

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

ตลาดหุ้นมีการตอบรับต่อข่าวสงคราม
ไปค่อนข้างมากแล้ว และอาจฟื้นตัวขึ้นได้
ในระยะสั้น

ผลกระทบจากสงครามอาจซ้ำเติมปัญหา
เงินเฟ้อสูงในปัจจุบัน จนทำให้ธนาคาร
กลางจำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้ม
งวดขึ้น ซึ่งจะเป็นปัจจัยลบต่อตลาดหุ้น
ในระยะข้างหน้า

ตลาดหุ้นมี Downside มากขึ้นในระยะ
กลาง แนะนำให้นักลงทุนใช้จังหวะที่ตลาด
หุ้นฟื้นตัวขึ้น ลดน้ำหนักการลงทุนใน
สินทรัพย์เสี่ยงลง

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY	04
• ตลาดหุ้น	07
• ตลาดตราสารหนี้	18
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	20
GLOBAL ECONOMIC INSIGHT	24
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ	25
• เศรษฐกิจยุโรป	31
• เศรษฐกิจจีน	38
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น	43
• เศรษฐกิจไทย	47

ข้อมูล บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทวิเคราะห์ และ การคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์

ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก

กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscoverwealth.com

EXECUTIVE SUMMARY

เราจะมองตลาดหุ้นอาจฟื้นตัวขึ้นในระยะสั้น จากสงครามรัสเซีย-ยูเครน ตามการประเมินโดยใช้ EYG Earning Yield Gap (EYG) ซึ่งปรับเพิ่มขึ้นแล้ว +69bps ใกล้เคียงกับเหตุการณ์ความขัดแย้งในอดีต ได้แก่ การโจมตี 9/11 ในปี 2001 (+78bps) การผนวกโครเอเชียโดยรัสเซียในปี 2014 (+54bps) และการโหวต Brexit ในปี 2016 (+15bps) EYG ที่เพิ่มขึ้นดังกล่าว จึงน่าจะเป็นการตอบสนองต่อความขัดแย้งระหว่างประเทศที่มากพอสมควรแล้ว ซึ่งหากผลกระทบไม่ได้ลุกลามจนนำไปสู่วิกฤตเศรษฐกิจ EYG ก็ไม่น่าปรับสูงขึ้นไปกว่านี้

อย่างไรก็ตาม ผลกระทบจากสงครามทำให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับสูงขึ้นในหลายกลุ่มสินค้า ซึ่งอาจซ้ำเติมปัญหาเงินเฟ้อสูงจนทำให้ธนาคารกลางจำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น เพื่อควบคุมเงินเฟ้อ ซึ่งจะเป็นปัจจัยที่ทำให้ตลาดหุ้นเข้าสู่ภาวะ Slowdown ในระยะข้างหน้า

ตลาดหุ้นถูกขับเคลื่อนจากมุมมองของเศรษฐกิจและนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า ซึ่งสามารถอธิบายได้ด้วยการเคลื่อนไหวของ Bond yield เป็นวัฏจักร 4 ระยะ ได้แก่ Easing, Reflation, Tightening และ Slowdown

ตลาดหุ้นในปัจจุบันกำลังอยู่ในภาวะ Tightening คล้ายกับในช่วงปี 2018 ที่ Fed กำลังอยู่ในระหว่างการปรับขึ้นดอกเบี้ย และลดขนาดงบดุล (QT) เพื่อลดความรุนแรงของเศรษฐกิจลง สะท้อนใน Bond yield ระยะสั้น ที่ปรับเพิ่มขึ้นเร็วกว่า Bond yield ระยะยาว ขณะที่ตลาดหุ้นมีการตอบสนองนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น และปรับฐานลง 2 รอบ รอบแรก เกิดขึ้นในช่วงปลายของระยะ Tightening โดยมีการปรับฐานลง -10% ก่อนจะพักฐานเคลื่อนไหวในกรอบแคบราว +/-5% เป็นระยะเวลาประมาณ 1 เดือน และปรับฐานลงต่ออีกรอบประมาณ -15% เมื่อเข้าสู่ภาวะ Slowdown

ตลาดหุ้นในปัจจุบัน ดูเหมือนจะมีการตอบสนองต่อภาวะดังกล่าวคล้ายกัน โดยปรับฐานลงจากจุดสูงสุดในต้นเดือน ม.ค. แล้ว -13% ซึ่งหากนับการปรับฐานดังกล่าวเป็นการปรับฐานรอบแรก ขาลงของตลาดหุ้นรอบนี้อาจยังไม่สิ้นสุด และชี้ว่าตลาดหุ้นอาจปรับตัวลงอีกรอบเมื่อเข้าสู่ภาวะ Slowdown ซึ่งเป็นภาวะที่ตลาดหุ้นจะขาดปัจจัยบวกทั้งจากเศรษฐกิจและนโยบายการเงิน ทำให้ความเสี่ยงขาลง เปิดกว้างขึ้น

เราจึงแนะนำให้นักลงทุนใช้จังหวะที่ตลาดหุ้นฟื้นตัวขึ้นในระยะสั้นลดน้ำหนักการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงลง เพื่อรองรับกับความเป็นไปได้ที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอยในระยะกลาง

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- ตลาดหุ้นมีการตอบรับต่อข่าวสงครามไปค่อนข้างมากแล้ว และอาจฟื้นตัวขึ้นได้ในระยะสั้น
- อย่างไรก็ดี ผลกระทบจากสงครามอาจซ้ำเติมปัญหาเงินเฟ้อสูงในปัจจุบัน จนทำให้ธนาคารกลางจำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น ซึ่งจะเป็นปัจจัยลบต่อตลาดหุ้นในระยะข้างหน้า
- เรามองว่าตลาดหุ้นมี Downside มากขึ้นในระยะกลาง แนะนำให้นักลงทุนใช้จังหวะที่ตลาดหุ้นฟื้นตัวขึ้น ลดน้ำหนักการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงลง

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting					Themes
	Underweight	Neutral	Overweight			
ตราสารหนี้ไทย		●	●			- ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของไทยปรับตัวขึ้นแรงตาม Bond yield สหรัฐฯ มาอยู่ที่ 2.3% - เรามอง Bond yield สหรัฐฯ เพิ่มขึ้นสะท้อนการขึ้นดอกเบี้ยไปมากแล้ว ซึ่งจะส่งผลให้ Bond yield ระยะยาวทั้งไทยและสหรัฐฯ อาจเพิ่มขึ้นได้จำกัดต่อจากนี้ - เพิ่มน้ำหนักเป็น Neutral
ตราสารทุน						
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ			●			- การฟื้นตัวของเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง ท่ามกลางผลบวกที่ลดลงของการเปิดเศรษฐกิจ และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจการคลัง - เรามองตลาดมี price-in ประเด็นการขึ้นดอกเบี้ยและลดขนาดงบดุล (QT) ไปค่อนข้างมาก - Valuation ลดลงมาอยู่ในระดับที่เหมาะสมแล้ว - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย			●			- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างช้าๆ ตามมาตรการ Lockdown ที่ไม่ได้มีความเข้มงวดมากนัก ประกอบกับการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวที่ได้รับแรงหนุนจากมาตรการ Test & Go และมาตรการกระตุ้นการบริโภคของภาครัฐ - ส่วนแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เรามองว่าขยับ. จะไม่รีบเร่งปรับขึ้นดอกเบี้ยในปีนี้ แม้เงินเฟ้อจะสูงขึ้นกว่ากรอบของเป้าหมายที่ 3% เนื่องจาก เศรษฐกิจไทยยังคงมีการฟื้นตัวที่ไม่แข็งแรงและไม่ทั่วถึง - ความเสี่ยงจากปัญหาการเมืองภายในประเทศ ประกอบกับการระบาดของ COVID-19 ที่ทั่วโลกเป็นระยะ ทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวน่าจะยังอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องทั้งปี - Earnings อาจยังถูกปรับขึ้นช้า ท่ามกลางการกลับมาระบาดของ COVID-19 ทั่วโลก - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน				●		- เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง ตามแนวทางการควบคุมการระบาดที่เข้มงวด (Zero-Covid policy) - อย่างไรก็ตาม PBoC มีการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม โดยลดสัดส่วนเงินกู้สำรอง RRR และลดอัตราดอกเบี้ย LPR ลง. - ตลาดหุ้นดูจะตอบรับต่อการเพิ่มกฎระเบียบไปค่อนข้างมากแล้ว แต่ยังมี Sentiment ลบ จากข่าวการผิดนัดชำระหนี้ โดยเฉพาะในภาคอสังหาริมทรัพย์ - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ			●			- ได้รับประโยชน์จากการเปลี่ยนพฤติกรรมของประชากร ที่หันมาใช้เทคโนโลยีมากขึ้น เนื่องจากมีสินค้าส่งออกประเภทเครื่องใช้อิเล็กทรอนิกส์ และส่วนประกอบคอมพิวเตอร์ เป็นสัดส่วนมาก - มีความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed - คงน้ำหนัก Neutral
ตลาดหุ้นอินเดีย			●			- เศรษฐกิจพึ่งพาการนำเข้าสินค้าโภคภัณฑ์คิดเป็นสัดส่วนสูงถึงเกือบ 5% ของ GDP - อัตราเงินเฟ้อที่ปรับขึ้นสูง อาจทำให้ธนาคารกลางต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค - Valuation อยู่ในระดับที่แพงมาก เมื่อเทียบกับประเทศในกลุ่ม Emerging Markets ด้วยกัน - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				●		- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น หลังสถานการณ์การระบาดคลี่คลายลง ขณะที่รัฐบาลก็อาจนำมาตรการกระตุ้นท่องเที่ยวอย่าง Go to Travel กลับมาใช้ - ได้รับปัจจัยหนุนจากค่าเงินเยนที่อ่อนค่า - เงินเฟ้อยังอยู่ในระดับต่ำ เปิดทางให้ใช้นโยบายผ่อนคลายการเงินนานกว่า Fed และ ECB - ตลาดหุ้นมักจะไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากการลดนโยบายการเงินของ Fed - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป			●		●	- ผลกระทบทางเศรษฐกิจจากสงครามรัสเซีย-ยูเครนค่อนข้างจำกัด เนื่องจากมูลค่าส่งออกและนำเข้ากับรัสเซียคิดเป็นเพียง 1% ของ GDP - มีปัจจัยบวกจากการเบิกใช้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจากกองทุน EU Recovery Fund รวมถึงการออกบอนด์อาวุธสงคราม และการสนับสนุนพลังงานทางเลือก เพื่อลดการพึ่งพาพลังงานจากรัสเซีย - แต่สงครามที่ยืดเยื้อ อาจส่งผลต่อ Sentiment ในการลงทุนต่อเนื่อง - Earnings อาจถูกปรับลดลงมากกว่าภูมิภาคอื่น - ลดน้ำหนักเป็น Neutral
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา	●					- มีปัจจัยบวกจากการส่งออกสินค้าโภคภัณฑ์ ซึ่งราคาปรับขึ้นสูงมาก - มีข้อจำกัดในการกระตุ้นเศรษฐกิจทางการคลัง - ตลาดหุ้นมีความอ่อนไหวต่อนโยบายการเงินของสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก มีความเสี่ยงเงินบาทไหลออกสูงกว่าประเทศอื่นในกลุ่ม EM - ภาวะการเงินตึงตัวขึ้นมาก ท่ามกลางการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย หลังเงินเฟ้อในภูมิภาคเร่งตัวขึ้นแรงเกินเป้าหมายธนาคารกลาง - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก						
ทองคำ		●	●			- ความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะ Recession สูงขึ้น - ทองคำเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงในภาวะ Recession - แนะนำให้ทยอยเข้าซื้อสะสมทองคำ เพื่อป้องกันความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน - เพิ่มน้ำหนักเป็น Neutral
น้ำมัน			●			- แนวโน้มราคาน้ำมันในระยะสั้นขึ้นอยู่กับความรุนแรงของการคว่ำบาตร และผลกระทบต่อปริมาณการส่งออกน้ำมันของรัสเซียไปยังชาติตะวันตก - ราคาตัวในกรณีฐาน ซึ่งสหรัฐฯ ควบคู่กับการนำเข้าน้ำมันจากรัสเซีย โดยที่สหภาพยุโรปไม่เข้าร่วมด้วย ราคาน้ำมันดิบ WTI จะทรงตัวอยู่ที่ 100-110 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล - คงคำแนะนำ Neutral
US REITs			●			- ได้ประโยชน์จากการเปิดเศรษฐกิจ และราคาสินค้าที่ปรับเพิ่มขึ้นแรง - อย่างไรก็ตาม มีความเสี่ยงจากการลดการเข้าซื้อ MBS ของ Fed - ปัจจัยลบจาก Mortgage rate ที่เริ่มเพิ่มขึ้นสูงในเดือนที่ผ่านมา - คงคำแนะนำ Neutral
J-REITs			●			- นโยบาย Yield Curve Control ของ BoJ ช่วยให้ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ของ J-REITs อยู่ในระดับสูง - อย่างไรก็ตาม นโยบายการเงินของธนาคารกลางทั่วโลกเริ่มเข้มงวดขึ้น ทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวในตลาดมีแนวโน้มสูงขึ้น - เป็นปัจจัยลบต่อตลาดอสังหาริมทรัพย์ - คงคำแนะนำ Neutral

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

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,678	-0.3%	2.0%	-0.8%	3.2%	3.6%	1.2%	7.1%
Philippines PCOMP	7,009	-0.7%	-0.2%	-5.8%	-1.5%	1.7%	-1.6%	9.6%
Indonesia JCI	7,001	0.0%	1.2%	2.0%	7.2%	14.6%	6.4%	11.1%
Singapore STI	3,353	0.7%	3.6%	-1.4%	8.6%	10.0%	7.3%	7.2%
Malaysia KLCI	1,586	-0.3%	1.8%	0.6%	5.7%	3.7%	1.2%	-1.9%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	21,889	-0.9%	18.9%	-6.9%	-5.3%	-9.6%	-6.4%	-24.2%
China H HSCEI	7,539	-1.7%	23.1%	-8.9%	-8.0%	-12.8%	-8.5%	-33.3%
MSCI China	71	-1.5%	19.3%	-12.1%	-14.9%	-20.9%	-16.1%	-37.2%
China CSI300	4,255	-0.2%	6.8%	-7.0%	-13.4%	-11.7%	-13.9%	-15.9%
Taiwan TWSE	17,560	0.6%	3.7%	-2.3%	-1.5%	3.7%	-3.6%	8.5%
Korea KOSPI	2,710	-0.8%	3.4%	0.1%	-9.2%	-13.7%	-9.0%	-10.7%
MSCI Korea	823	-1.0%	2.4%	-2.1%	-10.2%	-13.2%	-9.7%	-15.2%
India SENSEX	57,836	-1.0%	2.4%	0.9%	1.6%	-1.9%	-0.7%	16.2%
MSCI India	1,985	-1.1%	1.4%	0.6%	-0.3%	-3.1%	-2.5%	17.7%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	7,341	-0.2%	3.4%	2.5%	-0.3%	0.6%	-1.4%	8.7%
Japan TOPIX	1,934	0.0%	6.7%	1.2%	-1.8%	-6.3%	-2.9%	-3.9%
Japan Nikkei 225	27,224	0.0%	7.6%	1.2%	-4.5%	-8.8%	-5.4%	-8.6%
Europe STOXX600	457	0.0%	5.0%	0.4%	-4.5%	-1.4%	-6.4%	7.7%
Euro STOXX50	3,908	-0.5%	4.5%	-1.9%	-7.3%	-5.8%	-9.1%	1.9%
US Dow Jones	34,553	-0.6%	4.9%	2.8%	-3.4%	0.9%	-4.9%	5.6%
US S&P500	4,461	-0.0%	6.9%	3.6%	-5.0%	1.5%	-6.4%	13.2%
MSCI US REITs	1,460	-0.6%	2.7%	4.0%	-4.8%	2.8%	-7.4%	19.7%
J-REITs	1,976	0.0%	5.9%	4.1%	-3.0%	-6.2%	-4.4%	-0.1%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	7,480	0.5%	4.2%	-0.2%	1.9%	5.6%	1.3%	11.2%
Germany DAX	14,430	-0.6%	3.7%	-1.8%	-7.5%	-6.9%	-9.2%	-1.6%
France CAC 40	6,621	-0.6%	4.2%	-2.5%	-6.1%	-0.2%	-7.4%	10.9%
Switzerland SMI	12,157	-0.1%	4.1%	1.7%	-4.4%	2.7%	-5.6%	10.0%
Portugal PSI 20	5,771	0.1%	3.7%	5.6%	5.7%	7.1%	3.6%	19.3%
Spain IBEX 35	8,428	-0.3%	2.3%	-0.8%	-0.4%	-4.3%	-3.3%	1.0%
Italy FTSE MIB	24,475	0.3%	4.1%	-6.0%	-8.8%	-4.8%	-10.5%	0.9%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	116,155	0.7%	5.7%	2.9%	10.4%	3.4%	10.8%	1.0%
Chile IPSA	4,995	2.9%	8.9%	11.7%	21.2%	13.9%	15.9%	3.4%
Mexico MEXBO	55,467	0.0%	4.1%	6.6%	6.5%	9.1%	4.1%	17.9%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	578	-0.9%	8.6%	-5.2%	-6.5%	-9.7%	-8.2%	-16.1%
MSCI Latin America	2,545	1.9%	8.2%	5.9%	22.3%	9.0%	19.5%	10.0%
MSCI All Country World	701	-0.1%	5.4%	0.9%	-5.7%	-3.2%	-7.2%	4.0%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	111.30	7.1%	15.4%	20.5%	53.0%	54.1%	48.0%	80.8%
Brent Spot	115.09	7.1%	15.2%	18.8%	52.9%	51.1%	48.0%	78.1%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	3.79	0.29	0.32	-0.70	1.26	-0.17	1.22	0.72
Gold Spot	1923.40	0.5%	-0.1%	1.0%	6.9%	8.2%	5.1%	10.5%
Gold ETF Holdings (tonnes)	3257.83	0.4%	1.2%	4.7%	6.9%	5.1%	7.0%	3.4%
Bloomberg Agri Subindex	75.36	2.3%	0.8%	9.3%	22.4%	34.8%	24.0%	46.1%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	309.14	-0.1%	-0.0%	-0.9%	-2.1%	-3.4%	-2.1%	-0.9%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	214.42	-0.0%	-0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.4%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	306.76	-0.0%	0.0%	-0.2%	-0.5%	-1.2%	-0.4%	0.3%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	403.36	-0.1%	0.4%	-0.6%	-2.3%	-2.8%	-1.9%	-0.1%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	260.12	-0.0%	0.1%	-0.2%	-0.7%	-1.1%	-0.6%	0.3%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	0.52	0	0	2	1	3	1	3
2Y	0.69	1	1	-3	3	15	3	14
5Y	1.42	1	-1	2	20	48	13	27
10Y	2.34	3	0	15	44	55	44	37
Spread 10Y-2Y	165	2	-1	18	41	40	41	23
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	2.34	14	20	41	89	104	83	65
Japan 10Y	0.22	0	1	2	16	18	15	13
UK 10Y	1.67	14	10	20	79	88	70	86
German 10Y	0.51	10	18	27	80	83	69	82
Spain 10Y	1.45	9	13	18	99	113	88	111
Italy 10Y	2.05	12	15	13	100	139	88	140
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	23.43	-0.1	-6.4	-5.4	4.8	2.6	6.2	4.6
Dollar index	98.63	0.3%	-0.5%	2.7%	2.7%	5.5%	3.1%	7.5%
USD/THB	33.49	0.6%	-0.1%	3.3%	-0.4%	0.1%	0.8%	8.5%
EUR/USD	1.10	-0.2%	0.6%	-2.9%	-2.8%	-6.2%	-3.2%	-7.8%
GBP/USD	1.32	-0.0%	1.1%	-3.0%	-1.3%	-3.4%	-2.6%	-4.9%
USD/JPY	120.45	0.2%	1.8%	4.8%	5.5%	9.9%	4.7%	10.7%
USD/CNY	6.36	-0.1%	-0.1%	0.6%	-0.1%	-1.6%	0.1%	-2.2%
USD/CNH	6.37	0.0%	-0.3%	0.8%	-0.1%	-1.4%	0.2%	-2.0%
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)					As of	3/22/2022	04:13:00 PM	

ตลาดหุ้น

เรามองว่าตลาดหุ้นมีการตอบสนองต่อข่าวสงครามไปค่อนข้างมากแล้ว และอาจฟื้นตัวขึ้นได้ในระยะสั้น อย่างไรก็ตาม ภายหลังจากสงครามทำให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับสูงขึ้นอาจซ้ำเติมปัญหาเงินเฟ้อสูงในปัจจุบัน จนทำให้ธนาคารกลางจำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นเพื่อควบคุมเงินเฟ้อ จะเป็นปัจจัยลบต่อตลาดหุ้นในระยะข้างหน้า และในกรณีเลวร้ายอาจทำให้เกิดเศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ทำให้เรามองว่าตลาดหุ้นมี Downside มากขึ้นในระยะกลาง แนะนำให้นักลงทุนใช้จังหวะที่ตลาดหุ้นฟื้นตัวขึ้น ลดน้ำหนักการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงลง

ตลาดหุ้นปรับตัวลงจากสงครามรัสเซีย-ยูเครน

สงครามรัสเซีย-ยูเครนเป็นปัจจัยสำคัญที่กดดันให้ตลาดหุ้นปรับตัวลงในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ทำให้ดัชนี S&P500 ปรับตัวลงแรง และทำให้ Earning Yield Gap (EYG) หรือ ผลตอบแทนส่วนเพิ่ม (Equity risk premium) ที่นักลงทุนได้รับเพื่อชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหุ้นเพิ่มขึ้น

Earning Yield Gap (EYG) คำนวณได้จากค่าการผันผวนกำไรหารด้วยราคาหุ้น (E/P หรือส่วนกลับของ P/E ratio) หักด้วยผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ดังนั้น EYG ที่สูงขึ้น จึงสะท้อนความต้องการผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นจากตลาดหุ้นเมื่อเทียบกับพันธบัตร

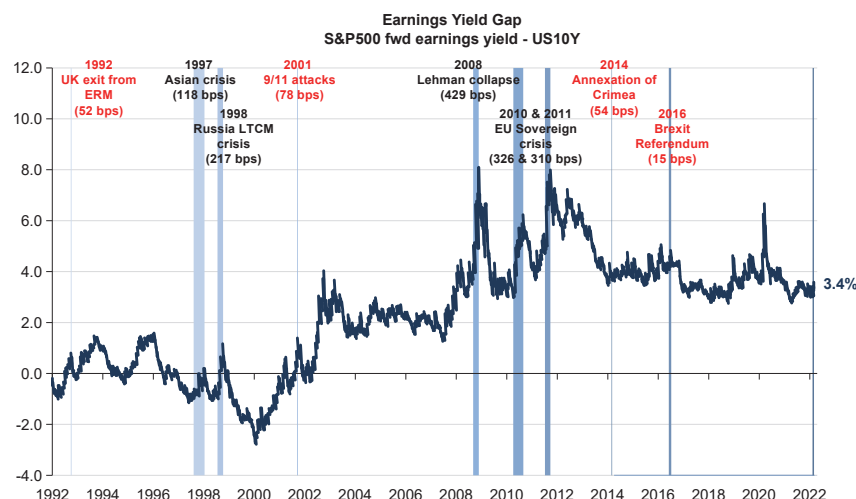
นับตั้งแต่ที่ความขัดแย้งเริ่มรุนแรงขึ้นในช่วงต้นเดือน ก.พ. EYG ปรับเพิ่มขึ้นแล้ว +69bps ใกล้เคียงกับเหตุการณ์ความขัดแย้งในอดีต ได้แก่ การโจมตี 9/11 ในปี 2001 (+78bps) การผนวกไครเมียโดยรัสเซียในปี 2014 (+54bps) และการโหวต Brexit ในปี 2016 (+15bps) EYG ที่เพิ่มขึ้นดังกล่าว จึงน่าจะเป็นการ

ตอบสนองต่อความขัดแย้งระหว่างประเทศที่มากพอสมควรแล้ว ซึ่งหากผลกระทบไม่ได้ลุกลามจนนำไปสู่วิกฤตเศรษฐกิจ EYG ก็ไม่น่าปรับสูงขึ้นไปกว่านี้

นอกจากนี้ ตลาดหุ้น (S&P500) มีการปรับฐานไปค่อนข้างมากแล้ว เมื่อเทียบกับเหตุการณ์ความขัดแย้งในอดีต โดยปรับลดลงไป -8% เทียบกับการโจมตี 9/11 ในปี 2001 ที่ -12% ขณะที่ การผนวกไครเมียโดยรัสเซียในปี 2014 และการโหวต Brexit ในปี 2016 ตลาดหุ้นค่อนข้างทรงตัวที่ 0% และ -1% ตามลำดับ ทำให้เรามองว่าตลาดหุ้นน่าจะมีการตอบสนองต่อข่าวสงครามไปค่อนข้างมากแล้ว และอาจฟื้นตัวขึ้นได้ในระยะสั้น

เราประเมินว่าการเจรจาหยุดยิง หรือการบรรลุข้อตกลงสันติภาพระหว่างรัสเซียและยูเครนอาจทำให้ EYG กลับมาลดลงได้ราวครึ่งหนึ่งของที่เพิ่มขึ้นมาหลังเกิดสงคราม (20-30bps) ซึ่งจะทำให้ตลาดหุ้นฟื้นตัวขึ้นราว 5% หรือ S&P500 ไปอยู่ที่ระดับราว 4,500-4,600 จุด

แผนภาพที่ 1: EYG ที่เพิ่มขึ้น สอดคล้องกับในอดีตช่วงที่มีความขัดแย้งระหว่างประเทศ



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

แผนภาพที่ 2: ตลาดหุ้น (S&P500) มีการปรับฐานไปค่อนข้างมากแล้ว เมื่อเทียบกับเหตุการณ์ความขัดแย้งในอดีต

Event	Observed period	S&P500 performance during observed period					
		Change in EYG (bps)	Drawdown	Duration (Trading days)	+3m	+6m	+12m
UK Exit from ERM	Sep - Oct'92	52	-2%	9	5%	8%	10%
Asian Crisis	Aug'97 - Jan'98	118	-3%	109	-2%	4%	17%
Russia LTCM Crisis	Jul - Oct'98	217	-17%	56	-12%	4%	18%
9/11 Attacks	Sep'01	78	-12%	5	4%	7%	-18%
Lehman Collapse	Sep - Nov'08	429	-41%	58	-30%	-43%	-20%
EU Sovereign Crisis 1	Apr - Aug'10	326	-12%	102	-14%	-3%	12%
EU Sovereign Crisis 2	Jul - Sep'11	310	-17%	55	-15%	-6%	1%
Brexit Referendum	Jun - Jul'16	54	-1%	24	4%	5%	15%
Average		198	-13%	52	-7%	-3%	4%
Median		167	-12%	56	-7%	4%	11%
Annexation of Crimea	Feb - Mar'14	15	0%	6	3%	8%	14%
Russia-Ukraine conflict	9 Feb - 7 Mar'22	69	-8%	17			

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

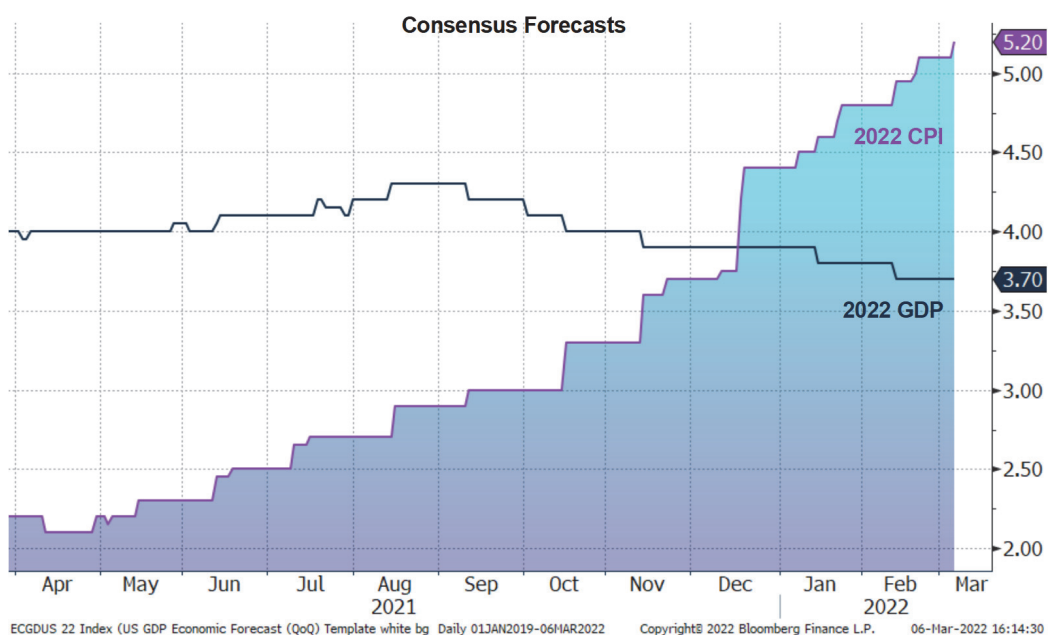
แนะนำให้นักลงทุนใช้จังหวะที่ตลาดหุ้นฟื้นตัวขึ้น ลดน้ำหนักการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงลง

ถึงแม้เราจะมองตลาดหุ้นอาจฟื้นตัวขึ้นในระยะสั้น แต่ผลกระทบจากสงครามทำให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับสูงขึ้นในหลายกลุ่มสินค้า ซึ่งอาจซ้ำเติมปัญหาเงินเฟ้อสูงจนทำให้ธนาคารกลางจำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น เพื่อควบคุมเงินเฟ้อซึ่งจะเป็นปัจจัยลบที่สำคัญต่อตลาดหุ้นในระยะข้างหน้า และในกรณีเลวร้ายอาจทำให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ทำให้เรามองว่าตลาดหุ้นมี Downside มากขึ้นในระยะกลาง

นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่มีความเห็นไปในทิศทางเดียวกัน โดยปรับคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อปี 2022 ขึ้นจากต้นปีที่ 4.4% เป็น 5.2% แต่ปรับลดการเติบโตของเศรษฐกิจปี 2022 ลงจาก 3.9% เป็น 3.7% ในปัจจุบัน สะท้อนความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะชะลอตัวลง

เราจึงแนะนำให้นักลงทุนใช้จังหวะที่ตลาดหุ้นฟื้นตัวขึ้นในระยะสั้นลดน้ำหนักการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงลง เพื่อรองรับกับความเป็นไปได้ที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอยในระยะกลาง

แผนภาพที่ 3: ผลกระทบจากสงครามทำให้นักเศรษฐศาสตร์ปรับอัตราเงินเฟ้อปี 2022 ขึ้น และปรับคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจลง



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

เรามองว่าตลาดหุ้นกำลังอยู่ในช่วงเปลี่ยนผ่านเข้าสู่ภาวะ Slowdown

ตลาดหุ้นถูกขับเคลื่อนจากมุมมองของเศรษฐกิจและนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า ซึ่งสามารถอธิบายได้ด้วยการเคลื่อนไหวของ Bond yield เป็นวัฏจักร 4 ระยะ ได้แก่

1) Easing หรือภาวะที่ธนาคารกลางใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง เช่น ในช่วงเริ่มต้นของการระบาดของ Covid-19 ในต้นปี 2020 ทำให้ Bond yield ระยะสั้นปรับลดลงเร็วกว่า Bond yield ระยะยาว และทำให้ Yield curve หรือส่วนต่างระหว่าง Bond yield ระยะยาว และ Bond yield ระยะสั้น ชันขึ้น เป็นการเคลื่อนไหวแบบ Bull-steepening

2) Reflation เป็นภาวะที่เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้น ในขณะที่ธนาคารกลางยังคงใช้นโยบายผ่อนคลายอย่างต่อเนื่อง เช่น ในช่วงกลางปี 2020 ถึงกลางปี 2021 ซึ่งเป็นช่วงหลังจากที่มีการค้นพบวัคซีนป้องกัน COVID-19 ส่งผลให้หลายประเทศเริ่มทยอยเปิดเศรษฐกิจ ซึ่งทำให้ Bond yield ระยะยาวพุ่งขึ้นแรง สะท้อนแนวโน้มการขยายตัวของเศรษฐกิจ ในขณะที่ Bond yield ระยะสั้นยังทรงตัวในระดับต่ำ ตามนโยบายการเงินที่ยังคงผ่อนคลาย ส่งผลให้ Yield curve ชันขึ้น เป็นการเคลื่อนไหวแบบ Bear-steepening และเป็นภาวะที่เป็นบวกต่อตลาดหุ้นมากที่สุด

3) Tightening เป็นภาวะที่ธนาคารเริ่มหันมาใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น เพื่อลดความร้อนแรงของเศรษฐกิจลง เช่น ตั้งแต่ช่วงไตรมาส 4 ปีก่อน เป็นต้นมา ซึ่ง Fed ส่งสัญญาณถึงนโยบายการเงินที่จะเข้มงวดขึ้นอย่างชัดเจน ทำให้ Bond yield ระยะสั้น ปรับเพิ่มขึ้นเร็วกว่า Bond yield

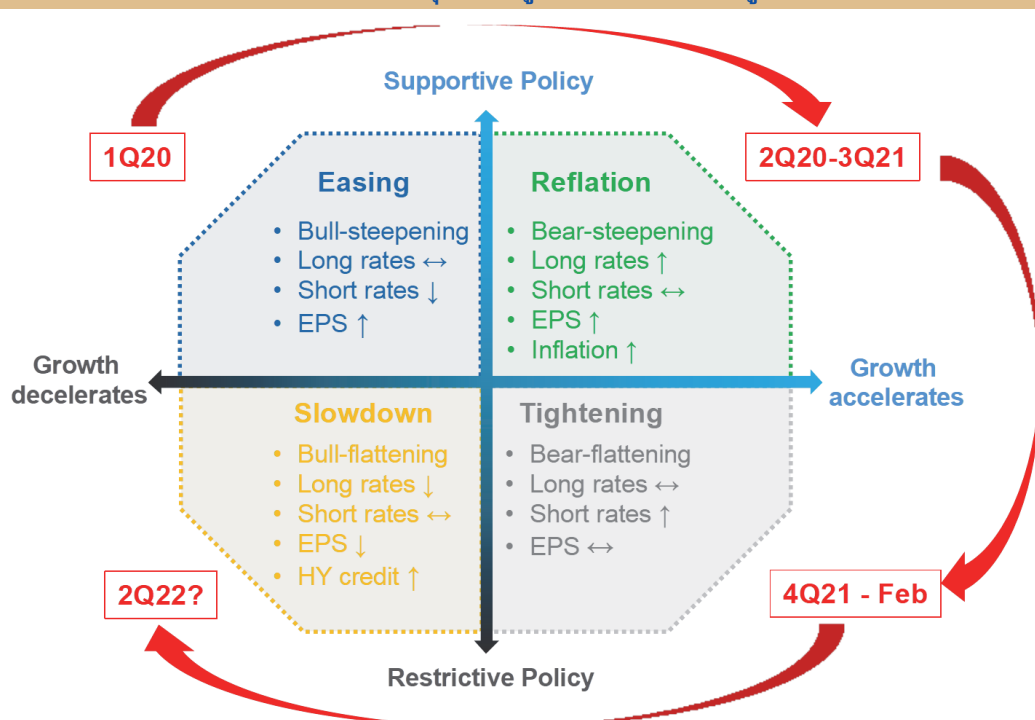
ระยะยาว และส่งผลให้ Yield curve แบนราบลง เป็นการเคลื่อนไหวแบบ Bear-flattening

4) Slowdown เป็นภาวะที่เศรษฐกิจชะลอตัวลง ซึ่งส่วนหนึ่งตามผลของการเปลี่ยนมาใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น สะท้อนใน Bond yield ระยะยาวที่ลดต่ำลง ตามเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง ในขณะที่ Bond yield ระยะสั้น ยังทรงตัวอยู่ในระดับสูง ตามนโยบายการเงินที่เข้มงวด ทำให้ Yield curve แบนราบลงแบบ Bull-flattening ตลาดหุ้นในภาวะนี้จะขาดปัจจัยบวกทั้งจากเศรษฐกิจและนโยบายการเงิน ทำให้ความเสี่ยงขาดเปิดกว้างขึ้น

ก่อนหน้านี้ ในช่วงปี 2018 ซึ่งเป็นภาวะ Tightening Fed กำลังอยู่ในระหว่างการปรับขึ้นดอกเบี้ย และลดขนาดงบดุล (QT) ตลาดหุ้นมีการตอบรับต่อนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น และปรับฐานลง 2 รอบ รอบแรก เกิดขึ้นในช่วงปลายของระยะ Tightening โดยมีการปรับฐานลง -10% ก่อนจะพักฐานเคลื่อนไหวในกรอบแคบราว +/-5% เป็นระยะเวลาประมาณ 1 เดือน และปรับฐานลงต่ออีกรอบประมาณ -15% เมื่อเข้าสู่ภาวะ Slowdown

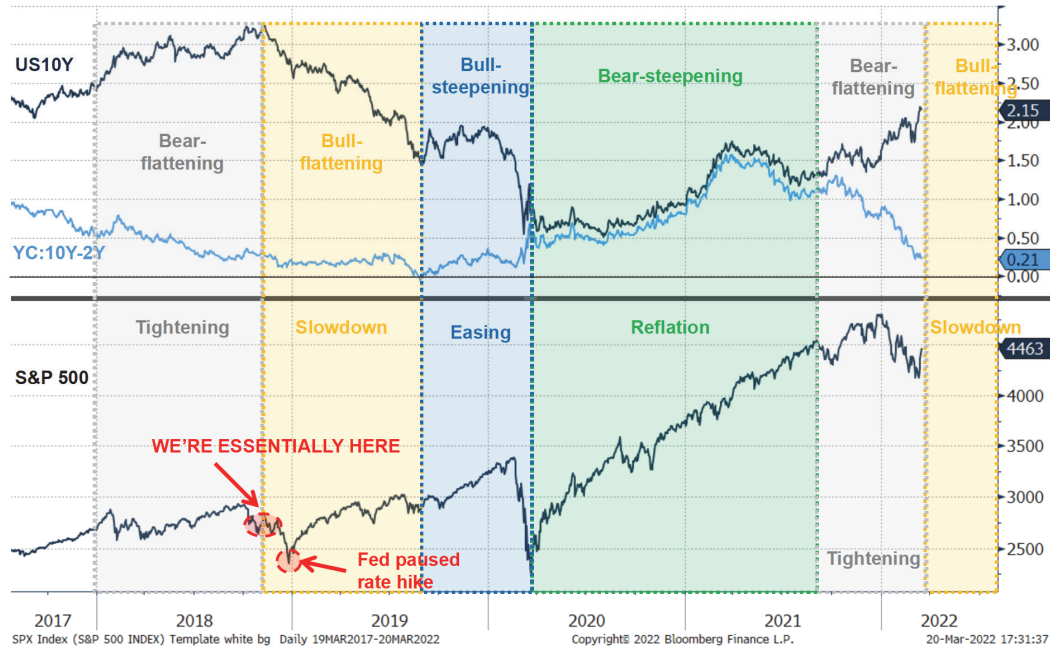
การเคลื่อนไหวของ Bond yield ในปัจจุบัน ซึ่ง Bond yield ระยะสั้นปรับเพิ่มขึ้นเร็วกว่า Bond yield ระยะยาว สะท้อนว่าตลาดหุ้นกำลังอยู่ในภาวะ Tightening คล้ายกับในช่วงปี 2018 ขณะที่ตลาดหุ้นดูเหมือนจะมีการตอบสนองต่อภาวะดังกล่าวคล้ายกัน โดยปรับฐานลงจากจุดสูงสุดในต้นเดือน ม.ค. แล้ว -13% ซึ่งหากนับการปรับฐานดังกล่าวเป็นการปรับฐานรอบแรก ขาลงของตลาดหุ้นรอบนี้อาจยังไม่สิ้นสุด และชี้ว่าตลาดหุ้นอาจปรับตัวลงอีกเมื่อเข้าสู่ภาวะ Slowdown หรือใช้จุดสังเกตจาก Bond yield ระยะยาวที่เริ่มปรับลดลง

แผนภาพที่ 4:เรามองว่าตลาดหุ้นกำลังอยู่ในช่วงเปลี่ยนผ่านเข้าสู่ภาวะ Slowdown



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

แผนภาพที่ 5: ตลาดหุ้นอาจปรับตัวลงอีกรอบ เมื่อเข้าสู่ภาวะ Slowdown คล้ายกับในช่วงปลายปี 2018



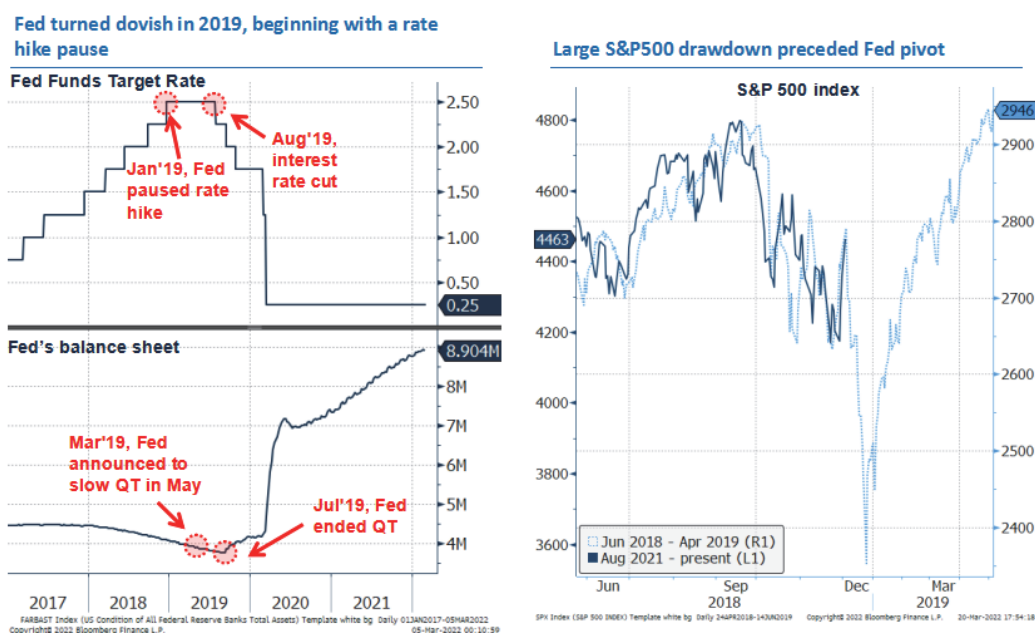
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดหุ้นจะปรับลดลงแรง จนกว่า Fed จะหยุดขึ้นดอกเบี้ย

หากใช้การเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นในช่วงปี 2018 จำลองภาพการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นในระยะข้างหน้าเมื่อเข้าสู่ภาวะ Slowdown พบว่าตลาดหุ้นอาจปรับฐานลงแรงจนกว่า Fed จะเปลี่ยนทิศทางการนโยบายการเงิน ซึ่งในปี 2019 Fed เริ่มด้วยการหยุดขึ้นดอกเบี้ยในเดือน ม.ค. ตามด้วยการชะลอการลดขนาดงบดุล (QT) และท้ายที่สุด Fed ต้องกลับมาอัดฉีดสภาพคล่องและปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงในช่วงปลายปี 2019

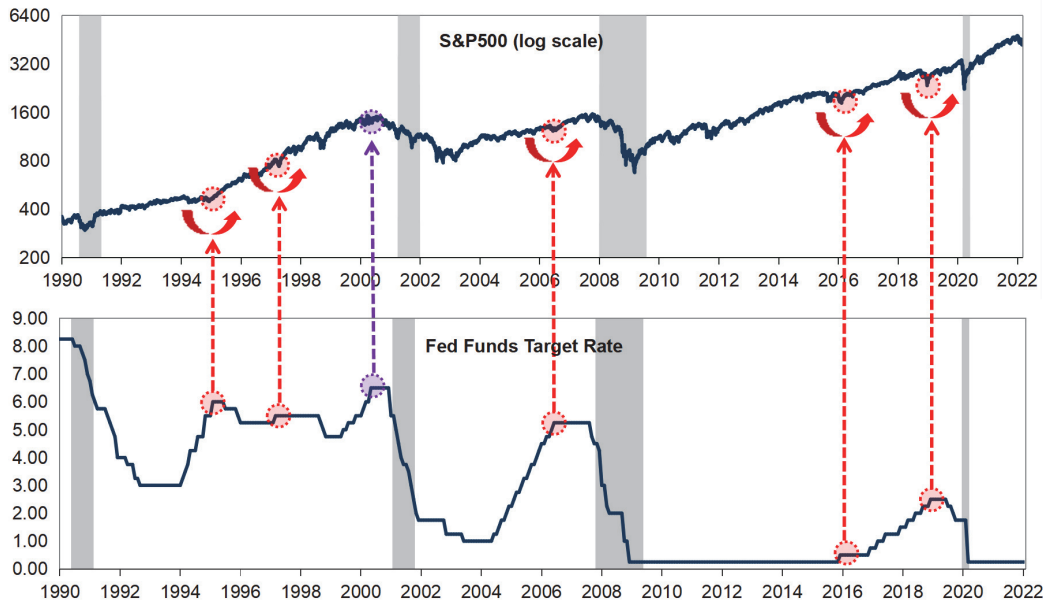
ย้อนไปก่อนหน้านี้ ตลาดหุ้นมักจะกลับมาฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องหลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ยเช่นกัน โดยตั้งแต่ปี 1990 Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ยทั้งหมด 6 รอบ ซึ่ง 5 ใน 6 รอบนั้น ตลาดหุ้นกลับมาเป็นขาขึ้นอย่างชัดเจน โดยมีเพียงการหยุดขึ้นดอกเบี้ยในปี 2000 ซึ่งตลาดหุ้นฟื้นตัวได้ไม่นาน ก็เกิดฟองสบู่ Dot-com แฉกทำให้ตลาดหุ้นปรับฐานลงต่อเนื่อง และเข้าสู่ภาวะ Recession ในเวลาต่อมา

แผนภาพที่ 6: ตลาดหุ้นปรับตัวลงแรง 2 รอบในปี 2018 ก่อนที่ Fed จะหยุดขึ้นดอกเบี้ย



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

แผนภาพที่ 7: หุ่นมักจะรีบวอร์นแรง หลัง Fed หดขึ้นดอกเบี้ย



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

ปัจจัยที่จะกดดันให้ Fed หดขึ้นดอกเบี้ย

ในระยะข้างหน้า เมื่อตลาดหุ้นเข้าสู่ภาวะ Slowdown และปรับตัวลงแรง ความหวังเดียวที่จะช่วยให้ตลาดกลับตัวคงหนีไม่พ้น การหยุดขึ้นดอกเบี้ยของ Fed เราจึงศึกษาข้อมูลตัวเลขภาวะเศรษฐกิจของช่วงเวลานั้นในอดีต เพื่อกำหนดเกณฑ์ที่จะกดดันให้ Fed ตัดสินใจหยุดขึ้นดอกเบี้ย ดังนี้

1) ตลาดการเงิน (Financial Markets)

- **ตลาดหุ้น (S&P500)** จะต้องปรับลดลงจากจุดสูงสุดเกินกว่า -20% ซึ่งตลาดหุ้นในปัจจุบันปรับลดลงมาแล้ว -13% จากจุดสูงสุดในต้นเดือน ม.ค. ที่ราว 4,800 จุด แต่ยังไม่ถึงเกณฑ์ และอาจต้องปรับลงสู่ต่ำกว่าระดับ 3,840 จุด จึงจะกดดันให้ Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย
- **ค่า P/E ของ S&P500** จะต้องลดลงต่ำกว่าเปอร์เซ็นต์ที่ 40 ของเฉลี่ยย้อนหลังในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา ปัจจุบัน ค่า P/E อยู่สูงกว่ามากที่ 21 เท่า คิดเป็นเปอร์เซ็นต์ที่ 75 และต้องลดลงมาที่ 19 เท่า ถึงจะเข้าเกณฑ์
- **VIX index** เป็นดัชนีที่สะท้อนคาดการณ์ความผันผวนของตลาดหุ้น (implied volatility) ซึ่งคำนวณจากราคา Option ของดัชนี S&P500 ในช่วง 30 วันข้างหน้า ในภาวะที่ความไม่แน่นอนสูงราคา Option จะพุ่งสูงขึ้นเพื่อสะท้อนความเสี่ยง และทำให้ดัชนี VIX พุ่งขึ้นตาม ดัชนี VIX จึงมักถูกใช้เป็นดัชนีที่สะท้อน “ความกลัว” ของนักลงทุน ปัจจุบัน VIX index เพิ่มขึ้นเป็น 32 จุด สูงกว่าระดับ 20 จุด ที่ Fed มักจะตัดสินใจหยุดขึ้นดอกเบี้ยแล้ว

- **Yield curve** หรือ ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวและระยะสั้น โดยในภาวะที่เศรษฐกิจมีแนวโน้มขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง Yield curve จะชันขึ้น แต่หากเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง Yield curve จะแบนราบลง และหากลดลงจนติดลบ ก็จะเป็นสัญญาณชี้ว่าเศรษฐกิจอาจกำลังเข้าใกล้ภาวะถดถอย (Recession) Fed จะตัดสินใจหยุดขึ้นดอกเบี้ย เมื่อ Yield curve แบนลงจนเกือบติดลบ หรือเริ่มติดลบแล้ว ปัจจุบัน Yield curve 10-2 ปี ยังเป็นบวกอยู่เล็กน้อย แต่อาจเริ่มติดลบในช่วงครึ่งหลังของปีหน้าหาก Fed ขึ้นดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่อง

2) แนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจ (Economic Growth)

- **ดัชนีผลสำรวจผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรม (ISM Manufacturing)** จะต้องลดลงแรง หรือเข้าสู่เกณฑ์หดตัวที่ต่ำกว่า 50 จุด ดัชนี ISM เดือน ก.พ. ยังอยู่เกณฑ์ขยายตัวที่ 59 จุด และสูงกว่าเกณฑ์ที่ Fed จะหยุดขึ้นดอกเบี้ย
- **การจ้างงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm payrolls)** ต้องชะลอตัวลงต่ำกว่าเดือนละ 1.5 แสนราย แต่ Nonfarm payrolls ปัจจุบันยังมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นล่าสุดเดือน ก.พ. เพิ่มขึ้น 6.8 แสนราย มากกว่าเกณฑ์เป็นอย่างมาก
- **ดัชนี Economic Surprise Index** ซึ่งเป็นดัชนีที่ติดตามการประกาศตัวเลขเศรษฐกิจที่สำคัญเปรียบเทียบกับคาดการณ์ของนักเศรษฐศาสตร์ จะต้องมีค่าเป็นลบ ซึ่งชี้ว่าตัวเลขเศรษฐกิจที่ประกาศ

จริงแกว่าคาด ปัจจุบัน ตัวเลขเศรษฐกิจยังออกมาดีกว่าคาดอย่างต่อเนื่อง ดัชนี Economic Surprise ของสหรัฐฯ ยังมีค่าเป็นบวกที่ 59 จุด และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอยู่

3) แนวโน้มเงินเฟ้อ (Inflation)

- **อัตราเงินเฟ้อ (CPI)** จะต้องเริ่มลดลง แต่ปัจจุบันอัตราเงินเฟ้อยังคงเร่งตัวขึ้นต่อเนื่องเป็น 7.9% ในเดือน ก.พ. ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบกว่า 40 ปี
- **คาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคต** เช่น 10 year Breakeven inflation จะต้องลดต่ำกว่า 1.5% และ 5Y5Y Inflation Swap จะต้องลดลงต่ำกว่า 2% แต่ปัจจุบันคาดการณ์เงินเฟ้อดังกล่าวยังอยู่ในระดับสูงที่ 2.7% และ 2.6% ตามลำดับ สูงกว่าเกณฑ์ของ Fed ค่อนข้างมาก
- **ราคาน้ำมัน (WTI)** จะต้องเริ่มลดลง โดยราคาน้ำมันทำจุดสูงสุดที่ราว 120 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลไปแล้วในช่วงต้นเดือน มี.ค. ก่อนจะลดลงมาที่ระดับราว 95-110 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ซึ่งหากราคาน้ำมันไม่ได้ปรับขึ้นไปทำจุดสูงสุดใหม่ก็จะลดแรงกดดันต่อเงินเฟ้อลง และอาจทำให้ Fed ตัดสินใจหยุดขึ้นดอกเบี้ยง่ายขึ้น

4) ภาวะการเงิน (Financial Conditions)

- **High-Yield Credit Spread** หรือ ส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนใน High Yield Bond

(ตราสารหนี้ที่อันดับเครดิตต่ำกว่า BBB-) เมื่อเทียบกับพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งสะท้อนความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ของกลุ่ม High yield bond จะต้องพุ่งขึ้นสูงกว่า 500bps ปัจจุบัน High-Yield Credit Spread ปรับสูงขึ้นมาเป็น 376bps จากราว 280bps ในช่วงต้นปีแล้ว แต่ยัง ต่ำกว่าเกณฑ์อยู่

- **การกู้ยืมในตลาดระยะสั้น (Money Market)** จะต้องดึงตัวขึ้น เช่น ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ (Libor) และอัตราดอกเบี้ย Effective Fed Funds (FRA-OIS spread) กับส่วนต่างระหว่าง Libor และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 เดือน (TED spread) จะต้องเพิ่มสูงกว่า 50 bps ซึ่งปัจจุบันส่วนต่างเหล่านี้ปรับเพิ่มสูงขึ้นเป็น 35bps และ 30bps ตามลำดับ จากผลกระทบของสงครามรัสเซีย-ยูเครน ซึ่งทำให้ความต้องการกู้ยืมเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ เพิ่มขึ้น แต่ยังต่ำกว่าเกณฑ์ของ Fed อยู่ อย่างไรก็ตามก็ต้องติดตามอย่างใกล้ชิดว่าผลกระทบจะลุกลามต่อเนื่องหรือไม่

โดยสรุป ตัวเลขภาวะเศรษฐกิจส่วนใหญ่ โดยเฉพาะแนวโน้มเงินเฟ้อ ยังห่างไกลจากเกณฑ์ที่จะกดดันให้ Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ยเร็ว ๆ นี้ ซึ่งชี้ว่า Fed น่าจะยังคงแผนการเพิ่มความเข้มงวดของนโยบายการเงิน เช่น การขึ้นดอกเบี้ยทุกรอบการประชุมในปี นี้ และการลดขนาดงบดุล (QT) ซึ่งน่าจะเริ่มต้นลดในเดือน พ.ค.นี้ 🌀

แผนภาพที่ 8: ตัวเลขภาวะเศรษฐกิจหลายตัว ยังไม่กดดันให้ Fed ต้องหยุดขึ้นดอกเบี้ยเร็ว ๆ นี้

Indicators	Trends	Current	Fed's Trigger
Financial Markets			
S&P500 Drawdown	Worsening	-13%	More than -20% (SPX 3,840)
P/E of S&P500	Compressing	21x (75%tile)	19x (40th percentile)
VIX index	Rising	32pts	> 20pts
Yield Curve: 10Y-2Y	Flattening	25bps	Invert
Yield Curve: 10Y-3M	Flattening	142bps	Invert
Economic Growth			
ISM Manufacturing	Falling	59pts	Sharp fall or less than 50
Nonfarm Payrolls	Rising	678k	Falling & less than 150k
US Economic Surprise	Rising	59pts	Negative
Inflation			
CPI	Rising	7.9%	Begin to fall
10Y Breakeven Inflation	Rising	2.7%	Less than 1.5%
5Y5Y Inflation Swap	Rising	2.6%	Less than 2%
WTI Oil Price	Rising	\$116/bbl	Peak
Financial Conditions			
High-Yield Credit Spread	Rising	376bps	More than 500bps
TED spread	Rising	30bps	More than 50bps
FRA-OIS spread	Rising	35bps	More than 50bps

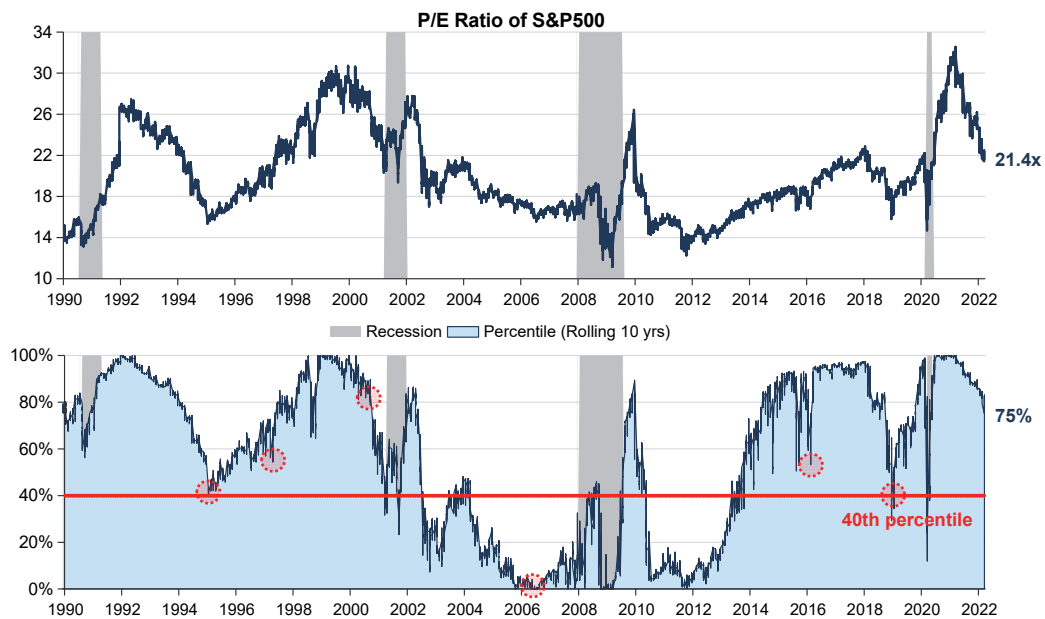
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 9: เกณฑ์ที่ Fed จะหยุดขึ้นดอกเบี้ย: ตลาดหุ้นปรับตัวลงมากกว่า 20%



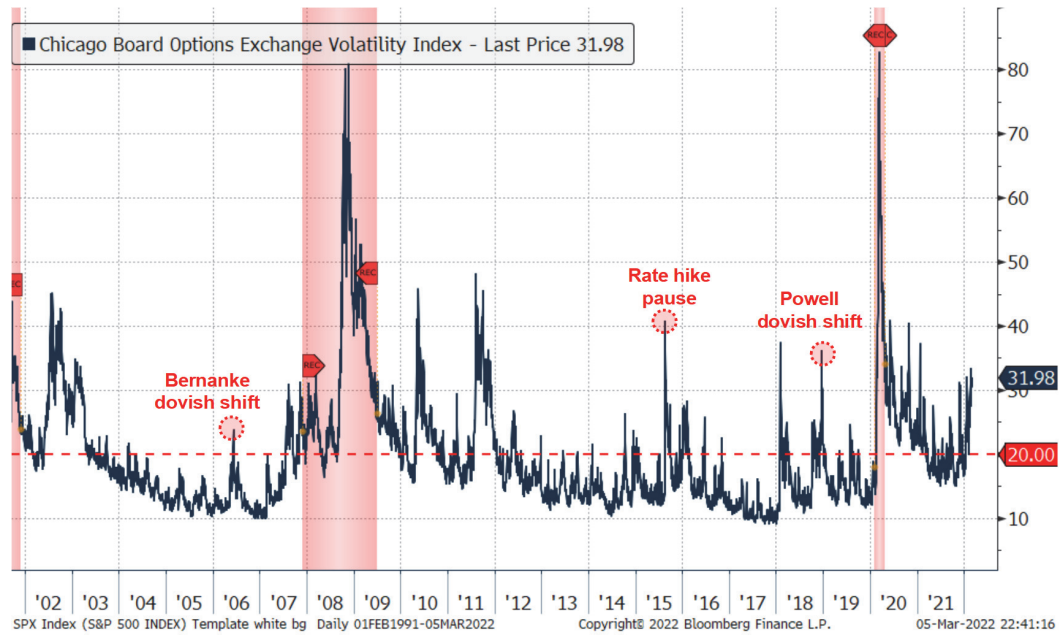
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 10: เกณฑ์ที่ Fed จะหยุดขึ้นดอกเบี้ย: ค่า P/E ลดลงต่ำกว่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 40 ของเฉลี่ยย้อนหลังในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา



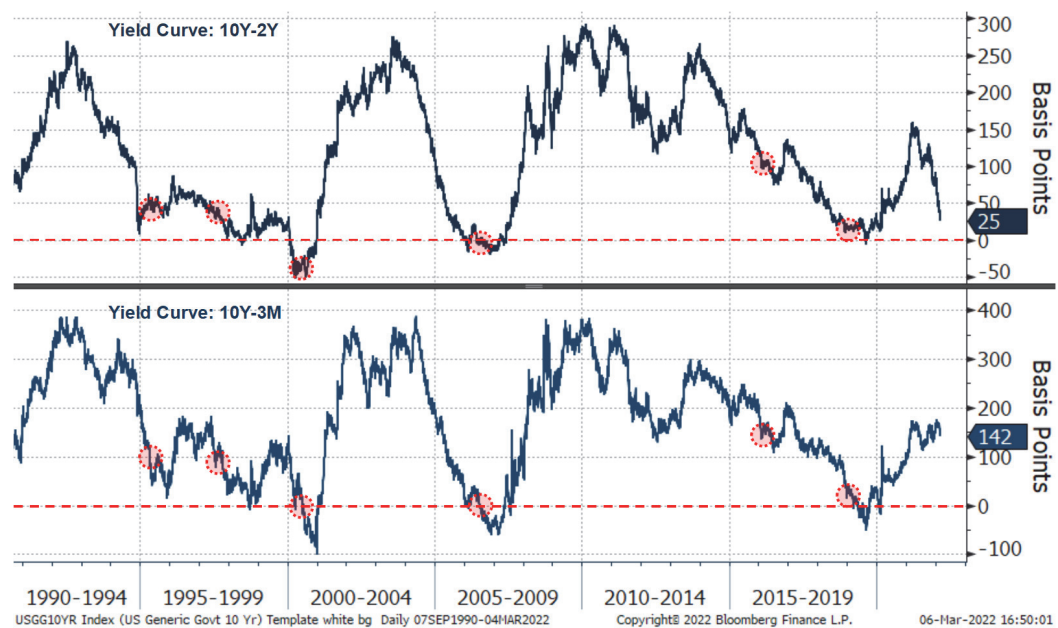
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 11: เกณฑ์ที่ Fed จะหยุดขึ้นดอกเบี้ย: VIX index เพิ่มขึ้นสูงกว่าระดับ 20 จุด



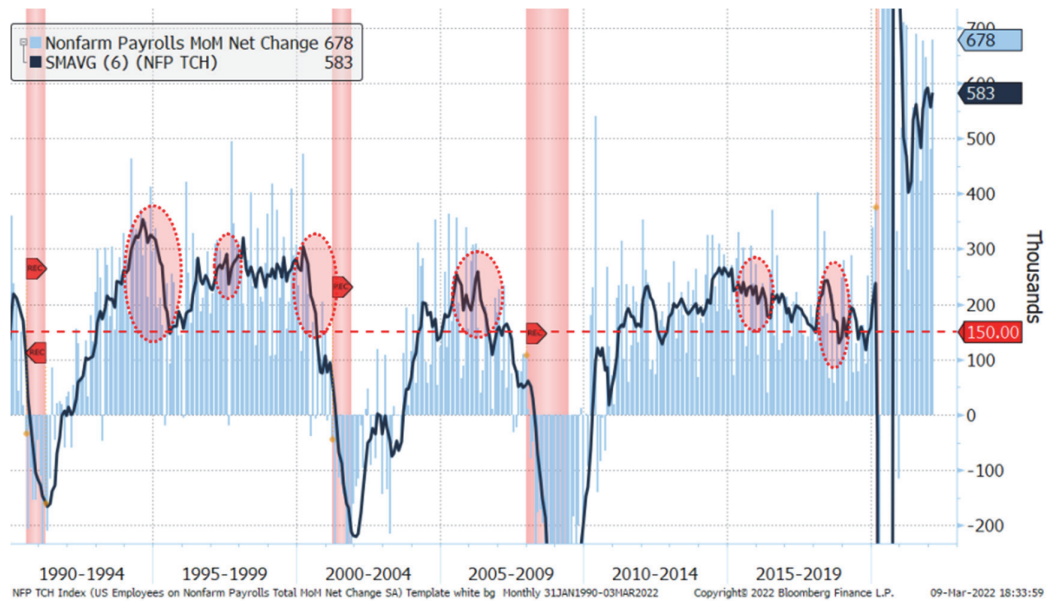
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 12: เกณฑ์ที่ Fed จะหยุดขึ้นดอกเบี้ย: Yield curve ติดลบ



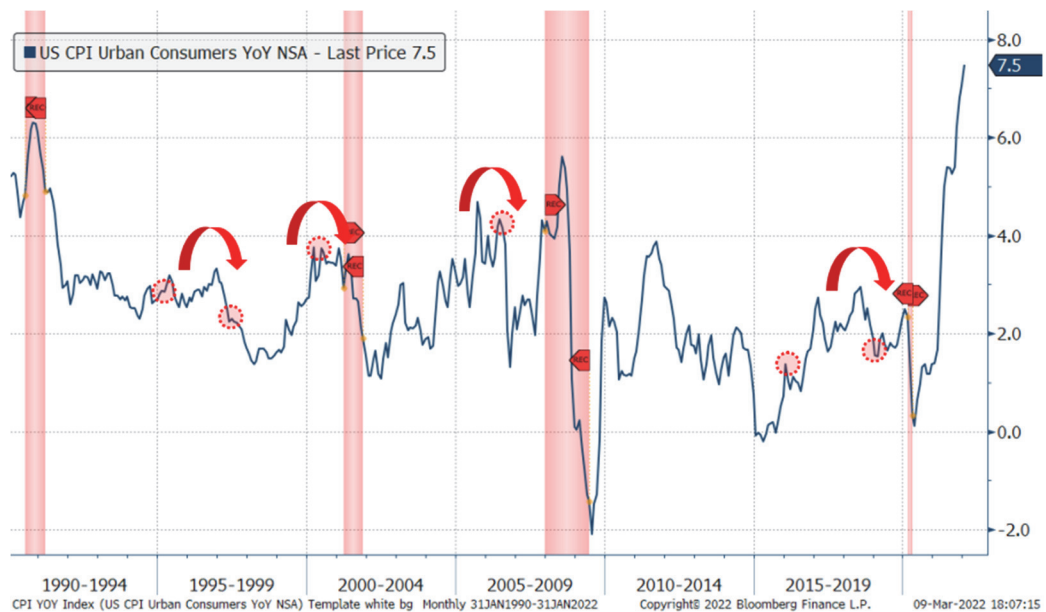
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 13: เกณฑ์ที่ Fed จะหยุดขึ้นดอกเบี้ย: Nonfarm payrolls เพิ่มขึ้นน้อยกว่า 1.5 แสนรายต่อเดือน



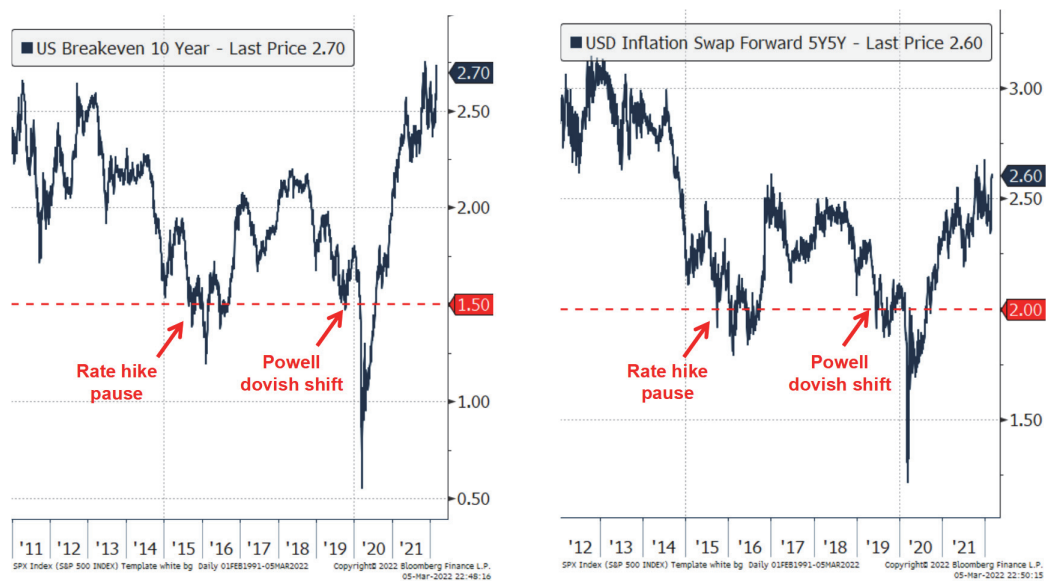
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 14: เกณฑ์ที่ Fed จะหยุดขึ้นดอกเบี้ย: อัตราเงินเฟ้อ (CPI) เริ่มลดลง



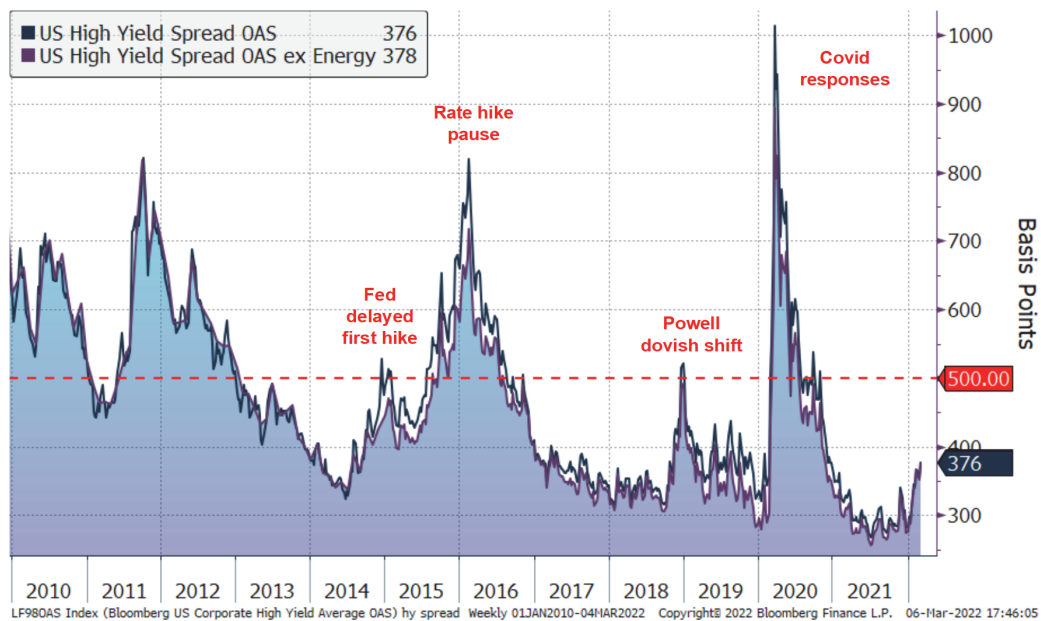
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 15: เกณฑ์ที่ Fed จะหยุดขึ้นดอกเบี้ย: คาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาว 10Y ลดลงต่ำกว่า 1.5% และ 5Y5Y ต่ำกว่า 2%



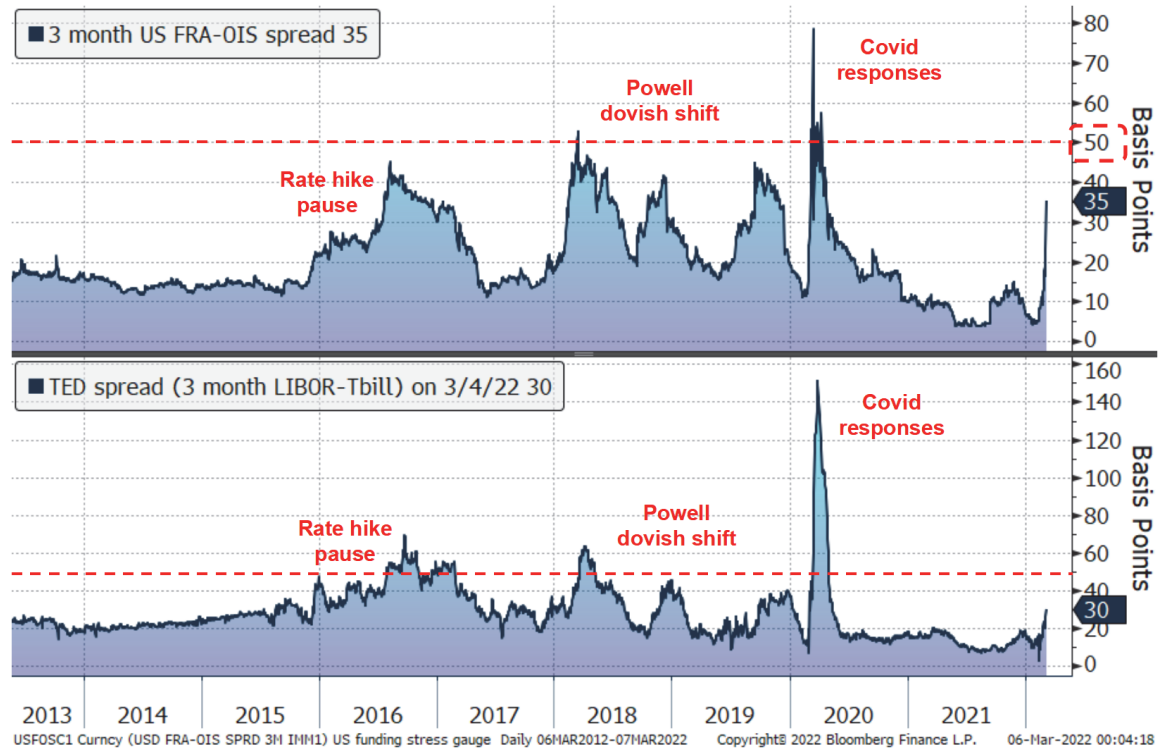
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 16: เกณฑ์ที่ Fed จะหยุดขึ้นดอกเบี้ย: High-yield credit spread พุ่งขึ้นสูงกว่า 500 bps



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

แผนภาพที่ 17: เกณฑ์ที่ Fed จะหยุดขึ้นดอกเบี้ย: ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยในการกู้ยืมระยะสั้นจะต้องเพิ่มสูงกว่า 50bps



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

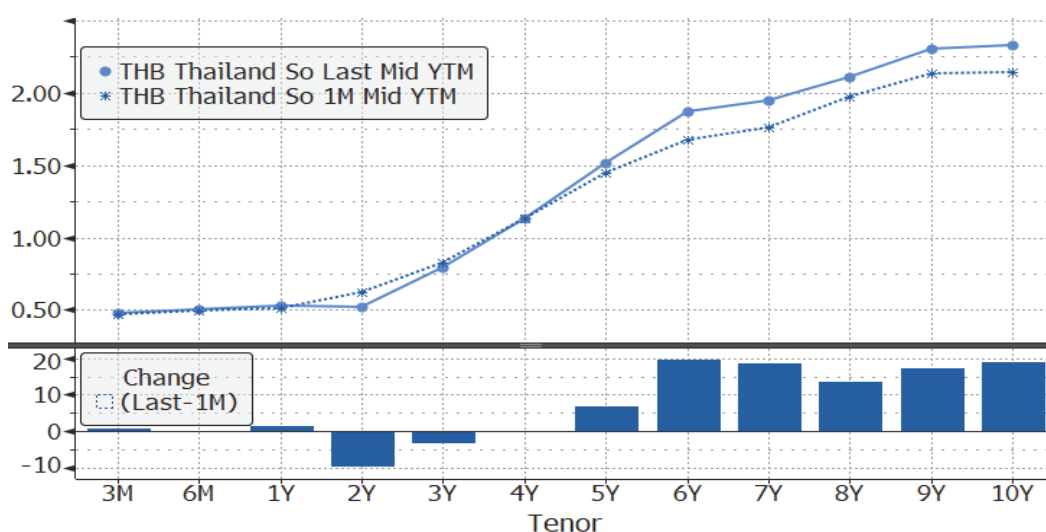
ตลาดตราสารหนี้

ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของไทยปรับตัวขึ้นแรงมาอยู่ที่ 2.4% ตาม Bond yield สหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้น หลัง Fed ส่งสัญญาณขึ้นนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น เรามอง Bond yield สหรัฐฯ เพิ่มขึ้นสะท้อนการขึ้นดอกเบี้ยไปมากแล้ว และมีช่องว่างที่จะเพิ่มขึ้นได้อย่างจำกัดต่อจากนี้

ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวของไทยปรับตัวขึ้นจากราวขึ้นมาอยู่ที่ราว 2.4% ในเดือน มี.ค. โดยเป็นการปรับตัวขึ้นตาม Bond yield สหรัฐฯ ที่ปรับตัวขึ้นแรงหลัง Fed ส่งสัญญาณขึ้นดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่องและลดสภาพคล่องเร็วขึ้น

ในขณะที่ผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นยังทรงตัวในระดับต่ำตามอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เราคาดว่าธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) จะคงดอกเบี้ยที่ระดับ 0.5% ไปตลอดปีนี้เป็นอย่างน้อย

แผนภาพที่ 18: เส้นผลตอบแทนพันธบัตรของไทย

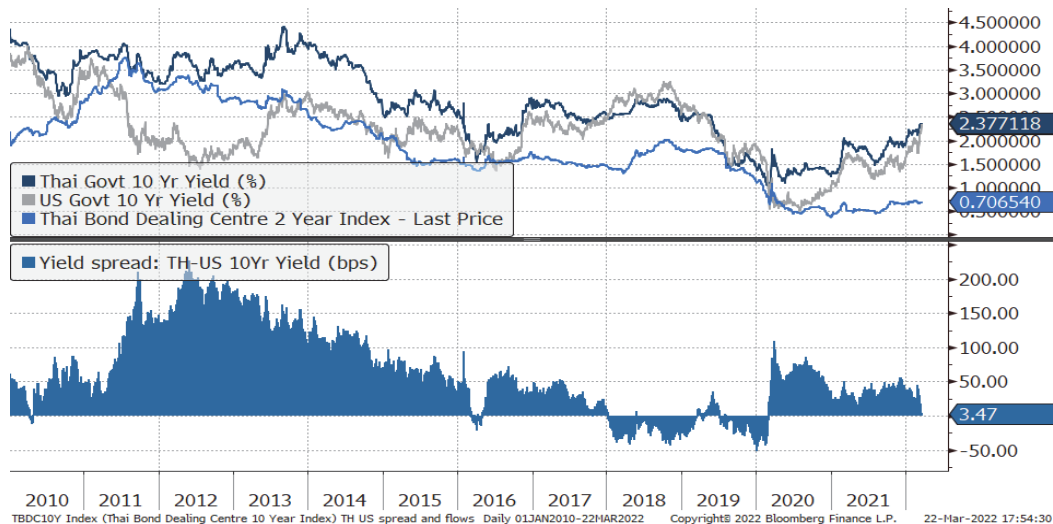


Copyright© 2022 Bloomberg Finance L.P.

22-Mar-2022 17:54:19

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

แผนภาพที่ 19: ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวปรับตัวขึ้นแรง ในขณะที่ระยะสั้นทรงตัวต่ำตามดอกเบี้ยนโยบาย



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

เรามอง Bond yield สหรัฐฯ เพิ่มขึ้นสะท้อนการขึ้นดอกเบี้ยไปมากแล้ว และมีช่องว่างที่จะเพิ่มขึ้นได้อย่างจำกัดต่อจากนี้

เรามอง Bond yield สหรัฐฯ เพิ่มขึ้นสะท้อนการขึ้นดอกเบี้ยไปมากแล้ว โดยประเมินจาก 1) คาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed (Eurodollar Futures) ที่ตลาดคาดว่าจะขึ้นไปถึงจุด

สูงสุดที่ราว 3% ในช่วงกลางปีหน้า ซึ่งสูงกว่าที่ Fed ส่งสัญญาณตาม Dot Plot ที่ 2.75% แล้ว และ 2) Term Premium ซึ่งเพิ่มขึ้นมาแล้วราว 30bps นับตั้งแต่ปลายปีที่แล้ว ได้สะท้อนผลกระทบจาก QT ต่อ Bond yield ระยะยาวไปมากแล้วเช่นกัน (ดูรายละเอียดใน TIPS ฉบับเดือน ก.พ.)

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับตัวลดลงในเดือนที่ผ่านมา ท่ามกลางตลาดที่คลายความกังวลจากสงครามรัสเซีย-ยูเครน โดยราคาทองคำได้รับปัจจัยลบเพิ่มเติมจากนโยบายการเงิน ซึ่งน่าจะกดดันราคาทองคำในระยะสั้น อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี เรา มองความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอยในระยะข้างหน้าเพิ่มขึ้น เราจึงแนะนำให้ทยอยสะสมทองคำที่ราคาต่ำกว่า 1,900 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ส่วนราคาน้ำมัน เรามองว่าแนวโน้มในระยะสั้นขึ้นอยู่กับความรุนแรงของการคว่ำบาตร และผลกระทบต่อปริมาณการส่งออกน้ำมันของรัสเซียไปยังชาติตะวันตก โดยเราคาดว่าในกรณีฐาน ซึ่งสหรัฐฯ คว่ำบาตรการนำเข้าน้ำมันจากรัสเซีย โดยที่สหภาพยุโรปไม่เข้าร่วมด้วย ราคาน้ำมันดิบ WTI จะทรงตัวอยู่ที่ 100-110 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

ราคาทองคำ

ราคาทองคำปรับตัวลดลงในเดือนที่ผ่านมา ท่ามกลางตลาดที่คลายความกังวลจากสงคราม

ราคาทองคำปรับตัวลงมาทรงตัวที่ระดับ 1,920 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา หลังจากที่เพิ่มขึ้นไปเกือบทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 2,050 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ท่ามกลางตลาดที่คลายความกังวลจากสงครามรัสเซีย-ยูเครน ซึ่งทำให้ความต้องการในสินทรัพย์ปลอดภัย (Safe-haven) ลดลง

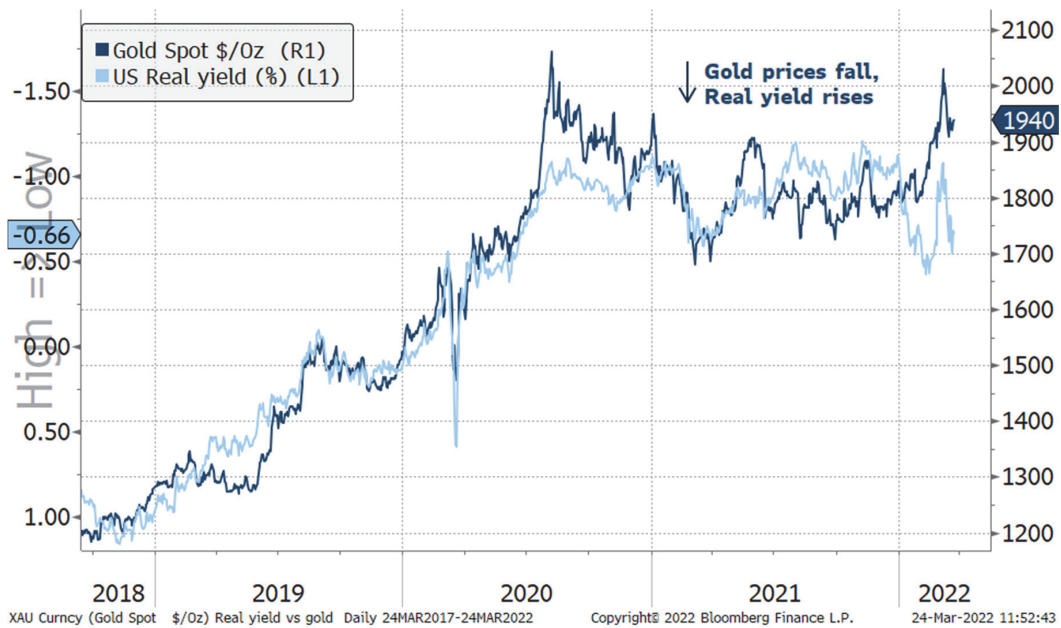
เรามองราคาทองคำอาจถูกกดดันจากนโยบายที่เข้มงวดขึ้นของ Fed ในระยะสั้น

Fed มีการแสดงความกังวลต่อภาวะ Stagflation ซึ่งเป็นภาวะที่อัตราเงินเฟ้อเร่งตัวสูง ในขณะที่เศรษฐกิจชะลอตัวลง ในการประชุม Fed วันที่ 16 มี.ค. ที่ผ่านมา ซึ่งส่วนหนึ่งมาจากผลกระทบของสงครามที่ซ้ำเติมปัญหาเงินเฟ้อสูงที่มีอยู่ก่อนแล้ว

โดย Fed ปรับลดการฉีเงินเพื่อ Core PCE ของปี 2022 เพิ่มขึ้นสูงเป็นอย่างมากที่ 4.1% จาก 2.7% ในคาดการณ์เดิม และปรับลดคาดการณ์ GDP ปีนี้ลงเป็น 2.8% จาก 4.0%

ขณะเดียวกัน Fed ก็ส่งสัญญาณถึงนโยบายการเงินที่จะเข้มงวดขึ้น โดยแนวโน้มอัตราดอกเบี้ย (Dot plot) ของ Fed ระบุว่าปรับขึ้นดอกเบี้ยอีก 9 ครั้ง ในปี 2022 ถึง 2023 สู่ระดับ 2.75% จากเดิมที่มองว่าจะทยอยปรับขึ้นดอกเบี้ยจนถึง 2.1% ในปี 2024 นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยที่ 2.75% ในปี 2023 เป็นระดับที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยระยะยาว (Longer-run rate) ที่ 2.4% สะท้อนถึงความพยายามของ Fed ที่จะเพิ่มความเข้มงวดของนโยบายการเงิน เพื่อควบคุมเงินเฟ้อในช่วง 1-2 ปีนี้ ซึ่งน่าจะเป็นปัจจัยกดดันราคาทองคำในระยะสั้น เรามองราคาทองคำอาจปรับตัวลดลงมายังที่ระดับ 1,900 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ซึ่งเป็นระดับในช่วงก่อนการโจมตียูเครน

แผนภาพที่ 20: Real yield ปรับเพิ่มขึ้นในช่วงเดือนที่ผ่านมา ตามนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น ซึ่งน่าจะจำกัดการเพิ่มขึ้นของราคาทองคำในระยะสั้น



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

ความเสี่ยงจากการเข้าสู่ภาวะ Recession หนูลราคาทองคำในระยะกลาง

ถึงแม้เราจะมองว่านโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นจะกดดันราคาทองคำในระยะสั้น แต่แนวโน้มนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นเร็วเกินไป ก็อาจทำให้เศรษฐกิจชะลอตัวลง และในกรณีเลวร้าย เศรษฐกิจอาจเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ในระยะข้างหน้า

จากการศึกษาข้อมูลผลตอบแทนของสินทรัพย์ในช่วงที่เกิด Recession ตั้งแต่ปี 1973 พบว่าทองคำเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดที่เฉลี่ยเดือนละ 1.3% ตามด้วยพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ที่ 1.2% ในขณะที่หุ้น (S&P500) ให้ผลตอบแทนติดลบ -0.2% ซึ่งว่าทองคำเป็นหนึ่งในสินทรัพย์ที่ช่วยป้องกันความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนในภาวะ Recession ได้ เราจึงแนะนำให้ทยอยสะสมทองคำที่ระดับต่ำกว่า 1,900 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์

แผนภาพที่ 21: ทองคำเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงในภาวะ Recession

Monthly returns during recession									
	Begins	28 Feb 20	31 Dec 07	30 Mar 01	31 Jul 90	31 Jul 81	31 Jan 80	30 Nov 73	
	Ends	30 Apr 20	30 Jun 09	30 Nov 01	29 Mar 91	30 Nov 82	31 Jul 80	31 Mar 75	Average
Gold Spot \$/oz		3.1%	0.6%	0.8%	-0.6%	0.5%	-1.0%	5.4%	1.3%
US Treasury		1.7%	0.5%	0.7%	0.9%	2.3%	1.5%	0.6%	1.2%
Global IG		-0.2%	0.3%	0.6%	0.8%	n.a.	n.a.	n.a.	0.4%
Dollar Index		0.4%	0.2%	-0.1%	0.7%	0.5%	0.0%	-0.3%	0.2%
Global REIT		1.4%	-1.7%	0.6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.1%
S&P 500		-0.7%	-2.1%	-0.2%	0.7%	0.4%	1.1%	-0.8%	-0.2%
S&P 500 Growth		-5.6%	-2.5%	1.3%	1.1%	1.0%	1.2%	-0.4%	-0.5%
MSCI DM		-2.0%	-2.2%	-0.7%	-0.5%	-0.1%	1.0%	-0.7%	-0.7%
MSCI EAFE		-4.1%	-2.3%	-1.3%	-1.1%	-0.6%	0.9%	-0.4%	-1.3%
SET index		-1.4%	-1.7%	0.4%	-2.8%	n.a.	n.a.	n.a.	-1.4%
MSCI EM		-3.9%	-2.1%	-0.7%	-0.8%	n.a.	n.a.	n.a.	-1.9%
S&P 500 Value		-3.2%	-2.4%	-1.0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-2.2%
Oil price \$/bbl		-30.7%	-1.5%	-3.6%	-0.9%	-0.6%	1.3%	7.2%	-4.1%
Duration (months)		2	18	8	8	16	6	16	11

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

น้ำมัน

แนวโน้มราคาน้ำมันในระยะสั้นขึ้นอยู่กับความรุนแรงของการคว่ำบาตร และผลกระทบต่อปริมาณการส่งออกน้ำมันของรัสเซียไปยังชาติตะวันตก โดยเราคาดว่าในกรณีฐาน ซึ่งสหรัฐฯ คว่ำบาตรการนำเข้าน้ำมันจากรัสเซีย โดยที่

สหภาพยุโรปไม่เข้าร่วมด้วย ราคาน้ำมันดิบ WTI จะทรงตัวอยู่ที่ 100-110 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

แนวโน้มราคาน้ำมันในระยะสั้นขึ้นอยู่กับความรุนแรงของการคว่ำบาตร และผลกระทบต่อปริมาณการส่งออกน้ำมันของรัสเซียไปยังชาติตะวันตก โดยเราคาดการณ์ราคาใน 3 กรณี ได้แก่

กรณี	ผลกระทบต่ออุปทาน	คาดการณ์ราคา WTI
กรณีฐาน ซึ่งสหรัฐฯ คว่ำบาตรการนำเข้าน้ำมันจากรัสเซีย โดยที่สหภาพยุโรปยังนำเข้าน้ำมันดิบจากรัสเซียต่อไป	ลดลง 0.2-1 mbpd	USD100-110/bbl
กรณีเลวร้าย ซึ่งสงครามยกระดับความรุนแรงขึ้น จนทำให้สหภาพยุโรปตัดสินใจเข้าร่วมการคว่ำบาตร กับสหรัฐฯ	ลดลง 3 mbpd	USD130-140/bbl
กรณีผ่อนคลาย ซึ่งรัสเซียและยูเครนบรรลุการเจรจาสันติภาพ ซึ่งทำให้ความเสี่ยงในการคว่ำบาตรจากสหภาพยุโรปลดลง ในขณะที่สหรัฐฯ บรรลุข้อตกลงนิวเคลียร์กับอิหร่านได้สำเร็จ	เพิ่มขึ้น 1 mbpd	USD90-100/bbl

1) กรณีฐาน ซึ่งสหรัฐฯ คว่ำบาตรการนำเข้าน้ำมันจากรัสเซีย โดยที่สหภาพยุโรปยังนำเข้าน้ำมันดิบจากรัสเซียต่อไป ซึ่งกรณีนี้เป็นไปตามสถานการณ์ที่เกิดขึ้นจริงในปัจจุบัน และน่าจะยังคงอยู่ต่อไปในอนาคตหากภาวะสงครามยังคงยืดเยื้อ

ในกรณีนี้ผลกระทบทางตรงต่อการส่งออกน้ำมันจากรัสเซียจะมีจำกัดมาก เนื่องจากสหรัฐฯ นำเข้าน้ำมันดิบจากรัสเซียเพียง 2 แสนบาร์เรลต่อวัน จากการส่งออกรวม 5 ล้านบาร์เรลต่อวัน แต่อาจมีผลกระทบทางอ้อมจากการที่ผู้นำเข้าเอกชนรายอื่นๆ หลีกเลี่ยงการนำเข้าจากรัสเซีย เนื่องจากความเสี่ยงที่จะถูกคว่ำบาตรในอนาคต ทำให้การส่งออกจากรัสเซียอาจลดลงได้ถึง 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน

อุปทานที่ถูกกระทบจากการคว่ำบาตรดังกล่าว สามารถชดเชยได้ทั้งหมดจากการปล่อยน้ำมันดิบจากคลังสำรองทางยุทธศาสตร์ (Strategic Petroleum Reserves: SPR) ซึ่งชาติตะวันตกตกลงกันว่า จะปล่อยน้ำมันดิบออกจากคลังรวม 60 ล้านบาร์เรล ซึ่งหากสมมติให้ทยอยปล่อยออกมาในช่วง 2 เดือน ก็จะสามารถ

เพิ่มอุปทานในตลาดน้ำมันดิบโลกได้ถึง 1 ล้านบาร์เรลต่อวันเป็นเวลา 2 เดือน นอกจากนั้นผู้นำเข้ารายอื่นๆ ที่ไม่ได้เข้าร่วมการคว่ำบาตร เช่น จีน และอินเดีย อาจเพิ่มการนำเข้าจากรัสเซียซึ่งมีราคาลดลงจากผลกระทบของการคว่ำบาตร ซึ่งจะช่วยลดผลกระทบต่ออุปทานในตลาดโลกได้อีกทางหนึ่ง

ในกรณีนี้เราคาดว่าราคาน้ำมันดิบ WTI จะทรงตัวอยู่ที่ 100-110 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

2) กรณีเลวร้าย ซึ่งสงครามยกระดับความรุนแรงขึ้น จนทำให้สหภาพยุโรปซึ่งผู้นำน้ำมันดิบจากรัสเซียถึง 2.7 ล้านบาร์เรลต่อวัน ตัดสินใจเข้าร่วมการคว่ำบาตร ซึ่งเมื่อรวมกับสหรัฐฯ จะทำให้ผลกระทบต่ออุปทานเพิ่มขึ้นเป็นเกือบ 3 ล้านบาร์เรลต่อวัน

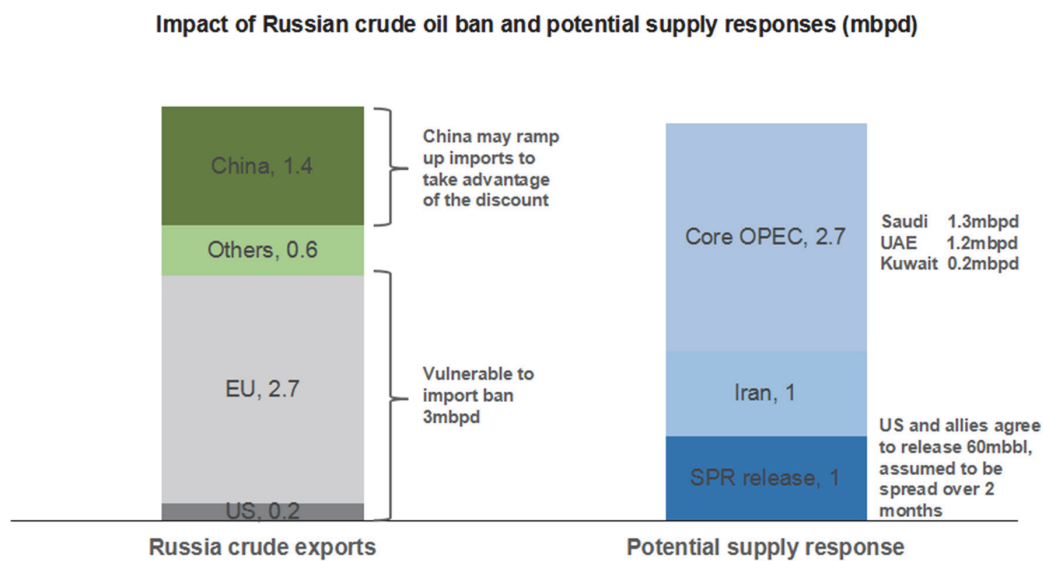
ในกรณีนี้ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกจะขาดแคลน และต้องมีการเพิ่มการผลิตจากแหล่งอื่นๆ เพื่อชดเชย เช่น การบรรลุข้อตกลงนิวเคลียร์ระหว่างสหรัฐฯ และอิหร่าน ซึ่งจะทำให้การผลิตน้ำมันดิบจากอิหร่านเพิ่มขึ้นได้ราว 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน และการเพิ่มปริมาณการผลิตของกลุ่ม OPEC

อุปทานส่วนเพิ่มจากแหล่งดังกล่าว ยังมีความไม่แน่นอนสูง โดยการเจรจาข้อตกลงนิวเคลียร์ระหว่างสหรัฐฯ และอิหร่าน แม้จะมีรายงานข่าวว่ามีความคืบหน้าอย่างมาก แต่ก็ยังมีความเสี่ยงที่จะล้มเหลวหากรัสเซีย ซึ่งเป็นหนึ่งในผู้เข้าร่วมเจรจาเข้าแทรกแซง ในขณะที่สมาชิก OPEC ซึ่งมีกำลังการผลิตเหลือมากอย่าง ซาอุดีอาระเบียและ UAE ยังปฏิเสธที่จะเพิ่มปริมาณการผลิต ส่วนการเพิ่มการนำเข้าจากจีนและอินเดียในปริมาณมากก็จะมีข้อจำกัดด้านการขนส่ง

เราคาดว่า ในกรณีที่สหภาพยุโรปรวมคว่ำบาตร และไม่มี การเพิ่มการผลิตจากแหล่งผลิตอื่นๆ เข้ามาชดเชย ราคาน้ำมันดิบ WTI อาจเพิ่มขึ้นไปถึง 130-140 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

3) กรณีผ่อนคลาย ซึ่งรัสเซียและยูเครนบรรลุการเจรจาสันติภาพ ซึ่งทำให้ความเสี่ยงในการคว่ำบาตรจากสหภาพยุโรป ลดลง ในขณะที่สหรัฐฯ บรรลุข้อตกลงนิวเคลียร์กับอิหร่านได้สำเร็จ เราคาดว่ากรณีนี้จะทำให้อาณัติน้ำมันดิบลดลงมาอยู่ในช่วง 90-100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

แผนภาพที่ 22: ผลกระทบจากการคว่ำบาตรน้ำมันดิบรัสเซีย และอุปทานชดเชยจากแหล่งอื่นๆ



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

GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ: ส่งสัญญาณชะลอตัวลงท่ามกลางเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นสูงต่อเนื่อง กดดันกำลังซื้อของผู้บริโภค โดย Bloomberg consensus คาด GDP ไตรมาส 1 จะขยายตัวลดลงเป็น 1.5% QoQ, saar จาก 7.0% ในไตรมาสก่อน ด้านสงครามรัสเซีย-ยูเครน น่าจะส่งผลกระทบทางตรงต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ อย่างจำกัดกว่าประเทศหลักอื่นๆ ดังนั้น ผลกระทบหลักจะมาจากการปรับขึ้นของราคาพลังงานที่หนุนเงินเฟ้อให้ยังขยายตัวสูงต่อเนื่อง ทั้งนี้ ผลกระทบจากสงครามที่คาดว่าจะจำกัด ทำให้ Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ย 25bps ในการประชุมเดือน มิ.ค. และส่งสัญญาณจะปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่องในทศรอบการประชุมที่เหลือในปีนี้อีก 150bps ขณะที่ QT อาจเริ่มต้นได้ในเดือน พ.ค. เร็วกว่าที่ตลาดคาดเล็กน้อย
- เศรษฐกิจยุโรป: ส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นในช่วงที่ผ่านมา หลังสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลายและรัฐบาลทยอยผ่อนปรน Lockdown อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจเผชิญความไม่แน่นอนมากขึ้นหลังสงครามรัสเซีย-ยูเครนปะทุปลายเดือน ก.พ. โดยยุโรปนับเป็นประเทศหลักที่มีความเชื่อมโยงกับรัสเซียมากที่สุด ทำให้ผลกระทบทางตรงต่อเศรษฐกิจมีสูงกว่าประเทศอื่นๆ นอกจากนี้ ยังจะได้รับผลกระทบจากราคาพลังงานที่พุ่งขึ้นสูงอย่างมาก ด้านนโยบายการเงิน ECB ส่งสัญญาณที่อาจจะยุติ QE ในไตรมาส 3 ท่ามกลางความกังวลต่อเงินเฟ้อที่ขยายตัวสูง และมีปัจจัยหนุนเพิ่มเติมจากสงคราม ซึ่งทำให้ ECB ปรับคาดการณ์เงินเฟ้อปีนี้ขึ้นมาก โดยเปิดทางให้การปรับขึ้นดอกเบี้ยอาจเกิดขึ้นในสิ้นปีนี้
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นในไตรมาส 2 สะท้อนได้จากข้อมูลการเดินทางของ Google's Mobility Trends และข้อมูลการค้นหาร้านอาหารที่เริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้น และหากสถานการณ์การแพร่ระบาดดีขึ้นอย่างเห็นได้ชัด รัฐบาลน่าจะนำมาตรการกระตุ้นท่องเที่ยวอย่าง Go to Travel กลับมาใช้ซึ่งจะเป็นปัจจัยหนุนเศรษฐกิจในไตรมาส 2 อย่างไรก็ดี แนวโน้มภาคการส่งออกและภาคผลิตของญี่ปุ่นยังไม่ดีนัก โดยเผชิญปัจจัยเพิ่มเติมจากสงครามรัสเซีย-ยูเครน ซึ่งนำไปสู่การใช้มาตรการคว่ำบาตรที่จะกระทบอุปทานสินค้าสำคัญ เช่น พลังงาน ไม้ และอะลูมิเนียม ด้านนโยบายการเงินคาดว่าจะยังคงผ่อนคลายเป็นอยู่ จากเศรษฐกิจที่ยังฟื้นตัวช้า และเงินเฟ้อที่แม้มีแนวโน้มปรับสูงขึ้น แต่ความเป็นไปได้ที่จะขึ้นที่ระดับ 2% ยังต่ำ
- เศรษฐกิจจีนเดือน ม.ค.-ก.พ. ออกมาดีกว่าคาดในภาพรวม จากการใช้จ่ายใช้สอยในช่วงตรุษจีนและสถานการณ์ COVID-19 ที่คลี่คลายลง อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจมีแนวโน้มกลับมาชะลอตัวลงในเดือน มิ.ค. จากมาตรการ Zero-COVID ที่ทำให้มีการกลับมาประกาศมาตรการ Lockdown ในหลายพื้นที่ ขณะที่การประชุม NPC รัฐบาลจีนตั้งเป้า GDP ปี 2022 ที่ “ประมาณ 5.5%” ซึ่งเป็นเป้าหมายที่ค่อนข้างท้าทาย พร้อมกับส่งสัญญาณการดำเนินนโยบายการคลังและการเงินที่ผ่อนคลาย ทั้งนี้ การที่จีนไม่ได้เข้าร่วมกับชาติตะวันตกในการคว่ำบาตรกับรัสเซีย อีกทั้งอาจได้ประโยชน์จากการเป็นช่องทางระบายสินค้าที่ผลิตในรัสเซีย ทำให้ผลกระทบจากความขัดแย้งระหว่างรัสเซีย-ยูเครน ต่อจีนอาจมีจำกัด
- เศรษฐกิจไทยในเดือน ม.ค. ชะลอลงเล็กน้อยจากการแพร่ระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Omicron ด้านประเด็นความขัดแย้งระหว่างรัสเซียและยูเครนจะเป็นปัจจัยหลักที่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจในระยะถัดไป แม้ผลกระทบทางตรงยังมีจำกัด แต่ผลกระทบทางอ้อมอาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยอย่างมีนัยยะ จากเศรษฐกิจคู่ค้าหลักของไทยอื่นๆ ที่อาจอ่อนแอลง โดยเฉพาะยุโรป รวมไปถึงราคาพลังงานที่ปรับตัวสูงขึ้นที่หนุนเงินเฟ้อให้สูงและกดดันกำลังซื้อของผู้บริโภค โดยเรายังคงมุมมองว่า ธปท. จะไม่รีบเร่งปรับขึ้นดอกเบี้ยในปีนี้ แม้เงินเฟ้อน่าจะสูงเกินกว่ากรอบบนของเป้าหมายที่ 3% ในปีนี้ แต่คาดจะกลับเข้าสู่เป้าหมายในปีหน้า ทำให้ ธปท. จะเลือกให้น้ำหนักกับการดูแลเงินเฟ้อในระยะปานกลางแทน ภายใต้บริบทที่เศรษฐกิจไทยยังคงมีการฟื้นตัวที่ไม่แข็งแรงและไม่ทั่วถึง โดยเฉพาะภาคการท่องเที่ยวที่ยังอ่อนแออยู่มาก

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

← 22:51
WALL ST

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ส่งสัญญาณชะลอตัวลงท่ามกลางเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นสูงต่อเนื่อง กดดันกำลังซื้อของผู้บริโภค สะท้อนผ่านยอดขายปลีกที่ชะลอตัวลงมาก โดย Bloomberg consensus คาด GDP ไตรมาส 1 จะขยายตัวลดลงเป็น 1.5% QoQ, saar จาก 7.0% ในไตรมาสก่อน ด้านสงครามรัสเซีย-ยูเครน น่าจะส่งผลกระทบทางตรงต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ อย่างจำกัดกว่าประเทศหลักอื่นๆ จากความเชื่อมโยงทางเศรษฐกิจที่ต่ำกว่า ดังนั้น ผลกระทบหลักจะมาจากการปรับขึ้นของราคาส่งงานที่จะหนุนเงินเฟ้อให้ยังขยายตัวสูงต่อเนื่อง ทั้งนี้ ผลกระทบจากสงครามที่คาดว่าจะจำกัด ทำให้ Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ย 25bps ในการประชุมเดือน มี.ค. และส่งสัญญาณจะปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่องในทุกกรอบการประชุมที่เหลือในปีนี้อีก 150bps ท่ามกลางความกังวลต่อเงินเฟ้อ ขณะที่การลดขนาดงบดุล (QT) อาจเริ่มต้นได้ในเดือน พ.ค. เร็วกว่าที่ตลาดคาดเล็กน้อย

กิจกรรมเศรษฐกิจชะลอตัวลงท่ามกลางเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นสูง และมีความเสี่ยงเพิ่มเติมจากสงครามรัสเซีย-ยูเครน

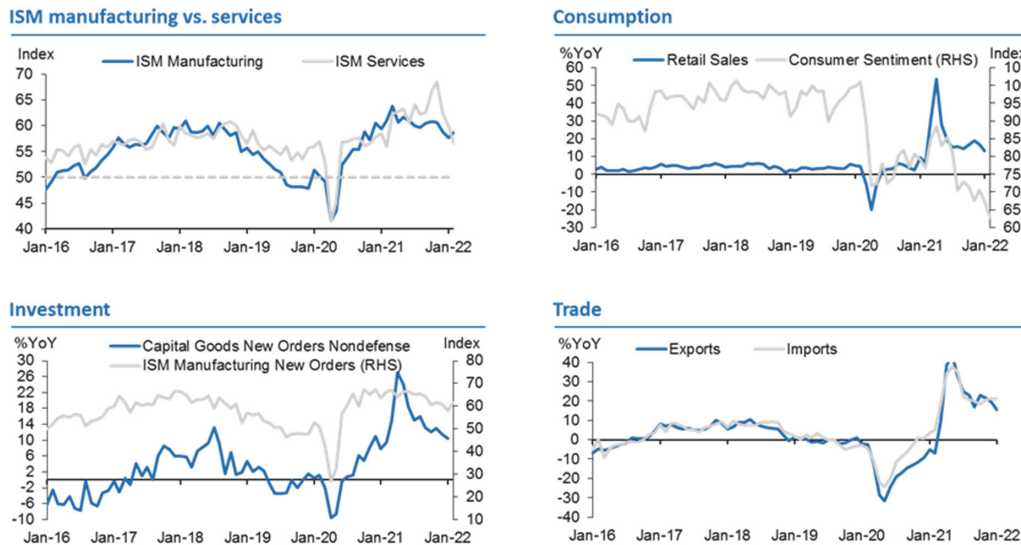
กิจกรรมเศรษฐกิจโดยรวมส่งสัญญาณชะลอตัวลงในไตรมาส 1 โดย Bloomberg consensus คาด GDP จะขยายตัวลดลงเป็น 1.5% QoQ, saar จาก 7.0% ในไตรมาสก่อน ท่ามกลางเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นสูงต่อเนื่องและเป็นวงกว้างไปในหลายกลุ่มสินค้ามากขึ้น โดยเงินเฟ้อทั่วไป (CPI) ในเดือน ก.พ. เร่งตัวขึ้นเป็น 7.9% YoY (vs. 7.5% เดือนก่อน) สูงสุดในรอบ 40 ปี และยังมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นต่อในเดือนข้างหน้า จากสงครามรัสเซีย-ยูเครน ที่ส่งผลให้ราคาน้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์พุ่งสูงขึ้นอย่างมาก

โดยการใช้จ่ายของผู้บริโภคสะท้อนผ่านยอดขายปลีก (Retail Sales) ในเดือน ก.พ. ชะลอตัวลงมากเป็น 0.3% MoM เท่านั้น (vs. 4.9% เดือนก่อน) ซึ่งต่ำกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 0.4% และหากไม่นับรวมยอดขายน้ำมันหน้าปั๊ม ยอดค้าปลีกจะหดตัว -0.2% ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคโดย U. of Michigan สะท้อนการใช้จ่ายที่มีแนวโน้มแย่ลงต่อท่ามกลางความกังวลต่อ

เงินเฟ้อ โดยความเชื่อมั่นผู้บริโภคเบื้องต้นเดือน มี.ค. ปรับตัวลดลงเป็น 59.7 จุด (vs. 62.8 จุด เดือนก่อน) ต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2011 ท่ามกลางความกังวลต่อเงินเฟ้อในระยะใกล้ ซึ่งผู้บริโภคปรับคาดการณ์ระยะ 1 ปี ขึ้นเป็น 5.4% (vs. 4.9% เดือนก่อน) สูงสุดในรอบหลายปี ขณะเดียวกันก็ขาดแรงหนุนเพิ่มเติมจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐ

ด้านกิจกรรมภาคบริการสะท้อนผ่าน ISM Services ปรับตัวลดลงในเดือน ก.พ. (-3.4, 56.5 จุด) โดยรายงานระบุถึงปัญหาขาดแคลนแรงงาน และอัตราเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นที่กดดันการใช้จ่าย ขณะที่ภาคการผลิต ISM Manufacturing ปรับตัวเพิ่มขึ้น (+1.0 จุด, 58.6 จุด) จากอุปสงค์ทั้งใน (+3.8, 61.7 จุด) และนอกประเทศ (+3.4, 57.1 จุด) รวมถึงผลผลิต (+0.7, 58.5 จุด) แข็งแกร่งขึ้นหลังสถานการณ์ COVID-19 เริ่มผ่อนคลายลง แต่ก็มีความไม่แน่นอนมากขึ้นจากสงครามรัสเซีย-ยูเครน ที่ปะทุขึ้นปลายเดือน ก.พ. ซึ่งจะกระทบต่อทั้งอุปสงค์และอุปทาน

แผนภาพที่ 23: กิจกรรมภาคบริการและการใช้จ่ายของผู้บริโภคชะลอตัวลง ขณะที่ภาคการผลิตฟื้นตัวขึ้น



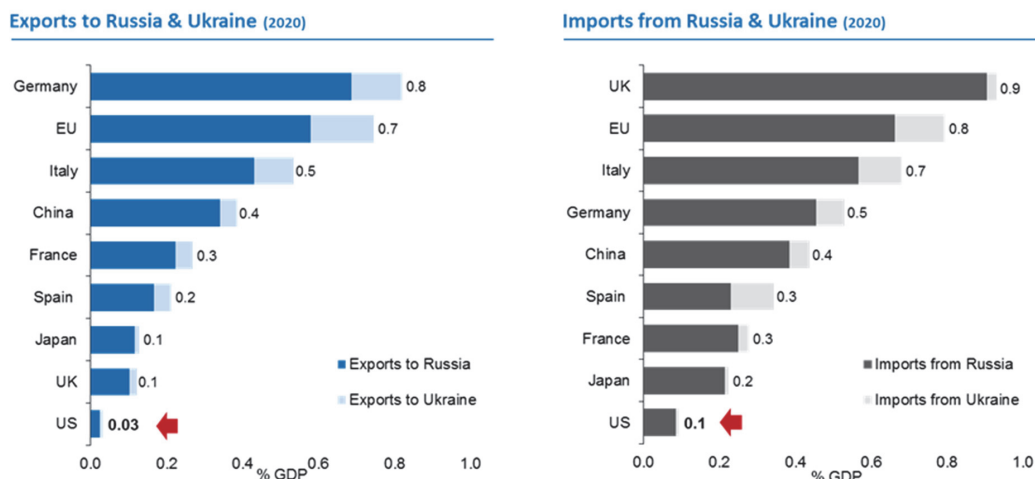
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

คาดการณ์รัสเซีย-ยูเครน ส่งผลกระทบโดยตรงต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ จำกัด แต่อาจหนุนให้เงินเพื่อขยายตัวสูงยาวนานกว่าที่ประเมิน จากการปรับขึ้นของราคาพลังงานและสินค้าโภคภัณฑ์

สงครามรัสเซีย-ยูเครน น่าจะส่งผลกระทบทางตรงต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ จำกัด ส่วนหนึ่งเนื่องจากสหรัฐฯ มีความเชื่อมโยง

ด้านการค้ากับรัสเซียและยูเครนค่อนข้างน้อย โดยมีสัดส่วนการส่งออกและนำเข้าไปยังสองประเทศดังกล่าวคิดเป็นเพียง 0.03% GDP และ 0.1% GDP ตามลำดับ เท่านั้น ซึ่งก็ทำให้สหรัฐฯ มีการออกมาตรการคว่ำบาตรที่ชัดเจนและรุนแรงกว่าประเทศหลักอื่นๆ อย่างยุโรป จีน และญี่ปุ่น

แผนภาพที่ 24: สหรัฐฯ มีสัดส่วนการส่งออกและนำเข้ากับรัสเซียและยูเครนค่อนข้างน้อย โดยเฉพาะเมื่อเทียบกับยุโรป จีน และญี่ปุ่น



Note: For US, Russia & Ukraine account for 0.4% of total exports, 0.8% of total imports; For EU, Russia & Ukraine account for 2.2% of total exports, 2.4% of total imports.

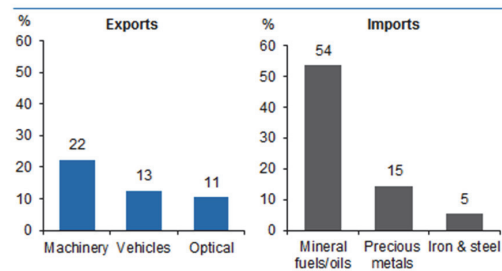
ที่มา: IMF, Trademap, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ดี หากพิจารณารายละเอียดสินค้า มีสินค้าบางกลุ่มที่สหรัฐฯ พึ่งพาจากรัสเซียสูง (มี Market Concentration สูง) เช่น ปุ๋ย ที่กว่า 10% ต้องนำเข้าจากรัสเซีย (กราฟ 25 ด้านล่าง) ยกตัวอย่างเช่น หากสหรัฐฯ นำเข้าปุ๋ยมา 100 ถุง

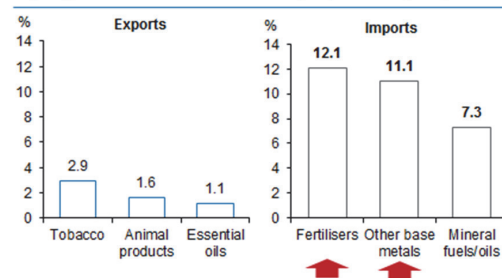
ก็จะมีถึง 12 ถุง ที่มาจากรัสเซีย ฉะนั้น อุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับสินค้ากลุ่มดังกล่าว (ทั้งปุ๋ย และโลหะ อย่างไทเทเนียม) อาทิกษัตริกรรม, อากาศยาน และรถยนต์ ก็จะต้องมีความอ่อนไหวต่อประเด็นดังกล่าวมากกว่าอุตสาหกรรมอื่นๆ

แผนภาพที่ 25: สหรัฐฯ พึ่งพารัสเซียมากในกลุ่มสินค้าอย่างปฏึกและโลหะ (กราฟซ้ายมือล่างที่มีลูกศรสีแดง) ที่คิดเป็นสัดส่วนกว่า 10% ของการนำเข้าสินค้ากลุ่มดังกล่าวทั้งหมด

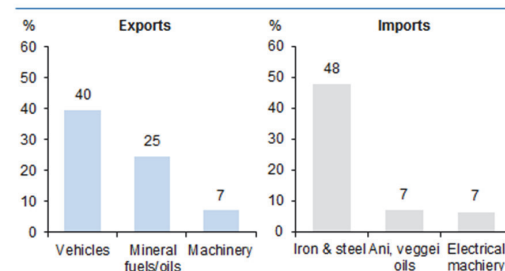
Top 3 goods traded with Russia; % trade (2020)



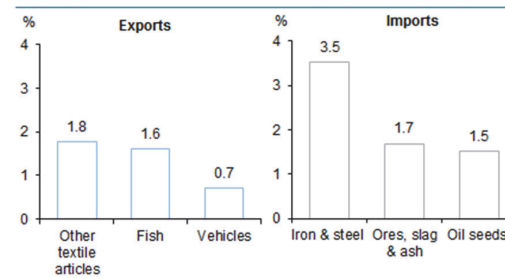
Top 3 goods traded with Russia; % product (2020)



Top 3 goods traded with Ukraine; % trade (2020)



Top 3 goods traded with Ukraine; % product (2020)



Note: We use product cluster at a 2 digits level.

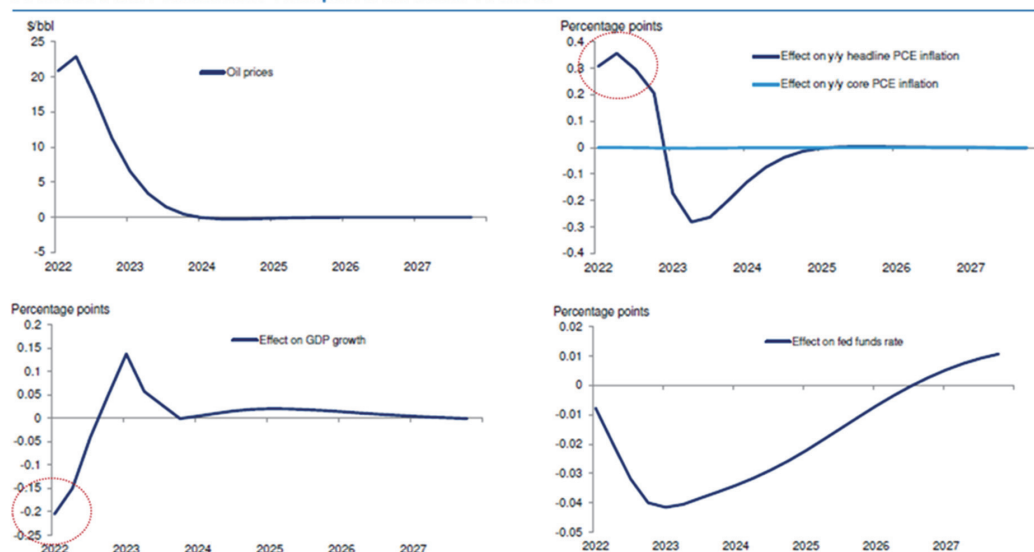
ที่มา: Trademap, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

โดยภาพรวม ผลกระทบหลักต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะส่งผ่านมาจากทางราคาพลังงาน สินค้าโภคภัณฑ์ และอาหารที่ปรับสูงขึ้น โดยเฉพาะราคาน้ำมันที่พุ่งขึ้นเหนือระดับ 100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในเดือน มี.ค. ซึ่งจะส่งผลให้เงินเพื่อขยายตัวในระดับสูง

ยาวนานกว่าที่คาดการณ์กันไว้ และกดดันกำลังซื้อของผู้บริโภค โดย Deutsche Bank ประเมินว่าการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมัน 20% จะหนุนเงินเพื่อให้เพิ่มขึ้นราว 0.3% จากกรณีฐาน ในขณะที่จะกดดันอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจหรือ GDP ลง 0.1% ในปีนี้

แผนภาพที่ 26: Deutsche Bank ประเมินราคาน้ำมันเพิ่มขึ้น 20% จะหนุนเงินเพื่อเพิ่มขึ้น 0.3% ขณะที่จะกดดัน GDP ลงราว 0.1% ในปีนี้

Deutsche Bank's simulations on impact from a 20% oil shock



ที่มา: Deutsche Bank

อย่างไรก็ดี ยังมีผลกระทบด้านอื่นๆ ที่ต้องพิจารณาด้วย อาทิ สภาพทางการเงินตึงตัว ความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวลดลง รวมถึงเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าสำคัญอย่างยุโรป ที่อาจอ่อนแอลงมาก ซึ่งจะทำให้ผลกระทบด้านลบต่อเศรษฐกิจโดยรวมเพิ่มมากขึ้น

Fed จะยังดำเนินการถอนนโยบายผ่อนคลายทางการเงินตามแผนที่วางไว้เดิม ท่ามกลางความเสี่ยงจากเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น ขณะที่มองผลกระทบต่อเศรษฐกิจจากสงครามรัสเซีย-ยูเครนมีจำกัด

ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ส่งสัญญาณดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวด (Hawkish) กว่าเดิมในการประชุมวันที่ 15-16 มี.ค. ท่ามกลางเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นสูงอย่างมาก ขณะที่มองผลกระทบต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ จากสงครามรัสเซีย-ยูเครนมีจำกัด โดยมีมติ 8-1 ปรับขึ้นดอกเบี้ย 25bps สู่ระดับ 0.25-0.50% ตามการคาดการณ์เป็นวงกว้าง โดยนาย James Bullard ประธาน Fed สาขา St. Louis เป็นคณะกรรมการที่โหวตต่าง โดยมองว่าควรปรับขึ้น 50bps

ด้านประมาณการ Fed ได้ปรับเพิ่มคาดการณ์เงินเฟ้อสอดคล้องกับมุมมองด้านดอกเบี้ยที่ Hawkish มากขึ้น โดยปรับเงินเฟ้อ Core PCE ในปี 2022F เพิ่มขึ้นมากเป็น 4.1% (vs. 2.7% คาดการณ์ครั้งก่อน) และปรับคาดการณ์ในปี 2023-2024F ขึ้นเป็น 2.6% และ 2.3% ตามลำดับ (เพิ่มขึ้นปีละ 0.3ppt และ 0.2ppt ตามลำดับ) ซึ่งยังเหนือเป้าหมายเงินเฟ้อของ Fed ที่ 2%

ด้านเศรษฐกิจ Fed ปรับลดคาดการณ์ GDP ปีนี้ลงมากเป็น 2.8% (vs. 4.0% คาดการณ์เดิม) ส่วนหนึ่งเนื่องจากแผนกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมวงเงิน 2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ของปธน. Joe Biden หรือ Build Back Better ที่เคยคาดว่าจะผ่านสภาได้ ยังไม่มีความคืบหน้าและมีความไม่แน่นอนสูง ขณะที่คาดการณ์ปี 2023-2024F ไว้ที่ 2.2% และ 2.0% ตามลำดับ ส่วนอัตราการว่างงาน (Unemployment rate) ยังคาดที่ 3.5% สำหรับปี 2022-2023F และปรับขึ้นเล็กน้อย 0.1ppt เป็น 3.6% สำหรับปี 2024F

ขณะที่แนวโน้มของดอกเบี้ย หรือ Dot plot ชี้ว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่องอีก 6 ครั้งในปีนี้ หรืออีก 150bps สู่ระดับ 1.75-2.00% (ซึ่ง Hawkish กว่าเมื่อเดือน ธ.ค. อย่างมาก ที่ชี้จะขึ้นดอกเบี้ยเพียง 3 ครั้งเท่านั้น) และปรับขึ้นอีก 3 ครั้ง สู่ระดับ

2.50-2.75% ในปีหน้า และทรงตัวที่ระดับดังกล่าวในปี 2024 ขณะที่คาดการณ์ดอกเบี้ยระยะยาว (Longer-run rate) ปรับลดลงเล็กน้อยเป็น 2.4% จากเดิม 2.5% ซึ่งสะท้อนได้ว่า Fed ยังเชื่อว่าการเร่งตัวขึ้นสูงของเงินเฟ้อจะเป็นเพียงชั่วคราว และจะกลับเข้าสู่เป้า 2% ได้ในระยะยาว หลังจากมีการเร่งปรับขึ้นดอกเบี้ยในปีนี้เพื่อรับมือกับเงินเฟ้อ

ด้านการลดขนาดงบดุล (QT) ยังไม่ได้มีรายละเอียดเพิ่มเติม โดยแถลงการณ์ระบุเพียงจะเริ่มต้นในเดือนข้างหน้า (At a coming meeting) โดยนาย Powell กล่าวว่ามีความคืบหน้ามากขึ้นในเรื่องของแนวทางการลด ซึ่งอาจเริ่มต้นกระบวนการได้ในการประชุมเดือน พ.ค.

ทั้งนี้ Fed มองแนวทางของนโยบายการเงินที่วางไว้มีความเหมาะสมและคาดเงินเฟ้อจะปรับลดลงกลับเข้าสู่เป้าหมาย 2% ในขณะที่ตลาดแรงงานจะยังคงแข็งแกร่ง ซึ่งนาย Jerome Powell ประธาน Fed กล่าวในแถลงการณ์หลังการประชุมว่า เศรษฐกิจสหรัฐฯ แข็งแกร่งอย่างมาก และสามารถรับมือกับนโยบายการเงินที่เข้มงวดได้ และระบุโอกาสเกิดภาวะ Recession ในปีหน้ายังไม่สูงนัก นอกจากนี้ Fed ระบุว่าผลกระทบของสงครามรัสเซีย-ยูเครนต่อเศรษฐกิจมีความไม่แน่นอนสูง โดยในระยะสั้น ผลกระทบจะส่งผ่านมาทางแรงกดดันเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น ซึ่งจะกดดันกิจกรรมเศรษฐกิจ

ดังนั้น ทำให้เราคาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยในกรอบการประชุมที่เหลือนี้อีก (หรืออีก 150bps ในปีนี้) ตามที่ระบุใน Dot plot โดยมองว่ามีโอกาสน้อยที่ Fed จะขึ้นดอกเบี้ยต่ำกว่าที่ระบุไว้ หากภาวะเศรษฐกิจไม่ชะลอมากจนเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) หรือสถานการณ์ความขัดแย้งระหว่างรัสเซีย-ยูเครน ไม่บานปลายจนจุดเศรษฐกิจทั่วโลกให้แย่ลงมาก

สำหรับการลดขนาดงบดุล อิงตามคำกล่าวของนาย Powell ทำให้เรามองว่าการเริ่มต้นกระบวนการดังกล่าวอาจเกิดขึ้นในเดือน พ.ค. เร็วขึ้นจากเดิมที่คาดว่าจะเริ่มในเดือน มิ.ย. ขณะที่รายละเอียดการลดอาจถูกเปิดเผยในรายงานการประชุม (Fed minutes) ที่จะรายงานในช่วงต้นเดือน เม.ย. โดยหากลดในอัตราเดือนละ 1 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ตามที่ตลาดส่วนใหญ่คาดการณ์ ก็จะต้องใช้เวลา 3-4 ปี ก่อนที่งบดุลจะลดลงเข้าสู่ระดับก่อน COVID-19 (4.1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ดังนั้น งบดุลก็จะยังอยู่ในระดับที่สูงมาก 🌊

แผนภาพที่ 27: Fed ให้ความสำคัญต่อเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นอย่างมาก ขณะที่มองผลกระทบของรัสเซีย-ยูเครนต่อเศรษฐกิจมีจำกัด แม้สถานการณ์ยังไม่แน่นอนสูง ขณะที่นักเศรษฐศาสตร์คาด Fed จะขึ้นดอกเบี้ยทุกครั้งที่การประชุมในปี

Some Fed comments on policy after Russia-Ukraine



Powell
(2,3 Mar)

- Ukraine war 'a game-changer', will worsen inflation. **Too early to assess its impact on rate outlook, economy.** US direct economic exposures to Russia are relatively small
- "Inclined" to **support 25bps hike in Mar**
- Prepared to **adjust rate aggressively if inflation come out more persistently high than expected**
- Progress on B/S plan in March. Want caps and predictable, non-volatile runoff



Williams
(3 Mar)

- Focused on risk management and uncertainty, **strong but uncertain economy**
- Hike in Mar**, supports series of rate hikes. B/S shrinking this year
- Fed can adjust interest rate higher** if inflation ends up being much more persistent or staying much higher than we expect or want



Mester
(3 Mar)

- Ukraine situation adds uncertainty**, poses downside growth risk, worsens inflation, **accelerates the need for hike**
- Start with 25bps in Mar**, more to follow, data dependent
- Larger or faster rate hike needed if inflation persists**



Evans
(4 Mar)

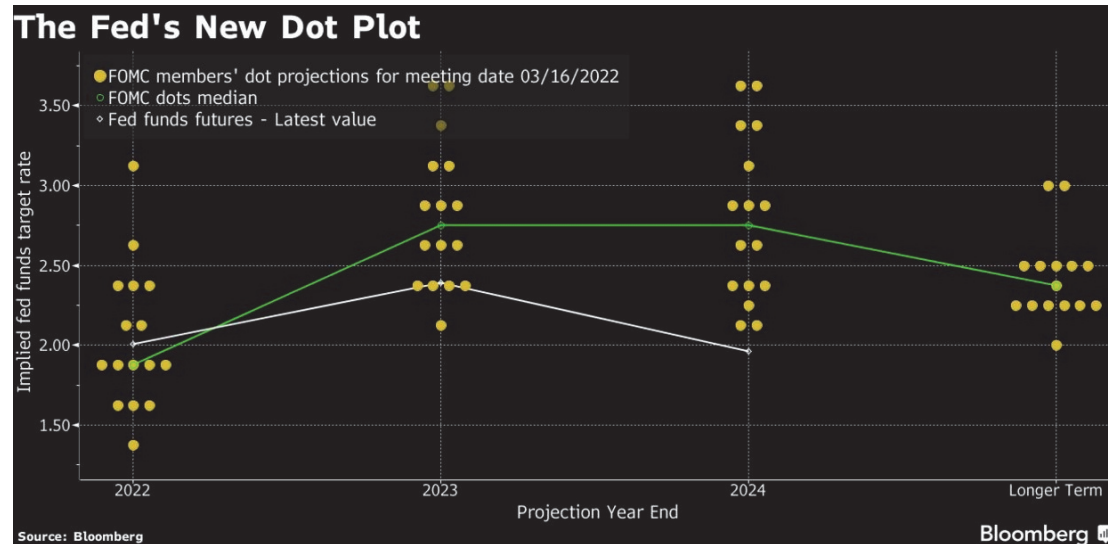
- No 'obvious spillovers' yet from Ukraine crisis, huge uncertainty
- 25bps hike in March**. More hikes to follow based on data
- Fed's plan unchanged after Feb jobs report
- 25bps hikes at each 2022 meeting**, "which may be more than I think is essential"

Fed's policy outlook

	Jefferies (As of 4 Mar)	Deutsche Bank (As of 9 Mar)	Goldman Sachs (As of 4 Mar)
Policies			
QE	Ends in March	Ends in March	Ends in March
Policy rate	7 rate hikes (175bps)	7 rate hikes (175bps)	7 rate hikes (175bps)
QT	- Starts in Jun - Cap set at \$100bn/mo - B/S to be reduced by \$1,100bn during the first 12 months	- Starts in Jun - Cap set at \$35bn/mo up to \$105bn/mo - B/S to be reduced by \$800bn in 2022 and by another \$1,100bn in 2023	- Starts in Jun - Cap set at \$100bn/mo - B/S to be reduced by \$2.2-2.7trn over 2-2.5 years - B/S to approach \$6,600bn in 3Q24 & \$6,100bn in 1Q25

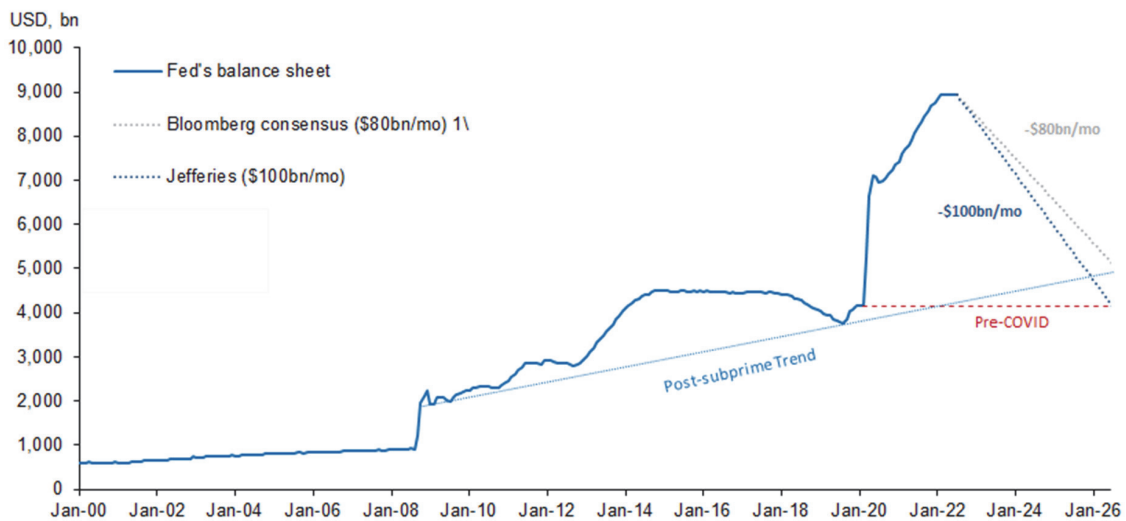
ที่มา: Deutsche Bank, Jefferies, Goldman Sachs, Federal Reserves, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 28: Dot plot ชี้ Fed จะขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่องอีก 6 ครั้ง สู่ระดับ 2.00% ณ สิ้นปี 2022F และอีก 3 ครั้ง สู่ระดับ 2.75% ณ สิ้นปี 2023F



ที่มา: Bloomberg

แผนภาพที่ 29: หาก Fed ลดขนาดงบดุลในอัตราเดือนละ USD80-100bn จะต้องใช้เวลาราว 3-4 ปี กว่าที่งบดุลจะลดลงสู่ระดับก่อน COVID-19 ดังนั้น งบดุลจะยังอยู่ในระดับสูงในหลายปีข้างหน้า แม้กระบวนการ QT ได้เริ่มต้นขึ้น

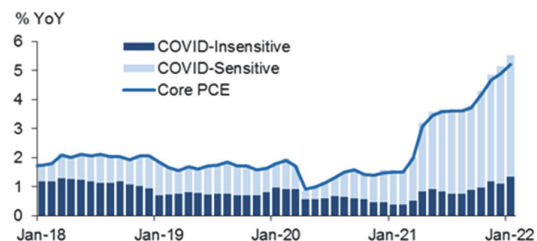


Note: 1\ Imply from Bloomberg survey conducted 7-10 Mar: economists expect the Fed's balance sheet will be reduced by -\$400bn to \$8,500bn at end-2022 and expect the Fed will start QT during 3Q22.

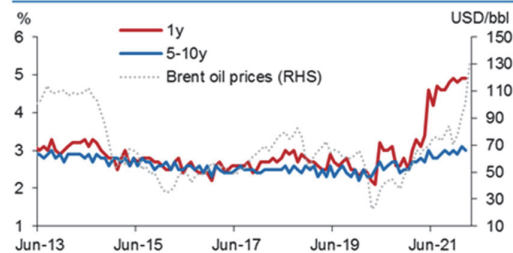
ที่มา: Bloomberg, Jefferies, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 30: เงินเพื่อขยายตัวสูงและเป็นวงกว้างมากขึ้น แต่คาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาวของผู้บริโภคยังคงทรงตัว และค่าจ้างเริ่มมีสัญญาณว่าได้ผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว อย่างไรก็ตาม ต้องจับตาพัฒนาการหลังสงครามรัสเซีย-ยูเครน ปะทุขึ้น

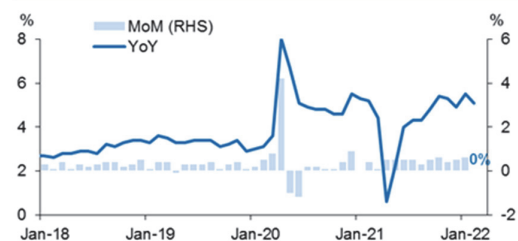
Core PCE inflation: sensitive vs. insensitive to COVID components^{1\}



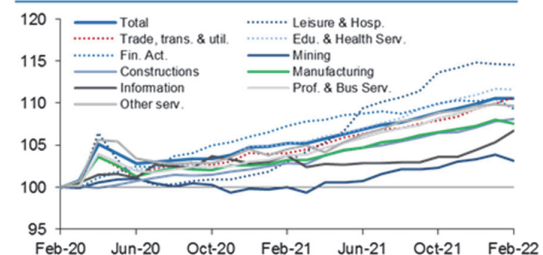
U. of Michigan consumer sentiment: inflation expectations



Average Hourly Earnings



Average Hourly Earnings by sector (Index: Feb 2020 = 100)



Note: 1\ Based on San Francisco Fed estimation. COVID-sensitive components incl. those categories where either prices or quantities moved in a statistically significant manner between Feb and Apr 2020. COVID-insensitive components incl. all other core PCE categories.

ที่มา: Bloomberg, Fed San Francisco, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจยุโรป ส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นในช่วงที่ผ่านมา หลังสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลายและรัฐบาลทยอยผ่อนปรนมาตรการ Lockdown อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจเผชิญความไม่แน่นอนมากขึ้นหลังสงครามรัสเซีย-ยูเครน ปะทุปลายเดือน ก.พ. โดยยุโรปนับเป็นประเทศหลักที่มีความเชื่อมโยงกับรัสเซียมากที่สุด ทั้งด้านการค้า ทางการเงิน และแหล่งพลังงานที่พึ่งพาอาศัยอย่างมาก ทำให้ผลกระทบทางตรงต่อเศรษฐกิจมีสูงกว่าประเทศอื่นๆ นอกจากนี้ ยังจะได้รับผลกระทบจากราคาพลังงานที่พุ่งขึ้นสูงอย่างมาก กดดันกำลังซื้อของผู้บริโภค ด้านนโยบายการเงิน ECB ส่งสัญญาณที่อาจจะยุติการเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE) ในไตรมาส 3 ท่ามกลางความกังวลต่อเงินเฟ้อที่ขยายตัวสูง และมีปัจจัยหนุนเพิ่มเติมจากสงคราม ซึ่งทำให้ ECB ปรับคาดการณ์เงินเฟ้อปีนี้ขึ้นมาก โดยการยุติ QE เร็วขึ้นนับเป็นการเปิดทางให้การปรับขึ้นดอกเบี้ยอาจเกิดขึ้นในสิ้นปีนี้

เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นหลังสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลาย แต่เผชิญความไม่แน่นอนมากขึ้นท่ามกลางเงินเฟ้อที่พุ่งสูง และสงครามรัสเซีย-ยูเครน

เศรษฐกิจยุโรปส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นหลังสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลาย และนำไปสู่การผ่อนปรนมาตรการ Lockdown ซึ่งหนุนให้กิจกรรมภาคบริการ (Services PMI) เดือน ก.พ. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +4.4 จุด เป็น 55.5 จุด สูงสุดในรอบ 3 เดือน จากภาคการท่องเที่ยวที่ได้รับอานิสงส์โดยตรง ขณะที่ภาคการผลิตปรับตัวลดลงเล็กน้อย -0.5 จุด เป็น 58.2 จุด แต่ส่วนหนึ่งเป็นผลจากระยะเวลาในการส่งมอบสินค้าที่ปรับตัวลดลง ขณะที่ผลผลิตและอุปสงค์ปรับตัวเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ รายงานยังระบุว่าราคาต้นทุนปัจจัยการผลิตและราคาผลผลิตได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดเป็นประวัติการณ์ สะท้อนแรงกดดันเงินเฟ้อที่มีสูงต่อเนื่อง และได้ส่งผ่านไปยังผู้บริโภค

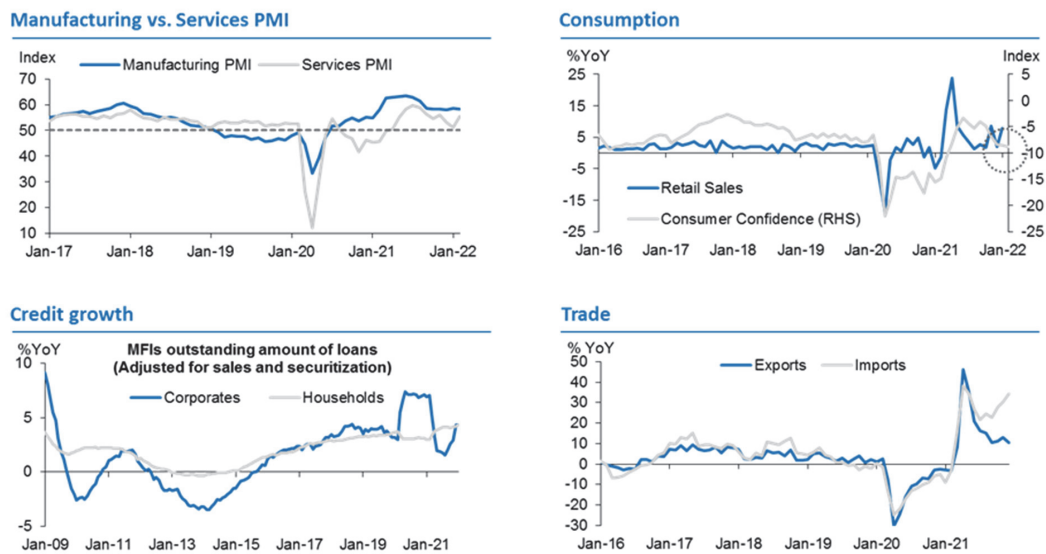
ด้านการใช้จ่ายของผู้บริโภค ยอดค้าปลีกเดือน ม.ค. พลิกกลับมาขยายตัว 0.2% MoM จากที่หดตัว -2.7% ในเดือนก่อน และเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกขยายตัว 7.8%

YoY (vs. 2.1% เดือนก่อน) อย่างไรก็ดี การใช้จ่ายของผู้บริโภคมีแนวโน้มอ่อนแอลงในระยะข้างหน้า สะท้อนผ่านความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer confidence) ที่ปรับตัวลดลงต่อเนื่อง 5 เดือน อยู่ที่ -8.8 จุด ในเดือน ก.พ. (vs. -8.5 จุด เดือนก่อน) ท่ามกลางความกังวลต่อสถานะเศรษฐกิจที่แย่งลง และเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นสูงต่อเนื่องอยู่ในระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ (เงินเฟ้อ HICP Inflation เดือน ก.พ. ขยายตัว 5.9% YoY)

มองไปข้างหน้า นอกเหนือจากแรงกดดันเงินเฟ้อที่สูงแล้ว เศรษฐกิจยุโรปยังต้องเผชิญความเสี่ยงจากสงครามรัสเซีย-ยูเครน ที่จะกดดันเศรษฐกิจและหนุนเงินเฟ้อเพิ่มเติม โดยล่าสุดธนาคารกลางยุโรป (ECB) ได้ปรับเพิ่มคาดการณ์เงินเฟ้อปีนี้ขึ้นอย่างมาก (+1.9ppt เป็น 5.1%) และปรับลดคาดการณ์เศรษฐกิจลง (-0.5ppt เป็น 3.7%)

ทั้งนี้ เศรษฐกิจยุโรปนับเป็นประเทศหลักที่มีความเชื่อมโยงทางตรงกับรัสเซียมากที่สุด ทั้งด้านการค้า ทางการเงิน รวมถึงการพึ่งพาแหล่งพลังงานจากรัสเซียอย่างมาก ทำให้ยุโรปเป็นประเทศที่คาดว่าจะได้รับผลกระทบทางตรงมากที่สุด

แผนภาพที่ 31: กิจกรรมเศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นหลังสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลาย แต่มีความไม่แน่นอนต่อจากนี้หลังสงครามรัสเซีย-ยูเครน ปะทุขึ้น



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

สงครามรัสเซีย-ยูเครน นับเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจยุโรปอย่างมาก โดยเฉพาะจากการพึ่งพาพลังงานจากรัสเซีย

สงครามรัสเซีย-ยูเครน นับเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจยุโรปอย่างมาก ส่วนหนึ่งจากความเชื่อมโยงด้านการค้าที่มีสูง โดยยุโรปมีสัดส่วนการค้ากับทั้งสองประเทศคิดเป็น 1.5% ของ GDP ซึ่งสูงกว่าประเทศหลักอื่นๆ อย่างสหรัฐฯ (0.1% GDP), ญี่ปุ่น (0.3% GDP) และจีน (0.8% GDP) ทำให้คาดว่าจะมีผลกระทบทางตรงต่อเศรษฐกิจสูงกว่า โดยเฉพาะด้านพลังงานที่ยุโรปพึ่งพารัสเซียเป็นอย่างมาก ได้แก่ ก๊าซธรรมชาติที่ราว 40% นำเข้าจากรัสเซีย น้ำมัน 20% และถ่านหิน 46% ทำให้ยุโรปได้รับผลกระทบอย่างหนัก ทั้งด้านราคาพลังงานที่ปรับขึ้นอย่างมาก และอุตสาหกรรมการผลิตที่โรงงานอาจต้องลดกำลังการผลิต หรือปิดตัวลงชั่วคราวจากปัญหาขาดแคลนพลังงาน ซึ่งจะทำให้เกิดการลากยาวมากขึ้นของปัญหา Supply disruptions ด้วยเช่นกัน

เมื่อพิจารณารายประเทศ สถานการณ์น่ากังวลเนื่องจากมีหลายประเทศที่พึ่งพาแหล่งพลังงานบางประเภทจากรัสเซียสูงมาก ซึ่งโดยมากจะเป็นประเทศฝั่งตะวันออก อาทิ สาธารณรัฐเช็ก เอสโตเนีย และลัตเวีย เป็นต้น รวมถึงเยอรมนีที่นำเข้าก๊าซธรรมชาติจากรัสเซียคิดเป็นสัดส่วนถึง 65% ทำให้ยุโรปอยู่ในระหว่างการเตรียมแผนการลดการพึ่งพาพลังงานจากรัสเซีย อาทิ เร่งการลงทุนในพลังงานทางเลือก และเพิ่มท่าขนส่งก๊าซธรรมชาติแบบเหลว หรือ LNG ซึ่งยังคงต้องติดตามประเด็นดังกล่าวอย่างใกล้ชิดต่อไป แต่คาดว่าจะไม่สามารถดำเนินการได้เร็วในการหาแหล่งพลังงานอื่นทดแทน โดยเฉพาะหากสถานการณ์สงครามเกิดความยืดเยื้อ

แผนภาพที่ 32: ยุโรปพึ่งพาพลังงานจากรัสเซียอย่างมาก และมีหลายประเทศที่พึ่งพาแหล่งพลังงานบางประเภทจากรัสเซียถึง 100%

EU imports of energy from Russia

Imports from Russia, % of total imports: 2020			
Country	Solid fossil fuels	Oil & Petroleum products	Natural gas
Austria	9.5	5.8	-
Belgium	32.0	22.2	6.5
Bulgaria	85.4	8.0	75.2
Croatia	70.4	8.9	0.0
Cyprus	100.0	1.2	-
Czech Republic	8.0	29.1	100.0
Denmark	95.7	14.9	0.0
Estonia	100.0	32.0	46.2
Finland	50.4	66.8	67.4
France	31.8	13.3	16.8
Germany	45.9	29.7	65.2
Greece	87.0	26.3	39.0
Hungary	20.0	44.6	95.0
Ireland	20.7	4.7	0.0
Italy	52.7	12.5	43.3
Latvia	97.0	20.3	100.0
Lithuania	90.6	68.8	41.8
Luxembourg	6.2	0.0	27.2
Malta	-	8.2	0.0
Netherlands	53.3	21.0	26.3
Poland	72.1	67.5	54.9
Portugal	0.0	4.0	9.7
Romania	55.7	32.8	44.8
Slovakia	30.4	78.4	85.4
Slovenia	4.5	12.9	8.7
Spain	46.0	5.6	10.4
Sweden	24.7	12.0	12.7
EU	45.6	22.8	38.1

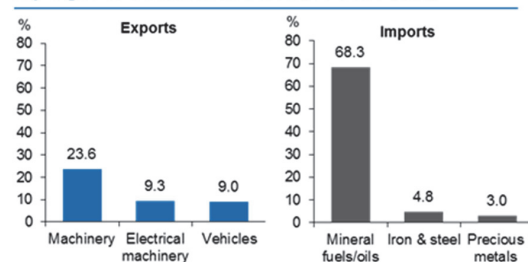
ที่มา: Deutsche Bank, Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ขณะที่สินค้ากลุ่มอื่นๆ ที่ยุโรปพึ่งพารัสเซียเยอะ (มี Market concentration สูง) ได้แก่ นิกเกิล ซึ่งใช้ในการผลิตแบตเตอรี่ ที่คิดเป็นสัดส่วนกว่า 20% ของการนำเข้าทั้งหมด และปุ๋ยที่นำเข้าจากรัสเซียคิดเป็น 12% ส่วนสินค้าที่พึ่งพายุเครนมาก เช่น พัก

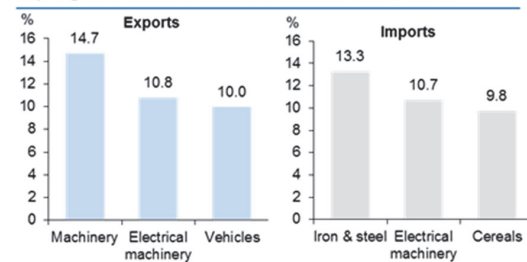
และธัญพืช ที่นำเข้าคิดเป็นสัดส่วน 13% และ 9% ตามลำดับ ดังนั้น อุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง อาทิ อุตสาหกรรมรถยนต์ เกษตรกรรม และฟาร์มปศุสัตว์ จะมีความอ่อนไหวต่อสถานการณ์ความขัดแย้งนี้ หากภาวะการค้าไม่สามารถดำเนินการได้ตามปกติ

แผนภาพที่ 33: นอกเหนือจากพลังงาน ยุโรปพึ่งพารัสเซียมากในนิกเกิลและปุ๋ย และพึ่งพายุเครนสำหรับผักและธัญพืช

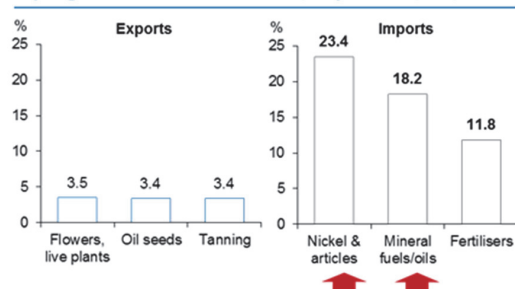
Top 3 goods traded with Russia; % trade (2020)



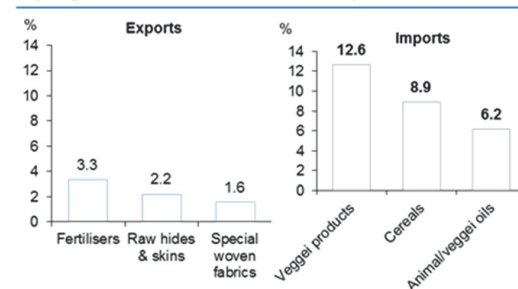
Top 3 goods traded with Ukraine; % trade (2020)



Top 3 goods traded with Russia; % product (2020)



Top 3 goods traded with Ukraine; % product (2020)



Note: We use product cluster at 2 digits level.

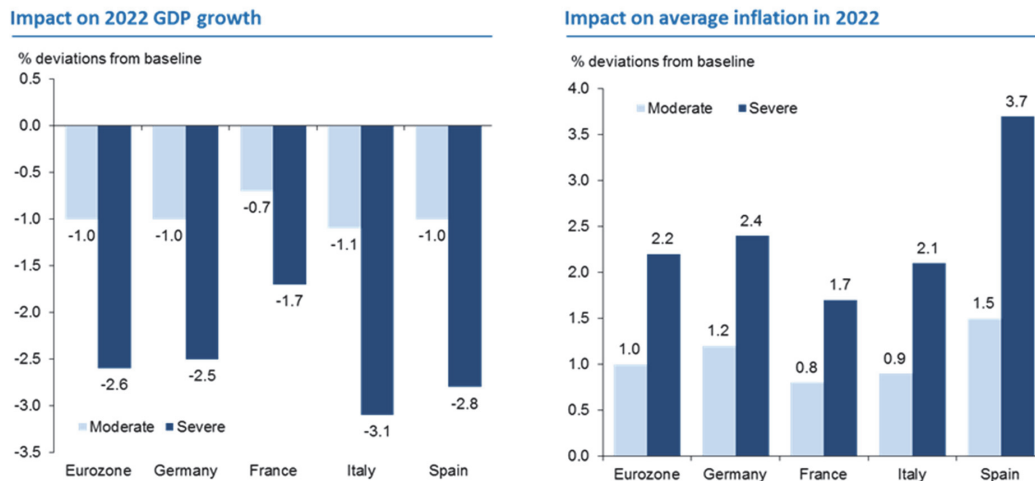
ที่มา: Trademap, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ทั้งนี้ Deutsche Bank ประเมินผลกระทบต่อเศรษฐกิจยุโรปจากการเพิ่มขึ้นของราคาพลังงาน โดยพบว่าอาจส่งผลให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นกว่า 2% จากกรณีฐานที่ไม่มีสงคราม และกดดันเศรษฐกิจลงเกือบ 3% โดยแบ่งเป็น 2 กรณี

1) Moderate case: ราคาน้ำมันเฉลี่ยอยู่ที่ 115 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล และราคาก๊าซเฉลี่ยอยู่ที่ 115 ยูโรต่อเมกะวัตต์-ชั่วโมง พบว่าจะส่งผลให้เงินเฟ้อปีนี้เพิ่มขึ้นจากกรณีฐาน 2.2% และกดดัน GDP ปีนี้ลง 2.6%

2) Severe case: ราคาน้ำมันเฉลี่ยอยู่ที่ 140 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล และราคาก๊าซเฉลี่ยอยู่ที่ 150 ยูโรต่อเมกะวัตต์-ชั่วโมง พบว่าจะส่งผลให้เงินเฟ้อปีนี้เพิ่มขึ้นจากกรณีฐาน 3.7% และกดดัน GDP ปีนี้ลง 3.1%

แผนภาพที่ 34: Deutsche Bank ประเมินสงครามรัสเซีย-ยูเครนอาจหนุนเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นกว่า 2% และกดดันเศรษฐกิจเกือบ 3% จากกรณีฐานที่ไม่มีสงคราม



Deutsche Bank estimates of direct impact from rising energy prices (15 Feb):
 • **Moderate case:** assumes Brent oil price at \$115/bbl and European Gas price at EUR115/MWh, on average in 2022.
 • **Severe case:** assumes Brent oil price at \$140/bbl and European Gas price at EUR150/MWh, on average in 2022.

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

ภาพรวมความเชื่อมโยงในภาคธนาคารกับรัสเซียลดลงต่อเนื่อง แต่มีความเสี่ยงเป็นรายประเทศโดยเฉพาะอิตาลี ฝรั่งเศส และออสเตรีย

ความเชื่อมโยงในด้านภาคธนาคารระหว่างยุโรปกับรัสเซียลดลงต่อเนื่องนับตั้งแต่สงคราม Crimea ในปี 2014 โดยปัจจุบัน (ณ ไตรมาส 3/2021) ธนาคารยุโรปมีลูกหนี้ที่เป็นรัสเซียคิดเป็นเม็ดเงินรวม 7.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือคิดเป็นสัดส่วนราว 0.7% เท่านั้น

อย่างไรก็ดี ยุโรปนั้นบววยังมีความเชื่อมโยงกับรัสเซียในทางธนาคารสูงกว่าประเทศอื่นๆ โดยเฉพาะอิตาลี (2.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ) ฝรั่งเศส (2.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ) และออสเตรีย (1.75 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ) ขณะที่สหรัฐ มี 1.47 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ และญี่ปุ่นมี 9.6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ ดังนั้น ยุโรปนั้นบววยังมีความอ่อนไหวต่อประเด็นดังกล่าวมากกว่าประเทศอื่นๆ ด้วยเช่นกัน

โดยธนาคารยุโรปที่มีความเชื่อมโยงกับรัสเซียสูงได้แก่ Raiffeisen ของออสเตรีย, Societe Generale ของฝรั่งเศส และ UniCredit ของอิตาลี

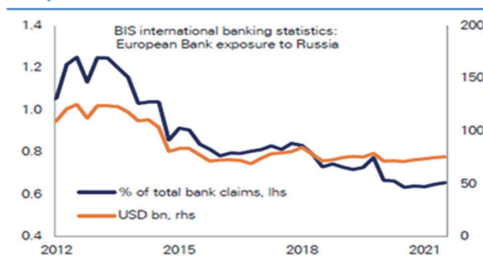
แผนภาพที่ 35: ธนาคารของอิตาลี ฝรั่งเศส และออสเตรีย มีความเชื่อมโยงกับรัสเซียสูงที่สุด

Foreign banks' claims on Russia by select periods

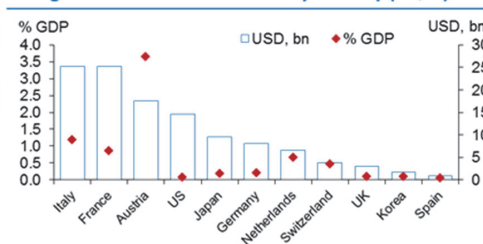
Countries	4Q97		4Q13		4Q19		3Q21	
	USD, bn	% GDP	USD, bn	% GDP	USD, bn	% GDP	USD, bn	% GDP
Italy	4.3	0.3	30.5	1.4	24.7	1.2	25.3	1.2
France	7.0	0.5	52.1	1.9	25.7	0.9	25.2	0.9
Austria	3.6	1.7	7.6	1.8	17.9	4.0	17.5	3.6
US	9.0	0.1	31.1	0.2	12.8	0.1	14.7	0.1
Japan	1.0	0.0	20.6	0.4	10.0	0.2	9.6	0.2
Germany	30.5	1.4	23.5	0.6	8.0	0.2	8.1	0.2
Netherlands	n/a	n/a	18.7	2.1	6.5	0.7	6.6	0.7
Switzerland	n/a	n/a	7.1	1.0	3.2	0.4	3.7	0.5
UK	1.0	0.1	17.8	0.6	3.2	0.1	3.0	0.1
Korea	n/a	n/a	2.0	0.1	0.7	0.0	1.7	0.1
Spain	0.6	0.1	2.8	0.2	0.9	0.1	0.8	0.1

- Italy (UniCredit), France (Société Générale), and Austria (Raiffeisen) have the highest loan exposure to Russia.
- According to Bloomberg news, Raiffeisen has about \$12.8bn of its loans in Russia (11% of total).
- UniCredit's and SocGen's loans to Russia represent less than 2% of their books.

European banks claims on Russia



Foreign banks' claims on Russia by country (3Q21)



Note: As of 3 Mar, the EU has barred 7 Russian banks from SWIFT payment: VTB, Bank Otkritie, Novikombank, Promsvyazbank, Bank Rossiya, Sovcombank, and VEB. Sberbank (largest lender) and Gazprombank were not included because they are the main channels for payments for Russian oil and gas.
ที่มา: Bloomberg, BIS, IMF, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ECB ส่งสัญญาณยุติ QE ในไตรมาส 3 ท่ามกลางความกังวลต่อเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นสูง

ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ส่งสัญญาณยุติการเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE) ในไตรมาส 3 ในการประชุมวันที่ 10 มี.ค. ซึ่งเร็วกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ว่าจะชะลอการส่งสัญญาณดังกล่าวออกไปก่อน ท่ามกลางความกังวลต่อเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นสูงอย่างมาก และยังมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูงจากสงครามรัสเซีย-ยูเครน

โดย ECB ได้ส่งสัญญาณลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE Taper) เร็วขึ้น โดยระบุจะเข้าซื้อสินทรัพย์แบบปกติหรือ APP (Asset Purchase Program) ในอัตราเดือนละ 4 หมื่นล้านยูโรในเดือน เม.ย., เดือนละ 3 หมื่นล้านยูโรในเดือน พ.ค. และเดือนละ 2 หมื่นล้านยูโรในเดือน มิ.ย. ขณะที่การเข้าซื้อในไตรมาส 3 จะขึ้นอยู่กับพัฒนาการของตัวเลขเศรษฐกิจเป็นสำคัญ และอาจยุติลงในไตรมาส 3 หากตัวเลขเศรษฐกิจเอื้ออำนวย ซึ่งเร็วขึ้นจากเดิมที่ระบุจะเข้าซื้อเดือนละ 4 หมื่นล้านยูโรในไตรมาส 2, เดือนละ 3 หมื่นล้านยูโร และเดือนละ 2 หมื่นล้านยูโรในเดือน มิ.ย. นับตั้งแต่ไตรมาส 4 รวมถึงการระบุจะเข้าซื้ออย่างต่อเนื่องตามความจำเป็นที่ถูกระงับออกไป ขณะที่การเข้าซื้อสินทรัพย์พิเศษ

ผ่าน PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program) จะสิ้นสุดลงก่อนในเดือน มี.ค. ตามแผนการเดิม

สาเหตุสำคัญที่ ECB ตัดสินใจยุติ QE เร็วขึ้นเป็นผลจากเงินเฟ้อที่ขยายตัวสูงอย่างมาก โดย ECB ได้ปรับคาดการณ์เงินเฟ้อ (HICP Inflation) ปีนี้ขึ้นมาก +1.9ppt เป็น 5.1% ขณะที่ปรับของปี 2023F ขึ้นเล็กน้อย +0.3ppt เป็น 2.1% แต่ก็เหนือเป้า 2% ซึ่งการที่ ECB ประเมินว่าเงินเฟ้อจะเกินกรอบเป้าหมายทั้งในปีและปีหน้า 2% น่าจะเป็นการส่งสัญญาณถึงการปรับขึ้นดอกเบี้ยในระยะข้างหน้า (คาดช่วงไตรมาส 4 ปีนี้) หลังได้เริ่มต้นการลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่านมาตรการ QE ตั้งแต่เดือน มี.ค.

ขณะที่ผลกระทบต่อเศรษฐกิจจากสงครามรัสเซีย-ยูเครน ECB ยังมองว่าไม่สูงมากนัก โดยปรับลดคาดการณ์ GDP ปีนี้ลงเพียง -0.5ppt เป็น 3.7% อย่างไรก็ตาม GDP อาจขยายตัวลดลงเป็น 2.3-2.5% ในกรณีเลวร้ายที่มีการออกมาตรการคว่ำบาตรเพิ่มเติม และมีการลดการนำเข้าก๊าซจากรัสเซียอย่างต่อเนื่อง ซึ่งนำไปสู่ต้นทุนด้านพลังงานที่เพิ่มขึ้นและการลดกำลังการผลิตในยุโรป ขณะที่เงินเฟ้ออาจขยายตัวสูงถึง 7.1%

แผนภาพที่ 36: ECB ส่งสัญญาณยุติ QE เร็วขึ้น จากความกังวลต่อเงินเฟ้อ ซึ่งเปิดทางให้การปรับขึ้นดอกเบี้ย ครั้งแรกอาจเกิดขึ้นในปีนี้ ซึ่งตลาดคาดจะปรับอัตราดอกเบี้ย (Deposit rate) ขึ้น 25bps ในช่วงปลายปีนี้

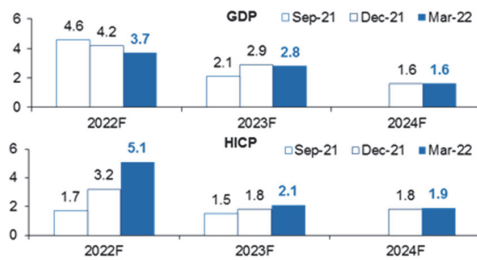
President Lagarde's speech

- "The Russia-Ukraine war will have a material impact on economic activity and inflation through higher energy and commodity prices, trade disruption and weaker confidence,"
- "Clearly 'some time after' is all-encompassing." "It can be the week after, but it can be months later." comment regarding the new forward guidance on policy rates i.e. any rate hike will take place "some time after" the end of QE

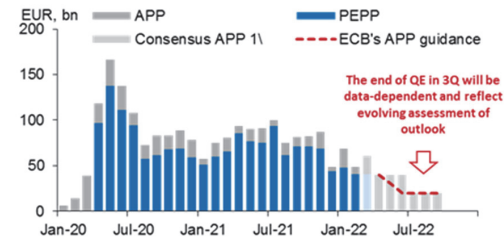
Press conference after 10 Mar ECB meeting
- Christine Lagarde -
ECB president



ECB's GDP and CPI forecasts (% YoY) ^{2\}



Consensus QE expectation ^{1\}



Consensus deposit rate hike expectation ^{1\}



Note: 1\ Bloomberg survey conducted 25 Feb to 2 Mar. 2\ According to ECB baseline case which take into account all information available up to 2 Mar.
ที่มา: Bloomberg, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การเข้าร่วม EU ของยูเครนไม่น่าจะเกิดขึ้นได้เร็วดังหวัง

ยูเครนยื่นใบสมัครเข้าเป็นสมาชิกสหภาพยุโรป (EU) อย่างเป็นทางการเมื่อวันที่ 28 ก.พ. ด้วยความคาดหวังว่ากระบวนการต่างๆ จะสามารถดำเนินการไปอย่างรวดเร็วและจะเข้าร่วมการเป็นสมาชิกได้โดยเร็ว อย่างไรก็ตาม การเข้าร่วม EU ของยูเครนไม่น่าจะง่ายดายและรวดเร็วดังหวัง เนื่องจากสมาชิก EU ทั้ง 27 ประเทศจะต้องมีมติเป็นเอกฉันท์ (Unanimous) ที่จะให้ยูเครนเข้าร่วม โดยประเทศในแถบตะวันออกของกลุ่มอาทิ เอสโตเนีย, สโลวาเกีย, สาธารณรัฐเช็ก และโปแลนด์ ได้ส่งสัญญาณเห็นชอบ แต่การที่ประเทศแถบตะวันตกของกลุ่มอย่างเยอรมนีและฝรั่งเศสจะเห็นชอบด้วยก็คงยาก ส่วนหนึ่งเนื่องจากการนำยูเครนเข้ามาเสมือนเป็นการเพิ่มภาระมากกว่า เช่น การดูแลผู้อพยพ อีกทั้ง ยังจะเป็นการเพิ่มความตึงเครียดกับรัสเซียเพิ่มเติมขึ้นไปอีก

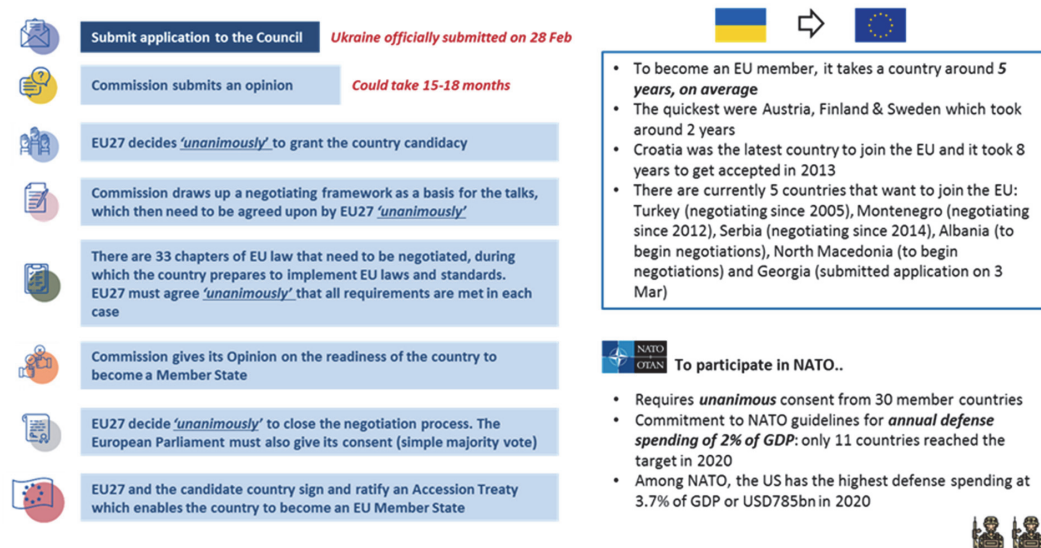
นอกจากนี้ กระบวนการเข้าร่วม EU เป็นกระบวนการที่ค่อนข้างใช้เวลา โดยเฉลี่ยจะใช้เวลาเกือบ 5 ปี หรือในกรณีเร็วที่สุดคือราว 2 ปี ได้แก่ ออสเตรีย ฟินแลนด์ และสวีเดน ขณะที่โครเอเชีย ซึ่งเป็นประเทศล่าสุดที่เข้าร่วม EU ใช้เวลาถึง 8 ปีกว่าที่จะเป็นสมาชิกอย่างเป็นทางการในปี 2013

สาเหตุที่กระบวนการเข้าร่วมใช้เวลานาน เนื่องจากประเทศ Candidate จะต้องผ่านเกณฑ์กำหนดหลายข้อเพื่อให้เป็นไปตามมาตรฐานของ EU ทั้งด้านกฎหมาย การค้า สิ่งแวดล้อม พลังงาน และอื่นๆ รวมกัน 33 หัวข้อ ซึ่งจะต้องผ่านการเห็นชอบทั้งหมด

ทั้งนี้ ยังมีประเทศอื่นๆ ที่อยู่ในระหว่างการดำเนินการเข้าร่วมเป็นสมาชิก EU ด้วยเช่นกัน ได้แก่ ตุรกี, มอนเตเนโกร, เซอร์เบีย, มาเซโดเนียเหนือ รวมถึงจอร์เจียและมอลโดวา ที่เพ่งยื่นใบสมัครเมื่อต้นเดือน มี.ค. หลังยูเครนไม่นานด้วย ทำให้การให้สิทธิพิเศษ (Fast track) ในการดำเนินการอย่างรวดเร็วแก่ยูเครน น่าจะทำได้ยาก เนื่องจากอาจสร้างความไม่พอใจให้กับผู้สมัครประเทศอื่น

แผนภาพที่ 37: กระบวนการเข้าร่วม EU ใช้เวลาเฉลี่ยราว 5 ปี ทำให้มองว่าการเข้าร่วมเป็นสมาชิกของยูเครน ต้องใช้เวลา ไม่สามารถดำเนินการได้อย่างรวดเร็ว

EU accession process



ที่มา: European Commission (Oct 2021), Flaticon, ukandeu.ac.uk, Bloomberg, NATO, Wikipedia, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ส่วนการเข้าร่วมองค์การสนธิสัญญาแอตแลนติกเหนือ หรือ NATO ยูเครนได้ผ่อนความจำเป็นในการเข้าร่วมกลุ่มดังกล่าวลงไป ซึ่งน่าจะช่วยลดความตึงเครียดกับรัสเซียลงไปบ้าง เนื่องจากความต้องการเข้าร่วม NATO ของยูเครน นับเป็นชนวนที่ก่อสงครามครั้งนี้ โดยในกรณีที่ยูเครนจะเข้าร่วม NATO จะต้อง

ได้รับความเห็นชอบจากทั้ง 30 ประเทศสมาชิกด้วย ซึ่งก็คงยาก นอกจากนี้ ยังมีค่าใช้จ่ายด้านการทหารซึ่ง NATO กำหนดไว้ที่ 2% ของ GDP แต่ละประเทศด้วย ซึ่งคิดเป็นเม็ดเงินราว 3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ สำหรับยูเครน

เศรษฐกิจจีน

กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน ม.ค.-ก.พ. ออกมาดีกว่าคาดในภาพรวม จากการจับจ่ายใช้สอยในช่วงตรุษจีนและสถานการณ์ COVID-19 ที่คลี่คลายลง อย่างไรก็ดี ตัวเลขเศรษฐกิจมีแนวโน้มกลับมาชะลอตัวลงในเดือน มี.ค. จากมาตรการ Zero-COVID ที่ทำให้มีการกลับมาประกาศมาตรการ Lockdown ในหลายพื้นที่ เช่น Shenzhen ใน Guangdong และ Langfang ใน Beijing ขณะที่การประชุม NPC รัฐบาลจีนตั้งเป้า GDP ปี 2022 ที่ “ประมาณ 5.5%” ซึ่งเป็นเป้าหมายที่ค่อนข้างท้าทาย พร้อมกับส่งสัญญาณการดำเนินนโยบายการคลังและการเงินที่ผ่อนคลาย ทั้งนี้ การที่จีนไม่ได้เข้าร่วมกับชาติตะวันตกในการคว่ำบาตรทางการค้ากับรัสเซีย อีกทั้งอาจได้ประโยชน์จากการเป็นช่องทางระบายสินค้าที่ผลิตในรัสเซีย ทำให้ผลกระทบจากความขัดแย้งระหว่างรัสเซีย-ยูเครน ต่อจีนอาจมีจำกัด

กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน ม.ค.-ก.พ. ออกมาดีกว่าคาดในภาพรวม ขณะที่ยังเผชิญความเสี่ยงหลายด้านทั้ง COVID ในประเทศ และสงครามรัสเซีย-ยูเครน

กิจกรรมในภาคการผลิตเดือน ม.ค.-ก.พ. เติบโตขึ้นจากการจับจ่ายใช้สอยในช่วงตรุษจีนและสถานการณ์ COVID-19 ที่คลี่คลายลงในเดือน ก.พ. โดยตัวเลขดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน ก.พ. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.1 จุด เป็น 50.2 จุด สูงกว่าตลาดคาดที่ 49.8 จุด ส่วนดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.5 จุด เป็น 51.6 จุด สูงกว่าตลาดคาดที่ 50.7 จุด โดยดัชนีภาคบริการปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.2 จุด เป็น 50.5 จุด ส่วนดัชนีภาคก่อสร้างปรับตัวเพิ่มขึ้น +2.2 จุด เป็น 57.6 จุด

ด้านอุปสงค์ในประเทศยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ม.ค.-ก.พ. เติบโตขึ้น 6.7% YoY จาก 1.7% ในเดือน ธ.ค. และดีกว่าที่ตลาดคาดที่ 3.0% นำโดยเสื้อผ้า (4.8% vs. -2.3% เดือนก่อน), เครื่องประดับ (19.5% vs. -0.2% เดือนก่อน), เครื่องใช้ในบ้าน (12.7% vs. -6.0% เดือนก่อน), เครื่องสำอาง (7.0% vs. 2.5% เดือนก่อน) และรถยนต์ (3.9% vs. -7.4% เดือนก่อน)

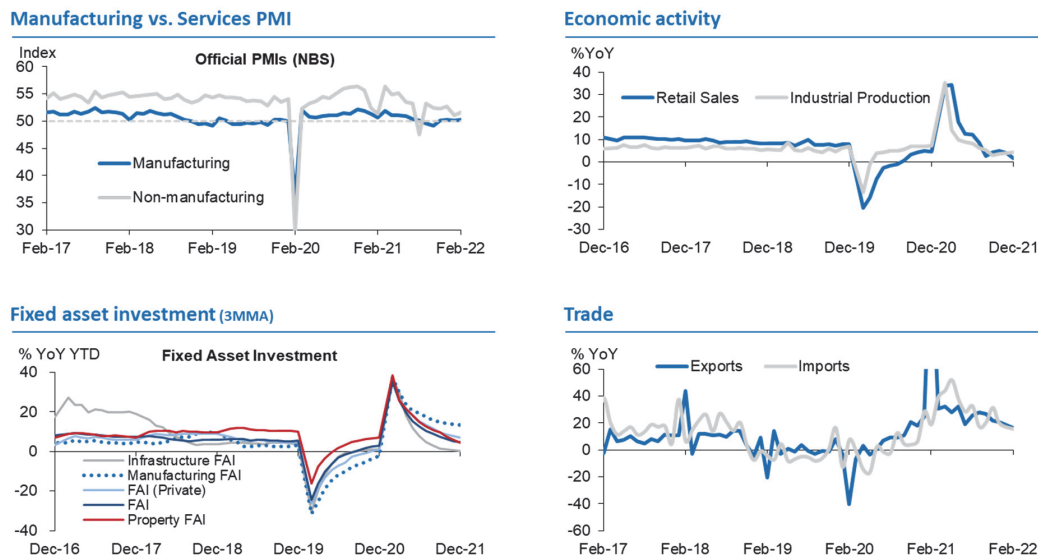
ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ม.ค.-ก.พ. เติบโตขึ้น 7.5% YoY จาก 4.3% ในเดือน ธ.ค. และดีกว่าที่ตลาดคาดที่ 4.0% นำโดยผลผลิตรถยนต์ (7.2% vs. 2.8% เดือนก่อน) และเคมีภัณฑ์ (4.9% vs. 1.2% เดือนก่อน)

ด้านอุปสงค์นอกประเทศ ยอดส่งออก (Exports) ยอดส่งออก (Exports) เดือน ม.ค. - ก.พ. ชะลอตัวลงเป็น 16.3% YoY จาก 20.9% ในเดือน ธ.ค. แต่ดีกว่าที่ตลาดคาดที่ 14.0% ยอดนำเข้า (Imports) ชะลอตัวลงเป็น 15.5% YoY จาก 19.5% ในเดือน ธ.ค. และต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 17.0%

ด้านการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เดือน ม.ค.-ก.พ. เติบโตขึ้น 12.2% YoY YTD จาก 4.9% ในเดือน ธ.ค. ดีกว่าที่ตลาดคาดที่ 5.0% โดยการลงทุนเร่งตัวขึ้นในภาคการผลิต (20.9% vs. 13.5% เดือนก่อน) และโครงสร้างพื้นฐาน (8.1% vs. 0.4% เดือนก่อน) แต่ชะลอตัวในภาคอสังหาริมทรัพย์ (3.7% vs. 4.4% เดือนก่อน)

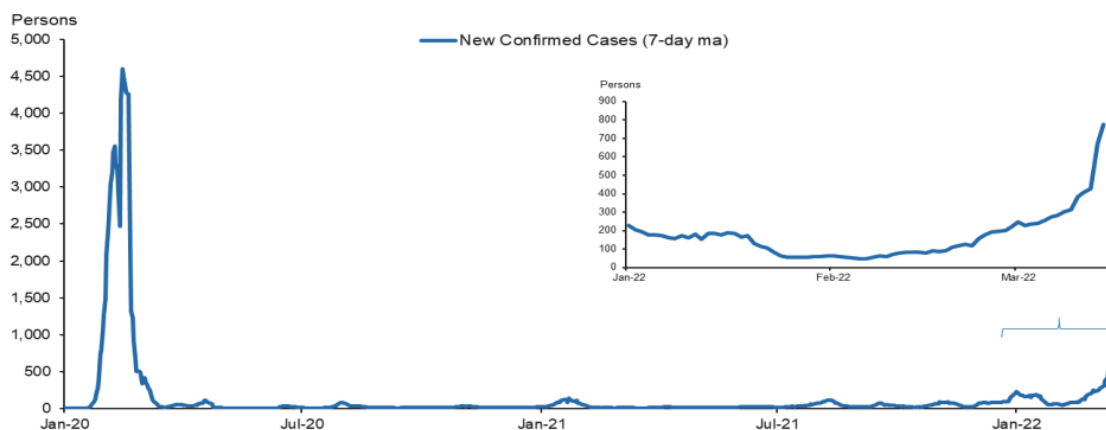
อย่างไรก็ดี ตัวเลขเศรษฐกิจมีแนวโน้มกลับมาชะลอตัวลงในเดือน มี.ค. จากมาตรการ Zero-COVID ที่ทำให้มีการกลับมาประกาศมาตรการ Lockdown ในหลายพื้นที่ เช่น Shenzhen ใน Guangdong และ Langfang ใน Beijing รวมถึงสถานการณ์ความขัดแย้งระหว่างรัสเซีย-ยูเครนที่ยังคงไม่แน่นอน

แผนภาพ 38: ตัวเลขเศรษฐกิจเดือน ม.ค.-ก.พ. เปรียบเทียบจากการจับจ่ายใช้สอยในช่วงตรุษจีนและสถานการณ์ COVID-19 ที่คลี่คลายลงในเดือน ก.พ.



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

แผนภาพ 39: จำนวนผู้ติดเชื้อ COVID-19 ใหม่ในจีนพุ่งขึ้นทำจุดสูงสุดในรอบเกือบ 2 ปี ทำให้ทางการมีการกลับมาประกาศมาตรการ Lockdown เพิ่มเติมในหลายพื้นที่ เช่น Shenzhen ใน Guangdong และ Langfang ใน Beijing



Note: Data as of 15 Mar.

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

รัฐบาลจีนตั้งเป้า GDP ปี 2022 ที่ “ประมาณ 5.5%” พร้อมกับส่งสัญญาณการดำเนินนโยบายการคลังและการเงินที่ผ่อนคลาย

นาย Li Keqiang นายกรัฐมนตรีจีน ระบุในแถลงการณ์การประชุมสภาประชาชนแห่งชาติจีน (National People's Congress หรือ NPC) ในวันที่ 5 มี.ค. ว่ารัฐบาลจีนได้กำหนดเป้า GDP ปี 2022 ที่ “ราว 5.5%” ซึ่งนับเป็นเป้าหมายที่สูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์เล็กน้อย และสูงกว่าคาดการณ์ของ IMF ที่ 4.8% และ World Bank ที่ 5.1%

ด้านนโยบายการคลัง: เป้าขาดดุลงบการคลัง (Fiscal deficits) กำหนดไว้ที่ 2.8% ของ GDP ลดลงจากปีก่อนที่ 3.2% โดยเป็นการตั้งเป้าหมายเท่ากับปี 2019 ช่วงก่อนเกิด COVID-19 อย่างไรก็ดี

หากพิจารณาจากเม็ดเงินการใช้จ่ายทั้งหมด (อิงจากการคำนวณของ Deutsche Bank ซึ่งรวมถึงงบประมาณทั่วไปและกองทุนต่างๆ ของรัฐบาล อาทิ เงินโอนและเงินบริจาคพิเศษจากหน่วยงานของรัฐ เช่น China Investment Corp และ China National Tobacco Corp) พบว่า การขาดดุลงบการคลังจะเพิ่มขึ้นเป็น 7.7% ของ GDP สูงขึ้นจาก 5.2% ในปี 2021 ซึ่งส่วนหนึ่งเกิดจากมาตรการลดการเก็บภาษีสำหรับวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดเล็ก (SMEs) และจะเพิ่มรายการหักลดหย่อนภาษีสำหรับบริษัทในภาคการผลิต, สิ่งแวดล้อม, พลังงาน และภาคการขนส่ง ตลอดจนการใช้จ่ายด้านการวิจัยและพัฒนา (R&D) และการปรับปรุงโครงสร้างพื้นฐาน ส่วนโควตาการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่น (Local government bond) ปี 2022 อยู่ที่ RMB3.65trn เท่ากับปีก่อน

ด้านนโยบายการเงิน: ทิศทางการดำเนินนโยบายใกล้เคียงกับในรายงานนโยบายการเงินไตรมาส 4/2021 ที่เปิดเผยเมื่อเดือนก.พ. โดยธนาคารกลางจีน (PBoC) ได้ย้ำจุดยืนของนโยบายการเงินที่ผ่อนคลาย (Supportive) สอดคล้องกับการปรับลดดอกเบี้ย MLF และ LPR ก่อนหน้านี้โดยเราคาดว่า PBoC จะมีการปรับลดดอกเบี้ย MLF/LPR เพิ่มเติมอีกอย่างน้อย 10bps ในปีนี้ ทั้งนี้ รัฐบาลคงเป้าหมายการเติบโตของยอดสินเชื่อโดยรวม (Total social

financing) ต่อปริมาณเงินในระบบ M2 ให้ขยายตัวใกล้เคียงกับ Nominal GDP เช่นเดียวกับปีก่อน ส่วนเงินเฟ้อยังคงเป้าหมายเดิมไว้ที่ 3.0%

ด้านตลาดแรงงาน: ตั้งเป้าการจ้างงานใหม่ในเขตเมือง (New urban job creation) ที่ 'มากกว่า 11 ล้านตำแหน่ง' เท่ากับปีก่อน และตั้งเป้าอัตราว่างงาน (Surveyed jobless rate) ที่ต่ำกว่า 5.5% เท่ากับปีก่อน เช่นเดียวกัน

แผนภาพ 40: เป้าเศรษฐกิจของรัฐบาลจีนปี 2022 เปรียบเทียบกับปีก่อนๆ

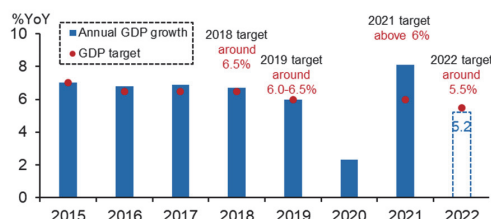
Main economic indicators

	2022 NPC	2021 NPC	2020 NPC	2019 NPC	2018 NPC
GDP (%YoY)	Around 5.5%	Above 6.0%	-	6.0-6.5%	Around 6.5%
Surveyed unemployment rate	Around 5.5%	Around 5.5%	Around 6.0%	Around 5.5%	Within 5.5%
Job creation (in person)	More than 11 Million	More than 11 Million	9 Million	11 Million	11 Million
Fiscal target					
Fiscal deficit (% GDP)	2.80%	3.20%	3.6% "or above"	2.80%	2.60%
Local government bonds (RMB, trn)	3.65	3.65	3.75	2.15	1.35
Special central government bonds (RMB, trn)	-	-	1	-	-
Monetary policy					
Monetary policy stance	Supportive	Prudent	Prudent, flexible and appropriate	Prudent	Prudent and neutral
M2 and TSF	In line with GDP growth	In line with GDP growth	Significantly higher than 2019	In line with GDP growth	No target
CPI (%YoY)	Around 3%	Around 3%	Around 3.5%	Around 3%	Around 3%

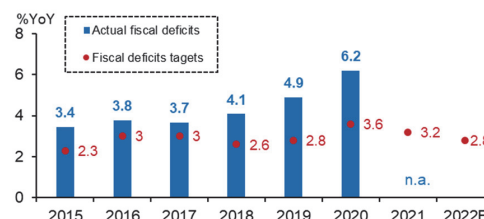
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพ 41: การตั้งเป้าหมาย GDP ปีนี้ที่ "ประมาณ 5.5%" ค่อนข้างท้าทาย ดังนั้น รัฐบาลจีนจึงมีแนวโน้มที่จะดำเนินนโยบายที่ผ่อนคลายมากขึ้น เพื่อให้บรรลุเป้าหมายที่กำหนดไว้

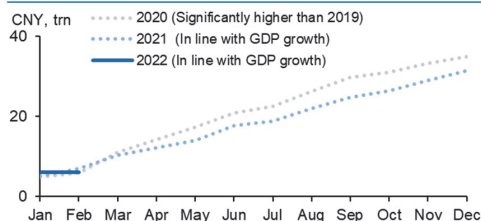
Real GDP growth



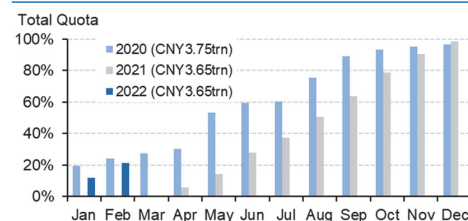
Budget deficit ^{1\}



Total social financing ^{2\}



Special local government bond issuance ^{2\}

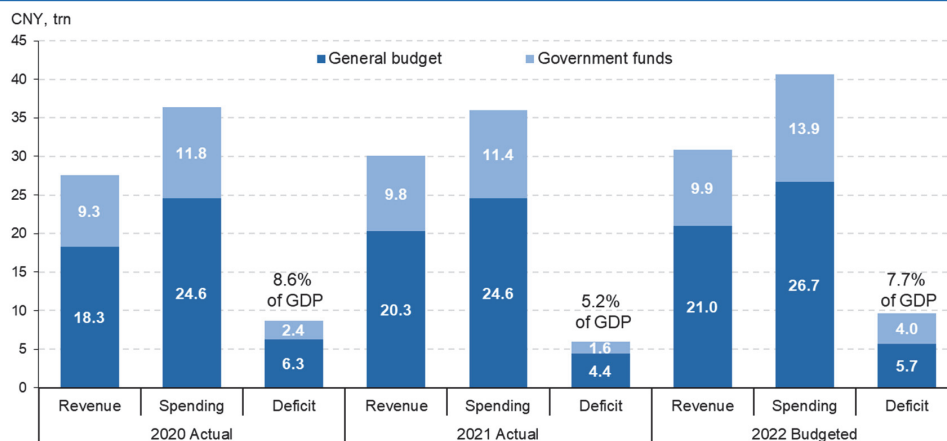


Note: 1\ Actual fiscal deficits based on Bloomberg calculation. 2\ text in () represent yearly government targets.

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

แผนภาพ 42: การขาดดุลงบประมาณรวมคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 7.7% ของ GDP (เทียบกับ 5.2% ในปีก่อน) โดยจะเน้นไปที่การลดภาษีและการลงทุนด้านพลังงาน การขนส่ง และโครงสร้างพื้นฐานของเมือง

Total fiscal deficit



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

ทางการเงินระบุว่า การพัฒนาเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่องเป็นสิ่งสำคัญอันดับแรก และรายงานความคืบหน้าเชิงบวกของการแก้ไขปัญหาต่างๆ ในประเทศ

ในการประชุมคณะกรรมการความมั่นคงทางการเงินและการพัฒนาที่อยู่ภายใต้สภาแห่งรัฐของจีน (China's State Council) ในวันที่ 16 มี.ค. ทางการเงินได้ให้คำมั่นว่า

- จะรักษาเสถียรภาพของตลาดการเงิน ผ่านการกระตุ้นการสื่อสารและการประสานงานระหว่างหน่วยงานกำกับดูแลของจีนแผ่นดินใหญ่และเขตบริหารพิเศษฮ่องกง (HKSAR)
- สนับสนุนการจดทะเบียนหุ้นในต่างประเทศ โดยระบุว่ามีความคืบหน้าเชิงบวกในการเจรจาเกี่ยวกับบริษัทจีนที่จดทะเบียนในตลาดสหรัฐฯ และเสริมว่าทั้งสองฝ่ายกำลังเจรจาเพื่อกำหนดแผนความร่วมมือโดยละเอียด
- แก้ไขปัญหาเกี่ยวกับภาคอสังหาริมทรัพย์ โดยระบุว่าจะมีการจำกัดความเสี่ยงและหาช่องทางในการบรรเทาความเสี่ยง นอกจากนี้จะมีนโยบายที่จะช่วยให้อุตสาหกรรมเปลี่ยนแปลงสู่ “รูปแบบการพัฒนาใหม่”

- จัดระเบียบ Big Tech ให้เสร็จสิ้น “โดยเร็วที่สุด” และระบุว่ากฎระเบียบของบริษัทแพลตฟอร์มอินเทอร์เน็ตควร “มีมาตรฐานโปร่งใส และคาดการณ์ได้”
- การควบคุมไวรัสการแพร่ระบาดของ COVID-19 ควรประสานกับการพัฒนาเศรษฐกิจ ที่ประชุมย้ำว่านโยบายควบคุมจะถูกปรับเปลี่ยนเพื่อป้องกันไม่ให้เศรษฐกิจหยุดชะงัก โดยมีการนำร่องโดยการอนุญาตให้ผู้ป่วยที่ไม่รุนแรงหรือไม่มีอาการใดๆ สามารถกักกันในสถานที่ที่กำหนดแทนที่จะถูกย้ายไปโรงพยาบาล เหมือนที่เคยดำเนินการตลอด 2 ปีที่ผ่านมา
- การพัฒนาเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่องเป็นสิ่งสำคัญอันดับแรกของพรรคคอมมิวนิสต์จีน

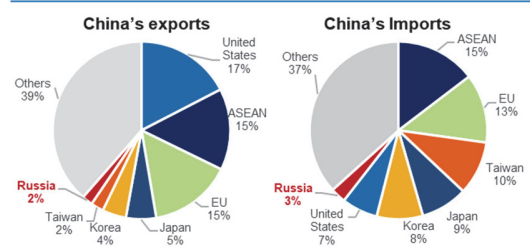
สถานการณ์รัสเซีย-ยูเครน มีแนวโน้มที่จะส่งผลกระทบโดยตรงต่อจีนค่อนข้างต่ำ เนื่องจากจีนไม่ได้เข้าร่วมการคว่ำบาตรทางการค้ากับกลุ่มชาติตะวันตก

สงครามรัสเซีย-ยูเครน คาดจะส่งผลกระทบทางตรงต่อเศรษฐกิจจีนจำกัด เนื่องจากจีนไม่ได้เข้าร่วมการคว่ำบาตร (Sanction) ทางการค้ากับกลุ่มชาติตะวันตก ทั้งนี้ จีนมีความเชื่อมโยงด้านการค้ากับรัสเซียสูงกว่าสหรัฐฯ และญี่ปุ่น (แต่ต่ำกว่ายุโรป) โดยมีมูลค่าการส่งออกและนำเข้าไปยังรัสเซียคิดเป็น 0.3% GDP และ 0.4% GDP ตามลำดับ หากพิจารณารายละเอียดสินค้า สินค้านำเข้าที่จีนพึ่งพารัสเซียมาก ได้แก่ พลังงาน ปุ๋ย ไม้ นิกเกิล และอะลูมิเนียม ที่ต้องนำเข้าจากรัสเซียเกินกว่า 10%

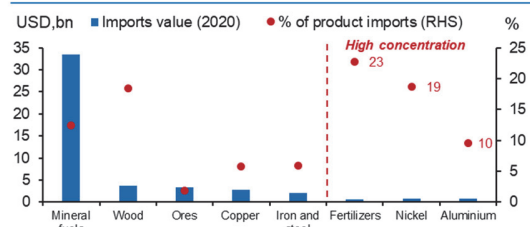
โดยคาดผลกระทบหลักต่อเศรษฐกิจจีนจะส่งผ่านมาทางราคาพลังงานจากสินค้าโภคภัณฑ์ที่ปรับสูงขึ้น ทั้งนี้ Goldman Sachs ประเมินว่าราคาน้ำมันดิบที่เพิ่มขึ้น 20 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล จะกดดัน GDP ของจีนให้ลดลง 0.3ppt เนื่องจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจะทำให้รายได้ของครัวเรือนและบริษัทลดลง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการบริโภคและกิจกรรมการลงทุน ส่วนด้านเงินเฟ้อจากข้อมูลของ Deutsche Bank พบว่า หากราคาน้ำมันเพิ่มขึ้น 10% จะส่งผลให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้น 0.17ppt อย่างไรก็ตาม จีนอาจจะได้ประโยชน์จากการเป็นช่องทางระบายสินค้าที่ผลิตในรัสเซียในราคาที่ต่ำกว่าราคาตลาดโลก ซึ่งอาจจะทำให้ผลกระทบสุทธิมีจำกัด

แผนภาพ 43: สินค้าที่จีนนำเข้าจากรัสเซียในสัดส่วนที่สูง ได้แก่ พลังงาน ปุ๋ย ไม้ นิกเกิล และอะลูมิเนียม อย่างไรก็ตาม การที่จีนไม่ได้เข้าร่วมการคว่ำบาตรกับกลุ่มชาติตะวันตก ทำให้จีนอาจจะได้ประโยชน์จากการเป็นช่องทางระบายสินค้าที่ผลิตในรัสเซีย และทำให้ผลกระทบที่เกิดขึ้นมีจำกัด

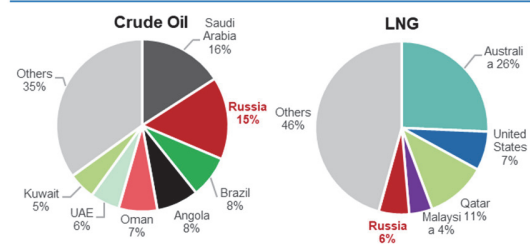
China's export and import share by country



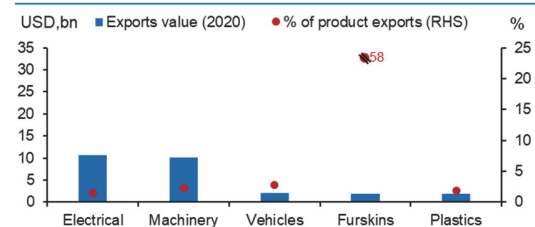
Top 5 China imports from Russia



China's energy import share by country



Top 5 China exports to Russia



Note: Data as of 2020

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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

การประกาศใช้ พ.ร.ก กึ่งฉุกเฉินส่งผลให้กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศชะลอตัวลงต่อเนื่องในเดือน ก.พ. แต่มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นในไตรมาส 2 สะท้อนได้จากข้อมูลการเดินทางของ Google's Mobility Trends และข้อมูลการค้นหาร้านอาหารที่เริ่มกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้น และถ้าหากสถานการณ์การแพร่ระบาดดีขึ้นอย่างเห็นได้ชัด รัฐบาลน่าจะนำมาตรการกระตุ้นท่องเที่ยวอย่าง Go to Travel กลับมาใช้ซึ่งจะเป็นปัจจัยหนุนเศรษฐกิจในไตรมาส 2 อย่างไรก็ตาม แนวโน้มภาคการส่งออกและภาคผลิตของญี่ปุ่นยังไม่ดีนัก โดยยังคงต้องเผชิญความไม่แน่นอนจากปัญหาภายในห่วงโซ่อุปทานทั่วโลกที่ยังไม่คลี่คลายดี อีกทั้ง ยังมีประเด็นสงครามรัสเซีย-ยูเครน ซึ่งนำไปสู่การใช้มาตรการคว่ำบาตรที่จะกระทบอุปทานสินค้าสำคัญ เช่น พลังงาน ไม้ และอะลูมิเนียม ด้านนโยบายการเงินคาดว่าจะยังคงผ่อนคลายเป็นปกติเช่นเดิม จากเศรษฐกิจที่ยังฟื้นตัวช้า และเงินเฟ้อที่แม้มีแนวโน้มปรับสูงขึ้น แต่ความเป็นไปได้ที่จะขึ้นที่ระดับ 2% ยังต่ำ

การประกาศใช้ พ.ร.ก กึ่งฉุกเฉินกระทบต่อกิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศชะลอตัวลงต่อเนื่องในเดือน ก.พ. แต่สถานการณ์มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นในไตรมาส 2

กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศเดือน ก.พ. ชะลอตัวลงต่อเนื่องโดยดัชนี (Composite PMI) ปรับตัวลดลง -4.1 จุด เป็น 45.8 จุด ท่ามกลางจำนวนผู้ติดเชื้อ COVID-19 สายพันธุ์ Omicron ที่เพิ่มขึ้น ทำให้มีการประกาศสถานการณ์กึ่งฉุกเฉินในหลายพื้นที่ ส่งผลให้กิจกรรมและยอดคำสั่งซื้อในภาคบริการซบเซาลง ในขณะที่ภาคการผลิตยังคงเผชิญปัญหาภายในห่วงโซ่อุปทานที่ยังกระทบภาคผลิตอย่างต่อเนื่อง ทำให้ผลผลิตพลิกกลับมาหดตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 5 เดือน

ด้านอุปสงค์ในประเทศ ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ม.ค. หดตัว -1.9% MoM, SA จากที่หดตัว -1.2% ในเดือนก่อน และหดตัวมากกว่าตลาดคาดการณ์ที่ -1.2%

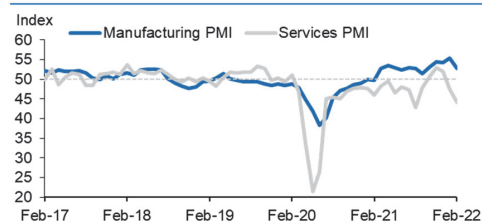
ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ม.ค. หดตัว -1.3% MoM, SA จากที่หดตัว -1.0% ในเดือนก่อน และแย่กว่าที่ตลาดคาดการณ์ที่ -0.7% จากปัญหาภายในห่วงโซ่อุปทานและการขาดแคลนชิปเซมิคอนดักเตอร์ที่ยังมีความไม่แน่นอนว่าจะคลี่คลายเมื่อใด

ด้านอุปสงค์นอกประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน ก.พ. เติบโตขึ้นเป็น 19.1% YoY จาก 9.6% ในเดือนก่อน ใกล้เคียงกับที่ตลาดคาดการณ์ที่ 20.6% ด้านยอดนำเข้า (Imports) ชะลอตัวลงเป็น 34.0% YoY จาก 38.7% ในเดือนก่อน แต่สูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ที่ 26.4%

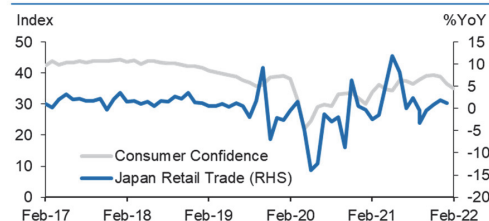
ด้านการลงทุนยอดสั่งซื้อเครื่องจักรไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง (Core Machine Orders) เดือน ธ.ค. ชะลอตัวลงเป็น 6.53% YoY, 3mma (vs. 9.0% เดือนก่อน)

แผนภาพ 44: กิจกรรมทางเศรษฐกิจชะลอตัวลงต่อเนื่องตามสถานการณ์การแพร่ระบาดที่รุนแรงขึ้นในเดือน ก.พ.

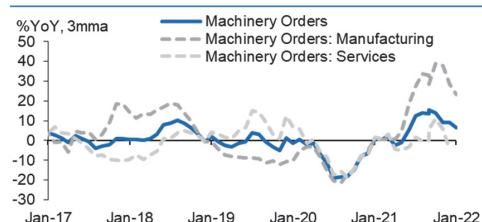
Manufacturing vs. Services PMI



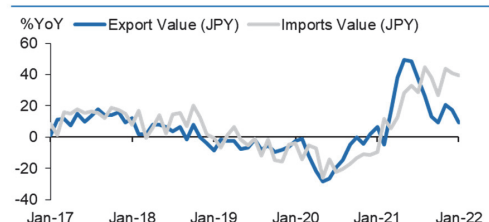
Retail sales



Investment



Trade



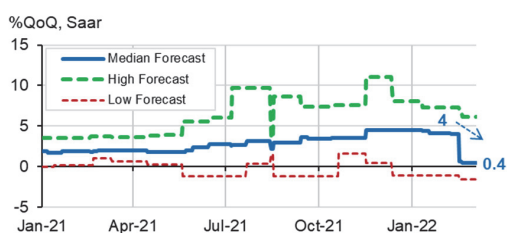
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังคงแสดงโมเมนตัมที่อ่อนแอ ซึ่งเป็นผลมาจากการแพร่กระจายอย่างรวดเร็วของเชื้อสายพันธุ์ Omicron ทำให้ตลาดปรับลดคาดการณ์ GDP ในไตรมาสแรกลงจาก 4% เป็น 0.4% QoQ, SAAR อย่างไรก็ตาม คาดว่าสถานการณ์ในไตรมาส 2 จะดีขึ้น หลังจากมีการยกเลิกภาวะฉุกเฉินในทุกพื้นที่ในวันที่ 21 มี.ค. และกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มว่าจะผ่านพ้น

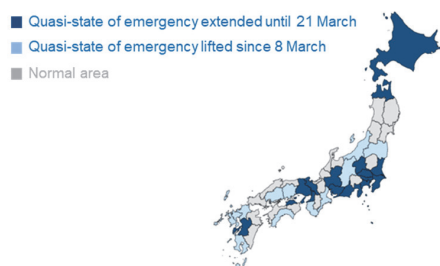
จุดต่ำสุดไปแล้ว สะท้อนได้จากข้อมูลการเดินทางของ Google's Mobility Trends และข้อมูลการค้นหาร้านอาหาร ที่เริ่มกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้น และถ้าหากสถานการณ์การแพร่ระบาดดีขึ้นอย่างเห็นได้ชัด รัฐบาลน่าจะนำมาตราการกระตุ้นท่องเที่ยวอย่าง Go to Travel กลับมาใช้อีกครั้ง ซึ่งจะเป็นปัจจัยหนุนกิจกรรมเศรษฐกิจในช่วงไตรมาส 2

แผนภาพ 45: ตลาดปรับลดคาดการณ์ GDP ในไตรมาสแรกลงจาก 4% เป็น 0.4% QoQ, SAAR แต่กิจกรรมทางเศรษฐกิจมีแนวโน้มว่าจะผ่านพ้นจุดต่ำสุดไปแล้ว หลังเริ่มมีการผ่อนปรนมาตรการ Lockdown ตั้งแต่ช่วงต้นเดือน มี.ค.

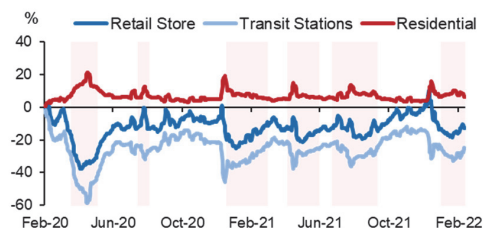
Market 1Q22 GDP forecast



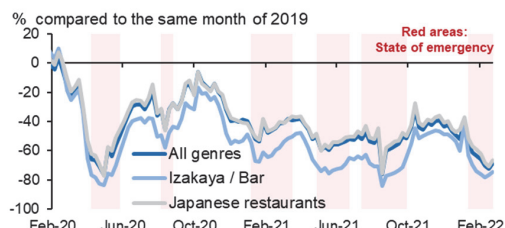
State of emergency map



Google Mobility Trends, 7-day MA (as of 4 Mar) ¹⁾



Online interest in restaurant info (views)



¹⁾ The baseline day is the median value from the 5-week period Jan 3 - Feb 6, 2020. Data as of 7 Mar.

ที่มา: Retty Co., Ltd. Food Data Platform, Bing, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สถานการณ์รัสเซีย-ยูเครน มีแนวโน้มที่จะส่งผลกระทบต่อญี่ปุ่นในกลุ่มสินค้าที่พึ่งพารัสเซียเยอะ เช่น พลังงาน ไม้ และอะลูมิเนียม

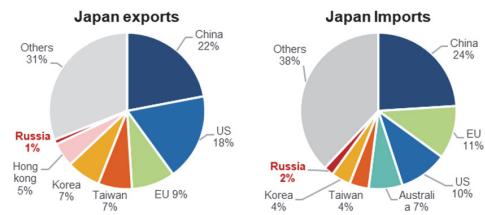
ผลกระทบทางตรงต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นจากประเด็นสงครามรัสเซีย-ยูเครน คาดจะค่อนข้างจำกัดเช่นกัน โดยญี่ปุ่นมีความเชื่อมโยงด้านการค้ากับรัสเซียค่อนข้างน้อย โดยมีสัดส่วนการส่งออกนำเข้าไปยังรัสเซียดังกล่าวคิดเป็นเพียง 0.1% และ 0.2% GDP ตามลำดับ หากพิจารณารายละเอียดสินค้า ก็มีสินค้าบางกลุ่มที่ญี่ปุ่นพึ่งพารัสเซียเยอะ (มี Market Concentration สูง) ได้แก่ พลังงาน สัตว์น้ำ ไม้ และอะลูมิเนียม ที่เกือบ 10% ต้องนำเข้ามาจากรัสเซีย ฉะนั้น อุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับสินค้ากลุ่ม

ดังกล่าว อาทิ ก่อสร้าง, ยานยนต์และร้านอาหาร ก็มีความอ่อนไหวต่อประเด็นดังกล่าวมากกว่าอุตสาหกรรมอื่นๆ

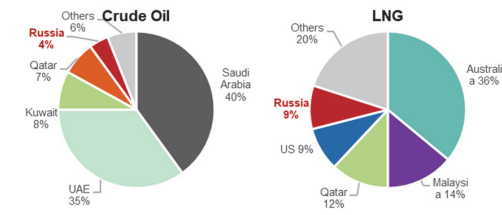
โดยผลกระทบหลักต่อเศรษฐกิจจะส่งผ่านมาทางราคาพลังงาน สินค้าโภคภัณฑ์ และอาหารที่ปรับสูงขึ้น โดย Goldman Sachs ประเมินว่าการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมัน 20% จะหนุนเงินเฟ้อให้เพิ่มขึ้นราว 0.7ppt และการเพิ่มขึ้นของราคาอาหาร 20% จะหนุนเงินเฟ้อให้เพิ่มขึ้นราว 0.1ppt ขณะที่ผลกระทบต่อ GDP ของญี่ปุ่น คาดว่าจะได้รับผลกระทบประมาณ 0.08ppt (จากการประเมินโดย Cabinet Office) หากราคาน้ำมันพุ่งขึ้น 20% เป็นระยะเวลา 1 ปี

แผนภาพ 46: แม้ญี่ปุ่นจะมีการค้ารัสเซียในระดับต่ำ แต่มีบางกลุ่มสินค้านำเข้าที่มีการพึ่งพิงตลาดรัสเซียในสัดส่วนที่สูง เช่น LNG โลหะมีค่า และอะลูมิเนียม ในสัดส่วนราว 10% ของสินค้าชนิดนั้นๆ

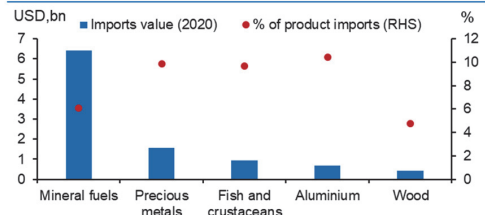
Japan's total export and import share by country



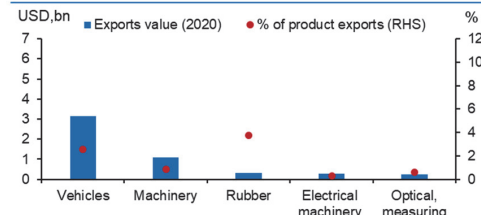
Japan's energy import share by country



Top 5 Japan imports from Russia



Top 5 Japan exports to Russia



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

แรงกดดันเงินเฟ้อมีมากขึ้นจากราคาน้ำมันที่สูง แต่ความเป็นไปได้ที่จะยืนในระดับ 2% ยังคงค่อนข้างต่ำ

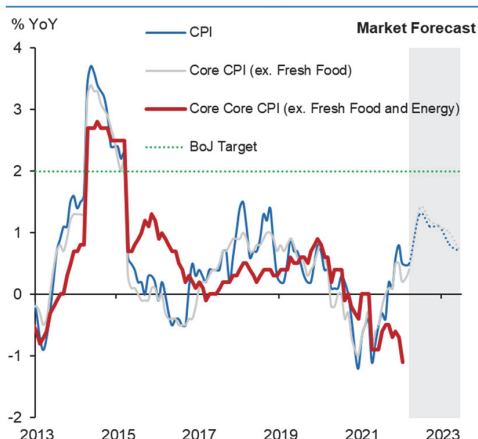
ด้านเงินเฟ้อ ตั้งแต่เดือน เม.ย. จะมีปัจจัยเสริมที่ทำให้ตัวเลขเร่งตัวขึ้นในไตรมาส 2 คือ ฐานต่ำจากมาตรการลดค่าบริการโทรศัพท์ที่ดำเนินการตั้งแต่ไตรมาสสองปีก่อนหมดลง (ดังแผนภาพที่ 47) อย่างไรก็ตาม หากลสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสดีขึ้นชัดเจน และรัฐบาลนโยบายนโยบาย Go to Travel กลับมาใช้อีกครั้ง ก็จะมีส่วนเข้ามาช่วยลดทอนเงินเฟ้อลงได้บางส่วน

เหมือนที่เคยเกิดขึ้นในช่วงปี 2020 ที่มีการกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศผ่านโครงการดังกล่าว

ด้านผลกระทบต่อเงินเฟ้อจากราคาน้ำมัน มีการประเมินว่าราคาน้ำมันต้องทรงตัวในระดับสูงที่ 130 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรลได้อย่างมั่นคงและยาวนาน ถึงจะผลักดันให้ตัวเลขเงินเฟ้อ (Core CPI) ขึ้นไปสู่ระดับเป้าหมายเงินเฟ้อของ BoJ ที่ 2% ได้ ซึ่งเรามองว่าโอกาสของการเกิดค่อนข้างต่ำ หากลสถานการณ์รัสเซีย-ยูเครน ไม่ยืดเยื้อและบานปลาย (ณ วันที่ 17 มี.ค.)

แผนภาพ 47: ตัวเลข CPI จะเร่งตัวขึ้นในไตรมาส 2 จากปัจจัยฐานจากมาตรการลดค่าบริการโทรศัพท์ที่จะหมดลง

Inflation vs. BoJ's inflation target

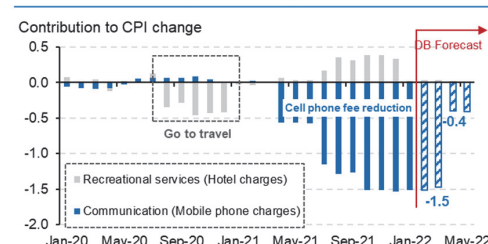


- According to Goldman Sachs, a 20% rise in energy prices could push the core CPI (excludes fresh food) by +0.7ppt, while a 20% increase in food prices could push it by +0.1ppt
- In summary, if Brent prices rose to USD130/bbl, core CPI could rise as far as around 2% which is not far beyond BoJ target primarily as the government has decided to strengthen energy price controls.

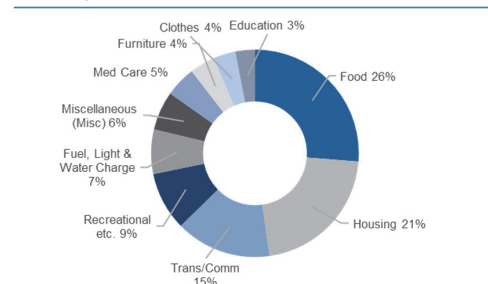
Note: Forecast as of 7 Mar.

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

Contribution of cell phone charges and hotel fees to CPI



CPI components: % share



รัฐสภาญี่ปุ่นได้เสนอชื่อนาย Naoki Tamura และนาย Hajime Takata เป็นคณะกรรมการนโยบาย BoJ ซึ่งอาจทำให้จุดยืนมีความ Dovish น้อยลง แต่ภาพรวมจุดยืนของทั้งคณะกรรมการน่าจะยังคงเป็น Dovish อยู่

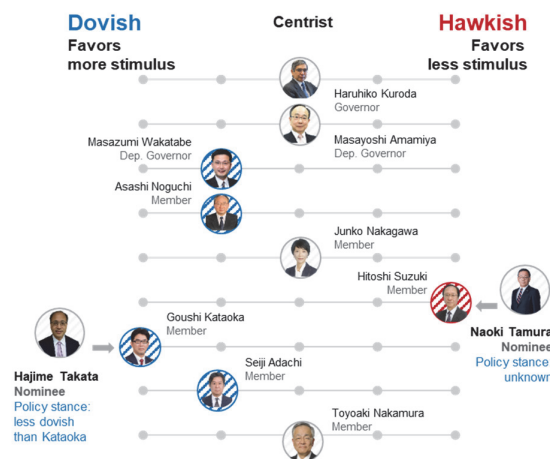
เมื่อวันที่ 1 มี.ค. รัฐสภาญี่ปุ่นได้เสนอชื่อนาย Naoki Tamura จาก Sumitomo Mitsui Banking Corporation (SMBC) และนาย Hajime Takata จาก Okasan Securities เพื่อแทนที่สมาชิกคณะกรรมการนโยบาย BoJ นาย Hitoshi Suzuki และ นาย Goushi Kataoka ที่จะหมดวาระในวันที่ 23 ก.ค. นี้

การแต่งตั้งคณะกรรมการใหม่แทนที่คนเก่าที่จะหมดวาระในเดือน ก.ค. ทั้ง 2 ตำแหน่งอาจทำให้จุดยืนมีความ Dovish น้อยลง แต่ภาพรวมจุดยืนของทั้งคณะกรรมการน่าจะยังคงเป็น Dovish อยู่ ทำให้ในแง่ของนโยบายในปีนี้น่าจะยังเป็นไปในทิศทางที่ผ่อนคลายเป็นไปท่ามกลางเศรษฐกิจที่ยังคงเปราะบางตามที่นาย Haruhiko Kuroda กล่าวว่า BoJ ไม่มีความตั้งใจที่จะเดินตามรอย Fed ในการดำเนินนโยบายการเงินแบบตึงตัว

ทั้งนี้ ต้องติดตามการเปลี่ยนแปลงตัวผู้ว่า BoJ ที่จะมาแทนที่นาย Haruhiko Kuroda ที่หมดวาระในเดือน เม.ย. 2023 ที่จะเป็นตัวชี้วัดสำคัญในการดำเนินนโยบายการเงินของ BoJ ในอนาคตด้วยเช่นกัน

แผนภาพ 48: คาดจุดยืนภาพรวมของทั้งคณะกรรมการน่าจะยังคง Dovish แม้จะมีการเปลี่ยนแปลงคณะกรรมการ

BoJ board member appointments

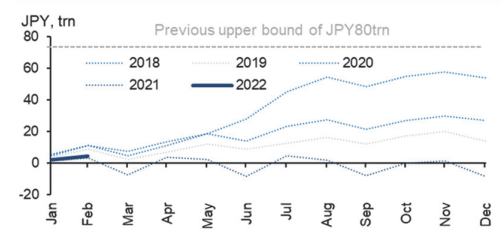


- The government on 1 March presented to the Diet a proposal to nominate Naoki Tamura of SMBC and Hajime Takata of Okasan Securities Co. to replace BoJ policy board members Hitoshi Suzuki and Goushi Kataoka, whose terms expire on 23 July.

10-year Japanese government bond yield



BoJ JGB purchases



- 10-year yield has declined following the war in Ukraine. As a result, the BoJ's need for market intervention is reduced.

Note: Data as of 7 March

ที่มา: BoJ, Reuters, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยในเดือน ม.ค. ชะลอลงเล็กน้อยจากการแพร่ระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Omicron ด้านประเด็นความขัดแย้งระหว่างรัสเซียและยูเครนจะเป็นปัจจัยหลักที่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจในระยะถัดไป แม้ว่าผลกระทบทางตรงยังมีจำกัดเนื่องจากไทยมีสัดส่วนการค้ากับทั้งสองประเทศอยู่ในระดับต่ำ อย่างไรก็ตาม ผลกระทบทางอ้อมอาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยอย่างมีนัยยะ หากเศรษฐกิจคู่ค้าหลักของไทยอื่นๆ ที่อาจอ่อนแอลง โดยเฉพาะยุโรป รวมไปถึงราคาส่งงานที่ปรับตัวสูงขึ้นที่หนุนเงินเฟ้อให้สูงและกดดันกำลังซื้อของผู้บริโภค โดยเรายังคงมุมมองว่า ธปท. จะไม่ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปี นี้ แม้ว่าเงินเฟ้อจะสูงเกินกว่ากรอบบนของเป้าหมายที่ 3% ในปีนี้ แต่คาดว่าจะกลับเข้ามาสู่เป้าหมายในปีหน้า ทำให้ ธปท. จะเลือกให้น้ำหนักกับการดูแลเงินเฟ้อในระยะปานกลางแทน ภายใต้บริบทที่เศรษฐกิจไทยยังคงมีการฟื้นตัวที่ไม่แข็งแกร่งและไม่ทั่วถึง โดยเฉพาะภาคการท่องเที่ยวที่ยังอ่อนแออยู่มาก

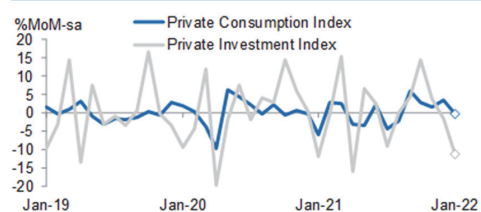
กิจกรรมเศรษฐกิจชะลอลงเล็กน้อยในเดือน ม.ค. จากการแพร่ระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Omicron

กิจกรรมเศรษฐกิจชะลอลงเล็กน้อยในเดือน ม.ค. จากแรงกดดันของการแพร่ระบาดของ COVID-19 สายพันธุ์ Omicron โดยการบริโภคภาคเอกชนลดลงจากเดือนก่อน -0.4% MoM (sa) แม้จะเพิ่มขึ้น 4.5% YoY (vs. -1.2% เดือนก่อน) ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนปรับตัวลดลงเช่นกัน -0.7% MoM (sa) แต่ขยายตัว 4.8% YoY (vs. 3.9% เดือนก่อน) ด้านการส่งออกสินค้า ชะลอลงเป็น 7.9% YoY หลังจากที่เคยขยับขึ้นสูงในเดือนก่อน (+23%)

ส่งผลให้ผลผลิตอุตสาหกรรมชะลอลงเป็น 2.0% YoY (vs. +6.7% เดือนก่อน) ในทิศทางเดียวกันกับการส่งออก โดยการชะลอลงมาจากอุตสาหกรรมยานยนต์และเคมีภัณฑ์เป็นหลัก สำหรับนักท่องเที่ยวต่างชาติลดลงเป็น 1.34 แสนคน (vs. 2.31 แสนคน เดือนก่อน) โดยเป็นผลของการระงับการเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติผ่านช่องทาง Test & Go (ไม่ต้องกักตัว) เป็นการชั่วคราวในช่วงเดือน ม.ค. อีกทั้งหลายประเทศยังมีนโยบายการท่องเที่ยวในต่างประเทศที่ยังเข้มงวด

แผนภาพที่ 49: เครื่องชี้เศรษฐกิจชะลอลงเล็กน้อยในเดือน ม.ค. จากแรงกดดันของการแพร่ระบาดของ COVID-19 สายพันธุ์ Omicron

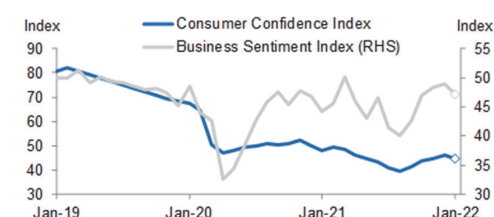
Domestic demand indicators



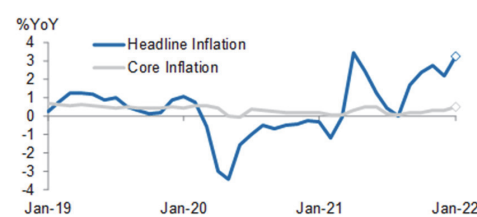
External demand indicators



Sentiment indicators



Price indicators



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

เงินเฟ้อมีแนวโน้มสูงขึ้นตามราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกที่พุ่งขึ้นแรง จากความขัดแย้งของรัสเซียและยูเครน

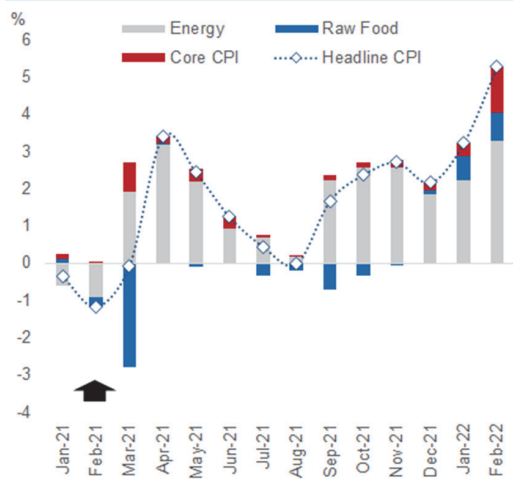
เงินเฟ้อเดือน ก.พ. ขยายตัวสูงที่ +5.28%YoY สูงสุดในรอบ 13 ปี จากแรงหนุนสำคัญ 4 ประการ ได้แก่ 1) การเพิ่มขึ้นอย่างมากของราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกจากความขัดแย้งของรัสเซียและยูเครน 2) ราคาอาหารสดที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง (+3.7%) แม้ว่าแรงกดดันจากราคาเนื้อหมูเริ่มแผ่วลง โดยราคาเนื้อหมูส่วนสะโพกในช่วงต้นเดือน มี.ค. ลดลงจากระดับสูงสุดแล้วราว 20-30% 3) เงินเฟ้อพื้นฐานที่เพิ่มขึ้นจากหมวดที่เกี่ยวข้องกับอาหารเป็นหลัก อาทิ เครื่องปรุงอาหาร (+8.4%) อาหาร

บริโภคในบ้าน (+5.8%) และอาหารบริโภคนอกบ้าน (+5.3%) และ 4) ผลจากฐานที่ต่ำในปีก่อน โดยในเดือน ก.พ. 2021 เงินเฟ้อทั่วไปหดตัว -1.2% YoY

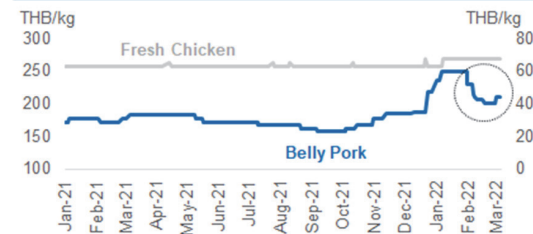
เราคาดว่าเงินเฟ้อทั่วไปจะมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในเดือน มี.ค. เนื่องจากราคาน้ำมันดิบที่ยังมีแนวโน้มทรงตัวในระดับสูง (ราคาเฉลี่ยน้ำมันดิบดูไบในช่วงสองสัปดาห์แรกอยู่ที่ 119 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อบาร์เรล vs. 93 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อบาร์เรลในเดือน ก.พ.) ประกอบกับผลบวกจากฐานที่ต่ำจะยังคงอยู่ในเดือน มี.ค. (-0.1% YoY ในเดือน มี.ค. 2021 แต่ +3.4% ในเดือน เม.ย. 2021)

แผนภาพที่ 50: เงินเฟ้อในเดือน มี.ค. มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากราคาน้ำมันที่แนวโน้มทรงตัวในระดับสูงและฐานที่ต่ำ

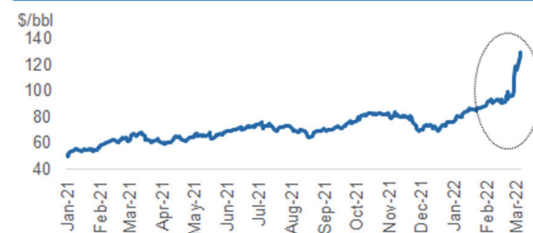
Inflation by contribution



Meat price (as of 8 Mar)



Dubai crude oil price (as of 8 Mar)



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

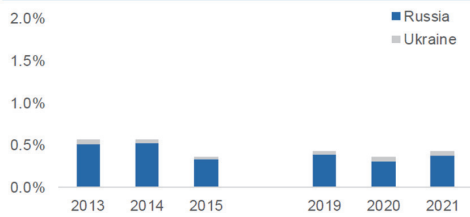
ไทยมีความเชื่อมโยงด้านการค้าทางตรงกับรัสเซียและยูเครนที่จำกัด

ไทยมีความเชื่อมโยงทางเศรษฐกิจโดยตรงกับรัสเซียและยูเครนในภาพรวมอย่างจำกัดสะท้อนผ่านสัดส่วนการส่งออกไปยังตลาดรัสเซียและยูเครน เพียงแค่ 0.4% และ 0.05% ของมูลค่าการส่งออกรวม ตามลำดับ ขณะที่สัดส่วนการนำเข้าสินค้าจาก

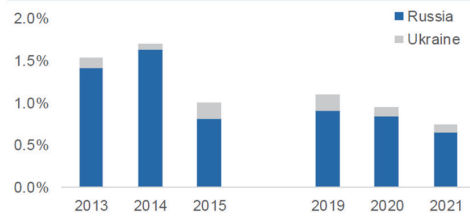
จากรัสเซียและยูเครนเพียง 0.7% และ 0.1% ของมูลค่าการนำเข้ารวม ตามลำดับ ขณะที่เม็ดเงินท่องเที่ยวรัสเซียนับว่าเป็นหนึ่งในนักท่องเที่ยวหลักของไทย (ราว 1.5 ล้านคนในปี 2019 เป็นสัดส่วนราว 4%) แต่ในปัจจุบันที่สถานการณ์การเดินทางระหว่างประเทศเป็นไปอย่างจำกัด ทำให้ผลกระทบจากการขาดหายไปของนักท่องเที่ยวรัสเซียเป็นไปอย่างจำกัดเช่นเดียวกัน

แผนภาพที่ 51: ไทยมีความเชื่อมโยงทางตรงด้านเศรษฐกิจกับรัสเซียและยูเครนในระดับต่ำ

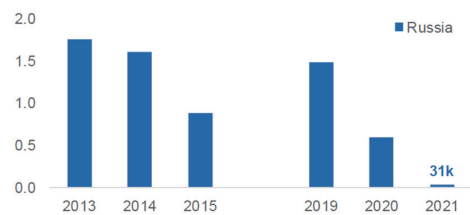
Thai exports to RA & UA (% share of total exports)



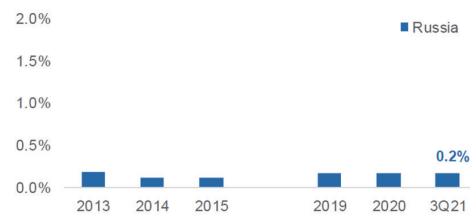
Thai imports from RA & UA (% share of total imports)



Tourist arrivals from Russia (million persons)



FDI from Russia (% share of total FDI)



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

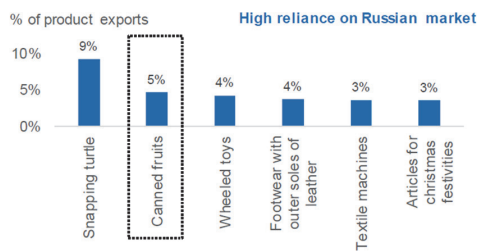
อย่างไรก็ดี หากพิจารณาไปในรายละเอียดด้านสินค้า จะพบว่าสินค้าบางกลุ่มที่อาจมีความเสี่ยงมากกว่าสินค้ากลุ่มอื่นๆ เนื่องจากมีมูลค่าการค้า และ/หรือ มีการพึ่งพิงการค้า (Market concentration) กับทั้งสองตลาดในสัดส่วนที่สูงกว่าสินค้ากลุ่มอื่นๆ โดยเปรียบเทียบ โดยหากพิจารณาฝั่งการส่งออก จะพบว่ารถยนต์ & ชิ้นส่วน และผลิตภัณฑ์ยางพารา เป็นสินค้าที่มีมูลค่าส่งออกไปยังตลาดรัสเซียและยูเครนมากที่สุด คิดเป็นสัดส่วนราว 40% ของมูลค่าการส่งออกไปยังทั้งสองตลาด ขณะที่การส่งออกผลไม้กระป๋อง เป็นหนึ่งในสินค้าที่มีการพึ่งพิงตลาดจากรัสเซียและยูเครนมากกว่าสินค้ากลุ่มอื่นๆ กล่าวคือ หากไทยมีการส่งออกผลไม้กระป๋อง 100 กระป๋อง จะมีการส่งออกไปยังตลาดรัสเซีย 5 กระป๋อง (5%) และส่งออกไปยังตลาดรัสเซีย 1.4 กระป๋อง (1.4%) ส่วนที่เหลือส่งออกไปยังตลาดคู่ค้าอื่นๆ

ด้านการนำเข้า น้ำมันดิบและปุ๋ย & ยาฆ่าแมลง เป็นสินค้าที่มีมูลค่านำเข้ามากที่สุดจากรัสเซีย คิดเป็นสัดส่วนเกือบ 60% ของมูลค่าการนำเข้าจากรัสเซีย ขณะที่พืช & ผลิตภัณฑ์จากพืช และเหล็ก เหล็กกล้า & ผลิตภัณฑ์ เป็นกลุ่มสินค้าที่ไทยนำเข้าจากยูเครนมากที่สุดในเชิงมูลค่า หรือคิดเป็นสัดส่วนสูงถึง 90% ของมูลค่าการนำเข้าจากยูเครน โดยหากพิจารณาด้านการพึ่งพิงการค้า จะพบว่า ไทยต้องพึ่งพิงแร่ใยหิน (Asbestos) และกระดาษหนังสือพิมพ์ จากตลาดรัสเซียในการนำเข้าในสัดส่วนที่สูง (95% และ 36% ตามลำดับ) ขณะที่ต้องนำเข้าอิฐจากตลาดยูเครนในสัดส่วน 7% ซึ่งหากภาวะการค้าที่ไม่เป็นปกติ จะกระทบต่ออุตสาหกรรมเกี่ยวเนื่องที่จำเป็นต้องใช้สินค้าเหล่านี้ในกระบวนการผลิต

แผนภาพที่ 52: รถยนต์ & ชิ้นส่วน และผลิตภัณฑ์ยางพารา เป็นสินค้าที่มีมูลค่าส่งออกไปยังตลาดรัสเซียและยูเครนมากที่สุด ขณะที่การส่งออกผลไม้กระป๋อง เป็นหนึ่งในสินค้าที่มีการพึ่งพิงตลาด (Market concentration) จากรัสเซียและยูเครนมากกว่าสินค้ากลุ่มอื่นๆ

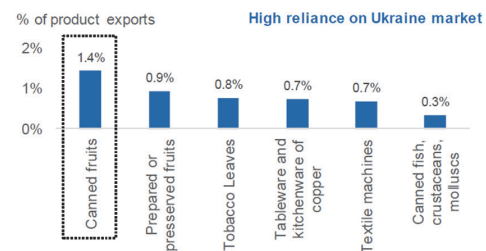
Top-5 export products to Russia

Product	2021		
	USD, bn	%share of total exports to Russia	%share of total product export
Motor cars, parts and accessories	321	31.3	1.1
Rubber products	107	10.4	0.7
Machinery and parts thereof	54	5.3	0.7
Prepared or preserved fruits	46	4.5	2.5
Polymers of ethylene, propylene, etc in primary	43	4.2	0.4



Top-5 export products to Ukraine

Product	2021		
	USD, bn	%share of total exports to Ukraine	%share of total product export
Motor cars, parts and accessories	33	24.5	0.1
Rubber products	22	16.0	0.1
Prepared or Preserved fruits	17	12.8	0.9
Prepared or preserved aquatic animals	9	6.7	0.3
Polymers of ethylene, propylene, etc in primary	8	6.2	0.1

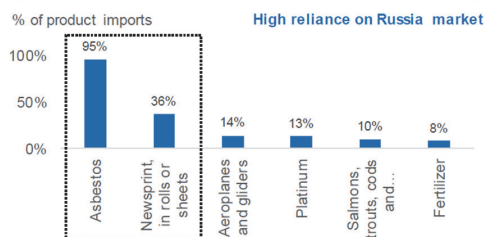


ที่มา: MoC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 53: สินค้าที่มีมูลค่านำเข้ามากที่สุดจากรัสเซีย คือ น้ำมันดิบและนํย & ยาฆ่าแมลง คิดเป็นสัดส่วนเกือบ 60% ของมูลค่าการนำเข้าจากรัสเซีย

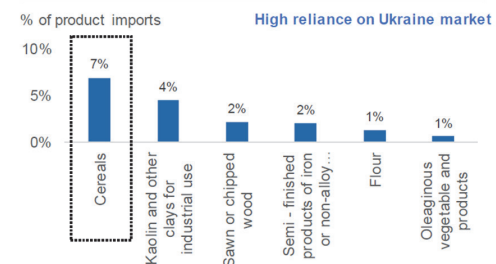
Top-5 imported products from Russia

Product	2021		
	USD, bn	%share of total imports from Russia	%share of total product import
Crude oil	816	46.6	3.4
Fertilizer and pesticide	177	10.1	5.6
Iron, steel and products	177	10.1	1.1
Other metal ores, metal waste scrap, and products	165	9.4	1.3
Aeroplanes, gliders, instruments and parts	109	6.2	9.0



Top-5 imported products from Ukraine

Product	2021		
	USD, bn	%share of total imports from Ukraine	%share of total product import
Vegetables and vegetable products	134	53.2	1.5
Iron, steel and products	94	37.3	0.6
Wood in rough, sawn or chipped wood	4	1.6	0.8
Mineral and mineral products	4	1.4	0.8
Other metal ores, metal waste scrap, and products	4	1.4	0.0



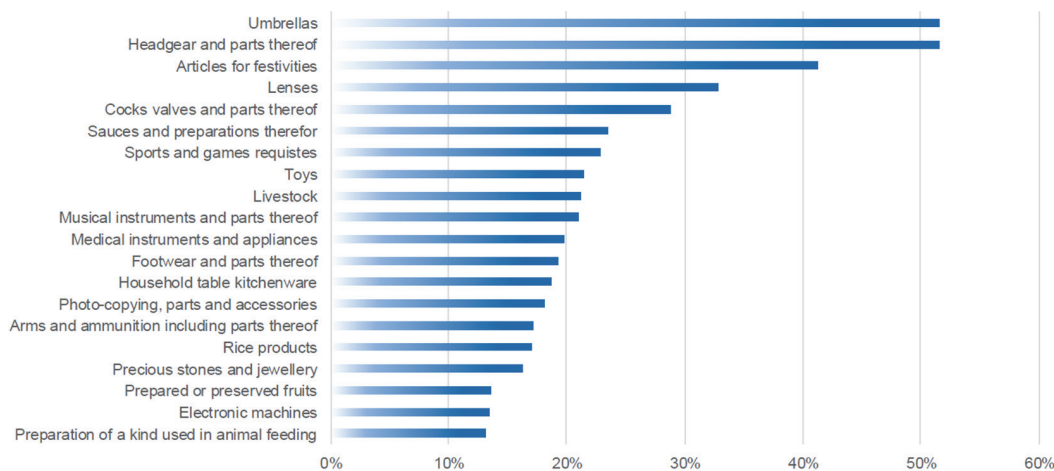
ที่มา: MoC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ดี แม้ความเชื่อมโยงทางตรงด้านการค้ากับรัสเซีย และยูเครนจะเป็นไปอย่างจำกัด แต่เรามองว่าผลกระทบจากการส่งผ่านทางอ้อมของเศรษฐกิจคู่ค้าหลักของไทยอื่นๆ ที่อาจอ่อนแอลงอย่างมีนัยยะ โดยเฉพาะยุโรปที่มีการพึ่งพิงการค้าและแหล่งพลังงานจากรัสเซียในสัดส่วนที่สูง ซึ่งจะส่งผลให้ภาวะการค้าและเศรษฐกิจโลกได้รับผลกระทบในวงกว้างและรุนแรงมากขึ้น โดยเฉพาะในกรณีที่สถานการณ์สงครามมีความยืดเยื้อและทำให้

ราคาสินค้าโภคภัณฑ์มีการทรงตัวในระดับสูงอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น สินค้าที่ไทยส่งออกไปยังตลาดอื่นๆ โดยเฉพาะที่ต้องพึ่งพิงอุปสงค์จากตลาดยุโรป อาจจะได้รับผลกระทบตามไปด้วย ซึ่งต้องติดตามสถานการณ์ความขัดแย้งและผลกระทบที่ยังมีความไม่แน่นอนสูงต่อไป ทั้งนี้ สินค้าที่ไทยส่งออกไปยังตลาดยุโรปเกินกว่า 10% แสดงในแผนภาพที่ 54 เช่น ผลิตภัณฑ์ข้าว และผลไม้แปรรูป เป็นต้น

แผนภาพที่ 54: ผลกระทบทางอ้อมผ่านการชะลอตัวของเศรษฐกิจคู่ค้าหลัก โดยเฉพาะยุโรป เป็นประเด็นที่ยังต้องเฝ้าระวัง

Products with high reliance on EU(27): % share of total product exports ¹⁾



Note: Data in 2021.

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

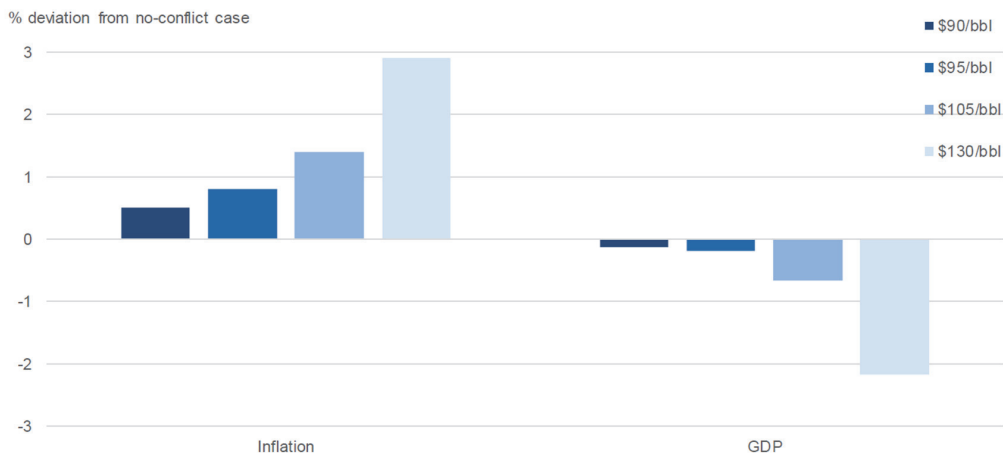
เศรษฐกิจไทยอาจขยายตัวต่ำกว่า 3% ในปีนี้ หากราคาน้ำมันดิบทรงตัวในระดับสูงต่อเนื่อง

โดยเราได้ทำการประเมินผลกระทบจากสถานการณ์ขัดแย้งดังกล่าว ซึ่งกำหนดสมมติฐานราคาน้ำมันดิบใน 4 กรณี คือ 90, 95, 105 และ 130 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อบาร์เรล (หรือเป็นการปรับขึ้นประมาณ 10%, 15%, 30% และ 60% จากราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ยที่ 82 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อบาร์เรล ในกรณีที่ไม่มีสงคราม) โดยพบว่า ใน 2 กรณีแรก (ราคาน้ำมันดิบ 90-95 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อบาร์เรล) ผลกระทบต่อเงินเฟ้อและ GDP จะไม่รุนแรงมากนัก

แต่ใน 2 กรณีหลัง (ราคาน้ำมันดิบ 105-130 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อบาร์เรล) ผลกระทบจะมีนัยยะมากขึ้น ซึ่งจะทำให้เงินเฟ้อในปีนี้อยู่เกินกว่ากรอบบนของเป้าหมายเงินเฟ้อที่ 3% โดยเฉพาะในกรณีที่ราคาน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นกว่า 60% จากกรณีฐาน ซึ่งจะทำให้เงินเฟ้อพุ่งสูงขึ้นจากกรณีฐานไปอีกราว 3% (กรณีฐานที่ไม่มีสงคราม ประเมินเงินเฟ้อขยายตัวที่ 2.3%) และจะทำให้ GDP ขยายตัวต่ำลงจากกรณีฐานราว 2% (กรณีฐานที่ไม่มีสงคราม ประเมิน GDP ขยายตัวที่ 3.6%) ซึ่งเกิดขึ้นจากผลกระทบทางอ้อมที่เศรษฐกิจประเทศคู่ค้าหลักของไทยอื่นๆ ชะลอตัวลงมากขึ้น

แผนภาพที่ 55: หากราคาน้ำมันดิบทรูตัวในระดับสูงต่อเนื่อง จะส่งผลให้เงินเพื่อขยายตัวสูงเกินกว่า 3% และ GDP อาจขยายตัวได้ต่ำกว่า 3% ในปีนี้ โดยเฉพาะในกรณีที่ราคาน้ำมันดิบยืนที่ระดับราว 130 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อบาร์เรล

Inflation and GDP sensitivity to oil price: % deviation from no-conflict case in 2022F ^{1\}



Note: 1\ In the baseline case, Inflation and GDP estimates are 2.3% and 3.6%, respectively and are based on an average Dubai oil price assumption at \$82/bbl.
ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เงินเฟ้อที่สูง แต่เศรษฐกิจที่ยังฟื้นตัวไม่แข็งแรงและไม่ทั่วถึง ทำให้ ธปท. ยังเสี่ยงที่จะเร่งปรับขึ้นดอกเบี้ยในปี

เรามองว่าสถานการณ์การปรับขึ้นของราคาน้ำมัน จะทำให้ ธปท. ต้องเผชิญสถานการณ์ที่ลำบากใจมากขึ้น (Dilemma) จากการเร่งตัวสูงขึ้นของเงินเฟ้ออย่างมาก ขณะที่เศรษฐกิจต้องเผชิญแรงกดดันด้านต่ำมากขึ้น ซึ่งในปัจจุบันก็ยังเป็นการฟื้นตัวที่เปราะบางอยู่แล้ว โดยเฉพาะในภาคการท่องเที่ยว อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่ราคาน้ำมันไม่ได้เร่งตัวสูงขึ้นดังเช่นกรณีน้ำมันดิบเฉลี่ยที่ 130 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อบาร์เรล เราคาดว่า ธปท. จะยังคงตัดสินใจคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปี โดยมีความเสี่ยงหลักดังนี้

1. ในอดีต ธปท. จะมีการตัดสินใจปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นในภาวะที่เศรษฐกิจไทยมีการขยายตัวเกินกว่าระดับแนวโน้ม (Trend) ได้สักระยะ เพื่อให้มั่นใจว่าจะแข็งแรงพอในการรองรับกับต้นทุนการกู้ยืมในตลาดการเงินและสินเชื่อที่สูงขึ้น ซึ่งในปัจจุบันเศรษฐกิจไทยยังไม่กลับสู่ระดับก่อน COVID-19 ซึ่งแตกต่างไปจากสหรัฐฯ

2. ราคาสินค้ายังไม่ได้มีการปรับขึ้นเป็นวงกว้าง ปัจจุบันยังกระทบเพียงสินค้าบางกลุ่มเท่านั้น เช่น กลุ่มพลังงานและกลุ่มอาหารสดเป็นหลัก

3. กำลังซื้อจากภาคเอกชนที่ยังคงมีความอ่อนแอ โดยเฉพาะการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวที่ยังเป็นไปอย่างจำกัด (ต่ำกว่าก่อน COVID-19 อยู่อย่างมาก) รวมไปถึงยังไม่เห็นสัญญาณการปรับขึ้นของค่าแรงอย่างมีนัยยะ

4. เงินเฟ้อที่สูงขึ้นน่าจะเกิกรอบบนเป้าหมายเงินเฟ้อของ ธปท. ที่ 3% ได้ในปี (อิงจากที่เราได้ประเมินข้างต้น) แต่เราคาดว่าเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับสูงจะมีระยะเพียงชั่วคราวหรือภายในปีเท่านั้น ซึ่งอาจทำให้ ธปท. อาจเลือกที่จะให้น้ำหนักกับการดูแลเงินเฟ้อในระยะปานกลางมากกว่า (เช่น เงินเฟ้อปีหน้าที่คาดว่า จะกลับลงมาต่ำกว่ากรอบบนที่ 3%)

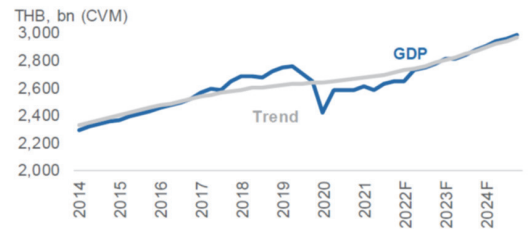
5. ธปท. อาจรอประเมินภาวะเศรษฐกิจและเงินเฟ้อหลังมาตรการลดเงินนำส่งเข้ากองทุน FIDF ครบอายุ ณ สิ้นปี (ซึ่งจะทำให้อัตราดอกเบี้ย MLR กลับมาปรับเพิ่มขึ้น 40bps ในปีหน้า หากธนาคารพาณิชย์ไม่ได้ช่วยแบกรับต้นทุนในส่วนนี้ หรือเสมือนเทียบเท่ากับการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นทางอ้อมราว 75bps) ก่อนตัดสินใจส่งสัญญาณถึงการปรับเปลี่ยนทิศทางนโยบายการเงินในระยะต่อไป

แผนภาพที่ 56: ในอดีต ธปท. จะมีการตัดสินใจปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นในภาวะที่เศรษฐกิจไทยมีการขยายตัวเกินกว่าระดับแนวโน้มได้สักระยะ ซึ่งในปัจจุบันมูลค่าเศรษฐกิจไทยยังไม่กลับสู่ระดับก่อน COVID-19 ซึ่งแตกต่างไปจากสหรัฐฯ

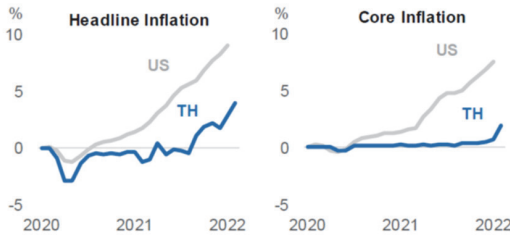
GDP: Thailand vs. US



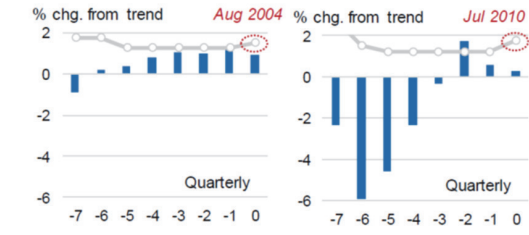
Thai GDP forecast vs. Trend ^{1\}



Inflation: Thailand vs. US



Estimated GDP deviation from trend (Output gap)



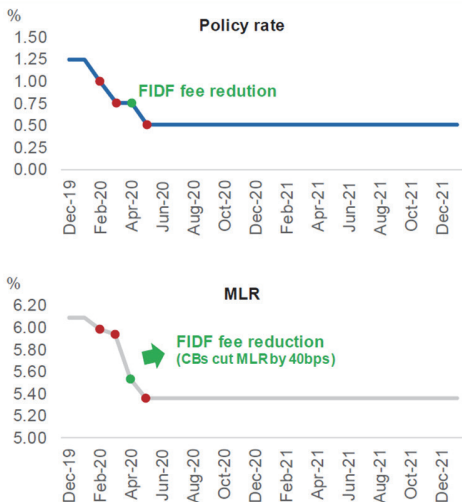
T = 0 → a period of first rate hike
Output gap
Policy rate

Note: 1\ Based on our baseline forecast (no-conflict case) as of Feb 2022.

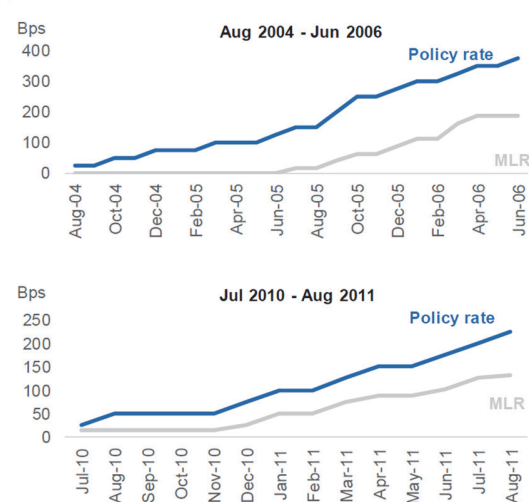
ที่มา: Bloomberg, Federal Reserve Bank of San Francisco, MoC, BoT, NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 57: ธปท. อาจรอประเมินภาวะเศรษฐกิจและเงินเฟ้อหลังมาตรการลดเงินนำส่งเข้ากองทุน FIDF ครบอายุ ณ สิ้นปีนี้ ก่อนตัดสินใจส่งสัญญาณถึงการปรับเปลี่ยนทิศทางนโยบายการเงินในระยะต่อไป

BoT extension of FIDF fee reduction to end-2022



Rate hike cycles: Cumulative chg. in policy rate & MLR



- Once the FIDF fee reduction expires, unless extended (or banks absorbing the cost), MLR will be lifted by 40bps or equal to 3x a policy rate hike.

Note: MLR based on average data from five big banks (KBANK, SCB, BBL, KTB, and BAY)

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

Our Team

TISCO Economic Strategy Unit



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



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



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



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



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



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



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

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น B	: 02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 3	: 02 454 9854	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2:	02 363 3454
	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4	: 02 646 1571	เซ็นทรัลพระราม 3 ชั้น 4	: 02 673 7017	เซ็นทรัลบางนา ชั้น 4	: 02 745 6360
	เมกา บางนา ชั้น 1	: 02 105 2080	เซ็นทรัลลาดพร้าว ชั้น 2	: 02 937 0909	เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4	: 02 193 8080
	เซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 4	: 02 884 5161	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3	: 02 721 9556	ซีคอนบางแค ชั้น 3	: 02 458 2636
	เซ็นทรัลอีสต์วิลล์ ชั้น 3	: 02 041 4411	เซ็นทรัล พระราม 2 ชั้น G	: 02 416 0811	ฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น 2:	02 958 0820
	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น 3	: 02 108 2998	อเวนิว รัชโยธิน	: 02 930 2311	เดอะมอลล์ งามวงศ์วาน	: 02 550 1335
	พรอมานาด ชั้น 3	: 02 947 5315	ไอคอนสยาม ชั้น 5	: 02 056 4168		
	สำนักงานใหญ่	: 02 633 6217	เพชรบุรีตัดใหม่	: 02 318 3717	อาคารคินท์	: 02 633 4333
	ศรีนครินทร์	: 02 006 5000	รัตนธิเบศร์	: 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
จันทร์ - ศุกร์						

สาขาธนาคารในเขตภูมิภาค

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