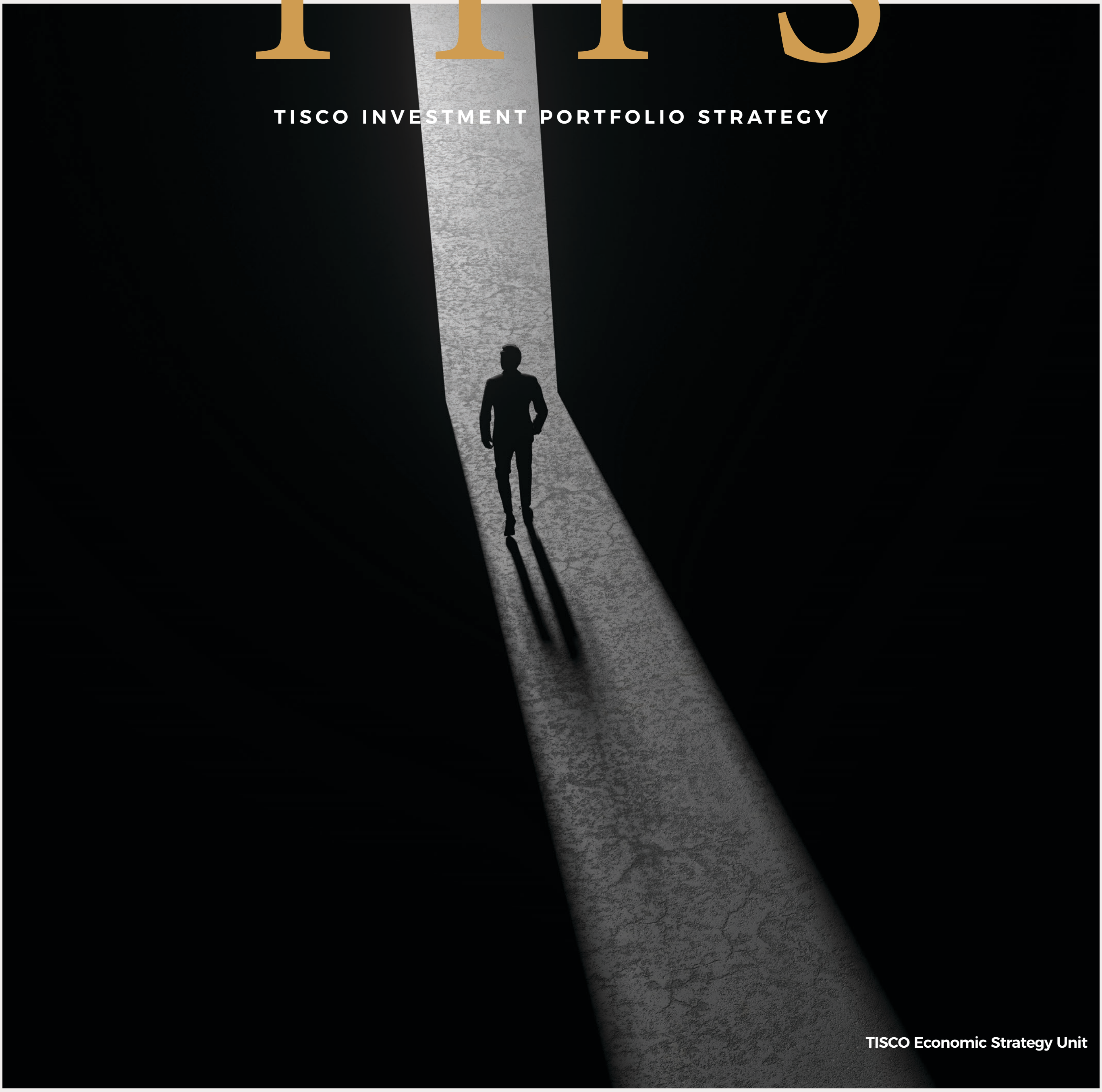
OCTOBER 2022 | ISSUE 086

TIPS



ตลาดหุ้นยังมีแนวโน้มเป็นขาลง จากความเสี่ยง ได้แก่ 1) นโยบายการเงินที่เข้มงวด เช่น การทำ QT ที่จะเพิ่มขนาดเป็น 2 เท่าตั้งแต่เดือน ก.ย. นี้ เป็นต้นไป

2) เงินเฟ้อที่อาจค้างอยู่ในระดับสูงในระยะข้างหน้า และ 3) คาดการณ์ผลประกอบการที่อาจถูกปรับลดเพิ่มเติมตามแนวโน้มเศรษฐกิจช่วงปลายวัฏจักร

แนะนำให้ทยอยซื้อดัชนี S&P500 ที่ระดับ 3,600-3,800 จุด ซึ่งเป็นระดับที่มีการตอบรับต่อความเสี่ยงจากภาวะ Recession พอสมควร

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY 03

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY 04

- ตลาดหุ้น 07
- ตลาดตราสารหนี้ 12
- ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ 15

GLOBAL ECONOMIC INSIGHT 22

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ 23
- เศรษฐกิจยุโรป 30
- เศรษฐกิจจีน 37
- เศรษฐกิจญี่ปุ่น 42
- เศรษฐกิจไทย 46

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

ก้าวเข้าสู่ไตรมาสสุดท้ายของปี ตลาดหุ้น (S&P500) ปรับลดลงมาใกล้เคียงระดับต่ำสุดที่ 3,600 ในช่วงเดือน มิ.ย. และมีความเสี่ยงหลายประการที่อาจทำให้ตลาดหุ้นปรับตัวลดลงต่อ ได้แก่

ประการแรก การลดขนาดงบดุล ซึ่ง Fed มีกำหนดปรับเพิ่มเพดานสูงสุดของการลดขนาดงบดุลจากเดิมที่เดือนละ 4.75 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นเดือนละ 9.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือน ก.ย. เป็นต้นไป ซึ่งอาจส่งผลให้ Bond yield อายุ 10 ปี ปรับเพิ่มขึ้นราว 20-80bps และกดให้ตลาดหุ้นเทรดในระดับ Valuation ที่ต่ำลง ที่ค่า Forward P/E ราว 16 เท่า ในระยะสั้น

สอง อัตราเงินเฟ้อมีความเสี่ยงจะค้างอยู่ในระดับสูงเกินกว่าเป้าหมายของ Fed ที่ 2% จากเงินเฟ้อที่มีการกระจายตัวในหลายกลุ่มสินค้า และมีกระแสการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างเศรษฐกิจในระยะยาว ทำให้ Fed จำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น เพื่อให้สอดคล้องกับภาวะเศรษฐกิจที่เปลี่ยนไป ซึ่งอาจส่งผลให้ค่า Forward P/E ของ S&P500 ลดลงมาเทรดที่ระดับต่ำราว 14 เท่าในระยะกลาง-ยาว

ประการสุดท้าย คาดการณ์กำไรของบริษัทจดทะเบียนอาจถูกปรับลดเพิ่มเติมจากแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง ตามการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น ประกอบกับการลดลงของราคาน้ำมันในช่วงที่ผ่านมา

ความเสี่ยงดังกล่าว ทำให้ตลาดหุ้นมีแนวโน้มลดลง โดยเราแนะนำให้ทยอยซื้อดัชนี S&P500 ที่ระดับ 3,600-3,800 ซึ่งเราประเมินว่าเป็นระดับที่มีการตอบรับต่อความเสี่ยงจากภาวะ Recession พอสมควร

GLOBAL
INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- เรามองตลาดหุ้นยังมีแนวโน้มเป็นขาลง จากความเสี่ยง ได้แก่ 1) นโยบายการเงินที่เข้มงวด เช่น การทำ QT ที่จะเพิ่มขนาดเป็น 2 เท่าตั้งแต่เดือน ก.ย. นี้ เป็นต้นไป
- 2) เงินเฟ้อที่อาจค้างอยู่ในระดับสูงในระยะข้างหน้า และ 3) คาดการณ์ผลประกอบการที่อาจถูกปรับลดเพิ่มเติม ตามแนวโน้มเศรษฐกิจช่วงปลายวัฏจักร
- แนะนำให้ทยอยซื้อดัชนี S&P500 ที่ระดับ 3,600-3,800 จุด ซึ่งเป็นระดับที่มีการตอบรับต่อความเสี่ยงจากภาวะ Recession พอสมควร

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting: Underweight		Weighting: Neutral	Weighting: Overweight		Themes
	Underweight		Neutral	Overweight		
ตราสารหนี้ไทย				●		- ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของไทยปรับเพิ่มขึ้นตาม Bond yield สหรัฐฯ จากเงินเฟ้อที่สูงกว่าคาด และ Fed ที่ส่งสัญญาณนโยบายการเงินเข้มงวดขึ้น - เรามอง Bond yield สหรัฐฯ จะทำจุดสูงสุดที่ 3.6-3.8% ปลายปีนี้ ซึ่งจะส่งผลให้ผลตอบแทนพันธบัตรไทยเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 3.3% - คงคำแนะนำ Overweight
ตราสารทุน						
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ			●			- เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง ท่ามกลางนโยบายการเงินที่ตึงตัวขึ้น - Valuation กลับมาอยู่ในระดับที่แพง - คาดการณ์กำไรอาจถูกปรับลดเพิ่มเติม ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่กำลังอยู่ในช่วงปลายของวัฏจักร - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย			●			- เศรษฐกิจฟื้นตัว จากภาคส่งออก และการท่องเที่ยว - อย่างไรก็ดี การบริโภคภาคเอกชนมีแรงกดดันจากต้นทุนที่เพิ่มขึ้นตามเงินเฟ้อ หลังมาตรการตรึงราคาน้ำมันดีเซลสิ้นสุดลงในเดือน เม.ย. ประกอบกับการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ - 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 - ปัจจัยบวกจากการประชุม National Congress เลือกผู้นำในช่วงเดือน ต.ค.-พ.ย. ซึ่งตลาดหุ้นมักจะปรับขึ้นล่วงหน้าราว 2 เดือน ก่อนการประชุม - 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 - ได้รับปัจจัยหนุนจากค่าเงินเยนที่อ่อนค่า - เงินเฟ้อยังอยู่ในระดับต่ำ เปิดทางให้ใช้นโยบายผ่อนคลายการเงินนานกว่า Fed และ ECB และไม่เป็นอุปสรรคต่อการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจการคลัง - ตลาดหุ้นมักจะไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป			●			- มีความเสี่ยงจากการขาดแคลนพลังงานเมื่อเข้าสู่ฤดูหนาวในช่วงปลายปี หลังรัสเซียระงับการส่งก๊าซผ่านท่อหลัก Nord Stream - มีความเสี่ยงจากสงครามที่ยืดเยื้อ และปัญหาหนี้รัฐบาลกลุ่มที่เศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น อิตาลี โปรตุเกส และกรีซ - ECB ออกเครื่องมือ Anti-fragmentation tools ช่วยลดผลกระทบจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น หลังส่วนต่างระหว่าง Bond yield ในกลุ่มประเทศที่อ่อนแอและมีหนี้สาธารณะสูง และเยอรมนีถ่างกว้างขึ้น สะท้อนความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากการผิดนัดชำระหนี้ของรัฐบาล - มีความเสี่ยง Recession สูงกว่าประเทศอื่น 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 เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 6% สูงสุดตั้งแต่ปี 2008 - 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

● (grey) Previous Recommendation ● ● (dark red, red) Underweight : ลดน้ำหนักการลงทุน ● (orange) Neutral : คงน้ำหนักการลงทุน ● ● (light green, dark green) Overweight : เพิ่มน้ำหนักการลงทุน

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,640	0.7%	0.6%	0.4%	5.3%	-2.3%	-1.1%	0.5%
Philippines PCOMP	6,244	-0.6%	-4.6%	-5.7%	3.0%	-10.9%	-12.3%	-9.7%
Indonesia JCI	7,183	0.4%	0.2%	0.3%	2.6%	2.7%	9.1%	16.9%
Singapore STI	3,236	0.0%	-1.0%	-0.3%	4.6%	-3.8%	3.6%	5.2%
Malaysia KLCI	1,433	-0.6%	-2.3%	-3.4%	0.1%	-10.3%	-8.6%	-6.9%
Asia	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
HK HSI	17,986	-1.6%	-4.1%	-7.8%	-15.5%	-18.8%	-23.1%	-26.6%
China H HSCEI	6,135	-1.1%	-4.4%	-7.7%	-17.8%	-19.6%	-25.5%	-29.8%
MSCI China	60	-1.1%	-3.8%	-8.2%	-17.8%	-19.5%	-28.9%	-33.7%
China CSI300	3,834	-0.9%	-2.5%	-7.9%	-11.7%	-10.3%	-22.4%	-21.0%
Taiwan TWSE	14,144	-1.0%	-2.9%	-6.3%	-6.8%	-20.2%	-22.4%	-17.2%
Korea KOSPI	2,289	-0.6%	-3.9%	-6.0%	-1.1%	-16.3%	-23.1%	-26.8%
MSCI Korea	695	-1.0%	-2.3%	-5.5%	-1.3%	-16.9%	-23.8%	-26.6%
India SENSEX	58,858	-0.6%	0.0%	-0.3%	12.6%	2.0%	1.0%	-1.7%
MSCI India	2,064	-0.1%	0.7%	0.3%	14.8%	3.1%	1.3%	-0.6%
Developed Market	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Australia AS 200	6,549	0.0%	-2.8%	-5.9%	0.3%	-11.2%	-12.0%	-11.1%
Japan TOPIX	1,916	-0.2%	-1.6%	-2.8%	3.5%	-3.2%	-3.8%	-6.2%
Japan Nikkei 225	27,154	-0.6%	-2.4%	-4.6%	3.8%	-3.2%	-5.7%	-8.4%
Europe STOXX600	400	-1.8%	-3.6%	-7.3%	-0.7%	-12.0%	-18.0%	-14.5%
Euro STOXX50	3,427	-1.9%	-3.2%	-6.2%	-0.3%	-11.4%	-20.3%	-18.3%
US Dow Jones	30,077	-0.4%	-2.9%	-8.6%	-2.0%	-12.5%	-17.2%	-13.5%
US S&P500	3,758	-0.8%	-3.7%	-9.0%	-1.0%	-15.7%	-21.2%	-15.5%
MSCI US REITs	1,160	-1.2%	-5.2%	-11.0%	-6.2%	-20.0%	-26.4%	-18.2%
J-REITs	2,017	0.3%	0.0%	0.3%	5.7%	2.8%	-2.4%	-3.1%
Europe	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
UK FTSE 100	7,160	-1.1%	-1.6%	-4.4%	2.0%	-4.0%	-3.0%	1.1%
Germany DAX	12,532	-1.8%	-3.3%	-5.0%	-3.0%	-12.3%	-21.1%	-19.9%
France CAC 40	5,919	-1.9%	-3.9%	-7.0%	0.6%	-10.1%	-17.3%	-11.7%
Switzerland SMI	10,298	-1.3%	-4.2%	-5.8%	-1.5%	-14.9%	-20.0%	-13.7%
Portugal PSI 20	5,679	-1.8%	-4.0%	-9.4%	-4.1%	-1.7%	2.0%	4.1%
Spain IBEX 35	7,775	-1.2%	-3.8%	-5.5%	-4.1%	-6.6%	-10.8%	-12.4%
Italy FTSE MIB	21,799	-1.1%	-2.5%	-2.6%	0.9%	-10.3%	-20.3%	-16.4%
Latin America	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Brazil BOVESPA	114,070	1.9%	3.7%	1.1%	16.3%	-2.9%	8.8%	0.0%
Chile IPSA	5,303	-1.2%	-5.0%	-1.4%	7.5%	9.5%	23.1%	20.2%
Mexico MEXBO	46,325	-1.4%	-0.9%	-3.4%	-0.7%	-16.0%	-13.0%	-10.0%
Regional	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
MSCI Asia Pac ex Japan	479	-1.2%	-2.5%	-7.2%	-8.1%	-19.2%	-24.0%	-25.9%
MSCI Latin America	2,195	0.7%	2.5%	-1.8%	7.6%	-15.3%	3.1%	-6.0%
MSCI All Country World	580	-1.1%	-3.0%	-8.6%	-2.9%	-17.6%	-23.2%	-20.8%
Commodities	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
WTI Spot	83.07	0.7%	-2.4%	-11.4%	-20.3%	-27.7%	10.5%	13.3%
Brent Spot	89.92	0.7%	-1.6%	-10.3%	-18.3%	-26.1%	15.6%	16.4%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	6.85	0.08	0.61	0.37	1.07	0.18	4.28	2.90
Gold Spot	1668.82	0.5%	-0.4%	-4.6%	-8.8%	-13.8%	-8.8%	-4.6%
Gold ETF Holdings (tonnes)	3060.76	-0.2%	-0.7%	-1.9%	-6.3%	-6.3%	0.6%	-1.2%
Bloomberg Agri Subindex	69.97	0.3%	1.5%	1.8%	1.0%	-7.7%	15.1%	23.7%
Thai Bond index	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
ThaiBMA Govt Bond index	293.37	-0.2%	-0.4%	-2.1%	1.1%	-4.5%	-7.1%	-8.3%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	212.90	-0.0%	-0.0%	-0.1%	0.7%	-0.6%	-0.7%	-0.7%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	298.93	-0.2%	-0.5%	-1.6%	1.0%	-2.3%	-2.9%	-3.7%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	388.88	-0.2%	-0.5%	-2.7%	0.7%	-2.6%	-5.4%	-6.3%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	254.96	-0.1%	-0.3%	-1.3%	0.7%	-1.6%	-2.6%	-3.1%
Thai Bond Yields (bps)	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
1Y	1.15	1	2	4	5	63	64	65
2Y	1.70	1	3	13	-5	99	104	116
5Y	2.45	6	18	38	-5	99	116	150
10Y	3.04	6	16	42	10	66	114	124
Spread 10Y-2Y	135	5	14	29	15	-32	10	8
Foreign Bond Yields (bps)	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
US 10Y	3.71	18	26	70	56	133	220	241
Japan 10Y	0.24	-2	-2	1	-1	2	17	20
UK 10Y	3.50	18	33	98	100	179	252	270
German 10Y	1.97	7	19	66	33	146	214	229
Spain 10Y	3.09	6	16	60	37	167	252	277
Italy 10Y	4.17	3	11	54	62	215	300	351
Others	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
VIX index	27.35	-0.6	1.1	3.2	-1.7	3.8	10.1	8.7
Dollar index	111.40	0.6%	1.5%	2.6%	6.7%	13.0%	16.4%	19.7%
USD/THB	37.40	0.6%	1.5%	3.8%	5.4%	11.2%	12.6%	12.0%
EUR/USD	0.98	-0.3%	-1.9%	-1.6%	-6.5%	-10.8%	-13.6%	-16.4%
GBP/USD	1.12	-0.4%	-1.7%	-5.3%	-8.2%	-15.0%	-17.0%	-18.3%
USD/JPY	142.29	-1.4%	-0.4%	4.3%	5.6%	17.5%	23.6%	29.1%
USD/CNY	7.10	0.4%	1.6%	3.9%	6.0%	11.4%	11.7%	9.9%
USD/CNH	7.11	0.3%	1.6%	3.8%	6.1%	11.3%	11.8%	10.1%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU) As of 9/22/2022

ตลาดหุ้น

เรามองตลาดหุ้นยังมีแนวโน้มเป็นขาลง จากปัจจัยกดดัน ดังนี้ 1) นโยบายการเงินที่เข้มงวด เช่น การทำ QT ที่จะเพิ่มขนาดเป็น 2 เท่าตั้งแต่เดือน ก.ย. นี้ เป็นต้นไป 2) เงินเฟ้อที่อาจค้างอยู่ในระดับสูงในระยะข้างหน้า ซึ่งอาจกดดันให้ Fed ปรับแนวโน้มดอกเบี้ยระยะยาวสูงขึ้น กดดัน Valuation ของตลาดหุ้น และ 3) เศรษฐกิจยังมีแนวโน้มอ่อนแอ คาดการณ์ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนอาจถูกปรับลดเพิ่มเติม เรามองดัชนี S&P500 ควรอยู่ในกรอบ 3,600-3,800 จุด ซึ่งเราประเมินเป็นระดับที่มีการตอบรับต่อความเสี่ยงจากภาวะ Recession พอสมควร

Fed เพิ่มขนาด QT เป็น 2 เท่า เริ่ม ก.ย. นี้ เป็นต้นไป

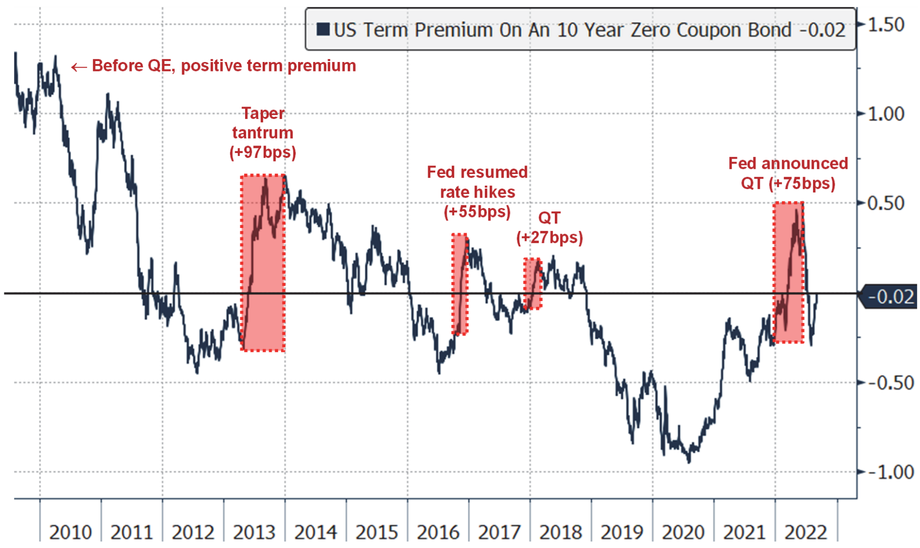
เครื่องมือในการควบคุมเงินเฟ้อของธนาคารกลาง นอกจากการปรับขึ้นดอกเบี้ยแล้ว ยังมีการลดขนาดงบดุล (Quantitative Tightening หรือที่เรียกสั้นๆ ว่า QT) ซึ่ง Fed เริ่มต้นลดขนาดงบดุล โดยการปล่อยให้สินทรัพย์ที่ถืออยู่หมดอายุและไม่ซื้อกลับในเดือน มิ.ย. เป็นต้นมา

การลดขนาดงบดุล ส่งผลกระทบต่อ Valuation ของตลาดหุ้น ผ่านการเพิ่มขึ้นของ Term premium หรือส่วนต่างของผลตอบแทนระหว่างการถือพันธบัตรระยะยาวจนครบอายุกับการถือพันธบัตรระยะสั้นแล้วซื้อใหม่ไปเรื่อยๆ (Roll-over) ที่ระยะเวลาเท่ากัน ซึ่งเป็นส่วนประกอบของ Bond yield ระยะยาว

งานวิจัยของนักวิชาการรวมถึงของ Fed หลายฉบับ ประเมินว่าการเปลี่ยนแปลงขนาดงบดุลของ Fed 600,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จะส่งผลต่อ Bond yield ระยะยาวราว 10-40 basis points (bps) ซึ่งก็สอดคล้องกับการลดขนาดงบดุลรอบก่อน ในระหว่างปี 2017-2019 ที่ Fed ลดขนาดงบดุลจาก 4.4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ สู่ระดับ 3.8 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ รวมมูลค่า -600,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่ง Term premium ปรับเพิ่มขึ้น +27bps

ตั้งแต่เดือน ก.ย. เป็นต้นไป Fed มีกำหนดปรับเพิ่มเพดานสูงสุดของการลดขนาดงบดุลจากเดิมที่เดือนละ 47,500 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นเดือนละ 95,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งจะส่งผลให้ ในช่วง 12 เดือนข้างหน้า งบดุลของ Fed จะลดลงรวมทั้งสิ้นราว 1.1-1.2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และอาจส่งผลต่อเนื่องให้ Term premium ของ Bond yield อายุ 10 ของสหรัฐฯ ปรับเพิ่มขึ้น 20-80bps ในช่วงปีข้างหน้า

แผนภาพที่ 1: การใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดในอดีต ส่งผลให้ Term premium ปรับเพิ่มขึ้น 30-100 bps



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

แผนภาพที่ 2: งานวิจัยหลายฉบับ ระบุการเปลี่ยนแปลงของงบดุลของ Fed ประมาณ 600,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จะส่งผลต่อ Bond yield ระยะยาวราว 10-40bps

Study	Sample	Method	Representative estimates of effect of $600 billion LSAP (±2 std errors if avail.)
Modigliani-Sutch (1966, 1967)	Operation Twist	time series	0 bp (±20 bp)
Bernanke-Reinhart-Sack (2004)	Japan, United States	event study	400 bp (±370 bp), 40 bp (±60 bp)
Greenwood-Vayanos (2008)	postwar United States (precrisis)	time series	14 bp (±7 bp)
Krishnamurthy–Vissing-Jorgensen (2011, 2012)	postwar U.S., LSAP1, and LSAP2	time series	15 bp (±5 bp)
Gagnon-Raskin-Remache-Sack (2011)	LSAP1	event study, time series	30 bp (±15 bp), 18 bp (±7 bp)
D'Amico-King (2013)	LSAP1 Treasury purchases	security-specific event study	100 bp (±80 bp)
Hamilton-Wu (2011)	U.S., 1990–LSAP2	affine no-arbitrage model	17 bp
Hancock-Passmore (2011)	LSAP1 MBS purchases	time series	30 bp
Swanson (2011)	Operation Twist	event study	15 bp (±10 bp)
Joyce-Lasaosa-Stevens-Tong (2011)	U.K. LSAPs	event study, time series	40 bp
Neely (2013)	effect of U.S. LSAP1 on foreign bond yields	event study	17 bp (±13 bp)
Christensen-Rudebusch (2012)	LSAP1, LSAP2, and U.K. LSAPs	event study, affine no-arbitrage model	10 bp
D'Amico et al. (2012)	United States, precrisis	weekly time series	45 bp
Bauer-Rudebusch (forthcoming)	LSAP1, LSAP2	event study, affine no-arbitrage model	16 bp
Li-Wei (2013)	United States, precrisis	affine no-arbitrage model	26 bp

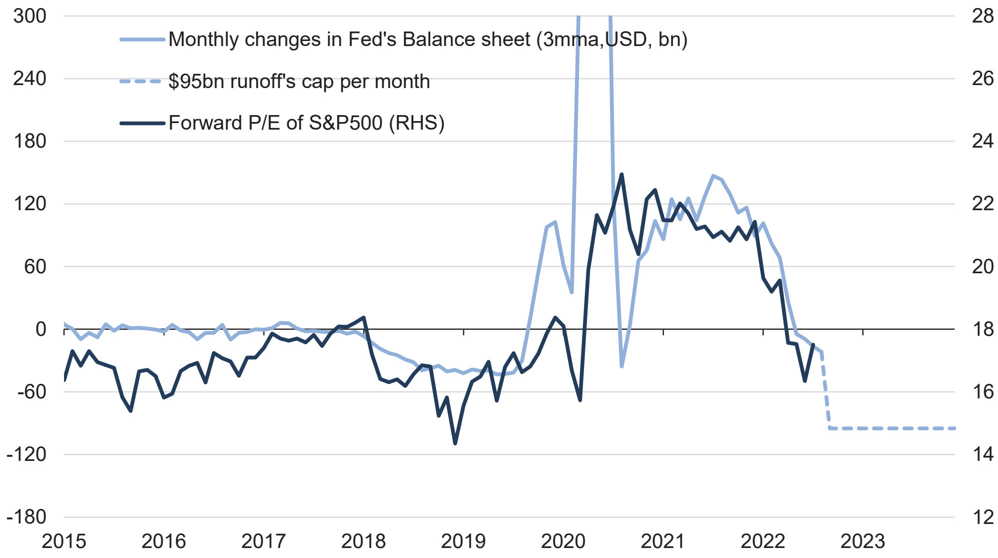
Note:
bp = basis point
LSAP1, LSAP2, etc. = large-scale asset purchase (LSAP) program 1, 2, etc.

ที่มา: Federal Reserve Bank of San Francisco

Term Premium และ Bond yield ที่เพิ่มขึ้น จากผลของการลดขนาดงบดุล จะส่งผลกดดันต่อระดับ Valuation ของตลาดหุ้น ซึ่งจะเห็นได้จากการทำ QT รอบก่อนในปี 2018 ซึ่ง Fed ลดขนาดงบดุลเดือนละราว -40,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งส่งผลให้ Forward P/E ของ S&P500 ลดลงจาก 18 เท่าในช่วงก่อนเริ่มลดขนาดงบดุล มาเทรดที่ 16 เท่า และในทางกลับกัน ช่วงที่เกิดการระบาดของ COVID-19 ในปี 2020 Fed ซื้อสินทรัพย์ (QE) ที่เดือนละราว +100,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ Forward P/E ของดัชนี S&P500 ก็เพิ่มขึ้นสูงถึง 22 เท่า

เราประเมินว่าการปรับเพิ่มวงเงิน QT เป็นเดือนละ -95,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ตั้งแต่เดือน ก.ย. เป็นต้นไป อาจกดดันดัชนี S&P500 ให้ลดลงมาเทรดที่ Forward P/E ระดับ 16 เท่า หรือคิดเป็นประดับดัชนีที่ 3,600-3,800 จุด

แผนภาพที่ 3: Valuation อาจถูกดดันเพิ่มขึ้น หลัง Fed ปรับเพิ่มเพดาน QT จากเดือนละ 47,500 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 95,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ



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

อัตราเงินเฟ้อมีความเสี่ยงที่จะค้างอยู่ในระดับสูงในระยะยาว

อัตราเงินเฟ้อเป็นหนึ่งในมาตรวัดภาวะเศรษฐกิจ ที่ Fed กำหนดเป้าหมายที่เฉลี่ย 2% ในการตัดสินใจปรับเปลี่ยนนโยบายการเงิน อัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับต่ำ ทำให้ Fed มีแนวโน้มที่จะใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย ซึ่งเป็นปัจจัยบวกต่อตลาดหุ้น เช่นในก่อนปี 2003 และตั้งแต่ปี 2015 เป็นต้นมา ซึ่งเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ คาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคต (5Y5Y Inflation Expectation) อยู่ที่ระดับราว 1.7-1.8% ซึ่งหนุนให้ค่า Forward P/E ของ S&P500 เทรดในระดับที่สูงถึง 18 เท่า

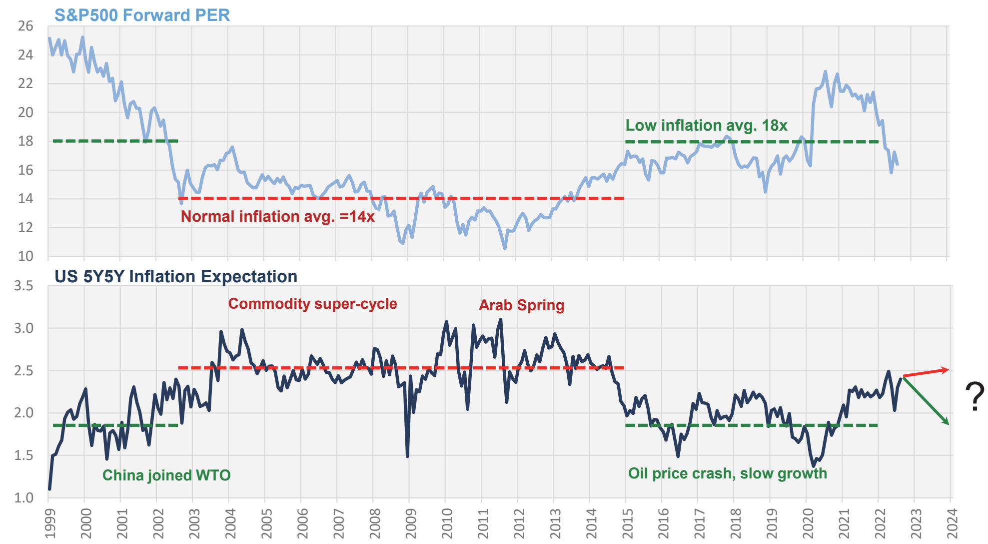
ในทางกลับกัน อัตราเงินเฟ้อที่มีความเสี่ยงจะอยู่ในระดับสูงเกินกว่าเป้าหมาย ทำให้ Fed จำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น เพื่อกดเงินเฟ้อลง ซึ่งเป็นปัจจัยลบกับตลาดหุ้น คล้ายกับในช่วงระหว่างปี 2003-2015 ซึ่งเป็นช่วงที่ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับเพิ่มขึ้นสูง ส่งผลให้ค่า Forward P/E ของ S&P500 ลดลงมาเทรดที่ระดับต่ำ 14 เท่า

Forward P/E ปัจจุบันเทรดอยู่ที่ระดับ 17 เท่า ใกล้เคียงภาวะเงินเฟ้อต่ำ ในขณะที่แนวโน้มเงินเฟ้อในระยะยาวยังมีความไม่แน่นอนสูงว่าจะสามารถลดลงเข้าสู่ระดับ 2% ตามเดิมได้หรือไม่ เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นในปัจจุบันมีการกระจายตัวในหลายกลุ่มสินค้า และมีกระแสการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างเศรษฐกิจทั้งในด้านอุปสงค์และอุปทาน ที่อาจส่งผลให้เงินเฟ้อค้างอยู่ในระดับสูงในระยะยาว ได้แก่

1. กระแสนโยบายการคลังซึ่งเอนเอียงไปทางประชานิยม (Populism) มากขึ้น ส่งเสริมให้เกิดความเท่าเทียมกันในสังคม เช่น การยกหนี้เพื่อการศึกษาบางส่วน (Student loan forgiveness) แก่ผู้มีรายได้ต่ำในสหรัฐฯ ทำให้ประชาชนมีเงินใช้จ่ายมากขึ้น
2. ทิศทางนโยบายที่จะเสริมสร้างความมั่นคงด้านการทหาร อาหาร พลังงาน และเทคโนโลยีมากขึ้น โดยเฉพาะหลังเกิดสงครามรัสเซีย-ยูเครน ซึ่งส่งผลให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ เช่น ข้าวสาลี ก๊าซธรรมชาติ และน้ำมัน ปรับเพิ่มขึ้นสูง นอกจากนี้ การปิดเมืองในช่วงระบาดของ COVID-19 ซึ่งทำให้การผลิต-ขนส่งหยุดชะงัก จนเกิดปัญหาขาดแคลนชิป รวมถึงความไม่แน่นอนด้านการปกครองในไต้หวัน ซึ่งเป็นผู้นำตลาดผลิต Semiconductor ทำให้หลายประเทศพยายามผลิตอาหาร พลังงานและเทคโนโลยีภายในประเทศให้มากที่สุด เช่น สหรัฐฯ ที่เพิ่งออกกฎหมาย CHIPS Act เพื่อสนับสนุนด้านการค้นคว้าและผลิต Semiconductor ภายในประเทศ ซึ่งอาจส่งผลให้ต้นทุนการผลิตสูงขึ้น
3. สัดส่วนประชากร ซึ่งมีผู้สูงอายุมากขึ้น มีประชากรวัยทำงานน้อยลง ประกอบกับการระบาดของ COVID-19 ทำให้เกิดการเกษียณก่อนกำหนด จนทำให้ขาดแคลนแรงงาน ผลักดันให้ค่าจ้างสูงขึ้น
4. กระแส Deglobalization ซึ่งเกี่ยวเนื่องมาตั้งแต่ปี 2017 จากสงครามการค้าระหว่างจีน-สหรัฐฯ และต่อมามีการปิดเมืองจาก COVID-19 ทำให้สายการผลิตหยุดชะงัก ขาดแคลนส่วนประกอบในการผลิต บริษัทมีแนวโน้มที่จะเปลี่ยนมากระจายการผลิตไปยังแหล่งที่มีความเสี่ยงต่ำ ทั้งจากภัยธรรมชาติ หรือการเมือง และมีความยืดหยุ่นสูง แทนแหล่งที่สามารถผลิตในราคาถูกเพียงอย่างเดียว

ดังนั้น แนวโน้มการเปลี่ยนแปลงทั้งจากภาครัฐและเอกชน ซึ่งมีตัวจุดชนวนหลักจากการระบาดของ COVID-19 ในปี 2020 อาจส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างเศรษฐกิจและสังคมในระยะยาว ที่อาจผลักดันให้เงินเฟ้อค้างอยู่ในระดับสูงกว่าช่วงระยะเวลา 10 ปีก่อนหน้านี้ และทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาว (Longer-run rate) ที่เหมาะสมกับภาวะเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นจากปัจจุบันที่ Fed ประเมินที่ 2.5% ซึ่งจะกด Valuation ให้ลดลงมาอยู่ที่ระดับ Forward P/E ที่ 14 เท่า ในระยะกลาง-ยาว

แผนภาพที่ 4: ระดับ Valuation ที่เหมาะสม ขึ้นอยู่กับอัตราเงินเฟ้อในระยะข้างหน้า



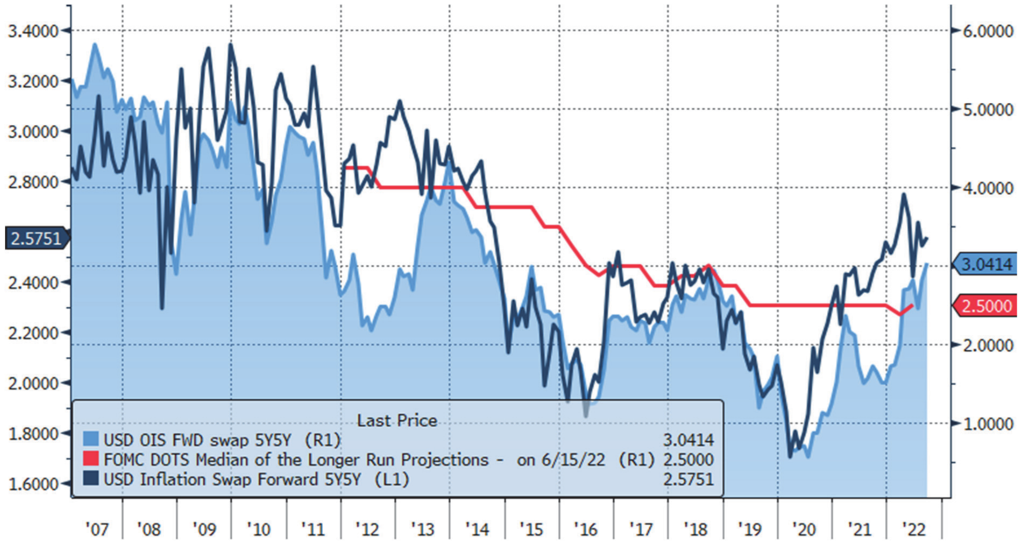
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 5: เงินเฟ้อมีความเสี่ยงที่จะค้างสูงจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเศรษฐกิจในระยะยาว

	Cyclical	Structural
Demand	• Demand for goods jumped during Covid lockdowns • Fiscal transfer (stimulus checks & extra unemployment benefits) kept demand high • Post Covid re-stocking	• Excess savings during the pandemic could result in prolonged above-trend demand • More active fiscal (redistributive and populist) policies to address inequality • Investment in military, food, energy, technology
Supply	• Covid-related factory closures, especially in China with its zero-Covid policy	• Ageing demographics and Covid-induced early retirement • Deglobalization, trade war, tech war are causing supply chains to prioritize resilience over efficiency • Decarbonization and ESG may lead to under-investment in fossil fuels; supply chain at risk of fluctuations in energy output from renewable sources • Russia (and potentially China) reducing trade with the west and attempting to diversify from USD/EUR reserves may suppress demand for DM debts and push interest rates higher

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

แผนภาพที่ 6: Fed ประเมินอัตราดอกเบี้ยระยะยาวที่เหมาะสมกับภาวะเศรษฐกิจอยู่ที่ 2.5%



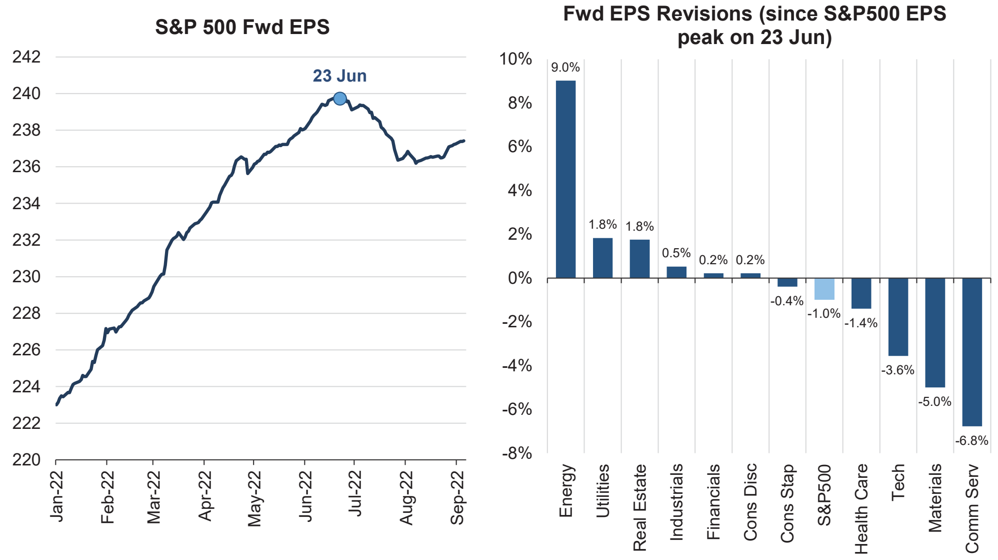
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ผลประกอบการบริษัทอาจถูกปรับลดเพิ่มเติม

นักวิเคราะห์จากการรวบรวมของ Bloomberg เริ่มมีการปรับลดผลประกอบการของบริษัทในระยะข้างหน้าลง โดยคาดการณ์กำไรของบริษัทจดทะเบียนใน S&P500 ในช่วง 12 เดือนข้างหน้า (Forward EPS) ถูกปรับลดลงแล้ว -1% จากสูงสุดในช่วงเดือน มิ.ย. โดยมีเพียงหุ้นกลุ่มพลังงาน (Energy) ที่ยังถูกปรับขึ้นเป็นอย่างมาก(+9%) ตามราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้นสูง ในขณะที่หุ้นกลุ่มสาธารณูปโภค (Utilities) ถูกปรับขึ้นเล็กน้อย (+1.8%) จากบริษัทที่ผลิตไฟฟ้าจากพลังงานสะอาด เช่น ลม แดด และนิวเคลียร์ หลังกฎหมาย Inflation Reduction Act ซึ่งสนับสนุนการลงทุนและใช้จ่ายด้านพลังงานสะอาด ผ่านสภาในเดือนก่อน

ในระยะข้างหน้า เรามองว่าคาดการณ์กำไรอาจถูกปรับลดลงได้อีก ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง และนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น ประกอบกับราคาน้ำมันในช่วงที่ผ่านมาเริ่มปรับลดลงแรงในช่วงเดือนที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 7: คาดการณ์กำไรเริ่มถูกปรับลดลงในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา



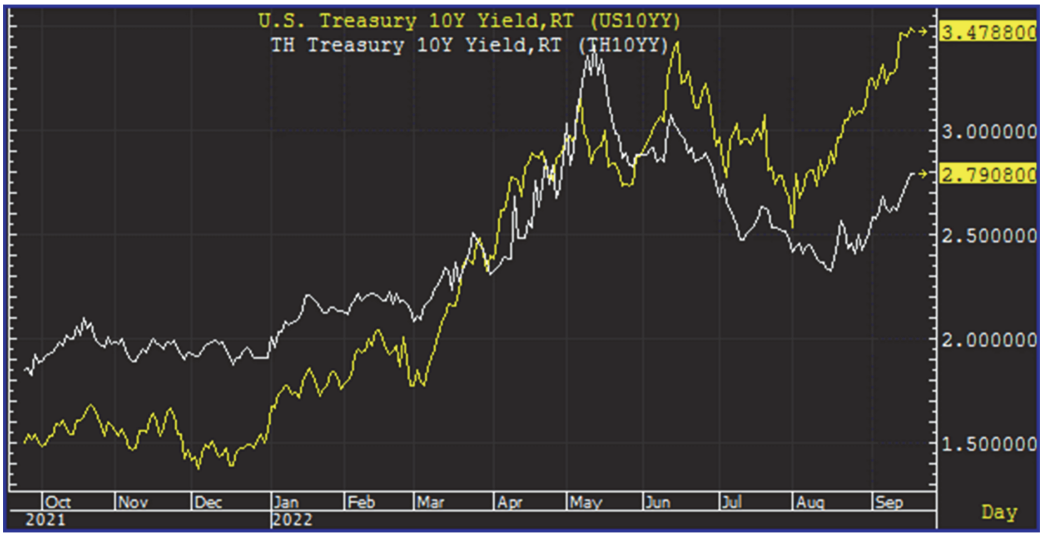
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดตราสารหนี้

ผลตอบแทนพันธบัตร 10 ปีของไทยปรับตัวขึ้นแรงราว 50bps ในช่วงเดือนที่ผ่านมา มาอยู่ที่ราว 2.8% ตาม Bond yield สหรัฐฯ หลังตัวเลขเงินเฟ้อออกมาสูงกว่าคาดและ Fed ออกมาส่งสัญญาณนโยบายการเงินเข้มงวด เรามอง Bond yield สหรัฐฯ จะทำจุดสูงสุดที่ 3.6-3.8% ปลายปีนี้ ซึ่งจะส่งผลให้ผลตอบแทนพันธบัตรไทยเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 3.3%

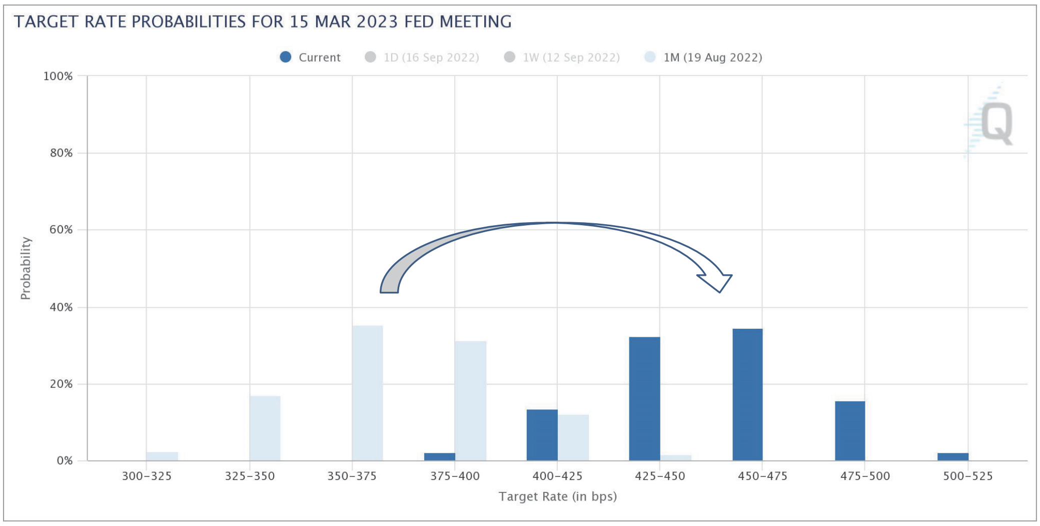
ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวอายุ 10 ปีของไทยปรับตัวขึ้นแรงราว 50bps ในช่วงเดือนที่ผ่านมา ตามพันธบัตรสหรัฐฯ หลังตัวเลขเงินเฟ้อสหรัฐฯ เดือน ส.ค. ออกมาสูงกว่าคาด และเงินเฟ้อพื้นฐานกลับมาเร่งตัวขึ้นแรงจนทำให้ตลาดปรับคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ให้เร็วและแรงขึ้น โดยคาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยไปจนถึงระดับสูงสุด (Terminal rate) ที่ราว 4.5% ในช่วงต้นปีหน้า

แผนภาพที่ 8: ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวอายุ 10 ปีของไทยปรับตัวขึ้นแรงราว 50bps ในช่วงเดือนที่ผ่านมา ตามพันธบัตรสหรัฐฯ



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

แผนภาพที่ 9: ตลาดปรับคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ให้เร็วและแรงขึ้น โดยคาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยไปจนถึงระดับสูงสุด (Terminal rate) ที่ราว 4.5% ในช่วงต้นปีหน้า



ที่มา: CME Fedwatch tool, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

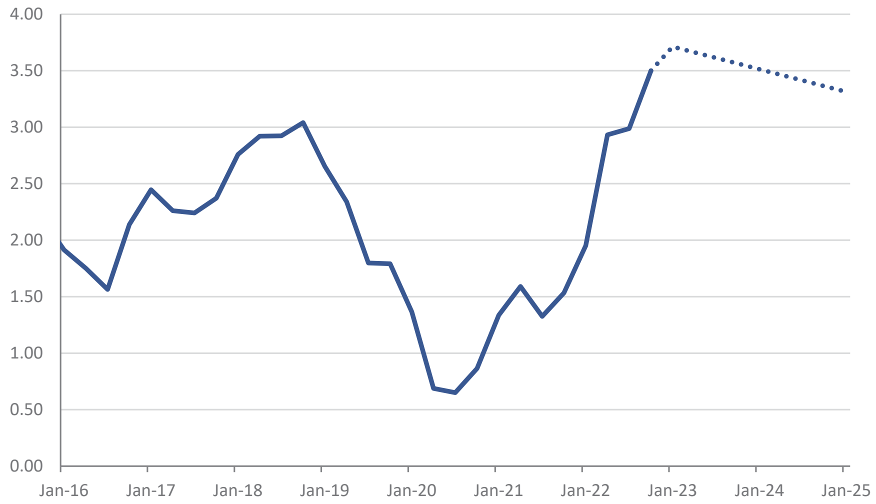
เรามอง Bond yield สหรัฐฯ จะทำจุดสูงสุดที่ 3.6-3.8% ปลายปีนี้ ซึ่งจะส่งผลให้ผลตอบแทนพันธบัตรไทยเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 3.3%

เราคาด Bond yield สหรัฐฯ จะปรับตัวขึ้นต่อเนื่องไปทำจุดสูงสุดที่ 3.6-3.8% ปลายปีนี้ จากแรงกดดันจากการขึ้นดอกเบี้ยและการถอนสภาพคล่อง (QT) ของ Fed โดยมีสมมติฐานดังนี้

1. Fed ขึ้นดอกเบี้ยไปสูงสุดที่ 4.5% (Terminal rate) ต้นปีหน้า และ
2. คงดอกเบี้ยที่ 4.5% ไปจนถึงปี 2024
3. ทยอยลดดอกเบี้ยลงสู่ระดับ “ปกติ” (Long run neutral rate) ที่ 2.5% ในปี 2025
4. ทำ QT ที่อัตรา 95bn ต่อเดือนต่อเนื่องไปถึงปลายปี 2024

ในขณะที่ผลตอบแทนพันธบัตรไทย คาดจะเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 3.3% ณ สิ้นปีนี้ ซึ่งจะทำให้ส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนพันธบัตรไทย-สหรัฐฯ ลดลงจาก -70bps ในปัจจุบัน ไปอยู่ที่ราว -50bps

แผนภาพที่ 10: เราคาด Bond yield สหรัฐฯ จะปรับตัวขึ้นต่อเนื่องไปทำจุดสูงสุดที่ 3.6-3.8% ปลายปีนี้



ที่มา: St Louis Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 11: เราคาดส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนพันธบัตร ไทย-สหรัฐฯ จะลดลงจาก -70bps ในปัจจุบัน ไปอยู่ที่ราว -50bps ปลายปีนี้

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

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

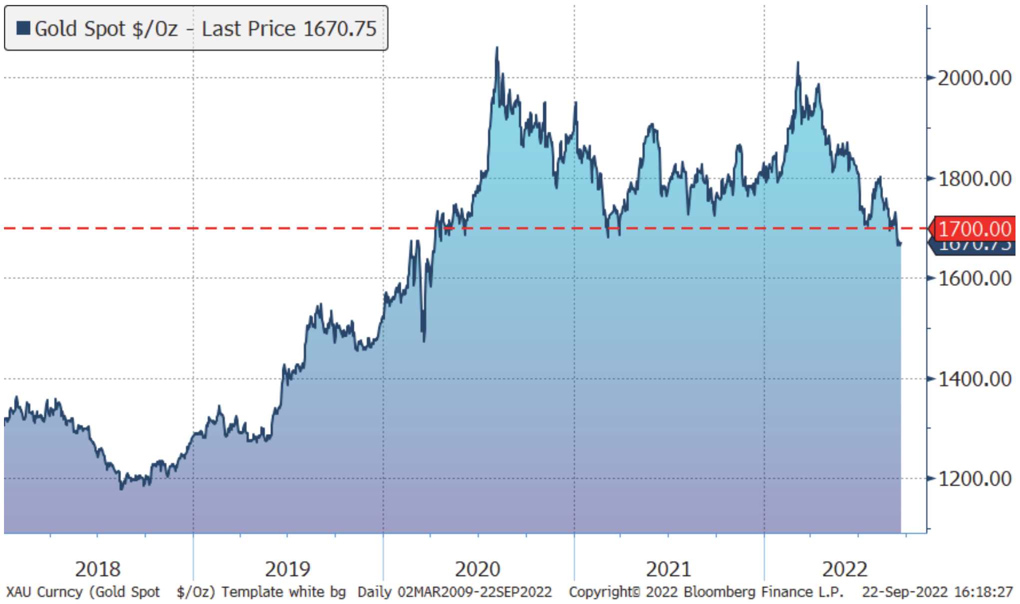
เรามองว่าราคาทองคำถูกกดดันจากท่าทีที่เข้มงวดของ Fed ในระยะสั้นเท่านั้น เนื่องจาก ปัจจัยระยะกลาง-ยาว จากความเสี่ยง Recession และความขัดแย้งระหว่างประเทศ กลับเพิ่มขึ้น สำหรับราคาน้ำมัน เราเชื่อว่าราคาน้ำมันดิบ (WTI) มีโอกาสปรับตัวขึ้นจากอุปทานที่จำกัด จากการหยุดเพิ่มโควตาการผลิตของกลุ่ม OPEC+ และการระบายน้ำมันดิบจากคลังสำรองของสหรัฐฯ ที่จะสิ้นสุดลงในเดือน ต.ค. ในขณะที่ฝั่งอุปสงค์ได้รับปัจจัยเชิงบวกเพิ่มเติมจากการสับเปลี่ยนพลังงานจากก๊าซธรรมชาติมาสู่น้ำมัน

ราคาทองคำ

ราคาทองคำลดลงแรง หลุดแนวรับที่ระดับ 1,700 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ต่ำสุดตั้งแต่เดือน เม.ย. 2020

ราคาทองคำลดลงแรงกว่า -5% ในระยะเวลา 1 เดือนที่ผ่านมา หลุดแนวรับที่ระดับ 1,700 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ สู่ระดับต่ำสุดตั้งแต่เดือน เม.ย. 2020 หลังประธาน Fed ยืนยันที่จะต่อสู้กับเงินเฟ้อ ในการประชุม Jackson Holes ช่วงปลายเดือน ส.ค. ประกอบกับอัตราเงินเฟ้อ เดือน ส.ค. ที่ออกมาสูงกว่าคาด ทำให้ตลาดมอง Fed อาจปรับขึ้นดอกเบี้ยสู่ระดับ 4.5% จากเดิมที่ต่ำกว่า 4%

แผนภาพที่ 12: ราคาทองคำลดลงแรงหลุดแนวรับที่ระดับ 1,700 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ จากแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยที่เร็วขึ้น



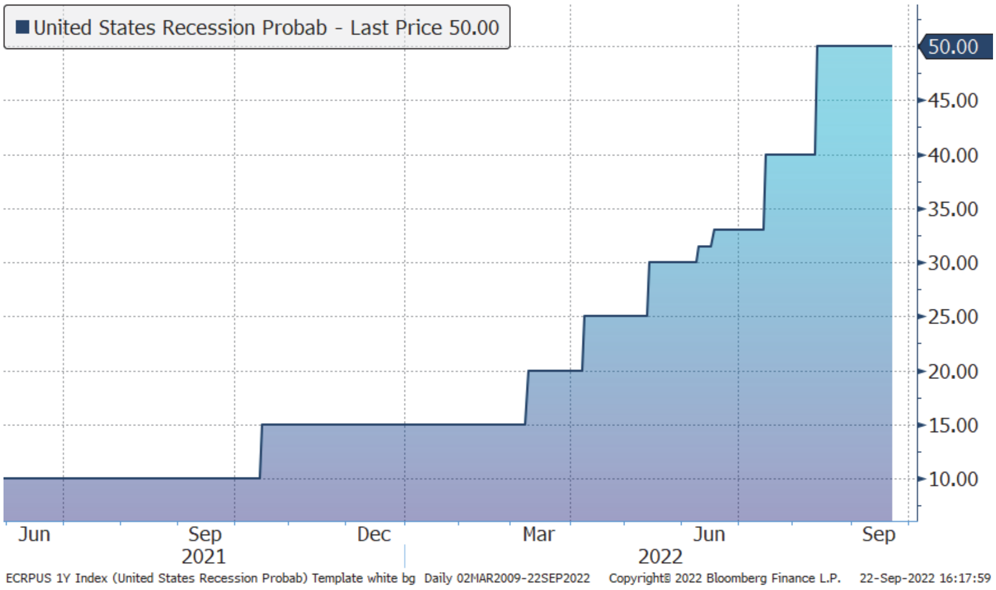
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ปัจจัยระยะยาวยังคงเป็นบวกต่อราคาทองคำ

ถึงแม้ราคาทองคำจะถูกกดดันจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น แต่ความไม่แน่นอนในระยะกลาง-ยาวยกลับเพิ่มขึ้น ได้แก่ ความเสี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) ซึ่งล่าสุดนักเศษฐศาสตร์จากการรวบรวมโดย Bloomberg consensus ประเมินโอกาสที่จะเกิด Recession ในช่วง 1 ปีข้างหน้าเพิ่มขึ้นเป็น 50% จากเดือนก่อนที่ 40%

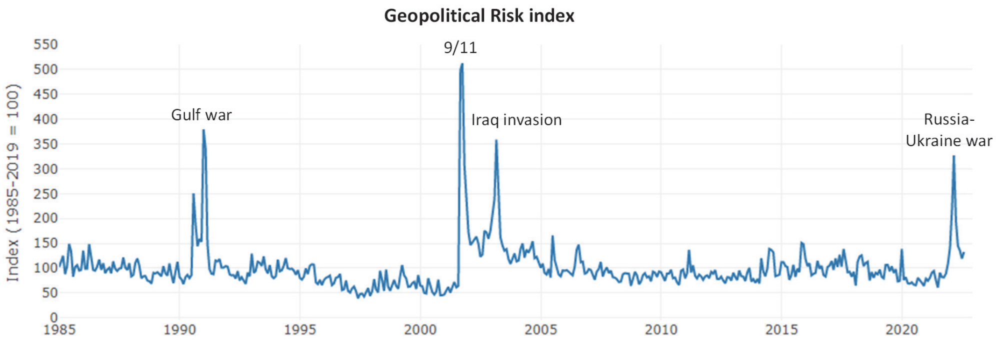
นอกจากนี้ ความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์และการเมือง (Geopolitical Risk) เพิ่มขึ้น โดยดัชนี Geopolitical Risk Index ซึ่งประเมินความตึงเครียดของภูมิรัฐศาสตร์จากข่าวหนังสือพิมพ์ 10 ฉบับตั้งแต่ปี 1985 เพิ่มขึ้นเล็กน้อยในช่วง 1-2 เดือนที่ผ่านมา จากความตึงเครียดระหว่างสหรัฐฯและจีนจากประเด็นไต้หวัน และยังคงอยู่ในระดับสูง เมื่อเทียบกับระดับในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา ทำให้เรามองราคาทองคำปรับตัวลงเพียงระยะสั้นเท่านั้น

แผนภาพที่ 13: นักเศรษฐศาสตร์ประเมินโอกาสที่จะเกิด Recession ในช่วง 1 ปีข้างหน้าเพิ่มขึ้นเป็น 50%



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

แผนภาพที่ 14: Geopolitical Risk Index เพิ่มขึ้นเล็กน้อยในช่วง 1-2 เดือนที่ผ่านมา



ที่มา: Caldara, Dario and Matteo Iacoviello (2022), "Measuring Geopolitical Risk,"; Data downloaded on 21 Aug 2022, Federal Reserve, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

น้ำมัน

เราเชื่อว่าราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) มีโอกาสปรับตัวขึ้นจากปัจจัยบวกด้านอุปทาน ได้แก่ การหยุดเพิ่มโควตาการผลิตของกลุ่ม OPEC+ และการระบายน้ำมันดิบจากคลังสำรองน้ำมันดิบเชิงยุทธศาสตร์ของสหรัฐฯ กำลังจะเริ่มทยอยสิ้นสุดลงในเดือน ต.ค. ในขณะที่ฝั่งอุปสงค์ได้รับปัจจัยเชิงบวกเพิ่มเติมจากการสับเปลี่ยนพลังงานจากก๊าซธรรมชาติมาสู่น้ำมัน ในขณะที่ความเสี่ยงด้านต่ำของอุปสงค์ในประเทศจีนอาจมีอยู่จำกัด เราจึงมองว่ามีโอกาสที่ราคาน้ำมันดิบจะกลับไปอยู่ที่ระดับประมาณ 100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงไตรมาสสุดท้ายของปี

การรื้อฟื้นข้อตกลงทางด้านนิวเคลียร์ระหว่างอิหร่านและชาติมหาอำนาจกำลังพบทางตัน

ข้อตกลงทางด้านนิวเคลียร์ระหว่างประเทศอิหร่านและ 6 ชาติมหาอำนาจ ได้แก่ สหรัฐฯ สหราชอาณาจักร เยอรมนี ฝรั่งเศส รัสเซีย และจีน หรือที่รู้จักกันในชื่อ Iran Nuclear Deal ซึ่งมีใจความสำคัญในการจำกัดการเสริมสมรรถนะแร่ยูเรเนียม (Uranium enrichment) ของประเทศอิหร่าน แลกกับการได้รับการยกเลิกการคว่ำบาตรทางเศรษฐกิจจากทั่วโลก มีผลบังคับใช้ตั้งแต่ปี 2015 ก่อนที่นาย Donald Trump ประธานาธิบดี สหรัฐฯ ในขณะนั้นจะประกาศนำสหรัฐฯ ถอนตัวออกจากข้อตกลงในปี 2018 เป็นเหตุให้ข้อตกลงได้ถูกยกเลิกไป ก่อนจะมีการกลับมาพูดถึงอีกครั้งจากความคืบหน้าของการเจรจารื้อฟื้นข้อตกลงในช่วงเวลาที่ผ่านมา และมีส่วนกดดันราคาน้ำมันดิบให้ลดลง เนื่องจากตลาดคาดว่าอุปทานน้ำมันโลกจะเพิ่มขึ้นได้ราว 0.5 – 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน หากข้อตกลงกลับมามีผลอีกครั้ง

แต่ดูเหมือนการเจรจารื้อฟื้นข้อตกลงกำลังพบกับทางตัน เมื่อทางอิหร่านมีจุดยืนชัดเจนในข้อเรียกร้องถึงค่าเสียหายที่ตนควรได้รับ หากสหรัฐฯ ถอนตัวออกจากข้อตกลงอีกในอนาคต ในขณะที่นาย Joe Biden ประธานาธิบดี สหรัฐฯ คนปัจจุบัน ไม่สามารถที่จะให้สัญญาแทนประธานาธิบดีในอนาคตได้ การรื้อฟื้นข้อตกลงนี้ได้ในระยะอันใกล้จึงดูมีความเป็นไปได้ต่ำ กดดันปริมาณอุปทานน้ำมันในตลาด

แผนภาพที่ 15: ความคืบหน้าของการเจรจารื้อฟื้น Iran Nuclear Deal พบกับทางตัน หลังอิหร่านเรียกร้องค่าชดเชยหากสหรัฐฯ ถอนตัวออกจากข้อตกลงอีกในอนาคต

Date	Party	Update
8 August	Iran, EU, US	• European Union submitted the ‘Final text’ agreement for the US and Iran to consider
15 August	Iran	• Iran sent their comments on the ‘Final text’ to the EU • "We had *other expectations* for the other sides that we believed needed to be provided." – Iran’s Foreign Ministry spokesman
16 August	Iran	• Iranian negotiating team’s advisor stated that Iran is looking for compensation should a future US administration withdraw from the deal again
22 August	EU, US	• "...a response from Iran that I considered *reasonable*." – EU’s Foreign Policy Chief • "There are *still some outstanding issues* that must be resolved, some gaps that must be bridged." – US State Department spokesman
24 August	US	• US sent its response [to Iran’s comments] to the EU
2 September	Iran, US	• "The text that was sent [by Iran] has a *constructive approach* aimed at finalizing the negotiations," – Iran’s Foreign Ministry spokesman • "We are studying it and will respond through the EU, but unfortunately *it is not constructive*." – US State Department spokesman
5 September	EU	• “I’m sorry to say that I am less confident today than 28 hours before, about the convergence of the negotiation process and the prospect of closing the deal right now."– EU’s Foreign Policy Chief

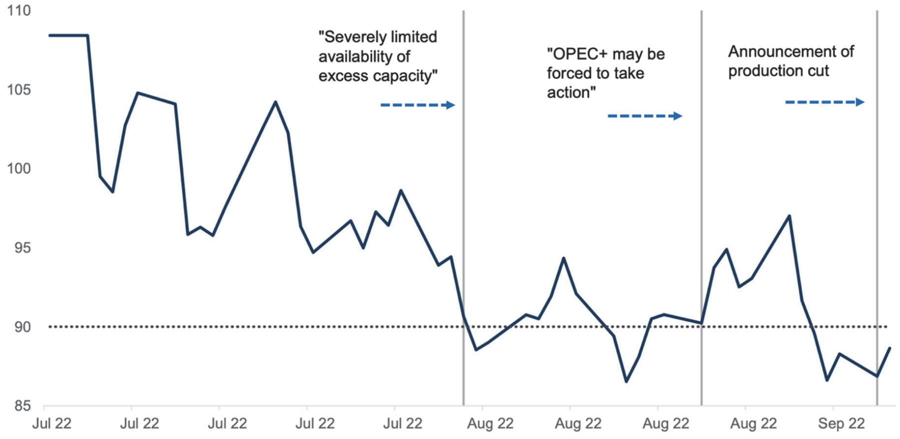
ที่มา: Press, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

กลุ่มผู้ผลิต OPEC+ ส่งสัญญาณเข้าควบคุมราคาน้ำมันดิบไม่ให้ต่ำกว่าระดับประมาณ 90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

ในช่วงที่ผ่านมา กลุ่มผู้ผลิตและส่งออกน้ำมันดิบรายใหญ่อย่าง OPEC+ มักจะออกมาเคลื่อนไหวเมื่อราคาน้ำมันดิบ WTI อยู่ต่ำกว่าระดับราคาประมาณ 90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ไม่ว่าจะเป็นการแทรกแซงตลาดด้วยคำพูด (Verbal intervention) เช่นในการประชุม OPEC+ ครั้งที่ 31 เมื่อต้นเดือน ส.ค. ที่ประชุมมีการกล่าวถึงกำลังการผลิตส่วนเกิน (Spare capacity) ที่อยู่ในระดับต่ำมาก และกำลังการผลิตส่วนเกินนี้ไม่ควรถูกใช้หากโลกไม่ได้ประสบปัญหาขาดแคลนพลังงานฉุกเฉิน หรือการออกมาให้สัมภาษณ์ของเจ้าชาย Mohammed bin Salman มกุฎราชกุมารแห่งซาอุดีอาระเบีย ที่กล่าวถึงสภาพคล่องที่ลดลงในตลาดการเงินและราคาน้ำมันที่ไม่สะท้อนสภาวะตลาดน้ำมันจริงอย่างเหมาะสม อาจบังคับให้ทางกลุ่ม OPEC+ ต้องใช้มาตรการตอบโต้

และล่าสุดเมื่อราคาน้ำมันดิบลดลงมาต่ำกว่า 90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลอีกครั้งในช่วงต้นเดือน ก.ย. ทางกลุ่มผู้ผลิตก็ได้ประกาศปรับลดโควตาการผลิตสำหรับเดือน ต.ค. ลงตามที่เคยกล่าวเตือนไว้ สวนทางกับที่ตลาดมองว่าจะยังคงระดับเป้าหมายการผลิตไว้เท่าเดิมเพื่อเฝ้าดูสถานการณ์เพิ่มเติม แม้การปรับลดโควตาการผลิตลง 0.1 ล้านบาร์เรลต่อวันจะเป็นการปรับลดลงไม่มาก คิดเป็นเพียงประมาณ 0.1% ของความต้องการบริโภคน้ำมันโลก แต่ถือเป็นการแสดงจุดยืนที่ชัดเจนของ OPEC+ ที่กำลังจับตาดูราคาน้ำมันอย่างใกล้ชิด (Price-watch mode) และพร้อมใช้มาตรการรับมือเพิ่มเติมหากราคาน้ำมันยังปรับตัวลงต่อเนื่อง เป็นปัจจัยบวกต่อราคาและจำกัดความเสี่ยงขาลงของราคาน้ำมันดิบ

แผนภาพที่ 16: กลุ่ม OPEC+ มักออกมาเคลื่อนไหวเมื่อราคาน้ำมันดิบ WTI ลดลงต่ำกว่าระดับ 90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล แสดงให้เห็นถึงความต้องการของทางกลุ่มผู้ผลิตรายใหญ่ที่ต้องการรักษาระดับราคาไว้สูงกว่าบริเวณนี้



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

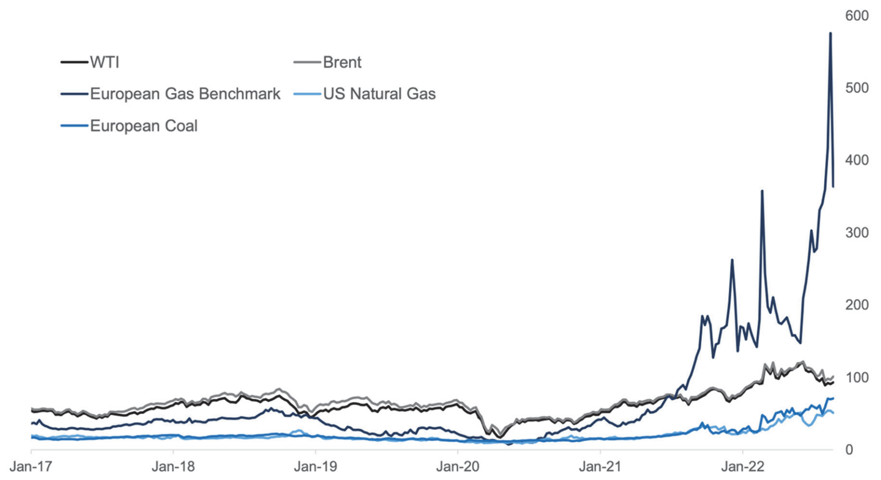
แผนภาพที่ 17: จุดยืนที่ชัดเจนของ OPEC+ ในการพยายามรักษาระดับราคาอาจทำให้ Prompt time spread (ราคาของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเดือนที่ 1 หักลบด้วยราคาของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเดือนที่ 2) เพิ่มระดับสูงขึ้น เป็นสัญญาณเชิงบวกต่อราคา

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

การสับเปลี่ยนแหล่งพลังงานจากก๊าซธรรมชาติมาสู่น้ำมัน (Gas-to-oil switching) มีแนวโน้มจะช่วยเพิ่มอุปสงค์ในระยะข้างหน้า

ประเทศรัสเซียลดปริมาณการส่งก๊าซธรรมชาติมาที่กลุ่มประเทศยุโรปเพื่อตอบโต้มาตรการคว่ำบาตรทางเศรษฐกิจ สืบเนื่องมาจากความขัดแย้งที่ลุกลามเป็นสงครามระหว่างรัสเซีย - ยูเครน ส่งผลให้ปริมาณก๊าซธรรมชาติในทวีปยุโรปมีไม่เพียงพอต่อความต้องการใช้งาน ราคาก๊าซธรรมชาติในยุโรปจึงปรับตัวสูงขึ้นมากกว่า 3 - 5 เท่านับตั้งแต่ต้นปี โดยราคาก๊าซธรรมชาติ Dutch TTF ปรับขึ้นมาอยู่ที่ระดับประมาณ 200 – 250 ยูโรต่อเมกะวัตต์-ชั่วโมง และมีบางวันที่ราคาปรับขึ้นไปสูงถึง 350 ยูโรต่อเมกะวัตต์-ชั่วโมง ส่งผลกระทบต่อทั้งภาคอุตสาหกรรมและภาคครัวเรือน เนื่องจากก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิงหลักในกระบวนการผลิตไฟฟ้า ความกังวลเพิ่มสูงขึ้นยิ่งเมื่อเข้าใกล้ฤดูหนาวที่กำลังจะมาถึงในช่วงสิ้นปีนี้ที่จะมีความต้องการใช้พลังงานสูงขึ้นตามฤดูกาล โดยราคาปัจจุบันของก๊าซธรรมชาติในยุโรปจะมีราคาที่สูงกว่าน้ำมันดิบมากถึง 3 – 4 เท่า หากเปรียบเทียบด้วยหน่วยพลังงานที่เท่ากัน จากที่เคยถูกกว่าน้ำมันราวกึ่งหนึ่งในสถานการณ์ปกติ นักวิเคราะห์จึงมองว่าจะมีความต้องการบริโภคน้ำมันที่เพิ่มขึ้นในช่วงสิ้นปีนี้ถึงต้นปีหน้า ส่วนหนึ่งมาจากการสับเปลี่ยนแหล่งพลังงานจากก๊าซธรรมชาติมาสู่น้ำมัน (Gas-to-oil switching) โดยเฉพาะจากทวีปยุโรปซึ่งกำลังประสบปัญหาขาดแคลนพลังงาน

แผนภาพที่ 18: ราคาก๊าซธรรมชาติในยุโรป (Dutch TTF gas) ในปัจจุบัน เมื่อนำมาคำนวณด้วยหน่วยพลังงานที่เทียบเท่ากับน้ำมัน จะคิดเป็นราคาเทียบเท่าน้ำมันดิบ (Oil-equivalent price) ที่สูงถึงราว 300 – 400 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

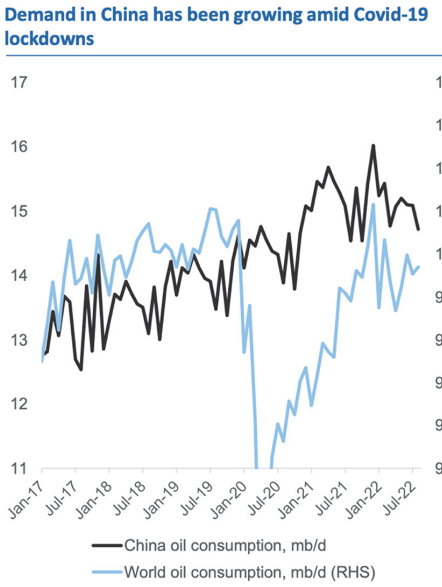


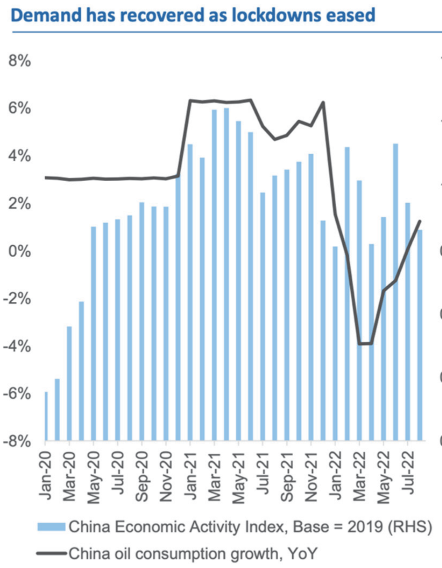
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความต้องการบริโภคน้ำมันในประเทศจีนมีแนวโน้มฟื้นตัวท่ามกลางการทยอยผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์

จีนเป็นประเทศที่มีการบริโภคน้ำมันสูงที่สุดเป็นอันดับ 2 ของโลก เป็นรองจากสหรัฐฯ มีอัตราการบริโภคน้ำมันสูงกว่า 14 – 15 ล้านบาร์เรลต่อวัน โดยมีอัตราการเติบโตของความต้องการเพิ่มขึ้นสอดคล้องตามการเติบโตของขนาดเศรษฐกิจ อย่างไรก็ดี แม้อุปสงค์น้ำมันในประเทศจีนจะมีแนวโน้มการเติบโตในอัตราที่ช้าลงในอนาคต แต่ด้วยจำนวนประชากรที่มาก และอุตสาหกรรมที่หลากหลาย ทำให้ความเสี่ยงด้านต่ำของอุปสงค์น้ำมันมีอยู่ค่อนข้างจำกัด ดังจะเห็นในช่วงต้นปีที่ผ่านมาที่ทางการจีนได้บังคับใช้มาตรการล็อกดาวน์เป็นวงกว้าง ส่งผลต่อความต้องการบริโภคน้ำมันให้ลดลงราว -3% หรือคิดเป็นประมาณ 0.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน และมีผลกระทบอยู่เป็นระยะเวลาเพียง 1 – 2 เดือนเท่านั้นก่อนจะฟื้นตัว เราจึงมองว่าความเสี่ยงจากการลดลงของอุปสงค์จากประเทศจีนมีอยู่อย่างจำกัด ในขณะที่หากมองไปข้างหน้า การทยอยผ่อนคลายล็อกดาวน์ และการฟื้นตัวของปริมาณเที่ยวบินซึ่งคาดกว่าจะเริ่มเห็นในปีหน้า จะช่วยสนับสนุนการเติบโตของความต้องการในภายภาคหน้าได้

แผนภาพที่ 19: ความต้องบริโภคน้ำมันในประเทศจีนได้รับผลกระทบน้อยกว่าเมื่อเทียบกับผลกระทบต่ออุปสงค์ของทั้งโลกภายใต้สถานการณ์การระบาดของไวรัสโควิด-19 และมีแนวโน้มฟื้นตัวหลังทางการทยอยผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์





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

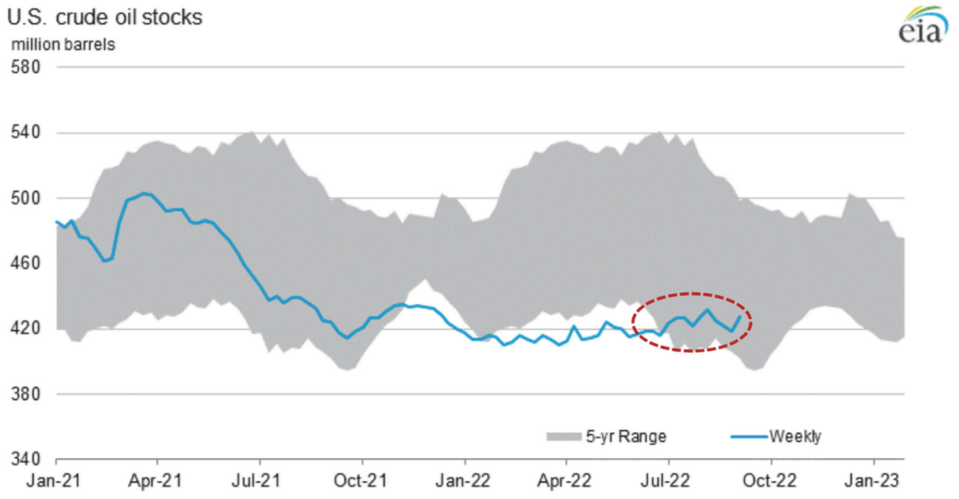
คลังสำรองน้ำมันโดยรวมของสหรัฐฯ ลดลงราว 100 ล้านบาร์เรลในช่วงประมาณ 4 เดือนที่ผ่านมา

ฤดูร้อนของสหรัฐฯ มักจะเป็นช่วงที่มีความต้องการบริโภคน้ำมันเบนซินสูงที่สุดของปีจากอัตราการเดินทางโดยรถยนต์ที่สูงขึ้น หรือที่ถูกเรียกว่า Driving season ซึ่งกินระยะเวลาตั้งแต่ประมาณเดือน มิ.ย. จนถึงเดือน ส.ค. ในช่วงเวลานี้ ปริมาณคลังสำรองน้ำมันดิบเพื่อใช้ในเชิงพาณิชย์ (US Commercial Crude Stocks) มักจะปรับลดลงเนื่องจากน้ำมันดิบถูกนำเข้าสู่กระบวนการกลั่นเพื่อตอบสนองต่อความต้องการที่สูงขึ้น ทว่าคลังสำรองน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ในปีนี้กลับไม่ลดลงตามรูปแบบตามฤดูกาล (Seasonal pattern) เช่นเดียวกับปีก่อน ๆ จึงดูราวกับว่าปริมาณอุปทานน้ำมันดิบมีอยู่ล้นตลาด

อย่างไรก็ดี การดูเพียงตัวเลขของคลังน้ำมันดิบเชิงพาณิชย์เพียงอย่างเดียวอาจไม่สามารถสะท้อนภาพที่สมบูรณ์ได้นักในปีนี้ เนื่องจากทางรัฐบาลสหรัฐฯ ได้ดำเนินมาตรการนำน้ำมันดิบจากคลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ (US Strategic Petroleum Reserves: SPR) ออกจำหน่ายสู่ตลาดต่อเนื่องมาตั้งแต่ช่วงปลายปี 2021 และโดยเฉพาะตั้งแต่เดือน พ.ค. 2022 เป็นต้นมา ที่มีการระบายน้ำมันดิบออกจากคลังสำรอง SPR สูงสุดเป็นประวัติการณ์ มากกว่า 0.8 - 1 ล้านบาร์เรลต่อวันเพื่อช่วยกดดันราคาน้ำมัน ดังนั้น หากเราดูระดับคลังน้ำมันดิบโดยรวมทั้งหมดในสหรัฐฯ ที่นับรวมทั้งปริมาณคลังสำรองน้ำมันดิบเชิงพาณิชย์และคลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ จะพบว่าปริมาณสำรองโดยรวมนี้ลดลงมากกว่า 95 ล้านบาร์เรลนับตั้งแต่สิ้นเดือน เม.ย. ที่ประมาณ 965 ล้านบาร์เรล จนมาอยู่ที่ระดับประมาณ 870 ล้านบาร์เรลในช่วงสิ้นเดือน ส.ค. ที่ผ่านมา นับเป็นระดับต่ำสุดตั้งแต่ปี 2003

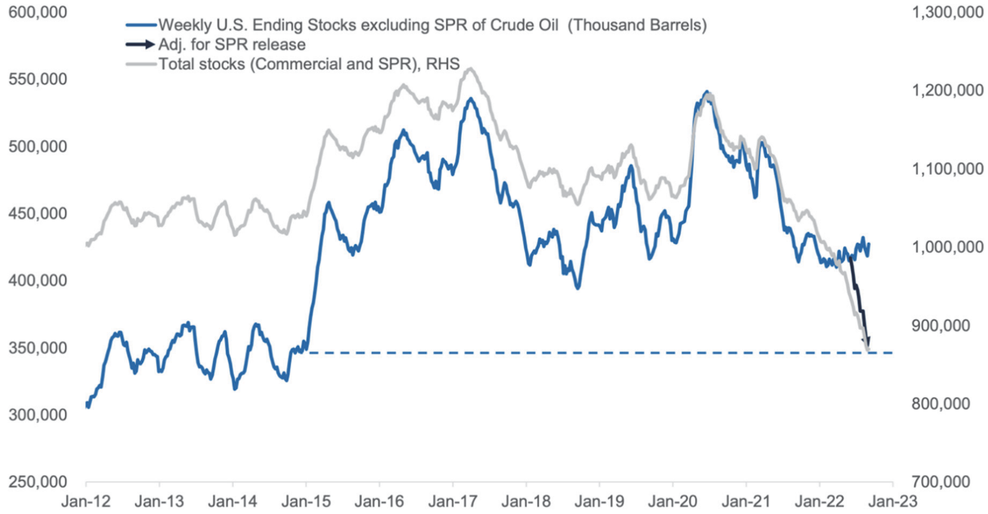
คลังสำรองที่อยู่ในระดับต่ำสุดในรอบเกือบ 20 ปี ประกอบกับมาตรการช่วยเหลือที่จะทยอยสิ้นสุดลงในต้นไตรมาส 4 จึงน่าจะเป็นปัจจัยบวกต่อราคาน้ำมันดิบ

แผนภาพที่ 20: ปริมาณคลังสำรองน้ำมันดิบเชิงพาณิชย์ในสหรัฐฯ (US Commercial Crude Oil Stocks) ในปีนี้ไม่ได้ปรับตัวลดลงตามรูปแบบตามฤดูกาล...



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

แผนภาพที่ 21: ...มีสาเหตุมาจากมาตรการช่วยเหลือพิเศษจากทางภาครัฐ ที่ระบายน้ำมันดิบในคลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ (US SPR) ออกมาต่อเนื่อง ส่งผลให้คลังน้ำมันดิบโดยรวมในสหรัฐฯ ปรับลดลงราว 100 ล้านบาร์เรลในช่วง 4 เดือนที่ผ่านมา



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

GLOBAL
ECONOMIC INSIGHTS

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ โดยรวมยังอยู่ในเกณฑ์ดี แม้โมเมนตัมจะแผ่วลง สะท้อนผ่านดัชนี ISM ที่ออกมาดีกว่าคาดในเดือน ส.ค. โดยภาคการผลิตทรงตัวในระดับต่ำสุดในรอบ 2 ปี ขณะที่ภาคบริการฟื้นตัวดีขึ้นสูงสุดในรอบ 4 เดือน ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภคฟื้นตัวดีขึ้น แต่เป็นผลจากการลดลงของราคาน้ำมันเป็นหลัก โดยกิจกรรมเศรษฐกิจที่ยังดีอยู่นับเป็นปัจจัยหนุนให้ Fed ยังเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่องเพื่อสกัดเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มชะลอลงช้ากว่าคาด โดยในการประชุมล่าสุด (20-21 ก.ย.) Fed ปรับดอกเบี้ยขึ้นในอัตราสูง +75bps เป็นครั้งที่ 3 สู่ระดับ 3.0-3.25% และส่งสัญญาณเข้มงวดขึ้นอย่างมาก โดย Dot plot ชี้ดอกเบี้ยจะถูกปรับขึ้นจนแตะระดับสูงสุดที่ 4.50-4.75% ในปี 2023F

- เศรษฐกิจยูโรโซนส่งสัญญาณอ่อนแอลงต่อเนื่องและมีแนวโน้มเข้าสู่ Recession ในปลายปีนี้ โดย Bloomberg consensus คาดเศรษฐกิจไตรมาส 3 จะชะลอลงตัวลงมากเป็น 0.0% QoQ (vs. 0.8% ในไตรมาส 2) ก่อนที่จะหดตัว -0.3% ในไตรมาส 4 และ -0.2% ในไตรมาส 1/2023 ท่ามกลางความเสี่ยงขาดแคลนพลังงาน และเงินเฟ้อที่ขยายตัวสูงเป็นประวัติการณ์ต่อเนื่อง ด้านนโยบายการเงินมีความเข้มงวดขึ้นอย่างมาก โดย ECB มีมติปรับดอกเบี้ยขึ้นในอัตราสูง +75bps ในการประชุมครั้งล่าสุด (8 ก.ย.) และมีแนวโน้มที่จะปรับขึ้นในอัตราสูงดังกล่าวต่อเนื่องในการประชุมครั้งถัดไป (27 ต.ค.) ด้วย เพื่อกดเงินเฟ้อที่ยังมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูง

- เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มไม่สดใส จากปัญหาภายในห่วงโซ่อุปทานทั่วโลกที่ยังไม่คลี่คลาย ประกอบกับค่าเงินเยนที่ยังคงอ่อนค่าต่อเนื่อง ท่ามกลางจุดยืนของ BoJ ที่ต้องการดำเนินนโยบายที่ผ่อนคลายต่อไป ซึ่งนำไปสู่ต้นทุนการนำเข้าที่สูงขึ้นและทำให้ญี่ปุ่นขาดดุลการค้าสูงสุดเป็นประวัติการณ์ โดยในเบื้องต้นรัฐบาลได้เพิ่มโควตานักท่องเที่ยวให้มากขึ้นและมีแนวโน้มที่อนุญาตให้มีการท่องเที่ยวอย่างเสรีในเร็วๆนี้ เพื่อใช้ประโยชน์จากค่าเงินเยนที่อ่อนค่า นอกจากนี้ รัฐบาลได้มีการเร่งการเปิดโรงไฟฟ้านิวเคลียร์เพิ่มเติมเพื่อทดแทนการนำเข้าถ่านหินที่เป็นแหล่งพลังงานหลักในปัจจุบันและเพิ่มความสามารถในการพึ่งพาตัวเองด้านพลังงานไปในตัว

- เศรษฐกิจจีนยังมีความไม่แน่นอนสูงจากการบังคับใช้มาตรการควบคุม COVID ที่เข้มงวดขึ้นก่อนการประชุม National Party Congress ในเดือน ต.ค. และภาวะภัยแล้งที่นำไปสู่การขาดแคลนพลังงานในหลายพื้นที่ รวมถึงสถานการณ์ในภาคอสังหาฯที่ยังไม่คลี่คลาย ทำให้รัฐบาลจีนออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมอีก 1 ล้านล้านหยวน และ PBoC ได้มีการลดดอกเบี้ยอ้างอิงหลักหลายตัว ซึ่งส่งผลให้เงินหยวนอ่อนค่าต่อเนื่องจากการดำเนินนโยบายการเงินที่สวนทางกับสหรัฐฯ โดยค่าเงินหยวนอ่อนค่าไปแล้วราว 10% เทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ นับตั้งแต่ต้นปี ซึ่งใกล้เคียงกับในช่วงปี 2015 และปี 2018 ที่นโยบายการเงินระหว่างสหรัฐฯ และจีนเป็นไปในทิศทางตรงข้ามกัน

- เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องจากแรงหนุนของภาคการท่องเที่ยว โดยหลังจากที่มีการยกเลิกการลงทะเบียนผ่านระบบ Thailand Pass จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในเดือน ก.ค. - ส.ค. ก็เร่งตัวขึ้นอย่างแข็งแกร่งที่ระดับกว่า 1 ล้านคนต่อเดือน ทำให้เราปรับเพิ่มคาดการณ์จำนวนนักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้นเป็น 9.5 ล้านคนในปีนี้ และ 24 ล้านคนในปีหน้า อย่างไรก็ดี ยังคงต้องใช้เวลาอีกระยะหนึ่งกว่าจำนวนนักท่องเที่ยวและรายได้จากการท่องเที่ยวจะฟื้นตัวกลับมาเท่ากับช่วงก่อนการแพร่ระบาดของ COVID-19 ด้านการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำเฉลี่ย 5% มีแนวโน้มที่จะส่งผลต่อเศรษฐกิจมหภาคค่อนข้างจำกัด ทั้งนี้ อุตสาหกรรมที่ใช้แรงงานเข้มข้นและจ้างแรงงานที่ได้รับค่าจ้างในระดับต่ำอาจได้รับผลกระทบของการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำมากกว่าโดยเปรียบเทียบ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

กิจกรรมเศรษฐกิจสหรัฐฯ โดยรวมยังอยู่ในเกณฑ์ดี แม้โมเมนตัมจะแผ่วลงสะท้อนผ่านดัชนี ISM ที่ออกมาดีกว่าคาดในเดือน ส.ค. โดยภาคการผลิตทรงตัวในระดับต่ำสุดในรอบ 2 ปี ขณะที่ภาคบริการฟื้นตัวดีขึ้นสูงสุดในรอบ 4 เดือน ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภคฟื้นตัวดีขึ้น แต่เป็นผลจากการลดลงของราคาน้ำมันเป็นหลัก โดยกิจกรรมเศรษฐกิจที่ยังดีอยู่นับเป็นปัจจัยหนุนให้ Fed ยังเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่องเพื่อสกัดเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มชะลอลงช้ากว่าคาด โดยในการประชุมล่าสุด (20-21 ก.ย.) Fed ปรับดอกเบี้ยขึ้นในอัตราสูง +75bps เป็นครั้งที่ 3 สู่ระดับ 3.0-3.25% และส่งสัญญาณเข้มงวดขึ้นอย่างมาก โดย Dot plot ชี้ดอกเบี้ยจะถูกปรับขึ้นจนแตะระดับสูงสุดที่ 4.50-4.75% ในปี 2023F

ด้านแผนกระตุ้นเศรษฐกิจ ประธานาธิบดี Joe Biden ได้ลงนามอนุมัติแผนเศรษฐกิจ 2 ฉบับในเดือน ส.ค. ได้แก่ CHIPS & Science Act และ Inflation Reduction Act วงเงินรวมกัน 7.6 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งมุ่งเน้นไปที่การลงทุนผลิต Semiconductors และการแก้ปัญหาสิ่งแวดล้อม อย่างไรก็ดี ผลต่อเศรษฐกิจและเงินเฟ้อมีจำกัดและเป็นผลในระยะยาว

กิจกรรมเศรษฐกิจโดยรวมยังอยู่ในเกณฑ์ดี แม้โมเมนตัมจะแผ่วลง

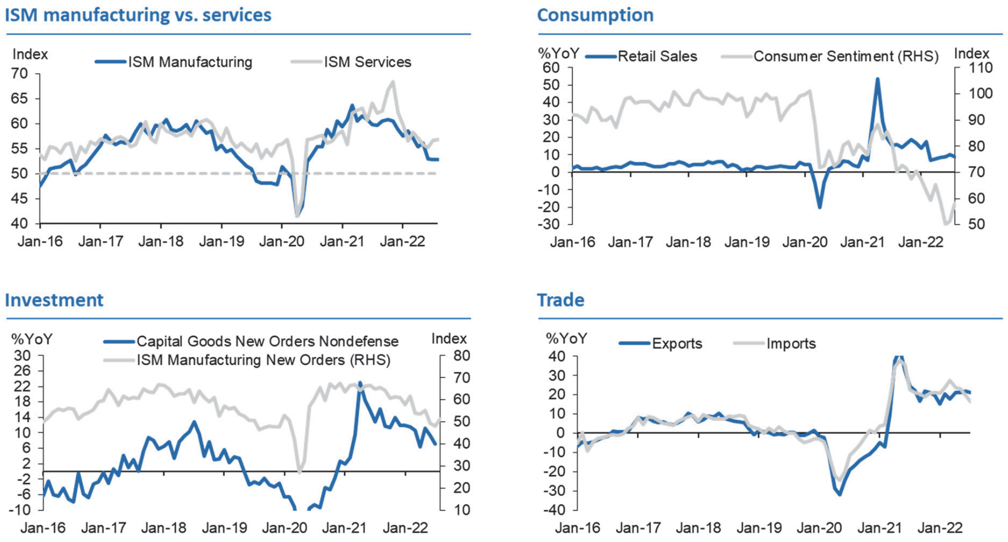
กิจกรรมเศรษฐกิจสหรัฐฯ โดยรวมยังอยู่ในเกณฑ์ดี แม้โมเมนตัมจะแผ่วลง โดยดัชนี ISM ภาคการผลิตเดือน ส.ค. ทรงตัวที่ 52.8 จุด ดีกว่าคาดการณ์ของตลาดที่จะปรับลดลงต่อเป็น 51.9 จุด โดยอุปสงค์ในประเทศและการจ้างงานปรับดีขึ้น ส่วนภาคบริการฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อย +0.2 จุด เป็น 52.9 จุด สูงสุดในรอบ 4 เดือน สวนทางกับที่ตลาดคาดว่าจะปรับตัวลดลงเป็น 55.3 จุด ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคโดย U. of Michigan เดือน ส.ค. ปรับตัวดีขึ้น +6.7 จุด เป็น 58.2 จุด ดีกว่าตลาดคาดที่ 55.5 จุด แต่โดยหลักเป็นผลจากราคาน้ำมันที่ปรับตัวลดลง ซึ่งช่วยลดคาดการณ์เงินเฟ้อในระยะสั้น ขณะที่มุมมองของผู้บริโภคต่อการซื้อสินค้าคงทน เช่น รถยนต์และสินค้า Electronics ยังทรงตัวอยู่ในระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์

ด้านตัวเลขเศรษฐกิจจริง ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ส.ค. เพิ่มขึ้น 0.3% MoM สูงกว่าคาดที่ -0.1% และดีกว่าเดือนที่ -0.4% แต่เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกชะลอตัวลงเป็น 9.1% YoY (vs. 10.1% เดือนก่อน) ขณะที่ยอดค้าปลีกที่ไม่นับรวมสินค้าที่มีความผันผวนทั้งรถยนต์ น้ำมัน และวัสดุก่อสร้าง หรือ Retail Control Group ซึ่งเป็นส่วนที่นำไปคำนวณใน GDP ไม่เพิ่มขึ้นจากเดือนก่อน (0.0%) แย่กว่าตลาดคาดที่ 0.5% และแย่กว่าเดือนก่อนที่ 0.4% สะท้อนโมเมนตัมการใช้จ่ายของผู้บริโภคที่อ่อนแอลง

ส่วนผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ส.ค. ลดลง -0.2% MoM (vs. 0.5% เดือนก่อน) ต่ำกว่าที่ตลาดคาดว่าจะไม่เปลี่ยนแปลงจากเดือนก่อนน (0.0%) โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมขยายตัว 3.7% YoY (vs. 3.8% เดือนก่อน) หากไม่นับรวมผลผลิตในกลุ่มเหมืองแร่และสาธารณูปโภค หรือ Manufacturing Production จะเพิ่มขึ้น 0.1% MoM สูงกว่าตลาดคาดที่ -0.1% แต่ก็ชะลอลงมากจากเดือนก่อนที่ได้แรงหนุนจากยอดผลิตรถยนต์ที่ 0.6% MoM โดยผลผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้นในกลุ่มสินค้าที่เกี่ยวเนื่องกับการลงทุน อาทิ เครื่องจักรกล, อุปกรณ์ที่เกี่ยวเนื่องกับอวกาศ และคอมพิวเตอร์และสินค้า Electronics ขณะที่ลดลงในกลุ่มสินค้าบริโภค อาทิ อาหาร, เสื้อผ้า และพลังงาน มองไปหน้าเศรษฐกิจคู่ค้าอย่างจีนและยุโรปที่ชะลอลงมากนับเป็นความเสี่ยงสำคัญ ประกอบกับผู้บริโภคมีแนวโน้มเพิ่มการใช้จ่ายด้านบริการ ขณะที่ลดการใช้จ่ายซื้อสินค้าลง

ขณะที่เครื่องชี้วัดตลาดแรงงาน อาทิ ยอดผู้ว่างงานขอรับสวัสดิการว่างงานครั้งแรก (Initial Jobless Claims) ปรับตัวลดลงต่อเนื่องเป็นสัปดาห์ที่ 5 ณ สัปดาห์สิ้นสุดวันที่ 10 ก.ย. อยู่ที่ 2.13 แสนราย ยังอยู่ในระดับต่ำสุดก่อนเกิด วิกฤต COVID-19 ในไตรมาส 1/2020 สะท้อนอุปสงค์แรงงานที่ยังแข็งแกร่ง

แผนภาพที่ 22: ดัชนี ISM ภาคการผลิตทรงตัวเท่ากับเดือนก่อนต่ำสุดในรอบ 2 ปี ขณะที่ภาคบริการปรับตัวดีขึ้นสูงสุดในรอบ 4 เดือน ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภคฟื้นตัวดีขึ้นตามราคาน้ำมันที่ปรับลดลง



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

ประธานาธิบดี Biden อนุมัติแผนเศรษฐกิจ 2 ฉบับ หนุนอุตสาหกรรม Semiconductors และการแก้ปัญหาสิ่งแวดล้อม

ประธานาธิบดี Joe Biden ลงนามอนุมัติแผนเศรษฐกิจ 2 ฉบับในเดือน ส.ค. วงเงินรวมกัน 7.6 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ได้แก่ CHIPS & Science Act (2.77 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) และ Inflation Reduction Act (4.85 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)

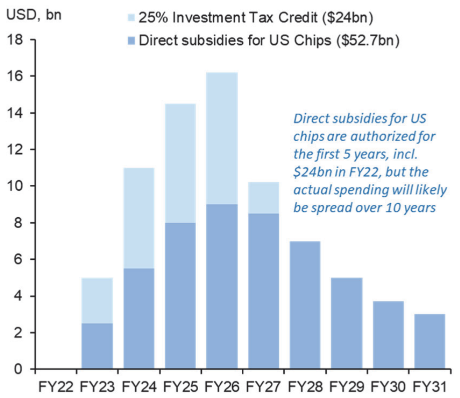
CHIPS & Science Act มีจุดประสงค์หลักเพื่อแก้ปัญหาขาดแคลน Semiconductors และเพื่อเพิ่มความสามารถในการแข่งขันด้านเทคโนโลยีกับจีน โดยจะเป็นการให้เงินอุดหนุนกับภาคเอกชนในการผลิต Semiconductors วงเงิน 5.27 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และให้เครดิตภาษี 25% เป็นเวลา 5 ปี สำหรับการลงทุนในเครื่องมือเครื่องจักรที่เกี่ยวข้อง ซึ่งคิดเป็นวงเงิน 2.4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ภายใต้เงื่อนไขห้ามผู้ได้รับเงินอุดหนุนลงทุนขยายการผลิตที่เกี่ยวเนื่องกับ Semiconductor ในประเทศจีน โดยตามแผนเบิกจ่ายเป็นเวลา 5 ปี แต่การใช้จ่ายจริงอาจจะใช้เวลามากถึง 10 ปี และคาดว่าจะส่งผลดีต่อ GDP ราว 0.1% ผ่านการเพิ่มขึ้นของการลงทุนภาคเอกชน นอกจากนี้ แผนดังกล่าวยังมีวงเงิน 2.0 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ สำหรับให้หน่วยงานภาครัฐนำลงทุนทำวิจัยด้านเทคโนโลยี อาทิ กระทรวงพาณิชย์ กระทรวงพลังงาน และมูลนิธิวิทยาศาสตร์แห่งชาติ เป็นต้น

แผนภาพที่ 23: แผน CHIPS Act วงเงินรวม 2.77 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ คาดการใช้จ่ายจริง 10 ปี

Details of CHIPS & Science Act (approved 9 Aug) 1

Measures	USD, bn
I. Direct subsidies for US chip manufacturers	**52.7**
• *Manufacturing incentives*	*39*
• *R&D and workforce development*	*13.2*
• *Provide for international info, communication technology security and semiconductor supply chain activities*	*0.5*
II. 25% Investment Tax Credit for capital expenses for manufacturing of semiconductors and related equipment	**24.0**
III. Technology research, most of which would go to R&D across federal agencies (e.g., the National Science Foundation, Dept. of Commerce, Dept. of Energy) 2	**200.0**
Total	**276.7**

Estimated new spending horizon



- The CHIPS & Science Act is a bill that aims to make the US more competitive with China and has gained support across the political aisle.
- CBO estimates the legislation would increase budget deficits by $48 billion over five years and by $79 billion in 10 years with the tax credit estimated to decrease tax revenue by $22.1bn through 2026 and by $24.3bn through 2031.
- The direct subsidies is estimated to create 514k jobs and contributing $62bn to GDP over a 5-year period (~0.06% GDP per year), while the 25% tax credit implies total eligible investment of around $100bn over 10 years or <0.05% GDP per year. 3\

Note: 1\ The core of the provision comes from the prior bill proposals – Innovation & Competition Act (Senate; $250bn) and the COMPETES Act (House). 2\ This is the fund that the law authorizes but that future Congresses would need to appropriate before it becomes available. 3\ The former is estimated by Mazewski & Flores and the latter is estimated by the Joint Tax Committee.
ที่มา: Goldman Sachs, Forbs, White House, CBO, Matt Mazewski and Christian Flores (May 2022), TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Inflation Reduction Act วงเงินเกือบ 5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ นับเป็นฉบับย่อยของแผน Build Back Better วงเงินกว่า 2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่มีการเจรจาในสภาก่อนหน้านี้ โดยไม่มีส่วนที่เป็นมาตรการช่วยเหลือทางสังคม เช่น การเรียนฟรี เป็นต้น โดยแผนฉบับนี้เป็นแผน 10 ปี มุ่งเน้นไปที่การแก้ปัญหาสิ่งแวดล้อมและการใช้พลังงานสะอาดที่คิดเป็นวงเงินราว 3.9 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยหลักจะเป็นการให้เครดิตภาษีเพื่อเป็นแรงจูงใจในการใช้หรือลงทุนในพลังงานทางเลือกมากขึ้น เช่น รถยนต์ Electric Vehicles (EV), พลังงานแสงอาทิตย์ (Solar) และพลังงานลม เป็นต้น นอกจากนี้ ยังมีมาตรการด้านสุขภาพอีกราว 1 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ อาทิ การลดค่าเบี้ยประกันสุขภาพและการลดราคายา

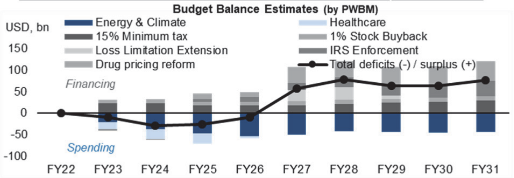
ด้านแหล่งที่มาของเงินทุน โดยหลักจะมาจากการเก็บภาษี Minimum tax ที่ 15% กับธุรกิจขนาดใหญ่ที่มีรายได้ 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ขึ้นไป การเก็บภาษีการซื้อหุ้นคืน (Stock Buyback) ที่อัตรา 1% การจัดสรรงบให้สรรพากรในการดำเนินการเก็บภาษี รวมถึงการเจรจาตกลงราคายาที่คาดจะช่วยลดรายจ่ายให้กับภาครัฐ โดยคาดจะสร้างเงินทุนได้ราว 8 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ สูงกว่างบการใช้จ่าย ดังนั้น แผน Inflation Reduction Act ประเมินว่าจะช่วยลดการขาดดุลการคลัง (Fiscal Deficits) ได้ราว 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วง 10 ปี

แผนภาพที่ 24: แผน Inflation Reduction Act คาดจะช่วยลดการขาดดุลการคลังได้ราว 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วง 10 ปี

Details of Inflation Reduction Act (approved 16 Aug) 1

Spending (10-year)	USD, bn
Energy and Climate	**386**
• *Clean Electricity Tax Credits*	*161*
• *Air Pollution, Hazardous Materials, Transportation and Infrastructure*	*40*
• *Individual Clean Energy Incentives*	*37*
• *Clean Manufacturing Tax Credits*	*37*
• *Clean Fuel and Vehicle Tax Credits*	*36*
• *Conservation, Rural Development, Forestry*	*35*
• *Building Efficiency, Electrification, Transmission, Industrial, Dept. of Energy Grants and Loans*	*27*
• *Other Energy and Climate Spending*	*14*
Healthcare	**98**
• *Affordable Care Act extension (3 years)*	*64*
• *Part D Resign, Low Income Subsidy, Vaccine Coverage*	*34*
Total	**485**

Financing (10-year)	USD, bn
Revenue	**472**
• *15% Corporate Minimum Tax*	*222*
• *IRS Tax Enforcement Funding**	*124*
• *1% Stock Buyback Fee*	*74*
• *Loss Limitation Extension*	*52*
Health Savings	**322**
• *Repeal Trump-Era Drug Rebate Rule*	*122*
• *Drug Price Inflation Cap*	*101*
• *Negotiation of Certain Drug Prices*	*99*
Total	**794**



*Note: 1\ A slimmed- down version of the Build Back Better bill (~$2,000bn) – i.e. it has no Social Benefits e.g. free pre-school, Child Tax Credit Extension. *IRS funding provision involves an $80 billion expenditure over ten years, which CBO estimates will yield $204 billion in additional revenue for a net savings of $124 billion.*

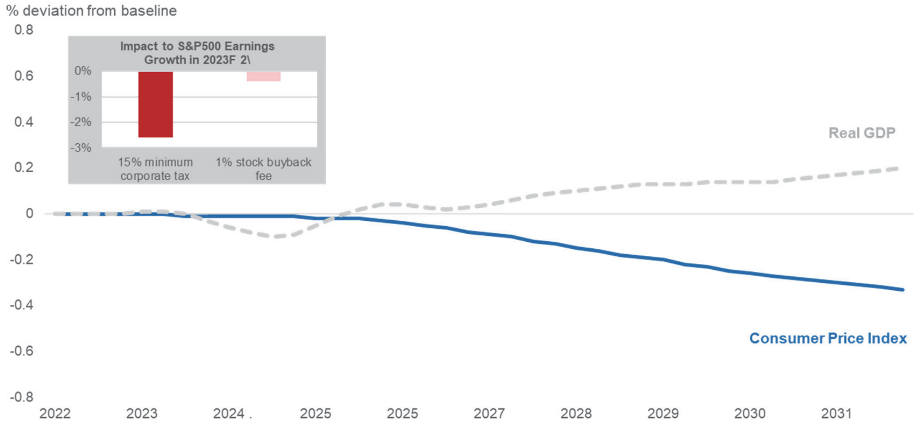
ที่มา: Bloomberg, CRFB, CBO, Forbs, PWBM, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ดี ผลดีต่อเศรษฐกิจมีค่อนข้างจำกัดและเป็นผลระยะยาว โดย Moody's ประเมินผลต่อ GDP ที่ 0.2% ในช่วง 10 ปี โดย 2-3 ปีแรก อาจส่งผลเชิงลบต่อ GDP จากการปรับขึ้นภาษีที่จะส่งผลกระทบต่อการจ้างงาน ขณะที่ประเมินจะช่วยลดเงินเฟ้อลง -0.3% ในช่วง 10 ปี ผ่าน 4 ช่องทางหลัก คือ 1) การขาดดุลการคลังที่ลดลง 2) การลดค่าเบี้ยประกันสุขภาพ 3) การเจรจาต่อรองราคายา และ 4) การใช้จ่ายด้านพลังงานของครัวเรือนที่ลดลง

ด้านผลกระทบต่อภาคธุรกิจจากการเก็บภาษี Corporate Minimum tax ที่ 15% และการซื้อหุ้นคืนที่ 1% ประเมินจะกระทบอัตราการเติบโตของผลกำไร (Earnings growth) ภาคธุรกิจที่จดทะเบียนในดัชนี S&P500 ราว 3% ในปี 2023F

แผนภาพที่ 25: แผน Inflation Reduction Act ส่งผลต่อ GDP และเงินเฟ้อค่อนข้างจำกัด และเป็นผลในระยะยาว 10 ปี

Estimates economic impact from the Inflation Reduction Act 1



Note: 1\ Moody's Analytics estimate. 2\ JPMorgan estimate.

ที่มา: Moody's Analytics, JPMorgan, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตราสูง +75bps ต่อเนื่องเป็นครั้งที่ 3 สู่ระดับ 3.0-3.25% และส่งสัญญาณเข้มงวดขึ้นอย่างมาก โดย Dot plot ชี้ดอกเบี้ยจะถูกปรับขึ้นจนแตะ 4.50-4.75% ในปี 2023F

เงินเฟ้อที่ยังคงออกมาสูงกว่าคาดอย่างต่อเนื่อง กดดันให้ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ต้องเร่งปรับขึ้นดอกเบี้ยอย่างแข็งกร้าวมากขึ้น โดยในการประชุมครั้งล่าสุด (20-21 ก.ย.) Fed มีมติเป็นเอกฉันท์ (12-0) ปรับขึ้นดอกเบี้ย Federal funds rate ขึ้นในอัตราสูง +75bps ต่อเนื่องเป็นครั้งที่ 3 สู่ระดับ 3.00-3.25% และระบุการปรับขึ้นต่อเนื่องไปอีกมีความเหมาะสม ขณะที่ยังคงยึดแผนกระบวนการลดขนาดงบดุล (QT) ตามเดิม ซึ่งนับตั้งแต่เดือน ก.ย. ได้ลดสินทรัพย์ลงในอัตราเดือนละ 9.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (แบ่งเป็น Treasury เดือนละ 6.0 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และ MBS เดือนละ 3.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) เพิ่มขึ้นจากเมื่อเดือน มิ.ย.-ส.ค.ที่ลดในอัตราเดือนละ 4.75 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

ด้านแนวโน้มของดอกเบี้ย (Dot plot) ส่งสัญญาณเข้มงวดขึ้นกว่าเดิมอย่างมาก โดยชี้ว่า Fed จะปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นแตะระดับ 4.25-4.50% ณ สิ้นปีนี้ หรือปรับขึ้นอีก +125bps สูงกว่าเดิมเมื่อเดือน มิ.ย. ที่ชี้จะปรับขึ้นแตะระดับ 3.25-3.50% เท่านั้น และจะปรับขึ้นแตะระดับสูงสุดหรือ (Terminal rate) ที่ 4.50-4.75% ณ สิ้นปี 2023F สูงกว่าเดิมที่จะแตะระดับ 3.50-3.75% ขณะที่ชี้อัตราดอกเบี้ยจะถูกปรับลดลงเป็น 3.75-4.00% ในปี 2024F (หรือลดลง -75bps) และลดลงเป็น 2.75-3.00% ในปี 2025F โดย Dot plot ถูกปรับขึ้นมากกว่าที่นักเศรษฐศาสตร์ในผลสำรวจ Bloomberg (วันที่ 9-14 ก.ย.) คาดการณ์ไว้ที่ 3.75-4.00% ณ สิ้นปีนี้ และ 4.00-4.25% ณ สิ้นปี 2023F อย่างไรก็ดี Fed ยังคงคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยระยะยาว (Longer-run rate) ไว้ที่ 2.5% เช่นเดิม

แนวโน้มของดอกเบี้ยที่เข้มงวดกว่าเดิมทำให้ประมาณการ GDP (ไตรมาสสุดท้ายของแต่ละปี) ถูกปรับลดลงเป็น 0.2% (vs. 1.7% เดิมเมื่อเดือน มิ.ย.) สำหรับปีนี้, เป็น 1.2% (vs. 1.7% เดิม) ปี 2023F และเป็น 1.7% (vs. 1.9% เดิม) สำหรับปี 2024F ขณะที่คาดจะขยายตัว 1.8% ในปี 2025F ด้านอัตราการว่างงาน (Unemployment rate) ปรับเพิ่มขึ้นเป็น 3.8% (vs. 3.7% เดิม) สำหรับปีนี้, เพิ่มขึ้นเป็น 4.4% (เดิม 3.9%) ปี 2023F, เป็น 4.4% (vs. 4.1% เดิม) ปี 2024F และอยู่ที่ 4.3% ปี 2025F สะท้อนภาพแนวโน้มเศรษฐกิจที่แย่ลงกว่าเดิมมาก แม้จะยังไม่ถึงขั้น Recession

ด้านเงินเฟ้อ Fed ปรับคาดการณ์ PCE Inflation ขึ้นเป็น 5.4% (vs. 5.2% เดิม) สำหรับปีนี้, เป็น 2.8% (vs. 2.6% เดิม) ปี 2023F และเป็น 2.3% (vs. 2.2% เดิม) ปี 2024F ก่อนที่จะชะลอลงต่อเท่ากับเป้าหมายที่ 2% ได้ในปี 2025F ส่วน Core PCE (ซึ่งเป็นเป้าหมายนโยบายการเงินของ Fed) ปรับขึ้นเป็น 4.5% (vs. 4.3% เดิม) สำหรับปีนี้, เป็น 3.1% (vs. 2.7% เดิม) ปี 2023F และเป็น 2.3% (vs. 2.3% เดิม) ปี 2024F ก่อนที่จะชะลอลงเป็น 2.1% ในปี 2025F

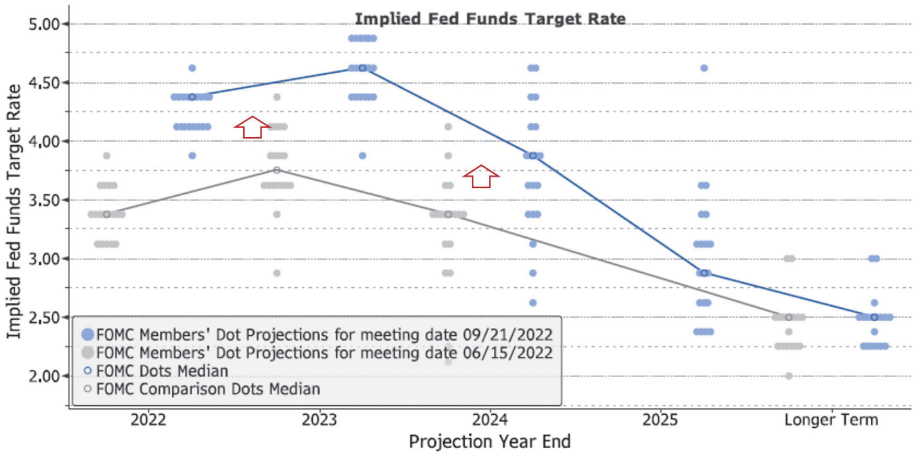
นาย Jerome Powell ประธาน Fed กล่าวในแถลงการณ์หลังการประชุมว่า คงไม่มีใครรู้ว่าแนวโน้มนโยบายการเงินนี้จะนำเศรษฐกิจไปสู่ภาวะถดถอย (Recession) หรือไม่ และถ้าเกิดขึ้นจะรุนแรงมากน้อยขนาดไหน โดยการที่จะเลี่ยงไม่ให้เกิดสถานการณ์ดังกล่าวได้ ขึ้นอยู่กับอัตราค่าจ้างและเงินเฟ้อว่าจะชะลอลงเร็วแค่ไหน รวมถึงโมเมนตัมตลาดแรงงานจะเริ่มอ่อนแอลงหรือไม่ ขณะที่กล่าวเสริมว่า โอกาสที่จะเกิด Soft landing คงมีลดลง เนื่องจากนโยบายการเงินมีความจำเป็นที่จะต้องอยู่ในระดับที่จำกัดเศรษฐกิจ (Restricitve) มากกว่าเดิม หรืออยู่ในระดับที่จำกัดเศรษฐกิจยาวนานกว่าเดิม

การส่งสัญญาณของ Fed มีความแข็งกร้าวมากขึ้นในการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย ทำให้ล่าสุดเราคาดว่า Fed จะปรับดอกเบี้ยขึ้นแตะระดับสูงสุดที่ 4.50-4.75% (vs. เดิมคาด Terminal rate ที่ 4.00-4.25%) โดยมองว่า Fed จะปรับดอกเบี้ยขึ้นในอัตรา +75bps ต่อเนื่องในการประชุมครั้งถัดไปเดือน พ.ย. และปรับขึ้นในอัตราชะลอลงเป็น +50bps ในเดือน ธ.ค. ทำให้อัตราดอกเบี้ย ณ สิ้นปีนี้อยู่ที่ 4.25-4.50% ขณะที่ในปีหน้าจะปรับขึ้นอีก +25bps ในเดือน ก.พ. 2023 ดังนั้น คาดว่า Fed จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีก +150bps จากระดับปัจจุบันที่ 3.00-3.25%

ขณะที่เรามองว่าแนวโน้มการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยที่เข้มงวดมากกว่าเดิมของ Fed จะทำให้เศรษฐกิจเลี่ยงความเสี่ยง Recession ได้ยากขึ้น โดยล่าสุด Bloomberg Economics ประเมินว่ามีโอกาส 27% ที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะเผชิญภาวะ Recession ใน 12 เดือนข้างหน้า แต่ความเสี่ยงจะสูงขึ้นเป็น 100% ในระยะ 24 เดือนข้างหน้า ดังนั้น คาดการณ์เศรษฐกิจในระยะข้างหน้ามีความเสี่ยงขาลง (Downside risk) อยู่มาก ซึ่งจะกระทบต่อแนวโน้มเศรษฐกิจโลกและภาวะการค้าระหว่างประเทศ

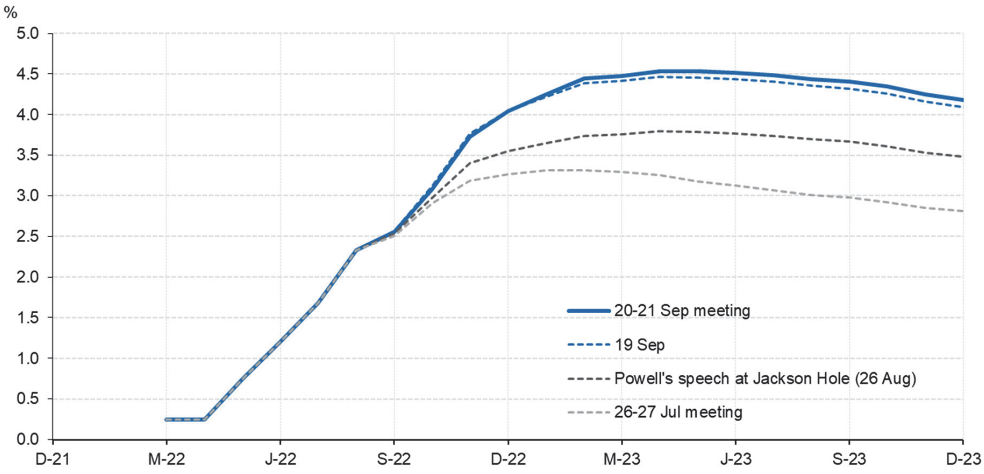
แผนภาพที่ 26: Fed ส่งสัญญาณ Hawkish ขึ้นมากผ่านแนวโน้มของดอกเบี้ย (Dot plot; Median) ซึ่งชี้ Fed จะขึ้นดอกเบี้ยแตะระดับ 4.4% ณ สิ้นปีนี้ และแตะระดับสูงสุด (Terminal rate) ที่ 4.6% ในปี 2023F ก่อนจะปรับดอกเบี้ยลง -75bps สู่ระดับ 3.9% ในปี 2024F

Fed's dot plot



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

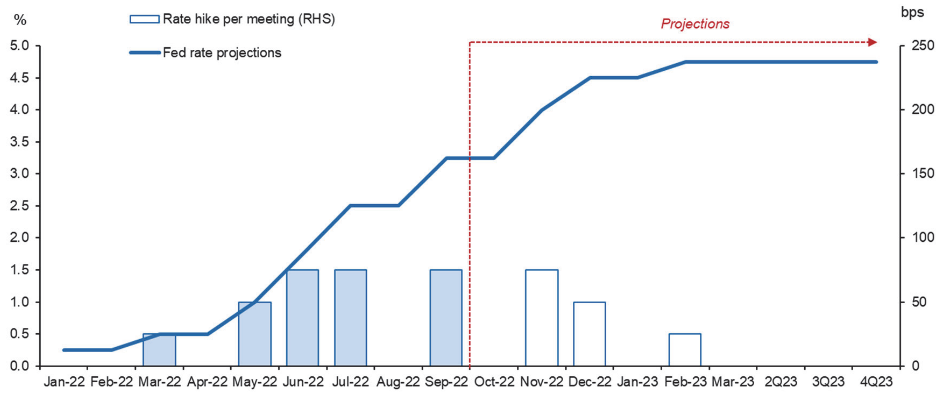
แผนภาพที่ 27: ตลาด (สะท้อนผ่าน Fed funds futures) คาด Fed จะปรับดอกเบี้ยขึ้นแตะระดับสูงสุด (Terminal rate) ที่ราว 4.6% ในช่วงต้นปี 2023F สอดคล้องกับ Dot plot และยังเชื่อว่า Fed จะเริ่มลดดอกเบี้ยลงในช่วงปลายปีดังกล่าว



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

แผนภาพที่ 28: เราคาด Fed จะปรับดอกเบี้ยขึ้นในอัตรา +75bps ต่อเนื่องในการประชุมเดือน พ.ย. และปรับขึ้นในอัตราชะลอลงเป็น +50bps ในเดือน ธ.ค. ทำให้ดอกเบี้ย ณ สิ้นปีนี้อยู่ที่ 4.25-4.50% ขณะที่ในปี 2023F คาดจะปรับขึ้นอีก +25bps ในเดือน ก.พ. 2023 ทำให้ดอกเบี้ยทำจุดสูงสุดที่ 4.50-4.75%

Fed rate path (upper bound)



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

เศรษฐกิจยุโรป

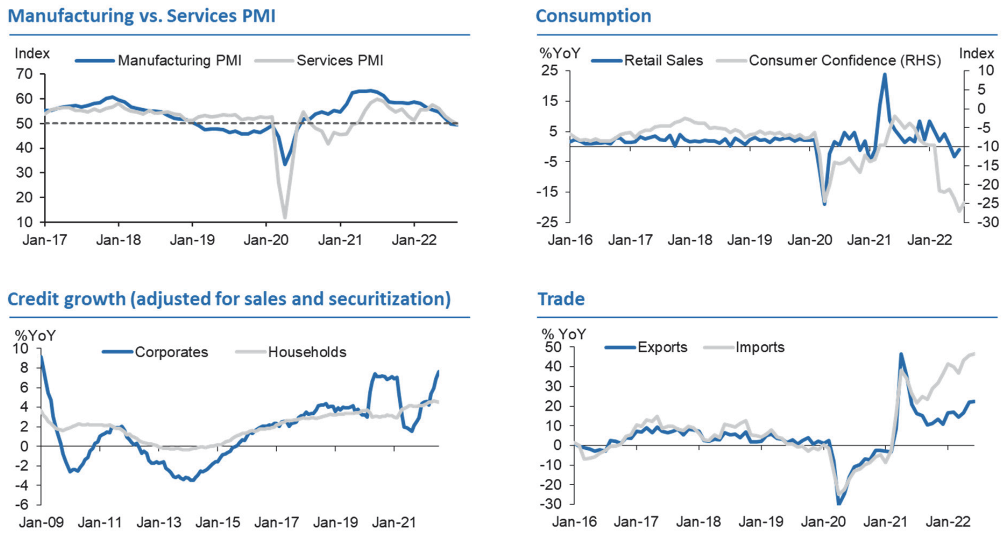
เศรษฐกิจยูโรโซนส่งสัญญาณอ่อนแอลงต่อเนื่องและมีแนวโน้มเข้าสู่ Recession ในปลายปีนี้ โดย Bloomberg consensus คาดเศรษฐกิจไตรมาส 3 จะชะลอลงตัวลงมากเป็น 0.0% QoQ (vs. 0.8% ในไตรมาส 2) ก่อนที่จะหดตัว -0.3% ในไตรมาส 4 และ -0.2% ในไตรมาส 1/2023 ท่ามกลางความเสี่ยงขาดแคลนพลังงาน โดยเฉพาะหลังจากที่รัสเซียระงับการส่งออกก๊าซผ่านท่อหลักอย่าง Nord Stream และเงินเฟ้อที่ขยายตัวสูงเป็นประวัติการณ์ต่อเนื่อง โดยเครื่องชี้วัดเศรษฐกิจอย่างดัชนี PMI ส่งสัญญาณอ่อนแอลงอย่างมากในเดือน ส.ค. โดยทั้งภาคการผลิตและบริการอยู่ในเกณฑ์หดตัว ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคฟื้นตัวขึ้นแต่ก็ยังอยู่ในระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ ด้านนโยบายการเงินมีความเข้มงวดขึ้นอย่างมาก โดย ECB มีมติปรับดอกเบี้ยขึ้นในอัตราสูง +75bps ในการประชุมครั้งล่าสุด (8 ก.ย.) และมีแนวโน้มที่จะปรับขึ้นในอัตราสูงดังกล่าวต่อเนื่องในการประชุมครั้งถัดไป (27 ต.ค.) ด้วย เพื่อกดเงินเฟ้อที่ยังมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูง

เศรษฐกิจส่งสัญญาณอ่อนแอลงต่อเนื่องและมีแนวโน้มเข้าสู่ Recession ปลายปีนี้

เศรษฐกิจยูโรโซนส่งสัญญาณอ่อนแอลงต่อเนื่องและมีแนวโน้มเข้าสู่ Recession ในปลายปีนี้ ท่ามกลางความเสี่ยงเรื่องการขาดแคลนพลังงาน โดยเฉพาะหลังจากที่รัสเซียระงับการส่งออกก๊าซผ่านท่อหลักอย่าง Nord Stream และเงินเฟ้อที่ขยายตัวสูงเป็นประวัติการณ์ โดยเครื่องชี้วัดเศรษฐกิจอย่างดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ส่งสัญญาณอ่อนแอลงอย่างมาก โดยทั้งภาคการผลิตและบริการปรับตัวลดลงอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ในเดือน ส.ค. ท่ามกลางอุปสงค์และผลผลิตที่อ่อนแอลงมาก ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer confidence) ฟื้นตัวดีขึ้น แต่ก็อยู่ในระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ นับเป็นสัญญาณที่ไม่ดีต่อการใช้จ่ายของผู้บริโภคในระยะข้างหน้า

ขณะเดียวกันนโยบายการเงินก็มีแนวโน้มเข้มงวดขึ้นอย่างมาก โดย ECB ปรับดอกเบี้ย Deposit rate ขึ้นไปแล้ว +125bps ในปีนี้ สู่ระดับ 0.75% และคาดจะปรับขึ้นอีกอย่างน้อย +150bps สู่ระดับ 2.25% ในช่วงต้นปี 2023F ส่งผลให้นักเศรษฐศาสตร์ใน Bloomberg consensus คาดเศรษฐกิจยูโรโซนจะชะลอตัวลงและเข้าสู่ภาวะ Technical Recession ในปลายปีนี้ โดยคาดเศรษฐกิจชะลอลงจาก 0.8% QoQ ในไตรมาส 2 เป็นไม่ขยายตัว (0.0% QoQ) ในไตรมาส 3 ก่อนที่จะหดตัวต่อเนื่อง -0.3% ในไตรมาส 4 และ -0.2% ในไตรมาส 1/2023

แผนภาพที่ 29: ดัชนี PMI ภาคการผลิตและภาคบริการปรับตัวลดลงอยู่ในเกณฑ์หดตัวในเดือน ส.ค. ท่ามกลางอุปสงค์และผลผลิตที่อ่อนแอ ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคฟื้นตัวขึ้น แต่ยังอยู่ในระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์

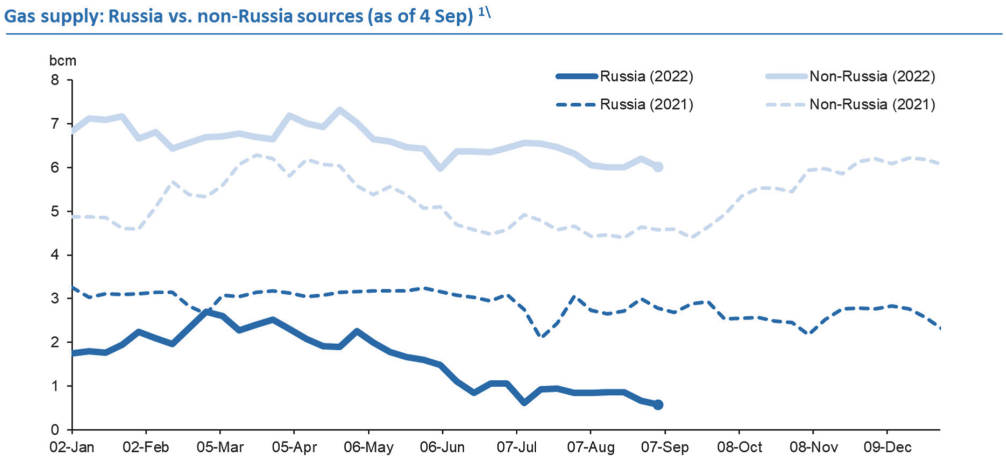


ที่มา: Bloomberg, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การลดการใช้ก๊าซอาจช่วยให้ยุโรปผ่านพ้นฤดูหนาวครั้งนี้ไปได้ แต่ก็เป็นต้นทุนที่เกิดขึ้นกับเศรษฐกิจผ่านภาคการผลิตที่อ่อนแอลงมาก

สถานการณ์ด้านก๊าซในยุโรปยังมีความไม่แน่นอนอย่างมากท่ามกลางการส่งออกก๊าซจากรัสเซียที่ลดลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ช่วงกลางเดือน มิ.ย. และล่าสุดในช่วงต้นเดือน ก.ย. รัสเซียได้ระงับการส่งก๊าซผ่านท่อหลักอย่าง Nord Stream ออกไปอย่างไม่มีกำหนด ทำให้สัดส่วนก๊าซที่นำเข้าจากรัสเซียลดลงเหลือเพียงราว 10% เท่านั้นในปัจจุบัน (เทียบกับต้นปีที่ 30%) ขณะที่ยุโรปต้องเร่งเพิ่มอุปทานก๊าซจากแหล่งอื่น โดยเฉพาะก๊าซเหลวหรือ LNG มาเพื่อทดแทน

แผนภาพที่ 30: ก๊าซส่งออกจากรัสเซีย (เส้นสีเข้ม) ลดลงต่อเนื่องนับตั้งแต่เดือน มิ.ย. ขณะที่ก๊าซจากแหล่งอื่น (เส้นสีอ่อน) เพิ่มขึ้นดี แต่สุทธิแล้วยังไม่สามารถทดแทนส่วนของรัสเซียได้ทั้งหมด

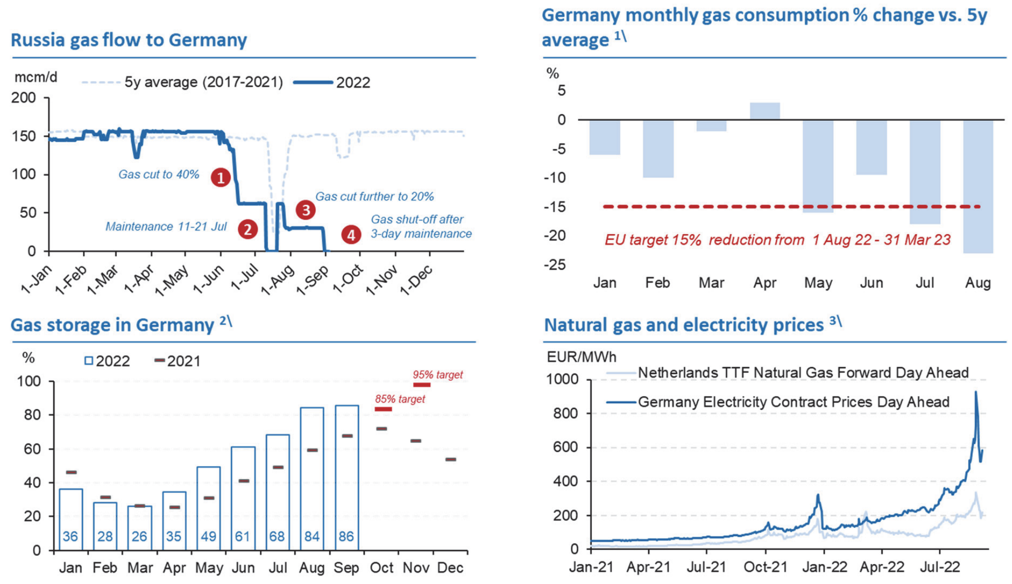


Note: 1\ Norway, LNG, Algeria and other minor ที่มาร.
ที่มา: Bruegel, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ดี แม้ก๊าซจากรัสเซียจะส่งออกมาให้ยุโรปน้อยลงเรื่อยๆ ขณะเดียวกันก๊าซจากแหล่งอื่นก็ยังไม่สามารถทดแทนส่วนของรัสเซียได้ทั้งหมด แต่ยุโรปก็สามารถเติมก๊าซเข้าคลังสำรองได้ในระดับ 80% เร็วกว่าวันที่ 1 พ.ย. ที่ได้กำหนดไว้ (ก๊าซในคลังยุโรปอยู่ที่ระดับ 86% ณ วันที่ 19 ก.ย.) โดยประเทศพี่ใหญ่ของกลุ่มอย่างเยอรมนีสามารถเติมก๊าซเข้าคลังสำรองได้ในระดับ 85% เร็วกว่ากำหนดวันที่ 1 ต.ค. และปัจจุบัน (ณ วันที่ 19 ก.ย.) มีก๊าซในคลังที่ระดับ 90%

ปัจจัยหลักที่ทำให้เยอรมนีสามารถเติมก๊าซในคลังสำรองได้เร็วกว่าเป้าหมายคือการลดการบริโภคก๊าซลง ซึ่งในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา เยอรมนีสามารถลดการบริโภคก๊าซได้กว่า 15% (แผนภาพที่ 31 ขวามือด้านบน) ซึ่งเป็นไปตามแผน Gas Demand Reduction ของ EU ที่ประกาศปลายเดือน ก.ค. ขอความร่วมมือ (Voluntary) ประเทศสมาชิกช่วยกันลดการบริโภคก๊าซลง 15% เป็นเวลา 8 เดือน (ส.ค. 2022 - มี.ค. 2023) ซึ่งก๊าซที่สามารถเติมเข้าคลังได้เร็วกว่าเป้าช่วยคลายความกังวลเรื่องการขาดแคลนพลังงานในช่วงหน้าหนาวที่กำลังมาถึง (ตั้งแต่เดือน ต.ค.) ลงไปบ้าง และส่งผลให้ราคาก๊าซในตลาดยุโรปปรับตัวลดลง

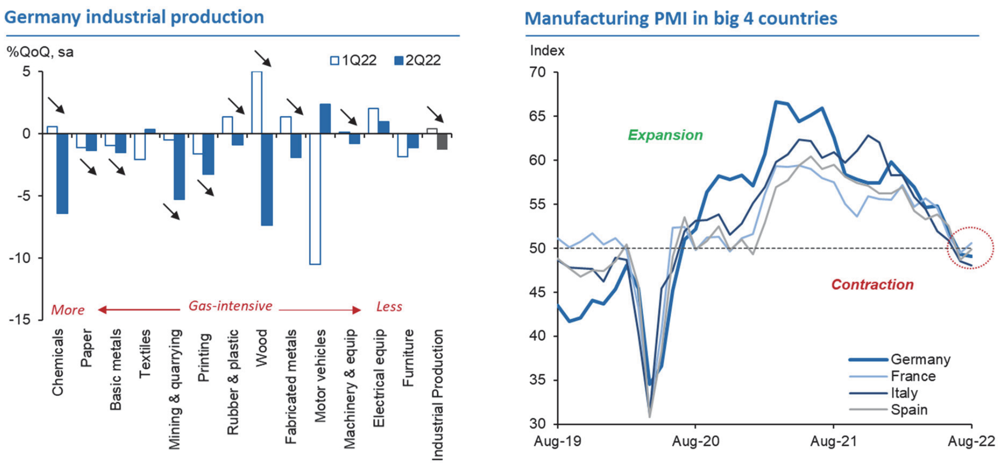
แผนภาพที่ 31: เยอรมนีสามารถเติมก๊าซในคลังได้ที่ระดับ 85% เร็วกว่ากำหนด แม้รัสเซียจะลดการส่งก๊าซผ่านท่อ Nord Stream ต่อเนื่องและต้นเดือน ก.ย. ได้ระงับอย่างไม่มีกำหนด ส่วนหนึ่งจากการบริโภคก๊าซที่ลดลงกว่า 15%



Note: 1\ Research from IMF found that demand reduction in Jul and Aug was mostly due to large corporate customers. 2\ End of period, as of 5 Sep. 3\ As of 5 Sep.
ที่มา: Bloomberg, Deutsche Bank, Goldman Sachs, IMF, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ดี การบริโภคก๊าซที่ลดลงก็เป็นต้นทุนที่เกิดขึ้นต่อระบบเศรษฐกิจ โดยเฉพาะภาคการผลิตที่นับเป็นกลุ่มที่ลดการบริโภคก๊าซลงมากที่สุด (ตามงานวิจัยเดือน ก.ค. ของ IMF) สะท้อนผ่านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ที่มีการปรับตัวลดลงมากในไตรมาส 2 โดยเฉพาะกลุ่มที่ใช้ก๊าซมาก (Gas-intensive) อาทิ เคมีภัณฑ์ กระดาษ และโลหะ โดยผลผลิตภาคอุตสาหกรรมคาดว่าจะปรับตัวลดลงต่อเนื่องและรุนแรงกว่าเดิมในไตรมาส 3 เป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจสำคัญสำหรับเยอรมนีที่เพิ่งพาภาคการผลิตอย่างมาก ล่าสุดนักเศรษฐศาสตร์ใน Bloomberg Consensus คาดเศรษฐกิจเยอรมนีจะหดตัวต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังของปี (-0.2% QoQ และ -0.3% ในไตรมาส 3 และ 4 ตามลำดับ) เข้าสู่ Technical Recession นับเป็นสัญญาณที่ไม่ดีสำหรับยูโรโซนโดยรวม

แผนภาพที่ 32: ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมของเยอรมนีปรับตัวลดลงในไตรมาส 2 และคาดจะปรับตัวลดลงต่อเนื่องและรุนแรงกว่าเดิมในไตรมาส 3



- A research conducted by IMF (12 Aug) found that large industrial customers were the main contributors to the gas savings in Germany since May.
- Around one-third of economists in Bloomberg consensus anticipate for a negative GDP growth (QoQ) in the Q3, as of end Aug.

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

ECB ปรับดอกเบี้ยขึ้นในอัตราสูง +75bps และระบุจะขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่องอีก 3-4 รอบการประชุม ขณะที่การปรับขึ้นในอัตราสูงในการประชุมรอบถัดไปอาจมีความจำเป็น

ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย Deposit rate ในอัตราสูง +75bps สู่ระดับ 0.75% สูงสุดนับตั้งแต่ปี 2011 ในการประชุมเมื่อวันที่ 8 ก.ย. ซึ่งเป็นไปตามการคาดการณ์เป็นวงกว้างของตลาด ท่ามกลางเงินเฟ้อที่ยังมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูงจากผลของวิกฤตพลังงาน ซึ่ง ECB ได้ปรับคาดการณ์เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นมาอยู่เหนือเป้า 2% ตลอดช่วงของการทำประมาณการ โดยคาดเงินเฟ้อเฉลี่ยปีนี้ที่ 8.1% (เดิม 6.8%), ปี 2023F ที่ 5.5% (เดิม 3.5%) และปี 2024F ที่ 2.3% (เดิม 2.1%)

ECB ระบุว่าการปรับขึ้นดอกเบี้ยจะดำเนินต่อเนื่องในอีกหลายรอบการประชุมข้างหน้า (Next several meetings) เพื่อกดอุปสงค์และจำกัดความเสี่ยงที่คาดการณ์เงินเฟ้อจะปรับสูงขึ้น ซึ่งคณะกรรมการจะประเมินแนวทางของนโยบายอย่างสม่ำเสมอตามตัวเลขเศรษฐกิจและแนวโน้มของเงินเฟ้อ โดยอัตราของการปรับขึ้นดอกเบี้ยในการประชุมรอบข้างหน้าจะขึ้นอยู่กับตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมา (Data-dependent) และจะประเมินตามแต่ละรอบการประชุมไป โดยนาง Christine Lagarde ประธาน ECB ได้กล่าวในแถลงการณ์หลังการประชุมว่า หากตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมาในการประชุม ณ ขณะนั้น สนับสนุนให้ปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตราสูงอีก ก็จะดำเนินการตามนั้น และระบุว่า ECB จะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก 3-4 ครั้ง ท่ามกลางเงินเฟ้อที่ยังสูงมากเกินไป

ด้านเศรษฐกิจ ECB มองว่าชะลอลงมากเข้าสู่ช่วงครึ่งหลังของปี โดยมองเศรษฐกิจไตรมาส 4/2022 และ 1/2023 จะขยายตัวต่ำหรืออาจไม่ขยายตัวเลย จากราคาพลังงานที่สูงกดดันกำลังซื้อของผู้บริโภค ประกอบกับปัญหาอุปทานคอขวดที่ยังคงกดดันกิจกรรมเศรษฐกิจ นอกจากนี้ สงครามรัสเซีย-ยูเครนยังได้กดดันความเชื่อมั่น โดย ECB ได้ปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP ปีนี้ขึ้นเป็น 3.1% (เดิม 2.8%) จากเศรษฐกิจครึ่งแรกของปีที่ออกมาดีกว่าคาด แต่ปรับลดคาดการณ์ปี 2023F ลงมากเป็น 0.9% (เดิม 2.1%) และปี 2024F ลงเป็น 1.9% (เดิม 2.1%)

ECB ได้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายตัวอื่นด้วย ได้แก่ ดอกเบี้ย Main Refinancing rate ขึ้น +75bps เป็น 1.25% และดอกเบี้ย Marginal Lending rate ขึ้น +75bps เป็น 1.5% ขณะที่ย้ำเช่นเดิมว่าจะลงทุนซ้ำในพันธบัตรที่เข้าซื้อผ่านมาตรการ APP ต่อเนื่องยาวนานตราบเท่าที่จำเป็น ส่วนพันธบัตรที่เข้าซื้อผ่านมาตรการ PEPP จะลงทุนซ้ำจนถึงสิ้นปี 2024 เป็นอย่างน้อย และจะดำเนินการอย่างยืดหยุ่น โดยจะเป็นเครื่องมือหลักในการลดทอนผลกระทบจากการพุ่งขึ้นของพันธบัตรรัฐบาลอันไม่พึงประสงค์ ขณะที่การมีเครื่องมือใหม่ ‘Transmission Protection Instrument (TPI)’ เป็นอีกหนึ่งทางเลือกหากมีความจำเป็น

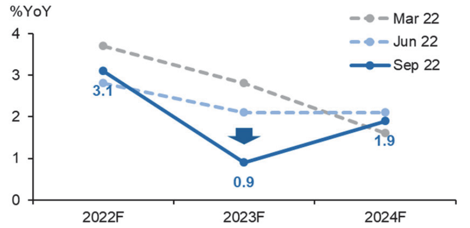
เงินเฟ้อที่ยังมีแนวโน้มขยายตัวสูงเป็นระยะเวลานาน ขณะที่เศรษฐกิจยังไม่อ่อนแอลงมากเกินไป นับเป็นปัจจัยหลักหนุน ECB เร่งปรับขึ้นดอกเบี้ยในตอนนี้ หรือ Frontload ไปเลย ประกอบกับถ้อยแถลงของนาง Lagarde ที่ชี้ว่าการปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตราสูงอีกมีความเป็นไปได้ ทำให้เราปรับมุมมองการขึ้นดอกเบี้ยของ ECB โดยคาด ECB จะขึ้นอัตราดอกเบี้ย +75bps ต่อเนื่องในการประชุมครั้งถัดไปวันที่ 27 ต.ค. (เดิมคาด +50bps) ด้วย และคาดจะปรับขึ้นอีก +50bps ในการประชุมเดือน ธ.ค. (เดิมคาด +25bps) และเป็น +25bps ในการประชุมเดือน ก.พ. 2023 ซึ่งจะทำให้ดอกเบี้ยทำจุดสูงสุดหรือ Terminal rate อยู่ที่ 2.25% (เดิมมอง 1.75%)

แผนภาพที่ 33: ECB ส่งสัญญาณเข้มงวดขึ้นในการประชุมวันที่ 8 ก.ย. ท่ามกลางเงินเฟ้อที่ยังมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูง ขณะที่เศรษฐกิจมีแนวโน้มแผ่วลงมากจากวิกฤตพลังงาน

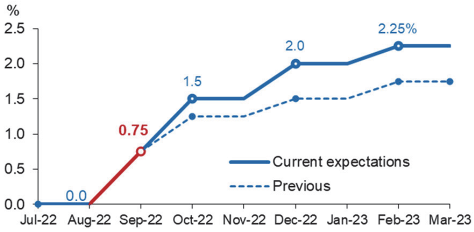
President Lagarde's key speech at 8 Sep meeting

- We took today's decision (+75bps hike), and ***expect to raise interest rates further because inflation remains far too high*** and is likely stay above our (2%) target for some time.
- ***If the data*** on our meeting-by-meeting exercise review ***suggests that we should take a high hike of our interest rates, we will do so***.
- Regarding ***how many hikes*** does "several" in the statement imply: ***probably more than two***, including this one, but probably also going to be ***less than five***.

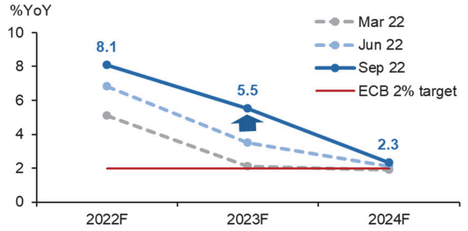
GDP projections



Deposit rate projections



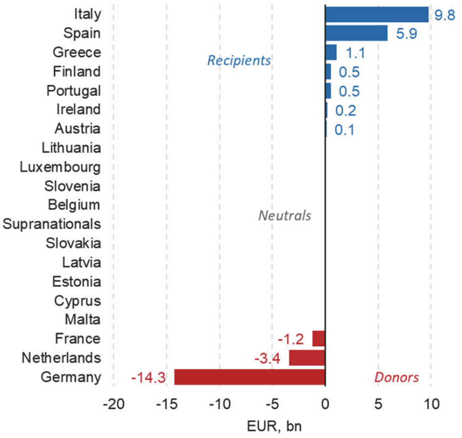
Inflation projections



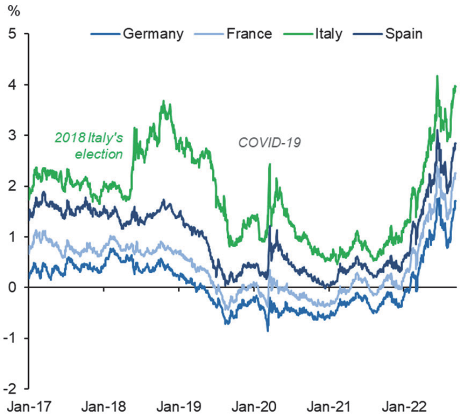
ที่มา: Bloomberg, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 34: ECB เพิ่มการเข้าซื้อพันธบัตรผ่าน PEPP ในกลุ่มประเทศอ่อนแอที่มีระดับหนี้สูงอย่างอิตาลี สเปน และโปรตุเกส (กราฟซ้ายมือ: แท่งสีน้ำเงิน) ในช่วงที่ผ่านมา เพื่อลดทอนผลกระทบจากการพุ่งขึ้นของ Bond yield ตามนโยบายการเงินที่มีทิศทางเข้มงวดขึ้นมาก

PEPP net purchases during Jun-Jul 1\



10y Government bond yields: Big 4 countries 2\



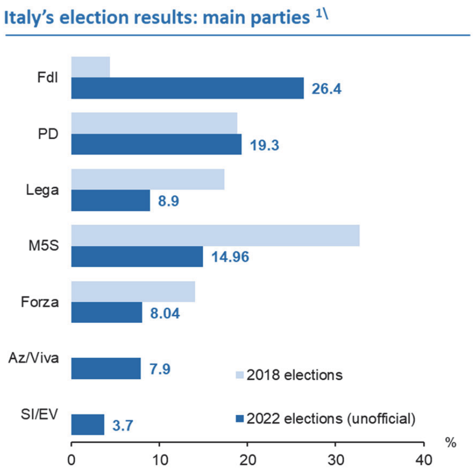
Note: 1\ ECB reports data every 2 months. ECB concluded the PEPP program in Mar but committed to reinvesting maturing principal payments under PEPP until at least end of 2024. At the 21 Jul meeting, ECB announced the establishment of the Transmission Protection Instrument (TPI) to handle so-called fragmentation risks but said that the flexibility in reinvestment of redemptions coming due in the PEPP portfolio remains the first line of defense. 2\ As of 8 Sep.
ที่มา: Bloomberg, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

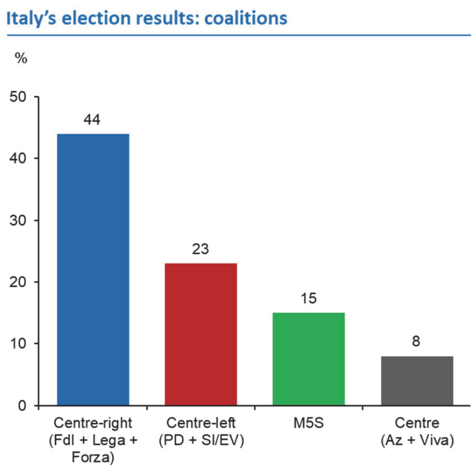
ฝ่ายขวานำโดยพรรค Brothers of Italy (FdI) ได้รับชัยชนะการเลือกตั้งในอิตาลีตามคาด ซึ่งอาจส่งผลให้ความสัมพันธ์กับ EU ไม่ราบรื่นนัก ขณะที่การจัดตั้งรัฐบาลหากใช้เวลานานจะกระทบการผ่านร่างงบประมาณและการเบิกจ่ายเม็ดเงินกระตุ้นเศรษฐกิจ

การเลือกตั้งทั่วไปของอิตาลีได้มีขึ้นในวันที่ 25 ก.ย. ซึ่งนับว่าเป็นช่วงเวลาที่เสี่ยงอย่างมากท่ามกลางเศรษฐกิจที่เผชิญหลายปัจจัยเสี่ยงทั้งด้านพลังงาน, สงคราม, เงินเฟ้อที่สูง และอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในแนวโน้มขาขึ้น โดยพรรคร่วมฝ่ายขวา (แผนภาพ 35 ขวามือ: แท่งสีน้ำเงิน) ได้รับคะแนนเสียงสูงสุดที่ราว 44% ประกอบด้วยพรรค Brothers of Italy (FdI) ซึ่งจะเป็นแกนนำที่ได้คะแนนเสียงกว่า 26%, พรรค Lega ได้ 9% และพรรค Forza ที่ 8% เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด

ขั้นตอนถัดไปจะเข้าสู่ช่วงของการจัดตั้งรัฐบาล ซึ่งหากใช้เวลานานก็จะส่งผลกระทบต่อการผ่านงบประมาณประจำปี 2023 (กำหนดภายในสิ้นปีนี้) รวมถึงการขอเงินช่วยเหลือจากกองทุน EU Recovery Funds ที่มีเงื่อนไขหลายอย่าง ซึ่งอิตาลีนับเป็นประเทศที่จะได้เม็ดเงินช่วยเหลือมากที่สุดเกือบ 2 แสนล้านยูโร หรือราว 11% ของ GDP

แผนภาพที่ 35: พรรคร่วมฝ่ายขวา (กราฟขวามือ: แท่งสีน้ำเงิน) นำโดยพรรค Brothers of Italy (FdI) ได้รับชัยชนะในการเลือกตั้งครั้งนี้





Note: Italy's election system encourages parties to form coalitions as it will increase the chance 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, the Guardian, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ด้านนโยบายของแต่ละพรรคการเมือง โดยรวมมุ่งเน้นไปที่การเพิ่มกำลังซื้อให้กับครัวเรือนเพื่อลดทอนผลกระทบของเงินเฟ้อที่สูง แต่ก็มีมาตรการที่ต่างกันออกไป เช่น พรรคร่วมฝ่ายขวา (สีน้ำเงิน) จะเน้นไปที่การลดภาษี ผ่านการใช้ภาษีอัตราคงที่ (Flat tax) และการเพิ่มสวัสดิการบำนาญ ขณะที่พรรค M5S (สีเขียว) ต้องการให้มีการกำหนดค่าจ้างขั้นต่ำที่ 9 ยูโรต่อชั่วโมง ส่วนนโยบายต่างประเทศ กลุ่มพรรคการเมืองส่วนใหญ่ยังคงสนับสนุน NATO และการให้ความช่วยเหลือยูเครน ดังนั้นความสัมพันธ์กับรัสเซียจะยังตึงเครียดเช่นเดิม

แผนภาพที่ 36: นโยบายบางส่วนของแต่ละกลุ่มการเมืองหลัก

Example of key policies

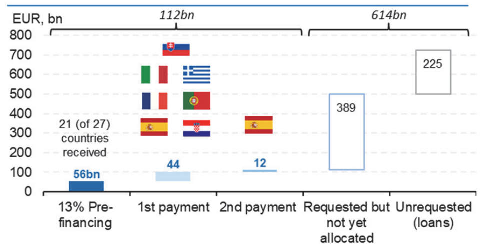
Policies	Centre-right	Centre-left	M5S	Centre
Fiscal	• Flat tax (revenue loss est. EUR30-50bn; 1.7-2.8% GDP) • Raising pension benefits • Increase inheritance tax	• An increase to employees monthly income to help shield from the surge in inflation	• Introduce minimum wage of EUR9 per hour • Scrap regional business tax	• N/A
NATO	• Support	• Support	• N/A	• Support
Ukraine	• Support	• Support	• Less support	• Support
EU	• Revises Recovery fund plans • Contended that the EU had failed to craft solid energy policies	• Pro-EU	• N/A	• Pro-EU
Immigration	• More control	• Easier for children to obtain citizenship	• Easier for children to obtain citizenship	• N/A

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

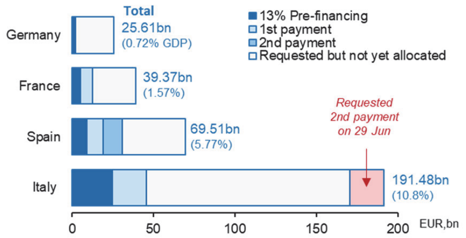
ส่วนนโยบายที่เกี่ยวเนื่องกับ EU พรรคร่วมฝ่ายขวา (สีน้ำเงิน) ซึ่งคาดจะได้รับชัยชนะในการเลือกตั้งครั้งนี้ มีท่าทีแข็งกร้าวกับ EU มากที่สุด โดยแกนนำอย่างพรรค Brothers of Italy (FdI) เอง ก็เคยชูนโยบายออกจากยูโรในการเลือกตั้งครั้งก่อนๆ มาแล้ว แม้ในการเลือกตั้งครั้งนี้ นาง Giorgia Meloni หัวหน้าพรรค FdI จะออกมาพูดย้ำว่าไม่คิดจะออกจากยูโรแล้ว และจะปฏิบัติตามกฎการคลังของ EU (Fiscal Rules) แต่พรรคร่วมฝ่ายขวานั้นมีความต้องการปรับเปลี่ยนแผนการเบิกจ่ายเม็ดเงินในกองทุน EU Recovery Fund ซึ่งจะนำไปสู่ความขัดแย้งกับ EU และจะส่งผลกระทบการเบิกจ่ายเม็ดเงินให้มีความล่าช้า ขณะที่อิตาลีเองก็ต้องการเม็ดเงินเข้ามาเร็วๆ เพื่อหนุนเศรษฐกิจ

แผนภาพที่ 37: อิตาลีเป็นประเทศที่ได้รับเม็ดเงินจากกองทุน EU Recovery Fund มากที่สุด คิดเป็นเกือบ 11% GDP

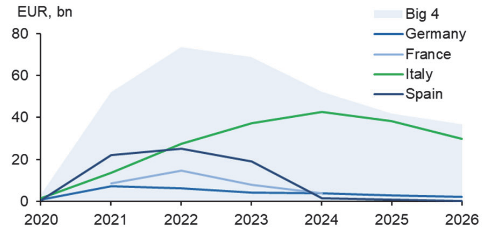
Total allocation of Recovery Fund (as of 31 Aug) 1



Allocation of Big 4 countries (as of 31 Aug)



Investment timeline: Big 4 countries



Estimated economic impact 2

Country	Impact on GDP	Jobs creation
Germany	+0.4-0.7 ppt.	+135k
France	+0.6-1.0 ppt.	+157k
Italy	+1.5-2.5 ppt.	+240k
Spain	+1.8-2.5 ppt.	+250k

Note: 1\ Recovery fund is a 6-year (2021-2026) plan totaling EUR724bn (in current prices), including EUR338bn in grants and EUR386bn in loans. Entered into force on 19 Feb 2021 and provides funds until end 2026. 2\ As shown on the European Commission webpage. Total impacts throughout the program.

ที่มา: European Commission, European Parliament, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจจีนยังมีความไม่แน่นอนสูงจากการบังคับใช้มาตรการควบคุม COVID ที่เข้มงวดขึ้นก่อนการประชุม National Party Congress ในเดือน ต.ค. และภาวะภัยแล้งที่นำไปสู่การขาดแคลนพลังงานในหลายพื้นที่ รวมถึงสถานการณ์ในภาคอสังหาฯที่ยังไม่คลี่คลาย ทำให้รัฐบาลจีนออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมอีก 1 ล้านล้านหยวน และ PBoC ได้มีการลดดอกเบี้ยอ้างอิงหลักหลายๆตัว ซึ่งส่งผลให้เงินหยวนอ่อนค่าต่อเนื่องจากการดำเนินนโยบายการเงินที่สวนทางกับสหรัฐฯ โดยค่าเงินหยวนอ่อนค่าไปแล้วราว 10% เทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ นับตั้งแต่ต้นปี ซึ่งใกล้เคียงกับในช่วงปี 2015 และปี 2018 ที่นโยบายการเงินระหว่างสหรัฐฯ และจีนเป็นไปในทิศทางตรงข้ามกัน

กิจกรรมเศรษฐกิจจีนในเดือน ส.ค. ออกมาดีกว่าที่ตลาดคาด อย่างไรก็ตามเศรษฐกิจยังมีความไม่แน่นอนสูงจากการควบคุม COVID ที่เข้มงวดขึ้นก่อนที่จะมีการประชุม National Party Congress ในเดือน ต.ค.

กิจกรรมภาคการผลิตในเดือน ส.ค. ปรับตัวดีขึ้น โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน ส.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.4 จุด เป็น 49.4 จุด สูงกว่าตลาดคาดที่ 49.2 จุด แต่ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 ด้านดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -1.2 จุด เป็น 52.6 จุด สูงกว่าตลาดคาดที่ 52.3 จุด โดยดัชนีภาคบริการที่ปรับตัวลดลง -0.9 จุด เป็น 51.9 จุด ขณะที่ดัชนีภาคก่อสร้างปรับตัวลดลง -2.7 จุด เป็น 56.5 จุด

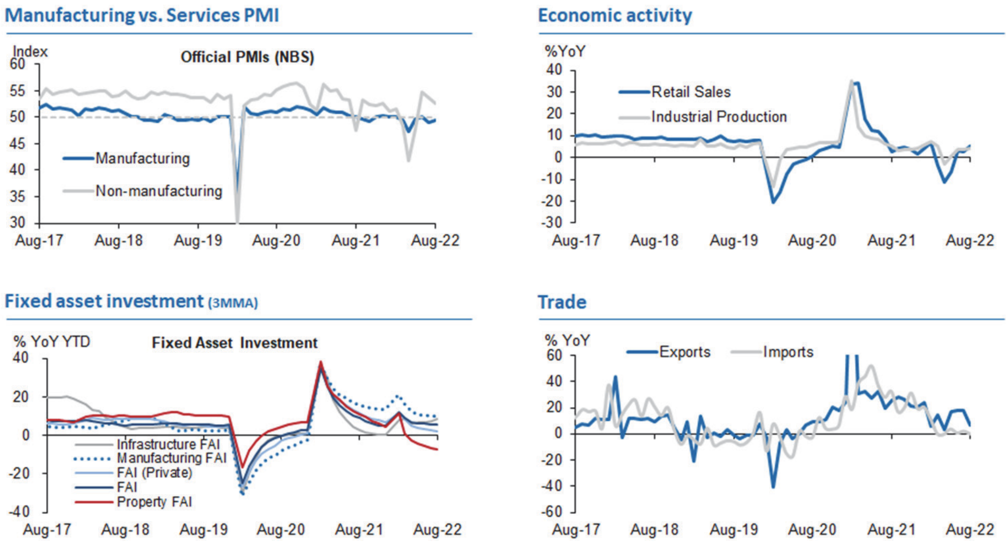
ด้านอุปสงค์ในประเทศ ยอดค้าปลีก (Retail Sales) ในเดือน ส.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น 5.4% YoY จาก 2.7% ในเดือนก่อน และสูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 3.3% นำโดยยอดขายรถยนต์ (15.9% vs. 5.7% เดือนก่อน) และร้านอาหาร (8.4% vs. -1.5% เดือนก่อน) ขณะที่เครื่องสำอางค์ (-6.4% vs. 0.7% เดือนก่อน) และอุปกรณ์สื่อสาร (-4.6% vs. 4.9% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง

ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ส.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น 4.2% YoY จาก 3.8% ในเดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 3.8% นำโดยผลผลิตรถยนต์ (30.5% vs. 22.5% เดือนก่อน) และไฟฟ้า (9.9% vs. 4.5% เดือนก่อน) ด้านอุปกรณ์สื่อสารและคอมพิวเตอร์ (5.5% vs. 7.3% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง

ด้านอุปสงค์นอกประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน ส.ค. ชะลอตัวลง 7.1% YoY จาก 18.0% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 13.0% ส่วนยอดนำเข้า (Imports) ชะลอตัวลง 0.3% YoY จาก 2.3% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 1.1% ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน ส.ค. เกินดุล 7.94 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ลดลงจาก 1.01 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือนก่อน

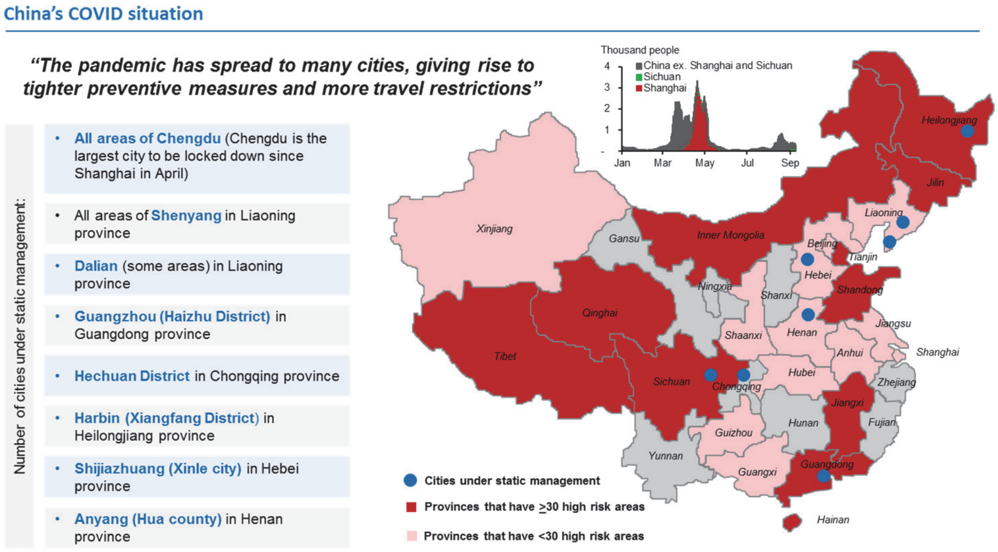
ด้านการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เดือน ส.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น 5.8% YoY YTD จาก 5.7% ในเดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 5.5% โดยการลงทุนเร่งตัวขึ้นในภาคการผลิต (10.0% vs. 9.9% เดือนก่อน) และการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน (8.3% vs. 7.4% เดือนก่อน) แต่ภาคอสังหาริมทรัพย์ (-7.4% vs. -6.4% เดือนก่อน) หดตัวต่อเนื่อง

แผนภาพ 38: ตัวเลขเศรษฐกิจเดือน ส.ค. เร่งตัวขึ้นดีกว่าตลาดคาดแต่ยังมีความไม่แน่นอนสูง



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

แผนภาพที่ 39: ในเดือน ก.ย. หลายพื้นที่ถูกกำหนดให้เป็นพื้นที่ที่มีความเสี่ยงสูงทำให้อาจกระทบกับกิจกรรมเศรษฐกิจภายในประเทศ



Note: Data as of 7 Sep.

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

จีนเผชิญสถานการณ์ภัยแล้งที่รุนแรงในปีนี้ แต่ผลกระทบต่อภาคอุตสาหกรรมค่อนข้างจำกัด

จีนเผชิญสถานการณ์ภัยแล้งที่รุนแรงในปีนี้ โดยในเดือน ส.ค. ศูนย์อุตุนิยมวิทยาแห่งชาติของจีนได้ออกคำเตือนภัยแล้งในระดับสีส้ม (ความรุนแรงในระดับ 3 จากทั้งหมด 4 ระดับ) ซึ่งพื้นที่ที่ได้รับผลกระทบหนักที่สุด คือ แม่น้ำแยงซีที่ไหลยาวตั้งแต่เซี่ยงไฮ้ไปจนถึงมณฑล Sichuan ทางภาคตะวันตกเฉียงใต้ที่มีประชากรอาศัยอยู่ในพื้นที่กว่า 370 ล้านคน และนับเป็นพื้นที่สำคัญทางการเกษตรและมีนิคมอุตสาหกรรมสำคัญตั้งอยู่หลายแห่ง

ภัยแล้งทำให้เกิดปัญหาขาดแคลนพลังงานตามมา โดยเฉพาะในมณฑล Sichuan เนื่องจากมีการพึ่งพาพลังน้ำค่อนข้างมากสูงถึง 85% ของความต้องการพลังงานของมณฑล ซึ่งในช่วงวิกฤติการผลิตไฟฟ้าพลังน้ำรายวันลดลงเหลือเพียง 51% ของกำลังการผลิตปกติเท่านั้น

โดยในช่วงปลายเดือน ส.ค. มณฑล Sichuan ได้มีการประกาศระงับการผลิตในอุตสาหกรรมที่ใช้พลังงานสูง (Energy-intensive industries) โดยอุตสาหกรรมสำคัญของ Sichuan คือ การผลิตลิเธียมที่ใช้ในการผลิตแบตเตอรี่ (20% ของกำลัง

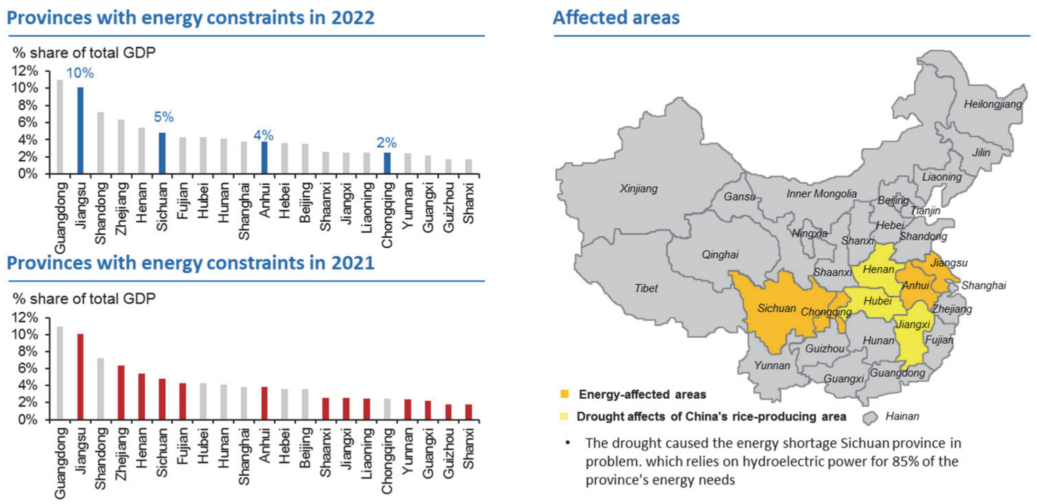
การผลิตจีน) และ Polysilicon ที่ใช้ในการผลิตแผงโซลาร์เซลล์ (20% ของกำลังการผลิตจีน)

สำหรับประเทศจีนโดยรวมแล้ว ยังคงพึ่งพาถ่านหินเป็นแหล่งพลังงานที่มีสัดส่วนมากที่สุด (ประมาณ 62% ของการผลิตไฟฟ้าทั้งหมด) โดยพลังน้ำคิดเป็นเพียงประมาณ 18% ของการผลิตไฟฟ้าทั้งหมดเท่านั้น ทำให้ผลกระทบจากการขาดแคลนพลังงานจนถึงขณะนี้ส่วนใหญ่กระจุกตัวอยู่ในมณฑล Sichuan และจังหวัดที่มีพื้นที่ติดกับแม่น้ำแยงซี ซึ่งมีพื้นที่รวมกันคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 20% ของ GDP จีน และกินเวลาราว 1 เดือนเท่านั้น

เมื่อเปรียบเทียบกับวิกฤตด้านพลังงานในปีที่แล้วที่พื้นที่กว่า 66% ของ GDP จีนได้รับผลกระทบจากข้อจำกัดด้านพลังงานในระดับต่างๆ ซึ่งส่งผลให้ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมที่ใช้พลังงานสูง (Energy-intensive industries) ในช่วงที่มีการตัดพลังงานปรับติดตัวลบเพียงไม่ถึง -5% YoY และใช้เวลา 2 เดือนก่อนที่จะกลับเข้าสู่ภาวะปกติ ทำให้เรามองว่าผลกระทบต่อภาคอุตสาหกรรมนั้นจะเป็นไปอย่างจำกัด

อย่างไรก็ตาม ภัยแล้งก็ทำให้ภาคการเกษตรได้รับผลกระทบทั้งประเทศ โดย Fitch rating ได้ประเมินว่าภัยแล้งกระทบ 2 ใน 3 ของพื้นที่การผลิตข้าวของจีน และคาดว่าจะทำให้ผลผลิตข้าวทั้งปีลดลงไปประมาณ 3-6% หรือ 7 - 14 ล้านตัน (mmt)

แผนภาพที่ 40: สัดส่วนพื้นที่ที่ได้รับผลกระทบจากการวิกฤติพลังงานในปีนี้น้อยกว่าปีก่อนมาก



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

รัฐบาลออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมอีก 1 ล้านล้านหยวน ท่ามกลางความเสี่ยงด้านต่ำหลายปัจจัย

นายกฯ Li Keqiang ประกาศมาตรกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่ารวม 1 ล้านล้านหยวน โดยมีรายละเอียด ดังนี้

1. มาตรการสนับสนุนสินเชื่อเพิ่มเติมมูลค่า 3 แสนล้านหยวนผ่าน Policy banks
2. การออกพันธบัตรพิเศษของรัฐบาลท้องถิ่นเพิ่มเติมจากโควต้าปีนี้มูลค่า 5 แสนล้านหยวน (ต่ำกว่าที่ตลาดคาดไว้ในการประชุม Politburo ที่ 1.5 ล้านล้านหยวน)
3. การออกพันธบัตรพิเศษของรัฐวิสาหกิจที่เกี่ยวข้องกับการผลิตพลังงานมูลค่า 2 แสนล้านหยวน
4. เงินช่วยเหลือสำหรับภาคการเกษตรมูลค่า 1 หมื่นล้านหยวน

ก่อนหน้านี้ ในเดือน พ.ค. รัฐบาลได้ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ 33 มาตรการ วงเงิน 1.9 ล้านล้านหยวน (1.6% ของ GDP) ซึ่งครอบคลุมการงดภาษีในรูปแบบต่างๆ, การชะลอการจ่ายดอกเบี้ยและเงินต้น, มาตรการกระตุ้นการลงทุนและบริโภค, การสนับสนุนการผลิตถ่านหิน, การลดกฎเกณฑ์ด้านการเดินทางเพื่อให้ห่วงโซ่อุปทานไม่หยุดชะงัก และมาตรการช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อย

ขณะที่ด้านนโยบายการเงิน PBoC ได้ปรับลดดอกเบี้ยโครงการเงินกู้ระยะกลาง (MLF) และดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร (Reverse Repo) อย่างละ 10bps และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่ธนาคารพาณิชย์ให้ลูกค้าชั้นดีระยะ 1 ปี และ 5 ปี (LPR) ลงเป็น 3.65% และ 4.45% ตามลำดับ ในช่วงเดือน ส.ค.

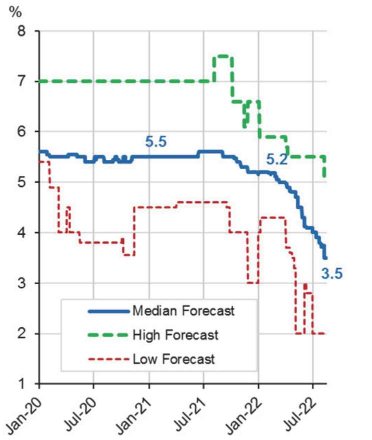
โดยทางการจีนระบุว่าจะไม่ดำเนินนโยบายที่ผ่อนคลายเกินไปและหลีกเลี่ยงการกู้ยืมเกินจากอนาคต ซึ่งบ่งชี้ว่าการกระตุ้นเศรษฐกิจจะเป็นไปอย่างระมัดระวัง ภายใต้การชะลอตัวของกิจกรรมเศรษฐกิจที่เกิดขึ้น

แผนภาพที่ 41: เศรษฐกิจจีนเผชิญกับหลายปัจจัยเสี่ยงส่งผลให้ตลาดปรับคาดการณ์ GDP ปีนี้ลงต่อเนื่อง

Economic indicators heatmap

		2021					2022					
		Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug
Growth	Retail Sales (%YoY)	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7	-3.5	-11.1	-6.7	3.1	2.7	
	Industrial Production (%YoY)	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3	5.0	-2.9	0.7	3.9	3.8	
	Fixed Asset Investment (%YoY,YTD)	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9	9.3	6.8	6.2	6.1	5.7	
	Export (%YoY)	25.4	28.0	26.9	21.7	20.9	14.5	3.7	16.7	17.9	18.0	7.1
Labor market	Unemployemeny Rate (%)	5.1	4.9	4.9	5.0	5.1	5.8	6.1	5.9	5.5	5.4	
Credit	M2 (%YoY)	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0	
	TSF (%YoY)	10.3	10.0	10.0	10.1	10.3	10.5	10.2	10.5	10.8	10.7	
Inflation	CPI (%YoY)	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5	1.5	2.1	2.1	2.5	2.7	
	PPI (%YoY)	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3	8.3	8.0	6.4	6.1	4.2	
Financial stability	70-City Housing Price (%MoM)	0.16	-0.08	-0.25	-0.33	-0.28	-0.07	-0.30	-0.17	-0.10	-0.11	
Exchange rate	USD/CNY	6.45	6.45	6.40	6.37	6.36	6.35	6.64	6.68	6.69	6.75	6.90
Monetary Policy	Reserve Requirement Ratio	12.00	12.00	12.00	12.00	11.50	11.50	11.25	11.25	11.25	11.25	11.25
	MLF 1-year	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.85	2.85	2.85	2.85	2.85	2.75
	LPR 5-year	4.65	4.65	4.65	4.65	4.65	4.60	4.60	4.45	4.45	4.45	4.30

2022 GDP forecast

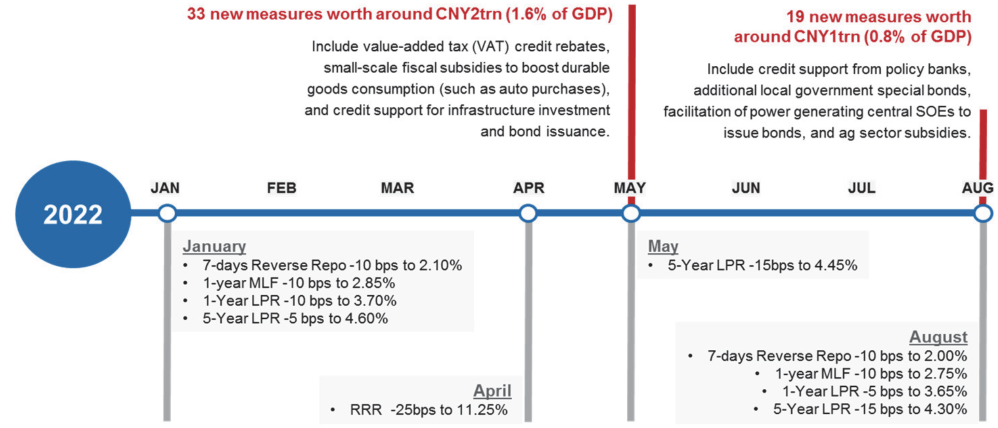


Note: forecast as of 6 Sep

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

แผนภาพที่ 42: รัฐบาลและ PBoC จำเป็นต้องใช้นโยบายแบบผ่อนคลายเพิ่มเติมอีก

Monetary and fiscal policy timeline



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

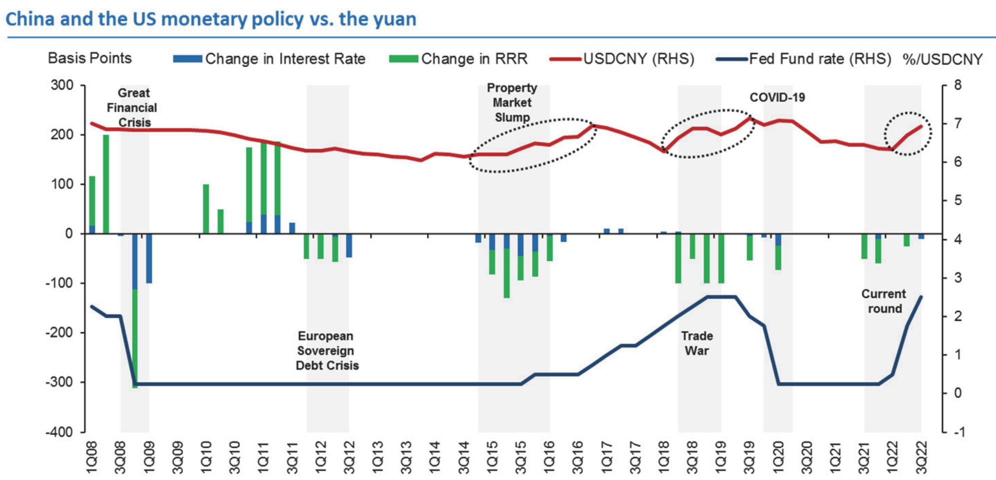
เงินหยวนอ่อนค่าต่อเนื่องจากผลของการดำเนินนโยบายการเงินที่สวนทางกับสหรัฐฯ

ค่าเงินหยวนอ่อนค่าไปแล้วราว 10% เทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ นับตั้งแต่ต้นปี หลัง Fed ได้ส่งสัญญาณในการจะกลับมาดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น โดยเฉพาะในระยะหลังที่มีการส่งสัญญาณแข็งกร้าวในการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในอัตราที่สูงมากกว่าปกติ (+75bps ต่อครั้ง) เพื่อรับมือกับแรงกดดันด้านเงินเฟ้อที่สูงอย่างมาก อีกทั้งในระยะหลังที่เศรษฐกิจจีนอ่อนแอลงอย่างมาก ทำให้มีแนวโน้มที่จะไม่สามารถบรรลุเป้าหมาย GDP ที่ 5.5% ได้ จนต้องกลับมาใช้นโยบายการคลังและการเงินที่ผ่อนคลายมากขึ้นสวนทางกับสหรัฐฯ

โดยในช่วงปี 2015-2016 และปี 2018-2019 ที่นโยบายการเงินระหว่างสหรัฐฯ และจีนเป็นไปในทิศทางตรงข้ามกัน พบว่า ค่าเงินหยวนจะอ่อนค่าราว 10.6% และ 9.2% ตามลำดับ

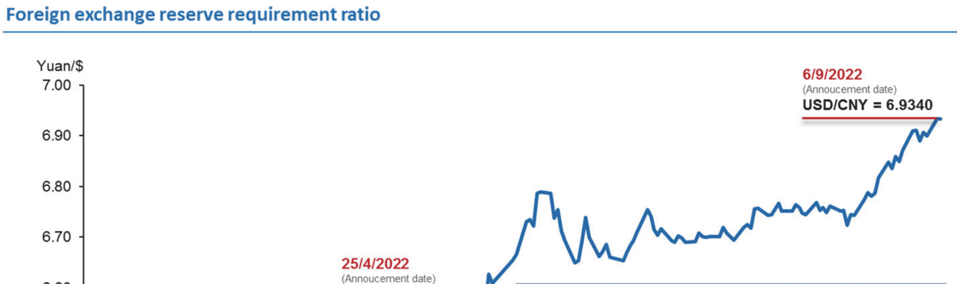
ธนาคารกลางจีน (PBoC) ประกาศลดอัตราส่วนเงินกันสำรองขั้นต่ำสำหรับเงินฝากในรูปสกุลเงินต่างประเทศ (Reserve Requirement Ratio: FX-RRR) ลดลงจาก 8% เป็น 6% ตั้งแต่วันที่ 15 ก.ย. เพื่อช่วยเพิ่มสภาพคล่องของสกุลเงินต่างประเทศ เพิ่มการไหลเข้ามาของสกุลเงินต่างประเทศ และลดแรงกดดันต่อการอ่อนค่าของเงินหยวนที่อ่อนค่ามากสุดในรอบ 2 ปี (7 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ) ทั้งนี้ในปีนี้ PBoC ได้ลด RRR สำหรับเงินฝากสกุลเงินต่างประเทศจาก 9% เป็น 8% ไปแล้วในเดือน พ.ค.

แผนภาพที่ 43: การดำเนินนโยบายการเงินที่สวนกับสหรัฐฯเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้เงินหยวนอ่อนค่า



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

แผนภาพที่ 44: PBoC ประกาศลด RRR สำหรับเงินฝากสกุลต่างประเทศเป็นครั้งที่ 2 ในปีนี้ หลังเงินหยวนอ่อนค่าแตะระดับต่ำสุดในรอบ 2 ปี เทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ



Announced Date	Effective Date	FX-RRR	USD/CNY Rate
10/11/2004	15/1/2005	3%	8.2764
14/8/2006	15/9/2006	4%	7.9760
25/4/2007	15/5/2007	5%	7.7261
31/5/2021	15/6/2021	7%	6.3685
9/12/2021	15/12/2021	9%	6.3443
25/4/2022	15/5/2022	↓ 8%	6.5594
6/9/2022	**15/9/2022**	↓ **6%**	**6.9340**

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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มไม่สดใส จากความไม่แน่นอนจากปัญหาภายในห่วงโซ่อุปทานทั่วโลกที่ยังไม่คลี่คลาย ประกอบกับค่าเงินเยนที่ยังคงอ่อนค่าต่อเนื่องท่ามกลางจุดยืนของ BoJ ที่ต้องการดำเนินนโยบายที่ผ่อนคลายต่อไป ซึ่งนำไปสู่ต้นทุนการนำเข้าที่สูงขึ้นและทำให้ญี่ปุ่นขาดดุลการค้าสูงสุดเป็นประวัติการณ์ โดยในเบื้องต้นรัฐบาลได้เพิ่มโควตานักท่องเที่ยวให้มากขึ้นและมีแนวโน้มที่อนุญาตให้มีการท่องเที่ยวอย่างเสรีในวันที่ 11 ต.ค. เพื่อใช้ประโยชน์จากค่าเงินเยนที่อ่อนค่า นอกจากนี้ รัฐบาลได้มีการเร่งการเปิดโรงไฟฟ้านิวเคลียร์เพิ่มเติมเพื่อทดแทนการนำเข้าถ่านหินที่เป็นแหล่งพลังงานหลักในปัจจุบันและเพิ่มความสามารถในการพึ่งพาตัวเองด้านพลังงานไปในตัว

เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังต้องเผชิญความไม่แน่นอนจากปัญหาภายในห่วงโซ่อุปทานทั่วโลกที่ยังไม่คลี่คลายและภาวะอุปสงค์ชะลอตัวทั่วโลก ด้านขาดดุลการค้าอยู่ในระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์จากผลกระทบของการอ่อนค่าของค่าเงินเยนและราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ยังคงอยู่ในระดับสูง

กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศเดือน ส.ค. ชะลอตัวลง โดยดัชนี Composite PMI เดือน ส.ค. ปรับตัวลดลง -0.6 จุด เป็น 51.5 จุด ต่ำสุดในรอบ 11 เดือน โดยผลผลิตหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 และยอดคำสั่งซื้อใหม่ชะลอตัวต่ำสุดในรอบเกือบ 2 ปี ด้านดัชนีต้นทุนการผลิตชะลอตัวต่ำสุดในรอบ 8 เดือน ขณะที่ดัชนีราคาขายชะลอตัวลงต่ำสุดในรอบ 5 เดือน

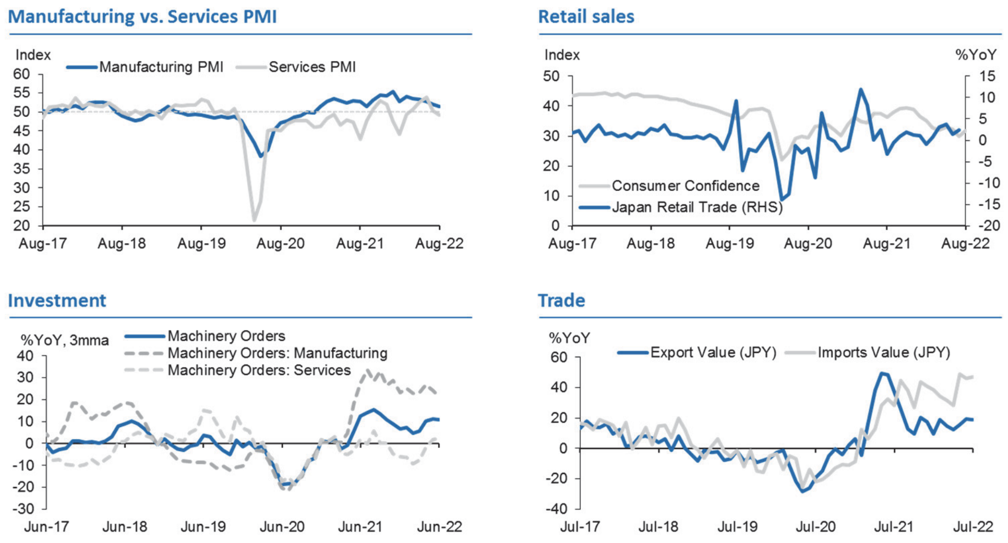
ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ค. พลิกกลับมาขยายตัว 0.8% MoM, SA จากที่หดตัว -1.3% ในเดือนก่อนและสูงกว่าตลาดคาดที่ 0.3% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกขยายตัว 2.4% YoY (vs. 1.5% เดือนก่อน)

ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ก.ค. ชะลอตัวลงเป็น 1.0% MoM, SA จาก 9.2% ในเดือนก่อน แต่ดีกว่าที่ตลาดคาดที่จะหดตัว -0.5% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมหดตัวต่อเนื่อง -1.8% YoY (vs. -2.8% เดือนก่อน)

ด้านอุปสงค์นอกประเทศ มูลค่าการส่งออก (Exports) เดือน ส.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น 22.1% YoY จาก 19.0% ในเดือนก่อน แต่ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 24.1% อย่างไรก็ตาม ปริมาณการส่งออกยังคงหดตัว -1.2%YoY (vs. -1.9% เดือนก่อน) ด้านมูลค่านำเข้า (Imports) เร่งตัวขึ้นเป็น 49.9% YoY จาก 47.2% ในเดือนก่อน และสูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 46.9% ส่งผลให้ดุลการค้า (Trade Balance) เดือน ส.ค. ขาดดุลเพิ่มขึ้นที่ -2.37 ล้านล้านเยนจาก -2.16 ล้านล้านเยน ในเดือนก่อน ซึ่งนับเป็นการขาดดุลต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 13 และเป็นการขาดดุลสูงสุดเป็นประวัติการณ์

ด้านการลงทุนยอดสั่งซื้อเครื่องจักรไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง (Core Machine Orders) เดือน ก.ค. เร่งตัวเป็น 8.9% YoY, 3mma (vs. 11.0% เดือนก่อน)

แผนภาพที่ 45: คาดกิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศจะฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง แต่ภาคการส่งออกจะได้รับผลกระทบจากภาวะอุปสงค์ชะลอตัวทั่วโลก



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

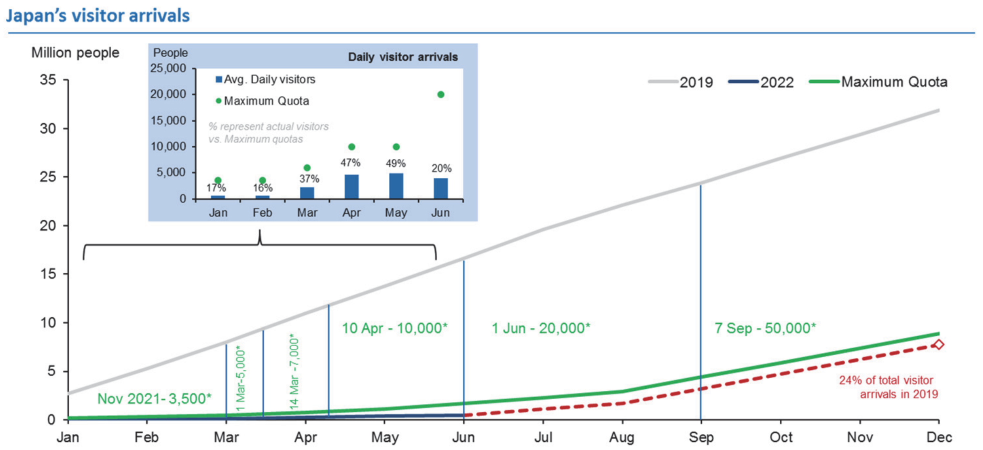
รัฐบาลญี่ปุ่นประกาศเพิ่มโควตาจำนวนนักท่องเที่ยวต่อวันและผ่อนคลายกฎเกณฑ์การเข้าประเทศ

รัฐบาลผ่อนคลายกฎเกณฑ์การรับนักท่องเที่ยวเข้าประเทศเพิ่มเติม โดยนับตั้งแต่วันที่ 7 ก.ย. นักท่องเที่ยวไม่จำเป็นต้องตรวจหาเชื้อ COVID-19 ผ่าน RT-PCR Test ก่อนเข้าประเทศและสามารถเดินทางโดยไม่มีไกด์ แต่ยังจำกัดให้เดินทางผ่านบริษัททัวร์เท่านั้น นอกจากนี้ ยังเพิ่มโควตาของจำนวนผู้ที่เข้าประเทศเป็น 50,000 คนต่อวัน จากเดิมที่ 20,000 คนต่อวัน ซึ่งภายใต้สมมติฐานว่ามีจำนวนนักท่องเที่ยวเดินทางเข้ามาเต็มโควตาตั้งแต่เดือน ก.ค. คาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวในปีนี้จะอยู่ที่ประมาณ 7.7 ล้านคน หรือคิดเป็นประมาณ 24% ของจำนวนผู้เข้าประเทศในปี 2019

นอกจากนี้ ยังมีข่าวจากทางรัฐบาลว่าอาจจะมีการเปิดประเทศอย่างเต็มที่ในวันที่ 11 ต.ค. โดยจะไม่มีการกำหนดโควตาผู้เข้าประเทศอีกต่อไปและสามารถเดินทางมาได้เองไม่ต้องผ่านบริษัททัวร์เพื่อใช้ประโยชน์จากค่าเงินเยนที่อ่อนค่า

อย่างไรก็ตาม เรามองผลบวกต่อเศรษฐกิจจากการเปิดรับนักท่องเที่ยวในปีนี้มีค่อนข้างจำกัด เนื่องจากรายได้จากนักท่องเที่ยวต่างชาติคิดเป็นเพียงประมาณ 1.0% ของ GDP เท่านั้น อีกทั้งนักท่องเที่ยวกว่า 30% ยังเป็นนักท่องเที่ยวจากประเทศจีนที่รัฐบาลยังไม่มีแนวโน้มว่าจะอนุญาตให้ประชาชนออกมาท่องเที่ยวในต่างประเทศได้อย่างอิสระ

แผนภาพที่ 46: การเพิ่มโควตารับนักท่องเที่ยวเพิ่มอาจไม่เป็นผลนัก หากไม่มีการผ่อนคลายกฎเกณฑ์การเข้าประเทศ



*Note: *Represents daily visitor quota*

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

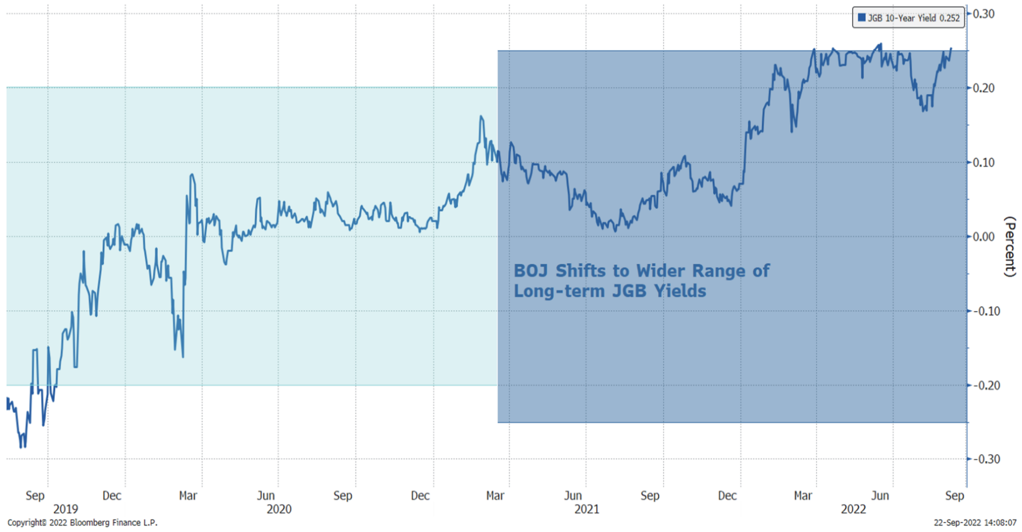
ค่าเงินเยนอ่อนค่าลงต่อเนื่องท่ามกลางนโยบายการเงินที่ผ่อนคลาย ทำให้กระทรวงการคลังต้องเข้าแทรกแซงในตลาดอัตราแลกเปลี่ยน

ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) คงนโยบายการเงินเดิมในการประชุม Monetary Policy Meeting (MPM) วันที่ 21-22 ก.ย. โดยมีมติเอกฉันท์ในการคงเป้าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและระยะยาว และคงเป้าการเข้าซื้อสินทรัพย์ต่างๆ ที่ประกาศก่อนหน้านี้ ในรายงานมีการระบุว่า อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (CPI ex.fresh food) มีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นจนถึงสิ้นปีนี้เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของราคาพลังงาน อาหาร และสินค้าคงทน โดยคาดว่าจะชะลอตัวลงในช่วงต้นปีหน้า ซึ่ง BoJ ยังยืนยันที่จะใช้มาตรการ YCC ต่อไปจนกว่าอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานจะขยายตัวเกินระดับเป้าหมายที่ 2% ได้อย่างมีเสถียรภาพ

นาย Haruhiko Kuroda ผู้ว่าฯ BoJ ได้ออกมากล่าวในแถลงการณ์หลังการประชุมว่า เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังคงอยู่ท่ามกลางการฟื้นตัวจาก COVID-19 ดังนั้น จึงต้องใช้เวลาอีก 2-3 ปีกว่าที่ค่าจ้างและอัตราเงินเฟ้อจะเพิ่มขึ้น และไม่น่าจะมีการขึ้นอัตราดอกเบี้ยในช่วงเวลานั้น ดังนั้น การดำเนินนโยบายการเงินของญี่ปุ่นและสหรัฐฯ ที่มีความแตกต่างกันอย่างมาก จะยังเป็นปัจจัยกดดันเงินเยนให้อ่อนค่า (ปัจจุบันอ่อนค่ากว่า 20% นับตั้งแต่ต้นปีเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ)

โดยหลังการประชุม BoJ นาย Masato Kanda รัฐมนตรีช่วยว่าการกระทรวงการคลังฝ่ายกิจการระหว่างประเทศได้ระบุว่ามีการเข้าแทรกแซงในตลาดสกุลเงินแล้ว ซึ่งนับเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 1998 ทำให้เงินเยนแข็งค่าขึ้นกว่า 2% อยู่ที่ระดับ 141 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ก่อนที่จะอ่อนค่าลงหลังจากนั้นเล็กน้อยอยู่ที่ 142 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ

แผนภาพที่ 47: ญี่ปุ่นยังคงยึดแนวทางนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายอย่างมากต่อไป สวนทางกับธนาคารกลางส่วนใหญ่ของโลก ซึ่งรวมถึงการคงเป้าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ไว้ที่ประมาณ "0%" และเคลื่อนไหวในกรอบ +/-0.25%



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

แผนภาพที่ 48: ค่าเงินเยน (USD/JPY) แข็งค่าขึ้นกว่า 2% หลังจากการประกาศแทรกแซงจากกระทรวงการคลัง

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

ญี่ปุ่นกำลังเร่งเปิดโรงงานไฟฟ้านิวเคลียร์เพื่อเพิ่มความสามารถในการพึ่งพาตนเองด้านพลังงานและลดต้นทุนการนำเข้า

นาย Fumio Kishida เผยว่าต้องการพัฒนาและก่อสร้างโรงไฟฟ้านิวเคลียร์เพื่อให้เป็นแหล่งพลังงานในอนาคตของญี่ปุ่น ซึ่งเป็นนโยบายดั้งเดิมของญี่ปุ่นก่อนจะเกิดเหตุการณ์ที่ Fukushima ในปี 2011 โดยเชื่อว่าแผนดังกล่าวจะสามารถจัดการกับความท้าทายเชิงโครงสร้างที่ญี่ปุ่นกำลังเผชิญอยู่ เช่น การขาดแคลนไฟฟ้า, การพึ่งพาพลังงานจากต่างชาติในสัดส่วนที่สูงและการลดการใช้เชื้อเพลิงคาร์บอน โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อญี่ปุ่นมีเป้าหมายที่จะปล่อยคาร์บอนเป็นศูนย์ (Net-zero carbon emissions) ภายในปี 2050

โดยในปัจจุบันมีโรงไฟฟ้านิวเคลียร์จำนวน 15 แห่ง ที่กำลังถูกพิจารณาในการเปิดใช้งาน ซึ่งมี 4 แห่งที่ได้รับการอนุมัติเป็นที่เรียบร้อยแล้ว และคาดว่าจะเริ่มกระบวนการผลิตได้ในช่วงกลางปี 2023 ซึ่งคาดว่าจะสามารถทดแทนการนำเข้าพลังงานได้ประมาณ 0.37 ล้านล้านเยน และเมื่อสามารถดำเนินการผลิตได้ทั้ง 15 โรง คาดว่าจะสามารถทดแทนการนำเข้าพลังงานได้ประมาณ 1.69 ล้านเยน หรือประมาณ 0.3% ของ GDP (อ้างอิงราคานำเข้าถ่านหินในไตรมาส 2/2022) อย่างไรก็ตาม การเปิดโรงไฟฟ้านิวเคลียร์จะต้องได้รับการอนุมัติจากภาครัฐและได้รับการเห็นชอบจากชุมชนโดยรอบด้วย ซึ่งอาจจะทำให้แผนการเปิดโรงไฟฟ้านิวเคลียร์ล่าช้ากว่าที่คาด

แผนภาพที่ 49: แผนการเปิดโรงไฟฟ้านิวเคลียร์ 15 แห่งจะทำให้ญี่ปุ่นสามารถประหยัดต้นทุนนำเข้าได้ราว 1.69 ล้านเยนหรือประมาณ 0.3% ของ GDP

Economic impact

	Reactor unit (only reactors in operation or under review)	Number of reactors	Capacity (million kW)	Status of approval based on new regulations and agreement of residents
Category 1	Takahama No.3-4, Ooi No.3 and 4, Mihama No.3, Kawauchi No.1-2, Genkai No.3-4, Ikata No.3	10	9.96	Operations restarted
Category 2	Takahama No.1-2, Shimane No.2, and Onagawa No.2.	4	3.30	Approved / agreed
Category 3	Tokai No.2, Kashiwazaki-Hariwa No.6-7, Tsuruga No.2, Hamaoka No.3-4, Higashidori No.2, Shiga No.2, and Tomari No.1-3.	11	11.58	Under review or not granted community support yet

	Units	FY2021	Category 2 restart	Diff from FY2021	Category 2+3 restart	Diff from FY2021
Nuclear power generation	100mn kWh	710	938	+ 229	1,742	+ 1,033
Thermal power generation	100mn kWh	7,493	7,264	- 229	6,460	- 1,033
Nuclear fuel cost	JPY100mn	710	938	+ 229	1,742	+ 1,033
Thermal power cost (April-June 2022 prices)	JPY100mn	129,868	125,902	- 3,966	111,968	- 17,900
Nuclear fuel + Thermal power cost	JPY100mn	130,578	126,840	- 3,737	113,710	- 16,867

Notes:
1.The FY21 figures for electricity generation are estimated by extending the final figures in the FY20 General Energy Statistics of Japan by the growth rate of electricity generated and received in FY21 from the Surveys and Statistics of Electricity.

2.Cost savings is calculated based on the 2nd table. First, Mizuho estimates the increase in nuclear power generation volume based on generation capacity (approved output) and average capacity utilization at restarted nuclear power plants. Next, assuming that the amount of thermal power generated from thermal power plants will decline by the same amount as this increase in power generation, Mizuho combines the higher cost of nuclear power generation and lower cost of thermal power generation in proportion to the change in power generation volumes, which Mizuho takes to be the cost savings from the restarting of nuclear power plants. Mizuho calculates unit prices for fossil fuels based on import prices and the oil/coal tax as of Apr–Jun 2022.

3. Reactor unit in Category 2, Takahama No.1-2 scheduled to resume operations in June and July 2023. Onagawa No.2. scheduled to resume operations in Feb 2024. Shimane No.2 timing has not been specified

ที่มา: Mizuho Securities Equity Research based on METI, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจไทย

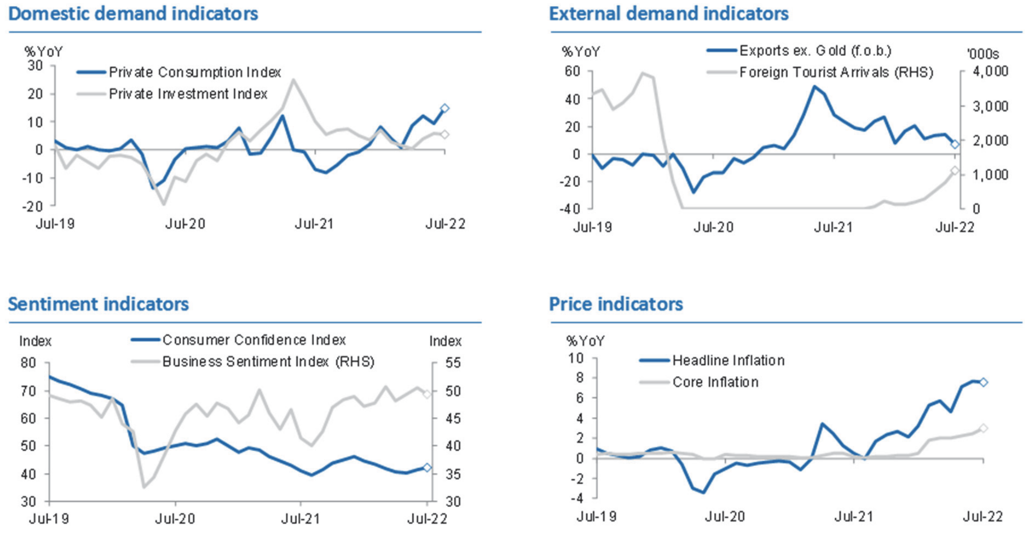
เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องจากแรงหนุนของภาคการท่องเที่ยว โดยหลังจากที่มีการยกเลิกการลงทะเบียนผ่านระบบ Thailand Pass จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในเดือน ก.ค. - ส.ค. ก็เร่งตัวขึ้นอย่างแข็งแกร่งที่ระดับกว่า 1 ล้านคนต่อเดือน ทำให้เราปรับเพิ่มคาดการณ์จำนวนนักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้นเป็น 9.5 ล้านคนในปีนี้ และ 24 ล้านคนในปีหน้า อย่างไรก็ดี ยังคงต้องใช้เวลาอีกระยะหนึ่งกว่าจำนวนนักท่องเที่ยวและรายได้จากการท่องเที่ยวจะฟื้นตัวกลับมาเท่ากับช่วงก่อนการแพร่ระบาดของ COVID-19 ด้านการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำเฉลี่ย 5% มีแนวโน้มที่จะส่งผลต่อเศรษฐกิจมหภาคค่อนข้างจำกัด ทั้งนี้ อุตสาหกรรมที่ใช้แรงงานเข้มข้นและจ้างแรงงานที่ได้รับค่าจ้างในระดับต่ำอาจได้รับผลกระทบของการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำมากกว่าโดยเปรียบเทียบ

กิจกรรมเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องในเดือน ก.ค.

เครื่องชี้เศรษฐกิจในเดือน ก.ค. ปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องจากเดือนก่อน โดยเฉพาะจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างก้าวกระโดดมาอยู่ที่ 1.1 ล้านคน สูงขึ้นเมื่อเทียบกับ 7.68 แสนคนในเดือนก่อน โดยหลักเป็นผลของการยกเลิกการลงทะเบียนผ่านระบบ Thailand Pass ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ค. 2022 เป็นต้นมา ด้านอุปสงค์ในประเทศปรับตัวขึ้นต่อเนื่องจากการบริโภคภาคเอกชนที่เติบโตในระดับสองหลักที่ 14.7% YoY (vs. +9.2% เดือนก่อน) และการลงทุนภาคเอกชนเพิ่มขึ้น 5.7% YoY (vs. +5.9% เดือนก่อน)

อย่างไรก็ดี อุปสงค์โลกที่ชะลอตัวส่งผลให้การส่งออกสินค้าเติบโตอ่อนแอลงในเดือนนี้ (+3.4% YoY vs. +11.1% เดือนก่อน) โดยสินค้าส่งออกที่หดตัวสูง ได้แก่ หมวดอิเล็กทรอนิกส์ (-12.6%) และสินค้าเกษตร (-6.8%) ขณะที่สินค้าส่งออกที่ขยายตัวสูง ได้แก่ ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม (+28.2%) สินค้าอุตสาหกรรมการเกษตร (+18.5%) และเครื่องจักรและอุปกรณ์ (+9.3%)

แผนภาพที่ 50: กิจกรรมด้านการท่องเที่ยวและอุปสงค์ในประเทศปรับตัวดีขึ้นในเดือน ก.ค.

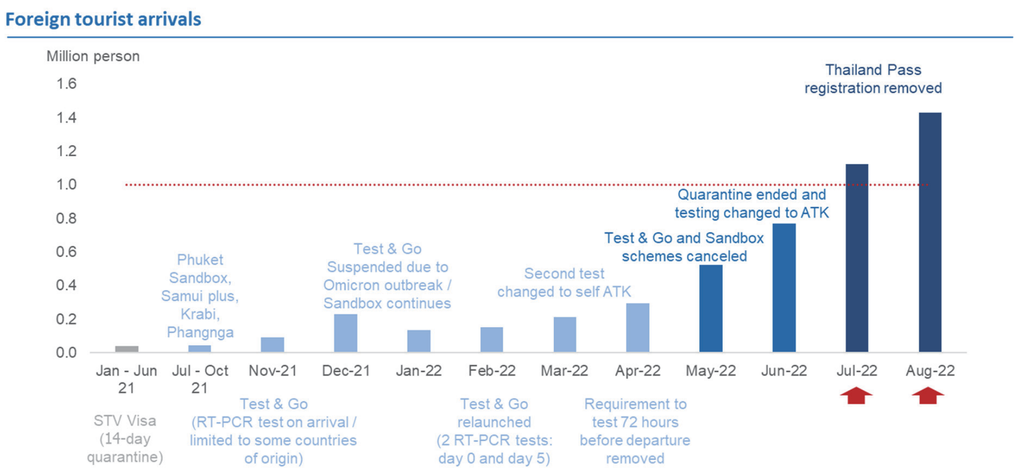


ที่มา: BoT, UTCC, MoC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การท่องเที่ยวส่งสัญญาณฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง หลังจากที่มีการยกเลิกการลงทะเบียนผ่านระบบ Thailand Pass

หลังจากที่สถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 คลี่คลายลง ภาครัฐก็ผ่อนปรนมาตรการการเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติอย่างต่อเนื่อง โดยล่าสุดตั้งแต่วันที่ 1 ก.ค. ที่ผ่านมา ได้มีการยกเลิกการลงทะเบียนผ่านระบบ Thailand Pass พร้อมกับยกเลิกข้อกำหนดเรื่องเงินประกันสุขภาพมูลค่า 1 หมื่นดอลลาร์สหรัฐฯ ส่งผลให้นักท่องเที่ยวต่างชาติในช่วงเดือน ก.ค. และ ส.ค. เพิ่มขึ้นสูงกว่า 1 ล้านคนต่อเดือน ซึ่งจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติดังกล่าวเพิ่มขึ้นสูงกว่าที่เราคาด เราจึงปรับเพิ่มคาดการณ์จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในปีนี้เพิ่มขึ้นเป็น 9.5 ล้านคนในปี 2022F และ 24 ล้านคนในปี 2023F

แผนภาพที่ 51: จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในเดือน ก.ค. - ส.ค. ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งหลังจากที่มีการยกเลิกการลงทะเบียนผ่านระบบ Thailand Pass

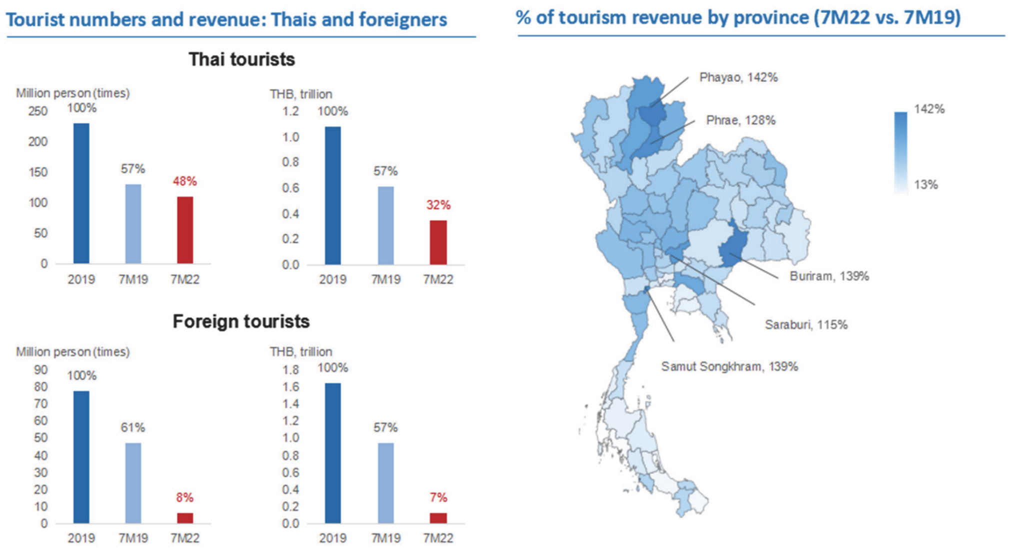


ที่มา: BoT, PPTVHD36, Khaosod, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ดี อาจยังต้องใช้เวลาอีกระยะหนึ่งกว่าจำนวนนักท่องเที่ยวและรายได้จากการท่องเที่ยวจะฟื้นตัวกลับมาเท่ากับช่วงก่อนการแพร่ระบาดของ COVID-19 โดยเราพบว่าในช่วง 7 เดือนแรกของปี 2022 มีจำนวนนักท่องเที่ยวชาวไทยกลับมาที่ราว 50%เมื่อเทียบกับปี 2019 ซึ่งเป็นช่วงก่อนที่จะมีการแพร่ระบาดของไวรัส แต่รายได้จากนักท่องเที่ยวชาวไทยยังอยู่ที่ราว 32% เมื่อเทียบกับปี 2019 เท่านั้น ขณะที่ทั้งจำนวนและรายได้ของนักท่องเที่ยวต่างชาติยังอยู่ในระดับต่ำกว่าปี 2019 ค่อนข้างมาก

นอกจากนี้ เราพบว่ารายได้จากการท่องเที่ยวของทั้งนักท่องเที่ยวไทยและนักท่องเที่ยวต่างชาติเพิ่มขึ้นในเมืองรองของภาคเหนือและภาคตะวันออก ซึ่งสะท้อนถึงพฤติกรรมของนักท่องเที่ยวที่ระมัดระวังการใช้จ่ายมากขึ้นท่ามกลางค่าครองชีพที่สูงขึ้น ในระยะถัดไป เมื่อนักท่องเที่ยวต่างชาติเพิ่มขึ้น เราคาดว่าจะเห็นรายได้จากการท่องเที่ยวเพิ่มขึ้นในภาคใต้และภาคกลาง ซึ่งเป็นที่นิยมของนักท่องเที่ยวต่างชาติ

แผนภาพที่ 52: อย่างไรก็ดี ยังคงต้องใช้เวลาอีกระยะหนึ่งกว่าจำนวนนักท่องเที่ยวและรายได้จากการท่องเที่ยวจะฟื้นตัวกลับมาเท่ากับช่วงก่อนการแพร่ระบาดของ COVID-19

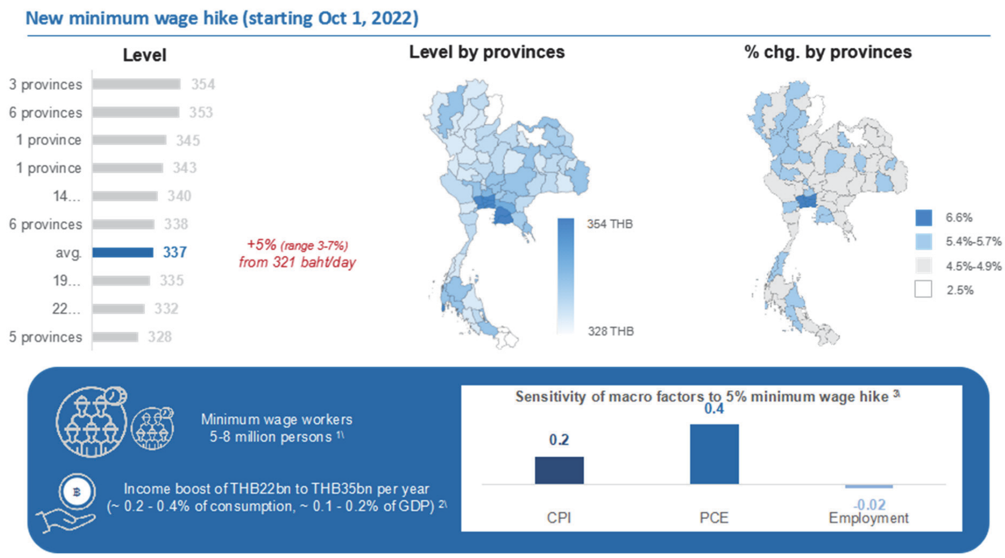


ที่มา: MoTS, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

คาดการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำที่เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 5% จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจมหภาคอย่างจำกัด

หลังจากที่ประเทศไทยไม่มีการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำมานานกว่า 2 ปี ในวันที่ 13 ก.ย. คณะรัฐมนตรีมีมติรับทราบประกาศคณะกรรมการค่าจ้างที่ได้กำหนดอัตราค่าแรงขั้นต่ำทั่วประเทศอยู่ที่ 328 – 354 บาท/วัน หรือ เพิ่มขึ้นเฉลี่ยอยู่ที่ 5% ซึ่งจะเริ่มมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ต.ค. 2022 เป็นต้นไป เราประเมินว่าการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำในครั้งนี้จะส่งผลกระทบต่อตัวเลขเศรษฐกิจมหภาคอย่างจำกัด โดยคาดว่าจะส่งผลให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้น 0.2% และการบริโภคครัวเรือนเพิ่มขึ้น 0.4% จากกรณีฐาน ขณะที่การปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำทำให้การจ้างงานลดลง แต่ไม่มีนัยยะสำคัญทางสถิติ

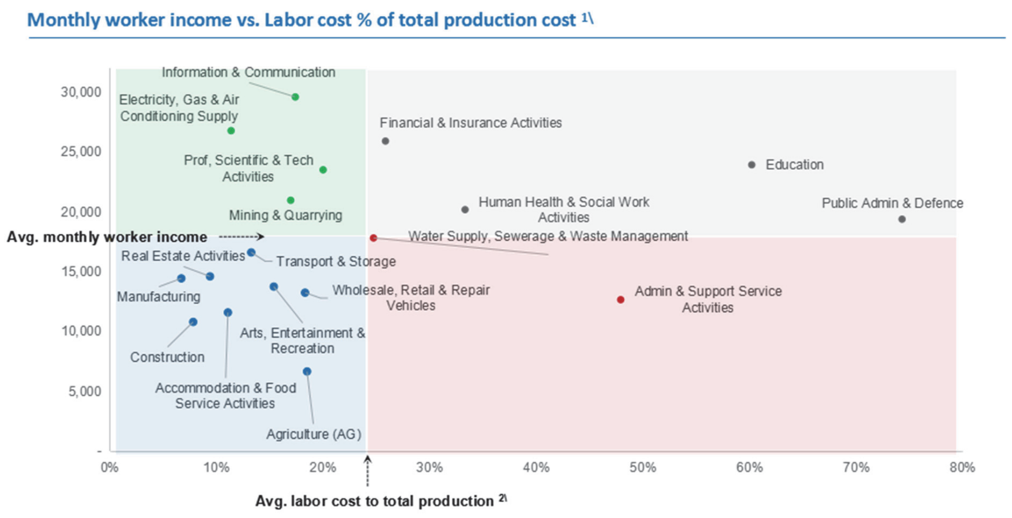
แผนภาพที่ 53: การปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำจะมีผลกระทบต่อตัวเลขเศรษฐกิจมหภาคเล็กน้อย



Note: 1\ Based on UTCC. 2\ Assuming 270 working day. 3\ Sample period is 2010 – 2019 and the effect of minimum wage on employment is not statistically significant.
ที่มา: BoT, NESDC, MoL, Press, Flaticon, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

โดยหากประเมินผลกระทบของการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำเป็นรายอุตสาหกรรมจะพบว่า อุตสาหกรรมที่มีแนวโน้มจะได้รับผลกระทบมากที่สุด คือ อุตสาหกรรมที่ใช้แรงงานเข้มข้น ซึ่งมีต้นทุนการจ้างแรงงานต่อต้นทุนรวมสูงกว่าค่าเฉลี่ย และมีค่าจ้างต่ำกว่าค่าจ้างเฉลี่ย อาทิ กลุ่มงานธุรกการ และงานสาธารณูปโภคที่เกี่ยวกับน้ำ ขณะที่อุตสาหกรรมที่มีต้นทุนค่าจ้างแรงงานต่อต้นทุนรวมต่ำกว่าและมีค่าจ้างในระดับสูง อาทิ กลุ่มงาน ICT และงานผู้เชี่ยวชาญเฉพาะมีแนวโน้มจะได้รับผลกระทบจากการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำน้อยกว่าโดยเปรียบเทียบ

แผนภาพที่ 54: อุตสาหกรรมที่ใช้แรงงานเข้มข้นและจ้างแรงงานที่ได้รับค่าจ้างในระดับต่ำ มีแนวโน้มได้รับผลกระทบจากการปรับขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำมากกว่าโดยเปรียบเทียบ



Note: 1\ Quadrants classified by average monthly worker income and average labor cost to total production. 2\ Our calculation based on I/O table.
ที่มา: NESDC, BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP เป็น 3.1% ในปี 2022F และ 4.1% ในปี 2023F

เราปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP ไทยขึ้นมาอยู่ที่ 3.1% ในปี 2022F (vs. เดิมคาด 3.0%) และที่ 4.1% ในปี 2023F (vs. เดิมคาด 3.9%) อิงจากบทวิเคราะห์เศรษฐกิจของเราเมื่อวันที่ 31 ส.ค. เนื่องจากตัวเลขจริงในไตรมาสสองที่ออกมาดีกว่าคาด (คาด 2.0% vs. เลขจริง 2.5%) และการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคที่คาดว่าจะแข็งแรงกว่าที่ประเมินไว้เดิม อย่างไรก็ดี ผลบวกดังกล่าวถูกลดทอนจากมุมมองต่อการใช้จ่ายภาครัฐและการส่งออกที่น่าจะแผ่วลง

ด้านจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในเดือน ก.ค.-ส.ค. ที่ฟื้นตัวแข็งแกร่งกว่าที่คาด ทำให้เรามีการปรับประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติขึ้นมาอยู่ที่ 9.5 ล้านคนในปีนี้ และ 24 ล้านคนในปีหน้า อีกทั้งการฟื้นตัวในกิจกรรมที่เกี่ยวเนื่องกับภาคการท่องเที่ยวจะช่วยหนุนภาพรวมตลาดแรงงานและการใช้จ่ายของผู้บริโภค (คาดการบริโภคภาคเอกชนโต 4.5% และ 3.5% ในปี 2022-2023F) นอกเหนือไปจากปัจจัยหนุนอื่นๆ ได้แก่ รายได้เกษตรกรที่แข็งแกร่ง (YTD +13.9%) การปรับเพิ่มค่าแรงขั้นต่ำ และมาตรการพยุงการบริโภคของภาครัฐ (ล่าสุดมีการออกโครงการคนละครึ่ง เฟส 5 ในช่วงเดือน ก.ย.-ต.ค.) อย่างไรก็ดี ผู้บริโภคยังมีแนวโน้มระมัดระวังในการใช้จ่ายเนื่องจากค่าครองชีพที่สูง

อย่างไรก็ดี เรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการใช้จ่ายภาครัฐในระยะข้างหน้า หลังศาลรัฐธรรมนูญรับคำร้องพิจารณาปมอายุการดำรงตำแหน่ง 8 ปีของนายกรัฐมนตรี และมีมติให้หยุดปฏิบัติหน้าที่จนกว่าศาลจะมีคำวินิจฉัย ซึ่งล่าสุดศาลรัฐธรรมนูญนัดลงมติและอ่านคำวินิจฉัยในวันที่ 30 ก.ย. และการเลือกตั้งที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงไตรมาส 2 ปีหน้า ดังนั้น ประเด็นดังกล่าวจะทำให้เกิดความไม่แน่นอนทางการเมืองเพิ่มสูงขึ้นและมีความเป็นไปได้ที่จะกระทบต่อการเบิกจ่ายงบประมาณและการพิจารณามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจใหม่ๆ ด้านการส่งออก เราปรับลดคาดการณ์ส่งออกในปีนี้ลงเป็น 7.0% และ 2023F เพื่อสะท้อนโมเมนตัมของเศรษฐกิจโลกที่ชะลอลง (ตัวเลข Composite PMI เบื้องต้นเดือน ส.ค. ของประเทศใหญ่ กล่าวคือ สหรัฐฯ ยุโรป และญี่ปุ่น ชะลอลงและอยู่ต่ำกว่าระดับ 50 จุด) ทั้งนี้ เมื่อเดือน ก.ค. ที่ผ่านมา ทาง IMF ได้มีการหั่นคาดการณ์ GDP โลกลงมาอยู่ที่ 3.2% และ 2.9% ในปี 2022-23F ตามลำดับ ซึ่งเป็นการปรับลดลง 0.4% และ 0.7% จากคาดการณ์เดิมเมื่อสามเดือนก่อน

ด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เรายังคงคาดว่า กนง. จะพิจารณาปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีกครั้งละ 25bps ในการประชุมอีก 2 ครั้งถัดไป (เดือน ก.ย. และ พ.ย.) ทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นปีจะอยู่ที่ระดับ 1.25% (vs. ปัจจุบันที่ 0.75%) เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อทั่วไปยังคงขยายตัวสูงเกินกว่ากรอบบนเป้าหมายเงินเฟ้อของ ธปท. ที่ 3% อยู่มาก และคาดว่าจะยังอยู่ในระดับสูง โดยน่าจะขยายตัวราว 8% ในไตรมาสปัจจุบันก่อนที่จะปรับลดลงอย่างค่อยเป็นค่อยไปหลังจากนั้น อีกทั้งการเร่งตัวขึ้นเร็วของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานน่าจะเป็นอีกปัจจัยที่สร้างความกังวลให้แก่ธนาคารกลาง (ในเดือน ก.ค. อัตราเงินเฟ้อทั่วไปและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานขยายตัว 7.6% และ 3% YoY ตามลำดับ)

แผนภาพที่ 55: เราปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP ไทยขึ้นมาอยู่ที่ 3.1% ในปี 2022F (vs. เดิมคาด 3.0%) และที่ 4.1% ในปี 2023F (vs. เดิมคาด 3.9%)

Key economic forecasts for Thailand

Indicators		2021	2022F				2023F	
			FPO (Jul)	BoT (Jun)	NESDC (Aug)	ESU (Aug)	BoT (Jun)	ESU (Aug)
GDP	%	1.5	3.5	3.3	2.7-3.2	3.1	4.2	4.1
Private Consumption	%	0.3	4.8	4.9	4.4	4.5	3.6	3.5
Public Consumption	%	3.2	-0.9	-1.9	-0.2	-0.5	-0.5	-0.5
Private Investment	%	3.3	5.7	5.4	3.1	3.5	4.5	3.0
Public Investment	%	3.8	1.6	3.5	2.0	2.0	3.4	2.7
Exports (f.o.b.)	%	19.2	7.7	7.9	7.9	7.0	2.1	2.4
Imports (f.o.b.)	%	23.9	17.5	13.8	12.4	14.9	3.5	3.2
Foreign Tourist Arrivals	Million	0.4	8.0	6.0	9.5	9.5	19.0	24.0
Current Account Balance	US$, bn	-11	-8.1	-8.0	-8.0	-11.8	5.0	6.9
Headline Inflation	%	1.2	6.5	6.2	6.3-6.8	6.6	2.5	2.8
Dubai Oil Price (avg)	US$/bbl	69	102	105	95-105	105	105	100
Policy rate (end)	%	0.50	--	--	--	1.25	–	2.00
USD/THB (avg)	Bt/US$	32.0	34.8	--	34.5-35.5	34.5	–	34.8

Note: () = As of projections.
ที่มา: NESDC, BoT, FPO, 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		