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย 2) ใช้นโยบายการคลังในการกระตุ้นเศรษฐกิจและให้ความสำคัญกับดุลการคลัง 3) ปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจและลดกฎเกณฑ์เพื่อเพิ่มความคล่องตัวในการดำเนินกิจการ (Structural reforms) เช่น การลดค่าบริการโทรศัพท์, การปฏิรูปโครงสร้างการทำงานของภาคเอกชนและรัฐบาลให้เป็นแบบดิจิทัล (Digitalization), สนับสนุนการสร้างความแข็งแกร่งให้กับธุรกิจในระดับภูมิภาค

ด้านความสัมพันธ์ระหว่างประเทศ จะยังคงสานต่อความสัมพันธ์กับพันธมิตรที่สำคัญอย่างสหรัฐฯ และคาดว่าจะดำเนินการทางการทูตเพื่อกระชับความสัมพันธ์กับประเทศที่มีข้อกังขาระหว่างกันก่อนหน้านี้ เช่น จีน เกาหลีใต้ และเกาหลีเหนือ ขณะที่ด้านสิ่งแวดล้อมมีการตั้งเป้าหมายให้ญี่ปุ่นเป็นประเทศที่ปราศจากก๊าซเรือนกระจกในปี 2050 และมีการสนับสนุนการลงทุนในเทคโนโลยีเพื่อสิ่งแวดล้อม

แผนภาพที่ 63: นโยบายสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจญี่ปุ่นของคณะรัฐมนตรีในยุคของนาย Suga

Yoshihide Suga's key policies

Ideologies
- Carry on economic policies of his predecessor Shinzo Abe.

Monetary Policy
- Maintain 2% inflation target and be prepared to further relax monetary policy if needed.

Fiscal Policy
- Support economic recovery through additional fiscal stimulus (third supplementary budget expected to be approved early 2021).

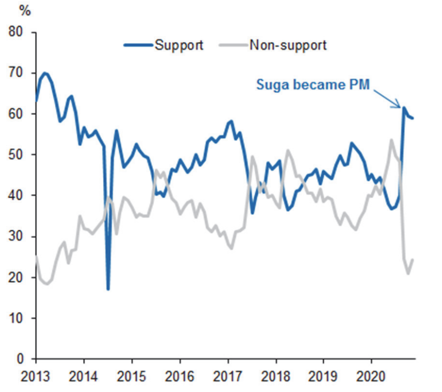
Policy on COVID-19
- Balance steps against COVID-19 with promotion of economic activity.
- Secure enough COVID-19 vaccines for all residents by 1st half of next year.
- Hold Tokyo Olympics next summer as proof humanity has beat novel coronavirus.

Structural reforms and deregulation
- Set up new agency to facilitate digitalization of government functions.
- Swiftly work on reforms, including lowering mobile phone bills and digitalizing.
- Promote reorganization among SMEs and regional banks.
- Promote diversification of supply chain.

Foreign Policy
- Resolve the issue of North Korea's past abductions of Japanese nationals.
- Maintain deterrence provided by Japan-U.S. security alliance.
- Seek to maintain stable ties with China and South Korea.

Environmental Policy
- Cut greenhouse gas emissions to net zero by 2050.

Cabinet approval rating 1



Note: 1\ As of 30 Nov.
ที่มา: Kyodo, Realpolitics.jp, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

คาดมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจก้อนใหม่ในช่วงต้นปี 2021 จะช่วยหนุนการลงทุนและการบริโภคภาคเอกชน

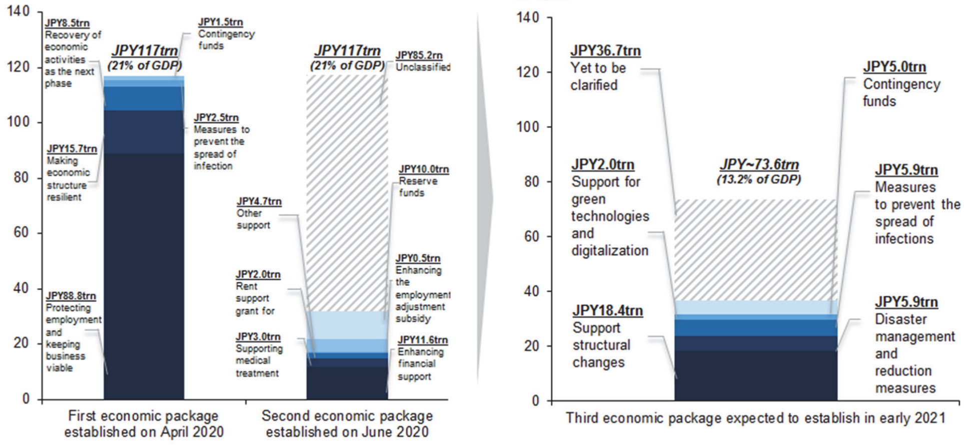
รัฐบาลได้เปิดเผยร่างมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจก้อนใหม่ มูลค่า 73.6 ล้านล้านเยน หรือราว 13.2% ของ GDP โดยการแถลงการณ์ของนายกรัฐมนตรี Suga ระบุว่า งบประมาณดังกล่าวมีจุดมุ่งหมายในการป้องกันการแพร่ระบาดของ COVID-19 รวมทั้งฟื้นฟูเศรษฐกิจ การจ้างงานและพัฒนาโอกาสใหม่ๆ สำหรับการเติบโตของเศรษฐกิจ เช่น การลงทุนในเทคโนโลยีเพื่อสิ่งแวดล้อม และการปรับเปลี่ยนโครงสร้างธุรกิจให้เป็นแบบดิจิทัล รวมถึงการสนับสนุนสิ่งอำนวยความสะดวกทางการแพทย์ และที่อยู่อาศัยสำหรับผู้สูงอายุ ตลอดจนการเสริมสภาพคล่องให้กับภาคเอกชน

โดยรายละเอียดวงเงินที่ถูกเปิดเผยมาในปัจจุบันประกอบด้วยงบประมาณหลักๆ อาทิ 1) การป้องกันการแพร่ระบาดของ COVID-19 วงเงิน 5.9 ล้านล้านเยน 2) การสนับสนุนการปรับเปลี่ยนโครงสร้างธุรกิจภายหลังวิกฤต วงเงิน 18.4 ล้านล้านเยน 3) การสนับสนุนการป้องกันภัยพิบัติ วงเงิน 5.6 ล้านล้านเยน 4) การสนับสนุนการลงทุนในเทคโนโลยีที่ไม่กระทบต่อสิ่งแวดล้อม และการสนับสนุนการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัลตามนโยบายของรัฐบาล วงเงิน 2.0 ล้านล้านเยน และ 5) งบประมาณสำรอง วงเงิน 5.0 ล้านล้านเยน

นอกจากนี้ ตลาดยังคาดว่างบประมาณกระตุ้นเศรษฐกิจรอบนี้ จะมีการต่ออายุมาตรการ Go To Campaign ออกไปจนถึงเดือน มิ.ย. จากเดิมที่จะสิ้นสุดในเดือน ม.ค. เพื่อช่วยกระตุ้นการท่องเที่ยวภายในประเทศ และการออกไปทานอาหารนอกบ้าน เป็นต้น

แผนภาพที่ 64: มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจก้อนที่ 3 มูลค่าประมาณ 73.6 ล้านล้านเยน น่าจะผ่านสภาและเริ่มนำมาใช้ได้ในช่วงต้นปี 2021

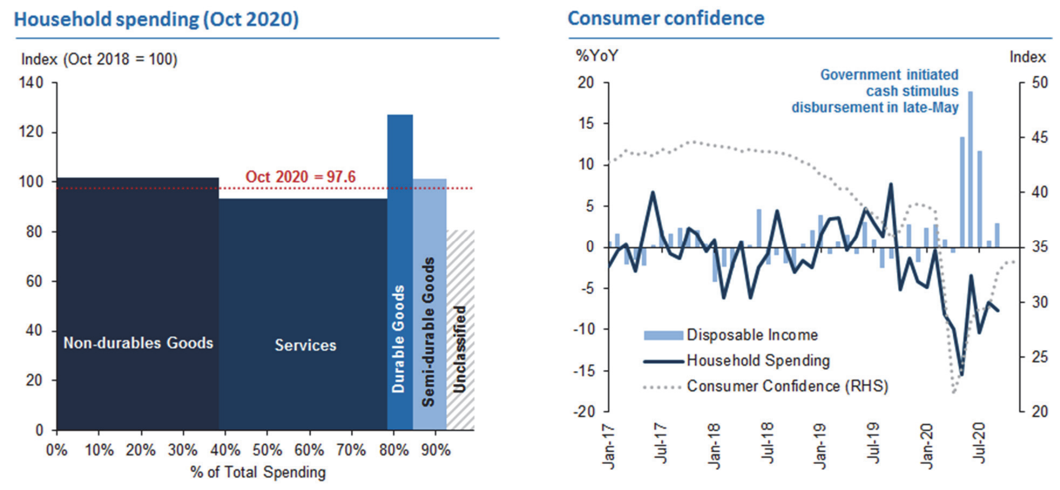
Economic packages in response to COVID-19 in 2020 | **Third economic package**



ที่มา: Cabinet office, Ministry of Finance, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

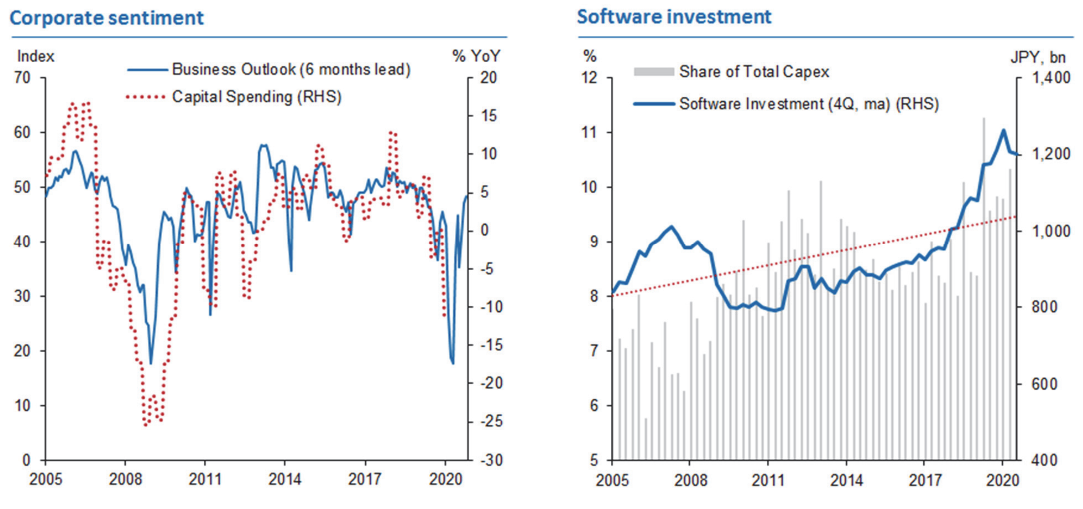
ดังนั้น การบริโภคในช่วงครึ่งปีแรกของปี 2021 คาดว่าจะได้รับแรงหนุนจากมาตรการ Go To Campaign โดยการใช้จ่ายภาคครัวเรือนในปัจจุบันยังคงอ่อนแอกว่าในระดับก่อนเกิดวิกฤต โดยเฉพาะในภาคบริการ ซึ่งคาดว่าการบริโภคนั้นจะฟื้นตัวตามสถานการณ์รายได้ที่กำลังกลับเข้าสู่ภาวะปกติจากการเปิดให้ภาคธุรกิจสามารถกลับมาดำเนินธุรกิจได้มากขึ้นรวมถึงความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ฟื้นตัวขึ้น

แผนภาพที่ 65: การใช้จ่ายภาคครัวเรือนยังคงอยู่ในระดับต่ำกว่าก่อนเกิดวิกฤต อย่างไรก็ตาม มาตรการของรัฐที่จะประกาศออกมาเพิ่มเติม น่าจะมาช่วยหนุนการฟื้นตัวในส่วนนี้ได้บ้าง



ที่มา: Ministry of Internal Affairs and Communications, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 66: การลงทุนคาดว่าฟื้นตัวจากเงินสนับสนุนของภาครัฐที่เน้นให้บริษัทเอกชนมีการปรับโครงสร้างธุรกิจ รวมถึงความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจที่เป็นดัชนีชี้วัดการลงทุนที่สำคัญได้ฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว



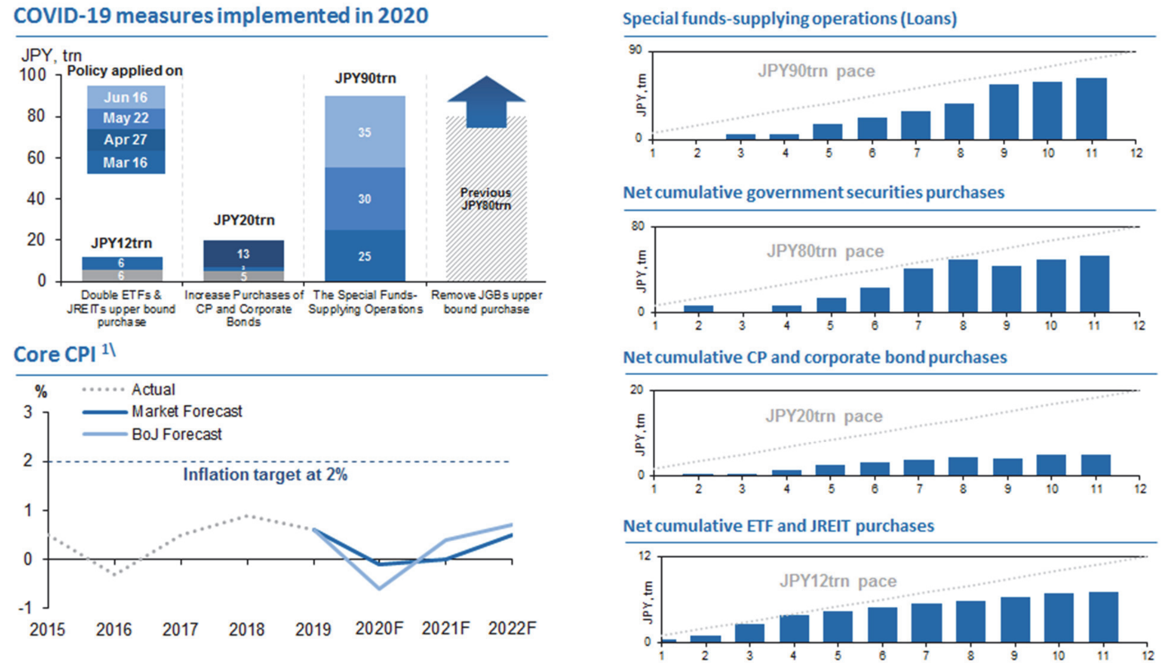
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราคาดว่า BoJ จะยังคงดอกเบี้ยนโยบายตลอดทั้งปี 2021 รวมถึงต่ออายุนโยบายการเพิ่มวงเงินเข้าซื้อสินทรัพย์ไปจนถึงเดือน ก.ย. เป็นอย่างน้อย จากเดิมที่จะสิ้นสุดในเดือน มี.ค.

จากผลกระทบของ COVID-19 ที่ยังคงรุนแรง และสถานการณ์เศรษฐกิจที่ยังไม่ฟื้นตัวดีนัก ทำให้ตลอดทั้งปี 2021F เราคาดว่า BoJ จะคงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ -0.1% สำหรับเงินสำรองส่วนเกินของธนาคารพาณิชย์ (Excess Reserve) และคงเป้าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ไว้ที่ประมาณ “0%” และเคลื่อนไหวในกรอบ +/-0.2% และน่าจะมุ่งเน้นไปที่การดำเนินนโยบายเชิงปริมาณ นั่นคือ 1) การเข้าซื้อ ETFs และ REITs ต่อปีที่ 12 ล้านล้านเยน และ 180 พันล้านเยน ตามลำดับ และยังระบุจะเข้าซื้อในอัตราที่เหมาะสมตามสภาวะของตลาด

2) การเข้าซื้อตราสารหนี้เอกชนระยะสั้น (Commercial Paper) และยาว (Corporate Bonds) รวมกันต่อปีที่ 20 ล้านล้านเยน จนถึงเดือน มี.ค. 2021 3) ยกเลิกเพดานการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลจากเดิมที่กำหนด 80 ล้านล้านเยน ต่อปี และ 4) โครงการเงินกู้ปลอดดอกเบี้ย (Special Funds-Supplying Operations) ที่ให้สถาบันการเงินนำไปปล่อยกู้ให้กับภาคธุรกิจที่ได้รับผลกระทบจาก COVID-19 มูลค่า 90 ล้านล้านเยน ทั้งนี้นโยบายดังกล่าวจะมีกำหนดที่จะสิ้นสุดในเดือน มี.ค. 2021 ซึ่งเราคาดว่า BoJ มีแนวโน้มที่จะขยายกำหนดเวลาออกไปอย่างน้อยหกเดือนจนถึงเดือน ก.ย. 2021

แผนภาพที่ 67: นโยบายเชิงปริมาณที่ BoJ นำมาใช้เพื่อรักษาเสถียรภาพของระบบการเงินมีแนวโน้มที่จะถูกต่ออายุไปอีก 6 เดือนเป็นอย่างน้อย เนื่องจากยังคงมีความต้องการจากทั้งภาครัฐและเอกชนภายใต้การฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่เปราะบางมากจากผลกระทบของ COVID-19 ที่รุนแรง



Note: 1\ Forecast data as of 8 Dec.

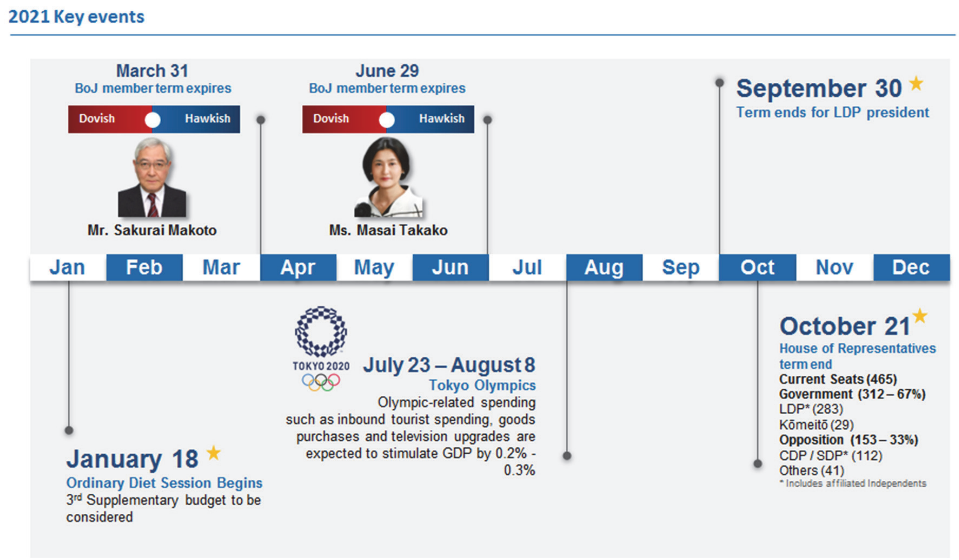
ที่มา: Ministry of Internal Affairs and Communications, BoJ, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ติดตามการครบวาระของคณะกรรมการนโยบายการเงิน, โตเกียวโอลิมปิก และการเลือกตั้งในปี 2021

สำหรับในปี 2021 เรามองว่าประเด็นเศรษฐกิจและการเมืองที่ต้องติดตาม ประกอบด้วย

- การครบวาระของคณะกรรมการนโยบายการเงิน: คณะกรรมการนโยบายการเงิน (Policy Board) จะมีสมาชิกที่ครบวาระ 2 คน จากคณะกรรมการทั้งหมด 9 คน ซึ่งคือนาย Sakurai Makoto ที่จะหมดวาระในเดือน มี.ค. และ นาง Masai Takako ที่จะหมดวาระในเดือน มิ.ย. ซึ่งคาดว่าผู้ที่จะมาสืบทอดตำแหน่งของทั้ง 2 คนจะเป็นบุคลากรจากภาคเอกชน โดยทั้งคู่มีจุดยืนทางนโยบายที่เป็นกลาง ซึ่งทำให้เราคาดว่าการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวจะไม่ส่งผลกระทบต่อการดำเนินนโยบายการเงินต่อจากนี้นัก นั่นหมายความว่านโยบายก็จะยังคงผ่อนคลายอย่างมากอยู่ ซึ่งจะช่วยหนุนการฟื้นตัวของกิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศ
- โตเกียวโอลิมปิก 2021: มหกรรมโอลิมปิกที่จะจัดขึ้นในช่วงปลายเดือน ก.ค. ที่ถูกเลื่อนจากปี 2020 มาจากปี 2021 อย่างไรก็ดี ผลบวกต่อ GDP อาจจะไม่มากอย่างที่เคยประเมินไว้ก่อนหน้านี้ เนื่องจากประชาชนยังคงมีความระมัดระวังในการเดินทาง ซึ่งส่งผลกระทบโดยตรงต่อจำนวนผู้ชมและและนักท่องเที่ยวที่จะเดินทางมาในช่วงมหกรรม ทำให้คาดว่าจะมีผลบวกต่อ GDP เพียงราว 0.2%-0.3%
- การเลือกตั้ง: การเลือกตั้งประธานพรรค LDP ในเดือน ก.ย. ซึ่งนาย Suga มีแนวโน้มที่จะได้รับเลือกให้เป็นประธานพรรคต่ออีกวาระ เนื่องจากแรงสนับสนุนภายในพรรคที่ยังคงแข็งแกร่ง หลังจากนั้นในช่วงเดือน ก.ย. หรือ ต.ค. จะมีการเลือกตั้งสมาชิกสภาผู้แทนราษฎร ซึ่งเรามองว่าพรรค LDP และ Komeito จะยังคงรักษาคะแนนเสียงส่วนใหญ่ในสภาได้ในการเลือกตั้งที่กำลังจะมาถึง ทำให้การเมืองญี่ปุ่นน่าจะยังคงมีเสถียรภาพสำหรับอนาคตอันใกล้ แม้ว่าคะแนนนิยมรัฐบาลของนาย Suga จะลดลงไปบ้าง จากผลกระทบจากการระบาดของ COVID-19 ระลอกใหม่ แต่ยังถือว่ายังได้รับการสนับสนุนจากประชาชนส่วนใหญ่อยู่

แผนภาพที่ 68: เหตุการณ์ที่มีผลกระทบต่อเศรษฐกิจและการเมืองที่ต้องจับตามองในปี 2021 ได้แก่ 1) การครบวาระของคณะกรรมการนโยบายการเงิน 2) โตเกียวโอลิมปิก 2021 3) การเลือกตั้ง



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

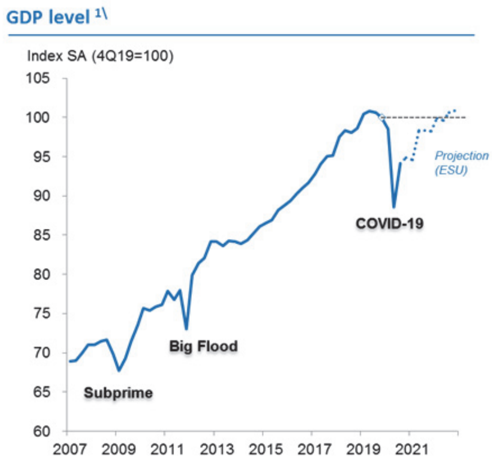
เศรษฐกิจไทย

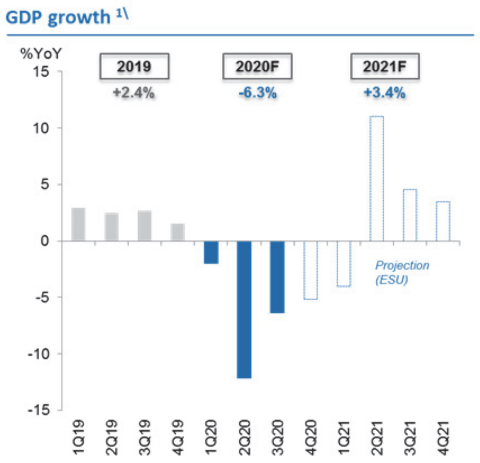
เศรษฐกิจไทยจะทยอยฟื้นตัวต่อเนื่อง โดยคาดว่าจะขยายตัว +3.4% YoY ในปี 2021F การใช้จ่ายภาครัฐถูกคาดหวังให้เป็นตัวขับเคลื่อนหลักจากการเร่งเบิกจ่ายงบประมาณของโครงการที่อยู่ภายใต้ พ.ร.ก. ให้อำนาจกระทรวงการคลังกู้เงินฯ 1 ล้านล้านบาท ด้านการบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในระยะสั้นจากมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายที่ภาครัฐออกมาต่อเนื่องไปยังต้นปี 2021 อย่างไรก็ดี ตลาดแรงงานที่เปราะบางจะยังคงกดดันกำลังซื้อในภาพรวม ขณะที่ภาคการท่องเที่ยวยังน่าห่วงจากการเปิดประเทศที่เป็นไปอย่างช้าๆ ทำให้คาดว่าอาจมีจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเพียง 6 ล้านคน และมีความเสี่ยงโน้มไปด้านต่ำอยู่มาก

คาดเศรษฐกิจไทยโต 3.4% ทยอยฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป

เราคาดว่าเศรษฐกิจไทยได้ผ่านจุดต่ำสุดในไตรมาสสองและจะทยอยปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง โดยคาด GDP ในปี 2021F จะขยายตัว +3.4% YoY โดยมีการใช้จ่ายภาครัฐเป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญ โดยเฉพาะเม็ดเงินจาก พ.ร.ก. ให้อำนาจกระทรวงการคลังกู้เงินฯ 1 ล้านล้านบาท ด้านการบริโภคภาคเอกชนมีแรงสนับสนุนชั่วคราวจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่ภาครัฐระดมออกมาอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ดี การส่งออกบริการจะมีแรงฉุดจากภาคการท่องเที่ยวเป็นหลัก โดยเรามีสมมติฐานว่าในปี 2021F จะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติอยู่ที่ 6 ล้านคน (ซึ่งต่ำกว่าปี 2020F ที่ 6.7 ล้านคน) อิงจากการเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เป็นไปอย่างช้าๆ ทั้งนี้ เราคาดว่า GDP จะกลับสู่ช่วงก่อนที่จะมีการแพร่ระบาดของ COVID-19 ในช่วงปลายปี 2022 เป็นอย่างเร็ว สำหรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย คาดว่าจะทรงตัวที่ 0.50% จนถึงสิ้นปี 2021F เนื่องจาก ธปท. มีความต้องการที่จะเก็บกระสุนที่มีอยู่อย่างจำกัด และเงินเฟ้อที่คาดว่าจะยังอยู่ในช่วงกรอบล่างของกรอบเป้าหมายนโยบายการเงิน

แผนภาพที่ 69: เราคาด GDP จะกลับสู่ช่วงก่อนที่จะมีการแพร่ระบาดของ COVID-19 ในช่วงปลายปี 2022 เป็นอย่างเร็ว





Note: 1\ Projection as of November 2020

ที่มา: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 70: เราคาดว่า GDP ในปี 2021F จะขยายตัว +3.4% YoY โดยภาคการท่องเที่ยวยังน่ากังวล จากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่คาดว่าจะต่ำกว่าปี 2020F

Key economic forecasts for Thailand

Indicators		2019	2020F				2021F			
			BoT (Sep)	FPO (Oct)	NESDC (Nov)	ESU (Nov)	BoT (Sep)	FPO (Oct)	NESDC (Nov)	ESU (Nov)
GDP	%	2.4	-7.8	-7.7	-6.0	-6.3	3.6	4.5	3.5-4.5	3.4
Private Consumption	%	4.5	-3.5	-3.0	-0.9	-1.0	2.0	2.6	2.4	2.1
Public Consumption	%	1.4	3.4	4.0	3.6	2.9	5.1	5.8	4.7	3.5
Private Investment	%	2.8	-11.4	-9.8	-8.9	-9.4	4.2	4.0	4.2	4.4
Public Investment	%	0.2	8.8	10.5	13.7	10.4	11.4	12.2	12.4	8.4
Exports (f.o.b.)	%	-3.3	-8.2	-7.8	-7.5	-7.5	4.5	6.0	4.2	5.9
Imports (f.o.b.)	%	-5.6	-13.7	-12.3	-13.8	-12.8	4.4	8.0	5.3	6.2
Foreign Tourist Arrivals	Million	39.8	6.7	6.7	6.7	6.7	9.0	8.0	5.0	6.0
Headline Inflation	%	0.7	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	1.0	1.0	0.7-1.7	0.8
Dubai Oil Price (avg)	US$/bbl	63	42	42	42	42	46	45	41-51	46
Policy Rate (end)	%	1.25	--	--	--	0.50	--	--	--	0.50
USD/THB (avg)	Bt/US$	31.0	--	31.4	31.3	31.3	--	30.9	30.3-31.3	30.2
USD/THB (end)	Bt/US$	29.8	--	--	--	30.6	--	--	--	30.3

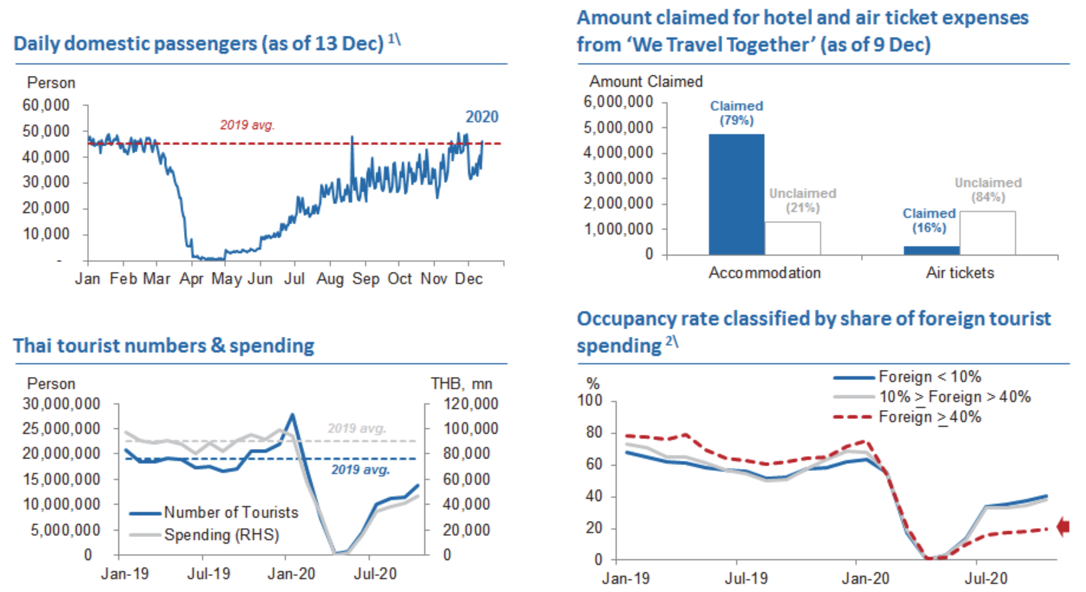
Note: ( ) = As of projections.
ที่มา: NESDC, BoT, FPO, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ธุรกิจที่เกี่ยวเนื่องกับภาคการท่องเที่ยวยังน่าห่วง จากการเปิดประเทศรับนักท่องเที่ยวที่เป็นไปอย่างช้าๆ

แม้ในเดือน ต.ค. ประเทศไทยได้เริ่มเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติแบบอยู่อาศัยระยะยาวผ่านการให้วีซ่าพิเศษ (Special Tourists VISA: STV) แต่มีนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้าเพียง 1,200 คนต่อเดือน นับว่าอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับราว 3 ล้านคนต่อเดือนในช่วงปกติ จะเห็นได้จากข้อมูลอัตราการเข้าพัก (Occupancy Rate) ที่ชี้ว่าอัตราการเข้าพักในจังหวัดที่มีการพึ่งพิงนักท่องเที่ยวต่างชาติสูง (ตั้งแต่ 40% ขึ้นไป) อยู่ในระดับต่ำที่ 19.8% เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยในปี 2019 ที่ 69.2%

ด้านการท่องเที่ยวในประเทศดีขึ้นต่อเนื่อง หลังรัฐบาลออกโครงการ “เราเที่ยวด้วยกัน” ประกอบกับมีวันหยุดพิเศษ ส่งผลให้จำนวนผู้เดินทางรายวันผ่าน 22 สนามบินในประเทศ เพิ่มขึ้นมาจนใกล้เคียงระดับค่าเฉลี่ยในปี 2019 (เฉลี่ย 3.9 หมื่นคนต่อวัน เดือน พ.ย. vs. 4.5 หมื่นคนต่อวัน ในปี 2019) อย่างไรก็ดี ข้อมูลรายเดือนชี้ว่าการใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวในประเทศยังอยู่ในระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในปี 2019 อย่างเห็นได้ชัด และไม่อาจชดเชยรายได้ของนักท่องเที่ยวต่างชาติซึ่งมีสัดส่วนกว่า 2 ใน 3 ของรายได้การท่องเที่ยวทั้งหมดได้ ส่งผลให้ธุรกิจที่เกี่ยวเนื่องกับภาคการท่องเที่ยว โดยเฉพาะโรงแรม ภัตตาคาร และคมนาคมขนส่ง ยังได้รับผลกระทบหนัก โดยเฉพาะในพื้นที่ที่มีการพึ่งพิงรายได้จากนักท่องเที่ยวสูง เช่น ภาคกลางและภาคใต้

แผนภาพที่ 71: จำนวนนักท่องเที่ยวในประเทศฟื้นตัวขึ้น ส่วนหนึ่งได้รับอานิสงส์จากโครงการ “เราเที่ยวด้วยกัน”

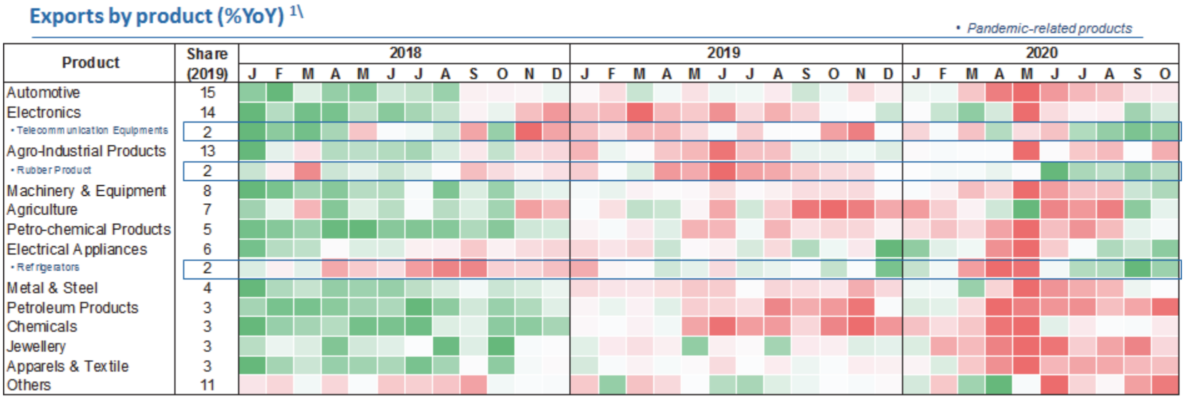


Note: 1\ 22 airports (inbound and outbound). 2\ Data is based on average occupancy rate in the province with a specific range of foreign share of total tourism receipts (2019).
ที่มา: Department of Airports, www.เราเที่ยวด้วยกัน.com, MoTS, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ภาพรวมการส่งออกยังไม่แข็งแรงแม้การส่งออกบางกลุ่มได้รับอานิสงส์จากการแพร่ระบาดของไวรัส

การแพร่ระบาดโควิด-19 กดดันอุปสงค์โลกชะลอลง และส่งผลให้การส่งออกอ่อนแอ โดยสินค้าส่งออกหลักหดตัวต่อเนื่องเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน (YoY) อาทิ ยานยนต์และชิ้นส่วน ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม เครื่องแต่งกายและสิ่งทอ อย่างไรก็ดี การแพร่ระบาดของ COVID-19 ทำให้การส่งออกสินค้าบางกลุ่มได้อานิสงส์จากนโยบาย Work from home หรือความต้องการอุปกรณ์ทางการแพทย์ที่เพิ่มขึ้น อาทิ ผลิตภัณฑ์ยาง อุปกรณ์โทรคมนาคม และตู้เย็น มองไปข้างหน้า เราคาดว่าสถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 ในต่างประเทศที่ยังยืดเยื้อ จะกดดันให้อุปสงค์โลกฟื้นตัวช้า และการส่งออกของไทยในปี 2021 คาดจะขยายตัว 5.9% จากที่หดตัวสูงถึง -7.5% ในปี 2020F

แผนภาพที่ 72: ส่งออกสินค้าที่เกี่ยวเนื่องกับการแพร่ระบาดเติบโตดี ขณะที่สินค้าอื่น ยังอ่อนแอจากอุปสงค์โลกที่เปราะบาง



Note: 1\ Heat map represents the comparison for countries and products with different colors based on a distribution (green = relatively good, red = relatively bad).
ที่มา: BoT, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

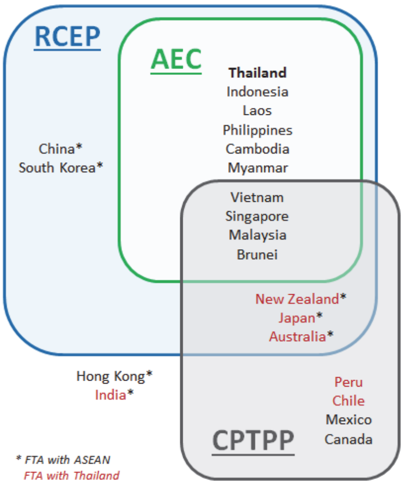
ไทยลงนามเข้าร่วม RCEP แต่คาดผลประโยชน์จากข้อตกลงมีจำกัด

ไทยได้ร่วมลงนามในความตกลงหุ้นส่วนทางเศรษฐกิจระดับภูมิภาค (Regional Comprehensive Economic Partnership : RCEP) ในวันที่ 15 พ.ย. ที่ผ่านมา และจะเข้าสู่การพิจารณาของรัฐสภาก่อนที่จะให้สัตยาบัน ทั้งนี้ รัฐบาลคาดว่าข้อตกลง RCEP จะมีผลบังคับใช้ได้อย่างเร็วที่สุดภายในกลางปี 2021 ซึ่งจะต้องมีประเทศในกลุ่มอาเซียนให้สัตยาบันอย่างน้อย 6 ประเทศ (จาก 10 ประเทศ) และรวมกับกลุ่มประเทศคู่เจรจาอีกอย่างน้อย 3 ประเทศ (จาก 5 ประเทศ)

แม้ว่าข้อตกลง RCEP จะเป็นกลุ่มการค้าเสรีที่ใหญ่ที่สุดในโลก แต่ผลประโยชน์ต่อประเทศไทยนั้นอาจมีจำกัด เนื่องจาก 10 ประเทศสมาชิกอยู่ในข้อตกลงการค้าอาเซียน และอีก 5 ประเทศสมาชิกต่างก็เป็นประเทศที่มีข้อตกลงการค้าระหว่างกลุ่มอาเซียนที่ไทยเป็นประเทศสมาชิกร่วมอยู่ ส่งผลให้สินค้าส่วนใหญ่นั้นได้ลดภาษีไปแล้วตามกรอบ FTA ทั้งนี้ อิงจากงานศึกษาของ Peter A. Pertri and etc. (2017) พบว่า การเข้าร่วม RCEP จะส่งผลให้ประเทศไทยมีรายได้ (Real incomes) เพิ่มขึ้นราว 3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ภายในปี 2030 หรือคิดเป็นสัดส่วน 0.3% ของ GDP

แผนภาพที่ 73: ไทยเข้าร่วม RCEP ซึ่งเป็นความตกลงการค้าเสรี หรือ FTA ที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในโลก

Comparison of AEC, CPTPP and RCEP



	AEC	CPTPP	RCEP
No. of Member Countries	10	11	15
GDP (USD, bn)	3,173	11,198	25,841
% of Global GDP	*4%*	*13%*	*29%*
Exports (USD, bn)	1,426	2,946	5,484
% of Global Exports	*7%*	*15%*	*29%*
% of Thailand Exports to the Members	*26%*	*30%*	*54%*
Imports (USD, bn)	1,389	2,834	4,957
% of Global Imports	*7%*	*15%*	*26%*
% of Thailand Imports from the Members	*19%*	*28%*	*60%*
Population (million persons)	652	507	2,260
Effective Period	Dec 2015	Dec 2018	Nov 2020

ที่มา: DTN, Thaifta, Mreport, Wikipedia, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 74: การเข้าร่วม RCEP คาดจะเพิ่มรายได้ของประเทศไทยราว 3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือคิดเป็นสัดส่วน 0.3% ของ GDP

Change in 2030 real income from 2015: USD, bn

Country	RCEP	CPTPP	
		TPP11 1\	TPP11 + US
Australia	5	12	15
Brunei	0	1	2
Canada	0	22	37
Chile	0	3	4
China	101	-10	-18
Hong Kong	2	1	6
India	57	-4	-5
Indonesia	1	-1	-2
Japan	56	46	125
Malaysia	6	21	52
Mexico	0	16	22
New Zealand	2	3	6
Peru	0	10	11
Philippines	1	0	-1
Singapore	2	13	19
South Korea	24	-3	-8
Thailand	3	-5	-7
United States	1	-2	131
Vietnam	2	11	41

Change in real 2030 income from 2015: % of income

Country	RCEP	CPTPP	
		TPP11 1\	TPP11 + US
Australia	0.2%	0.5%	0.6%
Brunei	0.9%	2.6%	5.9%
Canada	0.0%	0.8%	1.3%
Chile	0.0%	0.7%	0.9%
China	0.4%	0.0%	-0.1%
Hong Kong	0.4%	0.2%	1.2%
India	1.0%	-0.1%	-0.1%
Indonesia	0.0%	-0.1%	-0.1%
Japan	1.1%	0.9%	2.5%
Malaysia	0.9%	3.1%	7.6%
Mexico	0.0%	0.7%	1.0%
New Zealand	0.6%	1.1%	2.2%
Peru	0.0%	2.2%	2.6%
Philippines	0.2%	0.0%	-0.1%
Singapore	0.4%	2.7%	3.9%
South Korea	1.1%	-0.1%	-0.3%
Thailand	0.3%	-0.6%	-0.8%
United States	0.0%	0.0%	0.5%
Vietnam	0.5%	2.2%	8.1%

- RCEP is expected to boost Thai exports and real income by 4.3% and 0.3%, respectively (2030 vs. 2015). 2\
- Industries which should benefit the most from participation in RCEP included water and air transport, trade, light manufacturing, and processed food. Meanwhile, mining & extraction and grains & crops may be the hardest hit. 3\

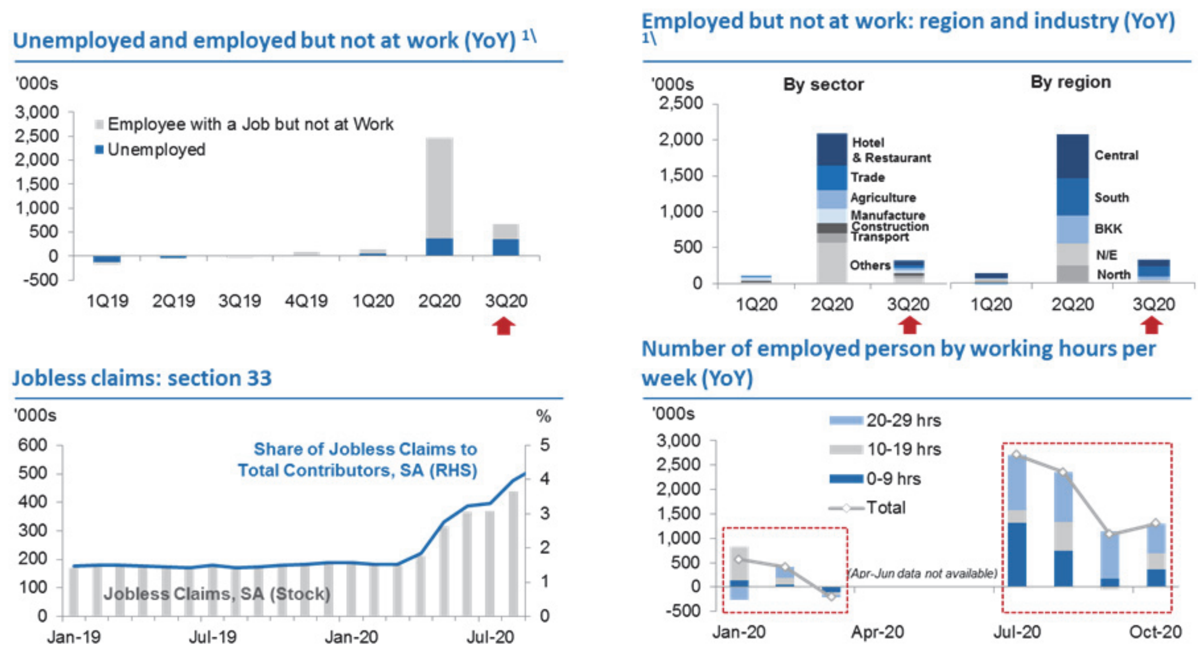
Note: 1\ TPP11 = Australia, Brunei, Canada, Chile, Japan, Malaysia, Mexico, New Zealand, Peru, Singapore, Vietnam.
2\ Estimated by Peter A. Pertri and etc., 2017. 3\ DTN's simulation under scenario 3: RCEP with an exclusion list of sensitive items plus service liberalization.
ที่มา: Peterson Institute for International Economics (Peter A. Pertri and etc., 2017), DTN, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดแรงงานฟื้นตัว แต่ยังเปราะบาง จากการจ้างงานที่ยังไม่กลับสู่ปกติ และมีชั่วโมงการทำงานที่ไม่เต็มเวลา

การแพร่ระบาดของ COVID-19 ทำให้ผู้ประกอบการมีความจำเป็นต้องลดการจ้างงานหรือลดชั่วโมงการทำงานลง หรือต้องหยุดกิจการ โดยในไตรมาส 3 จำนวนคนว่างงานอย่างเป็นทางการเพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อน (YoY) กว่า 3.4 แสนคน ซึ่งเป็นระดับที่ยังใกล้เคียงกับไตรมาส 2 ขณะที่ผู้ว่างงานชั่วคราวที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มผู้มีงานประจำทำ แต่ไม่ได้ทำงาน (With job not work) เพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันปีก่อนอีกกว่า 3 แสนตำแหน่ง (โดยแรงงานในกลุ่มนี้ส่วนใหญ่ทำงานในธุรกิจโรงแรมและภัตตาคาร จึงได้รับผลกระทบอย่างหนักจากจำนวนนักท่องเที่ยวที่หายไป)

แต่นับว่าปรับลดลงมากจากไตรมาส 2 ที่แรงงานกลุ่มนี้เคยพุ่งสูงกว่าปีก่อนถึง 2 ล้านตำแหน่ง หลังภาคธุรกิจได้ทยอยกลับมาดำเนินการตามปกติมากขึ้นตามการผ่อนปรน Lockdown ตั้งแต่เดือน พ.ค. เป็นต้นมา ขณะที่การจ้างงานที่เกิดขึ้นยังมีชั่วโมงการทำงานที่น้อยกว่าปกติ สะท้อนได้จากจำนวนคนที่มีชั่วโมงทำงานต่ำกว่า 30 ชั่วโมงต่อสัปดาห์ (YoY) เพิ่มขึ้นมากในช่วงเดือน ก.ค.-ต.ค. จากช่วงต้นปี ดังนั้น การจ้างงานนับว่ามีสัญญาณที่ดีขึ้น แม้ยังไม่กลับเข้าสู่ภาวะปกติ ทั้งในแง่ของจำนวนการจ้างงานและจำนวนชั่วโมง ซึ่งจะยังเป็นปัจจัยที่ถ่วงกำลังซื้อของครัวเรือนอยู่

แผนภาพที่ 75: แรงงานที่ว่างงานชั่วคราวเริ่มกลับไปทำงาน (รูปซ้ายบน) แต่ยังมีชั่วโมงการทำงานน้อยกว่าปกติ (รูปขวาล่าง)



Note: 1\ Employee did not work at all or worked less than one hour but (1) received wage/salary, profits from business enterprise or farm during the period of absence; or (2) did not receive wages/salary, profits from business enterprise or farm during the period of absence but had regular jobs or business they would return to.
ที่มา: BoT, NSO, SSO, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

รัฐระดมออกมาตรการกระตุ้นการบริโภคภาคเอกชนในช่วง 4Q20 ต่อเนื่องไปจนถึงต้นปี 2021

หลังจากที่การแพร่ระบาดของ COVID-19 ส่งผลให้กำลังซื้อของผู้บริโภคอ่อนแอ รัฐบาลระดมออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพื่อพยุงการบริโภคภาคเอกชนในเฟส 1 ที่ออกมาในช่วง 4Q20 และได้มีการออกมาตรการต่อในเฟส 2 (8 ธ.ค.) ที่ขยายระยะเวลาในบางโครงการไปจนถึงต้นปี 2021 ประกอบด้วย

1) โครงการ "เพิ่มกำลังซื้อให้แก่ผู้มีบัตรสวัสดิการแห่งรัฐ" วงเงิน 2.1 หมื่นล้านบาท ซึ่งจะเพิ่มวงเงินค่าซื้อสินค้าบริโภคอุปโภคที่จำเป็นจากร้านธงฟ้าราคาประหยัดพัฒนาเศรษฐกิจท้องถิ่น (ร้านธงฟ้า) ให้แก่ผู้มีรายได้น้อย 14 ล้านคน จำนวน 500 บาทต่อคนต่อเดือน ในช่วงเดือน ม.ค.-มี.ค. 2021

2) โครงการ "คนละครึ่ง" วงเงิน 2.3 หมื่นล้านบาท ซึ่งรัฐจะร่วมจ่าย (Co-pay) ค่าใช้จ่ายด้านเครื่องดื่ม อาหาร และสินค้าทั่วไป ในอัตรา 50% ไม่เกิน 150 บาท/วัน คนละไม่เกิน 3,500 บาท ให้แก่ผู้ลงทะเบียน 5 ล้านคน และเพิ่มวงเงินให้กับผู้ลงทะเบียนในเฟส 1 จำนวน 10 ล้านคน อีกคนละ 500 บาท ในช่วงเดือน ม.ค.-มี.ค. 2021

3) โครงการ "เราเที่ยวด้วยกัน" วงเงิน 1.5 หมื่นล้านบาท ซึ่งรัฐจะให้ส่วนลด 40% ของค่าที่พัก ค่าตั๋วเครื่องบิน และค่าอาหาร โดยจะเพิ่มจำนวนวันเข้าพักเป็น 15 คืนต่อ 1 สิทธิ (จากเดิม 10 คืนต่อ 1 สิทธิ) และเพิ่มเพดานการอุดหนุนค่าตั๋วเครื่องบินในจังหวัดที่พึ่งพารายได้จากนักท่องเที่ยวต่างชาติสูง ได้แก่ ภูเก็ต กระบี่ พังงา สงขลา สุราษฎร์ธานี เชียงใหม่ และ

เชียงราย และมีการขยายระยะเวลาในการใช้สิทธิออกไปจนถึงเดือน เม.ย. 2021

4) โครงการ “ประกันราคาสินค้าเกษตร” วงเงิน 5.7 หมื่นล้านบาท แบ่งออกเป็น การประกันราคาข้าว 4.7 หมื่นล้านบาท และการประกันราคายางพารา 1 หมื่นล้านบาท โดยจากราคา ณ ปัจจุบัน (ราคาเฉลี่ยเดือน พ.ย.) พบว่าราคาข้าวและยางพาราอยู่ในระดับต่ำกว่าราคาประกันหลายรายการ

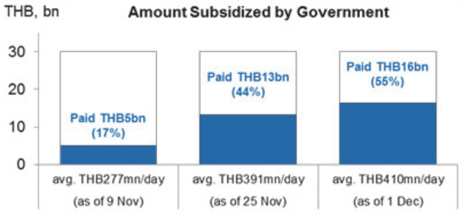
เราคาดว่ามาตรการเหล่านี้จะช่วยพยุงให้ผู้บริโภคมีกำลังซื้อเพิ่มขึ้นและออกมาจับจ่ายใช้สอยอย่างคึกคักในช่วง 4Q20 จนถึงต้นปี 2021 อย่างไรก็ดี หลังมาตรการกระตุ้นการบริโภคสิ้นสุดลงแล้ว ผู้บริโภคอาจกลับมาระมัดระวังการใช้จ่ายภายใต้ภาวะเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวช้า หลังจากที่ได้มีการเร่งใช้จ่ายไปแล้วในช่วงก่อนหน้า ประกอบกับตลาดแรงงานที่ยังเปราะบางและหนี้ครัวเรือนที่ยังอยู่ในระดับสูง

แผนภาพที่ 76: รัฐบาลออกมาตรการกระตุ้นการบริโภคภาคเอกชนอย่างต่อเนื่องไปจนถึงต้นปี 2021

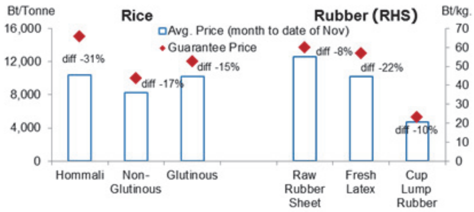
Consumption stimulus measures (as of 8 Dec)

	Phase 1	Phase 2 (Approved 8 Dec)
Cash Handouts for State-welfare Card Holders		
Target	14 million persons	14 million persons
Budget	THB21bn	THB21bn
Period	1 Oct - 31 Dec 2020	1 Jan - 31 Mar 2021
The Half-half Co-payment		
Target	10 million persons	5 million persons
Budget	THB30bn	TH23bn
Period	23 Oct - 31 Dec 2020	1 Jan - 31 Mar 2021
Shop Dee Mee Kuen		
Target	3.7 million persons	--
Budget	(Govt expects THB11bn tax revenue loss)	--
Period	23 Oct - 31 Dec 2020	--
We Travel Together		
Target	Thais tourist	Thais tourist
	Benefits for accommodation	
	Maximum of 10 nights	Maximum of 15 nights
	Benefits for air tickets	
	Discount of up to 2,000 baht per seat	Discount of up to 3,000 baht per seat
Budget	--	THB15bn
Period	21 Jul - 31 Jan 2021	until 30 Apr 2021
Farm Income Guarantee [1\]		
Target	4.7 million households	--
Budget	THB57bn	--
Period	Oct 2020 – May 2021	--

The Half-half Co-payment scheme



Farm Income Guarantee scheme

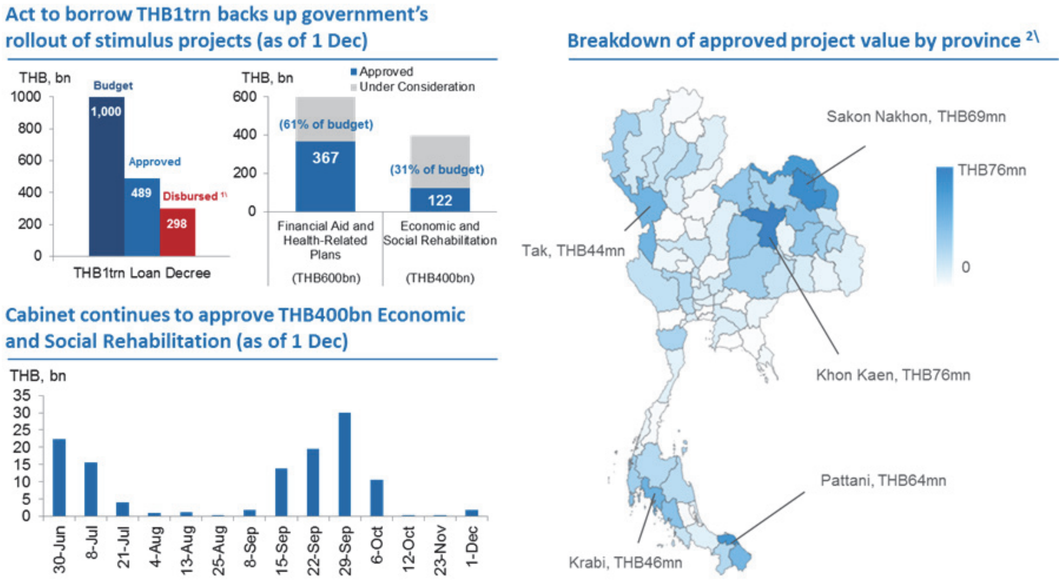


Note: 1\ Farm income guarantee for rice (THB47bn) and rubber (THB10bn)
ที่มา: Royal Thai Government, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ครม. ต้องเร่งอนุมัติโครงการภายใต้ พ.ร.ก. ให้อำนาจกระทรวงการคลังกู้เงินฯ 1 ล้านล้านบาท ก่อนที่อำนาจในการกู้เงินจะสิ้นสุดในเดือน ก.ย. 2021

รัฐบาลอนุมัติโครงการภายใต้ พ.ร.ก. ให้อำนาจกระทรวงการคลังกู้เงินฯ 1 ล้านล้านบาทอย่างต่อเนื่อง โดยปัจจุบัน (ณ 1 ธ.ค.) ครม. อนุมัติโครงการไปแล้วมูลค่าราว 4.9 แสนล้านบาท หรือมีสัดส่วนราว 50% ของงบประมาณ เราคาดว่า ครม. จะเร่งอนุมัติโครงการที่เหลือภายในปีงบประมาณ 2021 โดยเฉพาะโครงการที่อยู่ภายใต้มาตรการฟื้นฟูเศรษฐกิจและสังคม วงเงิน 4 แสนล้านบาท เนื่องจาก พ.ร.ก. ให้อำนาจกระทรวงการคลังกู้เงินฯ 1 ล้านล้านบาท มีข้อกำหนดว่า “ให้กระทรวงการคลังโดยอนุมัติคณะรัฐมนตรีมีอำนาจกู้เงินบาทหรือเงินตราต่างประเทศ หรือออกตราสารหนี้ โดยต้องลงนามในสัญญากู้เงินหรือออกตราสารหนี้ภายในวันที่ 30 ก.ย. 2021” ดังนั้น รัฐบาลจำเป็นต้องเร่งอนุมัติและทำสัญญากู้เงินให้เสร็จก่อนสิ้นปีงบประมาณ 2021

แผนภาพที่ 77: รัฐบาลยังเหลือเม็ดเงิน 50% จาก พ.ร.ก. ให้อำนาจกระทรวงการคลังกู้เงินฯ 1 ล้านล้านบาท และต้องเร่งทำสัญญากู้เงินก่อนอำนาจในการกู้เงินจะสิ้นสุดภายในวันที่ 30 ก.ย. 2021



Note: 1\ As of 30 Dec 2020. 2\ Excluding non specific-province project value based on ThaiME calculation.
ที่มา: Budget Bureau, NESDC, Royal Thai Government, ThaiME, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การลงทุนภาครัฐยังคงเดินหน้าต่อเนื่อง ขณะที่โครงการ EEC ส่วนใหญ่จะเริ่มเข้าสู่การก่อสร้างได้ในปี 2021

การลงทุนภาครัฐคาดว่าจะขยายตัวสูงต่อเนื่องในปี 2021 นำโดยการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานในพื้นที่ EEC ประกอบด้วย 1) โครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน 2) โครงการท่าเรือแหลมฉบัง เฟส 3 และ 3) โครงการท่าเรือมาบตาพุด เฟส 3 ที่จะเริ่มมีการทยอยส่งมอบพื้นที่และเริ่มเข้าสู่ระยะก่อสร้าง ด้านการลงทุนในโครงการสนามบินอู่ตะเภา คาดว่าจะเริ่มก่อสร้างได้ในปี 2022 เนื่องจากติดปัญหาการส่งมอบพื้นที่ นอกจากนี้ โครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก บางขุนนนท์-ศูนย์วัฒนธรรม และโครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้ เตาปูน-ราษฎร์บูรณะ อาจมีความคืบหน้าเรื่องการประมูลมากขึ้นในปี 2021

แผนภาพที่ 78: การลงทุนภาครัฐมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นในปี 2021 นำโดยการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานในพื้นที่ EEC

Progress on EEC and selected infrastructure projects (as of Nov 2020)

Projects	Value (THB, bn)	Operation Plan: Cabinet approved	Bidding	Land Transfer	Construction	Finished
High-Speed Rail Linked 3 Airports	225	1Q18	4Q18	1Q21-4Q23	2Q21	2028
Phayathai —> Suvamabhumi (Airport Rail Link)				1Q21		
Suvamabhumi —> U-Tapao				3Q21		2024
Don-Mueang —> Phayathai				4Q23		2028
U-Tapao Airport	290	4Q18	1Q19	4Q21	1Q22	2024
Leam Chabang Seaport (Phase 3)	84	4Q18	1Q19	4Q20-4Q22	1Q21	2024
Infrastructures 1\	53		1Q19	4Q20	1Q21	2024
Ports	31		1Q21	4Q22	1Q23	2024
Maptaphut (Phase 3)	55	4Q18	1Q19	1Q21	2Q21	2026
Purple Line: Tao Poon-Ratburana 2\	131	3Q17	1Q21	2Q21	3Q21	2027
Orange Line (West): Bang Khun Non-Thailand Cultural Centre 3\	120	1Q20	4Q20	n/a	n/a	2026

(Estimated operation plan)

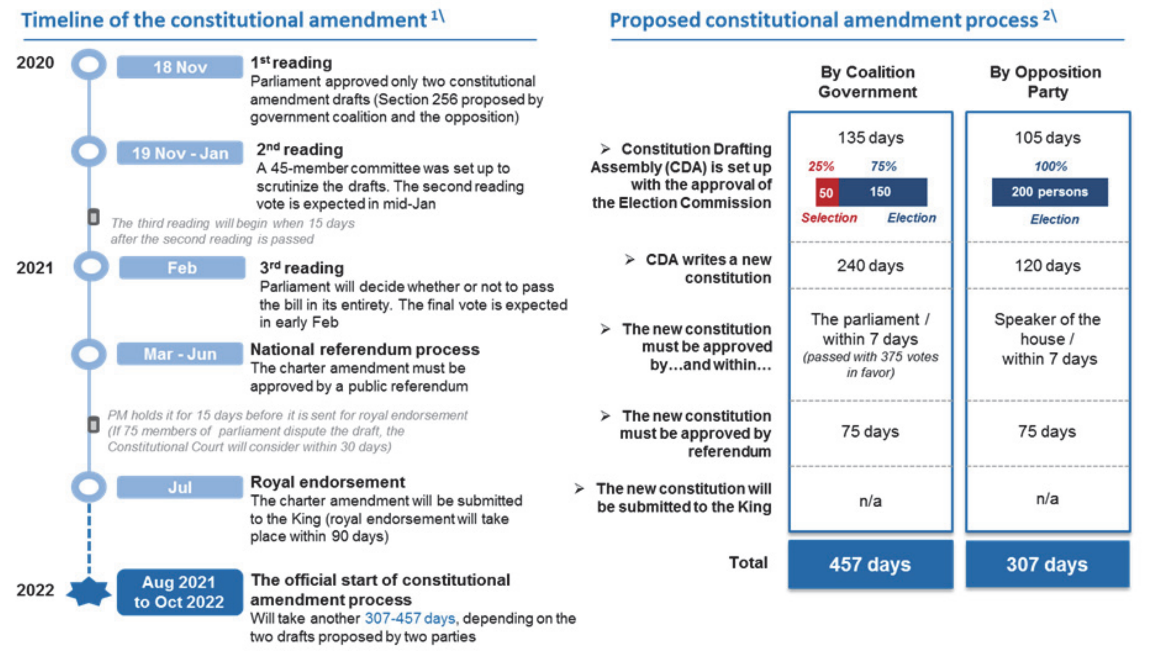
Note: 1\ Port land reclamation: CNNC - which comprises Prima Marine, Nathalin and Zhonggang Construction Group (China) won bidding for THB21bn; the rest of the projects such as single rail transfer operation, port facilities and ICT will see bidding later in 2023-2024. 2\ Timeline is expected to be delayed due to land expropriation. 3\ MRTA put the bidding on hold to wait for the Supreme Administrative Court's decision
ที่มา: Local News, MoT, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ร่าง พ.ร.บ. แก้ไขรัฐธรรมนูญ จะเริ่มเข้าสู่กระบวนการอย่างเป็นทางการได้ในช่วงครึ่งหลังของปี 2021

รัฐสภาได้มีมติรับหลักการ ร่าง พ.ร.บ. แก้ไขรัฐธรรมนูญ มาตรา 256 จำนวน 2 ฉบับที่ยื่นโดยพรรคร่วมฝ่ายรัฐบาลและพรรคร่วมฝ่ายค้าน โดยทั้ง 2 ฉบับเสนอให้แก้ไขมาตรา 256 เพื่อเปิดทางให้มีการตั้งสมาชิกสภาร่างรัฐธรรมนูญ (ส.ส.ร.) 200 คน มาทำหน้าที่แก้ไขรัฐธรรมนูญเหมือนกัน แต่มีข้อแตกต่างกันตรงที่พรรคร่วมรัฐบาลเสนอให้ ส.ส.ร. 50 คนมีที่มาจากการแต่งตั้ง

ส่วนพรรคร่วมฝ่ายค้านเสนอให้ ส.ส.ร. ทั้งหมดมาจากการเลือกตั้ง ในขั้นตอนต่อไปจะมีการพิจารณาวาระสองและวาระสามในช่วงเดือน ม.ค.-ก.พ. หลังจากนั้น ร่างฯ จะต้องทำกระบวนการประชามติในช่วง มี.ค.-มิ.ย. 2021 ก่อนที่จะนำขึ้นทูลเกล้าฯ หลังจากนั้นจะเข้าสู่กระบวนการแก้ไขรัฐธรรมนูญในช่วงครึ่งหลังของปี 2021 ซึ่งจะต้องใช้เวลาประมาณ 307-457 วัน ดังนั้น คาดว่าเราจะเห็นร่างฯ ใหม่ ในช่วงครึ่งหลังของปี 2022 ทำให้ประเด็นเรื่องการเมืองเกี่ยวกับการแก้ไขรัฐธรรมนูญ จะเกิดขึ้นตลอดในช่วง 2 ปีข้างหน้านับจากนี้

แผนภาพที่ 79: คาดร่าง พ.ร.บ. แก้ไขรัฐธรรมนูญจะเริ่มเข้าสู่กระบวนการแก้ไขอย่างเป็นทางการในช่วงครึ่งหลังของปี 2021



Note: 1\ As of 4Dec. 2\As of 5 Sep.
ที่มา: BBC, iLaw, Local News, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ข่าวดีเรื่องการค้นพบวัคซีนหนุนเงินบาทแข็งค่า จากความคาดหวังของการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว

จากการศึกษาแนวโน้มการเคลื่อนไหวของค่าเงินตั้งแต่ในช่วงปี 2000 ถึงปัจจุบัน พบว่า ค่าเงินบาทมักจะแข็งค่า/อ่อนค่าระดับปานกลางที่ 5% และระดับสูงที่ 10% ก่อนที่จะเปลี่ยนไปเคลื่อนไหวในทิศทางตรงกันข้าม โดยหากสมมติให้เงินบาทแข็งค่า 5% และ 10% จากช่วงเดียวกันปีก่อน (YoY) เท่ากันทุกเดือนของปี 2021 จะทำให้มีโอกาสได้เห็นค่าเงินบาทในบางช่วงเดือนแตะระดับที่ 28-29 บาทได้

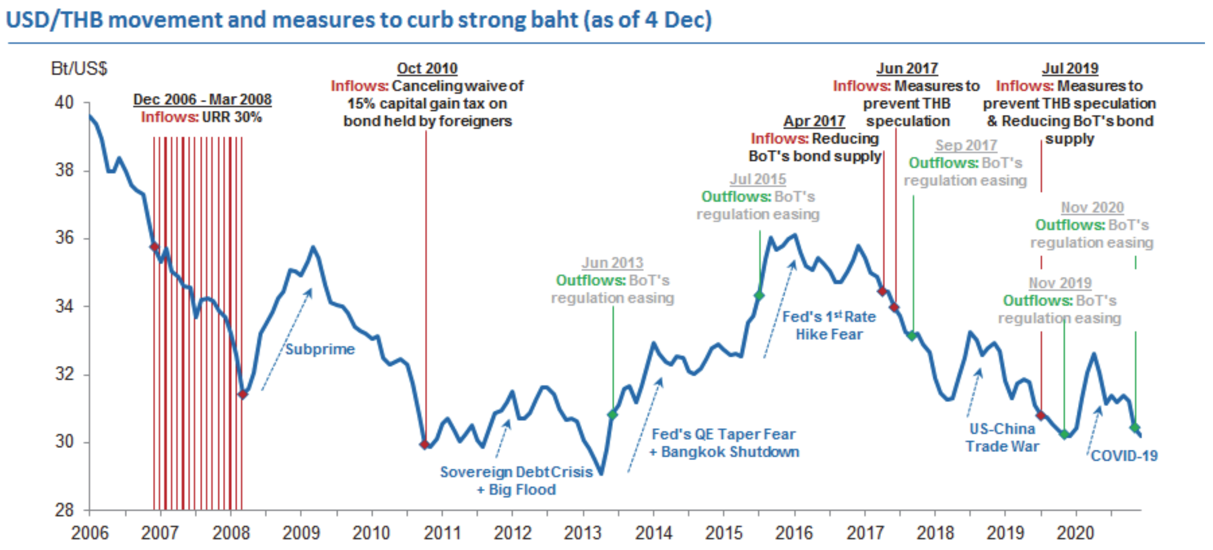
อย่างไรก็ดี ในความเป็นจริงเรามองว่ามีความเป็นไปได้ยากที่ค่าเงินบาทจะแข็งค่า 5-10% ในตลอดทุกเดือนๆ เพราะจะสร้างกังวลให้แก่ภาคธุรกิจทั้งในเรื่องการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและความสามารถทางการแข่งขันด้านการส่งออก โดยเฉพาะสินค้าที่มีความอ่อนไหวสูง เช่น สินค้าโภคภัณฑ์ เป็นต้น อีกทั้งจะสร้างแรงกดดันไปยัง ธปท. ให้มีการดำเนินนโยบายเชิงรุกมากขึ้น เพื่อช่วยลดแรงกดดันต่อการแข็งค่าของค่าเงินบาท

ที่ผ่านมามาตรการที่ ธปท. นำออกมาใช้เพื่อช่วยดูแลค่าเงินบาท สามารถแบ่งออกเป็น 2 กลุ่มหลัก ได้แก่ 1) การปรับปรุงเกณฑ์ที่เอื้อให้เงินทุนไหลออก อาทิ การอนุญาตให้นักลงทุนรายย่อยสามารถลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศ หรือการอนุญาตให้ผู้ส่งออกสามารถฝากเงินไว้ในต่างประเทศโดยไม่จำกัดเวลา และ 2) การลดปริมาณเงินไหลเข้า อาทิ การลดการออกพันธบัตรระยะสั้น

การป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาทด้วยการจำกัดการปล่อยสภาพคล่องบาทให้กับนักลงทุนหรือสถาบันการเงินแต่ละกลุ่ม อย่างไรก็ดี จากข้อมูลในอดีตพบว่ามาตรการสกัดการแข็งค่าของเงินบาทอาจช่วยชะลอให้เงินบาทแข็งค่าช้าลงได้บ้าง โดยความมีประสิทธิผลของนโยบายจะขึ้นอยู่กับบริบทของสถานการณ์เศรษฐกิจในช่วงเวลานั้นว่าเป็นอย่างไร ซึ่งส่วนใหญ่แล้วทิศทางการเคลื่อนไหวของค่าเงินบาทจะขึ้นอยู่กับปัจจัยต่างประเทศเป็นสำคัญ

ทั้งนี้ เราคาดเงินบาทเฉลี่ยในปี 2021F จะอยู่ที่ 30.2 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้นจากปี 2020F (vs. 31.3 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 2020F) ตามทิศทางการอ่อนค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ และการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ โดยเฉพาะจากข่าวดีเรื่องการพัฒนาวัคซีน ซึ่งคาดว่าจะทำให้มีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศเป็นการทั่วไปได้มากขึ้น โดยเฉพาะในช่วงไตรมาส 4

แผนภาพที่ 80: มาตรการสกัดการแข็งค่าของเงินบาทของธปท. ช่วยชะลอการแข็งค่าของเงินบาทได้บ้าง แต่ความสัมฤทธิ์ผลของนโยบายขึ้นอยู่กับปัจจัยต่างประเทศเป็นสำคัญ



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ไทยมีเสถียรภาพเศรษฐกิจในปี 2021F ยังแข็งแรงหากเทียบกับประเทศในตลาดเกิดใหม่

แม้เศรษฐกิจได้รับผลกระทบอย่างหนักจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่ทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวฟื้นตัวได้ช้าและทำให้เศรษฐกิจไทยน่าจะขยายตัวได้ไม่สูงมากนักในปี 2021F แต่หากเปรียบเทียบด้านเสถียรภาพเศรษฐกิจกับประเทศในตลาดเกิดใหม่ด้วยกัน นับว่าประเทศไทยยังมีความแข็งแกร่งกว่าโดยเปรียบเทียบด้วยแรงหนุนจากความแข็งแรงในส่วนของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศที่สูง การเกินดุลบัญชีเดินสะพัด รวมทั้งเงินเฟ้อและการว่างงานที่ต่ำ แม้ว่าการขยายตัวของ GDP อาจอยู่ในกลุ่มที่ไม่โดดเด่นเท่ากับประเทศอื่นๆ จึงนับว่าเศรษฐกิจไทยยังมีเสถียรภาพ และทนทานต่อแรงเสียดทานได้ดีกว่าประเทศอื่นๆ ในตลาดเกิดใหม่ แม้ในภาวะวิกฤต

แผนภาพที่ 81: ในปี 2021F ประเทศไทยจะมีเสถียรภาพแข็งแกร่งที่สุด เมื่อเทียบกับประเทศตลาดเกิดใหม่

Indicators of internal and external balance: Thailand vs. Peers (2021F) 1\

OVERALL	GDP Growth (%)	Inflation (%)	Jobless Rate (%)	Fiscal Balance (% GDP)	C/A Balance (% GDP)	Public Debt (% GDP)	External Debt (% GDP)	SR External Debt / Reserves (%)	Reserves (% GDP)
Thailand	India	Indonesia	Thailand	Bulgaria	Thailand	Russia	China	Philippines	Thailand
Bulgaria	China	Bulgaria	Vietnam	Russia	Bulgaria	Bulgaria	India	Russia	Philippines
Peru	Malaysia	Thailand	Malaysia	Mexico	Russia	Chile	Philippines	Thailand	Peru
Russia	Philippines	Peru	China	Hungary	Poland	Peru	Thailand	Peru	Bulgaria
Vietnam	Peru	Colombia	Bulgaria	Chile	Malaysia	Indonesia	Vietnam	Brazil	Russia
Philippines	Vietnam	Poland	Hungary	Peru	Vietnam	Turkey	Indonesia	India	Vietnam
Malaysia	Indonesia	Malaysia	Poland	Poland	Argentina	Vietnam	Russia	Vietnam	Malaysia
Poland	Turkey	Romania	Russia	Malaysia	China	Romania	Peru	Mexico	Brazil
China	Argentina	Chile	Mexico	Thailand	Brazil	Philippines	Mexico	Colombia	Poland
Indonesia	Poland	China	Romania	Vietnam	Mexico	Thailand	Romania	Bulgaria	Colombia
Mexico	Romania	Brazil	India	Indonesia	Peru	Poland	Brazil	Indonesia	Turkey
India	Chile	Philippines	Indonesia	Argentina	Hungary	Mexico	Colombia	Poland	China
Chile	Bulgaria	Russia	Philippines	Colombia	Turkey	Malaysia	Bulgaria	China	India
Brazil	Colombia	Mexico	Peru	Brazil	India	China	South Africa	Romania	Mexico
Romania	Thailand	Hungary	Argentina	Philippines	Philippines	Colombia	Poland	Chile	South Africa
Colombia	Hungary	India	Chile	Turkey	South Africa	Hungary	Malaysia	Hungary	Chile
Hungary	Mexico	South Africa	Turkey	Romania	Indonesia	South Africa	Argentina	South Africa	Romania
Turkey	South Africa	Vietnam	Brazil	India	Chile	India	Turkey	Malaysia	Hungary
Argentina	Brazil	Turkey	Colombia	South Africa	Colombia	Argentina	Chile	Turkey	Indonesia
South Africa	Russia	Argentina	South Africa	China	Romania	Brazil	Hungary	Argentina	Argentina

Note: 1\ Heat map represents the country comparison for various indicators with different colors based on a distribution (green = relatively good, red = relatively bad). Indicators of external debt and reserves forecasts are based on Trading Economics, whilst others are based on IMF's estimate. For short-term external debt forecast, the 2021 figure is assumed as the same percentage share of external debt as 2020 which is based on the 1Q20 or 2Q20 actual data.

ที่มา: IMF, World Bank, BoT, Trading Economics, theglobaleconomy.com, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Our Team

TISCO Economic Strategy Unit

คมศร ประกอบผล
Head of Economic Strategy Unit
(66) 2633 6250
komsorn@tisco.co.th

ธรรมรัตน์ กิตติสิริพัฒน์
Head of Economics
(66) 2633 6474
thammaratk@tisco.co.th

ซาร่า ผลพิบูลย์
Economist
(66) 2633 6486
sarah@tisco.co.th

ทิพย์รัตน์ นันทปรีดาวัฒน์
Strategist
(66) 2633 6249
tipparatn@tisco.co.th

วิลันดา ดิสรเตติวัฒน์
Economist
(66) 2633 6470
wilanda@tisco.co.th

กัฐสพันธ ตั้งเจริญอนันต์
Research Assistant
(66) 2633 6488
gutsaphun@tisco.co.th

พชร เย็นไพศาล
Research Assistant
(66) 2633 6428
pacharay@tisco.co.th

สิทธิวัฒน์ เจริญสถาพร
Research Assistant
(66) 2633 6497
sittiwat@tisco.co.th

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	สยามพารากอน ชั้น 4	02 610 9575	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
จันทร์ - ศุกร์	สำนักงานใหญ่	02 633 6217	เพชรบุรีตัดใหม่	02 318 3717	อาคารภคินท์	02 633 4333
	ศรีนครินทร์	02 006 5000	รัตนาธิเบศร์	02 965 5844	รังสิต	02 959 2166
	วรจักร	02 621 0141	เยาวราช	02 623 2212	ราชวงศ์	02 622 8220
	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	พัทยา	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	โลตัส โคราช	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	ถนนรัษฎา ภูเก็ต	076 354 545	สงขลา	074 815 000
ถนนนิพัทธ์อุทิศ หาดใหญ่			074 238 855	สุราษฎร์ธานี	077 275 633		