SEPTEMBER 2022 | ISSUE 085

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY

TISCO Economic Strategy Unit

ตลาดหุ้นรีบาวน์ขึ้นจากความคาดหวังต่อนโยบายการเงินที่อาจผ่อนคลายลง ทำให้ Valuation แพงขึ้น

เรามองว่า Fed อาจคงดอกเบี้ยในระดับสูงนานกว่าที่ตลาดคาด จากอัตราเงินเฟ้อที่น่าจะยังอยู่ในระดับสูง

การตอบรับต่อนโยบายการเงินที่เข้มงวดอาจกลับมากดดันตลาดหุ้นในระยะข้างหน้า

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY 03

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY 04

- ตลาดหุ้น 07
- ตลาดตราสารหนี้ 13
- ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ 15

GLOBAL ECONOMIC INSIGHT 22

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ 23
- เศรษฐกิจยุโรป 29
- เศรษฐกิจจีน 35
- เศรษฐกิจญี่ปุ่น 40
- เศรษฐกิจไทย 45

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

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)
48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์
ถนนสาธรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก
กรุงเทพฯ 10500
โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0
โทรสาร : (66) 2633-6800
E-mail : wealth@tisco.co.th
www.tiscowealth.com

EXECUTIVE SUMMARY

ตลาดหุ้นรีบาวน์ขึ้นจากความคาดหวังต่อนโยบายการเงินที่อาจผ่อนคลายลงหลังการประชุมเดือน ก.ค. ซึ่งทำให้ Valuation ของตลาดหุ้นปรับแพงขึ้น โดยดัชนี S&P500 ที่รีบาวน์จากจุดต่ำสุดในวันที่ 16 มิ.ย. 13% มาจากการเพิ่มขึ้นของ Forward P/E ถึง 14% ซึ่งแบ่งเป็นผลจากการลดลงของ Bond yield ถึง 6.5% และการลดลงของ Earnings yield gap 7.7% ขณะที่คาดการณ์กำไรถูกปรับลดลง -1% ชี้ว่าตลาดหุ้นปรับขึ้นมาจาก Valuation ที่แพงขึ้นทั้งสิ้น ซึ่งเป็นผลจากความคาดหวังต่อนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายลง

อย่างไรก็ดี เรามองว่า Fed อาจคงดอกเบี้ยในระดับสูงเป็นเวลานานกว่าที่ตลาดคาด เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อในปัจจุบันยังไม่มีแนวโน้มลดลงชัดเจน และน่าจะยังอยู่ในระดับสูงถึง 5% ในช่วงสิ้นปี สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งตลาดประเมินที่ระดับ 3.5-3.75% ค่อนข้างมาก

ในขณะเดียวกัน เงินเฟ้อที่สูงก็เป็นอุปสรรคต่อการผ่อนคลายนโยบายการเงิน ซึ่งในภาวะเงินเฟ้อสูง Fed มักปล่อยให้เศรษฐกิจแย่ลงลึกและยาวนานกว่าปกติ ก่อนจะเริ่มปรับลดดอกเบี้ย นอกจากนี้ คณะกรรมการ Fed ส่วนใหญ่ยังคงสนับสนุนนโยบายเข้มงวด ทำให้ Fed อาจกลับมาส่งสัญญาณในทิศทางที่เข้มงวดขึ้น ซึ่งตลาดน่าจะทยอยตอบรับต่อนโยบายการเงินดังกล่าว และกดดันตลาดหุ้นในระยะข้างหน้า

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- ตลาดหุ้นรีบาวน์ขึ้นจากความคาดหวังต่อนโยบายการเงินที่อาจผ่อนคลายลง ทำให้ Valuation แพงขึ้น
- เรามองว่า Fed อาจคงดอกเบี้ยในระดับสูงนานกว่าที่ตลาดคาด จากอัตราเงินเฟ้อที่น่าจะยังอยู่ในระดับสูง
- การตอบรับต่อนโยบายการเงินที่เข้มงวด อาจกลับมากดดันตลาดหุ้นในระยะข้างหน้า

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting: Underweight		Neutral	Overweight		Themes
ตราสารหนี้ไทย				●		- ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของไทยปรับตัวลงตาม Bond yield สหรัฐฯ ตามความกังวลที่เพิ่มสูงขึ้นจาก Recession - เรามอง Bond yield สหรัฐฯจะเคลื่อนไหวที่ระดับ 3% ในช่วง 1-2 เดือนข้างหน้า ท่ามกลางการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวด และเศรษฐกิจที่เริ่มชะลอตัวลง - คงคำแนะนำ Overweight
ตราสารทุน						
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ			●			- เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง ท่ามกลางนโยบายการเงินที่ตึงตัวขึ้น - Valuation กลับมาอยู่ในระดับที่แพง - คาดการณ์กำไรอาจถูกปรับลดเพิ่มเติม ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่กำลังอยู่ในช่วงปลายของวัฏจักร - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย			●			- เศรษฐกิจฟื้นตัว จากภาคส่งออก และการท่องเที่ยว - อย่างไรก็ดี การบริโภคภาคเอกชนมีแรงกดดันเพิ่มเติมด้านต้นทุนจากการปรับเพิ่มขึ้นของเงินเฟ้อ หลังมาตรการตรึงราคาน้ำมันดีเซลไม่เกิน 30 บาทต่อลิตรสิ้นสุดลงในเดือน เม.ย. ประกอบกับการพิจารณาปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ - แรงกดดันจากเงินเฟ้ออาจทำให้ BoT ทยอยปรับขึ้นดอกเบี้ยอีก 2 ครั้ง ครั้งละ 25 bps ในการประชุมที่เหลือของปี 2022 (ในเดือน ก.ย., และ พ.ย.) - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน				●		- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นอย่างจำกัด ตามแนวทางการควบคุมการระบาดที่เข้มงวด (Zero-Covid policy) - อัตราเงินเฟ้อในประเทศต่ำ เปิดทางให้ PBoC ยังคงใช้นโยบายผ่อนคลาย. - ตลาดหุ้นดูจะตอบรับต่อประเด็นการเพิ่มกฎระเบียบไปค่อนข้างมากแล้ว แต่ยังมี Sentiment ลบ จากข่าวการผิดนัดชำระหนี้ โดยเฉพาะในภาคอสังหาฯ เป็นระยะ - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ			●			- ได้รับประโยชน์จากการเปลี่ยนพฤติกรรมของประชากร ที่หันมาใช้เทคโนโลยีมากขึ้น เนื่องจากมีสินค้าส่งออกประเภทเครื่องใช้อิเล็กทรอนิกส์ และส่วนประกอบคอมพิวเตอร์ เป็นสัดส่วนมาก - แนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว ตามการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ย อาจทำให้ Demand ลดลง กระทบต่อการส่งออก - มีความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed และความขัดแย้งทางการเมืองระหว่างประเทศ - คงน้ำหนัก Neutral
ตลาดหุ้นอินเดีย			●			- เศรษฐกิจพึ่งพาการนำเข้าสินค้าโภคภัณฑ์คิดเป็นสัดส่วนสูงถึงเกือบ 5% ของ GDP - อัตราเงินเฟ้อที่ปรับขึ้นสูง ทำให้ธนาคารกลางต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค - Valuation อยู่ในระดับที่แพงมาก เมื่อเทียบกับประเทศในกลุ่ม Emerging Markets ด้วยกัน - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				●		- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น หลังสถานการณ์การระบาดคลี่คลายลง รัฐบาลเตรียมออกงบประมาณกระตุ้นเศรษฐกิจก้อนใหญ่ที่จะมุ่งเน้นการกระจายรายได้ การลงทุนในพลังงานสะอาด และการลงทุนใน start-up ตามแนวทาง “New Capitalism” - ได้รับปัจจัยหนุนจากค่าเงินเยนที่อ่อนค่า - เงินเฟ้อยังอยู่ในระดับต่ำ เปิดทางให้ใช้นโยบายผ่อนคลายการเงินนานกว่า Fed และ ECB และไม่เป็นอุปสรรคต่อการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจการคลัง - ตลาดหุ้นมักจะไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป			●			- มีความเสี่ยงจากการขาดแคลนพลังงานเมื่อเข้าสู่ฤดูหนาวในช่วงปลายปี หลังรัสเซียลดการส่งก๊าซต่อเนื่อง เป็นความเสี่ยงให้อาจต้องหยุดการใช้พลังงานในภาคการผลิต - มีความเสี่ยงจากสงครามที่ยืดเยื้อ และปัญหาหนี้รัฐบาลกลุ่มที่เศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น อิตาลี โปรตุเกส และกรีซ - ECB ออกเครื่องมือ Anti-fragmentation tools ช่วยลดผลกระทบจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น หลังส่วนต่างระหว่าง Bond yield ในกลุ่มประเทศที่อ่อนแอและมีหนี้สาธารณะสูง และเยอรมนีถ่างกว้างขึ้น สะท้อนความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากการผิดนัดชำระหนี้ของรัฐบาล - Earnings อาจถูกปรับลดลงมากกว่าภูมิภาคอื่น - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา	●					- แนวโน้มการปรับตัวลงของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ อาจส่งผลลบต่อกลุ่มประเทศที่พึ่งพาการส่งออกสินค้าโภคภัณฑ์ เช่น บราซิล และชิลี - มีข้อจำกัดในการกระตุ้นเศรษฐกิจทางการคลัง - ตลาดหุ้นมีความอ่อนไหวต่อนโยบายการเงินของสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูงกว่าประเทศอื่นในกลุ่ม EM - ภาวะการเงินตึงตัวขึ้นมาก ท่ามกลางการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย หลังเงินเฟ้อในภูมิภาคเร่งตัวขึ้นแรงเกินเป้าหมายธนาคารกลาง - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก						
ทองคำ				●		- ความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะ Recession สูงขึ้น - ทองคำเป็นสินทรัพย์ที่มีความผันผวนต่ำ และให้ผลตอบแทนสูงในภาวะ Recession - แนะนำให้ทยอยเข้าซื้อสะสมทองคำ เพื่อป้องกันความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน			●			- อุปสงค์ มีแนวโน้มลดลงตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง - แต่อุปทานยังค่อนข้างตึงตัว ซึ่งอาจทำให้ราคาน้ำมัน (WTI) กลับขึ้นไปที่ระดับ $100/bbl ในช่วงครึ่งหลังของปี - คงคำแนะนำ Neutral
US REITs			●			- ความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นและการลดการเข้าซื้อ MBS ของ Fed - Mortgage rate เริ่มกลับตัวลดลง แต่ยังอยู่ในระดับที่สูงมาก - Valuation จากการประเมิน Dividen yield gap และ P/FFO ยังอยู่ในระดับที่แพงเมื่อเทียบกับในอดีต - คงคำแนะนำ Neutral
J-REITs			●			- นโยบาย Yield Curve Control ของ BoJ ช่วยให้ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ของ J-REITs อยู่ในระดับสูง - อย่างไรก็ดี นโยบายการเงินของธนาคารกลางทั่วโลกเริ่มเข้มงวดขึ้น ทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวในตลาดมีแนวโน้มสูงขึ้น เป็นปัจจัยลบต่อตลาดอสังหาฯ - คงคำแนะนำ Neutral

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

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,626	-0.6%	0.0%	4.7%	0.2%	-3.9%	-1.9%	4.7%
Philippines PCOMP	6,756	0.6%	0.3%	7.9%	0.2%	-9.2%	-5.1%	1.9%
Indonesia JCI	7,097	-0.2%	-0.4%	3.1%	2.6%	3.4%	7.8%	17.7%
Singapore STI	3,266	-0.8%	0.3%	2.7%	0.8%	-4.0%	4.6%	5.3%
Malaysia KLCI	1,492	-0.8%	-0.8%	1.8%	-3.7%	-5.4%	-4.8%	-1.7%
Asia	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
HK HSI	19,813	0.0%	-1.1%	-3.9%	-4.4%	-15.8%	-15.3%	-20.3%
China H HSCEI	6,752	0.3%	-0.9%	-5.0%	-5.2%	-18.4%	-18.0%	-22.8%
MSCI China	66	-0.2%	-1.3%	-5.7%	-3.0%	-18.5%	-22.2%	-25.0%
China CSI300	4,182	-0.7%	-0.1%	-1.3%	2.6%	-8.6%	-15.3%	-12.3%
Taiwan TWSE	15,268	0.1%	-1.0%	2.1%	-5.4%	-15.0%	-16.2%	-6.6%
Korea KOSPI	2,464	-0.6%	-2.5%	3.0%	-6.6%	-9.0%	-17.3%	-19.5%
MSCI Korea	754	-0.7%	-1.0%	2.6%	-6.3%	-10.2%	-17.2%	-18.5%
India SENSEX	59,169	-1.1%	-0.5%	5.5%	8.9%	3.3%	1.6%	6.9%
MSCI India	2,080	-1.1%	0.7%	6.7%	9.9%	5.4%	2.1%	9.0%
Developed Market	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Australia AS 200	7,049	0.0%	-0.2%	3.8%	-1.4%	-1.6%	-5.3%	-5.5%
Japan TOPIX	1,990	0.2%	0.3%	1.7%	6.0%	5.8%	-0.1%	5.8%
Japan Nikkei 225	28,767	-0.0%	-0.4%	3.1%	7.6%	8.8%	-0.1%	6.5%
Europe STOXX600	437	-0.8%	-0.8%	2.7%	1.5%	-3.9%	-10.3%	-6.7%
Euro STOXX50	3,730	-1.2%	-1.2%	3.7%	2.0%	-6.4%	-13.2%	-10.1%
US Dow Jones	33,707	-0.9%	-0.2%	5.7%	7.8%	0.3%	-7.2%	-4.0%
US S&P500	4,228	-1.3%	-1.2%	6.7%	8.4%	-1.8%	-11.3%	-4.8%
MSCI US REITs	1,350	-1.1%	-2.3%	5.2%	5.0%	-3.9%	-14.4%	-5.1%
J-REITs	2,031	0.4%	0.1%	1.6%	2.4%	8.6%	-1.7%	-4.4%
Europe	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
UK FTSE 100	7,550	0.1%	0.7%	3.8%	2.2%	0.7%	2.2%	6.5%
Germany DAX	13,545	-1.1%	-1.8%	2.2%	-3.1%	-7.8%	-14.7%	-14.3%
France CAC 40	6,496	-0.9%	-0.9%	4.5%	3.4%	-4.3%	-9.2%	-2.0%
Switzerland SMI	11,157	-0.1%	0.3%	0.5%	-1.3%	-6.7%	-13.4%	-10.1%
Portugal PSI 20	6,264	-0.1%	1.6%	5.5%	5.8%	14.6%	12.5%	17.4%
Spain IBEX 35	8,338	-1.1%	-0.7%	3.6%	-1.7%	-1.8%	-4.3%	-6.5%
Italy FTSE MIB	22,535	-2.0%	-1.9%	6.2%	-6.5%	-13.5%	-17.6%	-13.1%
Latin America	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Brazil BOVESPA	111,496	-2.0%	-1.1%	12.7%	2.8%	-1.2%	6.4%	-5.6%
Chile IPSA	5,293	-1.0%	-0.6%	1.4%	6.2%	18.3%	22.8%	21.7%
Mexico MEXBO	48,463	-0.5%	-0.8%	2.5%	-5.9%	-7.9%	-9.0%	-5.7%
Regional	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
MSCI Asia Pac ex Japan	524	-0.6%	-1.2%	0.4%	-3.0%	-14.1%	-16.9%	-16.2%
MSCI Latin America	2,176	-2.5%	-3.7%	9.4%	-8.4%	-9.4%	2.1%	-8.0%
MSCI All Country World	647	-1.3%	-1.9%	4.7%	4.0%	-6.9%	-14.3%	-10.5%
Commodities	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
WTI Spot	89.63	0.3%	0.2%	-5.4%	-20.8%	-2.9%	19.2%	43.8%
Brent Spot	95.49	0.1%	0.4%	-7.5%	-15.2%	-1.4%	22.8%	46.5%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	5.86	-0.14	0.17	-2.64	6.54	1.37	3.29	3.00
Gold Spot	1745.74	-0.6%	-2.1%	1.0%	-5.6%	-8.3%	-4.6%	-3.2%
Gold ETF Holdings (tonnes)	3123.80	0.1%	-0.3%	-1.5%	-4.3%	0.5%	2.6%	0.3%
Bloomberg Agri Subindex	66.31	1.2%	-1.9%	7.1%	-14.6%	-3.8%	9.1%	17.1%
Thai Bond index	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
ThaiBMA Govt Bond index	299.99	-0.3%	-0.1%	2.1%	4.3%	-3.8%	-5.0%	-7.5%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	213.25	-0.1%	0.1%	0.8%	1.1%	-0.5%	-0.5%	-0.6%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	303.96	-0.5%	-0.4%	1.9%	3.1%	-1.1%	-1.3%	-3.0%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	400.57	-0.8%	-0.9%	1.5%	5.1%	-1.3%	-2.5%	-4.9%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	258.48	-0.4%	-0.3%	1.3%	2.6%	-0.8%	-1.2%	-2.5%
Thai Bond Yields (bps)	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
1Y	1.11	-0	0	1	37	60	59	65
2Y	1.55	2	-1	-20	-27	83	89	109
5Y	2.06	9	13	-30	-42	65	78	138
10Y	2.60	14	18	-5	-55	42	70	107
Spread 10Y-2Y	105	12	18	15	-27	-42	-19	-3
Foreign Bond Yields (bps)	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
US 10Y	2.97	9	19	22	19	103	146	172
Japan 10Y	0.22	-0	3	0	-3	2	14	20
UK 10Y	2.41	10	30	23	55	103	144	187
German 10Y	1.23	13	24	-5	28	104	141	172
Spain 10Y	2.39	14	29	-9	35	118	182	217
Italy 10Y	3.50	17	43	17	60	166	233	294
Others	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
VIX index	20.60	1.0	1.1	-2.4	-8.8	-8.2	3.4	2.0
Dollar index	108.13	0.6%	1.5%	1.3%	4.8%	12.6%	13.0%	15.7%
USD/THB	35.92	0.3%	1.2%	-2.0%	5.2%	10.8%	8.1%	8.0%
EUR/USD	1.00	-0.5%	-1.3%	-1.7%	-5.9%	-11.4%	-11.7%	-14.5%
GBP/USD	1.18	-0.9%	-2.1%	-1.4%	-5.8%	-13.0%	-12.6%	-13.8%
USD/JPY	137.17	1.0%	3.0%	0.8%	7.3%	19.4%	19.2%	25.0%
USD/CNY	6.82	0.5%	0.8%	1.1%	2.6%	7.9%	7.4%	5.3%
USD/CNH	6.84	0.5%	0.7%	1.1%	2.7%	8.2%	7.6%	5.6%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU) As of 8/22/2022

ตลาดหุ้น

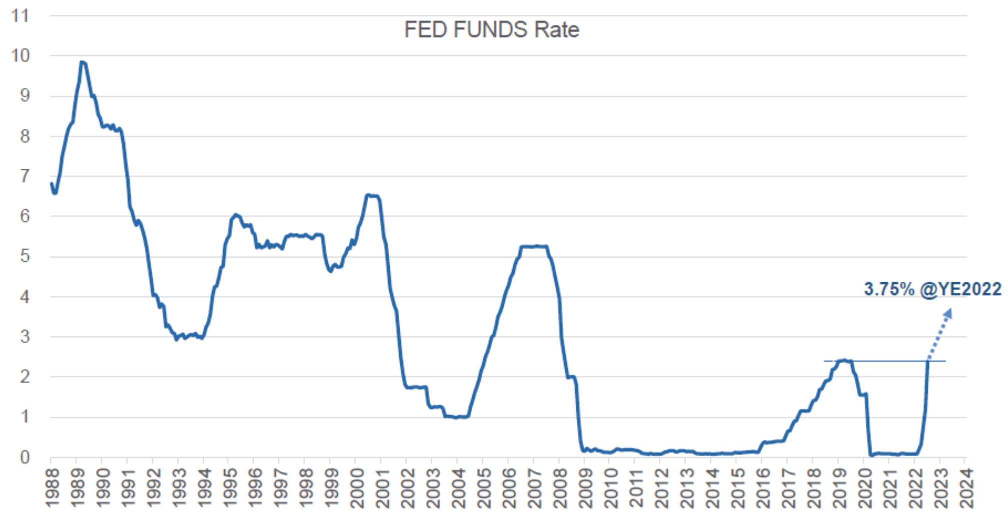
ตลาดหุ้นรีบาวน์ขึ้นจากความคาดหวังต่อนโยบายการเงินที่อาจผ่อนคลายลง อย่างไรก็ดี เรามองว่า Fed อาจคงดอกเบี้ยในระดับสูงเป็นเวลานานกว่าที่ตลาดคาด เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อยังไม่มีแนวโน้มลดลงชัดเจน และน่าจะยังอยู่ในระดับสูงในช่วงสิ้นปี ซึ่งเป็นอุปสรรคต่อการผ่อนคลายนโยบายการเงิน ประกอบกับคณะกรรมการ Fed ส่วนใหญ่ยังคงสนับสนุนนโยบายเข้มงวด ซึ่งน่าจะกลับมาเป็นปัจจัยกดดันตลาดหุ้นในระยะข้างหน้า

ตลาดหุ้นรีบาวน์ ตอบรับ Fed ชะลอขึ้นดอกเบี้ย

อัตราเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นสูงตั้งแต่กลางปีก่อน ทำให้ Fed จำเป็นต้องใช้ยาแรง โดยปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตราที่มากขึ้นทุกครั้งต่อเนื่องมาตั้งแต่ต้นปี โดยเริ่มต้นปรับขึ้นครั้งแรก 25 bps ในเดือน มี.ค. ก่อนจะเร่งขึ้นเป็น 50 bps และ 75 bps ในเดือน พ.ค. มิ.ย. และ ก.ค. ซึ่งเป็นสาเหตุหลักที่ทำให้ตลาดหุ้นปรับตัวลงกว่า -20% จากจุดสูงสุดในช่วงต้นปี

แต่ในการประชุมครั้งล่าสุดในเดือน ก.ค. Fed เริ่มมีท่าทีที่ผ่อนคลายลง โดยนาย Jerome Powell ประธาน Fed กล่าวว่าอัตราดอกเบี้ยที่ปรับขึ้นมาสู่ระดับ 2.5% เป็นระดับที่ใกล้เคียงกับ Neutral rate of Interest หรือระดับอัตราดอกเบี้ยที่สนับสนุนให้เกิดการจ้างงานและผลผลิตสูงสุด โดยไม่ทำให้เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น ซึ่งทำให้ตลาดตีความว่า Fed อาจเริ่มผ่อนคลายความเข้มงวดในการขึ้นอัตราดอกเบี้ย สะท้อนให้เห็นใน Bond yield อายุ 10 ปี ที่กลับตัวเป็นขาลง และเป็นปัจจัยหลักที่ผลักดันให้ตลาดหุ้นรีบาวน์ในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 1: Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ยสู่ระดับ 2.5% เท่ากับระดับสูงสุดในรอบก่อน และเป็นระดับที่ประธาน Fed ประเมินเป็นระดับ Neutral rate แล้ว



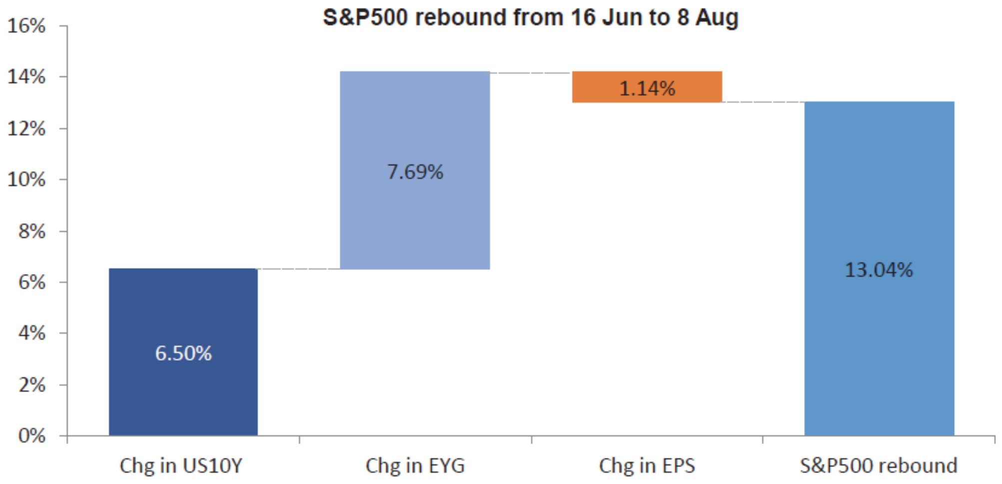
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

โดยในทางทฤษฎี การเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นสามารถอธิบายได้จากการเปลี่ยนแปลงของ 2 ส่วน ได้แก่ 1) คาดการณ์กำไรของบริษัทในระยะข้างหน้า (Forward EPS) และ 2) ค่า Forward P/E ของตลาดหุ้น หรือส่วนกลับของ Earnings yield ซึ่งประกอบด้วย Bond yield อายุ 10 ปี และ Earnings yield gap (EYG)

การรีบาวน์จากจุดต่ำสุดในวันที่ 16 มิ.ย. ของดัชนี S&P500 ที่ 13% มาจากการเพิ่มขึ้นของ Forward P/E ถึง 14% ซึ่งแบ่งเป็นผลจากการลดลงของ Bond yield ถึง 6.5% และการลดลงของ EYG 7.7% ขณะที่คาดการณ์กำไรถูกปรับลดลง -1%

การเคลื่อนไหวดังกล่าว ชี้ว่าตลาดหุ้นปรับขึ้นมาจาก Valuation ที่แพงขึ้นทั้งสิ้น ซึ่งเป็นผลจากความคาดหวังต่อนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายลง ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อยังอยู่ในระดับสูงกว่าเป้าหมายของ Fed ที่ 2% เป็นอย่างมาก และยังไม่มีแนวโน้มลดลงชัดเจน ทำให้ Fed น่าจะกลับมาส่งสัญญาณที่เข้มงวดต่อ ซึ่งอาจกลับมากดดันตลาดหุ้นให้ฟื้นตัวขึ้นได้จำกัดในระยะข้างหน้า

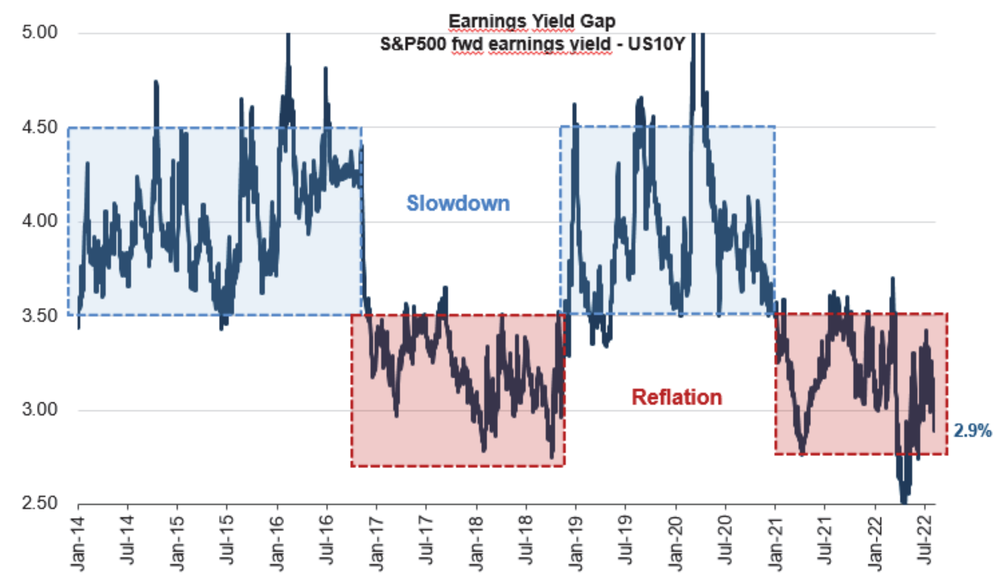
แผนภาพที่ 2: การรีบาวน์จากจุดต่ำสุดในวันที่ 16 มิ.ย. ของดัชนี S&P500 ที่ 13% มาจาก Valuation ที่แพงขึ้น หรือการเพิ่มขึ้นของ Forward P/E ถึง 14%



	S&P500	fwd EPS	PER	EY	US10Y	EYG
8-Aug-22	4,145	237	17.52	5.71	2.82	2.89
16-Jun-22	3,667	239	15.32	6.53	3.20	3.33
Change	13.0%	-1.1%	14.4%	-82 bps	-38 bps	-44 bps

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

แผนภาพที่ 3: Earnings yield gap ลดลงมาอยู่ต่ำกว่า 3% สวนทางกับแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง



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

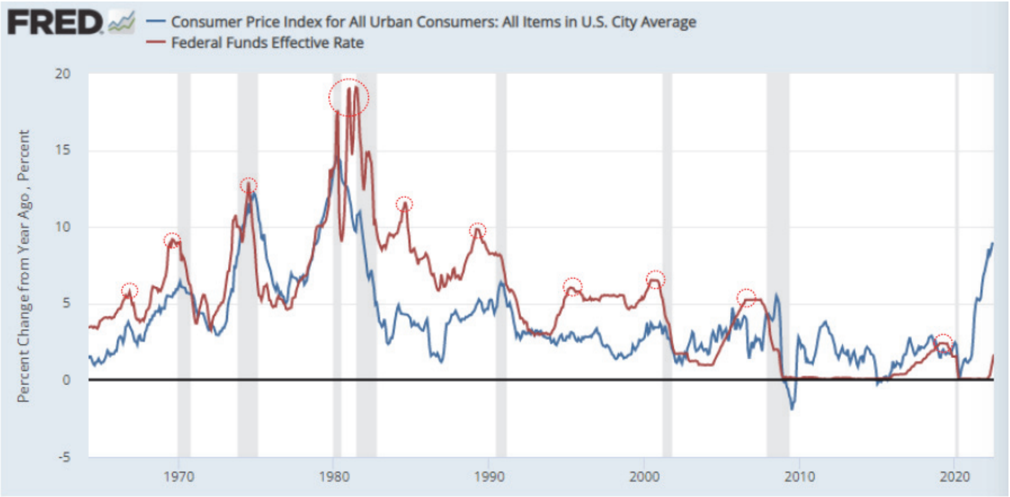
Fed อาจคงดอกเบี้ยในระดับสูงเป็นเวลานานกว่าที่ตลาดคาด

เรามองว่าตลาดในปัจจุบันคาดหวังว่า Fed จะเปลี่ยนมาผ่อนคลายนโยบายมากเกินไป โดยตลาดปัจจุบันประเมินว่า Fed จะชะลอการปรับขึ้นดอกเบี้ยจากเดือน ก.ค. ที่ปรับขึ้น 75bps ลงเป็น 50bps, 50bps และ 25bps ในเดือน ก.ย. พ.ย. และ ธ.ค. ตามลำดับ สู่ระดับสูงสุดที่ราว 3.5-3.75% ก่อนจะเริ่มปรับลดดอกเบี้ยลงในช่วงกลางปีหน้า หรืออีกนัยหนึ่งคือ ตลาดมองว่า Fed จะจบรอบการขึ้นดอกเบี้ยในช่วงไตรมาส 1 ปีหน้า ซึ่งหาก Fed จะหยุดขึ้นดอกเบี้ยในช่วงไตรมาส 1 ตามที่ตลาดคาด Fed น่าจะส่งสัญญาณเพื่อให้ตลาดรับรู้ก่อนล่วงหน้า ซึ่งอาจเป็นในช่วงสิ้นปีนี้

อย่างไรก็ดี เรามองว่าอาจเร็วเกินไปที่ Fed จะส่งสัญญาณไปในทิศทางที่ผ่อนคลายลงในช่วงสิ้นปีนี้ เนื่องจาก

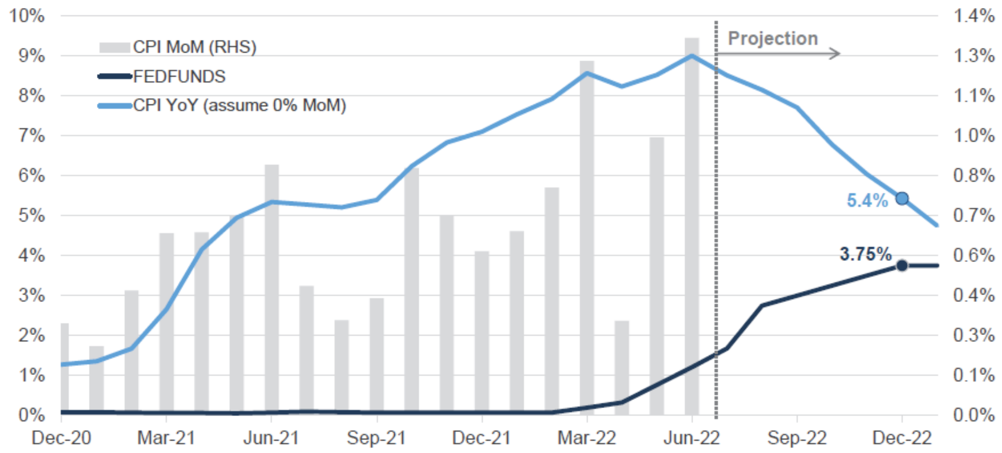
1) อัตราเงินเฟ้อยังอยู่สูงเกินไป โดยเมื่อพิจารณาการหยุดขึ้นดอกเบี้ยในอดีต พบว่า Fed ไม่เคยหยุดขึ้นดอกเบี้ยในขณะที่อัตราเงินเฟ้อยังสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเลยซักครั้ง หากสมมติให้อัตราเงินเฟ้อ (CPI) คงที่ที่ 0.0%MoM ทุกเดือนต่อเนื่องไปจนถึงสิ้นปี อัตราเงินเฟ้อ ณ สิ้นปีจะอยู่ที่ 5.4%YoY สูงกว่าระดับอัตราดอกเบี้ย 3.5-3.75% ที่ตลาดคาดการณ์อยู่พอสมควร ซึ่งทำให้ Fed ยังไม่สามารถส่งสัญญาณหยุดขึ้นดอกเบี้ยได้ในช่วงสิ้นปีนี้อย่างที่ตลาดคาด

แผนภาพที่ 4: Fed ไม่เคยหยุดขึ้นดอกเบี้ยในขณะที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายต่ำกว่าอัตราเงินเฟ้อ



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

แผนภาพที่ 5: หากสมมติให้อัตราเงินเฟ้อคงที่ที่ 0.0%MoM ทุกเดือนต่อเนื่องไปจนถึงสิ้นปี อัตราเงินเฟ้อ ณ สิ้นปีจะอยู่ที่ 5.4%YoY สูงกว่าระดับอัตราดอกเบี้ย 3.5-3.75% ที่ตลาดคาดการณ์



Bloomberg consensus inflation forecast

% YoY	2Q22	3Q22F	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
CPI	8.7	8.4	7.3	5.8	3.9	3.2	2.7
PCE	6.5	6.2	5.5	4.3	3.1	2.6	2.4
Core PCE	4.8	4.8	4.4	3.7	3.3	2.9	2.6

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

2) อัตราเงินเฟ้อที่สูงเป็นอุปสรรคไม่ให้ Fed ผ่อนคลายนโยบายการเงิน เราทำการเปรียบเทียบภาวะเศรษฐกิจในช่วงที่ Fed เริ่มลดดอกเบี้ยในอดีตย้อนหลังไปตั้งแต่ปี 1957 ซึ่งเราพบว่าในช่วงที่อัตราเงินเฟ้อสูง (เกินกว่า 5%) Fed มักปล่อยให้เศรษฐกิจชะลอตัวลงมากจึงจะตัดสินใจลดดอกเบี้ย ซึ่งแตกต่างกับในช่วงเงินเฟ้อต่ำซึ่ง Fed อาจพิจารณาลดดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจได้ในทันทีที่เศรษฐกิจเริ่มชะลอตัวลง

โดยในภาวะเงินเฟ้อสูง Fed จะตัดสินใจลดดอกเบี้ยก็ต่อเมื่อตัวเลขเศรษฐกิจชะลอตัวลงแรง เช่น ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (ISM Manufacturing PMI) ซึ่งต้องลดลงแรงถึง 8 จุด ในช่วง 3 เดือนก่อนที่ Fed จะปรับลดดอกเบี้ย มากกว่าในช่วงเงินเฟ้อต่ำที่ Fed ประกาศลดดอกเบี้ยในขณะที่ดัชนี PMI ลดลงเพียง 3 จุด นอกจากนี้ อัตราว่างงาน (Unemployment rate) ยังต้องเพิ่มขึ้นมาอยู่สูงถึงกือบ 6% ขณะเดียวกันภาวะการเงิน (Chicago Fed Financial conditions) ก็ต้องตึงตัวขึ้นมากจึงจะทำให้ Fed มั่นใจว่าเงินเฟ้อจะลดลงกลับสู่เป้าหมายได้

อัตราเงินเฟ้อที่น่าจะยังอยู่ในระดับสูงเกินกว่า 5% ในช่วงปลายปีนี้ และมีความเสี่ยงที่จะทรงตัวสูงต่อเนื่องในปีหน้าทำให้มีความเป็นไปได้ค่อนข้างต่ำที่ Fed จะส่งสัญญาณผ่อนคลายลงในช่วงเวลาดังกล่าว

แผนภาพที่ 6: ในภาวะเงินเฟ้อสูง Fed มักจะปล่อยให้เศรษฐกิจแย่ลงลึกและยาวนานกว่าปกติ ก่อนจะปรับลดดอกเบี้ย

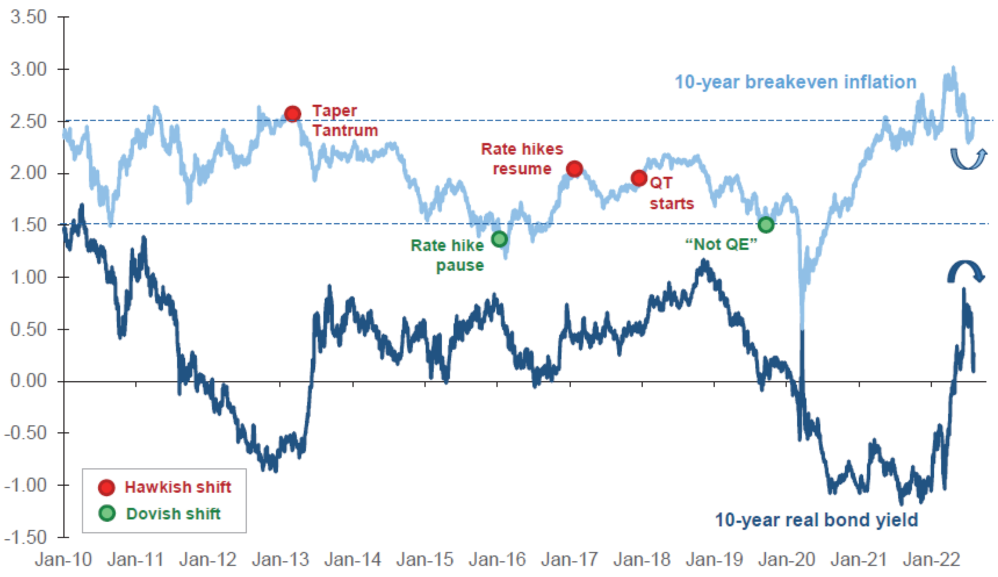
Economic indicators and financial conditions during Fed's first cuts

First cut	CPI yoy		ISM Manufacturing		Unemployment rate		Chicago Fed Financial Conditions	
	Index	Δ3m (pp)	Index	Δ3m	Index	Δ3m (pp)	Index	Δ3m
Nov-57	3.3	-0.4	36.8	-9.0	5.1	1.0	n.a.	n.a.
Jun-60	1.7	0.0	43.7	-1.6	5.4	0.0	n.a.	n.a.
Jul-69	5.4	-0.1	54.8	-1.9	3.5	0.1	n.a.	n.a.
Jul-74	11.5	1.4	52.9	-2.8	5.5	0.4	4.4	1.0
Apr-80	14.7	0.8	29.4	-20.8	6.9	0.6	2.7	0.0
Jan-81	11.8	-1.0	48.8	-9.4	7.5	0.0	2.0	-0.8
Oct-84	4.3	0.1	50.3	-2.7	7.4	-0.1	-0.1	-0.7
Oct-87	4.5	0.6	58.8	-0.5	6.0	-0.1	0.8	0.9
Jun-89	5.2	0.2	45.9	-6.3	5.3	0.3	0.1	-0.3
Jul-95	2.8	-0.3	47.1	0.4	5.7	-0.1	-0.7	0.0
Jan-01	3.7	0.3	42.1	-6.4	4.2	0.3	-0.3	-0.1
Sep-07	2.8	0.1	52.8	1.0	4.7	0.1	0.0	0.3
Jul-19	1.8	-0.2	48.5	-4.1	3.7	0.1	-0.5	0.1
All periods	5.7	0.1	47.1	-4.9	5.5	0.2	0.8	0.0
Low inflation	3.1	0.0	47.5	-2.9	5.3	0.2	-0.2	0.1
High inflation	9.7	0.3	46.4	-8.2	5.7	0.3	2.3	0.0
Jun-22	9.1	1.2	52.8	-4.3	3.6	-0.2	-0.2	0.2

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

3) คาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคตกลับขึ้นมาอยู่ในระดับที่สูงมาก โดย Breakeven inflation กลับขึ้นมาอยู่ที่ระดับสูงกว่า 2.5% จากก่อนหน้านี้ที่ลดลงต่อเนื่องมาตั้งแต่เดือน เม.ย. และสูงกว่าเป้าหมายของ Fed ที่เฉลี่ย 2% ทำให้ Fed น่าจะพยายามควบคุมไม่ให้คาดการณ์เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นเกินกว่านี้ คล้ายกับในอดีตช่วงที่คาดการณ์เงินเฟ้อปรับขึ้นมายืนที่ระดับสูงกว่า 2.5% ในปี 2013 ทำให้ Fed ส่งสัญญาณลด QE จนนำไปสู่เหตุการณ์ที่เรียกว่า Taper tantrum รวมถึงช่วงที่คาดการณ์เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นมาเข้าใกล้ระดับ 2.5% ทำให้ Fed กลับมาขึ้นดอกเบี้ยในปี 2016 และเริ่มลดขนาดงบดุล (ทำ QT) ในปี 2017

แผนภาพที่ 7: Fed อาจส่งสัญญาณที่เข้มงวดขึ้น เพื่อควบคุมคาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคต



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

4) สมาชิก Fed ท่านอื่นๆ ยังสนับสนุนให้ปรับขึ้นดอกเบี้ยสูง ถึงแม้นาย Powell ประธาน Fed จะแสดงท่าทีด้านนโยบายในทางที่ผ่อนคลายลง แต่การปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินเกิดขึ้นผ่านกระบวนการออกเสียงส่วนมากโดยคณะกรรมการทั้งหมด 12 ท่าน ซึ่งคณะกรรมการท่านอื่นๆยังคงจุดยืนนโยบายที่เข้มงวด เช่น นาง Michelle Bowman ที่ต้องการให้ปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตราที่สูง จนกว่าอัตราเงินเฟ้อจะลดลงอย่างมีนัยยะสำคัญ นาง Loretta Mester ประธาน Fed สาขา Cleveland ซึ่งมองระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสมอยู่ที่สูงกว่า 4% และนาย James Bullard ประธาน Fed สาขา St. Louis ซึ่งมอง Fed ควรปรับขึ้นดอกเบี้ยสู่ระดับ 3.75-4% ภายในปีนี้ ท่าทีที่ผ่อนคลายลงของนาย Powell เพียงท่านเดียวจึงอาจไม่ได้ชี้ถึงนโยบายที่จะผ่อนคลายลงในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 8: สมาชิก Fed ท่านอื่นๆ ยังสนับสนุนให้ปรับขึ้นดอกเบี้ยสูง

Fed Official, Date	Key Quotes
Michelle Bowman, 6 August	"My view is that similarly sized increases should be on the table until we see inflation declining in a consistent, meaningful, and lasting way"
Loretta Mester, 4 August	• "It's not unreasonable to think we might have to do a 75 (basis point move) but I can imagine it could be a 50. We'll just have to look at the data as it comes in" • [on terminal rate] "I would pencil in going a bit above four as appropriate"
Mary Daly, 2 August	"I start from the idea that 50 would be a reasonable thing to do in September… if we just see inflation roaring ahead undauntedly, the labor market showing no signs of slowing, then we'll be in a different position where a 75-basis-point increase might be more appropriate."
Charles Evans, 2 August	"If you really thought things weren't improving ... 50 (basis points) is a reasonable assessment but 75 could also be okay. I doubt that more would be called for"
James Bullard, 2 August	"The Fed funds rate likely will have to go to 3.75%-4% by the end of 2022"

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

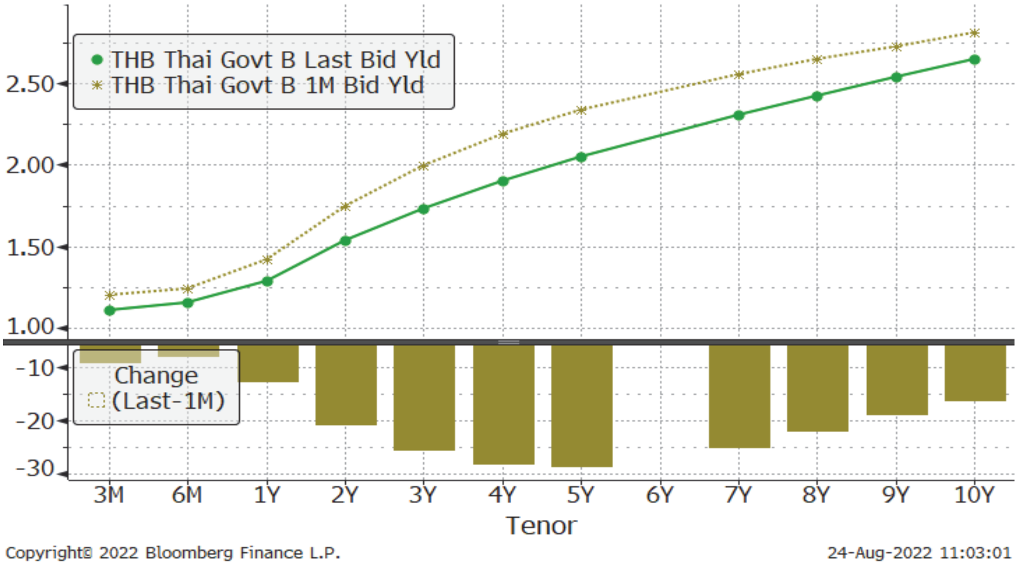
ตลาดตราสารหนี้

ผลตอบแทนพันธบัตรยะยะยาวของไทยปรับตัวลดลงราว 15bps ในช่วงเดือนที่ผ่านมาตาม Bond yield สหรัฐฯ หลังอัตราเงินเฟ้อสหรัฐฯ ผ่านจุดสูงสุด แต่การส่งสัญญาณนโยบายการเงินที่เข้มงวดของ Fed ประกอบกับส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนพันธบัตรไทยและสหรัฐฯ ที่แคบเกินไปน่าจะทำให้ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวของไทยกลับมาเพิ่มขึ้นในระยะสั้น

ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวอายุ 10 ปีของไทยปรับตัวลดลงราว 15bps ในช่วงเดือนที่ผ่านมา ตามพันธบัตรสหรัฐฯ ตามการประเมินของตลาดว่าอัตราเงินเฟ้อน่าจะผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว ท่ามกลางการปรับตัวลดลงของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ และแรงกดดันจากตัวเลขเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง

ในขณะที่ผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นอายุ 2 ปี ลดลงมาอยู่ที่ราว 1.5% ส่วนผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 1 ปีทรงตัวที่ราว 1.2% ซึ่งสะท้อนแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่จะขึ้นไปอยู่ที่ราว 2% ในช่วงกลางปีหน้า ใกล้เคียงกับมุมมองของเราที่คาดว่าธปท. จะปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายรวม 75bps ในปีนี้ และอีก 75bps ไปที่ระดับ 2% ในปีหน้า

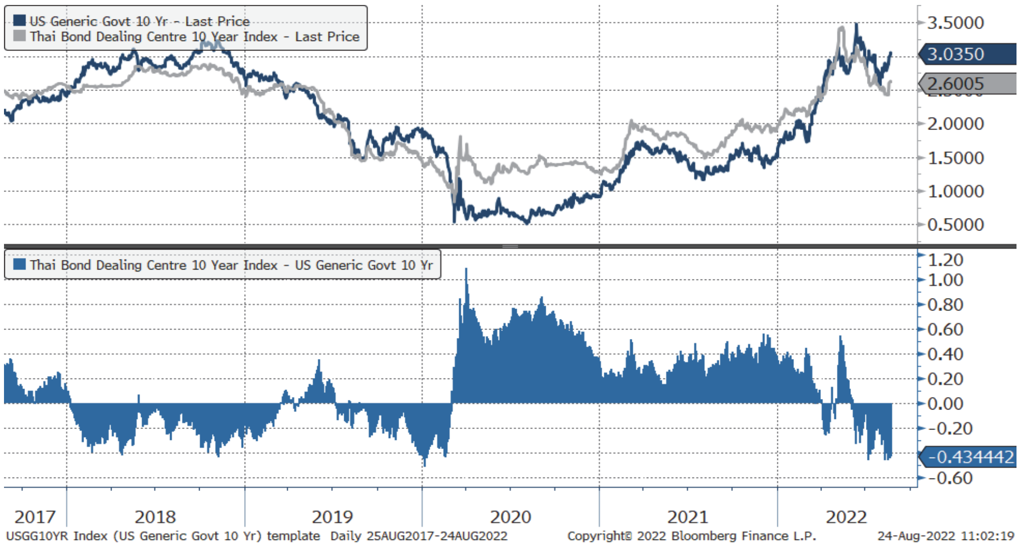
แผนภาพที่ 9: เส้นผลตอบแทนพันธบัตรของไทย



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

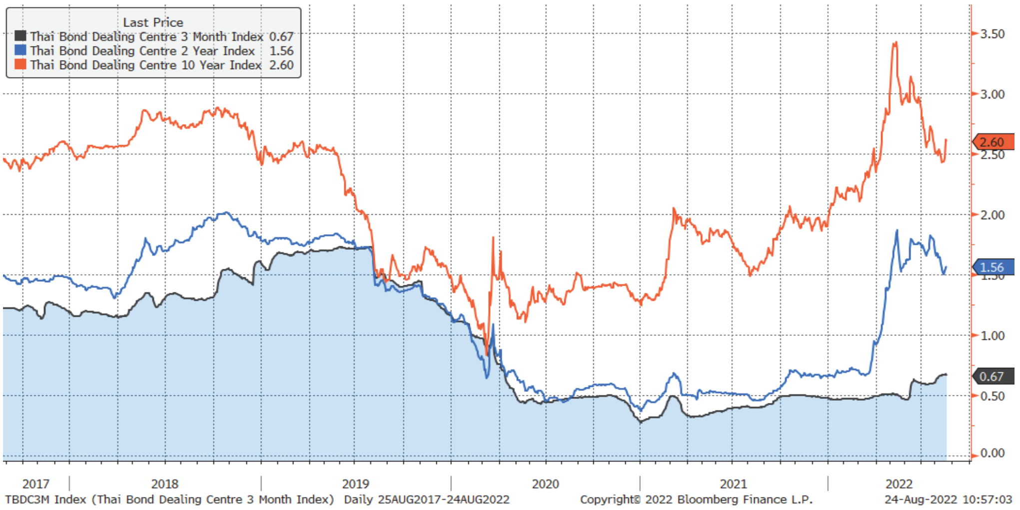
ส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนพันธบัตรไทยและสหรัฐฯ ลดลงมาอยู่ที่ระดับ -43bps ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ต้นปี 2020

แผนภาพที่ 10: ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของไทย ปรับตัวลดลงตามสหรัฐฯ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 11: ผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นปรับตัวขึ้นตามการขึ้นดอกเบี้ยของธปท. ในขณะที่ผลตอบแทนพันธบัตรอายุตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไปปรับตัวลดลง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวของไทยอาจปรับตัวขึ้นในระยะสั้น

Bond yield สหรัฐฯ ปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็วตั้งแต่ต้นปี ทำจุดสูงสุดที่ราว 3.4% ในช่วงกลางเดือน มิ.ย. ก่อนจะปรับลดลงมาอยู่ที่ราว 3% ในปัจจุบัน แต่การส่งสัญญาณนโยบายการเงินที่เข้มงวดของ Fed ประกอบกับส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนพันธบัตรไทยและสหรัฐฯ ที่แคบเกินไปน่าจะทำให้ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวของไทยกลับมาเพิ่มขึ้นในระยะสั้น

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เรามองว่าราคาทองคำอาจถูกกดดันจากท่าทีที่เข้มงวดของ Fed ในระยะสั้น อย่างไรก็ดีเรายังคงแนะนำให้สะสมทองคำในพอร์ตการลงทุน เนื่องจากทองคำมักให้ผลตอบแทนปรับด้วยความเสี่ยง (Risk-adjusted returns) ที่สูงในช่วง 6 เดือนก่อนเกิด Recession สำหรับราคาน้ำมัน เราเชื่อว่าราคาน้ำมันดิบ (WTI) ปรับลงมาอยู่ในจุดที่ค่อนข้างต่ำเกินไป จากแรงขายจากนักเก็งกำไร (Speculative demand) มากกว่าจะสะท้อนภาพความตึงตัวระหว่างสมดุลอุปสงค์ – อุปทานในตลาดสินค้าจริง (Physical market) จึงมองว่ามีโอกาสที่ราคาน้ำมันดิบจะกลับไปอยู่ที่ระดับประมาณ 100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงหลังของปี

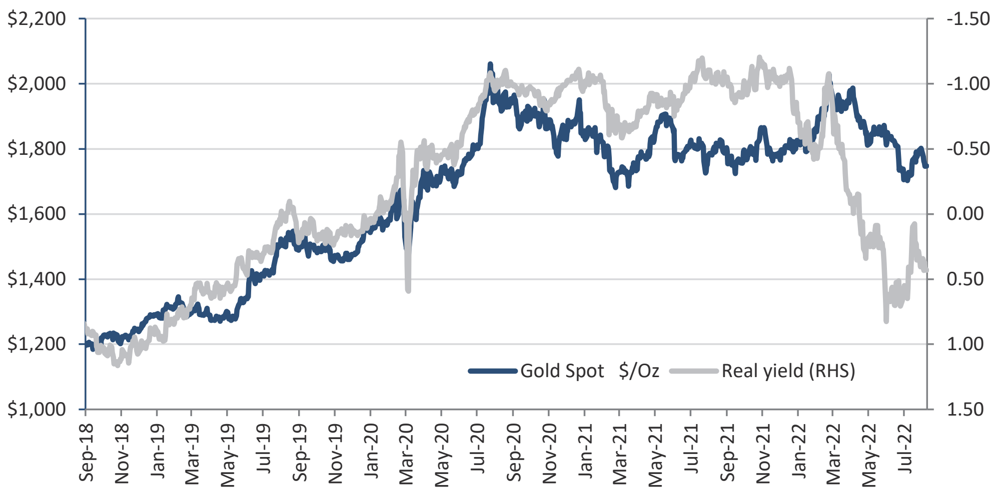
ราคาทองคำ

ราคาทองคำอาจถูกกดดันจากท่าทีที่เข้มงวดของ Fed ในระยะสั้น

ราคาทองคำในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา เคลื่อนไหวอยู่ในกรอบราว 1,700-1,800 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ โดยปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 1,800 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ หลังประธาน Fed ส่งสัญญาณไปในทิศทางที่ผ่อนคลายลงในการประชุม Fed เดือน ก.ค. สะท้อนให้เห็นในอัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (Real yield) ที่ลดลงเข้าใกล้ 0% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา และเป็นปัจจัยหนุนราคาทองคำ

อย่างไรก็ดี ราคาทองคำปรับลดลงมาอยู่ราว 1,750 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ หลังสมาชิก Fed ท่านอื่นๆ ออกมาสนับสนุนแผนการขึ้นดอกเบี้ยตามเดิม ซึ่งในระยะข้างหน้า เรามองว่า Fed น่าจะยังพยายามส่งสัญญาณถึงนโยบายที่เข้มงวดเพื่อสกัดคาดการณ์เงินเฟ้อ และทำให้ Real yield อยู่ในแดนบวก ซึ่งอาจกดดันให้ราคาทองคำเคลื่อนไหวในกรอบแคบในระยะสั้น

แผนภาพที่ 12: ราคาทองคำปรับเพิ่มขึ้น หลังประธาน Fed ส่งสัญญาณไปในทิศทางที่ผ่อนคลายลง



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

ทองคำให้ผลตอบแทนปรับด้วยความเสี่ยงที่สูง ในช่วง 6 เดือนก่อนเกิด Recession

ในภาวะปัจจุบันซึ่งผลตอบแทนจากการลงทุนมีความไม่แน่นอน เศรษฐกิจมีความเป็นไปได้สูงที่จะเข้าสู่ภาวะ Recession การลงทุนในสินทรัพย์เพียงประเภทเดียวอาจทำให้ความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับภาวะปกติ

จากการศึกษาผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง (Risk-adjusted returns) ของหุ้น (S&P500) และทองคำในช่วง 6 เดือน ก่อนเศรษฐกิจเข้าสู่ Recession พบว่าทองคำให้ผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงที่สูง ซึ่งคำนวนโดยใช้ค่า Sharpe ratio หรือผลตอบแทนของสินทรัพย์ ลบกับอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk-free rate) แล้วหารด้วยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทน หรืออธิบายอีกอย่าง คือ ผลตอบแทนต่อ 1 หน่วยความเสี่ยง ยิ่ง Sharpe ratio มีค่าสูง แสดงว่าสินทรัพย์นั้นให้ผลตอบแทนที่สูงเมื่อเทียบกับความเสี่ยงที่เท่ากัน

ในช่วง 6 เดือน ก่อนเศรษฐกิจเข้าสู่ Recession ทองคำมีค่า Sharpe ratio เฉลี่ยที่ 0.32 สูงกว่าหุ้นที่ติดลบ -0.60 โดยทองคำยังสามารถให้ผลตอบแทนเป็นบวกได้ถึง 4 ใน 6 ครั้งก่อนเกิด Recession ย้อนหลังไปตั้งแต่ปี 1980 เฉลี่ยให้ผลตอบแทนสูงถึง 10% ต่อปี ขณะที่หุ้นให้ผลตอบแทนติดลบ 4 ใน 6 ครั้ง เฉลี่ย -3% ต่อปี แต่ทั้งคู่กลับมีค่าความเสี่ยงที่ใกล้เคียงกันที่ราว 15-20% ทำให้ค่า Sharpe ratio ของทองคำสูงกว่าหุ้น หรืออีกนัยหนึ่ง ทองคำมักจะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าหุ้นที่ความเสี่ยงเท่ากันในช่วงก่อนเกิด Recession ทำให้เรายังคงแนะนำให้สะสมทองคำในพอร์ตการลงทุน

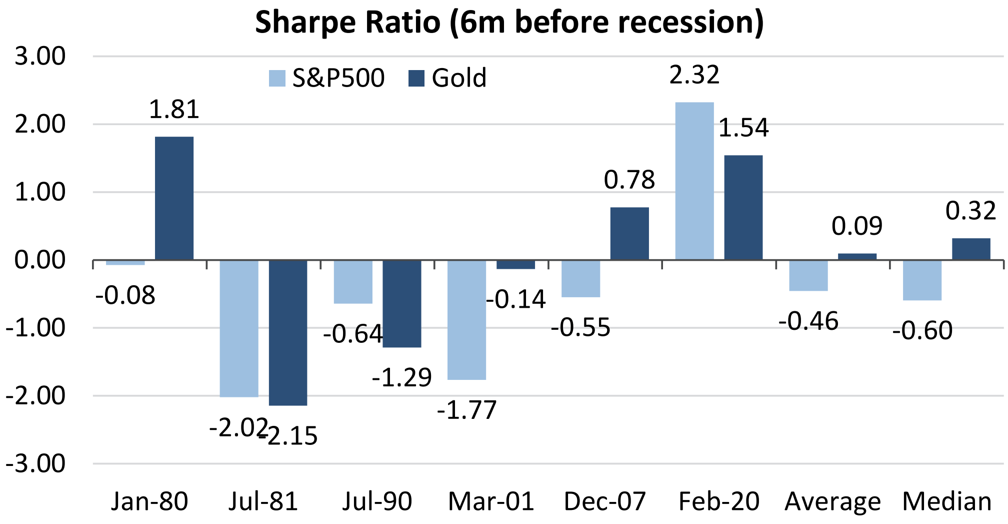
แผนภาพที่ 13: ทองคำให้ผลตอบแทนปรับด้วยความเสี่ยงที่สูง ในช่วง 6 เดือนก่อนเกิด Recession

Gold risk-adjusted returns (6 months before recession)

Recession start date	Risk-free rate	Annualized Mean return	Annualized SD	Sharpe ratio
Jan-80	12.8%	66.3%	29.5%	1.81
Jul-81	17.2%	-38.6%	26.0%	-2.15
Jul-90	8.2%	-9.8%	14.0%	-1.29
Mar-01	6.0%	4.1%	14.1%	-0.14
Dec-07	4.8%	22.2%	22.5%	0.78
Feb-20	1.7%	21.2%	12.7%	1.54
Average		10.9%	19.8%	0.09
Median		12.7%	18.3%	0.32

S&P500 risk-adjusted returns (6 months before recession)

Recession start date	Risk-free rate	Annualized Mean return	Annualized SD	Sharpe ratio
Jan-80	12.8%	11.9%	11.9%	-0.08
Jul-81	17.2%	-8.7%	12.8%	-2.02
Jul-90	8.2%	-0.1%	12.9%	-0.64
Mar-01	6.0%	-32.3%	21.7%	-1.77
Dec-07	4.8%	-5.7%	19.1%	-0.55
Feb-20	1.7%	29.8%	12.1%	2.32
Average		-0.8%	15.1%	-0.46
Median		-2.9%	12.8%	-0.60



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

น้ำมัน

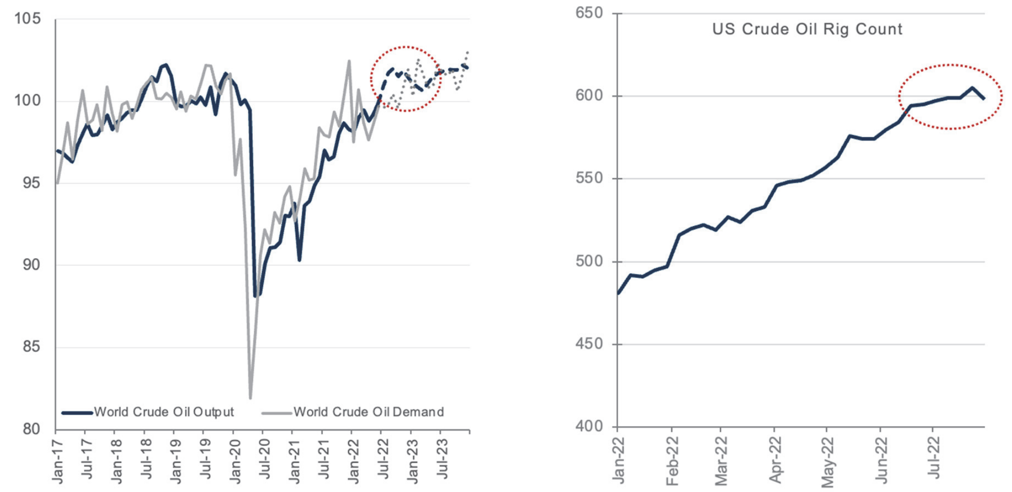
เราเชื่อว่าราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) ปรับลงมาอยู่ในจุดที่ค่อนข้างต่ำเกินไปตามแรงขายของนักเก็งกำไร (Speculative demand) ในขณะที่สมดุลอุปสงค์ – อุปทานในตลาดสินค้าจริง (Physical market) ยังคงตึงตัว จึงมองว่ามีโอกาสที่ราคาน้ำมันดิบจะกลับไปอยู่ที่ระดับประมาณ 100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงที่เหลือของปี

ตลาดกำลังตั้งความคาดหวังให้กำลังผลิตน้ำมันดิบโลกเพิ่มสูงขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2022

ตัวเลขประมาณการปริมาณการผลิตน้ำมันดิบทั่วโลกล่าสุดในเดือน ก.ค. ที่ผ่านมาอยู่ในระดับประมาณ 100.5 – 101 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งถือเป็นระดับสูงสุดนับตั้งแต่เกิดวิกฤติโควิด-19 และจากคาดการณ์ของ US Energy Information Administration (EIA) ในรายงานเดือน ก.ค. กำลังมองว่าปริมาณการผลิตน้ำมันโลกจะเพิ่มขึ้นไปอยู่ในระดับประมาณ 101.5 – 102 ล้านบาร์เรลต่อวันได้อย่างสม่ำเสมอในช่วงที่เหลือของปี

อย่างไรก็ดี เรามองว่าตัวเลขคาดการณ์อุปทานน้ำมันที่จะอยู่ในระดับสูงกว่าปัจจุบันได้อย่างสม่ำเสมอในช่วงเวลาที่เหลือของปีค่อนข้างเป็นมุมมองในเชิงบวกมากเกินไป จากเหตุผลหลัก 2 ประการ ประกอบด้วยแรงจูงใจของผู้ผลิตต่อการเร่งกำลังผลิตที่มีน้อยลงตามราคาที่ปรับตัวลงมาแล้วค่อนข้างมาก และกำลังการผลิตส่วนเกินของผู้ผลิตหลายรายที่อยู่ในระดับต่ำ โดยหากดูจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันในสหรัฐฯ ในช่วงประมาณ 2 เดือนที่ผ่านมาซึ่งเกิดการปรับตัวลงของราคาน้ำมันดิบ จะเห็นได้ว่าจำนวนแท่นขุดเจาะคงที่อยู่ที่ระดับประมาณ 600 แท่น จากแรงจูงใจการลงทุนขยายกำลังผลิตที่ลดลง กำลังการผลิตจริงในช่วงหลังจากนี้จึงอาจไม่สามารถเพิ่มขึ้นได้ตามเป้าที่นักวิเคราะห์คาดไว้

แผนภาพที่ 14: ตลาดคาดการณ์กำลังการผลิตน้ำมันโลกในครึ่งปีหลัง 2022 จะเพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันในสหรัฐฯ หยุดขยายตัว

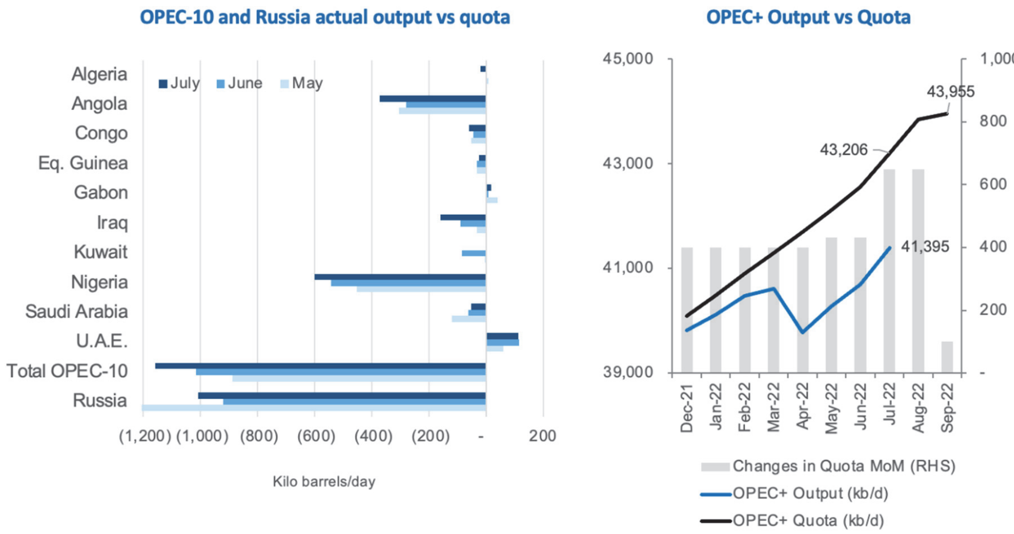


ที่มา: Bloomberg, EIA, Baker Hughes, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

กลุ่มผู้ผลิต OPEC+ อาจชะลอ หรือหยุดการเพิ่มโควตาการผลิตในช่วงที่เหลือของปี

การประชุม OPEC+ ครั้งล่าสุดเมื่อต้นเดือน ส.ค. เพื่อกำหนดเป้าหมายหรือโควตาการผลิตของกลุ่มประเทศสมาชิกในเดือน ก.ย. แม้จะมีความพยายามจากนาย Joe Biden ประธานาธิบดีสหรัฐฯ ในการไปเยี่ยมเยือนซาอุดีอาระเบียเพื่อกระตุ้นให้ทางผู้ผลิตรายใหญ่เร่งกำลังการผลิตให้สูงขึ้นในช่วงก่อนการประชุม แต่ทางกลุ่ม OPEC+ กลับประกาศเพิ่มโควตาการผลิตน้ำมันดิบในเดือน ก.ย. ขึ้นเพียง 1 แสนบาร์เรลต่อวันเท่านั้น นับเป็นการเพิ่มโควตาที่น้อยที่สุดในปี จากที่ผ่านมามีการปรับเพิ่มโควตาการผลิตให้สูงขึ้นมากกว่าเดือนละ 4 – 6 แสนบาร์เรลต่อวัน และในที่ประชุมยังมีการกล่าวถึงกำลังการผลิตส่วนเกิน (Spare capacity) ที่อยู่ในระดับต่ำมาก และกำลังการผลิตส่วนเกินนี้จะไม่ถูกใช้ หากโลกไม่ได้ประสบปัญหาขาดแคลนพลังงานฉุกเฉิน เป็นการส่งสัญญาณว่าในช่วงเวลาที่เหลือของปีอาจไม่มีการเพิ่มโควตาการผลิตของกลุ่มสมาชิกอีก สอดคล้องกับกำลังการผลิตจริงที่อยู่ต่ำกว่าเป้า และไม่สามารถเร่งการผลิตตามการเติบโตของโควตาได้ทันในช่วงเวลาที่ผ่านมา เราจึงมองว่ามีความเสี่ยงของอุปทานน้ำมันจากฝั่งผู้ผลิตรายใหญ่ที่อาจไม่เติบโตหรือกระทั่งลดลงจากระดับปัจจุบันได้

แผนภาพที่ 15: กลุ่ม OPEC+ มีกำลังการผลิตจริงต่ำกว่าโควตาประมาณ 2 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน ก.ค. โดยมีที่มาส่วนมากจากรัสเซียจากปัญหาการถูกคว่ำบาตรโดยชาติตะวันตก และไนจีเรียกับแองโกลาซึ่งมีปัญหาความไม่สงบทางการเมืองภายในประเทศ

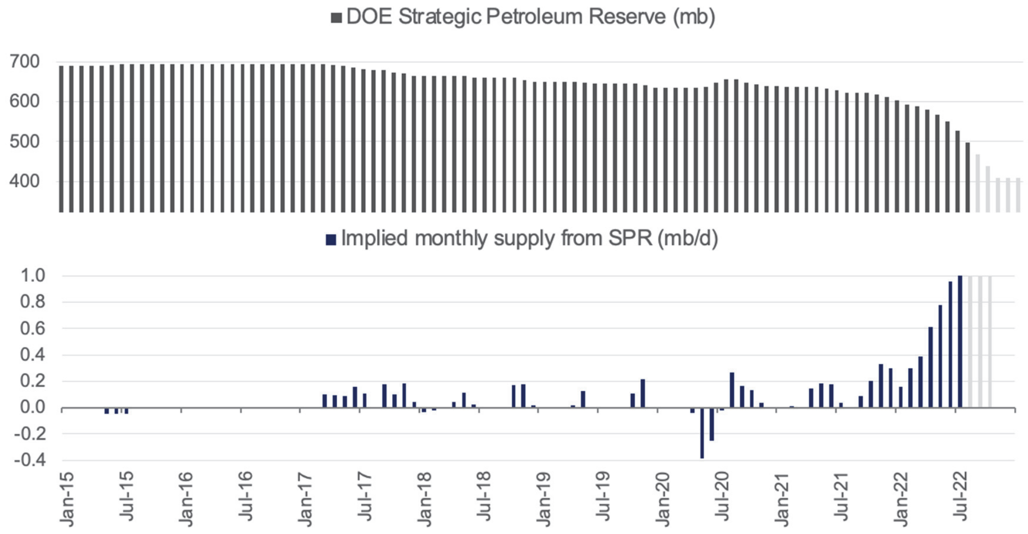


ที่มา: Bloomberg, OPEC, Rystad Energy, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

คลังสำรองน้ำมันเชิงยุทธศาสตร์ (US SPR) ของสหรัฐฯ จะหยุดการระบายน้ำมันออกจากคลังในไตรมาสสุดท้ายของปี ลดอุปทานน้ำมันลง -1 ล้านบาร์เรลต่อวัน

คลังสำรองน้ำมันเชิงยุทธศาสตร์ของประเทศสหรัฐฯ หรือ US Strategic Petroleum Reserves ซึ่งอยู่ภายใต้การดูแลของกระทรวงพลังงาน เป็นคลังสำรองน้ำมันดิบของทางภาครัฐฯ ที่มีจุดประสงค์เพื่อบรรเทาปัญหาขาดแคลนพลังงานฉุกเฉินจากสถานการณ์ไม่คาดคิด เช่นเหตุการณ์ความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ หรือภัยพิบัติทางธรรมชาติ ที่สร้างความขัดข้องขึ้นในห่วงโซ่อุปทานการผลิตน้ำมัน โดยในช่วงประมาณ 2 ปีที่ผ่านมาทาง SPR ได้ปล่อยน้ำมันออกมาจากคลังเพื่อช่วยแก้ปัญหาการผลิตไม่เพียงพออย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะตั้งแต่เดือน พ.ค. 2022 เป็นต้นมา ที่ทางรัฐบาลสหรัฐฯ ได้ใช้มาตรการระบายน้ำมันจาก SPR สูงถึงประมาณวันละ 1 ล้านบาร์เรลเพื่อทดแทนอุปทานน้ำมันที่ถูกรบกวนจากสงครามระหว่างรัสเซีย – ยูเครน เป็นการกดดันราคาน้ำมันดิบไม่ให้มีราคาสูงจนเกินไป จนปริมาณน้ำมันดิบในคลังสำรองที่มีประมาณ 600 ล้านบาร์เรลเมื่อต้นปี ลดลงมาอยู่ต่ำกว่า 500 ล้านบาร์เรลในปัจจุบัน นับเป็นระดับน้ำมันคงคลัง SPR ที่ต่ำที่สุดนับตั้งแต่ปี 1986 และคาดจะยังลดลงต่อเนื่องจนไปอยู่ที่ประมาณ 400 ล้านบาร์เรลเมื่อนโยบายการระบายน้ำมัน 1 ล้านบาร์เรลต่อวันนี้สิ้นสุดลงตามกำหนดการในเดือน ต.ค. ที่จะถึง ส่งผลให้อุปทานน้ำมันดิบที่มาจากการช่วยเหลือของรัฐบาลสหรัฐฯ จะหมดไปในไตรมาสสุดท้ายของปี และคาดจะยังไม่มีนโยบายช่วยเหลือพิเศษออกมาอีกในระยะหนึ่ง จากระดับน้ำมันในคลังสำรอง SPR ที่อยู่ในระดับต่ำมากเมื่อเทียบกับอดีต

แผนภาพที่ 16: คลังสำรองน้ำมันเชิงยุทธศาสตร์ (Strategic Petroleum Reserve: SPR) จะหยุดมาตรการระบายน้ำมันดิบสู่ตลาดเพื่อช่วยเหลือฝั่งอุปทานลงหลังเดือน ต.ค. นี้ ที่ระดับน้ำมันคงคลังคาดจะเหลืออยู่ประมาณ 400 ล้านบาร์เรล ส่งผลให้อุปทานน้ำมันจะหายไปประมาณ -1 ล้านบาร์เรลต่อวันในไตรมาสที่ 4

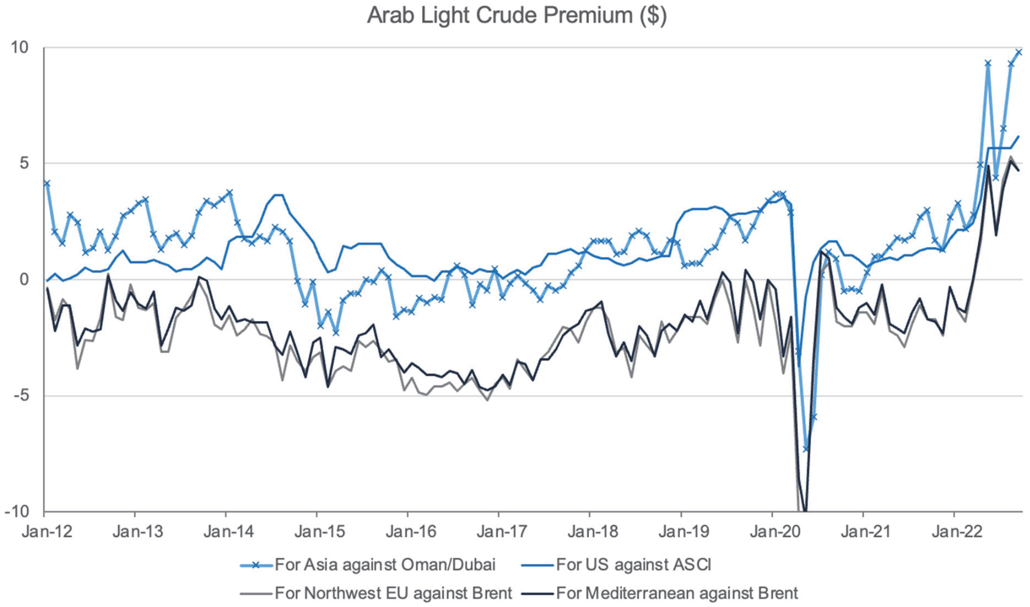


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อุปทานยังคงตึงตัว

ตลาดน้ำมันจริง (Physical oil market) ยังมีความตึงตัวอยู่ค่อนข้างมาก โดยหนึ่งในดัชนีชี้วัดถึงสถานการณ์ตึงตัวนี้คืออำนาจการต่อรองของผู้ผลิต (Bargaining power of suppliers) ที่สะท้อนผ่านการกำหนดราคาขายน้ำมันดิบของผู้ส่งออกรายใหญ่อย่างซาอุดีอาระเบีย โดยปรกติแล้ว ซาอุดีอาระเบียจะกำหนดราคาน้ำมันดิบสำหรับส่งออกเป็นส่วนต่างอ้างอิงกับดัชนีราคาน้ำมันดิบในภูมิภาคต่าง ๆ โดยเมื่ออุปทานน้ำมันมีมาก ส่วนต่างนี้มักจะอยู่ในระดับต่ำหรือติดลบ (Discount) เพื่อเพิ่มแรงจูงใจของผู้ซื้อ ในทางกลับกัน เมื่ออุปทานน้ำมันมีอยู่จำกัด ผู้ขายจะสามารถเรียกส่วนต่างที่เป็นบวก (Premium) ในระดับที่ค่อนข้างสูงได้ จากอำนาจการต่อรองที่เพิ่มมากขึ้น โดยในปัจจุบัน ซาอุดีอาระเบียกำหนดส่วนต่างราคาสำหรับผู้ซื้อในทวีปเอเชียสำหรับการส่งมอบในเดือน ก.ย. สูงถึง +9.80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลเมื่อเทียบกับดัชนีอ้างอิงราคาน้ำมันดิบ Dubai/Oman และสำหรับผู้ซื้อในทวีปอเมริกาที่ +6.15 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลเมื่อเทียบกับดัชนีอ้างอิงราคาน้ำมันดิบ ASCI ซึ่งนับเป็นระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์สำหรับทั้งสองภูมิภาค

แผนภาพที่ 17: ส่วนต่างของราคาน้ำมันดิบ (Premium) เมื่อเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ ที่ผู้ส่งออกอย่างซาอุดีอาระเบียเรียกจากผู้ซื้อในภูมิภาคต่าง ๆ สำหรับการส่งมอบในเดือน ก.ย. 2022 อยู่ในระดับสูงสุด หรือยังใกล้เคียงระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์

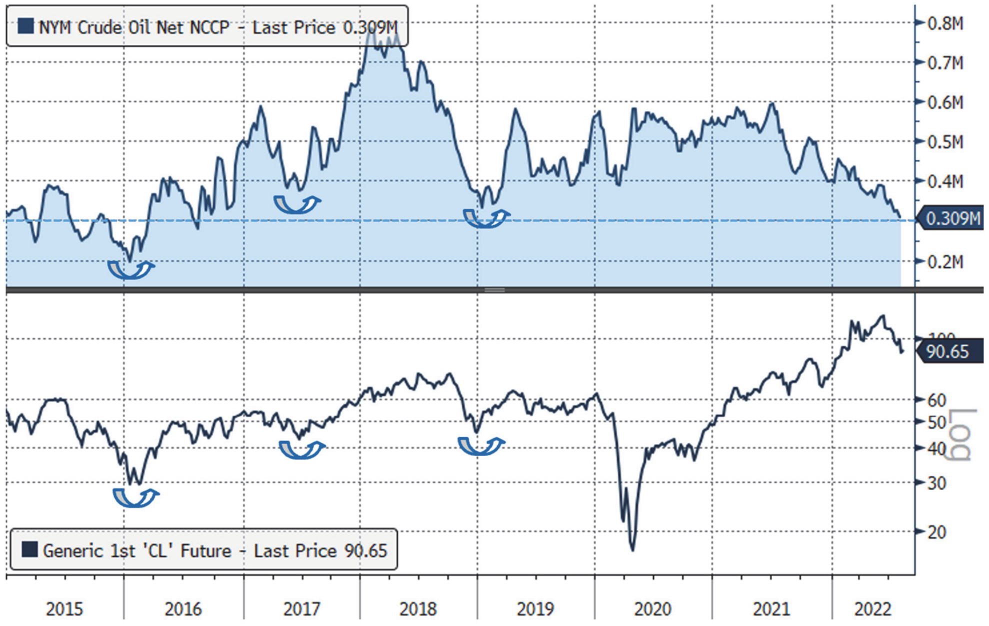


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แรงขายของนักเก็งกำไร (Speculative demand) น่าจะเริ่มแผ่วลง

อย่างไรก็ดี ในฝั่งตลาดการเงิน (Financial market/ Paper market) นักเก็งกำไรมีการขายสัญญาน้ำมันดิบล่วงหน้าเป็นจำนวนมาก จากความกังวลต่อภาวะเศรษฐกิจถดถอย และการลดความเสี่ยงของนักเก็งกำไรลงจากความผันผวนของราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับสูงท่ามกลางบรรยากาศตึงเครียดจากความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ จนทำให้ในตลาด NYMEX มีจำนวนสัญญาสุทธิในฝั่งขาซื้อ (Net long) ลดลงจนมาอยู่ในจุดต่ำสุดในรอบ 6 ปี ซึ่งการลดลงของสถานะการเก็งกำไรดังกล่าวอาจชี้ว่าแรงขายจากนักเก็งกำไรจะเริ่มแผ่วลงหลังจากนี้

แผนภาพที่ 18: สัญญาซื้อขายน้ำมันดิบล่วงหน้าในตลาด NYMEX มีจำนวนสัญญาสุทธิในฝั่งขาซื้อ (Net long) ลดลงจนมาอยู่ในจุดต่ำสุดในรอบประมาณ 6 ปี และเป็นจุดที่มักเกิดการกลับตัวของราคาขึ้นในอดีต หลังแรงขายที่มาจากความต้องการเก็งกำไรลดน้อยลง



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

GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ไตรมาส 2 เข้าสู่ภาวะ Technical Recession ขณะที่โมเมนตัมเศรษฐกิจมีแนวโน้มอ่อนแอลงต่อเนื่องในไตรมาส 3 สะท้อนผ่านดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นภาคธุรกิจอย่าง PMI และความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่อยู่ในระดับต่ำ ประกอบกับกิจกรรมในตลาดบ้านที่ชะลอลงอย่างมาก อย่างไรก็ดี เรามองเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังห่างไกลภาวะ Recession อย่างเป็นทางการ เนื่องจากยังมีตัวเลขเศรษฐกิจบางตัวโดยเฉพาะในตลาดแรงงานที่ยังแข็งแกร่ง ด้านเงินเฟ้อชะลอลงในเดือน ก.ค. แต่ยังคงสูงกว่าเป้า 2% ของ Fed อย่างมาก อีกทั้ง ตลาดแรงงานที่ยังตึงตัวและหมวดค่าเช่าในตระกร้าเงินเฟ้อที่ยังมีแนวโน้มเร่งตัว ทำให้เงินเฟ้อคงไม่ชะลอลงกลับเข้าสู่เป้าได้เร็ว ดังนั้น Fed จะยังคงเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ย โดยเราคาดจะปรับขึ้นอีกอย่างน้อย 125bps สู่ระดับ Terminal rate ที่ 3.50-3.75%

- เศรษฐกิจยูโรโซนยังเผชิญความไม่แน่นอนด้านพลังงานและประเด็นทางการเมือง โดยการส่งออกก๊าซจากรัสเซียที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้เศรษฐกิจของกลุ่มอาจเข้าสู่ภาวะ Recession ได้ หากมีพลังงานไม่เพียงพอจนนำไปสู่การจำกัดปริมาณการใช้กับภาคการผลิต ด้าน EU ล่าสุดจึงได้ออกแผน Gas Demand Reduction ขอความร่วมมือให้ประเทศสมาชิกลดการบริโภคก๊าซลง 15% เพิ่มเติมจากกำหนดเป้าก๊าซในคลังที่ระดับ 80% ภายในวันที่ 1 พ.ย. นอกจากนี้ ยังมีประเด็นการเมืองเข้ามา หลังอิตาลีมีการยุบสภานำไปสู่การเลือกตั้งใหม่ในวันที่ 25 ก.ย.นี้ โดยผลสำรวจชี้ว่าพรรคร่วมจากฝ่ายขวานำโดย Brothers of Italy (FdI) จะได้รับเสียงสูงสุด แต่ด้วยท่าทีไม่ชอบนโยบาย EU อาจทำให้ความสัมพันธ์กับ EU ไม่ราบรื่นนัก โดยเฉพาะด้านการคลัง

- เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มจะถูกกดดันจากสถานการณ์ COVID-19 ในประเทศที่กลับมารุนแรง ขณะที่ภาคการผลิตและการส่งออกจะยังได้รับผลกระทบจากภาวะขาดแคลนวัตถุดิบและอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว อย่างไรก็ตาม ข้อมูลที่มีความถี่สูง (High-frequency data) ชี้ว่าผลกระทบต่อเศรษฐกิจของการระบาดในระลอกนี้มีน้อยกว่าระลอกก่อนหน้า ส่วนหนึ่งเป็นผลของการที่รัฐบาลไม่ได้ประกาศสถานการณ์ฉุกเฉิน ด้าน BoJ มีการปรับเพิ่มประมาณการเงินเฟ้อปีนี้และปีหน้า แต่ยังต่ำกว่าเป้าหมายระยะกลาง ทำให้เราคาดว่า BoJ จะมีจุดยืนทางนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายไปตลอดทั้งวาระของนาย Haruhiko Kuroda หรือจนกระทั่ง เม.ย. 2023 เป็นอย่างน้อย ตามปัจจัยเศรษฐกิจที่ยังคงอ่อนแอและเงินเฟ้อ (ที่ไม่รวมราคาอาหารสด) ที่คาดว่าจะเร่งตัวขึ้นมาอยู่ที่เป้าหมาย 2% เพียงชั่วคราว รวมถึงค่าจ้างที่ยังไม่ได้เติบโตมากนัก

- เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มที่จะยังคงถูกกดดันจากนโยบาย Zero-COVID ที่ทำให้มีการ Lockdown เป็นระยะๆ ทั้งนี้ในการประชุม Politburo ทางการจีนยังพยายามกระตุ้นให้มณฑลต่างๆทำเต็มที่เพื่อให้เศรษฐกิจเติบโตได้ดีกว่าในครึ่งปีแรกและมีแนวทางในการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นเพิ่มเติมรวมถึงเน้นย้ำความสำคัญของของการสร้างเสถียรภาพในภาคอสังหาฯ ที่ยังคงเปราะบางและลากยาว รวมถึงทวีความรุนแรงมากขึ้นหลังผู้ซื้อบ้านบางรายปฏิเสธการจ่ายค่าผ่อนบ้าน ส่งผลให้ธนาคารกลางจีน (PBoC) ประกาศลดอัตราดอกเบี้ยโครงการเงินกู้ระยะกลาง (MLF) ระยะ 1 ปีลง 10bps เป็น 2.75% และอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร (Reverse Repo) ระยะ 7 วันลง 10bps เป็น 2.0%

- เศรษฐกิจไตรมาส 2 ของไทยขยายตัวต่อเนื่อง โดยหลักจากการเร่งตัวขึ้นของการบริโภคภาคเอกชนและภาคการท่องเที่ยว โดยในระยะข้างหน้า แม้เราจะมองว่าเงินเฟ้อจะผ่านจุดสูงสุดในไตรมาส 3 ปีนี้ แต่ยังมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับสูงในระยะข้างหน้าจากปัจจัยหนุนหลายประการ อาทิ ราคาอาหารสดและอาหารสำเร็จรูปที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ราคาพลังงานที่ยังทรงตัวในระดับสูง และแรงหนุนเงินเฟ้อของฝั่งอุปสงค์ที่เริ่มเพิ่มขึ้นตามตลาดแรงงานที่ปรับตัวดีขึ้น ดังนั้น เราคาดว่า ธปท. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีกครั้งละ 25bps ในการประชุมอีก 2 ครั้งที่เหลือของปี ทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นปีจะอยู่ที่ระดับ 1.25% (vs. 0.50% ในปัจจุบัน) โดย ธปท. จะปรับนโยบายการเงินให้กลับมาสู่ระดับปกติอย่างค่อยเป็นค่อยไป (gradual normalization) ในขณะที่เราให้น้ำหนักการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปีหน้าที่ 75bps เช่นเดียวกันกับในปีนี้

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

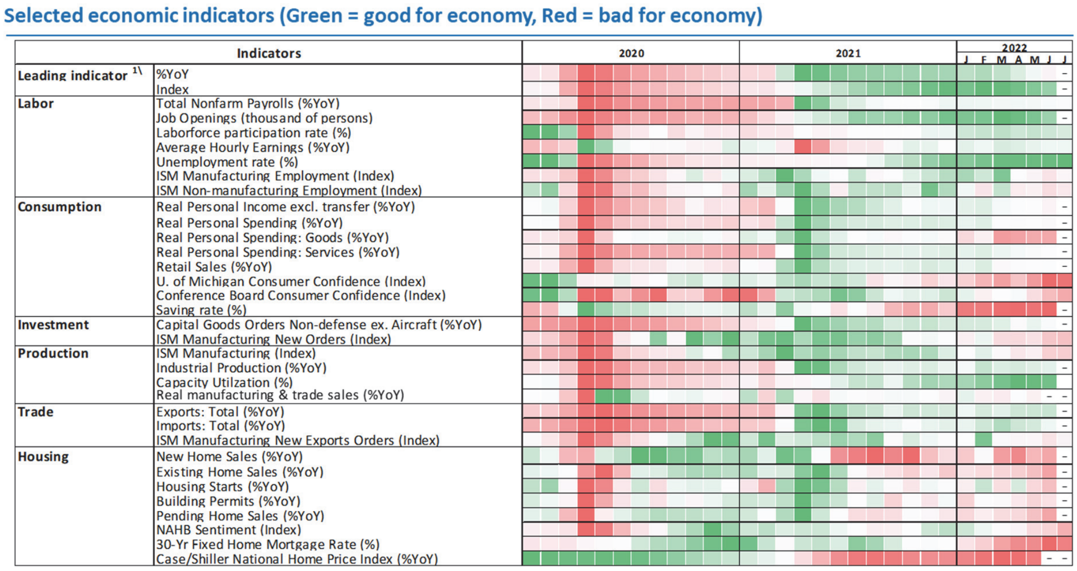
เศรษฐกิจสหรัฐฯ ไตรมาส 2 หดตัว -0.9% QoQ, saar ต่อเนื่องจาก -1.6% ไตรมาสก่อน เข้าสู่ภาวะ Technical Recession ขณะที่โมเมนตัมเศรษฐกิจอ่อนแอลงต่อเนื่องในไตรมาส 3 สะท้อนผ่านดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นภาคธุรกิจอย่าง PMI และความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่อยู่ในระดับต่ำ ประกอบกับกิจกรรมในตลาดบ้านที่ชะลอลงอย่างมาก อย่างไรก็ดี เรามองเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังห่างไกลภาวะ Recession อย่างเป็นทางการ เนื่องจากยังมีตัวเลขเศรษฐกิจบางตัวโดยเฉพาะในตลาดแรงงานที่ยังแข็งแกร่ง ด้านเงินเฟ้อชะลอลงในเดือน ก.ค. แต่ยังคงสูงกว่าเป้า 2% ของ Fed อย่างมาก อีกทั้ง ตลาดแรงงานที่ยังตึงตัวและหมวดค่าเช่าในตะกร้าเงินเฟ้อที่ยังมีแนวโน้มเร่งตัว ทำให้เงินเฟ้อคงไม่ชะลอลงกลับเข้าสู่เป้าได้เร็ว ดังนั้น Fed จะยังคงเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ย โดยเราคาดจะปรับขึ้นอีกอย่างน้อย 125bps สู่ระดับ Terminal rate ที่ 3.50-3.75%

โมเมนตัมเศรษฐกิจอ่อนแอลงต่อในไตรมาส 3 แต่ยังห่างไกล Recession

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ไตรมาส 2 หดตัว -0.9% QoQ, saar ต่อเนื่องจาก -1.6% ไตรมาสก่อน เข้าสู่ภาวะ Technical Recession ขณะที่โมเมนตัมเศรษฐกิจอ่อนแอลงต่อเนื่องในไตรมาส 3 สะท้อนผ่านดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นภาคธุรกิจอย่าง PMI และความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่อยู่ในระดับต่ำ ประกอบกับกิจกรรมในตลาดบ้านที่ชะลอลงอย่างมาก อย่างไรก็ดี เรามองเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังห่างไกลภาวะ Recession เต็มรูปแบบตามการประเมินของ NBER ที่ระบุกิจกรรมเศรษฐกิจจะต้องชะลอลงรุนแรงและเป็นวงกว้าง 2-3 เดือนขึ้นไป

โดยภาพรวมกิจกรรมเศรษฐกิจ (แผนภาพที่ 19) ขณะนี้ค่อนข้างผสมผสาน โดยมีทั้งส่วนที่ยังแข็งแกร่งอยู่อาทิ การจ้างงาน การค้าระหว่างประเทศ และผลผลิตภาคอุตสาหกรรม และส่วนที่อ่อนแอลงมากซึ่งโดยหลักเป็นผลจากเงินเฟ้อที่สูงกดดันความเชื่อมั่นผู้บริโภคและภาคธุรกิจ รวมถึงตลาดบ้านที่ได้รับผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ซึ่งภาพรวมเศรษฐกิจที่ยังผสมผสานนี้ ทำให้เรามองเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังไม่ได้เข้า Recession

แผนภาพที่ 19: กิจกรรมเศรษฐกิจมีทั้งส่วนที่อ่อนแอลงมาก (สีแดง) และส่วนที่ยังแข็งแกร่ง (สีเขียว) ผสมกันอยู่



Note: 1\ Composed of Average work week, production workers, manufacturing, Jobless claims, new orders for Manufacturers for Consumer Goods and Materials, ISM index of New Orders, New orders for Manufacturers for Nondefense Capital Goods Excluding Aircraft, Build Permits for New Private Housing, S&P500 Stock Index, Leading Credit Index, 10yr Spread Yield Minus the Official Bank Rate, Average Consumer Expectations for Business Conditions.

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

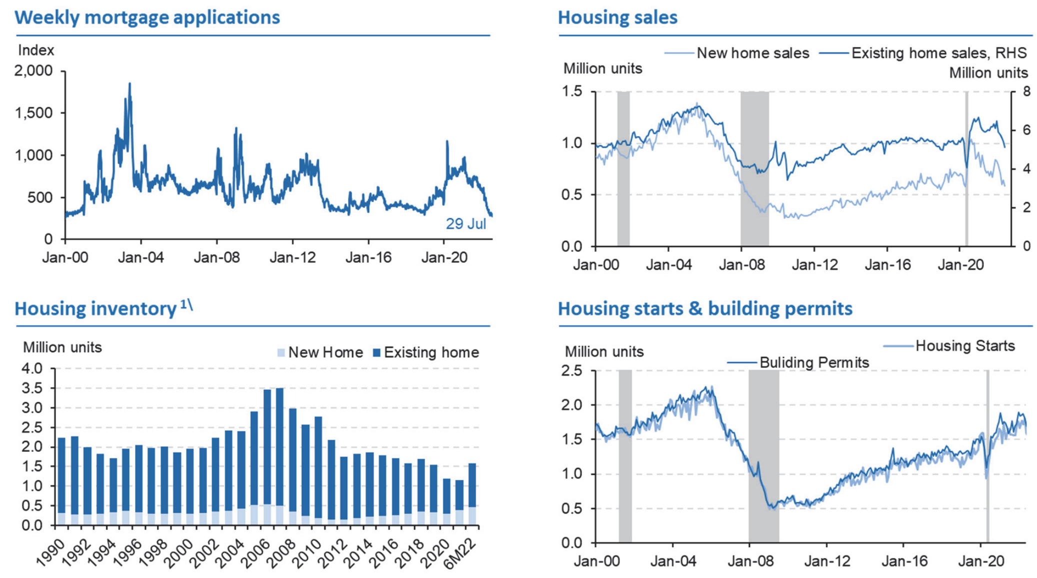
กิจกรรมในตลาดบ้านอ่อนแอลงอย่างมากโดยเฉพาะฝั่งอุปสงค์ที่ได้รับผลกระทบจากการปรับขึ้นของดอกเบี้ย

การดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดอย่างมากของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี พุ่งขึ้นสูงต่อเนื่อง หนุนอัตราดอกเบี้ยบ้าน (Mortgage rate) ที่มักเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกันให้เพิ่มขึ้นตาม โดยดอกเบี้ยบ้าน (30y Fixed Mortgage rate) ปัจจุบันอยู่ที่ราว 5.6% สูงสุดนับตั้งแต่ปี 2009 เพิ่มขึ้นอย่างมากจากช่วงต้นปีที่อยู่ที่ราว 3.3% เท่านั้น ส่งผลให้อุปสงค์บ้านชะลอลงแรง โดยเฉพาะเมื่อดูผ่านยอดขอสินเชื่อ (Mortgage applications) และยอดขายบ้าน (Housing sales) ทั้งมือหนึ่งและมือสองที่ชะลอลงต่อเนื่องต่ำสุดในรอบ 2 ปีในเดือน มิ.ย.

ขณะที่ฝั่งอุปทาน อาทิ ยอดก่อสร้างบ้าน (Housing starts) ซึ่งเป็นส่วนที่นำไปคิดใน GDP ยังไม่ชะลอลงมากนัก แต่แนวโน้มต่อจากนี้ก็ไม่ดีเช่นกัน เนื่องจากอุปสงค์แผ่วลงชัดเจน อีกทั้งปริมาณบ้านในคลัง (Housing inventory) ได้ปรับเพิ่มขึ้นมากด้วย

อย่างไรก็ดี กิจกรรมในตลาดบ้านที่มีแนวโน้มอ่อนแอลงต่อเนื่อง น่าจะเริ่มส่งผ่านไปสู่ราคาบ้านให้ปรับตัวลดลงเช่นกัน ซึ่งจะช่วยลดแรงดันต่อเงินเฟ้อในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 20: กิจกรรมในตลาดบ้านอ่อนแอลงมาก โดยเฉพาะยอดขายและยอดขอสินเชื่อ

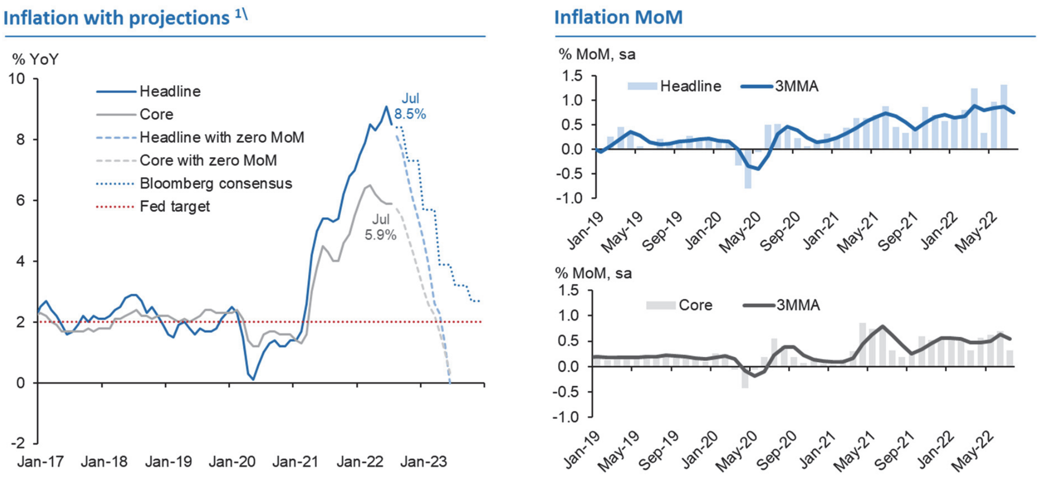


Note: 1\ Homes for sale as of the end of the period. Grey shadows refer to NBER Recession period.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เงินเฟ้อชะลอลงในเดือน ก.ค. แต่ยังสูงกว่าเป้า 2% ของ Fed อย่างมาก ขณะที่ตลาดแรงงานที่ยังตึงตัวและราคาหมวดค่าเช่าในตะกร้าเงินเฟ้อที่ยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ทำให้เงินเฟ้อคงไม่ชะลอลงกลับเข้าสู่เป้าได้เร็ว

เงินเฟ้อเดือน ก.ค. ออกมาชะลอลงมากกว่าที่ตลาดคาดการณ์ โดยอัตราเงินพื้นฐาน (Core CPI) เพิ่มขึ้น 0.3% MoM ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ก.ย. 2021 ชะลอลงจาก 0.7% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 0.5% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานขยายตัว 5.9% YoY เท่ากับเดือนก่อน สวนทางกับที่ตลาดคาดว่าจะเร่งตัวขึ้นเป็น 6.1% ส่วนอัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) ไม่เพิ่มขึ้นจากเดือนก่อน (0.0% MoM) ชะลอลงจาก 1.3% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 0.2% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน อัตราเงินเฟ้อทั่วไปชะลอลงเป็น 8.5% YoY จาก 9.1% เดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 8.7% แต่ยังคงสูงกว่าเป้าของ Fed ที่ 2% อย่างมาก

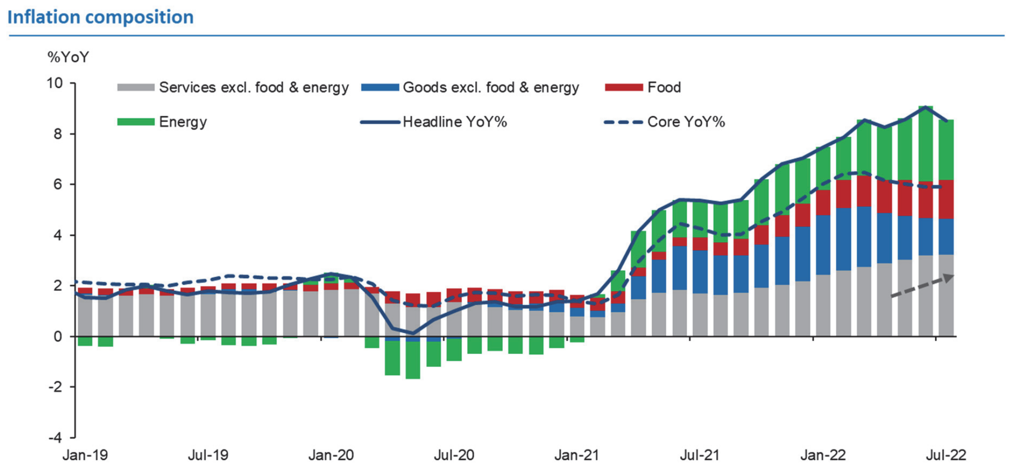
แผนภาพที่ 21: เงินเฟ้อทั้ง Core และ Headline ชะลอตัวลงในเดือน ก.ค. แต่ยังอยู่ในระดับสูงกว่าเป้า Fed ที่ 2% อย่างมาก



Note: Bloomberg consensus as of 1 Aug.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

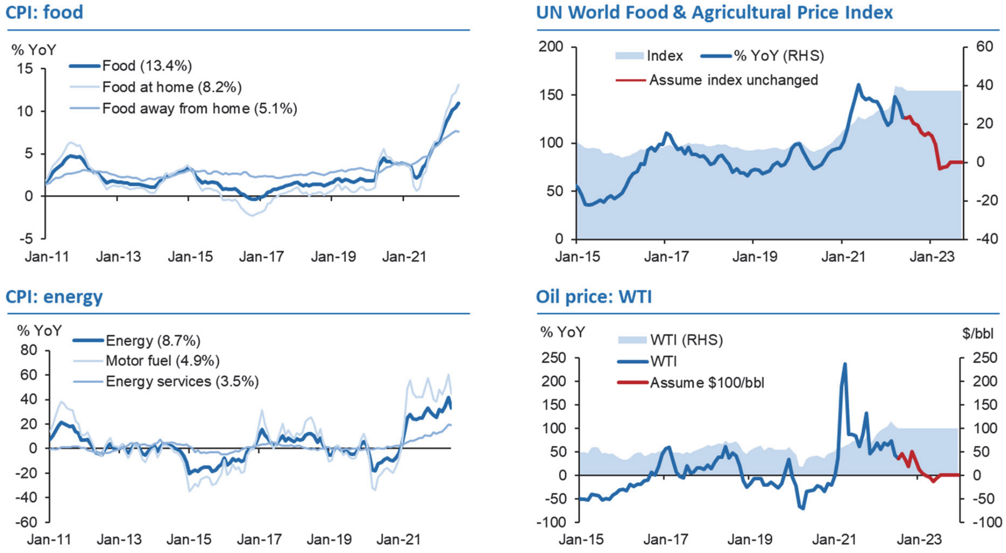
การปรับลดลงของเงินเฟ้อโดยหลักเป็นผลจากการปรับลดลงของหมวดพลังงาน (-4.6% MoM vs. +7.5% เดือนก่อน) รวมถึงหมวดสินค้าหลัก (ไม่นับรวมอาหารและพลังงาน) ที่ปรับตัวลดลงต่อเนื่องตามอุปสงค์ที่แผ่วลงหลังเร่งซื้อสินค้าไปมากแล้วก่อนหน้านี้ ขณะที่ราคาอาหารปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง (1.1% MoM vs. 1.0% เดือนก่อน) และหมวดบริการหลัก (ไม่นับรวมอาหารและพลังงาน) ที่ยังเพิ่มขึ้นต่อจากแรงส่งของการเปิดกิจกรรมเศรษฐกิจหลัง COVID-19 โดยหมวดบริการจะยังเป็นตัวสร้างแรงกดดันเงินเฟ้อต่อ และทำให้เงินเฟ้อไม่ชะลอลงกลับเข้าสู่เป้าหมาย 2% ได้เร็ว

แผนภาพที่ 22: ราคาอาหารและหมวดบริการหลัก ปรับตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่ราคาพลังงานและหมวดสินค้าหลักปรับตัวลดลง ในเดือน ก.ค.



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

แผนภาพที่ 23: ราคาอาหารและพลังงานมีแนวโน้มลดลง

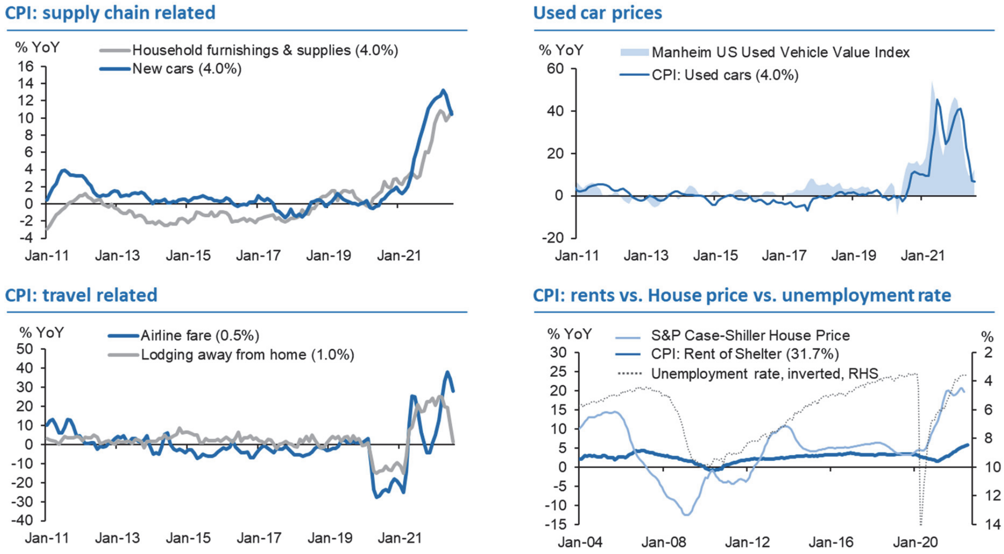


Note: (%) indicates weigh in CPI basket.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หากดูรายละเอียดราคาในกลุ่มสินค้าที่เป็นประเด็นในช่วง COVID-19 จะพบว่ายังขยายตัวในระดับสูง แต่ก็น่าจะผ่านพ้นจุดสูงสุดไปแล้ว ทั้งรถยนต์ (ใหม่และมือสอง) และสินค้าตกแต่งบ้าน เช่น เฟอร์นิเจอร์ แม้ปัญหาขาดแคลนอุปทาน อย่างชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ จะยังกดดันอยู่บ้าง รวมถึงหมวดท่องเที่ยวอย่างโรงแรมและตั๋วเครื่องบินที่ผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว

ขณะที่หมวดบริการโดยหลักคือ หมวดราคาบ้าน/ค่าเช่า ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนราว 1 ใน 3 ของน้ำหนักตระกร้าเงินเฟ้อ ยังคงเร่งตัวอยู่ (กราฟขวามือล่าง: เส้นสีน้ำเงินเข้ม) โดยราคาบ้านเริ่มมีแนวโน้มทรงตัวแล้ว ซึ่งหากพิจารณาประกอบกับกิจกรรมในตลาดบ้านที่อ่อนแอลงมาก ทำให้ราคาบ้านน่าจะทำจุดสูงสุดแล้ว และในระยะข้างหน้าก็น่าจะเริ่มส่งผ่านมาที่ราคาบ้านในตระกร้าเงินเฟ้อ เพียงแต่จะใช้เวลาราว 6-12 เดือน จากวิธีการสำรวจและเก็บข้อมูล

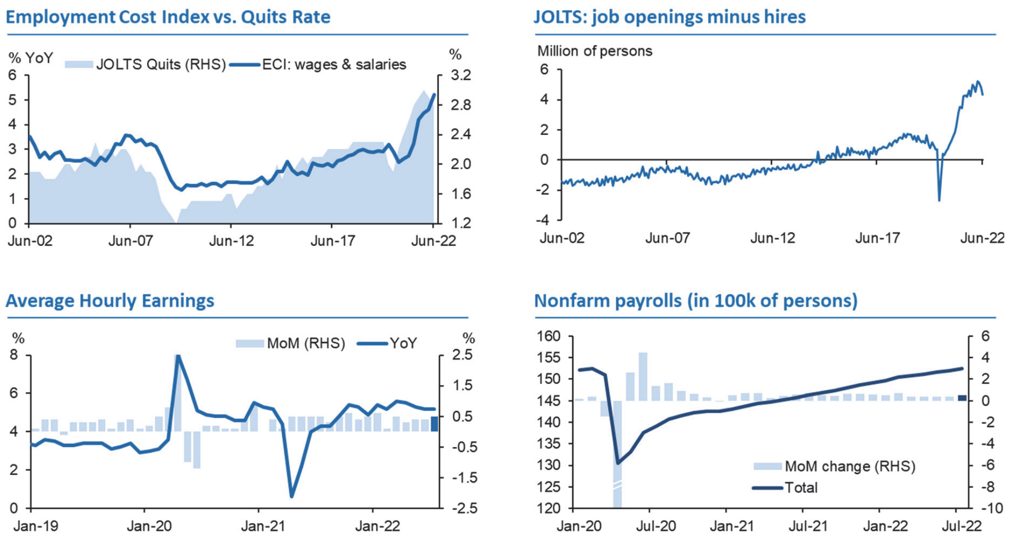
แผนภาพที่ 24: หมวดสินค้าที่ได้รับผลจาก COVID-19 ผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว แต่ยังขยายตัวสูง ด้านหมวดค่าเช่า (กราฟล่างขวามือ: เส้นสีเข้ม) ยังมีแนวโน้มเร่งขึ้นต่อตามตลาดแรงงานที่ยังตึงตัว



Note: (%) indicates weigh in CPI basket.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นอกจากนี้ หากดูมิติในฝั่งกำลังซื้อผ่านตัวเลขตลาดแรงงาน การจ้างงานยังเติบโตแข็งแกร่งอย่างมาก ขณะที่ค่าจ้างยังขยายตัวสูงเช่นกัน ทำให้เรามองว่าเงินเฟ้อคงไม่ชะลอลงกลับเข้าสู่เป้าหมาย 2% ของ Fed ได้เร็ว และ Fed จะยังคงมีความจำเป็นที่จะต้องเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่อง

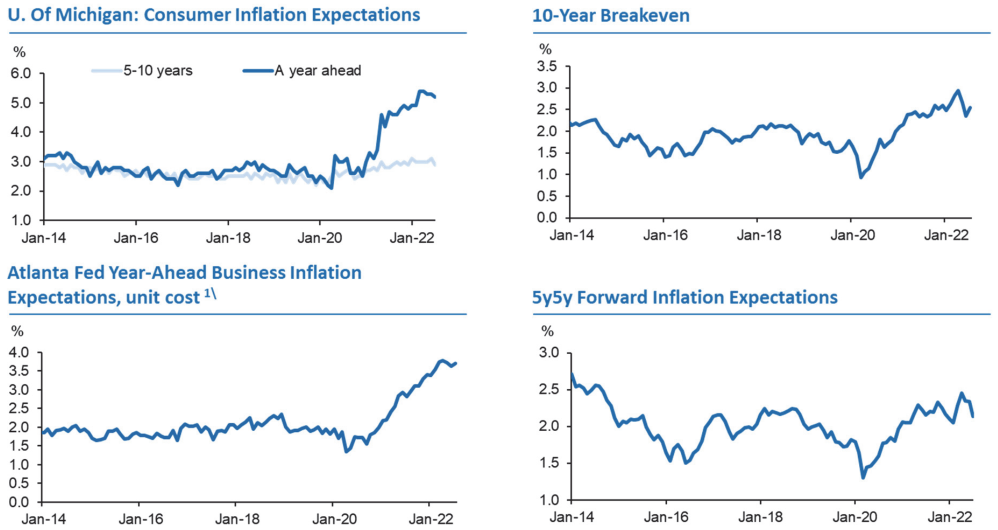
แผนภาพที่ 25: ตลาดแรงงานที่ยังแข็งแกร่ง ค่าจ้างที่ยังขยายตัวสูง จะยังหนุนเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับสูง



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

ด้านคาดการณ์เงินเฟ้อ ปรับตัวลดลงในช่วงที่ผ่านมาจากผลของราคาน้ำมันที่ลดลง แต่ก็ยังอยู่ในระดับสูง อย่างไรก็ดี การปรับลดลงของคาดการณ์เงินเฟ้อก็ได้ช่วยลดความกังวลให้กับตลาดว่า Fed จะยังคงต้องใช้ยาแรง หรือขึ้นดอกเบี้ยในอัตราสูงถึง 75bps ต่อเนื่องอีก

แผนภาพที่ 26: คาดการณ์เงินเฟ้อปรับลดลงตามราคาน้ำมันที่ลดลง แต่ยังอยู่ในระดับสูง



Note: 1\ Represent businesses of various sizes headquartered within the Sixed District, which encompasses Alabama, Florida, Georgia, and sections of Louisiana, Mississippi, and Tennessee.
ที่มา: Bloomberg, Atlanta Fed, NY Fed, St. Louis Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Fed ยังต้องเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่อง ท่ามกลางเงินเฟ้อที่ยังขยายตัวสูงกว่าเป้า 2% อย่างมาก และจะไม่รีบปรับลดดอกเบี้ยลง

นับจากต้นปี ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย Federal Funds rate ไปแล้ว 225bps สู่ระดับ 2.25-2.50% ในปัจจุบัน โดยมีเป้าประสงค์หลักเพื่อกดเงินเฟ้อให้ชะลอลงกลับเข้าสู่เป้าหมายที่ 2% ให้ได้ แต่ ณ ขณะนี้ อัตราเงินเฟ้อก็ยังขยายตัวในระดับสูงกว่าเป้าดังกล่าวอย่างมาก (เงินเฟ้อ CPI ขยายตัว 8.5% YoY) ทำให้ Fed ยังมีความจำเป็นที่จะต้องเดินหน้าปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยต่อไปอีก

Fed minutes รอบการประชุมวันที่ 26-27 ก.ค. ซึ่ง Fed ได้มีมติปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตราสูง 75bps ต่อเนื่องเป็นครั้ง 2 (ครั้งแรกเดือน มิ.ย.) ระบุว่า คณะกรรมการ Fed มองการปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติมอีกจนเข้าสู่ระดับที่เป็น “Restrictive” หรือจำกัดการเติบโตของเศรษฐกิจนั้นมีความจำเป็น เนื่องจากเงินเฟ้อยังขยายตัวสูงกว่าเป้าหมาย 2% อย่างมาก โดยมีคณะกรรมการบางส่วนที่มองว่าเมื่อปรับขึ้นดอกเบี้ยจนสู่ระดับที่เข้มงวดเพียงพอแล้ว (หรือ Terminal rate) ก็อาจมีความเหมาะสมที่จะปล่อยให้ดอกเบี้ยคงอยู่ที่ระดับดังกล่าวไปสักระยะ “for some time” ด้วย เพื่อให้มั่นใจได้ว่าเงินเฟ้อจะกลับเข้าสู่เป้าหมาย สะท้อนได้ว่า Fed คงจะไม่รีบปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงอย่างที่ตลาดได้คาดการณ์ก่อนหน้าการเปิดเผยของ Fed minutes

ทั้งนี้ Fed minutes ได้ระบุว่าคณะกรรมการมองการลด Pace ของการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนั้นมีความเหมาะสมเมื่อถึงจุดหนึ่ง ขณะที่ประเมินดูผลจากการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินต่อเนื่องที่ทำมาต่อกิจกรรมเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ ซึ่งเมื่อพิจารณาประกอบกับภาพเศรษฐกิจขณะนี้ที่ส่งสัญญาณแผ่วลงอย่างต่อเนื่องและเศรษฐกิจได้เข้าสู่ Technical Recession ในช่วงครึ่งแรกของปี อีกทั้งเริ่มมีสัญญาณว่าเงินเฟ้อน่าจะผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว ทำให้เรามองว่า Fed น่าจะขึ้นดอกเบี้ยในอัตราที่ลดลงในการประชุมครั้งถัดไปในวันที่ 20-21 ก.ย.

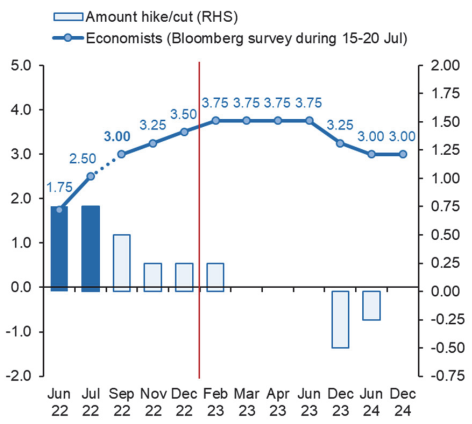
โดยเราคาด Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่องอีกอย่างน้อย 125bps ไปสู่ระดับ Terminal rate ที่ 3.50-3.75% โดยคาด Fed จะขึ้นดอกเบี้ยในอัตราลดลงเป็น 50bps ในการประชุมเดือน ก.ย. และปรับขึ้นในอัตราปกติ 25bps ในการประชุมหลังจากนั้น

ด้านตลาดการเงิน (สะท้อนผ่าน Fed funds futures) มอง Fed จะขึ้นดอกเบี้ยแตะระดับสูงสุด (Terminal rate) ที่ราว 3.7% และมองว่า Fed จะคงดอกเบี้ยที่ระดับดังกล่าวนานกว่าที่เคยประเมินก่อนหน้าการเปิดเผยของ Fed minutes โดยปัจจุบันมอง Fed จะเริ่มลดดอกเบี้ยในช่วงครึ่งหลังของปี 2023 (vs. ก่อนหน้านี้ที่มอง Fed จะลดดอกเบี้ยลงในไตรมาส 2/2023)

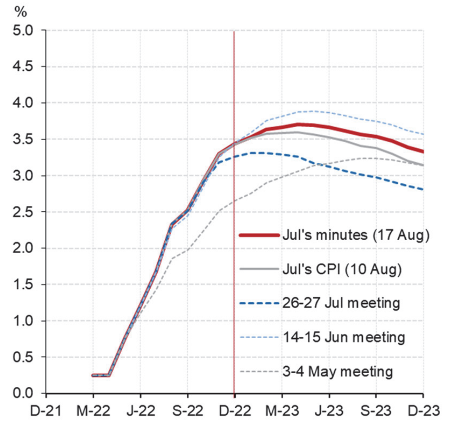
ทั้งนี้ Fed จะยังได้รับรู้ตัวเลขการจ้างงานและเงินเฟ้อเดือน ส.ค. ก่อนที่จะประชุม FOMC รอบถัดไปในวันที่ 20-21 ก.ย. ซึ่งนับเป็นปัจจัยสำคัญที่จะกำหนดแนวทางการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed

แผนภาพที่ 27: คาด Fed จะยังเดินหน้าปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่องเพื่อคุมเงินเฟ้อที่ยังมีแนวโน้มสูงเกินกว่ากรอบเป้าหมายที่ 2% ตลอดช่วง 3 ปีของประมาณการ (2022-2024F) โดยคาด Fed จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีกอย่างน้อย 125bps ไปสู่ระดับ Terminal rate ที่ 3.50-3.75%

Fed funds rate projections (upper bound); %



Fed funds futures



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

เศรษฐกิจยุโรป

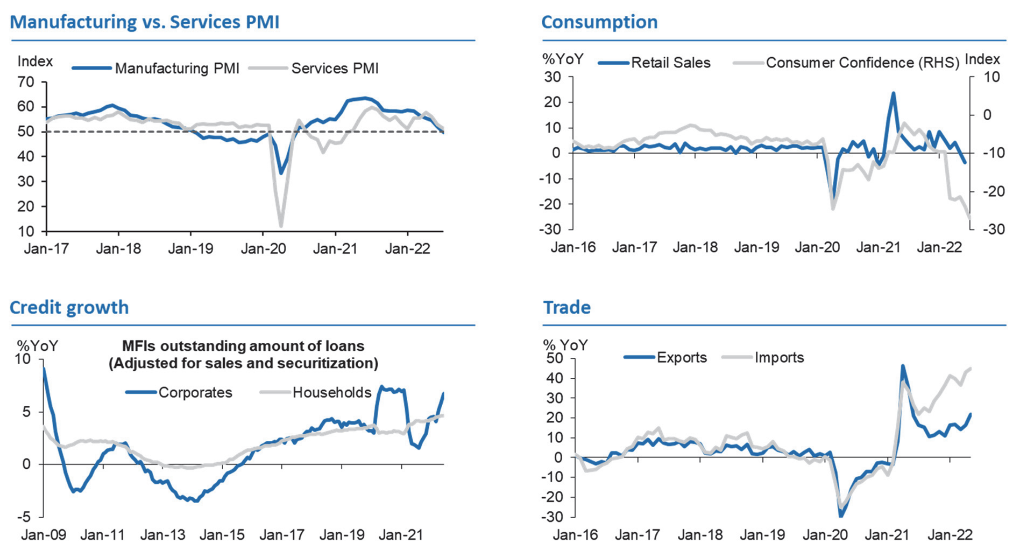
เศรษฐกิจยูโรโซนยังเผชิญความไม่แน่นอนด้านพลังงาน โดยเฉพาะรัสเซียที่ลดการส่งออกก๊าซมาให้ต่อเนื่องจากเดือน มิ.ย. จนเหลือเพียง 20% ของระดับปกติเท่านั้นในปัจจุบัน ทำให้มีความเสี่ยงที่รัสเซียอาจตัดสินใจยุติการส่งออกก๊าซมาให้ในระยะใกล้นี้ ซึ่งจะส่งผลให้เศรษฐกิจของกลุ่มเข้าสู่ภาวะ Recession ได้ หากมีพลังงานไม่เพียงพอจนนำไปสู่การจำกัดปริมาณการใช้กับภาคการผลิต ด้าน EU ล่าสุดจึงได้ออกแผน Gas Demand Reduction ขอความร่วมมือให้ประเทศสมาชิกลดการบริโภคก๊าซลง 15% เพิ่มเติมจากกำหนดเป้าก๊าซในคลังที่ระดับ 80% ภายในวันที่ 1 พ.ย. เพื่อให้มีก๊าซเพียงพอเข้าสู่ฤดูหนาว นอกจากนี้ ยังมีประเด็นการเมืองเข้ามา หลังอิตาลีมีการยุบสภานำไปสู่การเลือกตั้งใหม่ในวันที่ 25 ก.ย.นี้ โดยผลสำรวจชี้พรรคร่วมจากฝ่ายขวานำโดย Brothers of Italy (FdI) จะได้รับเสียงสูงสุด แต่ด้วยท่าทีไม่ชอบนโยบาย EU อาจทำให้ความสัมพันธ์กับ EU ไม่ราบรื่นนัก โดยเฉพาะด้านการคลัง นอกจากนี้ การจัดการเลือกตั้งช่วงนี้นับเป็นความเสี่ยงต่อการบริหารจัดการเศรษฐกิจที่เผชิญหลายปัญหา อีกทั้ง หากการจัดตั้งรัฐบาลยืดเยื้อก็จะกระทบการผ่านงบประมาณประจำปี 2023 และการขอเงินช่วยเหลือจากกองทุน EU Recovery Fund ด้วย

โมเมนตัมเศรษฐกิจอ่อนแอลงมากเข้าสู่ครึ่งหลังของปี ท่ามกลางความท้าทายจากวิกฤตพลังงานและเงินเฟ้อสูง

เศรษฐกิจยูโรโซนไตรมาส 2 ขยายตัวดีที่ 0.6% QoQ (vs. 0.5% ไตรมาสก่อน) สูงกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 0.2% อย่างมาก จากผลดีของการเปิดเศรษฐกิจจาก COVID-19 ที่หนุนการท่องเที่ยว ทำให้เศรษฐกิจอยู่เหนือระดับก่อน COVID-19 ที่ราว 1.5% อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจมีแนวโน้มอ่อนแอลงมากในช่วงครึ่งหลังของปีท่ามกลางปัญหาท้าทายหลายด้านทั้งวิกฤตพลังงานและเงินเฟ้อที่ขยายตัวสูงเป็นประวัติการณ์ต่อเนื่อง จากผลของสงครามรัสเซีย-ยูเครน ที่เห็นผลกระทบชัดเจนในการใช้จ่ายของผู้บริโภคที่หดตัวท่ามกลางความเชื่อมั่นที่ลดลงต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ รวมถึงดัชนี PMI ภาคการผลิตที่ลดลงเข้าสู่เกณฑ์หดตัวเป็นครั้งแรกตั้งแต่วิกฤต COVID-19 และ PMI ภาคบริการที่ลดลงต่ำสุดในรอบ 2 ปี

โดยสถานการณ์ด้านพลังงานมีพัฒนาการแย่ลงต่อเนื่องนับจากเดือน มิ.ย. ที่รัสเซียลดการส่งออกก๊าซผ่านท่อ Nord Stream ลงก่อนหน้าการปิดซ่อมบำรุงประจำปี (11-21 ก.ค.) จนเหลือเพียง 20% ของระดับปกติเท่านั้นในปัจจุบัน จากประเด็นส่งกังหันไปซ่อม ทำให้มีความเสี่ยงที่รัสเซียอาจตัดสินใจยุติการส่งออกก๊าซมาให้ในระยะใกล้นี้ ซึ่งจะส่งผลให้เศรษฐกิจของกลุ่มโดยเฉพาะพี่ใหญ่อย่างเยอรมนี เข้าสู่ Recession ได้ หากมีพลังงานไม่เพียงพอจนนำไปสู่การจำกัดปริมาณการใช้กับภาคการผลิต ซึ่งเราจะกล่าวถึงเพิ่มเติมในหัวข้อถัดไป

แผนภาพที่ 28: ดัชนี PMI ภาคการผลิตเข้าสู่เกณฑ์หดตัวในเดือน ก.ค. ขณะที่ภาคบริการชะลอลงต่อเนื่องต่ำสุดในรอบ 2 ปี ด้านความเชื่อมั่นผู้บริโภคลดลงต่ำสุดเป็นประวัติการณ์และการใช้จ่ายของผู้บริโภคชะลอลงอย่างมาก

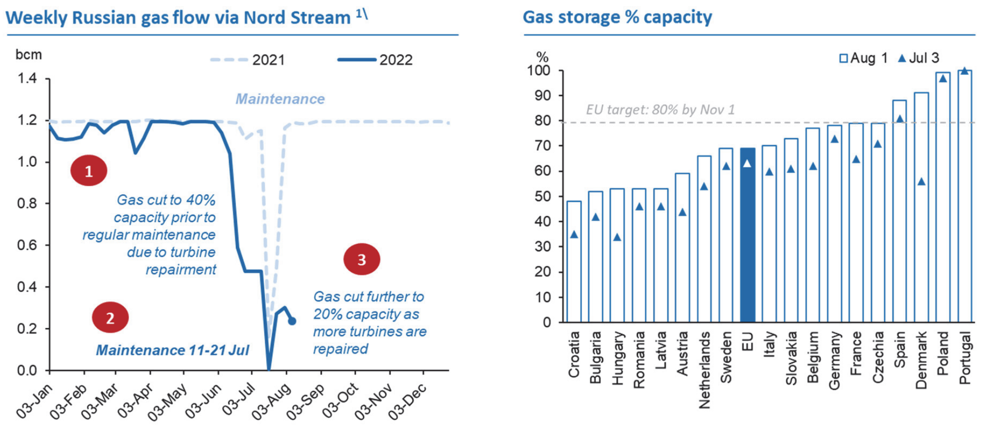


ที่มา: Bloomberg, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

รัสเซียลดการส่งก๊าซมาให้ต่อเนื่องอยู่ที่เพียง 20% ของระดับปกติเท่านั้น เพิ่มความเสี่ยงด้านต่ำต่อเศรษฐกิจ

รัสเซียลดการส่งก๊าซผ่านท่อ Nord Stream ต่อเนื่องนับตั้งแต่กลางเดือน มิ.ย. ที่ลดลงอยู่ที่ 40% ของระดับปกติ จากประเด็นกังหันที่ถูกส่งซ่อม ซึ่งนับเป็นการลดลงก่อนที่ท่อ Nord Stream จะเข้าสู่ช่วงปิดซ่อมบำรุงประจำปีด้วย (11-21 ก.ค.) ขณะที่หลังการปิดซ่อมบำรุงแล้วเสร็จ ก๊าซก็ยังถูกส่งออกมาให้ในระดับ 40% ก่อนจะถูกปรับลดลงเหลือราว 20% เท่านั้นในปัจจุบัน โดยทางการรัสเซียอ้างถึงความจำเป็นที่จะต้องส่งกังหันไปซ่อมเพิ่มเติม ขณะที่กังหันตัวแรกที่ส่งซ่อมยังไม่ได้รับกลับมา

แผนภาพที่ 29: รัสเซียส่งก๊าซผ่านท่อ Nord Stream ลดลงเหลือ 20% เท่านั้นในปัจจุบัน ขณะที่ยุโรปอยู่ในช่วงเติมก๊าซในคลังเพื่อรองรับฤดูหนาว

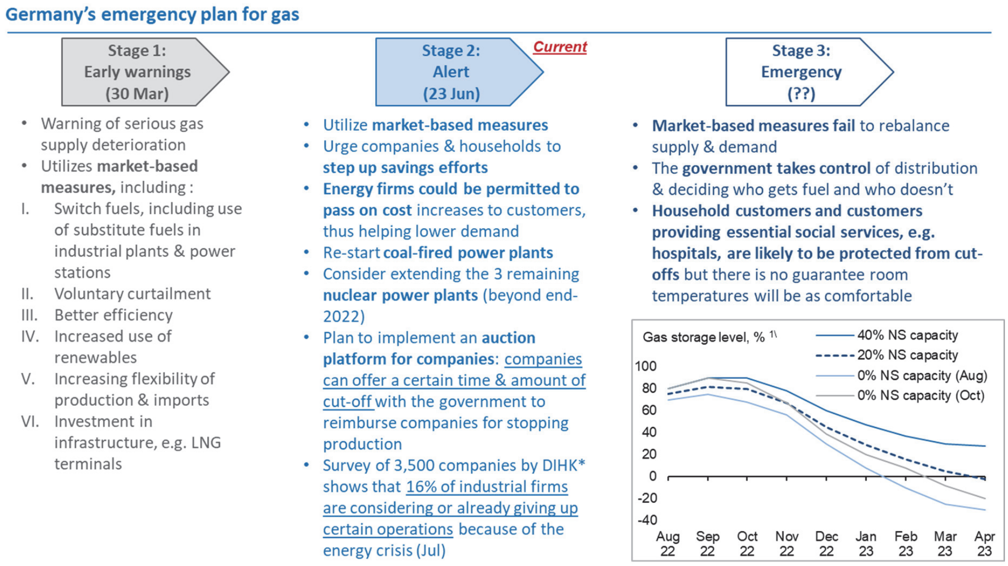


- Gas exports through the Nord Stream (NS) pipeline have been declining with supply down to 40% from normal as of Jun. Russia has cited maintenance issues: a turbine that was repaired in Canada hasn't been returned owing to sanctions on Russia.
- This occurred even before the annual maintenance for NS was scheduled on 11-21 Jul, during which gas flow was zero.
- After the maintenance period ended, supply returned via the NS pipeline but only at 40% of capacity.
- On 25 Jul, Russia announced a further gas supply cut to 20%, citing more turbine repairs. This has raised fears of a complete gas shutoff as Europe tries to increase its gas storage level in preparation for the upcoming winter.

Note: 1\ As of 1 Aug.
ที่มา: Bruegel, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ก๊าซส่งออกจากรัสเซียที่ลดลงเรื่อยๆ เพิ่มความเสี่ยงที่รัสเซียจะยุติการส่งออกก๊าซมาให้ (Complete Shutoff) ในไม่ช้า ขณะที่ช่วงนี้เป็นช่วงเติมก๊าซในคลังด้วย ทำให้มีความเสี่ยงที่ก๊าซอาจไม่เพียงพอต่อความต้องการเมื่อเข้าสู่ช่วงฤดูหนาวในไตรมาส 4 และนำไปสู่การจำกัดปริมาณการใช้ (Gas rationing) โดยเฉพาะในอุตสาหกรรมการผลิตที่จะโดนจำกัดก่อน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจตามมา

แผนภาพที่ 30: หากก๊าซไม่เพียงพอ เยอรมนีจะต้องยกระดับสถานการณ์ฉุกเฉินขึ้นเป็นระดับ 3 (จาก 2 ในปัจจุบัน) ซึ่งจะทำให้ต้องมีการจำกัดการใช้ก๊าซในภาคการผลิต



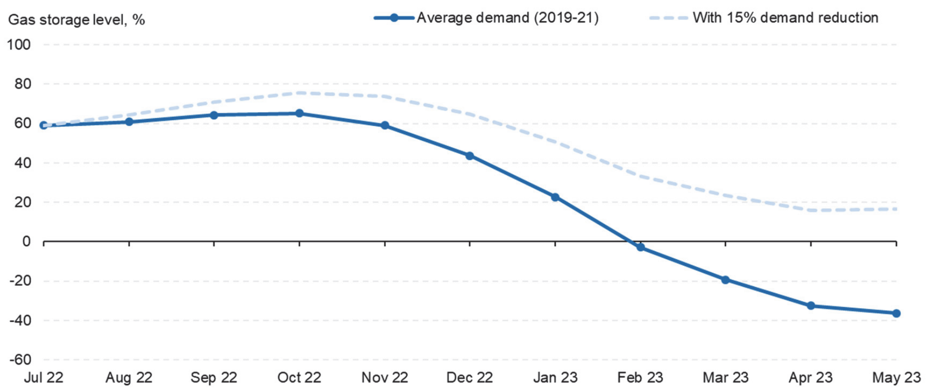
Note: * Association of German Chambers of Commerce and Industry 1\ Deutsche Bank estimates which has factored in a 10% demand reduction vs. 2021.
ที่มา: Federal Ministry for Economic Affairs and Energy, Bloomberg, the Guardian, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ท่ามกลางความเสี่ยงรัสเซียจะระงับการส่งก๊าซมาให้ที่เพิ่มขึ้น EU จึงได้มีการออกแผน Gas demand reduction (ปลายเดือน ก.ค.) เพื่อลดทอนผลกระทบที่จะเกิดขึ้น โดยขอความร่วมมือให้ประเทศสมาชิกลดการบริโภคก๊าซลง 15% เป็นเวลา 8 เดือน (1 ส.ค. 2022- 31 มี.ค. 2023) ซึ่งประเมินว่าจะช่วยให้มีก๊าซเพียงพอผ่านช่วงฤดูหนาวไปได้ (ภายใต้สมมติฐานว่าอุปทานก๊าซจากแหล่งอื่นยังส่งมาให้ในระดับปกติ) โดยขณะนี้ยังเป็นเพียงการขอความร่วมมือเท่านั้น (Voluntary) แต่อาจบังคับเป็นกฎ (Mandatory) หาก EU ประกาศยกระดับสถานการณ์ฉุกเฉินด้านพลังงานเป็น Union Alert (ในกรณีที่มีประเทศสมาชิก 5 ประเทศขึ้นไปที่ประกาศ Alert)

ดังนั้น การลดการบริโภคก๊าซลงนับเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยให้ยุโรปมีพลังงานเพียงพอผ่านพ้นฤดูหนาวไปได้ โดยที่ไม่ต้องมีการบังคับใช้มาตรการรุนแรงอย่างการจำกัดการใช้ก๊าซกับอุตสาหกรรมการผลิต โดยต้องติดตามอย่างใกล้ชิดว่าจะสามารถลดการบริโภคได้ตามเป้าหรือไม่ โดยขณะนี้มีประเทศพี่ใหญ่อย่างเยอรมนีที่ลดการบริโภคก๊าซลงราว 15% แล้ว เมื่อเทียบกับปีก่อนจากปัจจัยด้านราคาที่ปรับสูงขึ้นอย่างมาก

แผนภาพที่ 31: EU ออกแผน Gas demand reduction โดยขอความร่วมให้ประเทศสมาชิกลดการใช้ก๊าซลง 15% เพื่อลดทอนผลกระทบในกรณีที่รัสเซียตัดสินใจยุติการส่งออกก๊าซมาให้

EU storage level in the case of a Russian shutoff 1

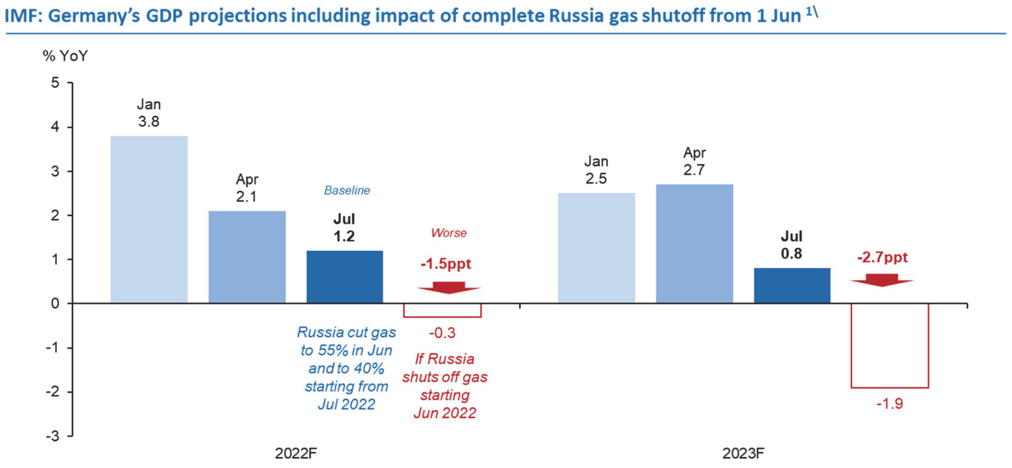


- In late-Jul, the EU adopted a so-called 'European Gas Demand Reduction Plan' which sets out measures, principles, and criteria for coordinated demand reduction. The plan sets a target for all member states to reduce gas demand by 15% between 1 Aug 2022 and 31 Mar 2023. This target is voluntary but could become mandatory in the case that the EU declares a 'Union Alert' on security of gas supply. Several countries, including France, Ireland, Italy, Malta, the Netherlands, Poland and Portugal have raised concerns regarding the reduction plan.

Note: 1\ Bruegel estimates use the gas storage level as of 1 Jul as a starting point (59% capacity: 650TWh) and treat the EU as a whole gas bloc with free flow of gas. Assumes the following imports (TWh/mo): LNG (103), Norway (80), Algeria (30), interconnector from UK (5), Azerbaijan (10), Libya (3) and the Baltic Pipe carrying gas from Norwegian fields is treated as an extra flow (8) to Poland, starting in Jan 2023. Calculated based on averages in 2022 (until Jul). Domestic production is assumed to be the same as in 2021.
ที่มา: Bruegel, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สถานการณ์ด้านพลังงานที่มีความน่ากังวลมากขึ้น ทำให้ความเสี่ยงด้านต่ำต่อเศรษฐกิจมีสูงขึ้นตามมา โดยในกรณีของเยอรมนีที่พึ่งพาก๊าซจากรัสเซียอย่างมาก IMF ก็ได้มีการปรับลดคาดการณ์ GDP ลงต่อเนื่อง โดยปัจจุบันคาดเศรษฐกิจของเยอรมนีจะขยายตัวได้เพียง 1.2% ปีนี้ และ 0.8% ปีหน้าเท่านั้น บนสมมติฐานว่ารัสเซียส่งออกก๊าซมาให้ในระดับ 40% ของปกติ นับตั้งแต่ครึ่งหลังของปี โดยในกรณีเลวร้ายที่รัสเซียระงับการส่งก๊าซมาให้ IMF คาดเศรษฐกิจเยอรมนีจะหดตัว -0.3% ปีนี้ และ -1.9% ปีหน้า เข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession)

แผนภาพที่ 32: ความเสี่ยงด้านต่ำต่อเศรษฐกิจเพิ่มสูงขึ้นหลังรัสเซียลดการส่งก๊าซ โดย IMF ปรับลดคาดการณ์ GDP ของ เยอรมนีลงต่อเนื่อง โดยคาดจะขยายตัวเพียง 1.2% ปีนี้ และ 0.8% ปีหน้าเท่านั้น และอาจขยายตัวติดลบเข้าสู่ Recession หากรัสเซียยุติการส่งก๊าซ



- IMF estimates the impact of Russia gas shutoff on GDP via 2 channels: 1) effect of production cuts (both direct & secondary) due to the lack of gas and 2) the associated rise in uncertainty.

Note: 1\ IMF working paper on the economic impact on Germany of a potential Russian gas shutoff (Jul 2022) finds that in the case of Russia gas shutoff from Jun 2022, with households and energy transformation activities protected from rationing, non-energy firms will have to cut their gas consumption by 19% in 2H22 and 22% in 2023. Secondary effect is assessed to be felt 6 months after the gas cutoff. In the latest IMF projections (Jul WEO), the baseline Germany GDP assumes Russia supplies are cut by 55% in Jun and 60% from Jul, and accounts for government fiscal support up to Jun 2022.
ที่มา: IMF, Reuters, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อิตาลีจะจัดการเลือกตั้งก่อนกำหนดในวันที่ 25 ก.ย.นี้ เพิ่มความเสี่ยงต่อภาคการคลัง หากการจัดตั้งรัฐบาลยืดเยื้อ

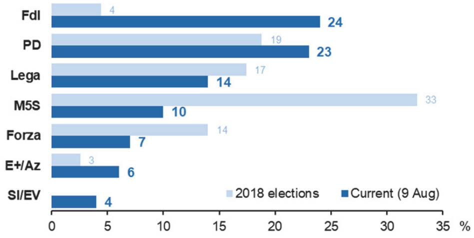
ท่ามกลางความแตกแยกภายในรัฐบาลของนาย Mario Draghi ที่เป็นการรวมตัวกันกว่า 10 พรรคการเมือง ส่งผลให้นาย Draghi ประกาศลาออกจากตำแหน่งนายกฯ นำไปสู่การยุบสภาและเกิดการเลือกตั้งก่อนกำหนดในวันที่ 25 ก.ย.นี้ ซึ่งนับว่าเป็นช่วงเวลาที่เสี่ยงอย่างมากท่ามกลางเศรษฐกิจที่กำลังเผชิญหลายปัญหาอาทิ พลังงาน, สงครามรัสเซีย-ยูเครน อีกทั้งยังเป็นช่วงที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในแนวโน้มขาขึ้นด้วย

ด้านคะแนนเสียงของแต่ละพรรคการเมืองก็ไม่เป็นเอกฉันท์ (หรือได้ 50% ขึ้นไป) ทำให้ต้องจัดตั้งรัฐบาลร่วมกันหลายพรรค ซึ่งหากการจัดตั้งรัฐบาลใช้เวลานาน (ครั้งล่าสุดในปี 2018 ใช้เวลาราว 3 เดือน) ก็จะส่งผลกระทบต่อการผ่านงบประมาณประจำปี 2023 (กำหนดภายในสิ้นปี) และการขอเงินช่วยเหลือก้อนที่ 3 จากกองทุน EU Recovery Fund วงเงิน 1.9 หมื่นล้านยูโร หรือ 1.1% GDP ด้วย ซึ่งจะกระทบการเบิกจ่ายเป็นลำดับถัดไป

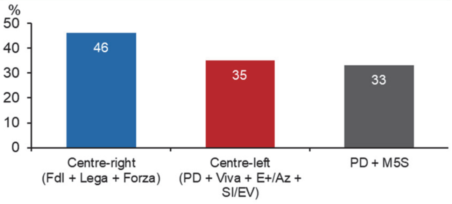
นอกจากนี้ ผลสำรวจล่าสุด (9 ส.ค.) ชี้ว่าพรรคร่วมฝ่ายขวานำโดยพรรค Brothers of Italy (FdI) จะได้รับคะแนนเสียงสูงสุด (ราว 46% แท่งสีน้ำเงินในรูปซ้ายมือล่าง) โดยพรรค FdI นั้น มีท่าทีต่อต้านนโยบายของ EU (เคยชูนโยบายออกจากยูโรในการเลือกตั้งครั้งก่อนๆ) ทำให้ความสัมพันธ์กับ EU มีแนวโน้มที่จะไม่ราบรื่นนัก โดยเฉพาะด้านการคลัง เนื่องจากมีการชูนโยบายเพิ่มการใช้จ่าย อาทิ เพิ่มมาตรการลดทอนผลกระทบครัวเรือนจากราคาพลังงาน, ลดกำหนดเกษียณอายุ และลดภาษี แต่นโยบายด้านต่างประเทศไม่เปลี่ยนแปลงจากรัฐบาลของนาย Draghi ทั้งการสนับสนุน NATO และการสนับสนุนยูเครน

แผนภาพที่ 33: ผลสำรวจการเลือกตั้งล่าสุด (9 ส.ค.) ชี้พรรค Brothers of Italy (FdI) แกนนำฝ่ายขวา จะได้รับคะแนนเสียงสูงสุด แต่คะแนนเสียงไม่เป็นเอกฉันท์ทำให้ต้องจัดตั้งรัฐบาลร่วม ด้าน Bond yield ของอิตาลีปรับสูงขึ้นสะท้อนความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้น

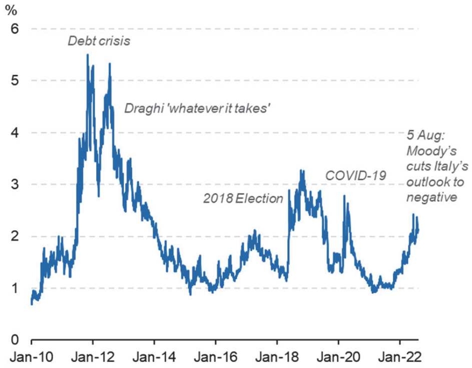
Italy's election poll of polls: main parties



Italy's election poll: possible coalitions



10y government bond yield spread: Italy - Germany



- Government formation could take a long time (it took ~3 months in 2018) which will affect the approval of the 2023 Budget (by end-2022) and the 3rd tranche payment of the EU Recovery Fund (EUR19bn or 1.1% GDP) which requires 54 conditions to be met.
- Furthermore, it will affect crisis management in the current environment of soaring energy prices, rising interest rates and Russia's-Ukraine war.
- A government led by Eurosceptic 'FdI' could also complicate the relationship with the EU.

Note: Italy's election system encourages parties to form coalitions as it will increase chances of winning the first-past-the-post seats. Parties need to reach 3% of the vote to qualify for proportional representation seats, coalitions 10%.

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

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มที่จะยังคงถูกกดดันจากนโยบาย Zero-COVID ที่ทำให้มีการ Lockdown เป็นระยะๆ ทั้งนี้ในการประชุม Politburo ทางการจีนยังพยายามกระตุ้นให้มณฑลต่างๆทำเต็มที่เพื่อให้เศรษฐกิจเติบโตได้ดีกว่าในครึ่งปีแรกและมีแนวทางในการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นเพิ่มเติมรวมถึงเน้นย้ำความสำคัญของของการสร้างเสถียรภาพในภาคอสังหาฯ ที่ยังคงเปราะบางและลากยาว รวมถึงทวีความรุนแรงมากขึ้นหลังผู้ซื้อบ้านบางรายปฏิเสธการจ่ายค่าผ่อนบ้าน ส่งผลให้ธนาคารกลางจีน (PBoC) ประกาศลดอัตราดอกเบี้ยโครงการเงินกู้ระยะกลาง (MLF) ระยะ 1 ปีลง 10bps เป็น 2.75% และอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร (Reverse Repo) ระยะ 7 วันลง 10bps เป็น 2.0%

กิจกรรมเศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มจะยังถูกกดดันจากนโยบาย Zero-COVID ที่ทำให้มีการ Lockdown เป็นระยะๆ นอกจากนี้ ภาคการผลิตยังได้รับแรงกดดันจากอุปสงค์โลกที่ชะลอตัวลงรวมถึงการลดกำลังการผลิตในอุตสาหกรรมที่ใช้พลังงานสูง

กิจกรรมภาคการผลิตในเดือน ก.ค. ชะลอตัวลงสวนทางกับที่ตลาดคาด โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน ก.ค. ปรับตัวลดลง -1.2 จุด เป็น 49.0 จุด กลับมาอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) อีกครั้ง และแต่ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 50.3 จุด ส่วนดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -0.9 จุด เป็น 53.8 จุด ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 53.9 จุด จากดัชนีภาคบริการที่ปรับตัวลดลง -1.5 จุด เป็น 52.8 จุด ขณะที่ดัชนีภาคก่อสร้างปรับตัวเพิ่มขึ้น +2.6 จุด เป็น 59.2 จุด

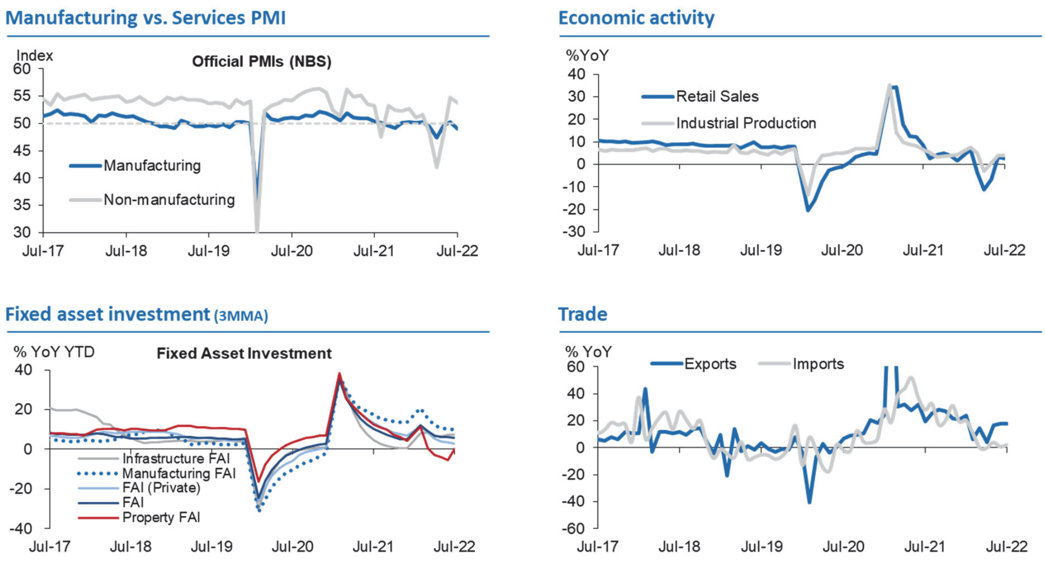
ด้านอุปสงค์ในประเทศยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ค. ชะลอตัวลงเป็น 2.7% YoY จาก 3.1% ในเดือนก่อน แต่ต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 4.9% นำโดยยอดขายรถยนต์ (9.7% vs. 13.9% เดือนก่อน), เครื่องสำอางค์ (0.7% vs. 8.1% เดือนก่อน), อุปกรณ์สื่อสาร (4.9% vs. 6.6% เดือนก่อน) ขณะที่ร้านอาหารฟื้นตัวขึ้น (-1.5% vs. -4.0% เดือนก่อน)

ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ก.ค. ชะลอตัวลงเป็น 3.8% YoY จาก 3.9% ในเดือนก่อนและต่ำกว่าตลาดคาดที่ 4.3% นำโดยผลผลิตโลหะ (-5.2% vs. -2.3% เดือนก่อน), อุปกรณ์สื่อสารและคอมพิวเตอร์ (7.3% vs. 11.0% เดือนก่อน) และแผงวงจรรวม (-16.6% vs. -10.4% เดือนก่อน)

ด้านอุปสงค์นอกประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน ก.ค. ขยายตัว 18.0% YoY เร่งตัวขึ้นเล็กน้อยจาก 17.9% ในเดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 14.1% ส่วนยอดนำเข้า (Imports) ขยายตัว 2.3% YoY เร่งตัวขึ้นจาก 1.0% ในเดือนก่อน แต่ต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 4.0% ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน ก.ค. เกินดุล USD101.26bn เพิ่มขึ้นจาก USD97.94bn ในเดือนก่อน

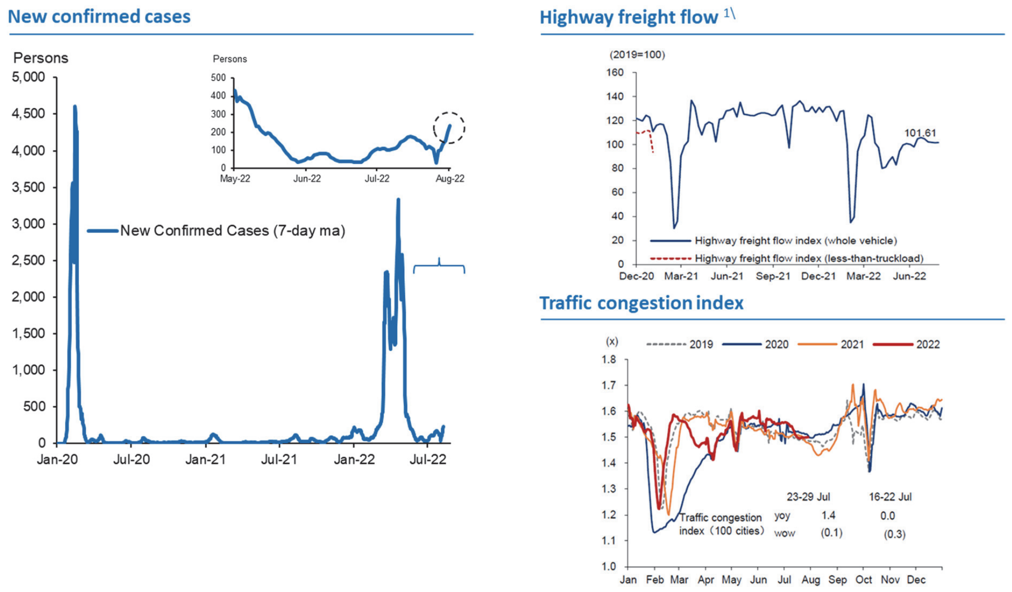
ด้านการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เดือน มิ.ย. ชะลอตัวลงเป็น 5.7% YoY YTD จาก 6.1% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 6.2% โดยการลงทุนชะลอตัวลงในภาคการผลิต (9.9% vs.10.4% เดือนก่อน) แต่ภาคอสังหาริมทรัพย์ (0.0% vs. -5.4% เดือนก่อน) ฟื้นตัวดีขึ้น ขณะที่การลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน (7.4% vs. 7.1% เดือนก่อน) เร่งตัวขึ้น

แผนภาพ 34: ตัวเลขเศรษฐกิจยังคงถูกกดดันจากนโยบาย Zero-COVID ที่ทำให้มีการ Lockdown เป็นระยะๆ



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

แผนภาพ 35: กิจกรรมทางเศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้น แต่ไม่มากเท่ากับระดับก่อนหน้าเนื่องจากการ Lockdown เป็นระยะๆ



Note: 1\ Index = freight task amount (this week's average)/(September 2019 average) × 100

ที่มา: Huatai Research, G7, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ทางการจีนยังพยายามอย่างเต็มที่ในการทำให้เศรษฐกิจเติบโต โดยมีการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม รวมถึงได้ความสำคัญในการรักษาเสถียรภาพในภาคอสังหาฯ

ในการประชุมผู้นำระดับสูง หรือ Politburo เมื่อวันที่ 28 ก.ค. ทางการจีนระบุที่จะยึดมั่นในแนวทาง Zero-COVID และได้ลดน้ำหนักการบรรลุเป้าหมายเศรษฐกิจในปีนี้ (GDP โตราว 5.5%) ลง โดยระบุให้จังหวัดที่มีขนาดใหญ่และมีความสามารถทำเต็มที่เพื่อให้บรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจทั้งปี ต่างจากถ้อยแถลงในเดือน เม.ย. ที่ระบุให้ทุกจังหวัดทำเต็มที่เพื่อบรรลุเป้าหมาย

นอกจากนี้ยังระบุว่าให้รัฐบาลท้องถิ่นเป็นผู้รับผิดชอบในการรับประกันการส่งมอบบ้านให้กับประชาชนท่ามกลางความกังวลต่อภาคอสังหาริมทรัพย์ในปัจจุบัน ส่วนมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจด้านการเงินการคลังยังคงเน้นเรื่องการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานเป็นหลักเหมือนเดิม โดยคาดว่าจะมีการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นพิเศษอีก 1.5 ล้านล้านหยวน เพิ่มเติมจากโควตาของปีนี้ที่ 3.65 ล้านล้านหยวน

แผนภาพ 36: 3 ประเด็นหลักในการประชุม Politburo ครั้งนี้ได้แก่ พยายามให้เศรษฐกิจเติบโตดีที่สุดเท่าที่จะเป็นไปได้, การสร้างเสถียรภาพในภาคอสังหาฯ และการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นพิเศษเพิ่มเติม

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

ภาคอสังหาริมทรัพย์จีนยังคงอ่อนแอและมีแนวโน้มจะส่งผลกระทบรุนแรงมากขึ้นท่ามกลางภาวะขาดความเชื่อมั่นของผู้บริโภค

ยอดขายของบริษัทอสังหาฯจีน ยังคงหดตัวสูงจากภาวะขาดความเชื่อมั่นของผู้ซื้อ โดยเฉพาะในกลุ่มบริษัทที่มีเครดิตเรทติ้งต่ำกว่าระดับลงทุน (non-investment grade) ที่มียอดขาย Year-to-date ติดลบ –40% ถึง -60%

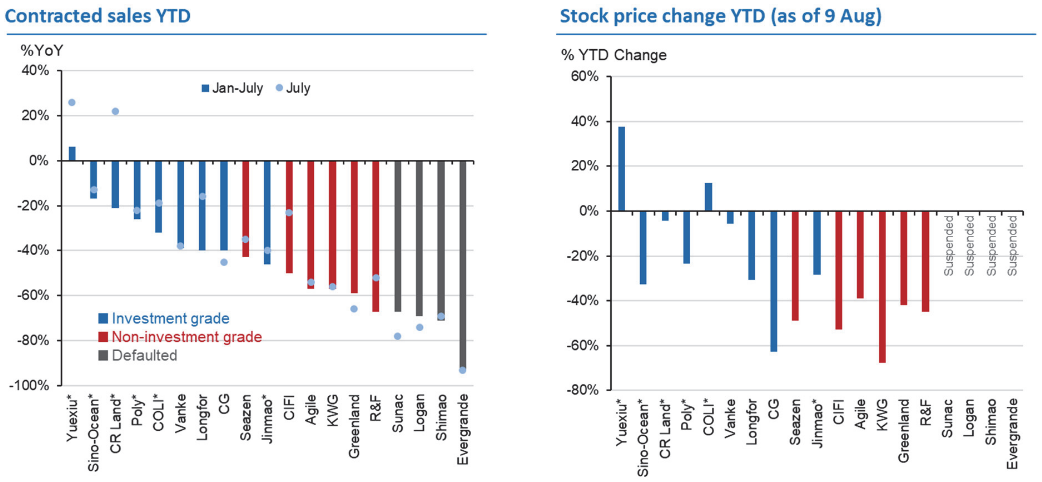
นอกจากนี้ ภาวะขาดความเชื่อมั่นยังทำให้ผู้ซื้อเริ่มปฏิเสธที่จะจ่ายค่าผ่อนบ้าน จากการประเมินของ S&P Global ในกรณีฐานระบุว่า หากผู้ซื้อปฏิเสธที่จะจ่ายค่าผ่อนบ้านในโครงการยังสร้างไม่เสร็จ จะส่งผลกระทบต่อระบบสินเชื่อราว 9.74 แสนล้านหยวน ซึ่งคิดเป็นประมาณ 2.5% ของสินเชื่อบ้าน หรือ 0.5% ของสินเชื่อทั้งหมดของจีน และในกรณีรุนแรงอาจส่งผลกระทบถึง 2.5 ล้านล้านหยวน คิดเป็นประมาณ 6.4% ของสินเชื่อบ้านหรือ 1.3% ของสินเชื่อทั้งหมดของจีน

ทั้งนี้ รัฐบาลท้องถิ่นได้มีการจัดตั้งกองทุนเพื่อมาอุ้มโครงการในภาคอสังหาฯ ที่ยังสร้างไม่แล้วเสร็จ มูลค่าราว 1 หมื่นล้านหยวนในมณฑลที่มีประเด็นการไม่จ่ายค่าผ่อนบ้านเยอะๆ อย่าง เมืองเจิ้งโจว มณฑลเหอหนาน เพื่อให้มั่นใจว่าโครงการที่จะเข้าไปช่วยเหลือนั้นจะแล้วเสร็จ ช่วยรักษาความมั่นใจของประชาชนเอาไว้ โดยกองทุนดังกล่าวระดมทุนจากสำนักงบประมาณเมืองเจิ้งโจวและรัฐวิสาหกิจระดับมณฑลรวมถึงสถาบันการเงินและบริษัทรับก่อสร้างในท้องถิ่น ซึ่งคาดว่าจะเป็นแนวทางปฏิบัติให้แก่มณฑลอื่นๆในอนาคตต่อไป

นอกจากมาตรการระดับท้องถิ่นแล้ว ยังมีข่าวลือว่ารัฐบาลกลางจีนจะมีการจัดตั้งกองทุนขนาดใหญ่เพื่อมาอุ้มภาคอสังหาฯ มูลค่าราว 1 ล้านล้านหยวน อย่างไรก็ตาม เรามองว่าทางการจีนน่าจะต้องการให้ระดับท้องถิ่นเป็นผู้รับผิดชอบอย่างเต็มที่ก่อนตามที่ระบุไว้ในการประชุม Politburo และรัฐบาลกลางมีแนวโน้มจะเข้าไปแทรกแซงในกรณีที่รุนแรงและมีความเสียหายมากเท่านั้น

โดยมาตรการจัดตั้งกองทุนทั้งในระดับท้องถิ่นและระดับประเทศ ประกอบกับมาตรการที่ออกมากระตุ้นภาคสังหาฯก่อนหน้านี้ อาทิ การลดสัดส่วนเงินดาวน์ลง 10-20% และการลดดอกเบี้ยจำนองบ้านหลังแรกลงเหลือเพียง 4.5% ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดเทียบเท่าในปี 2015-2016 น่าจะช่วยเพิ่มอุปสงค์และความเชื่อมั่นของผู้ซื้อบ้านจีนได้มากขึ้น

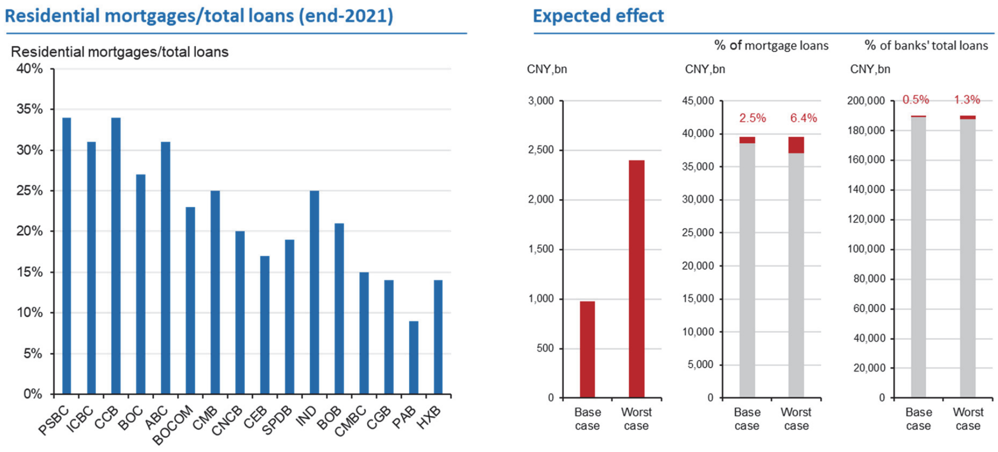
แผนภาพ 37: ยอดขายบ้านยังคงหดตัวสูงโดยเฉพาะในกลุ่มบริษัทที่มีเครดิตเรทติ้งต่ำกว่าระดับลงทุน (non-investment grade: แท่งสีแดง)



*Note: *State-owned company*

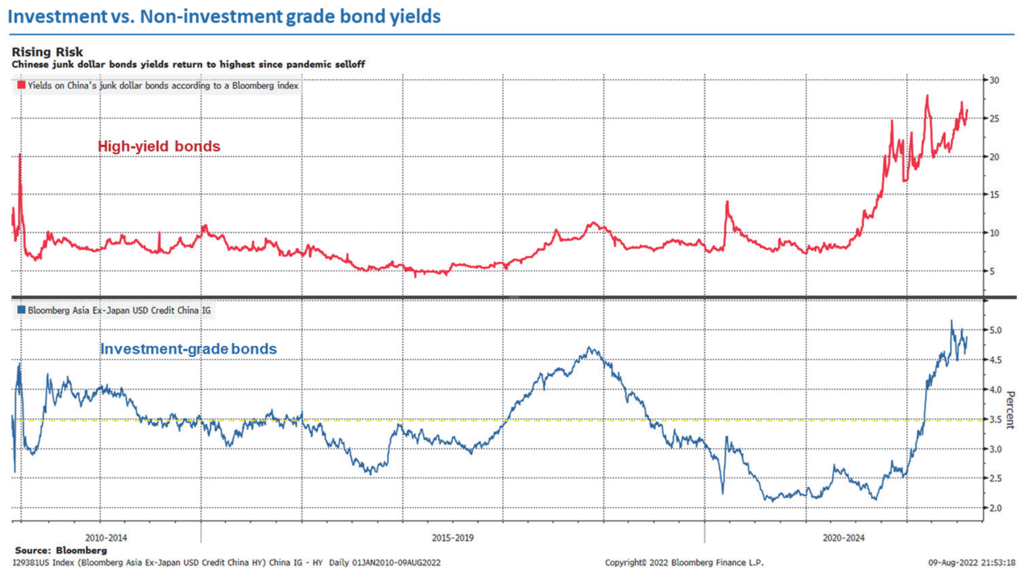
ที่มา: Financial times, CRIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพ 38: S&P Global ประเมินว่าหากมีการไม่จ่ายค่าผ่อนบ้านในโครงการที่ยังสร้างไม่เสร็จจะส่งผลกระทบ 0.5% ของสินเชื่อทั้งหมด หรือในกรณีเลวร้ายอาจจะส่งผลกระทบถึง 1.3%



ที่มา: S&P, PBoC, Fitch, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพ 39: อัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่มีเครดิตเรทติ้งในระดับลงทุน (investment grade) ของจีน ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 4.5-5.0% สะท้อนความเสี่ยงภาคอสังหาฯที่มีมากขึ้น



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

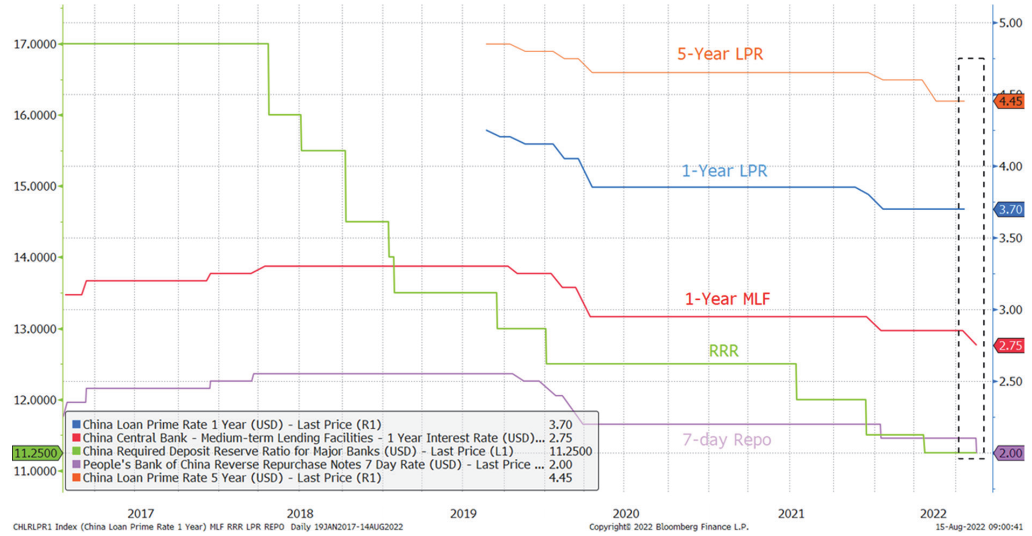
PBoC ลดดอกเบี้ย MLF และ Reverse Repo สวนคาดตลาดเพื่อหนุนเศรษฐกิจที่ยังถูกกดดันในหลายภาคส่วน

ธนาคารกลางจีน (PBoC) ประกาศลดอัตราดอกเบี้ยโครงการเงินกู้ระยะกลาง (MLF) ระยะ 1 ปีลง 10bps เป็น 2.75% และอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร (Reverse Repo) ระยะ 7 วัน ลง 10bps เป็น 2.0% ท่ามกลางคาดการณ์ของตลาดว่าจะคงดอกเบี้ยต่อ

การปรับลดดอกเบี้ยในครั้งนี้เกิดขึ้นจากแนวโน้มเศรษฐกิจที่เปราะบางมากขึ้นท่ามกลางการบังคับใช้มาตรการ Zero COVID ที่เข้มงวดอย่างต่อเนื่องของรัฐบาล ประกอบกับปัญหาในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ลากยาวมากขึ้น ขณะที่รายงานตัวเลขเศรษฐกิจเดือน ก.ค. ออกมาแย่กว่าที่ตลาดคาดในทุกภาคส่วน

การปรับลดดอกเบี้ยลงทำให้การดำเนินนโยบายการเงินของ PBoC ยิ่งสวนทางกับของธนาคารกลางหลักอื่นๆ ของโลก อาทิ Fed, ECB และ BOE ที่เร่งปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่องเพื่อกดเงินเฟ้อ และอาจเป็นความเสี่ยงให้เกิดแรงกดดันต่อค่าเงินหยวนเพิ่มมากขึ้น

แผนภาพ 40: PBoC ปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLF ระยะ 1 ปี ลง 10bps เป็น 2.75% และอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร (Reverse Repo) ระยะ 7 วันลง 10bps เป็น 2.0% หลังตัวเลขเศรษฐกิจออกมาแย่กว่าคาด



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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มจะถูกกดดันจากสถานการณ์ COVID-19 ในประเทศที่กลับมารุนแรง ขณะที่ภาคการผลิตและการส่งออกจะยังได้รับผลกระทบจากภาวะขาดแคลนวัตถุดิบและอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว อย่างไรก็ตาม ข้อมูลที่มีความถี่สูง (High-frequency data) ชี้ว่าผลกระทบต่อเศรษฐกิจของการระบาดในระลอกนี้มีน้อยกว่าระลอกก่อนหน้า ส่วนหนึ่งเป็นผลของการที่รัฐบาลไม่ได้ประกาศสถานการณ์ฉุกเฉิน ด้าน BoJ มีการปรับเพิ่มประมาณการเงินเฟ้อปีนี้และปีหน้า แต่ยังต่ำกว่าเป้าหมายระยะกลาง ทำให้เราคาดว่า BoJ จะมีจุดยืนทางนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายไปตลอดทั้งวาระของนาย Haruhiko Kuroda หรือจนกระทั่ง เม.ย. 2023 เป็นอย่างน้อย ตามปัจจัยเศรษฐกิจที่ยังคงอ่อนแอและเงินเฟ้อ (ที่ไม่รวมราคาอาหารสด) ที่คาดว่าจะเร่งตัวขึ้นมาอยู่ที่เป้าหมาย 2% เพียงชั่วคราว รวมถึงค่าจ้างที่ยังไม่ได้เติบโตมากนัก ส่วนการเปลี่ยนแปลงสมาชิกของคณะกรรมการนโยบาย BoJ เมื่อวันที่ 23 ก.ค. คาดจะไม่ได้ส่งผลกระทบต่อจุดยืนทางนโยบายอย่างมีนัยยะ

กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศชะลอตัวลงจากการแพร่ระบาดของ COVID ระลอกใหม่ ขณะที่ดุลการค้ายังคงขาดดุลต่อเนื่องจากผลกระทบของการอ่อนค่าของเงินเยนและราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ยังคงอยู่ในระดับสูง

กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศเดือน ก.ค. ชะลอตัวลงโดยดัชนี Composite PMI เดือน ก.ค. ปรับตัวลดลง -2.8 จุด เป็น 50.2 จุด ท่ามกลางการแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่กลับมารุนแรง ส่งผลให้ดัชนีภาคบริการปรับตัวลดลง (-3.7, 50.3) ขณะที่ภาคการผลิตชะลอตัวลง (-0.6, 52.1) ท่ามกลางต้นทุนด้านพลังงานและค่าจ้างที่สูงขึ้น ทำให้ผลผลิตหดตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 5 เดือน และยอดคำสั่งซื้อใหม่หดตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 10 เดือน ด้านราคาต้นทุนปัจจัยการผลิตชะลอตัวลงเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ม.ค.

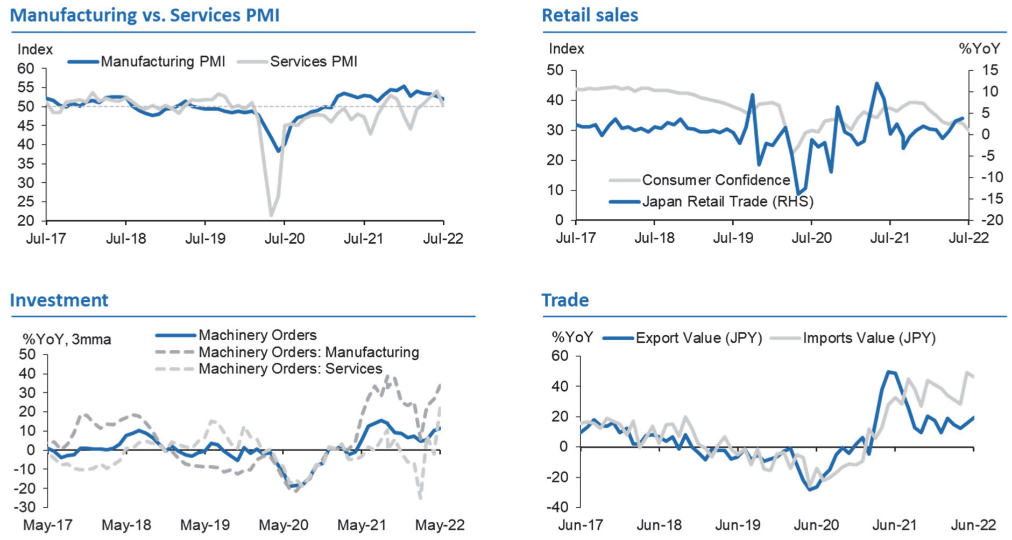
ด้านอุปสงค์ในประเทศยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน มิ.ย. หดตัว -1.4% MoM, SA ชะลอตัวลงจากที่ขยายตัว 0.7% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 0.2%

ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน มิ.ย. ขยายตัว 8.9% MoM, SA จากที่หดตัว -7.5% ในเดือนก่อน และดีกว่าที่ตลาดคาดอย่างมากที่ 4.2% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมหดตัว -3.1% YoY (vs. -3.1% เดือนก่อน)

ด้านอุปสงค์นอกประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน มิ.ย. เร่งตัวขึ้นเป็น 19.4% YoY จาก 15.8% ในเดือนก่อน ด้านยอดนำเข้า (Imports) ชะลอตัวลงเป็น 46.1% YoY จาก 48.9% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 46.3% ส่วนดุลการค้า (Trade Balance) เดือน มิ.ย. ขาดดุล -JPY1,383bn ลดลงจากที่ขาดดุล -JPY2,385.8bn ในเดือนก่อน

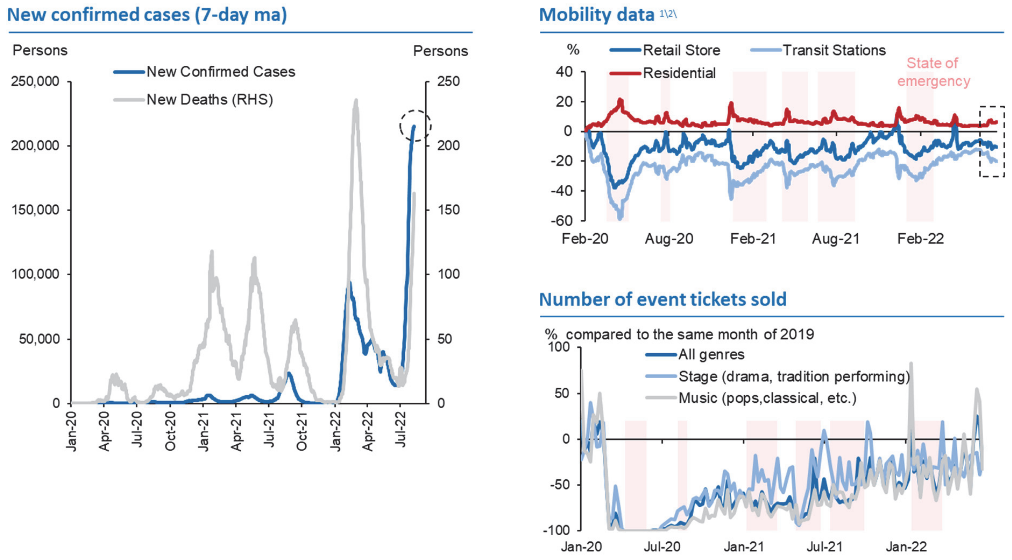
ด้านการลงทุนยอดสั่งซื้อเครื่องจักรไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง (Core Machine Orders) เดือน พ.ค. เร่งตัวเป็น 11.3% YoY, 3mma (vs. 10.3% เดือนก่อน)

แผนภาพ 41: กิจกรรมทางเศรษฐกิจในประเทศชะลอตัวลงจากการระบาดของ COVID ระลอกใหม่



ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพ 42: อย่างไรก็ตาม ข้อมูลที่มีความถี่สูง (High-frequency data) ชี้ว่าผลกระทบต่อเศรษฐกิจของการระบาดในระลอกนี้มีน้อยกว่าระลอกก่อนหน้า ส่วนหนึ่งจากการที่รัฐบาลไม่ได้ประกาศสถานการณ์ฉุกเฉิน



Note: 1\ As of 5 Oct. 2\ The baseline day is the median value from the 5-week period Jan 3 – Feb 6, 2020.
ที่มา: V-resas.go.jp, Pia Corporation, Tourism Forecast Platform, Google mobility report, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

GDP ไตรมาส 2 ขยายตัว 2.2% QOQ,saar จากการบริโภคเอกชน หนุนให้เศรษฐกิจกลับสู่ระดับก่อน COVID-19 แต่แนวโน้มต่อจากนี้ยังคงไม่ดีนัก

GDP ไตรมาส 2/2022 (เบื้องต้น) ขยายตัว 2.2% QoQ, saar เร่งตัวขึ้นจาก 0.1% ในไตรมาสก่อน แต่ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 2.6% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน GDP ขยายตัว 1.1% YoY (vs. 0.7% ไตรมาสก่อน) และกลับมาสู่ระดับก่อนเกิดวิกฤต COVID-19

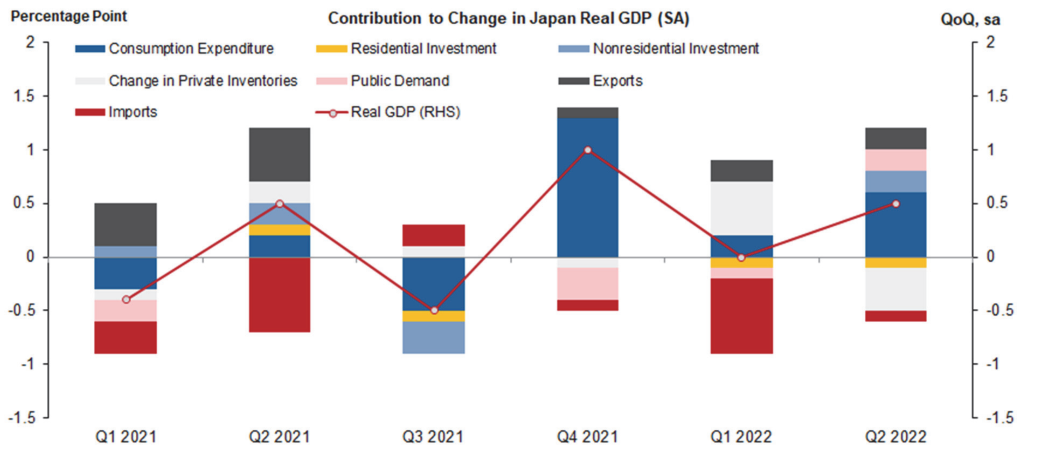
โดยการบริโภคภาคเอกชนเร่งตัวขึ้นเป็น 4.6% QoQ, saar (vs. 1.2% ไตรมาสก่อน) และการลงทุนที่มิใช่ที่อยู่อาศัย (Private Non-Residential Investment) พลิกกลับมาขยายตัว 5.8% QoQ, saar (vs. -1.1% ไตรมาสก่อน) ขณะที่การลงทุนในที่อยู่อาศัย (Private Residential Investment) หดตัวเพิ่มขึ้นเป็น -7.3% (vs. -5.6% ไตรมาสก่อน)

ด้านภาคต่างประเทศ การส่งออกขยายตัวดีต่อที่ 3.7% QoQ, saar (vs. 3.6% ไตรมาสก่อน) ขณะที่การนำเข้าชะลอตัวลงอย่างมากเป็น 2.7% (vs. 14.8% ไตรมาสก่อน)

ส่วนการใช้จ่ายภาครัฐ (Public Expenditure) พลิกกลับมาขยายตัว 2.5% QoQ, saar (vs. -1.3% ไตรมาสก่อน) จากการบริโภคภาครัฐที่เร่งตัวขึ้นเป็น 2.2% (vs. 1.7% ไตรมาสก่อน) และการลงทุนภาครัฐพลิกกลับมาขยายตัว 3.8% (vs. -12.3% ไตรมาสก่อน)

เศรษฐกิจญี่ปุ่นฟื้นตัวดีขึ้นในไตรมาส 2 จากแรงหนุนของการบริโภคในประเทศหลังการยกเลิก พรก.ฉุกเฉินในเดือน มี.ค. อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจในไตรมาส 3 คาดจะถูกกดดันจากสถานการณ์ COVID-19 ในประเทศที่กลับมารุนแรง ขณะที่ภาคการผลิตและการส่งออกจะยังได้รับผลกระทบจากภาวะขาดแคลนวัตถุดิบและอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว

แผนภาพ 43: GDP ไตรมาส 2 เร่งตัวขึ้นจากแรงหนุนของการบริโภคภาคเอกชน (สีน้ำเงิน)



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

ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ปรับคาดการณ์เงินเฟ้อปีหน้าเพิ่มขึ้นแต่ยังคงต่ำกว่าเป้าหมายที่ 2%

ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) คงนโยบายการเงินเดิมในการประชุม Monetary Policy Meeting (MPM) วันที่ 20-21 มิ.ย. โดยมีมติ 8 ต่อ 1 คงเป้าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและยาว และมีมติแบบไม่เปิดเผยในการคงเป้าการเข้าซื้อสินทรัพย์ต่างๆ

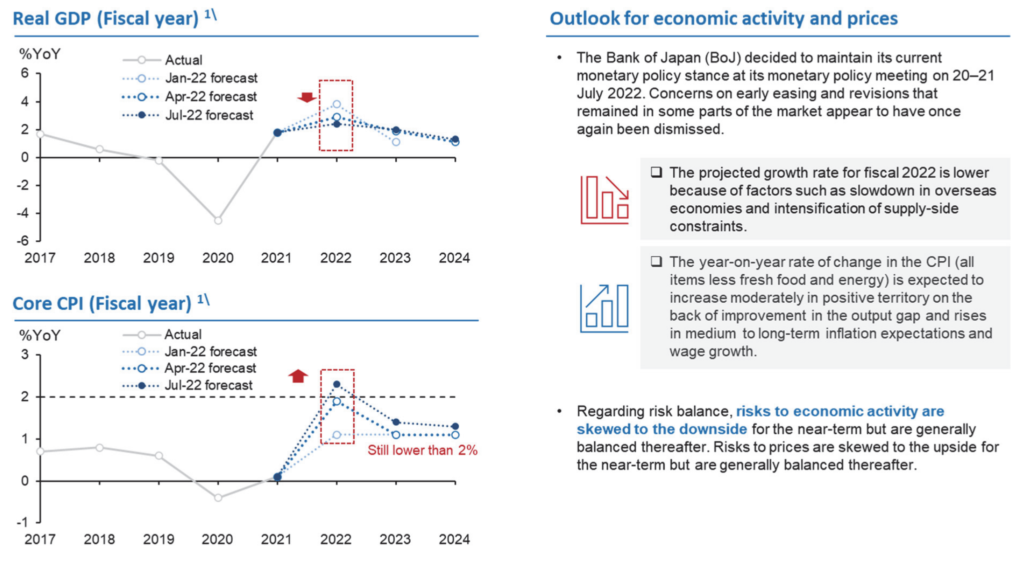
ในส่วนของประมาณการเศรษฐกิจ BoJ คาด GDP ปีงบประมาณ 2022F จะขยายตัวลดลงเป็น 2.4% จากประมาณการครั้งก่อนในเดือน เม.ย. ที่คาดว่าจะขยายตัว 2.9% จากความเสี่ยงเรื่องการชะลอตัวของเศรษฐกิจในต่างประเทศและปัญหาด้านการขาดแคลนอุปทาน ขณะที่ปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP ปีงบประมาณ 2023F ขึ้นเล็กน้อยเป็น 2.0% จากเดิมที่คาด 1.9%

ด้านประมาณการราคา BoJ คาดเงินเฟ้อ Core CPI (ไม่นับรวมราคาอาหารสด) จะขยายตัวเพิ่มขึ้นเป็น 2.3% ในปีงบประมาณ 2022F จากประมาณการครั้งก่อนในเดือน เม.ย. ที่คาดว่าจะขยายตัว 1.9% ส่วนเงินเฟ้อในปีงบประมาณ 2023F คาดจะอยู่ที่ 1.4% เพิ่มขึ้นจากการประมาณการครั้งก่อนที่ 1.1% และจะอยู่ที่ 1.3% ในปีงบประมาณ 2024F โดยในรายของ BoJ ระบุว่าอัตราเงินในปีนี้เพิ่มขึ้นจากราคาสินค้าประเภทพลังงาน อาหาร และสินค้าคงทน อย่างไรก็ตามปัจจัยเหล่านี้เราคาดว่าจะเป็นเพียงปัจจัยชั่วคราวเท่านั้น ทำให้เงินในระยะกลางยังคงห่างไกลเป้าหมายที่ 2% อย่างมาก (แม้ในระยะสั้นจะเร่งตัวขึ้นมาก) สะท้อนว่านโยบายการเงินจะยังคงผ่อนคลายอย่างมากต่อไป

ทั้งนี้เราคาดว่า BoJ จะมีจุดยืนทางนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายไปตลอดทั้งวาระของนาย Haruhiko Kuroda หรือจนกระทั่ง เม.ย. 2023 เป็นอย่างน้อย ตามปัจจัยเศรษฐกิจที่ยังคงอ่อนแอและเงินเฟ้อ (ที่ไม่รวมราคาอาหารสด) ที่คาดว่าจะเร่งตัวขึ้นมาอยู่ที่เป้าหมาย 2% เพียงชั่วคราว รวมถึงค่าจ้างที่ไม่ได้เติบโตมากนัก

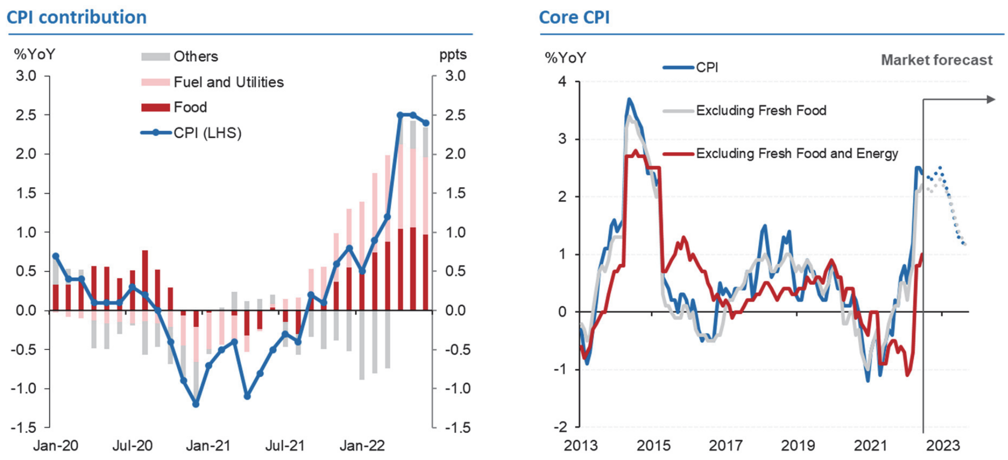
ในวันที่ 23 ก.ค. สมาชิกคณะกรรมการนโยบาย BoJ นาย Hitoshi Suzuki และนาย Goushi Kataoka จะหมดวาระลง โดยนาย Naoki Tamura จาก Sumitomo Mitsui Banking Corporation (SMBC) และนาย Hajime Takata จาก Okasan Securities จะเข้ามาดำรงตำแหน่งแทนที่ อย่างไรก็ดี คาดจะทำให้ภาพรวมจุดยืนของทั้งคณะกรรมการ BoJ ยังคงไม่เปลี่ยนแปลง และจะดำเนินนโยบายการเงินแบบ Dovish ต่อไป

แผนภาพ 44: BoJ ปรับประมาณการเงินเฟ้อปีนี้และปีหน้าแต่ยังต่ำกว่าเป้าหมายระยะกลาง



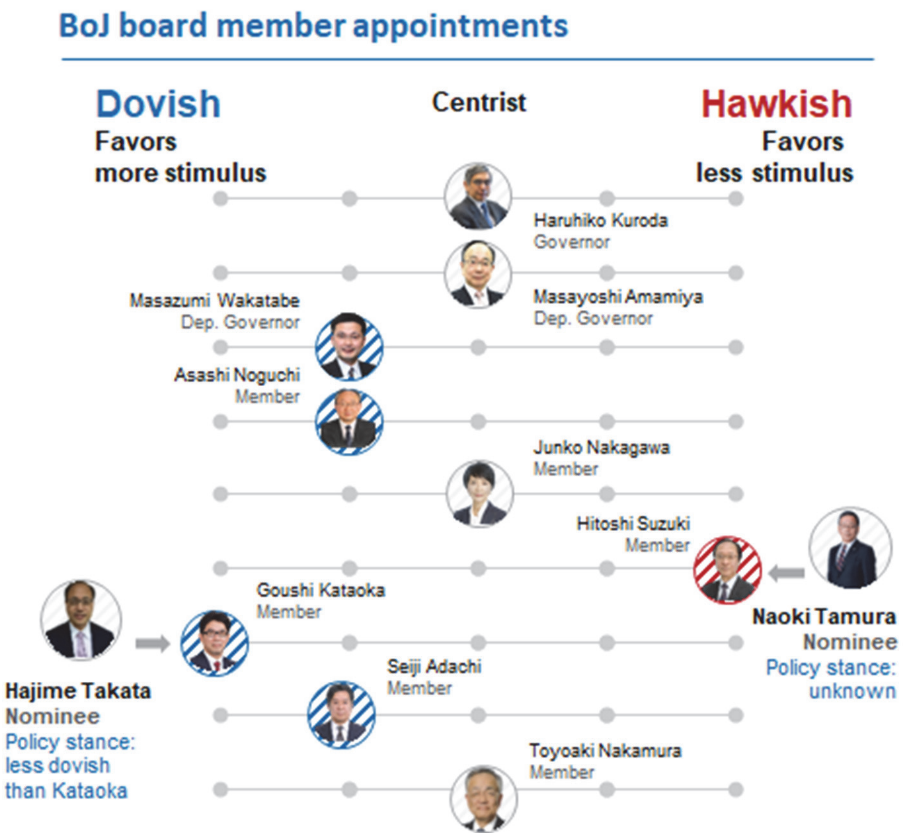
Note: 1\ BoJ's forecasts.
ที่มา: Bank of Japan, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพ 45: คาดอัตราเงินเฟ้อว่าจะชะลอตัวลงเนื่องจากราคาพลังงานและอาหารเริ่มมีแนวโน้มลดลง



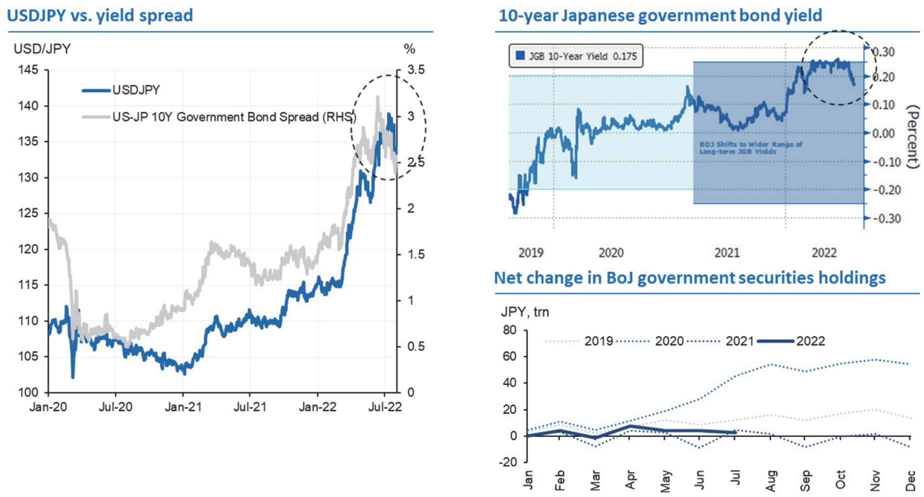
Note: Bloomberg consensus as of 5 Aug.
ที่มา: Cabinet office, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพ 46: คาดจุดยืนภาพรวมของทั้งคณะกรรมการน่าจะยังคง Dovish แม้จะมีการเปลี่ยนแปลงคณะกรรมการ



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

แผนภาพ 47: อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่ลดลงท่ามกลางความกังวลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจถดถอยได้คลายแรงกดดันต่อมาตรการ Yield curve control



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

เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไตรมาส 2 ของไทยขยายตัวต่อเนื่อง โดยหลักจากการเร่งตัวขึ้นของการบริโภคภาคเอกชนและกิจกรรมภาคบริการตามการฟื้นตัวของการท่องเที่ยว โดยในระยะข้างหน้า แม้เราจะมองว่าเงินเฟ้อจะผ่านจุดสูงสุดในไตรมาส 3 ปีนี้ แต่ยังมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับสูงในระยะข้างหน้าจากปัจจัยหนุนหลายประการ อาทิ ราคาอาหารสดและอาหารสำเร็จรูปที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ราคาพลังงานที่ยังทรงตัวในระดับสูง และแรงหนุนเงินเฟ้อของฝั่งอุปสงค์ที่เริ่มเพิ่มขึ้นตามตลาดแรงงานที่ปรับตัวดีขึ้น ดังนั้น เราคาดว่า ธปท. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีกครั้งละ 25bps ในการประชุมอีก 2 ครั้งที่เหลือของปี ทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นปีจะอยู่ที่ระดับ 1.25% (vs. 0.75% ในปัจจุบัน) โดย ธปท. จะปรับนโยบายการเงินให้กลับมาสู่ระดับปกติอย่างค่อยเป็นค่อยไป (gradual normalization) ในขณะที่เราให้น้ำหนักการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปีหน้าที่ 75bps เช่นเดียวกันกับในปีนี้

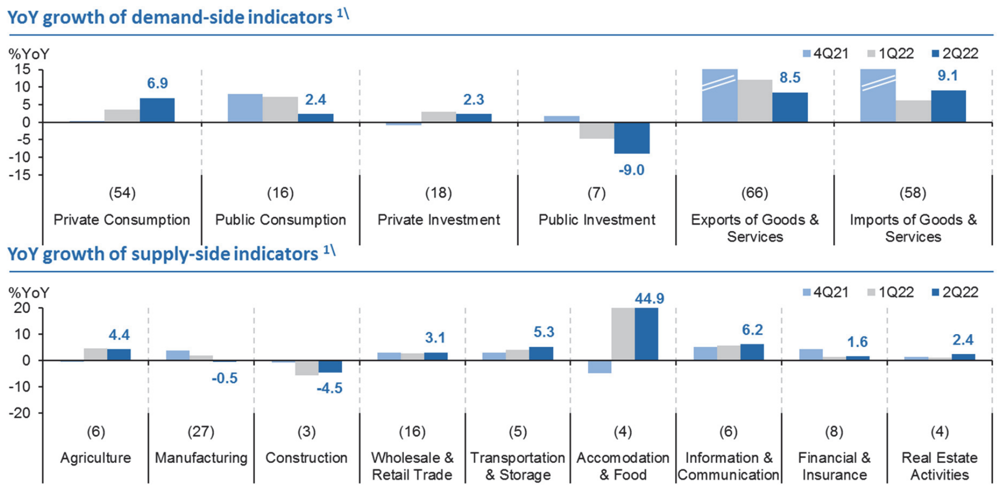
GDP ไตรมาส 2 ขยายตัวต่อเนื่อง จากการบริโภคและการท่องเที่ยวที่ปรับตัวดีขึ้น

เศรษฐกิจไทยไตรมาสที่ 2 ขยายตัว 2.5% YoY จากไตรมาสก่อนที่เติบโต 2.3% (vs. ตลาดคาด 3.1% และ TISCO ESU คาด 2%) ปัจจัยสำคัญมาจากการเร่งตัวขึ้นของกิจกรรมภาคบริการ ตามการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวและการผ่อนคลายมาตรการ Lockdown ดังนั้น ทำให้ในช่วงครึ่งปีแรก เศรษฐกิจไทยขยายตัว 2.4% ทั้งนี้ หลังขจัดผลของฤดูกาล เศรษฐกิจไทยขยายตัว 0.7% QoQ, sa (vs. 1.2% ไตรมาสก่อน) สะท้อนโมเมนตัมที่ขยายตัวต่อเนื่อง

<u>ด้านการใช้จ่าย (Demand side)</u> อุปสงค์ต่างประเทศนำโดยการส่งออกสินค้าชะลอลงเป็น 4.6% YoY (vs. 10.2% ไตรมาสก่อน) สวนทางกับการส่งออกบริการที่ขยายตัวแข็งแกร่งที่ 54.3% (vs. 32.5% ไตรมาสก่อน) ตามการเร่งตัวขึ้นของนักท่องเที่ยวต่างชาติ ขณะที่ด้านอุปสงค์ในประเทศ การบริโภคภาคเอกชนเร่งตัวขึ้นเป็น 6.9% YoY (vs. 3.5% ไตรมาสก่อน) โดยมีแรงหนุนสำคัญจากใช้จ่ายในหมวดบริการที่ขยายตัวสูง (13.7% vs.+4.1% ไตรมาสก่อน) ตามภาคการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนชะลอตัวลงเป็น 2.3% (vs. 2.9% ไตรมาสก่อน) และการใช้จ่ายภาครัฐอ่อนแอลงทั้งการอุปโภคภาครัฐที่ชะลอลงเป็น 2.4% (vs. 7.2% ไตรมาสก่อน)

<u>ด้านการผลิต (Supply side)</u> ภาคเกษตรกรรมขยายตัว 4.4% จากผลผลิตพืชที่สำคัญ ได้แก่ ข้าวเปลือก ถั่วเหลือง ข้าวโพดเลี้ยงสัตว์ และผลไม้ ในขณะที่ภาคอุตสาหกรรม หดตัว -1.8% จากที่ขยายตัว 0.6% ในไตรมาสก่อน ตามการลดลงของสาขาการผลิตสินค้าอุตสาหกรรม (-0.5% vs. +2% ไตรมาสก่อน) และสาขาการทำเหมืองแร่และเหมืองหิน (-22.4% vs. -18.5% ไตรมาสก่อน) ในขณะที่ภาคบริการขยายตัว 4.6% เร่งตัวขึ้นจากที่ขยายตัว 2.9% ในไตรมาสก่อน ตามการปรับตัวดีขึ้นในวงกว้างของกิจกรรมในภาคบริการ โดยเฉพาะสาขาที่พักแรมและบริการด้านอาหาร (44.9% vs. 33.5% ไตรมาสก่อน) สาขาข้อมูลข่าวสารและการสื่อสาร (6.2% vs. 5.7% ไตรมาสก่อน) และสาขาการขนส่งและสถานที่เก็บสินค้า (5.3% vs. 4.2% ไตรมาสก่อน)

แผนภาพที่ 48: การบริโภคภาคเอกชนและภาคบริการช่วยหนุนให้ GDP ในไตรมาส 2 ดีกว่าที่คาด



Note: 1\ Figures in parentheses represent a share of 2021 GDP (CVM).
ที่มา: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

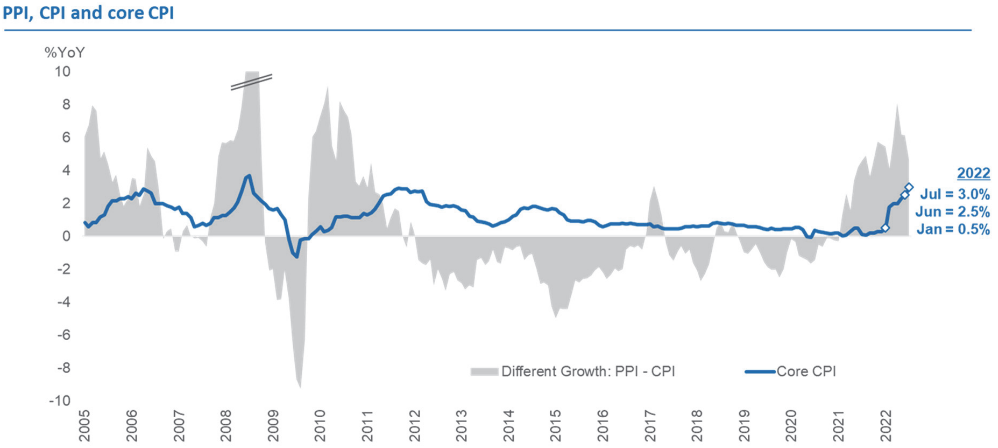
อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่เร่งตัวขึ้นสะท้อนการส่งผ่านของต้นทุนไปยังราคาสินค้าที่เพิ่มขึ้น

โดยแม้ว่าอัตราเงินเฟ้อในเดือน ก.ค. จะขยายตัวต่ำกว่าเดือนก่อนเล็กน้อย (7.6% YoY vs. 7.7% เดือนก่อน) แต่เรามองว่าการเร่งตัวขึ้นของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (เงินเฟ้อซึ่งไม่รวมราคาอาหารสดและพลังงาน) สะท้อนการส่งผ่านของต้นทุนไปยังราคาสินค้าที่เพิ่มขึ้น และทำให้ธนาคารกลางมีความกังวล

ดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) ซึ่งเป็นดัชนีราคาที่คำนวณขึ้นเพื่อใช้วัดการเปลี่ยนแปลงราคาสินค้าโดยเฉลี่ยที่ผู้ผลิตได้รับช่วงเวลาหนึ่ง โดยล่าสุด PPI ในเดือน ก.ค. ขยายตัวสูงถึง 12.2% YoY โดยเป็นการปรับสูงขึ้นในทุกหมวดสินค้า ตามต้นทุนการผลิตที่เพิ่มสูงขึ้นจากทั้งราคาพลังงานและวัตถุดิบ และต้นทุนการนำเข้าจากการอ่อนค่าของเงินบาท

ส่วนต่างระหว่างดัชนี PPI และดัชนี CPI ที่เพิ่มขึ้นสะท้อนถึงต้นทุนการผลิตที่ผู้ผลิตต้องแบกรับมากขึ้น จากข้อมูลในอดีตพบว่าในช่วงที่ส่วนต่างดังกล่าวเพิ่มขึ้นมากและทรงตัวอยู่ในระดับสูงเป็นระยะเวลานาน ผู้ผลิตจะผลักภาระไปยังผู้บริโภคผ่านการปรับราคาขายให้เพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานมีแนวโน้มทรงตัวในระดับสูง

แผนภาพที่ 49: ต้นทุนการผลิตที่เพิ่มขึ้นเป็นเวลานานมักจะถูกส่งผ่านไปยังเงินเฟ้อพื้นฐาน



Note: 1\ Figures in parenthesis are median inflation expectations
ที่มา: MoC, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ราคาสินค้าอาหารยังคงหนุนให้อัตราเงินเฟ้อทรงตัวอยู่ในระดับสูงในระยะข้างหน้า

หากเราเจาะลึกเข้าไปในรายละเอียดของ CPI จะพบว่า แรงขับเคลื่อนหลักของเงินเฟ้อมาจากฝั่งอุปทาน โดยเฉพาะราคาสินค้าในหมวดอาหารที่เพิ่มขึ้นเป็นวงกว้าง ทั้งอาหารสดและอาหารสำเร็จรูป ด้านราคาอาหารสดยังมีความเสี่ยงที่จะมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น จากแรงกดดันของปัจจัยฤดูกาลในช่วงไตรมาส 3 ซึ่งเป็นช่วงที่มีฝนตกและระดับน้ำในเขื่อนอยู่ในระดับสูง

ในขณะที่ราคาอาหารสำเร็จรูปก็ยังไม่มีแนวโน้มที่จะปรับตัวลงในระยะสั้น โดยข้อมูลในอดีตชี้ว่า เมื่อราคาน้ำมันดีเซลเพิ่มขึ้นจะทำให้ราคาอาหารสำเร็จรูปเพิ่มขึ้นตามค่อนข้างเร็ว แต่เวลาที่ราคาน้ำมันดีเซลปรับตัวลดลง ราคาอาหารสำเร็จรูปมักจะยังทรงตัวในระดับสูงไปอีกระยะหนึ่ง จนกว่าราคาน้ำมันดีเซลจะปรับตัวลดลงอย่างมีนัยยะ ทั้งนี้ ในปัจจุบันราคาน้ำมันดีเซลยังมีแนวโน้มทรงตัวในระดับสูง ซึ่งจะกดดันให้ราคาอาหารสำเร็จรูปมีแนวโน้มอยู่ในระดับสูงอย่างต่อเนื่องในระยะข้างหน้า

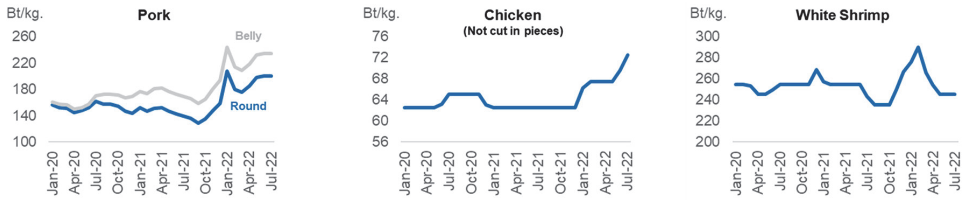
แผนภาพที่ 50: ราคาสินค้าในหมวดอาหารเพิ่มขึ้นเป็นวงกว้าง ทั้งอาหารสดและอาหารสำเร็จรูป

Inflation heatmap: Food & Non-alcohol beverages (%YoY) 1\

2020	Weight	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D
CPI: Food & Non Alcoholic Beverages (FB)	40.4	2	2	2	1	-0	0	1	2	1	2	2	1
Cooked at Home	24.9	3	3	2	2	-1	-0	0	2	2	2	3	2
* Rice, Flour & Cereal (RF)	4.1	8	8	8	7	6	6	5	1	-1	-2	-3	-4
* Meats Poultry & Fish	8.9	4	2	2	1	0	-0	1	3	3	4	4	3
- Meats	3.5	7	5	3	2	1	1	5	8	9	11	11	8
- Poultry & Frog	1.6	2	1	1	1	0	-2	-1	0	-1	-4	-0	-1
- Fish and Aquatic Animal	3.8	1	1	1	1	-0	-0	-0	0	-0	0	-0	-0
* Eggs and Dairy Products	2.1	2	1	3	6	1	-2	-1	-0	-0	-1	0	0
* Vegetables and Fruits	5.5	1	3	-0	-4	-9	-6	-5	3	3	6	8	6
* Seasoning and Condiments (SC)	2.2	1	3	3	3	3	3	3	3	2	3	2	3
* Non Alcoholic Beverages	2.2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	0	0
Prepared Food	15.4	0	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1
CPI: FB: Prepared Food: at Home	8.7	1	1	1	1	1	1	1	0	1	0	0	0
CPI: FB: Prepared Food: Food Away From Home	6.7	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1

2021	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D
CPI: Food & Non Alcoholic Beverages (FB)	1	-0	-0	0	0	0	-0	-1	-1	-0	0	1
Cooked at Home	1	-1	-1	0	-0	0	-1	-3	-2	-1	0	1
* Rice, Flour & Cereal (RF)	-5	-6	-7	-7	-6	-6	-6	-7	-8	-9	-7	-7
* Meats Poultry & Fish	1	1	2	2	3	2	0	-2	-1	-1	0	2
- Meats	4	3	5	6	6	5	1	-2	-2	-3	1	4
- Poultry & Frog	-1	-1	-0	-0	0	2	0	-5	-2	3	-0	0
- Fish and Aquatic Animal	-0	-1	-1	-0	0	0	-0	-0	-0	-0	-0	0
* Eggs and Dairy Products	-0	-0	-1	-5	-1	3	2	4	4	2	-0	0
* Vegetables and Fruits	3	-3	-2	3	-1	-1	-3	-7	-5	2	4	5
* Seasoning and Condiments (SC)	3	3	4	3	4	4	4	4	5	5	6	6
* Non Alcoholic Beverages	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Prepared Food	1	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0
CPI: FB: Prepared Food: at Home	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CPI: FB: Prepared Food: Food Away From Home	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0

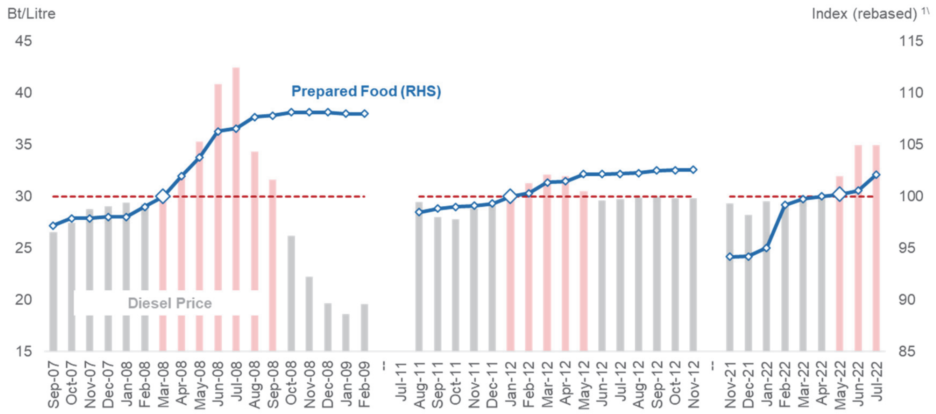
2022	J	F	M	A	M	J	J
CPI: Food & Non Alcoholic Beverages (FB)	2	5	5	5	6	6	8
Cooked at Home	3	4	4	4	6	6	8
* Rice, Flour & Cereal (RF)	-7	-4	-4	-4	-3	-3	-1
* Meats Poultry & Fish	10	9	6	7	10	13	14
- Meats	23	17	10	13	20	24	25
- Poultry & Frog	3	4	5	6	7	9	11
- Fish and Aquatic Animal	1	2	2	2	3	3	3
* Eggs and Dairy Products	3	4	6	10	9	5	4
* Vegetables and Fruits	-2	1	3	1	3	0	6
* Seasoning and Condiments (SC)	6	8	8	9	10	11	12
* Non Alcoholic Beverages	0	1	2	2	2	3	3
Prepared Food	1	6	6	6	7	7	9
CPI: FB: Prepared Food: at Home	1	6	6	7	7	7	9
CPI: FB: Prepared Food: Food Away From Home	1	5	6	6	6	7	8



Note: 1\ Shows the YoY growth comparison for each product from 2019-now.
ที่มา: MoC, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 51: ราคาพลังงานที่เพิ่มขึ้นจะกดดันให้ราคาอาหารสำเร็จรูปทรงตัวอยู่ในระดับสูง

Domestic diesel price and prepared food



Note: 1\ The prepared food index was rebased to 100 at the first period when diesel price was above 30 baht/litre.
ที่มา: MoC, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นอกจากราคาอาหารแล้ว เงินเฟ้อในหมวดค่าสาธารณูปโภคและค่าเชื้อเพลิงก็ขยายตัวในระดับสองหลัก ประกอบกับรัฐบาลจะมีการปรับขึ้นค่าไฟฟ้าผันแปร (ค่า FT) ที่จะทำให้ค่าไฟต่อหน่วยเพิ่มขึ้น 17% ในช่วงเดือน ก.ย. - ธ.ค. นี้ด้วย ส่งผลให้ราคาสินค้าในหมวดดังกล่าวยังคงมีแนวโน้มอยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง และจะหนุนให้อัตราเงินเฟ้อยังคงอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 52: ราคาสินค้าในหมวดสาธารณูปโภคและค่าเชื้อเพลิงก็ขยายตัวในระดับสองหลัก

Inflation heatmap: Non-food & Beverages (%YoY) 1\

		2020											
	Weight	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D
Non Food & Beverages	59.7	1	-0	-2	-5	-5	-3	-2	-2	-2	-2	-2	-1
Apparel & Footwears	2.2	0	-0	0	0	0	0	-0	-0	0	0	-0	-0
Housing & Furnishing	23.2	0	0	0	-5	-6	-2	-0	-0	-0	-0	-0	-0
* Shelter	15.5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- House Rent	14.6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Construction Materials	--	0	0	0	0	0	0	0	0	-0	-0	-0	-0
* Electricity, Fuel, Water Supply	5.5	0	0	-0	-21	-26	-8	-1	-1	-1	-1	-1	-1
* Household Furnish & Equipments	--	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-0	-0	-1	-1	-1
Medical & Personal Care	5.7	0	0	0	0	0	0	1	0	0	-0	0	-0
Transport & Communication	22.7	1	-0	-5	-10	-9	-5	-5	-4	-5	-4	-4	-3
* Public Transportation Services	1.4	6	6	6	4	0	0	0	-0	0	-0	0	-0
* Vehicles & Vehicle Operation	15.2	1	-1	-8	-15	-14	-8	-8	-7	-7	-6	-6	-5
- Purchasing	--	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
- Motor Fuel 2\	10.4	2	-3	-17	-31	-28	-16	-16	-14	-16	-14	-13	-10
- Maintenance Service Fees	--	1	1	1	2	1	1	0	1	-0	0	-0	-0
* Communication and Equipments	4.4	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Recreation, Reading, Education and Religion	4.5	1	1	0	0	0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Tobacco & Alcoholic Beverages	1.4	-0	0	0	0	0	0	-0	0	-0	0	0	0

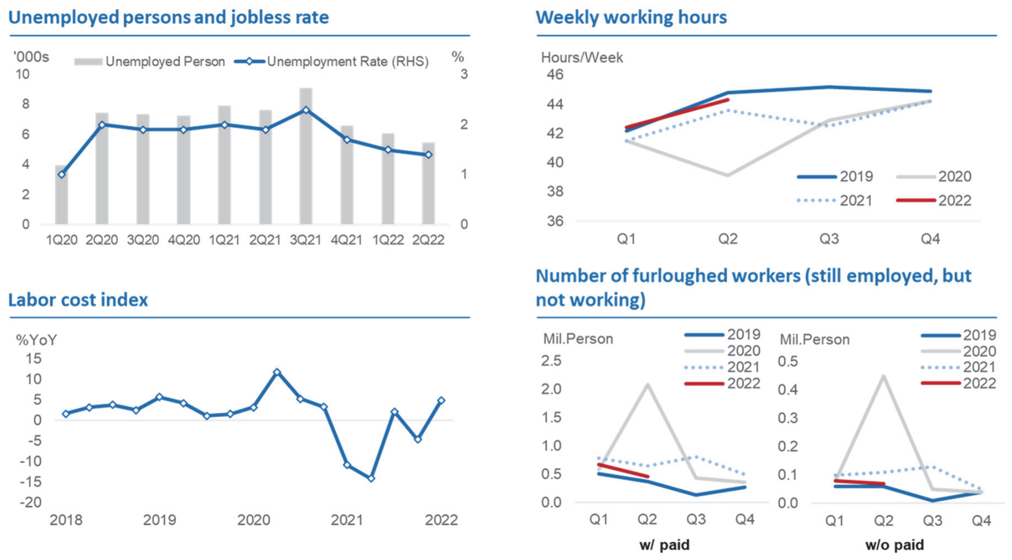
	2021												2022						
	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	J	F	M	A	M	J	J
Non Food & Beverages	-1	-2	0	5	4	2	1	1	4	4	4	3	4	6	7	5	8	8	7
Apparel & Footwears	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	0	0
Housing & Furnishing	-0	-5	-5	5	1	-3	-6	-6	-0	-0	-0	-0	1	6	6	1	7	7	8
* Shelter	0	-0	-0	0	0	0	0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	0	0	0	0	0	0
- House Rent	0	-0	-0	0	0	0	0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
- Construction Materials	-0	-0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	3	4
* Electricity, Fuel, Water Supply	-1	-21	-21	25	7	-14	-26	-26	-1	-1	-1	-1	3	28	28	3	33	33	43
* Household Furnish & Equipments	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	0	0	0	0	0
Medical & Personal Care	0	-0	-0	0	-0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Transport & Communication	-2	1	5	10	10	8	9	9	10	12	12	9	9	9	11	11	13	15	10
* Public Transportation Services	0	1	1	0	1	0	0	0	1	1	1	1	1	0	1	1	1	2	5
* Vehicles & Vehicle Operation	-3	1	8	16	16	13	14	14	15	18	18	13	14	14	17	16	19	22	15
- Purchasing	-0	-0	-0	-0	0	0	-0	0	-0	-0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Motor Fuel 2\	-6	2	17	38	36	28	29	29	32	37	37	26	28	27	31	30	36	39	26
- Maintenance Service Fees	0	-0	-0	-1	-0	-0	1	-0	1	0	1	1	0	0	0	0	0	1	1
* Communication and Equipments	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Recreation, Reading, Education and Religion	-0	-0	-0	0	-0	-0	-0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	0	0
Tobacco & Alcoholic Beverages	0	0	0	0	0	0	0	-0	0	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2

Note: 1\ Shows the YoY growth comparison for each product from 2019-now.
2\ Weight as of July 2022.
ที่มา: MoC, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดแรงงานที่เริ่มฟื้นตัวก็ทำให้แรงหนุนเงินเฟ้อฝั่งอุปสงค์เพิ่มขึ้น

หลังจากที่สถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID คลี่คลายลง ก็มีการผ่อนคลายมาตรการ Lockdown และการเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้การใช้จ่ายในประเทศและจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเพิ่มขึ้น ซึ่งส่งผลให้ตลาดแรงงานเริ่มฟื้นตัว โดยตัวชี้วัดของตลาดแรงงานปรับตัวดีขึ้นอย่างเห็นได้ชัดเมื่อเปรียบเทียบกับช่วงเกิดวิกฤติ COVID-19 อาทิ จำนวนผู้ว่างงานที่ลดลง และจำนวนแรงงานที่มีงานทำแต่ไม่ได้ทำงานที่ปรับตัวลดลง ดังนั้น นอกจากแรงหนุนเงินเฟ้อฝั่งอุปทานที่ได้กล่าวไปข้างต้นแล้ว แรงหนุนเงินเฟ้อฝั่งอุปสงค์ก็เริ่มเพิ่มขึ้นในทิศทางเดียวกัน

แผนภาพที่ 53: ตลาดแรงงานที่ฟื้นตัวขึ้นช่วยหนุนกำลังใช้จ่ายของผู้บริโภค แม้จะยังไม่เท่าระดับก่อนวิกฤติ COVID-19

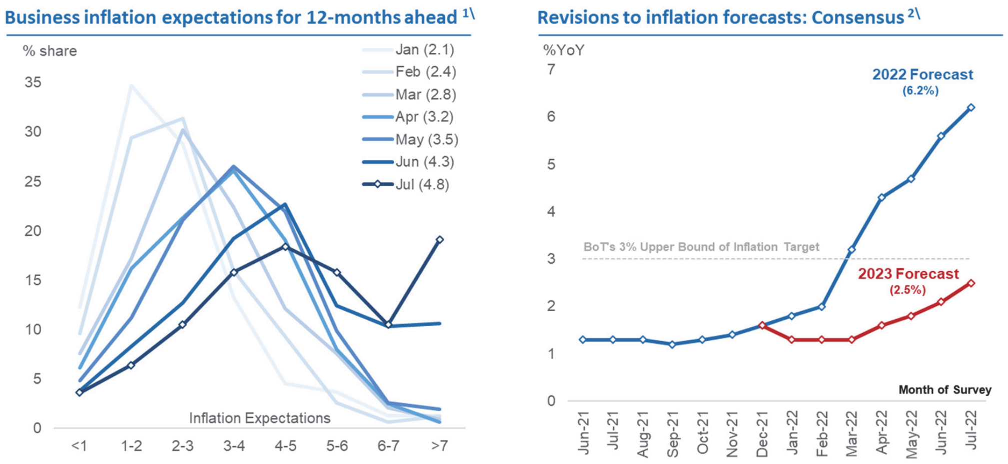


ที่มา: NSO, BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ภาคธุรกิจคาดว่าเงินเฟ้อในอีก 12 เดือนข้างหน้าจะยังอยู่ในระดับสูง สอดคล้องกับที่นักเศรษฐศาสตร์คาดว่าเงินเฟ้อในปีหน้าจะต่ำกว่า 3% เล็กน้อย

ภาคธุรกิจประเมินว่าคาดการณ์เงินเฟ้อในอีก 12 เดือนข้างหน้าจะยังมีแนวโน้มอยู่ในระดับสูงตามต้นทุนการผลิตที่เพิ่มขึ้น สอดคล้องกับมุมมองของนักวิเคราะห์ จากผลสำรวจของ Asia Pacific Consensus (ก.ค. 2022) มองว่าเงินเฟ้อในปีหน้ามีค่ากลางอยู่ที่ 2.5% แม้ว่าจะต่ำกว่ากรอบเป้าหมายของ ธปท. ที่ 3% แต่ก็ยังอยู่ในระดับสูงและยังเป็นปัจจัยหนุนต่อการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท. ในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 54: ภาคธุรกิจคาดจะเห็นอัตราเงินเฟ้อในอีก 12 เดือนข้างหน้ายังอยู่ในระดับสูง สอดคล้องกับที่นักเศรษฐศาสตร์คาดว่าเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำกว่า 3% ในปีหน้าเพียงเล็กน้อย



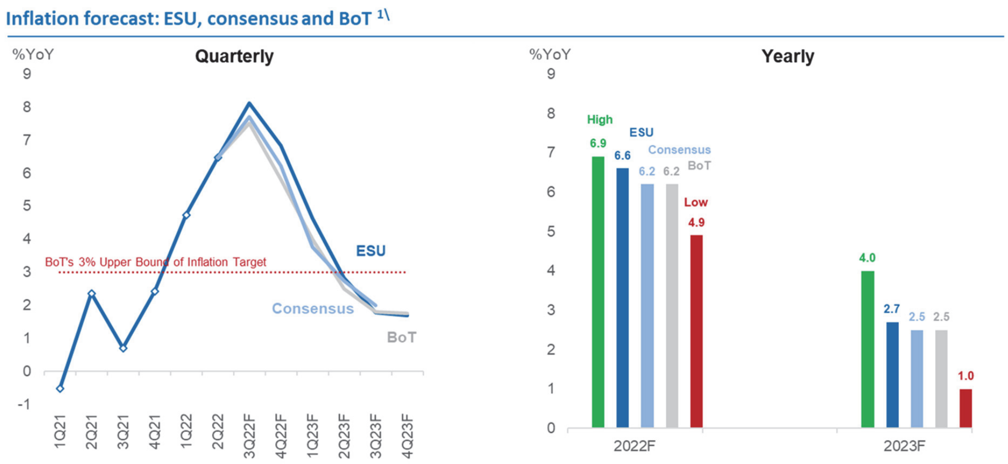
Note: 1\ Figures in parenthesis are median inflation expectations. 2\ Consensus (including high and low) based on Asia Pacific Consensus (July 2022)

ที่มา: Asia Pacific Consensus, BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราคาดว่า ธปท. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีกครั้งละ 25 bps ในการประชุมอีก 2 ครั้งที่เหลือในปีนี้

อัตราเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องในระยะข้างหน้า โดยแม้ว่าอัตราเงินเฟ้อน่าจะทำจุดสูงสุดในไตรมาส 3 และทยอยปรับตัวลดลง แต่เราคาดว่ายังต้องใช้เวลาอีกระยะหนึ่งกว่าที่อัตราเงินเฟ้อจะปรับตัวลดลงเข้าสู่กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อของ ธปท. ที่ 3% ดังนั้น เรามองว่า ธปท. จะพิจารณาปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีกครั้งละ 25bps ในการประชุมอีก 2 ครั้งถัดไป (เดือน ก.ย. และ พ.ย.) ทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นปีจะอยู่ที่ระดับ 1.25% (vs. 0.75% ในปัจจุบัน) เพื่อ ธปท. จะได้สามารถสร้างขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงิน (policy space) และสอดคล้องกับการปรับนโยบายการเงินให้กลับมาสู่ระดับปกติอย่างค่อยเป็นค่อยไป (gradual normalization) ในขณะที่เราให้น้ำหนักการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปีหน้าที่ 75bps เช่นเดียวกันกับในปีนี้ ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะอยู่ที่ 2% ซึ่งเป็นระดับที่ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยระยะยาว

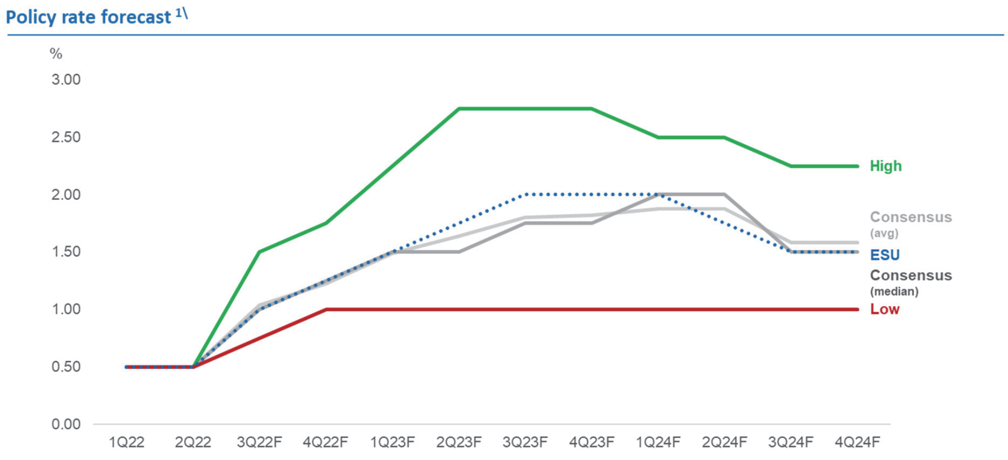
แผนภาพที่ 55: นักวิเคราะห์โดยมากคาดเงินเฟ้อจะทำจุดสูงสุดในไตรมาส 3 ปีนี้ แต่จะยังคงในระดับสูงในปีถัดไป



Note: 1\ Consensus (including high and low) based on Asia Pacific Consensus (July 2022)

ที่มา: Asia Pacific Consensus, BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 56: เราคาดธปท. ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้งหมด 75 bps ในปีนี้และปีหน้า (รวม 150bps) ใกล้เคียงกับที่ตลาดคาด



Note: Reuters's August poll

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

Our Team

TISCO Economic Strategy Unit

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

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

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

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

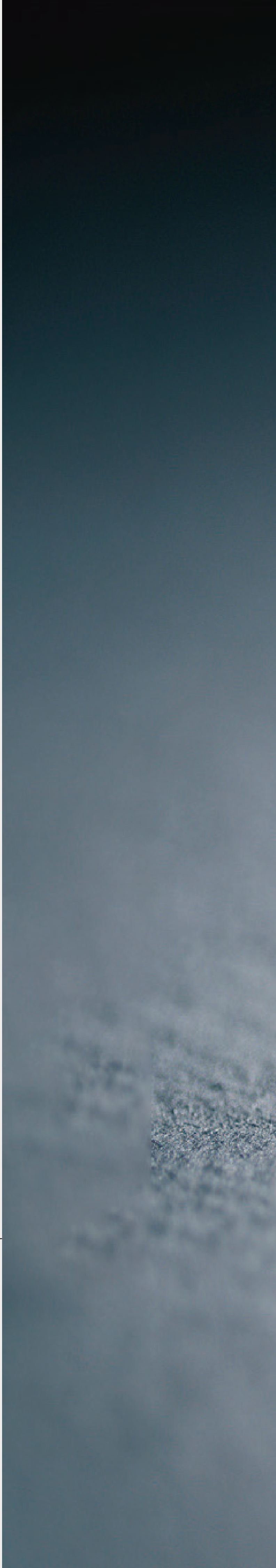
ธนธัช ศรีสวัสดิ์
Research Assistant
(66) 2633 6428
thanathat@tisco.co.th

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		
จันทร์ - ศุกร์	สำนักงานใหญ่	02 633 6217	เพชรบุรีตัดใหม่	02 318 3717	อาคารภคินท์	02 633 4333
	ศรีนครินทร์	02 006 5000	รัตนาธิเบศร์	02 965 5844	รังสิต	02 959 2166
	วรจักร	02 621 0141	เยาวราช	02 623 2212	ราชวงศ์	02 622 8220
	บางลำพู	02 629 3009	ทองหล่อ	02 712 5099	ดิโอลด์สยาม ชั้น 1	02 623 9141

สาขาธนาคารในเขตภูมิภาค

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