DECEMBER 2022 | ISSUE 088

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

เรามองว่าตลาดหุ้นในปีหน้าอาจเคลื่อนไหวผันผวน จาก 1) อัตราเงินเฟ้อที่อาจยังอยู่สูงกว่าเป้าพอสมควร ทำให้ Fed อาจต้องคงดอกเบี้ยไว้ในระดับสูงนานกว่าที่ตลาดคาด

2) เศรษฐกิจมีความเสี่ยงเข้าสู่ Recession ทำให้คาดการณ์กำไรของบริษัทอาจถูกปรับลดเพิ่มเติม และ 3) Valuation ในตลาดหุ้นยังนับว่าแพง ไม่สอดคล้องกับแนวโน้มเศรษฐกิจ

ในภาวะที่เศรษฐกิจมีความไม่แน่นอนสูง กลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสม อาจไม่ใช่การแสวงหาผลตอบแทนที่สูง แต่เป็นการรักษาเงินต้นให้คงอยู่ ทำให้สินทรัพย์ที่มีโอกาสให้ผลตอบแทนสม่ำเสมอ อย่างพันธบัตรมีความน่าสนใจลงทุนมากกว่าหุ้นในปีหน้า

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY 03

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY 04

- ตลาดหุ้น 07
- ตลาดตราสารหนี้ 16
- ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ 18

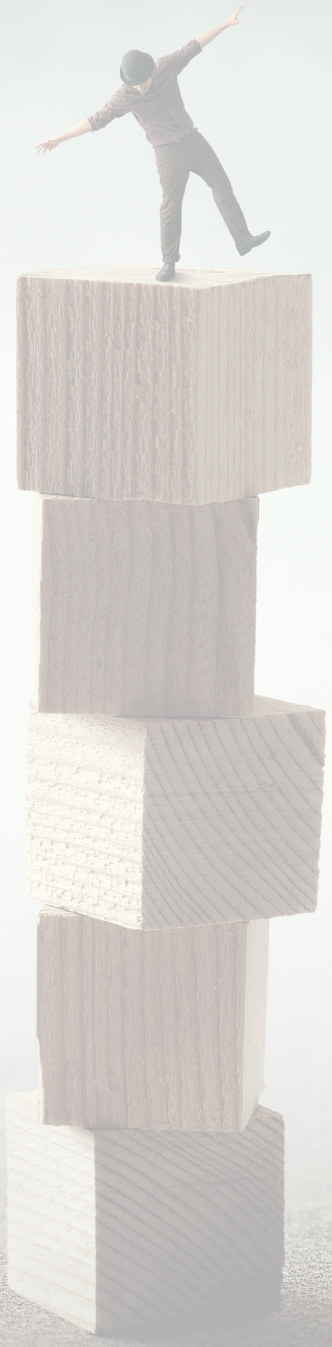
GLOBAL ECONOMIC INSIGHT 24

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ 25
- เศรษฐกิจยุโรป 32
- เศรษฐกิจจีน 37
- เศรษฐกิจญี่ปุ่น 42
- เศรษฐกิจไทย 48

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



การใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น ทั้งการปรับขึ้นดอกเบี้ย และการลดขนาดงบดุล (QT) มีจุดประสงค์เพื่อกดเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นสูงสุดในรอบกว่า 40 ปี ให้ลดลงเข้าสู่เป้าหมายที่ 2% ซึ่งถึงแม้อัตราเงินเฟ้อจะเริ่มลดลงแล้ว แต่มีความเสี่ยงที่เงินเฟ้อจะยังค้างอยู่ในระดับสูงกว่าเป้าพอสมควรในปีหน้า จากเงินเฟ้อในภาคบริการ และค่าเช่าที่อยู่อาศัย ซึ่งมีน้ำหนักเป็นสัดส่วนใหญ่ในอัตราเงินเฟ้อ (Core CPI) ทำให้ Fed อาจจำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดกว่าที่ตลาดคาด

นอกจากนี้ Fed น่าจะมีบทเรียนจากเหตุการณ์ภาวะเงินเฟ้อสูงครั้งใหญ่ (Great Inflation) ในช่วงปี 1970s จากการขึ้นดอกเบี้ยน้อยเกินไป และปรับลดดอกเบี้ยลงเร็วเกินไป จนทำให้เงินเฟ้อกลับมาพุ่งแรงอีกหลายระลอก และทำให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ถึง 4 ครั้ง ในระยะเวลาเพียง 10 ปี Fed จึงน่าจะหลีกเลี่ยงการกลับมาผ่อนคลายนโยบายการเงินเร็วเกินไป โดยอาจคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ในระดับสูง 5-5.25% จนถึงสิ้นปีหน้า

ในด้านเศรษฐกิจ การปรับใช้นโยบายให้เข้มงวดขึ้นอย่างรวดเร็ว เป็นการเพิ่มความเสี่ยงให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ซึ่งในช่วงที่ผ่านมาดัชนีชี้นำเศรษฐกิจเริ่มชะลอตัวลงแล้ว แต่ ตลาดหุ้นดูจะยังไม่ตอบรับต่อความเสี่ยงดังกล่าวมากพอ โดยตลาดคาดว่ากำไรของบริษัทจดทะเบียนใน S&P500 ปี 2023 จะโตดีที่ 7% ไม่สอดคล้องกับภาวะเศรษฐกิจที่ชี้ว่าควรจะทรงตัว หรืออาจติดลบ เช่นเดียวกับ Valuation ซึ่งเทรดในระดับที่แพง ไม่สอดคล้องกับภาวะเงินเฟ้อสูง อัตราดอกเบี้ยสูงในปัจจุบัน ทำให้เรามองคาดการณ์กำไรของบริษัท และ Valuation อาจปรับลดเพิ่มเติมอีกราว 10-15% เป็นอย่างน้อย

จากการศึกษาผลตอบแทนในช่วง 6 เดือนก่อนและหลัง Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย พบว่าหากเศรษฐกิจเกิด Recession หุ้นมักจะให้ผลตอบแทนผันผวน โดยติดลบในช่วง 6 เดือน ก่อนที่ Fed จะขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย และให้ผลตอบแทนเป็นบวกราว 2-8% หลัง Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย ในขณะที่ พันธบัตรมักจะให้ผลตอบแทนเป็นบวกสม่ำเสมอราว 2-6% ตลอดช่วง 6 เดือนก่อนและหลัง Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย

ในภาวะที่เศรษฐกิจมีความเสี่ยงเข้าสู่ Recession ผลตอบแทนจากการลงทุนมีความไม่แน่นอนสูง กลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสม อาจไม่ใช่การแสวงหาผลตอบแทนที่สูงเพียงอย่างเดียว แต่เป็นการรักษาเงินต้นให้คงอยู่ ทำให้สินทรัพย์ที่มีโอกาสให้ผลตอบแทนสม่ำเสมอ อย่างพันธบัตรมีความน่าสนใจลงทุนมากกว่าหุ้นในปีหน้า

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY



Key Recommendations

- เรามองว่าตลาดหุ้นในปีหน้าอาจเคลื่อนไหวผันผวน จาก 1) อัตราเงินเฟ้อที่อาจยังอยู่สูงกว่าเป้าพอสมควร ทำให้ Fed อาจต้องคงดอกเบี้ยไว้ในระดับสูงนานกว่าที่ตลาดคาด

- 2) เศรษฐกิจมีความเสี่ยงเข้าสู่ Recession ทำให้คาดการณ์กำไรของบริษัทอาจถูกปรับลดเพิ่มเติม และ 3) Valuation ในตลาดหุ้นยังนับว่าแพง ไม่สอดคล้องกับแนวโน้มเศรษฐกิจ

- ในภาวะที่เศรษฐกิจมีความไม่แน่นอนสูง กลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสม อาจไม่ใช่การแสวงหาผลตอบแทนที่สูง แต่เป็นการรักษาเงินต้นให้คงอยู่ ทำให้สินทรัพย์ที่มีโอกาสให้ผลตอบแทนสม่ำเสมอ อย่างพันธบัตรมีความน่าสนใจลงทุนมากกว่าหุ้นในปีหน้า

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting					Themes
	Underweight		Neutral	Overweight		
ตราสารหนี้ไทย					●	- ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของไทยปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ราว 2.66% ตาม Bond yield สหรัฐฯ ที่ลดลงมาอยู่ที่ 3.8% หลังตัวเลขเงินเฟ้อออกมาต่ำกว่าคาด - เรามอง Bond yield สหรัฐฯ จะกลับขึ้นไปที่ระดับราว 4% ในสิ้นปีนี้ ซึ่งจะส่งผลให้ผลตอบแทนพันธบัตรไทยเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 3.5% - ในปีหน้าเรามอง Bond yield มีแนวโน้มลดลง ตามการลดลงของเงินเฟ้อและแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง - คงคำแนะนำ Overweight
ตราสารทุน						
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ			●			- เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง ท่ามกลางนโยบายการเงินที่ตึงตัวขึ้น - Valuation อยู่ในระดับที่แพง - คาดการณ์กำไรอาจถูกปรับลดเพิ่มเติม ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่กำลังอยู่ในช่วงปลายของวัฏจักร - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย			●			- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวดีต่อเนื่องจากแรงหนุนของภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน จากมาตรการกระตุ้นการบริโภคที่รัฐบาลเตรียมออกมาเพิ่มเติมในช่วงปลายปี - อย่างไรก็ดี การส่งออกมีแนวโน้มชะลอลงในระยะข้างหน้า จากอุปสงค์ที่จะชะลอลง ตามตลาดสหรัฐฯและยุโรป เช่นเดียวกับการลงทุนภาครัฐในช่วงที่มีการเปลี่ยนผ่านรัฐบาล - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน				●		- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นอย่างจำกัด ตามแนวทางการควบคุมการระบาดที่เข้มงวด (Zero-Covid policy) - ได้รับการกระตุ้นจากทั้งภาคการคลังและการเงิน โดยอัตราเงินเฟ้อที่ต่ำ เปิดทางให้ PBoC ยังคงใช้นโยบายผ่อนคลายได้ ในขณะที่ ภาครัฐกระตุ้นการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน - ตลาดหุ้นดูจะตอบรับต่อประเด็นการเพิ่มกฎระเบียบไปค่อนข้างมากแล้ว แต่ยังมี Sentiment ลบ จากข่าวการผิดนัดชำระหนี้ โดยเฉพาะในภาคอสังหาฯ เป็นระยะ - Valuation ลดลงมาถูก Fwd P/E อยู่ระดับใกล้เคียงช่วง Trade war ในปี 2018 และช่วง Covid เริ่มระบาดในปี 2020 - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ			●			- ได้รับประโยชน์จากการเปลี่ยนพฤติกรรมของประชากร ที่หันมาใช้เทคโนโลยีมากขึ้น เนื่องจากมีสินค้าส่งออกประเภทเครื่องใช้อิเล็กทรอนิกส์ และส่วนประกอบคอมพิวเตอร์ เป็นสัดส่วนมาก - แนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว ตามการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ย ซึ่งจะทำให้ Demand ลดลง กระทบต่อการส่งออก แต่อาจถูกชดเชยจากการทยอยเปิดเศรษฐกิจจีนในปีหน้า - มีความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed และความขัดแย้งทางการเมืองระหว่างประเทศ - คงน้ำหนัก Neutral
ตลาดหุ้นอินเดีย			●			- อัตราเงินเฟ้อที่ปรับขึ้นสูง ทำให้ธนาคารกลางต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค - รัฐออกมาตรการเพื่อลดเงินเฟ้อ โดยเฉพาะราคาอาหาร โดยจำกัดการส่งออกสินค้าเกษตร ช่วยเหลือค่าแก๊สในครัวเรือน และลดภาษีนำเข้าพลังงาน และโลหะในภาคการผลิต - รัฐบาลพยายามลดการพึ่งพาการนำเข้า และให้เงินช่วยเหลือโครงการ Production Linked Incentive (PLI) มูลค่าราว 1% ของ GDP ให้บริษัทเอกชน เพื่อให้อินเดียเป็นศูนย์กลางภาคการผลิตที่มีมูลค่าเพิ่ม (Value-added) สูง - เศรษฐกิจในปี 2023 มีแนวโน้มชะลอตัวลง จากผลบวกที่ลดลงของการเปิดประเทศ และผลกระทบจากการปรับขึ้นดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา - Valuation อยู่ในระดับที่แพงมาก เมื่อเทียบกับประเทศในกลุ่ม Emerging Markets ด้วยกัน - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				●		- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น จากมาตรการกระตุ้นการคลังและภาคท่องเที่ยว ในขณะที่ ภาคส่งออกได้รับปัจจัยบวก จากค่าเงินเยนที่อ่อนค่า - แนวโน้มใช้นโยบายผ่อนคลายการเงินต่อเนื่องได้นาน จากเงินเฟ้อที่ต่ำ - ตลาดหุ้นมักจะไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed - มีความเสี่ยงด้านนโยบายการเงิน หลังนาย Haruhiko Kuroda ผู้ว่าฯ BoJ หมดวาระในเดือน เม.ย. 2023 - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป			●			- มีความเสี่ยงจากการขาดแคลนพลังงานเมื่อเข้าสู่ฤดูหนาวในช่วงปลายปี สงครามที่ยืดเยื้อ และปัญหาหนี้รัฐบาลกลุ่มที่เศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น อิตาลี โปรตุเกส และกรีซ - ภาคการผลิตถูกกดดันจากภาระต้นทุนที่สูงขึ้น และลดการผลิตลง - นโยบายการเงินมีแนวโน้มเข้มงวดขึ้นต่อเนื่องเพื่อสกัดเงินเฟ้อ โดย ECB อาจปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นอีกสู่ระดับ 2.5% ในต้นปีหน้า จากปัจจุบันที่ 1.5% และอาจเริ่มทำ QT ในกลางปีหน้า - มีความเสี่ยง Recession สูงกว่าประเทศอื่น Earnings อาจถูกปรับลดลงมากกว่าภูมิภาคอื่น - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา	●					- เงินเฟ้อเริ่มมีแนวโน้มลดลงอย่างเห็นได้ชัด ธนาคารกลางน่าจะเริ่มปรับลดดอกเบี้ยในช่วงกลางปีหน้า - มีข้อจำกัดในการกระตุ้นเศรษฐกิจทางการคลัง - ตลาดหุ้นมีความอ่อนไหวต่อนโยบายการเงินของสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูงกว่าประเทศอื่นในกลุ่ม EM - ภาวะการเงินตึงตัวขึ้นมาก ทั้งจากภายในประเทศและนอกประเทศ - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก						
ทองคำ				●		- ได้รับปัจจัยบวกจากความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะ Recession และความไม่สงบทางการเมืองระหว่างประเทศ - ทองคำเป็นสินทรัพย์ที่มีความผันผวนต่ำ และให้ผลตอบแทนสูงในภาวะ Recession - ราคาทองคำลดลงมาใกล้ระดับราคาขายหน้าเหมือง (All-in-sustaining costs+ avg spread) ที่ระดับ $1,570/oz - แนะนำให้ทยอยเข้าซื้อสะสมทองคำ เพื่อป้องกันความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน			●			- อุปสงค์ มีแนวโน้มลดลงตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง - แต่อุปทานยังค่อนข้างตึงตัว ทั้งจากการลดโควต้า ของ OPEC+ และน้ำมันจากคลังสหรัฐฯ (SPR) ที่เหลือน้อยลง ซึ่งอาจทำให้ราคาน้ำมัน (WTI) กลับขึ้นไปที่ระดับ $90-100/bbl ในช่วงที่เหลือของปี - คงคำแนะนำ Neutral
US REITs			●			- ความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นและการลดการเข้าซื้อ MBS ของ Fed - Mortgage rate เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 7% สูงสุดตั้งแต่ปี 2002 - Valuation จากการประเมิน Dividen yield gap และ P/FFO ยังอยู่ในระดับที่แพงเมื่อเทียบกับในอดีต - คงคำแนะนำ Neutral
J-REITs			●			- นโยบาย Yield Curve Control ของ BoJ ช่วยให้ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ของ J-REITs อยู่ในระดับสูง - อย่างไรก็ดี นโยบายการเงินของธนาคารกลางทั่วโลกเริ่มเข้มงวดขึ้น ทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวในตลาดมีแนวโน้มสูงขึ้น เป็นปัจจัยลบต่อตลาดอสังหาฯ - คงคำแนะนำ Neutral

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

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,618	0.1%	-0.7%	1.7%	0.2%	-0.3%	-2.4%	-1.9%
Philippines PCOMP	6,430	-0.5%	0.2%	7.5%	-4.1%	-4.7%	-9.7%	-11.7%
Indonesia JCI	7,064	-0.3%	0.4%	0.7%	-0.6%	2.1%	7.3%	5.1%
Singapore STI	3,262	-0.7%	-0.4%	9.8%	-0.0%	0.7%	4.4%	0.8%
Malaysia KLCI	1,437	-0.1%	-1.9%	-0.7%	-3.4%	-7.3%	-8.4%	-5.9%
Asia	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
HK HSI	17,365	-1.9%	-5.3%	7.1%	-11.7%	-16.2%	-25.8%	-30.4%
China H HSCEI	5,886	-2.0%	-6.1%	6.7%	-12.1%	-17.3%	-28.5%	-34.1%
MSCI China	58	-2.2%	-4.4%	8.8%	-12.0%	-14.7%	-31.6%	-36.8%
China CSI300	3,770	-0.9%	-2.5%	0.7%	-9.8%	-7.6%	-23.7%	-23.3%
Taiwan TWSE	14,542	-0.4%	-0.0%	13.4%	-4.6%	-9.9%	-20.2%	-18.3%
Korea KOSPI	2,405	-1.0%	-3.0%	8.7%	-2.3%	-8.9%	-19.2%	-20.2%
MSCI Korea	730	-0.9%	-2.6%	8.5%	-2.0%	-9.3%	-19.9%	-20.8%
India SENSEX	61,344	-0.8%	-0.9%	3.4%	4.4%	12.9%	5.3%	4.9%
MSCI India	2,080	-0.8%	-1.9%	2.2%	1.6%	9.9%	2.1%	2.1%
Developed Market	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Australia AS 200	7,181	-0.2%	0.6%	7.6%	1.9%	0.5%	-3.5%	-2.3%
Japan TOPIX	1,995	0.3%	1.6%	6.0%	0.1%	6.3%	0.1%	-2.4%
Japan Nikkei 225	28,116	0.2%	0.4%	4.6%	-2.4%	5.1%	-2.3%	-5.6%
Europe STOXX600	433	-0.1%	0.0%	9.3%	-0.0%	0.5%	-11.2%	-10.8%
Euro STOXX50	3,909	-0.4%	0.6%	12.4%	6.9%	6.9%	-9.1%	-9.9%
US Dow Jones	33,700	-0.1%	0.5%	8.4%	1.9%	7.8%	-7.3%	-5.4%
US S&P500	3,950	-0.4%	-0.2%	5.3%	-4.5%	1.2%	-17.1%	-15.7%
MSCI US REITs	1,186	0.3%	1.3%	9.0%	-10.2%	-7.7%	-24.8%	-20.5%
J-REITs	1,954	0.7%	0.6%	4.9%	-3.7%	-1.5%	-5.4%	-5.0%
Europe	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
UK FTSE 100	7,377	-0.1%	-0.1%	5.8%	-2.1%	-0.2%	-0.1%	1.7%
Germany DAX	14,380	-0.4%	0.5%	13.0%	8.7%	2.8%	-9.5%	-10.8%
France CAC 40	6,634	-0.2%	0.4%	9.9%	4.0%	5.6%	-7.2%	-6.6%
Switzerland SMI	11,085	0.4%	0.8%	6.4%	-0.0%	-2.0%	-13.9%	-11.4%
Portugal PSI 20	5,766	0.0%	-0.2%	5.0%	-8.0%	-2.6%	3.5%	4.5%
Spain IBEX 35	8,188	0.7%	0.3%	8.5%	-1.2%	-3.5%	-6.0%	-7.2%
Italy FTSE MIB	24,356	-1.3%	-1.0%	12.9%	9.9%	1.1%	-10.9%	-11.1%
Latin America	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Brazil BOVESPA	109,748	0.8%	-2.2%	-8.5%	-0.7%	1.2%	4.7%	7.5%
Chile IPSA	5,313	2.2%	0.2%	3.2%	-0.5%	6.6%	23.3%	11.1%
Mexico MEXBO	51,570	0.0%	-0.7%	9.4%	6.4%	0.1%	-3.2%	1.5%
Regional	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
MSCI Asia Pac ex Japan	487	-1.5%	-3.1%	10.7%	-6.2%	-9.8%	-22.7%	-24.8%
MSCI Latin America	2,181	0.3%	-3.1%	-4.5%	0.6%	-8.2%	2.4%	4.7%
MSCI All Country World	611	-0.8%	-1.6%	7.3%	-3.8%	-1.7%	-19.0%	-18.5%
Commodities	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
WTI Spot	80.08	-0.4%	-7.9%	-5.8%	-11.2%	-29.3%	6.5%	4.3%
Brent Spot	87.65	-0.2%	-6.6%	-6.3%	-9.2%	-22.1%	12.7%	10.0%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	7.57	0.18	0.63	-0.88	1.32	8.25	5.00	4.62
Gold Spot	1740.66	-0.8%	-1.8%	5.5%	0.3%	-5.9%	-4.8%	-3.8%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2930.64	0.2%	-0.1%	-1.4%	-6.2%	-10.3%	-3.7%	-4.0%
Bloomberg Agri Subindex	67.15	-0.1%	-2.3%	-1.3%	-0.4%	-13.5%	10.5%	9.1%
Thai Bond index	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
ThaiBMA Govt Bond index	295.41	-0.0%	-0.3%	2.6%	-1.3%	2.7%	-6.4%	-6.1%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	213.44	-0.0%	-0.0%	0.6%	0.1%	1.2%	-0.4%	-0.3%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	301.36	-0.0%	-0.2%	2.2%	-0.7%	2.2%	-2.2%	-2.2%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	395.34	-0.3%	-0.5%	4.1%	-0.8%	3.7%	-3.8%	-3.7%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	256.99	-0.1%	-0.2%	2.0%	-0.4%	2.1%	-1.8%	-1.7%
Thai Bond Yields (bps)	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
1Y	1.42	3	6	5	31	68	90	89
2Y	1.78	2	1	-17	23	5	112	111
5Y	2.38	2	-0	-43	31	-2	109	118
10Y	2.79	3	0	-53	19	-33	89	83
Spread 10Y-2Y	101	1	-1	-36	-4	-38	-23	-28
Foreign Bond Yields (bps)	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
US 10Y	3.81	-0	4	-41	80	103	230	219
Japan 10Y	0.26	-0	1	0	3	1	19	18
UK 10Y	3.19	-5	-18	-87	78	129	222	231
German 10Y	1.99	-2	-15	-42	76	105	217	234
Spain 10Y	2.99	-2	-21	-54	61	91	243	261
Italy 10Y	3.94	4	-24	-81	44	94	277	308
Others	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
VIX index	22.36	-0.8	-1.4	-7.3	-1.4	-7.1	5.1	3.2
Dollar index	107.70	0.8%	1.2%	-3.8%	-1.2%	4.4%	12.6%	11.6%
USD/THB	36.16	1.3%	1.7%	-5.3%	-0.0%	5.9%	8.9%	9.6%
EUR/USD	1.02	-0.9%	-1.3%	3.8%	3.2%	-4.0%	-9.9%	-8.9%
GBP/USD	1.18	-0.8%	-0.5%	4.9%	0.4%	-5.9%	-12.6%	-11.7%
USD/JPY	142.02	1.2%	2.0%	-4.7%	3.3%	11.1%	23.4%	23.7%
USD/CNY	7.16	0.6%	1.7%	-1.4%	4.6%	7.7%	12.7%	12.2%
USD/CNH	7.17	0.8%	1.8%	-2.1%	4.4%	7.7%	12.8%	12.3%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU) As of 11/22/2022

ตลาดหุ้น

เรามองว่าตลาดหุ้นในปีหน้าอาจเคลื่อนไหวผันผวน และมีโอกาสให้ผลตอบแทนติดลบ จาก 1) ความเสี่ยงที่อัตราเงินเฟ้อในปีหน้าจะอยู่สูงกว่าเป้าหมาย ซึ่งทำให้ Fed อาจต้องคงดอกเบี้ยไว้ในระดับสูงนานกว่าที่ตลาดคาด 2) เศรษฐกิจมีความเสี่ยงเข้าสู่ Recession ทำให้คาดการณ์กำไรของบริษัทอาจถูกปรับลดเพิ่มเติม 3) Valuation ในตลาดหุ้นยังนับว่าแพง ไม่สอดคล้องกับแนวโน้มเศรษฐกิจ เรามองว่าในภาวะที่เศรษฐกิจมีความไม่แน่นอนสูงอย่างเช่นในปีหน้า กลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสม อาจไม่ใช่การแสวงหาผลตอบแทนที่สูงเพียงอย่างเดียว แต่เป็นการรักษาเงินต้นให้คงอยู่ ทำให้สินทรัพย์ที่มีโอกาสให้ผลตอบแทนสม่ำเสมอ อย่างพันธบัตรมีความน่าสนใจลงทุนมากกว่าหุ้นในปีหน้า

เงินเฟ้ออาจลดลงช้ากว่าที่ตลาดคาด

อัตราเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นสูงสุดในรอบกว่า 40 ปี ทำให้ Fed ปรับใช้นโยบายการเงินเข้มงวดขึ้นอย่างรวดเร็ว แต่การส่งผ่านผลของนโยบายการเงินไปยังราคาสินค้าในบางกลุ่มอาจใช้เวลานานนับปี เป็นความเสี่ยงให้อัตราเงินเฟ้อในปีหน้าอาจยังอยู่สูงกว่าเป้าหมายที่ 2% พอสมควร และสูงกว่าที่ตลาดคาดในปัจจุบันที่ 3% ในสิ้นปีหน้า ทำให้ Fed อาจต้องคงดอกเบี้ยไว้ในระดับสูงนานกว่าที่ตลาดคาด

อัตราเงินเฟ้อที่สะท้อนภาวะเศรษฐกิจได้ดี คือ อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) ซึ่งไม่นับรวมราคาอาหารและราคาพลังงานที่มีความผันผวนสูง ตามราคาตลาดโลก

ก่อนหน้านี้ อัตราเงินเฟ้อ (Core CPI) ในสหรัฐฯ ถูกผลักดันให้เพิ่มขึ้นจากราคาในหมวดสินค้า (Core goods) จากการเปลี่ยนพฤติกรรมของผู้บริโภคที่ไม่สามารถใช้จ่ายด้านบริการ เช่น ร้านอาหาร และโรงหนัง นอกบ้านได้ ในช่วงที่มีการใช้มาตรการควบคุมการระบาด แต่ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา โมเมนตัมของราคาสินค้าลดลงสู่ระดับ 0% (3-month annualized) ตามรูปแบบการใช้จ่ายที่กลับไปปกติและปัญหาในห่วงโซ่อุปทานและการขนส่งที่คลี่คลายลง

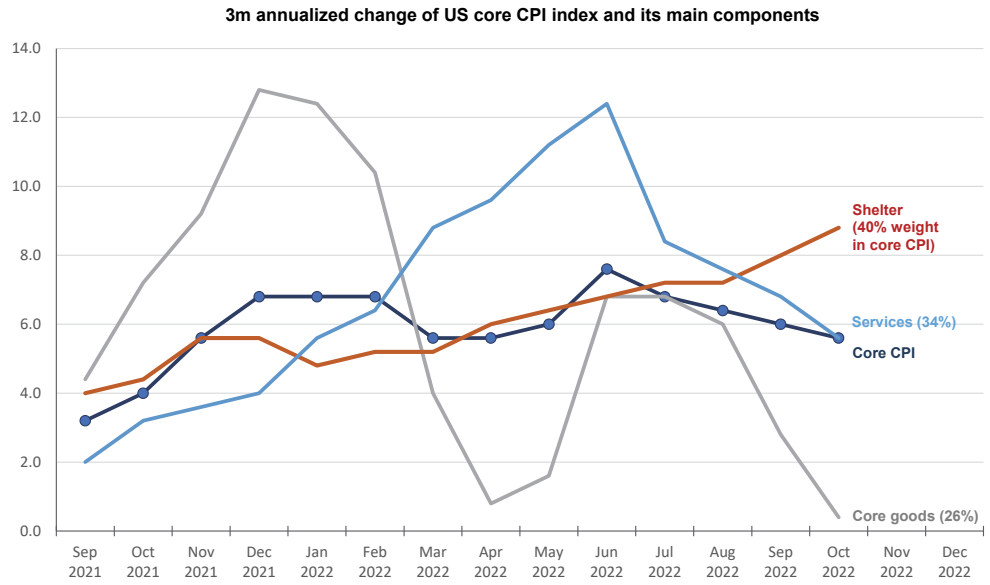
อย่างไรก็ดี อัตราเงินเฟ้อในช่วงหลังกลับถูกผลักดันจากราคาในภาคบริการ (Services) และที่อยู่อาศัย (Shelter) ซึ่งมีน้ำหนักในตะกร้าสินค้ารวมกันมากถึง 74% ของ Core CPI

ราคาในภาคบริการ (Services) ยังเพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงราว 6% (3-month annualized) จากการเร่งตัวขึ้นของต้นทุนค่าจ้าง ตามตลาดแรงงานที่ตึงตัวมาก โดยตำแหน่งงานเปิดรับ (Job openings) มีมากกว่าจำนวนคนว่างงาน (Unemployment level) เป็นอย่างมาก ซึ่งผลักดันให้ค่าจ้าง (Employment Cost Index: Wages and Salaries) โตกว่า 5% โดยเฉพาะในภาคบริการ ซึ่งมีสัดส่วนค่าใช้จ่ายด้านค่าจ้างสูง 30-40% ของยอดขาย ชี้ว่าค่าจ้างอาจต้องชะลอตัวลงต่ำกว่า 4% จึงจะทำให้อัตราเงินเฟ้อลดลงสู่ระดับเป้าหมายที่ 2%

ส่วนค่าเช่าที่อยู่อาศัย (Shelter) ในช่วงที่ผ่านมา ยังคงเร่งตัวขึ้นต่อเนื่อง ล่าสุดอยู่ที่ 9% (3-month annualized) โดยจากการศึกษาผลของนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นกับค่าเช่า พบว่าค่าเช่าใช้เวลานานนับปี ก่อนจะเริ่มชะลอตัวลงหลังเริ่มปรับขึ้นดอกเบี้ย และเมื่อใช้ราคาบ้าน (S&P/Case-Shiller US Home Price) ซึ่งเป็นดัชนีชี้นำค่าเช่าราว 12-18 เดือน ในการคาดการณ์แนวโน้ม ชี้ว่าค่าเช่าอาจยังอยู่ในระดับสูง 5% ในช่วงเดือน พ.ค.-พ.ย. ปีหน้า

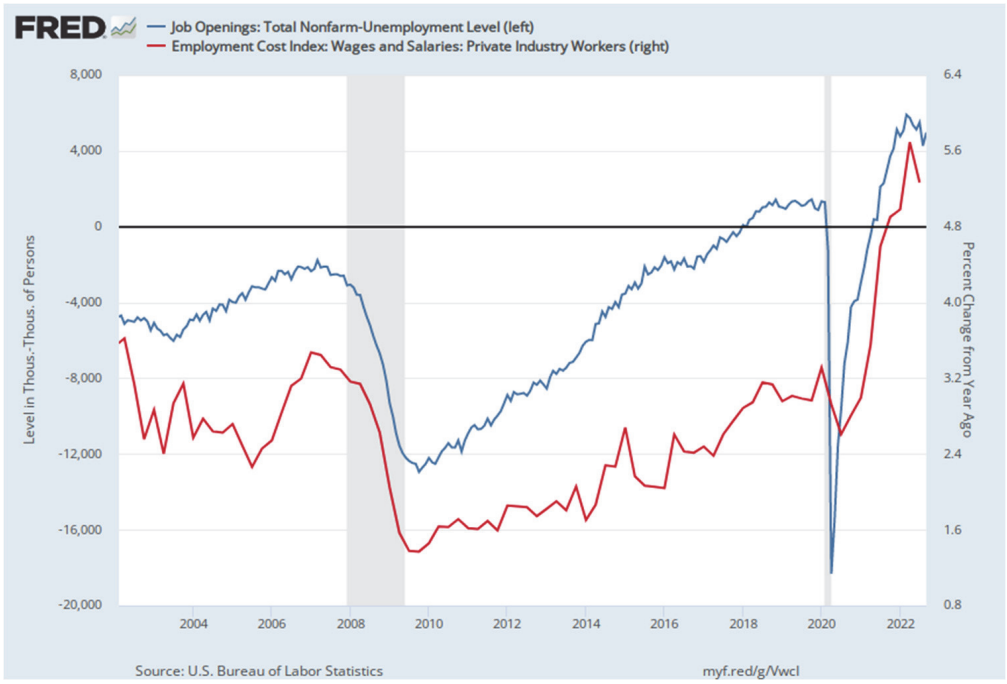
ราคาสินค้าภาคบริการ (Services) และค่าเช่าที่อยู่อาศัย (Shelter) ซึ่งมีน้ำหนักเป็นส่วนใหญ่ใน Core CPI และยังเพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงกว่าเป้าหมายที่ 2% เป็นความเสี่ยงที่อาจทำให้ Fed ยังต้องคงอัตราดอกเบี้ยในระดับสูงเป็นเวลานาน จนถึงช่วงปลายปี 2023 เป็นอย่างน้อย เพื่อที่จะมั่นใจว่าเงินเฟ้อจะมีแนวโน้มลดลงกลับสู่เป้าหมายได้อย่างต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 1: แรงกดดันจากราคาสินค้าเริ่มแผ่วลง แต่แรงกดดันจากภาคบริการและค่าเช่ายังสูงอยู่



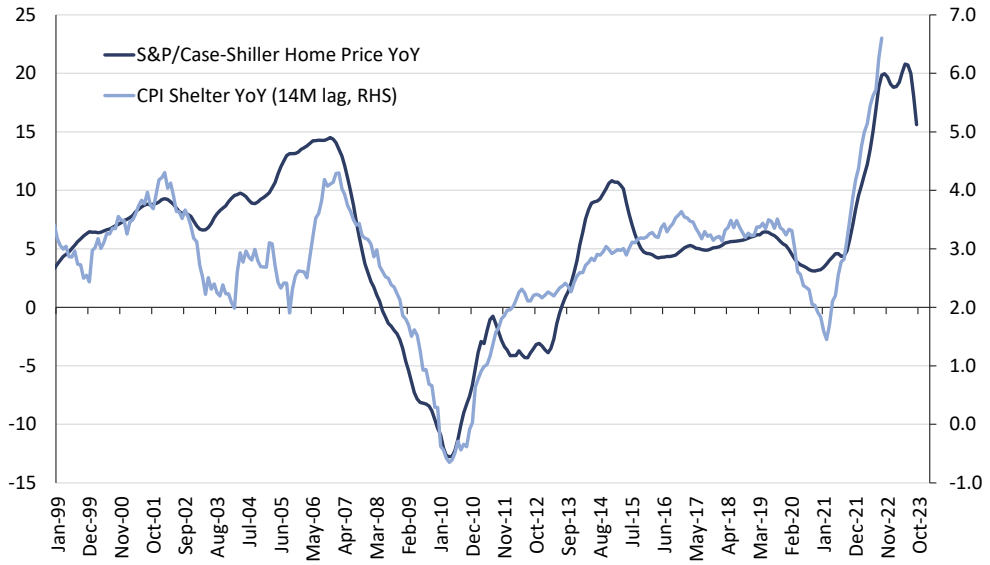
ที่มา: BLS, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 2: ตำแหน่งงานว่าง (Job openings) เริ่มลดลง แต่ตลาดแรงงานยังตึงตัวมาก และผลักดันให้ค่าจ้างโตสูงกว่า 5%



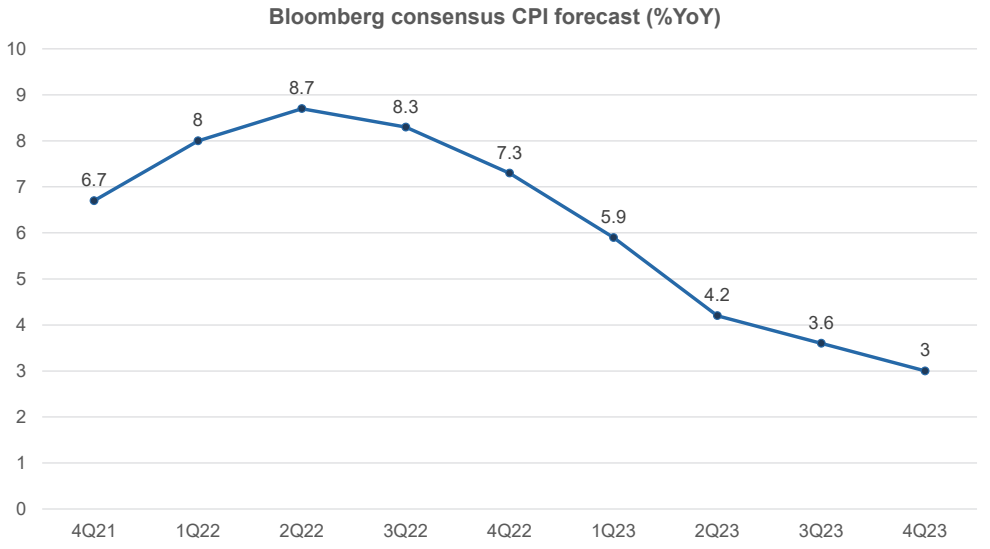
ที่มา: St.Louis Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 3: ค่าเช่าที่อยู่อาศัยอาจยังโตสูงกว่า 4-5% ในสิ้นปีหน้า



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

แผนภาพที่ 4: เงินเฟ้อ (CPI) ในปีหน้า อาจอยู่สูงกว่า 3% ที่ตลาดคาดการณ์



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

นโยบายการเงินอาจโน้มเอียงไปทางเข้มงวดกว่าที่คาด จากบทเรียนในช่วงปี 70s

อัตราเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นสูงในปัจจุบัน ซึ่งถูกผลักดันด้านอุปทานจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่เพิ่มขึ้นสูง ตามผลกระทบของมาตรการ Lockdown และอุปสงค์จากมาตรการบรรเทาผลกระทบทางการคลัง ดูจะเป็นเหตุการณ์ซ้ำรอยกับภาวะเงินเฟ้อสูงครั้งใหญ่ (The Great Inflation) ในช่วงปี 1970s

โดยในเวลานั้น อัตราเงินเฟ้อถูกผลักดันจากปัจจัยที่คล้ายกัน จากวิกฤติน้ำมันซึ่งกลุ่มประเทศอาหรับร่วมกันไม่ส่งออกน้ำมันให้กับชาติตะวันตก รวมถึงสหรัฐฯ ประกอบกับนโยบายสนับสนุนความเท่าเทียมกันในสังคมของปธน. Johnson ทำให้อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นสูง

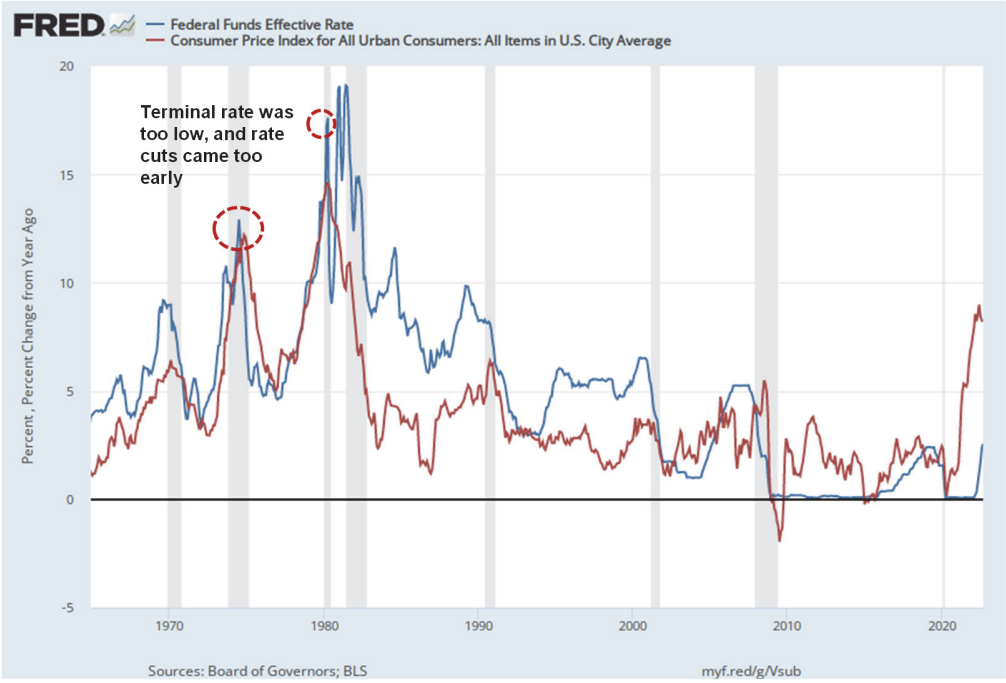
ด้านนโยบายการเงิน ในช่วงต้นปี 1970s Fed พยายามควบคุมสมดุล 2 ด้าน ไม่ให้ทั้งอัตราเงินเฟ้อ และอัตราว่างงานเพิ่มขึ้นสูงเกินไป โดยปรับขึ้นดอกเบี้ย เพื่อกดเงินเฟ้อลง แต่ก็รีบปรับลดดอกเบี้ยลง เมื่ออัตราว่างงานเพิ่มขึ้น ซึ่งดูจะเป็นวิธีที่ไม่มีประสิทธิภาพ ส่งผลให้ในช่วงต้นปี 1980s อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นสูงเป็น 14% เช่นเดียวกับอัตราว่างงานที่เพิ่มขึ้นสูงกว่า 7% และ

ทำให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ถึง 4 ครั้ง ในระยะเวลา 10 ปีนั้น

The Great Inflation จบลงในปี 1983 หลังการขึ้นรับตำแหน่งประธาน Fed ของนาย Paul Volcker ซึ่งเปลี่ยนแนวทางด้านนโยบายการเงิน เน้นการควบคุมเงินเฟ้อเป็นสำคัญ โดยปรับขึ้นดอกเบี้ย พร้อมกับควบคุมปริมาณเงินในระบบ (Reserve and money growth) ผลคือทำให้อัตราว่างงานเพิ่มขึ้นแรงอีกครั้ง แต่ก็ทำให้อัตราเงินเฟ้อลดลงต่อเนื่องได้สำเร็จ

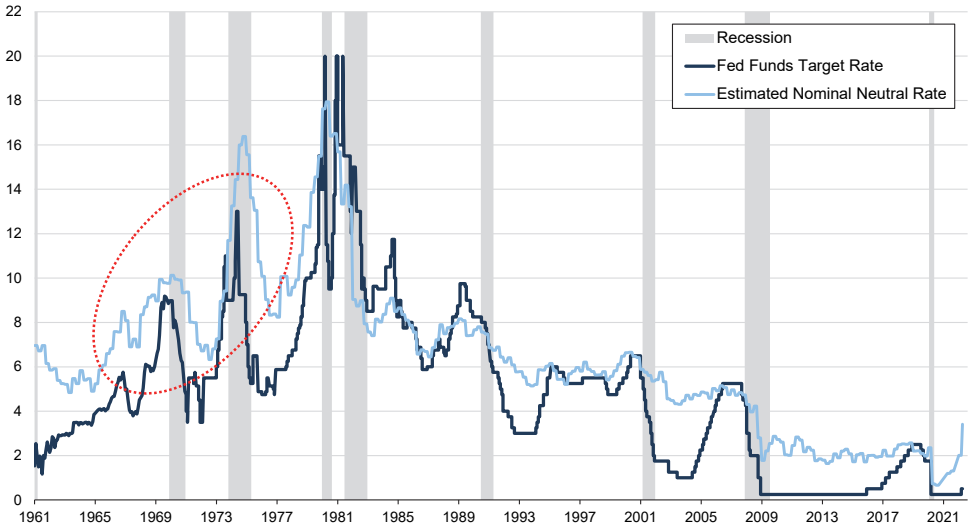
Fed น่าจะได้รับบทเรียนจากความผิดพลาดดังกล่าว และหลีกเลี่ยงการกลับมาผ่อนคลายนโยบายการเงินเร็วเกินไป ทำให้ Fed อาจปรับขึ้นดอกเบี้ย (Terminal rate) สู่ระดับ 5% เป็นอย่างน้อย หรือสูงกว่าอัตราเงินเฟ้อในช่วงต้นปีหน้า และคงดอกเบี้ยที่ระดับนั้นจนถึงช่วงสิ้นปี 2023 เป็นอย่างน้อย เพื่อที่จะมั่นใจว่าจะสามารถกดเงินเฟ้อให้ลดลงเข้าสู่เป้าหมายที่ 2% ได้สำเร็จ

แผนภาพที่ 5: Fed น่าจะได้รับบทเรียนจากช่วงปี 70s และโน้มเอียงนโยบายไปทางเข้มงวด



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

แผนภาพที่ 6: การปรับขึ้นดอกเบี้ยไม่เพียงพอในช่วงปี 70s ทำให้เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น และส่งผลให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะ Recession ในเวลาต่อๆ กัน



*Estimated Nominal Neutral Rate calculated by using terminal expected Fed funds rate (for data 3Q20-2Q22), using natural rate of interest (r-star) from New York Fed plus 3-year inflation expectation from Cleveland Fed (for data between 1982 and 2Q20) and r-star plus CPI (for data prior to 1982)

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

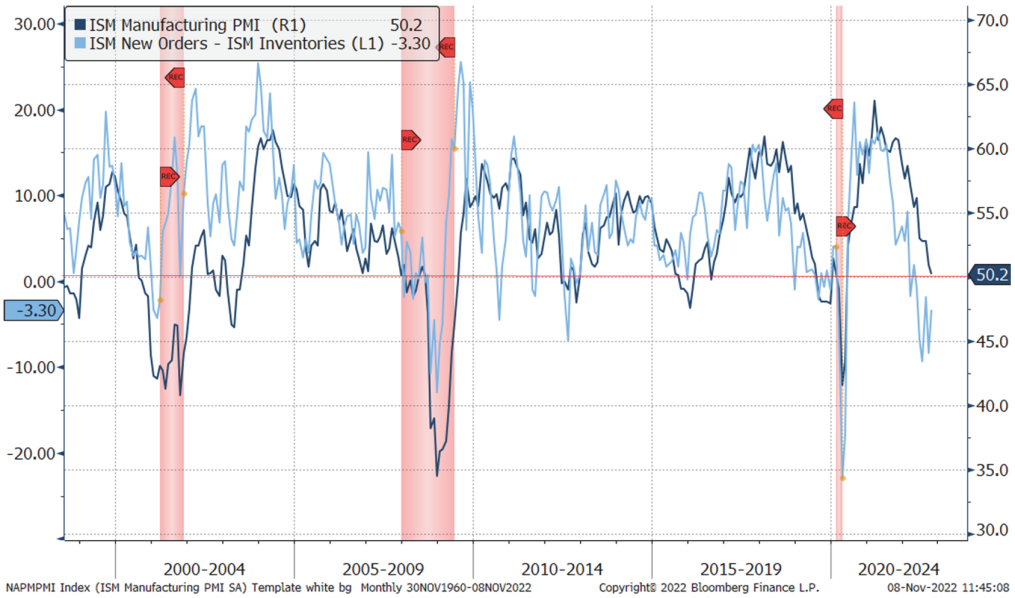
ตลาดมองคาดการณ์กำไรปี 2023 โตดี ไม่สอดคล้องกับแนวโน้มเศรษฐกิจ

การใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นในช่วงที่ผ่านมา เริ่มส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ สะท้อนให้เห็นในดัชนีชี้วัดภาคการผลิต ISM Manufacturing ซึ่งลดลงสู่ระดับ 50.2 จุด ในเดือน ต.ค. ดัชนี ISM Manufacturing เป็นผลสำรวจผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตรายเดือน ซึ่งสามารถสะท้อนภาวะเศรษฐกิจได้ดี และเป็นดัชนีชี้นำการเติบโตของกำไรบริษัทที่ค่อนข้างแม่นยำ โดยหากดัชนีอยู่สูงกว่า 50 จุด จะสะท้อนภาวะเศรษฐกิจขยายตัว ในทางกลับกันหากต่ำกว่า 50 จุด จะสะท้อนภาวะเศรษฐกิจหดตัว

ดัชนี ISM Manufacturing ที่ลดลงสู่ระดับ 50.2 จุด สะท้อนเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงแล้ว ซึ่งในระยะข้างหน้ามีแนวโน้มที่จะเข้าเกณฑ์หดตัว เนื่องจากส่วนต่างระหว่างดัชนีคำสั่งซื้อใหม่ (ISM Manufacturing: New Orders) และดัชนีสินค้าคงคลัง (ISM Manufacturing: Inventories) ซึ่งสะท้อนปริมาณสินค้ารอผลิต ลดลงมาติดลบ ใกล้เคียงระดับที่เกิด Recession ในอดีต และชี้ว่าดัชนี ISM Manufacturing น่าจะลดลงมาเข้าเกณฑ์หดตัวที่ระดับ 45 จุด ในระยะข้างหน้า

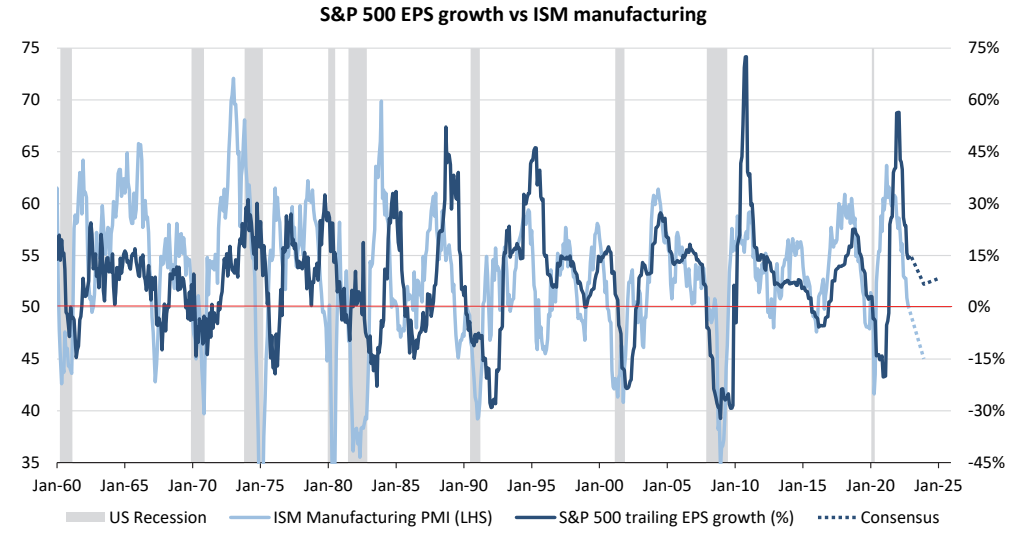
อย่างไรก็ดี Consensus ในปัจจุบันคาดว่ากำไรของบริษัทจดทะเบียนใน S&P500 ปี 2023 จะโตถึง +7% ไม่สอดคล้องกับดัชนี ISM Manufacturing ที่ระดับ 50.2 จุด ในปัจจุบัน ที่ชี้ว่ากำไรน่าจะไม่โต และอาจหดตัวในระยะข้างหน้า ทำให้เรามองว่าคาดการณ์กำไรอาจถูกปรับลดเพิ่มเติมอีก 10-15% เป็นอย่างน้อย

แผนภาพที่ 7: ดัชนีชี้นำ ISM Manufacturing ลดลงสู่ระดับ Recession ในอดีต



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

แผนภาพที่ 8: ตลาดคาดการณ์กำไรปี 2023 โต 7% ไม่สอดคล้องกับดัชนี ISM Manufacturing



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

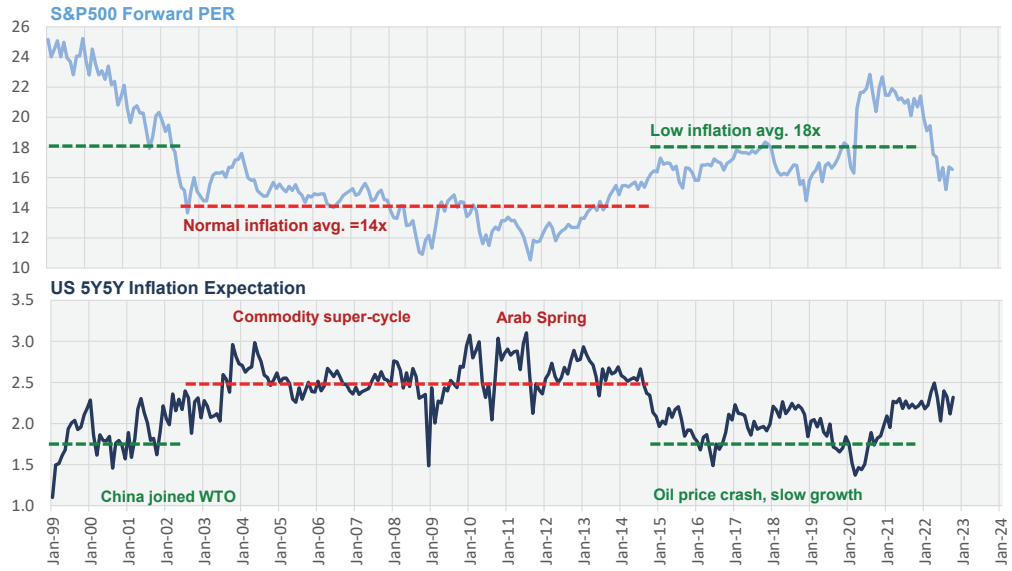
นอกจากนี้ เมื่อพิจารณา Valuation ค่า Forward P/E ของ S&P500 ก็อยู่ในระดับที่แพง เมื่อเทียบกับภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบันที่เงินเฟ้อสูง ดอกเบี้ยสูง

โดยในช่วงเกือบ 10 ปีที่ผ่านมา อัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับต่ำ (คาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคต 5Y5Y Inflation Expectation อยู่ที่ระดับราว 1.7-1.8% ต่ำกว่าเป้าหมายที่ 2%) เปิดทางให้ Fed ใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลาย ซึ่งเป็นปัจจัยบวกต่อตลาดหุ้น หนุนให้ค่า Forward P/E เทรดในระดับที่สูงถึง 18 เท่า

ต่างกับช่วงที่เงินเฟ้อสูง ในระหว่างปี 2003-2015 คาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคต (5Y5Y Inflation Expectation) อยู่ที่ระดับสูงราว 2.5% ทำให้ Fed จำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น เพื่อกดเงินเฟ้อลง ส่งผลให้ค่า Forward P/E ของ S&P500 ลดลงมาเทรดที่ระดับ 14-15 เท่า

ปัจจุบัน Forward P/E เทรดอยู่ที่ระดับ 17 เท่า ใกล้เคียงภาวะเงินเฟ้อต่ำ ไม่สอดคล้องกับเงินเฟ้อที่สูง และนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นมาก ทำให้เรามองว่า Valuation ในปัจจุบัน อยู่ในระดับที่แพงเกินไป และอาจปรับลดลง 10-15% สู่ระดับ 14-15 เท่าในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 9: ค่า P/E ของ S&P500 ที่เหมาะสมในภาวะเงินเฟ้อสูงอยู่ที่ 14-15 เท่า ต่ำกว่าปัจจุบันที่ 17 เท่า



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

พันธบัตรให้ผลตอบแทนสูงกว่าหุ้นในภาวะ Recession

ปีนี้ เป็นปีที่ตลาดหุ้นเจอศึกหนัก จากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น ทั้งการลดขนาดงบดุล (QT) และการเร่งปรับขึ้นดอกเบี้ย แต่ผลของการปรับนโยบายเพิ่งเริ่มต้นขึ้นเท่านั้น

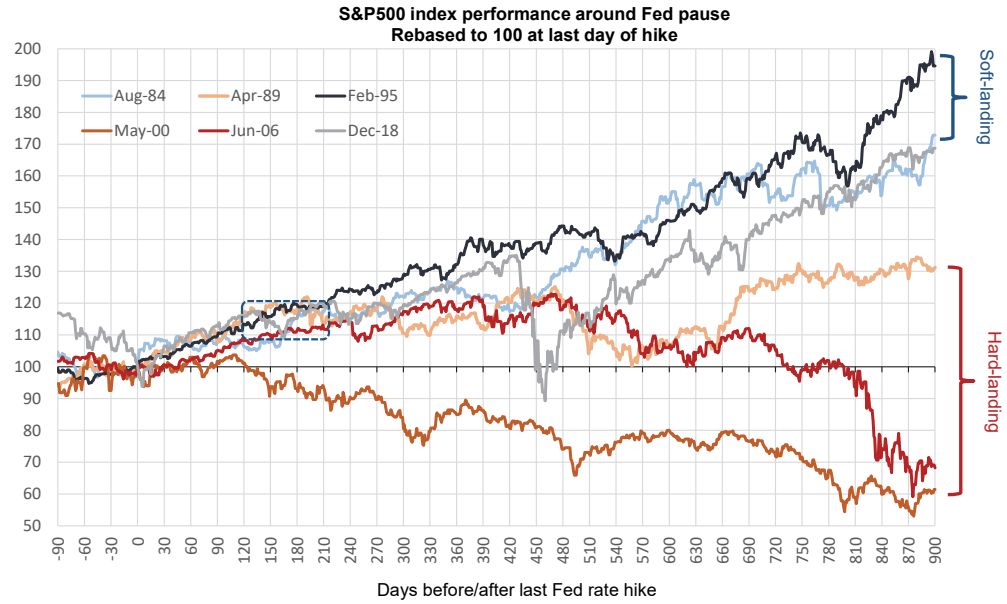
ตามวัฏจักรเศรษฐกิจ สินทรัพย์ทางการเงิน เช่น ตลาดหุ้น และพันธบัตร จะมีการตอบรับต่อนโยบายการเงินก่อนดัชนีชี้วัดทางเศรษฐกิจ ซึ่งในช่วงที่ผ่านมาเพิ่งจะเริ่มชะลอตัวลง ทำให้การปรับลดลงของตลาดหุ้นนับตั้งแต่ต้นปี อาจเป็นเพียงการตอบรับต่อนโยบายที่เข้มงวดขึ้น และยังไม่ได้เป็นการตอบรับที่มากพอต่อผลของเศรษฐกิจที่กำลังเกิดขึ้น

หากพิจารณาช่วงเวลาที่เศรษฐกิจน่าจะแสดงผลกระทบจากการปรับขึ้นดอกเบี้ย โดยใช้วันที่ Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย พบว่าตลาดหุ้นมักจะตอบสนองต่อผลกระทบของเศรษฐกิจราว 6 เดือนหลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย โดยในช่วง 6 เดือนแรก ตลาดหุ้นมักจะปรับตัวขึ้นราว 10-20% ก่อนจะมีการเคลื่อนไหวที่แตกต่างกันขึ้นอยู่กับพัฒนาการทางเศรษฐกิจ

โดยหากผลกระทบต่อเศรษฐกิจไม่รุนแรง เป็นเพียงการชะลอตัวลง โดยไม่เข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) หรือที่เรียกว่า Soft-landing ตลาดหุ้นมักจะปรับขึ้นต่อเนื่อง แต่หากส่งผลรุนแรง ทำให้เศรษฐกิจเข้าสู่ Recession เป็น Hard-landing ตลาดหุ้นก็มักจะปรับลดลงต่อยาว

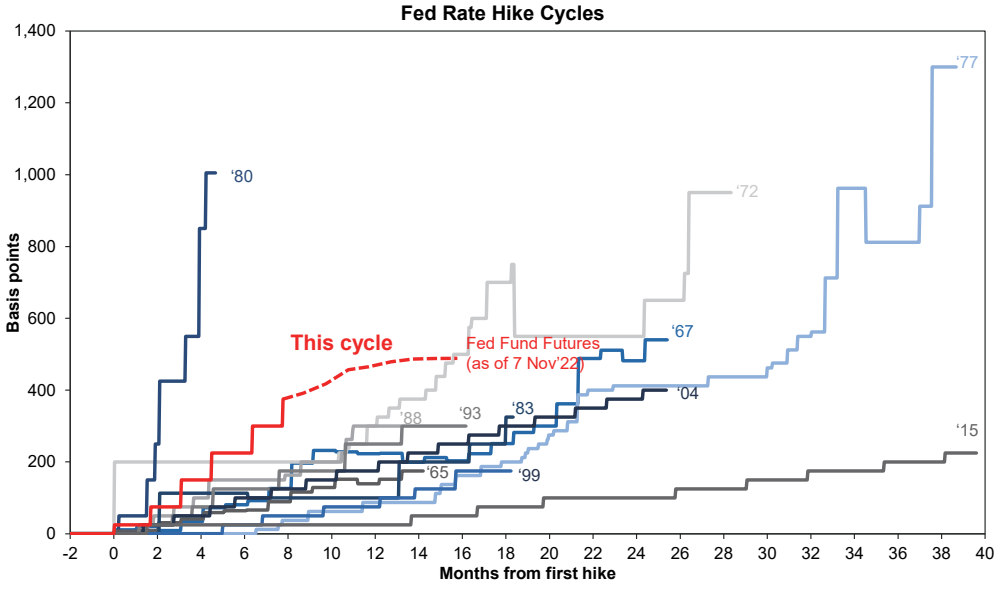
การปรับขึ้นดอกเบี้ยในรอบนี้ ถูกปรับขึ้นด้วยอัตราที่มากในระยะเวลาที่สั้น เพื่อกดเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นสูงสุดในรอบ 40 ปี ทำให้มีความเป็นไปได้สูงที่ผลกระทบต่อเศรษฐกิจจะรุนแรงและตัวเลขเศรษฐกิจจะทยอยออกมาแย่ลง ซึ่งจะกดดันตลาดหุ้นต่อเนื่องในปีหน้า

แผนภาพที่ 10: ตลาดหุ้นมักจะปรับเพิ่มขึ้น 10-20% ในช่วง 6 เดือน หลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย แต่หลังจากนั้นขึ้นอยู่กับพัฒนาการทางเศรษฐกิจ



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

แผนภาพที่ 11: ตลาดคาด Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ย 500bps ในระยะเวลา 10 เดือน เร็วสุดตั้งแต่การขึ้นดอกเบี้ยในปี 1980



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

แผนภาพที่ 12: การปรับขึ้นดอกเบี้ยอย่างรวดเร็ว เป็นความเสี่ยงให้เศรษฐกิจเข้าสู่ Recession

Tightening period		Fed Funds Rate				Nominal neutral rate**	Avg. CPI (%YoY)	Real GDP drop	Recession length (months)
		Begin	End	Chg.	Pace (bps/mo.)				
30-Sep-65	**30-Nov-66**	**4.01**	**5.76**	**175**	**12**	**8.50**	**2.65**	**Soft landing**	**0**
31-Jul-67	31-Aug-69	3.79	9.19	540	21	7.12	4.20	-0.60%	11
29-Feb-72	31-Jul-74	3.29	12.92	963	33	11.85	6.00	-2.70%	16
31-Jan-77	30-Apr-80	4.61	17.61	1,300	33	16.54	8.99	-2.20%	6
31-Jul-80	31-Jan-81	9.03	19.08	1,005	164	14.13	12.68	-2.10%	16
28-Feb-83	**31-Aug-84**	**8.51**	**11.64**	**313**	**17**	**9.10**	**3.66**	**Soft landing**	**0**
31-Mar-88	30-Apr-89	6.58	9.84	326	25	7.82	4.29	-1.40%	8
31-Dec-93	**30-Apr-95**	**2.96**	**6.05**	**309**	**19**	**6.00**	**2.65**	**Soft landing**	**0**
31-Jan-99	31-Jul-00	4.63	6.54	191	10	6.00	2.60	-0.10%	8
30-Jun-04	31-Jul-06	1.03	5.24	421	17	5.85	3.41	-3.80%	18
31-Oct-15	31-Jan-19	0.12	2.40	228	6	2.57	1.88	-10.10%	2
31-Mar-22	1-Feb-23*	0.12	5.13	500	50	3.30	6.00	?	?

*ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU); *according to Fed Funds futures, **Fed estimate of real neutral rate + CPI inflation*

ถึงแม้ในระยะสั้น ตลาดหุ้นอาจปรับเพิ่มขึ้นหลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย แต่ความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะ Recession ในระยะต่อไป ทำให้ผลตอบแทนที่จะได้จากหุ้นในระยะสั้น อาจไม่คุ้มค่ากับความเสี่ยงในระยะกลาง-ยาว และอาจไม่ใช่สินทรัพย์ที่น่าลงทุนที่สุด

จากการศึกษาผลตอบแทนในช่วง 6 เดือนก่อนและหลัง Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย พบว่าหากเศรษฐกิจเกิด Recession / Hard-landing หุ้นมักจะให้ผลตอบแทนผันผวน โดยติดลบในช่วง 6 เดือน ก่อนที่ Fed จะขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย และให้ผลตอบแทนเป็นบวกราว 2-8% หลัง Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย ในขณะที่พันธบัตรมักจะให้ผลตอบแทนเป็นบวกสม่ำเสมอราว 2-6% ตลอดช่วง 6 เดือนก่อนและหลัง Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย

ในภาวะที่เศรษฐกิจมีความเสี่ยงเข้าสู่ Recession ผลตอบแทนจากการลงทุนมีความไม่แน่นอนสูง กลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสม อาจไม่ใช่การแสวงหาผลตอบแทนที่สูงเพียงอย่างเดียว แต่เป็นการรักษาเงินต้นให้คงอยู่ ทำให้สินทรัพย์ที่มีโอกาสให้ผลตอบแทนสม่ำเสมอ อย่างพันธบัตรมีความน่าสนใจลงทุนมากกว่าหุ้นในปีหน้า

แผนภาพที่ 13: พันธบัตรมักจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าหุ้นในภาวะ Recession

S&P500 index vs US10Y bond price return* around Fed pause

Last rate hike		Months before/after rate hike					
		-6M	-3M	-1M	+1M	+3M	+6M
Aug-84	S&P500	4.4%	4.6%	-0.6%	8.2%	8.3%	15.1%
	10Y bond	**10.5%**	0.0%	-8.2%	0.7%	**9.7%**	14.9%
Apr-89 (hard-landing)	S&P500	-8.0%	0.9%	-1.7%	4.8%	7.8%	18.2%
	10Y bond	**3.7%**	**2.5%**	**-0.2%**	1.2%	**10.2%**	8.5%
Feb-95	S&P500	-2.8%	-0.5%	-2.4%	3.2%	9.5%	19.5%
	10Y bond	**3.3%**	-2.5%	-1.5%	2.7%	5.4%	10.5%
May-00 (hard-landing)	S&P500	-2.8%	-5.3%	-7.5%	0.9%	1.7%	-6.8%
	10Y bond	**3.2%**	**-1.0%**	**4.9%**	**3.2%**	**5.6%**	**5.4%**
Jun-06 (hard-landing)	S&P500	-1.9%	1.7%	-1.0%	0.4%	2.3%	11.3%
	10Y bond	**6.8%**	**2.9%**	**1.0%**	**1.7%**	**3.4%**	5.1%
Dec-18	S&P500	9.9%	16.9%	7.3%	6.5%	13.0%	15.3%
	10Y bond	-1.2%	-2.6%	-2.6%	-0.2%	1.2%	5.6%
Avg. soft-landing	S&P500	3.8%	7.0%	1.5%	6.0%	10.2%	16.6%
	10Y bond	**4.2%**	-1.7%	-4.1%	1.1%	5.5%	10.3%
Avg. hard-landing	S&P500	-4.2%	-0.9%	-3.4%	2.0%	4.0%	7.6%
	10Y bond	**4.6%**	**1.5%**	**1.9%**	**2.1%**	**6.4%**	6.3%

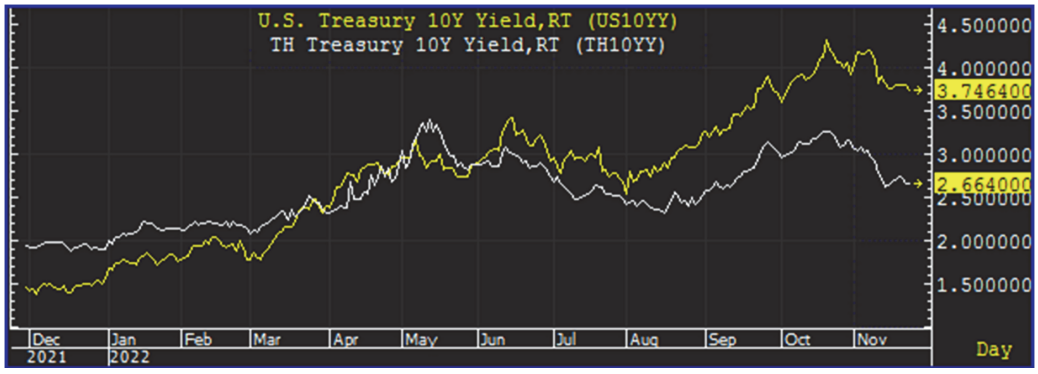
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU); assume 8.5-year duration and excludes interest rate

ตลาดตราสารหนี้

ผลตอบแทนพันธบัตร 10 ปีของไทยปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ราว 2.66% ตาม Bond yield สหรัฐฯ ที่ลดลงมาอยู่ที่ 3.8% หลังตัวเลขเงินเฟ้อออกมาต่ำกว่าคาด และทำให้ตลาดเริ่มคาดว่า Fed จะกลับมาลดดอกเบี้ยในช่วงปลายปีหน้า เรามอง Bond yield ลดลงมาเร็วเกินไปในช่วงที่ผ่านมา และยังคาดว่า Bond yield สหรัฐฯ จะกลับขึ้นไปอยู่ที่ 4% ปลายปีนี้ ก่อนจะทยอยลดลงมาอยู่ที่ 3.8% ปลายปีหน้า

ผลตอบแทนพันธบัตร 10 ปีของไทยปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ราว 2.66% ตาม Bond yield สหรัฐฯ ที่ลดลงมาอยู่ที่ 3.8% หลังตัวเลขเงินเฟ้อออกมาต่ำกว่าคาด และเริ่มคาดว่า Fed จะกลับมาลดดอกเบี้ยในช่วงปลายปีหน้า

แผนภาพที่ 14: ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวอายุ 10 ปีของไทยปรับตัวขึ้นลดลงในช่วงเดือนที่ผ่านมาตามพันธบัตรสหรัฐฯ



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

แผนภาพที่ 15: ตลาดคาด Fed จะกลับมาลดดอกเบี้ยปลายปีหน้า

MEETING PROBABILITIES

MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
12/14/2022	0.0%	0.0%	71.1%	28.9%	0.0%	0.0%			
2/1/2023	0.0%	0.0%	0.0%	26.8%	55.2%	18.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3/22/2023	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	32.6%	47.6%	14.4%	0.0%	0.0%
5/3/2023	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	22.7%	42.1%	26.5%	5.2%	0.0%
6/14/2023	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	22.2%	41.6%	26.9%	5.8%	0.1%
7/26/2023	0.0%	0.0%	0.5%	6.4%	25.3%	39.3%	23.5%	4.9%	0.1%
9/20/2023	0.0%	0.2%	2.2%	11.7%	29.2%	34.8%	18.3%	3.5%	0.1%
11/1/2023	0.1%	1.2%	7.0%	20.6%	32.1%	26.4%	10.8%	1.8%	0.0%
12/13/2023	0.8%	5.1%	16.1%	28.3%	28.3%	15.9%	4.7%	0.6%	0.0%

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

เรามอง Bond yield ลดลงมาเร็วเกินไปในช่วงที่ผ่านมา และยังคาดว่า Bond yield สหรัฐฯ จะกลับขึ้นไปอยู่ที่ 4% ปลายปีนี้ ก่อนจะทยอยลดลงมาอยู่ที่ 3.8% ปลายปีหน้า

เราคาด Bond yield สหรัฐฯ จะกลับขึ้นไปอยู่ที่ 4% ปลายปีนี้ ก่อนจะทยอยลดลงมาอยู่ที่ 3.8% ปลายปีหน้า โดยใช้สมมติฐานดังนี้

1. Fed ขึ้นดอกเบี้ยไปสูงสุดที่ 5.25% (Terminal rate) ต้นปีหน้า และ
2. คงดอกเบี้ยที่ 5.25% ไปจนถึงปี 2024
3. ทยอยลดดอกเบี้ยลงสู่ระดับ “ปกติ” (Long run neutral rate) ที่ 2.5% ในปี 2025
4. ทำ QT ที่อัตรา 95bn ต่อเดือนต่อเนื่องไปถึงปลายปี 2024

ในขณะที่ผลตอบแทนพันธบัตรไทย คาดจะเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 3.5% ณ สิ้นปีนี้ ซึ่งจะทำให้ส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนพันธบัตร ไทย-สหรัฐฯ ลดลงจาก -108bps ในปัจจุบัน ไปอยู่ที่ราว -50bps

แผนภาพที่ 16: เราคาดส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนพันธบัตร ไทย-สหรัฐฯ จะลดลงจาก -108bps ในปัจจุบัน ไปอยู่ที่ราว -50bps ปลายปีนี้



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

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เรามองราคาทองคำน่าจะกลับมามีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อจากนี้ จากความเสี่ยงภาวะ Recession และความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ ประกอบกับราคาที่ลดลงเข้าใกล้ระดับราคาขายหน้าเหมืองทองคำ ซึ่งน่าจะทำให้ราคาทองคำปรับลดลงได้จำกัดในระยะข้างหน้า สำหรับราคาน้ำมัน เรามองว่าราคาน้ำมัน (WTI) มีความเสี่ยงด้านต่ำของราคาที่จำกัด (Limited downside risk) จากอุปทานที่คาดลดลงจากการปรับลดกำลังการผลิตของกลุ่ม OPEC+ ประกอบกับมาตรการคว่ำบาตรการนำเข้าน้ำมันดิบเพิ่มเติมจากรัสเซียของกลุ่มประเทศยุโรป ในขณะที่ความช่วยเหลือพิเศษจากคลังสำรองน้ำมันดิบเชิงยุทธศาสตร์ของสหรัฐฯ (US SPR) ทำได้อย่างจำกัดมากขึ้น ราคาน้ำมันดิบจึงมีแนวโน้มเคลื่อนไหวในกรอบราคา 90 - 100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงท้ายของปี

ราคาทองคำ

ราคาทองคำฟื้นตัวขึ้นแรง หลังตัวเลขเงินเฟ้อออกมาต่ำกว่าคาด

ราคาทองคำในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมาฟื้นตัวขึ้นแรงเกือบ 10% หลังอัตราเงินเฟ้อ (CPI) เดือน ต.ค. ของสหรัฐฯ ลดลงต่ำกว่าที่ตลาดคาด สะท้อนถึงแนวโน้มเงินเฟ้อที่น่าจะลดลงได้ต่อเนื่องในระยะข้างหน้า ทำให้ตลาดมอง Fed จะสามารถเริ่มต้นปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตราที่ช้าลงในเดือน ธ.ค. ตามที่ส่งสัญญาณ ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (Real yield) ลดลงมาอยู่ที่ระดับ 1.3% จากกว่า 1.7% ซึ่งเป็นระดับสูงสุดตั้งแต่ปี 2009 และหนุนให้ราคาทองคำปรับเพิ่มขึ้น

แผนภาพที่ 17: ราคาทองคำฟื้นตัวขึ้นแรง หลังตัวเลขเงินเฟ้อออกมาต่ำกว่าคาด



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

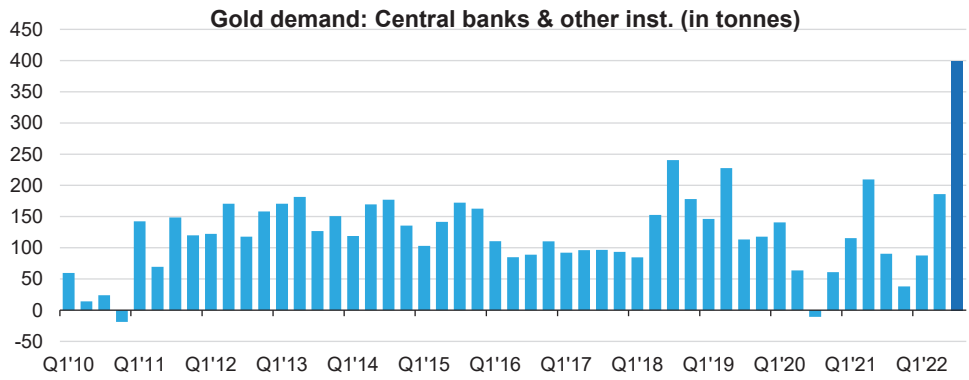
ธนาคารกลางเข้าซื้อทองคำในไตรมาส 3 มากสุดเป็นประวัติการณ์

สภาทองคำโลก (World Gold Council) รายงานอุปสงค์ทองคำในไตรมาส 3 เพิ่มขึ้น 28% เทียบกับไตรมาสเดียวกันในปีก่อน โดยมาจากการเข้าซื้อของธนาคารกลางเป็นสำคัญ ด้วยจำนวนที่มากถึง 400 ตัน ซึ่งนับเป็นการเข้าซื้อที่มากสุดตั้งแต่มีการเก็บข้อมูลในปี 2000 และมากกว่าเกือบ 2 เท่าของปริมาณสูงสุดเดิมที่ 241 ตัน ในไตรมาส 3 ปี 2018

โดยธนาคารกลางที่เข้าซื้อทองคำส่วนใหญ่เป็นประเทศกำลังพัฒนา นำโดยตุรกีที่ซื้อไป 31 ตัน ตามด้วยอุซเบกิสถาน (26 ตัน) อินเดีย (18 ตัน) และกาตาร์ (15 ตัน) ซึ่งสอดคล้องกับในอดีต ช่วงที่เศรษฐกิจภายในประเทศอ่อนแอ หรือมีความเสี่ยงต่อความมั่นคงของประเทศ ตามที่เราได้ทำการศึกษาในเดือนก่อน (อ่านรายละเอียดเพิ่มเติมใน TIPS ฉบับเดือน พ.ย. ในส่วนทองคำ)

การเข้าซื้อของธนาคารกลางดังกล่าว คิดเป็นสัดส่วนกว่า 30% ของอุปสงค์ทองคำในไตรมาส 3 ที่ 1,180 ตัน สูงกว่าสัดส่วนเฉลี่ยในอดีตที่ประมาณ 10% เป็นอย่างมาก ด้วยเศรษฐกิจโลกที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง มีความเสี่ยงเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ในระยะข้างหน้า ทำให้ธนาคารกลางน่าจะยังคงเข้าซื้อทองคำเพิ่มเติม และเมื่อประกอบกับ 1) ความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical risk) และ 2) ระดับราคาขายหน้าเหมืองทองคำ (All-in-sustaining costs + Average spread) ที่เราประเมินอยู่ที่ระดับ 1,570 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ (อ่านรายละเอียดเพิ่มเติมได้ใน TIPS ฉบับเดือน ส.ค.) ซึ่งราคาทองคำได้ลงไปทดสอบแนวรับใกล้เคียงกันที่ระดับ 1,600 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ในช่วงเดือน ก.ย. ถึง ต.ค. และฟื้นขึ้นมาแล้ว ทำให้เรามองว่าราคาทองคำน่าจะกลับมามีแนวโน้มเพิ่มขึ้นได้ต่อจากนี้

แผนภาพที่ 18: ธนาคารกลางเข้าซื้อทองคำในไตรมาส 3 มากสุดเป็นประวัติการณ์



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

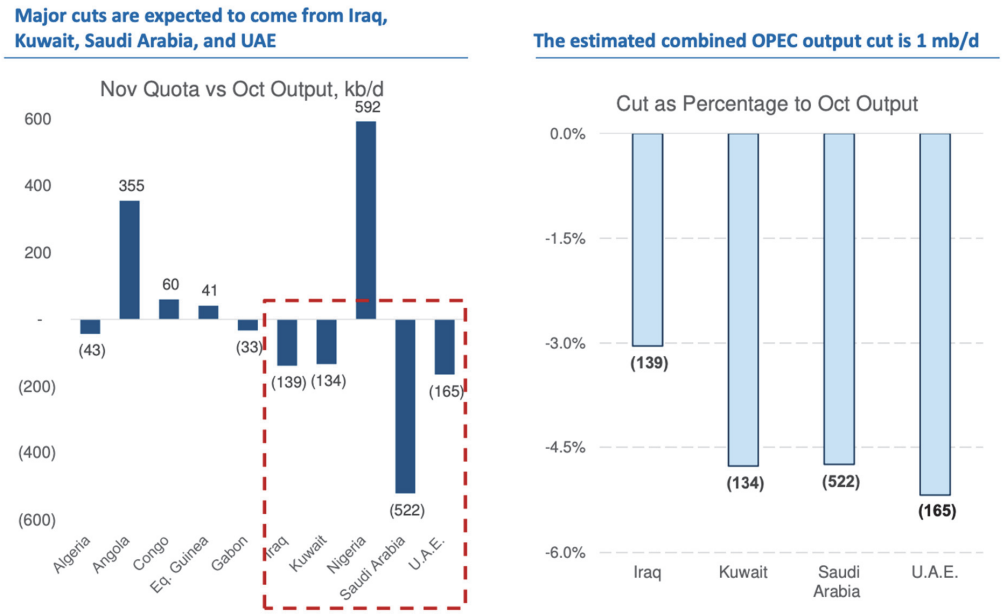
เรายังคงมุมมองน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) มีความเสี่ยงด้านต่ำของราคาที่จำกัด (Limited downside risk) จากอุปทานที่คาดลดลงจากการปรับลดกำลังการผลิตของกลุ่ม OPEC+ ตามโควต้าของเดือน พ.ย. นี้ ประกอบกับมาตรการคว่ำบาตรการนำเข้าน้ำมันดิบเพิ่มเติมจากรัสเซียของกลุ่มประเทศยุโรป ในขณะที่ความช่วยเหลือพิเศษจากการระบายน้ำมันดิบจากคลังสำรองน้ำมันดิบเชิงยุทธศาสตร์ของสหรัฐฯ (US SPR) ทำได้อย่างจำกัดมากขึ้น ราคาน้ำมันดิบจึงมีแนวโน้มเคลื่อนไหวในกรอบราคา 90 - 100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ในช่วงท้ายของปี

อัตราการผลิตน้ำมันดิบของกลุ่ม OPEC คาดจะลดลงราว 1 ล้านบาร์เรลต่อวันเริ่มตั้งแต่เดือน พ.ย. นี้

รายงานประจำเดือน พ.ย. ของ OPEC (Monthly Oil Market Report) รายงานกำลังผลิตของกลุ่มสมาชิกทั้ง 13 ประเทศรวมกันประมาณ 29.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในเดือน ต.ค. ที่ผ่านมา หรือคิดเป็นการลดลงราว -0.2 ล้านบาร์เรลต่อวันจากเดือน ก.ย. ซึ่งมากกว่าการปรับลดลงของโควต้าที่ทางกลุ่มตกลงปรับลดลงกันไว้ก่อนหน้าเพียง -0.1 ล้านบาร์เรลต่อวันสำหรับเดือน ต.ค. อย่างไรก็ดี การผลิตน้ำมันดิบของกลุ่ม OPEC ในเดือน พ.ย. มีแนวโน้มจะลดลงอีกอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากโควต้าการผลิตของเดือน พ.ย. ถูกปรับลดลงอีกสูงถึง -2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในการประชุม OPEC+ ในเดือน ต.ค.

หากนำอัตราการผลิตน้ำมันดิบจริง (Actual output) ของเดือน ต.ค. มาเทียบกับโควต้าการผลิตเดือน พ.ย. จะพบว่ากำลังการผลิตอาจลดลงได้จริงต่ำกว่าตัวเลขโควต้า เนื่องจากประเทศสมาชิกหลายประเทศยังคงไม่สามารถผลิตน้ำมันดิบได้ตามเป้าหมาย โดยเราคาดว่าประเทศที่จะต้องปรับลดการผลิตจริงลงในเดือน พ.ย. ตามข้อตกลงร่วมกันของกลุ่ม โดยหลักแล้วประกอบด้วย อิรัก คูเวต ซาอุดีอาระเบีย และสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ ซึ่งจะต้องลดอัตราการผลิตลงคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 3 – 5% ของการผลิตในเดือน ต.ค. และเมื่อรวมกันแล้ว จะส่งผลให้อุปทานน้ำมันโลกลดลงราว -1 ล้านบาร์เรลต่อวัน

แผนภาพที่ 19: การปรับลดอัตราการผลิตน้ำมันดิบของกลุ่มประเทศ OPEC คาดโดยหลักแล้วจะมาจากอิรัก คูเวต ซาอุดีอาระเบีย และสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ ซึ่งรวมกันแล้วจะเป็นการปรับลดการผลิตจริงประมาณ -1 ล้านบาร์เรลต่อวัน



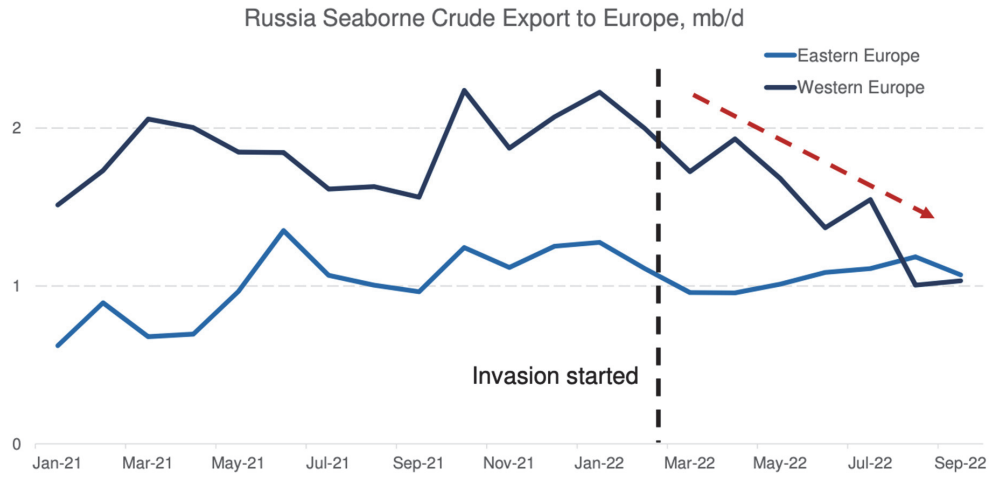
ที่มา: Bloomberg, Rystad, OPEC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ยุโรปคว่ำบาตรรัสเซียเพิ่มเติมตั้งแต่เดือน ธ.ค. นี้ มีแนวโน้มส่งผลเสียต่ออุปทานน้ำมันโลกโดยรวม

กลุ่มประเทศสหภาพยุโรป หรือ European Union มีความตั้งใจจะยกเลิกการนำเข้าน้ำมันดิบรัสเซียผ่านทางการขนส่งทางเรือเดินทะเลโดยสมบูรณ์ตั้งแต่วันที่ 5 ธ.ค. นี้ เพื่อลดทอนรายได้การส่งออกของรัสเซีย ซึ่งนำไปใช้สนับสนุนสงครามระหว่างรัสเซียและยูเครน โดยในช่วงก่อนเกิดความขัดแย้งจนลุกรานเป็นสงคราม ยุโรปมีการนำเข้าน้ำมันดิบจากรัสเซียผ่านการขนส่งทางเรือเดินทะเลราว 3 ล้านบาร์เรลต่อวัน โดยมีสัดส่วนจากยุโรปตะวันตกราว 2 ล้านบาร์เรลต่อวัน และยุโรปตะวันออกอีกประมาณ 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน อย่างไรก็ดี หลังเกิดการบุกรุกเข้าพื้นที่ประเทศยูเครนของกองทัพรัสเซียในเดือน ก.พ. 2022 กลุ่มประเทศยุโรปตะวันตกเช่น สหอาณาจักร ฝรั่งเศส หรือเยอรมนี ที่มีท่าทีต่อต้านการกระทำของรัสเซียชัดเจน ได้ออกมาแสดงถึงจุดยืนต่อต้าน และประกาศมาตรการคว่ำบาตรทางการค้าหลายอย่างต่อรัสเซีย หนึ่งในนั้นคือการพยายามลดการนำเข้าน้ำมันดิบผ่านทางเรือเดินทะเลจากรัสเซีย โดยล่าสุดในเดือน ก.ย. ที่ผ่านมา ข้อมูลเรือขนส่งน้ำมันดิบทางทะเลบ่งชี้ถึงระดับการนำเข้าน้ำมันดิบจากรัสเซียโดยกลุ่มประเทศยุโรปตะวันตก ลดลงมาอยู่ที่ราว 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน คิดเป็นการลดลงกว่ากึ่งหนึ่งในช่วงเวลาประมาณ 6 เดือน

อย่างไรก็ดี มาตรการคว่ำบาตรที่จะทวีความรุนแรงขึ้นในสิ้นปีนี้ มีแนวโน้มส่งผลให้นำเข้าน้ำมันจากรัสเซียของยุโรปมีแนวโน้มลดลงอีก หมายความว่ามีอุปทานน้ำมันอีกราว 1 ล้านบาร์เรลต่อวันที่รัสเซียจำเป็นต้องมองหาประเทศผู้ซื้อรายใหม่ โดยในช่วงที่ผ่านมา รัสเซียได้ย้ายเส้นทางการส่งออกน้ำมันดิบ (Reroute) ออกจากยุโรปไปที่ประเทศจีนและอินเดียเป็นส่วนมาก ในขณะที่ประเทศอื่นหลายประเทศมีข้อจำกัดจากการถูกกดดันจากกลุ่มพันธมิตรประเทศทางตะวันตกที่ต้องการให้มาตรการคว่ำบาตรมีประสิทธิภาพจากการที่กลุ่มประเทศจำนวนมากเข้าร่วม จึงเป็นความเสี่ยงที่หากรัสเซียไม่สามารถหาประเทศคู่ค้าได้ภายในระยะเวลาสั้นๆ อาจส่งผลกระทบไปที่อัตราการผลิตของรัสเซียที่ต้องปรับลดลง

แผนภาพที่ 20: กลุ่มประเทศยุโรปตะวันตก ยังนำเข้าน้ำมันดิบจากรัสเซียราว 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในเดือน ก.ย. ที่ผ่านมา และอาจต้องลดลงทั้งหมดภายในเดือน ธ.ค. เป็นความเสี่ยงที่อาจส่งผลกระทบต่อการผลิตน้ำมันดิบของรัสเซียได้

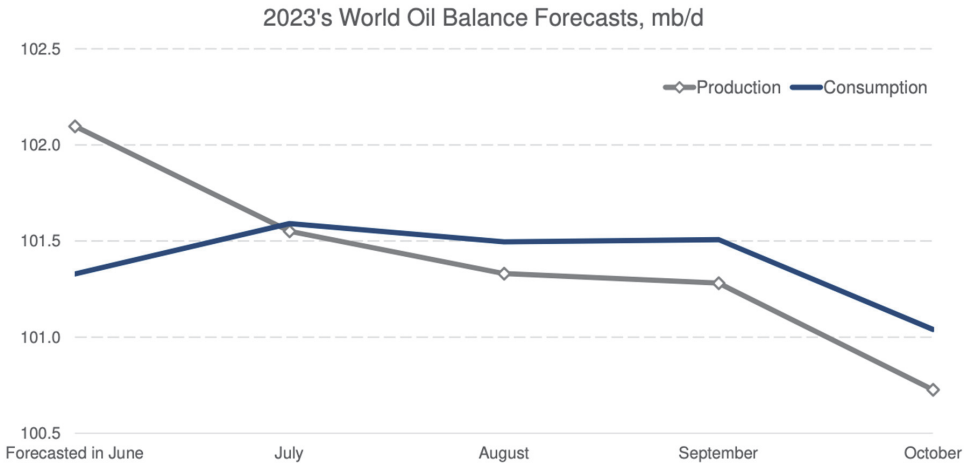


ที่มา: Vessels tracking by Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

คาดการณ์อุปทานน้ำมันโลกสำหรับปี 2023 ถูกปรับลดลงมามากกว่าอุปสงค์

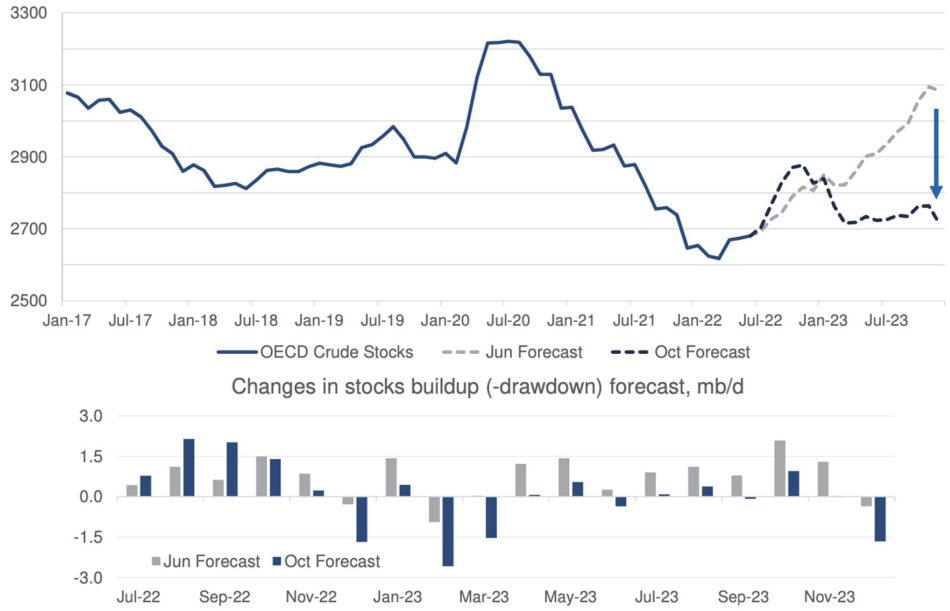
หน่วยงานหลักที่ทำหน้าที่รวบรวมข้อมูลและสถิติ และประมาณการตัวเลขด้านพลังงานของสหรัฐฯ อย่าง Energy Information Administration: EIA ได้ปรับลดตัวเลขคาดการณ์อุปทานน้ำมันดิบโลกสำหรับปี 2023 ลงต่อเนื่องในคาดการณ์รายเดือนตั้งแต่ช่วงประมาณกลางปีเป็นต้นมา จากที่เคยคาดการณ์อุปทานน้ำมันดิบโลกเฉลี่ยสำหรับปี 2023 ที่ 102.1 ล้านบาร์เรลต่อวันในการคาดการณ์เมื่อเดือน มิ.ย. ทว่าการเติบโตของอุปทานหลังจากนั้นกลับช้ากว่าคาด รวมถึงความเสี่ยงที่เพิ่มมาจากการประกาศลดโควต้าการผลิตของกลุ่ม OPEC และมาตรการคว่ำบาตรการนำเข้าน้ำมันดิบจากรัสเซียของยุโรป ส่งผลให้ตัวเลขคาดการณ์ล่าสุดในรายงานเดือน ต.ค. EIA มองอุปทานน้ำมันดิบโลกสำหรับปีหน้าเฉลี่ยลดลงมาอยู่ที่ 100.7 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในขณะที่ฝั่งความต้องการบริโภคแม้จะถูกปรับลงเช่นกันจากแนวโน้มเศรษฐกิจโลกชะลอตัว แต่เป็นการปรับลดลงเพียง -0.3 ล้านบาร์เรลต่อวัน จาก101.3 มาอยู่ที่ 101 ล้านบาร์เรลต่อวัน ทำให้ขณะนี้นักวิเคราะห์ให้น้ำหนักของปีหน้าไปที่ภาวะอุปสงค์ส่วนเกิน (Excess demand) วันละประมาณ 0.3 ล้านบาร์เรล หรือคิดเป็นคลังสำรองน้ำมันที่น่าจะลดลงประมาณ -115 ล้านบาร์เรล

แผนภาพที่ 21: ประมาณการสมดุลน้ำมันโลกในปี 2023 โดย EIA มีการปรับลดคาดการณ์อุปทานลงอย่างต่อเนื่องในหลายเดือนที่ผ่านมา และปัจจุบันคาดโลกจะอยู่ในภาวะอุปสงค์น้ำมันส่วนเกิน (Excess demand) ในปีหน้า



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

แผนภาพที่ 22: คลังน้ำมันดิบของกลุ่มประเทศ OECD คาดจะยังคงปรับลดลงในปีหน้าราว -115 ล้านบาร์เรล จากภาวะอุปสงค์ส่วนเกิน ทำให้ระดับน้ำมันดิบในคลังสำรองจะอยู่ที่ระดับประมาณ 2,700 ล้านบาร์เรล ถือเป็นระดับค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับอดีต



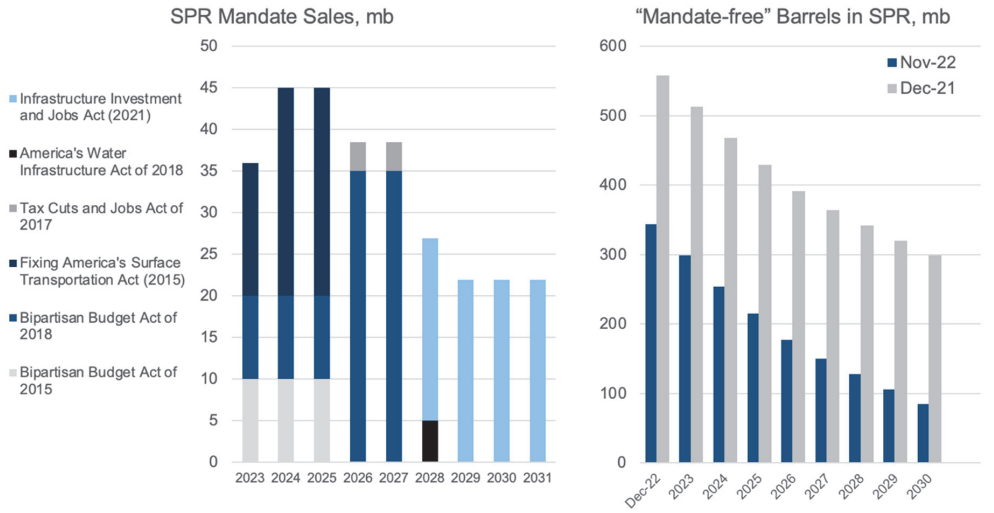
Source: IEA, EIA, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ระดับน้ำมันสำรองในคลัง SPR ที่ต่ำจะกลายเป็นปัจจัยบวกต่อราคาในช่วงปีหน้า

การยื่นมือเข้ามาแทรกแซงตลาดของรัฐบาลสหรัฐฯ ผ่านมาตรการระบายน้ำมันออกจากคลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ หรือ US Strategic Petroleum Reserve: SPR มีส่วนช่วยให้ราคาน้ำมันดิบ WTI ปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง จากช่วงราคา 120 – 130 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลเมื่อช่วงกลางปี ลงมาอยู่ในระดับ 80 – 90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในปัจจุบัน แต่การกดดันราคาให้ลงมาในระยะเวลาอันสั้นก็เป็นเหตุให้กลุ่มผู้ผลิตลงทุนเพิ่มอัตราการผลิตต่ำกว่าคาด จนรัฐบาลสหรัฐฯ ต้องขยายระยะเวลาของมาตรการช่วยเหลือ จากตอนแรกที่มีแผนจะสิ้นสุดลงในเดือน ต.ค. ออกไปอีกจนถึงอย่างน้อยเดือน ธ.ค. เพื่อป้องกันไม่ให้ราคากลับขึ้นไปอยู่ในระดับสูงในช่วงเลือกตั้งกลางเทอมที่ผ่านมา และในขณะเดียวกัน การเร่งระบายน้ำมันออกมาจำนวนมากในช่วงที่ผ่านมาก็เป็นการลดขีดความสามารถของทางภาครัฐในการเข้ามาแทรกแซงตลาดในภายภาคหน้า โดยปัจจุบันปริมาณน้ำมันดิบในคลัง SPR ลดลงมาเหลือน้อยกว่า 400 ล้านบาร์เรล ต่ำกว่าเมื่อต้นปีที่ระดับประมาณ 600 ล้านบาร์เรลค่อนข้างมาก และเป็นระดับน้ำมันดิบคงคลัง SPR ที่ต่ำที่สุดนับตั้งแต่ปี 1984

นอกจากนี้ น้ำมันดิบในคลัง SPR ยังมีส่วนที่ต้องถูกปล่อยออกมาตามพระราชบัญญัติหลายฉบับ ซึ่งเมื่อนำมารวมกันจะคิดเป็นจำนวนราว 20 – 40 ล้านบาร์เรลต่อปี ต่อเนื่องไปจนถึงปี 2030 รัฐบาลจึงมีความจำเป็นต้องรักษาระดับน้ำมันดิบในคลัง SPR ไว้ให้เพียงพอต่อการปฏิบัติตามข้อบังคับนี้ ส่งผลให้จำนวนน้ำมันดิบส่วนที่นำออกมาใช้ได้โดยไม่ติดข้อบังคับด้านกฎหมายอาจเหลือต่ำกว่าระดับน้ำมันดิบคงคลังทั้งหมด นักวิเคราะห์จึงมองความสามารถในการช่วยเหลือตลาดจากรัฐบาลสหรัฐฯ ในระยะข้างหน้ามีอยู่จำกัดมากขึ้น และล่าสุดรัฐบาลสหรัฐฯ ยังได้ประกาศถึงความต้องการซื้อน้ำมันดิบกลับเข้ามาเติม หากราคาน้ำมันดิบ WTI ปรับลงมาที่ราคาประมาณ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ปัจจัย SPR ที่เป็นด้านลบต่อราคาในปีนี้ จึงมีแนวโน้มจะเข้ามาสร้างฐานราคาให้ภายในปีหน้า และพลิกกลับมาเป็นปัจจัยบวกแทน

แผนภาพที่ 23: เมื่อหักลบน้ำมันดิบในคลัง SPR ที่ต้องนำออกมาขายตามระบุไว้ในหลายพระราชบัญญัติของสหรัฐฯ (ภาพซ้าย) จะส่งผลให้ปริมาณน้ำมันดิบที่นำออกมาใช้ได้ตามเหตุการณ์ฉุกเฉินเฉพาะหน้ามีน้อยกว่าจำนวนน้ำมันดิบคงคลังทั้งหมดที่รายงาน และต่ำกว่าระดับเมื่อเทียบกับเมื่อสิ้นปีที่แล้วมาก (ภาพขวา)



ที่มา: EIA, US Congressional legislation, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ส่งสัญญาณแผ่วลงในไตรมาส 4 สะท้อนผ่านดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจอย่าง ISM ทั้งภาคการผลิตและบริการที่ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภคฟื้นตัวดีขึ้นแต่ก็ยังถือว่าอยู่ในระดับต่ำอย่างมาก ด้านเงินเฟ้อชะลอตัวลงมากกว่าที่คาดในเดือน ต.ค. สะท้อนถึงการผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว และหนุนให้ Fed ชะลอการเร่งขึ้นดอกเบี้ย โดยตลาดคาดจะปรับขึ้นในอัตราลดลงเป็น +50bps ในการประชุมเดือน ธ.ค. อย่างไรก็ดี เงินเฟ้อยังถือว่าสูงมากและมีแนวโน้มชะลอลงได้ช้า ทำให้เรามอง Terminal rate ของ Fed จะต้องสูงกว่าที่ชี้ใน Dot plot ที่ 4.50-4.75% โดย Jefferies มองที่ระดับ 5.00-5.25% ด้านการเลือกตั้งกลางเทอม ผลอย่างไม่เป็นทางการชี้พรรค Democrat นำโดยปธน. Biden สามารถรักษาเสียงข้างมากในวุฒิสภาไว้ได้ แต่เสียเสียงข้างมากในสภาผู้แทนฯ ให้พรรค Republican ทำให้ออกมาเป็นรัฐสภาเสียงแตกอันจะส่งผลให้ประเด็นทางการคลัง อาทิ การปรับเพดานหนี้ กลับมาสร้างความไม่แน่นอนอีกครั้ง

- เศรษฐกิจยูโรโซนส่งสัญญาณอ่อนแอลงต่อในไตรมาส 4 และการเลี่ยงการเกิด Recession เป็นไปได้ยากมากขึ้น ท่ามกลางวิกฤตพลังงานที่ยังมีความไม่แน่นอนสูงและเงินเฟ้อที่ขยายตัวทำจุดสูงสุดใหม่ต่อเนื่องกดดันกำลังซื้อของผู้บริโภค ขณะที่ภาคการผลิตปรับลดกำลังการผลิตลงจากภาระต้นทุนที่สูง โดยดัชนี PMI ทั้งภาคการผลิตและบริการได้ปรับลดลงต่อเนื่องและอยู่ในเกณฑ์หดตัว จากอุปสงค์และผลผลิตที่อ่อนแอ และความเชื่อมั่นผู้บริโภคยังอยู่ในระดับต่ำอย่างมาก ด้านนโยบายการเงินมีแนวโน้มเข้มงวดขึ้นต่อเนื่องเพื่อสกัดเงินเฟ้อ โดย ECB ปรับดอกเบี้ยขึ้นไปแล้ว +200bps ในปีนี้ สู่ระดับ 1.5% ซึ่งคาดจะปรับขึ้นต่อเนื่องอีก อย่างน้อย +100bps สู่ระดับ 2.5% ต้นปีหน้า ขณะที่เริ่มมีการพูดถึงกันมากขึ้นถึงการทำ QT ซึ่งคาด ECB จะเปิดเผยแนวทางที่ชัดเจนมากขึ้นในการประชุมเดือน ธ.ค. แต่มองว่าจะเริ่มต้นลดจริงกลางปีหน้า

- เศรษฐกิจจีนยังคงถูกกดดันจากนโยบาย Zero-COVID ส่วนภาคการผลิตและการส่งออกมีแนวโน้มอ่อนแอลง ส่วนหนึ่งจากปัจจัยฐานที่สูงในช่วงเดียวกันปีก่อน รวมถึงภาพอุปสงค์โลกแผ่วลง สะท้อนผ่านดัชนี Global Manufacturing PMI ที่หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 ตามอุปสงค์ที่ชะลอลงทั่วโลก ขณะที่ภาคการลงทุนคาดว่าจะได้รับแรงหนุนจากมาตรการภาครัฐ โดยเฉพาะการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน แต่โดยรวมยังถูกกดดันจากภาวะการขาดความเชื่อมั่นในภาคอสังหาฯ ในด้านการเปิดประเทศ คาดว่าจะมีการทยอยผ่อนกฎเกณฑ์ต่างๆ ให้ผ่อนคลายลงอย่างต่อเนื่องเพื่อเตรียมเปิดประเทศหลังการประชุม NPC ในเดือน มี.ค. โดยจีนอาจประเมินจากสถานการณ์ของฮ่องกงและไต้หวันที่ได้เปิดประเทศไปแล้ว รวมถึงพิจารณาการพัฒนาวัคซีน mRNAและการเพิ่มอัตราการได้รับวัคซีนของผู้สูงอายุ เพื่อประกอบการการตัดสินใจผ่อนคลายความเข้มงวดลงเพิ่มเติม

- เศรษฐกิจญี่ปุ่นในไตรมาส 4 มีแนวโน้มที่จะได้รับแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจและภาคการท่องเที่ยว ขณะที่ภาคการผลิตและการส่งออกจะยังได้รับผลกระทบจากภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว ส่วนภาคการนำเข้ายังคงขยายตัวอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องจากผลกระทบของการอ่อนค่าของค่าเงินเยนและราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ยังคงอยู่ในระดับสูง ส่งผลให้ดุลการค้าขาดดุลอย่างต่อเนื่อง ด้านนโยบายการเงิน คาดว่าจะมีจุดยืนทางนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายไปตลอดทั้งวาระของนาย Haruhiko Kuroda หรือจนกระทั่ง เม.ย. 2023 เป็นอย่างน้อย ทั้งนี้การแต่งตั้งผู้ว่า BoJ คนใหม่อาจเป็นจุดเปลี่ยนสำคัญในการดำเนินนโยบาย

- เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องจากแรงหนุนของภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน โดยแนวโน้มการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวที่แข็งแกร่งจะช่วยหนุนให้กิจกรรมเศรษฐกิจที่เกี่ยวเนื่องกับภาคการท่องเที่ยวปรับตัวดีขึ้นในระยะข้างหน้า นอกจากนี้ การบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในระยะสั้นจากผลบวกของมาตรการกระตุ้นการบริโภคที่รัฐบาลเตรียมออกมาเพิ่มเติมในช่วงปลายปี อย่างไรก็ดี การลงทุนภาครัฐอาจมีแนวโน้มแผ่วลงในระยะข้างหน้าในช่วงที่มีการเปลี่ยนผ่านรัฐบาล นอกจากนี้ หากอัตราเงินเฟ้อลงช้ากว่าที่คาดจนทำให้อัตราเงินเฟ้ออยู่สูงกว่ากรอบเงินเฟ้อเป้าหมายต่อเนื่องเป็นปีที่สอง อาจทำให้ กนง. ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยมากกว่าในกรณีฐานและกดดันให้เศรษฐกิจไทยขยายตัวได้ต่ำกว่าที่คาดไว้ที่ 4.1% YoY

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ส่งสัญญาณแผ่วลงในไตรมาส 4 สะท้อนผ่านดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจอย่าง ISM ที่ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องทั้งภาคการผลิตและบริการ ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภคฟื้นตัวดีขึ้นแต่ก็ยังถือว่าอยู่ในระดับต่ำอย่างมาก ด้านเงินเฟ้อชะลอตัวลงมากกว่าที่คาดในเดือน ต.ค. สะท้อนถึงการผ่านจุดสูงสุดไปแล้วและหนุนให้ Fed ชะลอการเร่งขึ้นดอกเบี้ย โดยตลาดคาดจะปรับขึ้นในอัตราลดลงเป็น +50bps ในการประชุมเดือน ธ.ค. อย่างไรก็ดี เงินเฟ้อยังถือว่าสูงมากและมีแนวโน้มชะลอลงได้ช้า ทำให้เรามอง Terminal rate ของ Fed จะต้องสูงกว่าที่ชี้ใน Dot plot ที่ 4.50-4.75% โดย Jefferies มองที่ระดับ 5.00-5.25% ด้านการเลือกตั้งกลางเทอม ผลอย่างไม่เป็นทางการชี้พรรค Democrat นำโดยประธานาธิบดี Biden สามารถรักษาเสียงข้างมากในวุฒิสภาไว้ได้ แต่เสียเสียงข้างมากในสภาผู้แทนฯ ให้พรรค Republican ทำให้ออกมาเป็นรัฐสภาเสียงแตกอันจะส่งผลให้ประเด็นทางการคลัง อาทิ การปรับเพดานหนี้ กลับมาสร้างความไม่แน่นอนอีกครั้ง

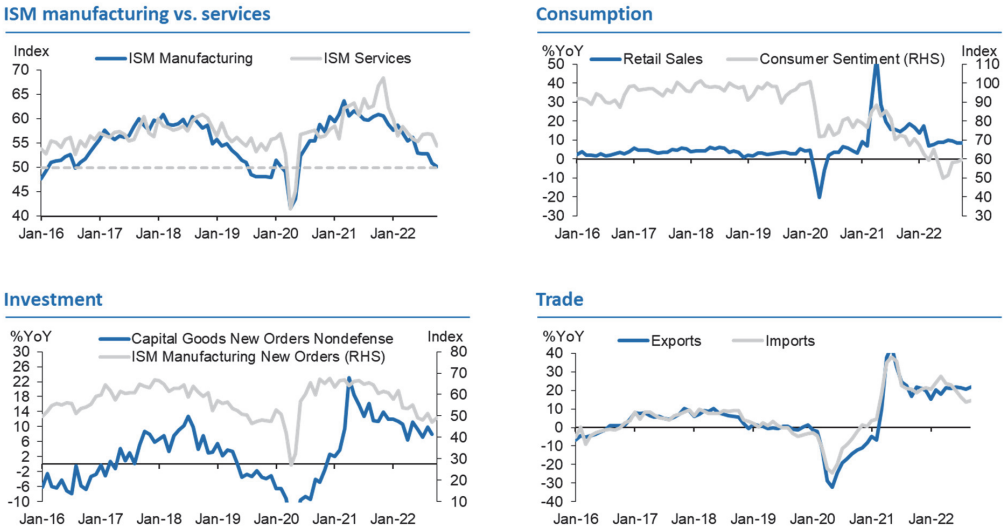
ดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นสะท้อนภาพเศรษฐกิจที่แผ่วลงในไตรมาส 4 แต่การใช้จ่ายของผู้บริโภคยังคงออกมาดีกว่าที่คาด ทำให้ภารกิจการปรับขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ยังไม่เสร็จสิ้น

เครื่องชี้วัดความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจอย่างดัชนี ISM สะท้อนกิจกรรมเศรษฐกิจที่แผ่วลงอย่างต่อเนื่องเข้าสู่ไตรมาส 4 โดยเฉพาะภาคการผลิตที่ดัชนีปรับตัวลดลงต่อเนื่องอยู่ที่ระดับ 50.2 จุดในเดือน ต.ค. ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ค. 2020 และเข้าใกล้ระดับหดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) จากยอดคำสั่งซื้อใหม่ทั้งในและนอกประเทศที่ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่อง และงานคงค้างที่หดตัว ขณะที่ภาคบริการปรับตัวลดลงอยู่ที่ 54.4 จุด ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ค. 2020 เช่นเดียวกัน

ด้านความเชื่อมั่นผู้บริโภคโดย U. of Michigan เดือน ต.ค. ฟื้นตัวดีขึ้นต่อ 1.3 จุด เป็น 59.9 จุด แต่ก็ยังถือว่าอยู่ในระดับต่ำอย่างมาก ใกล้เคียงกับจุดต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ (50.0 จุด เดือน มิ.ย.) อย่างไรก็ดี การใช้จ่ายของผู้บริโภคสะท้อนผ่านยอดค้าปลีก (Retail Sales) ยังคงดีอยู่ โดยเดือน ต.ค. ยอดค้าปลีกเพิ่มขึ้น 1.3% MoM สูงสุดในรอบ 8 เดือน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 1.0% เร่งตัวขึ้นจากที่ไม่ขยายตัว (0.0%) ในเดือนก่อน จากยอดขายในหมวดรถยนต์, ยอดขายปั๊มน้ำมันและร้านอาหาร โดยยอดค้าปลีกไม่นับรวมกลุ่มที่มีความผันผวนอย่างร้านอาหาร รถยนต์ อุปกรณ์ในการก่อสร้าง และปั๊มน้ำมัน หรือ Control Group ซึ่งเป็นส่วนที่นำไปคำนวณใน GDP ขยายตัว 0.7% MoM (vs. 0.6% เดือนก่อน) สูงกว่าตลาดคาดที่ 0.3% เช่นเดียวกัน

การใช้จ่ายของผู้บริโภคที่ยังดีอยู่นับเป็นปัจจัยสำคัญที่กดดันให้ Fed ยังคงต้องเดินหน้าปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยต่อเนื่องสูงขึ้นไปอีกจากระดับปัจจุบันที่ 3.75-4.00% และต้องปรับสูงขึ้นกว่าระดับ 4.50-4.75% ที่ชี้ใน Dot plot ล่าสุด (เดือน ก.ย.)

แผนภาพที่ 24: กิจกรรมเศรษฐกิจส่งสัญญาณแผ่วลงเข้าสู่ไตรมาส 4 โดยดัชนี ISM ทั้งภาคการผลิตและบริการปรับตัวลดลงต่อเนื่อง ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคอยู่ในระดับต่ำอย่างมาก



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

เงินเฟ้อชะลอลงมากกว่าคาดในเดือน ต.ค. หนุน Fed ชะลอการเร่งขึ้นดอกเบี้ยในการประชุมเดือน ธ.ค. ขณะที่ประเด็นที่สำคัญยิ่งกว่าคือเงินเฟ้อจะชะลอลงช้าหรือเร็ว ซึ่งเป็นตัวแปรหลักกำหนด Terminal rate ของ Fed

อัตราเงินเฟ้อในเดือน ต.ค. ออกมาต่ำกว่าที่ตลาดคาด โดยอัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) เพิ่มขึ้น 0.4% MoM เท่ากับเดือนก่อน แต่ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 0.6% ทำให้เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน อัตราเงินเฟ้อทั่วไปชะลอตัวลงเป็น 7.7% YoY (vs. 8.2% เดือนก่อน) ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 7.9% ด้านอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) เพิ่มขึ้น 0.3% MoM (vs. 0.6% เดือนก่อน) ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 0.4% ทำให้เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานชะลอตัวลงเป็น 6.3% YoY (vs. 6.6% เดือนก่อน) ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 6.5%

โดยหมวดสินค้าหลัก (Core goods) ลดลง -0.4% MoM ซึ่งนับเป็นการลดลงที่มากที่สุดนับตั้งแต่เดือน มี.ค. โดยราคารถยนต์มือสอง (-2.4% vs. -1.1% เดือนก่อน) และเสื้อผ้า (-0.7% vs. -0.3% เดือนก่อน) ปรับลดลงต่อเนื่อง ขณะที่ราคารถยนต์ใหม่เพิ่มขึ้นในอัตราชะลอลง (0.4% vs. 0.7% เดือนก่อน)

ส่วนราคาพลังงานกลับมาเพิ่มขึ้น 1.8% MoM (vs. -2.1% เดือนก่อน) แต่ชะลอลงเป็น 17.6% YoY (vs. 19.9% เดือนก่อน) ขณะที่ราคาอาหารเพิ่มขึ้นในอัตราที่ลดลง (0.6% MoM vs. 0.8% เดือนก่อน) และชะลอลงเป็น 10.9% YoY (vs. 11.2% เดือนก่อน) แต่ยังนับเป็นการขยายตัวสูงอย่างมาก

ด้านหมวดที่พักอาศัย (Shelter) ซึ่งมีสัดส่วนราว 1 ใน 3 ของน้ำหนักในตะกร้าเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงต่อเนื่อง 0.8% MoM เท่ากับเดือนก่อน และเร่งตัวขึ้นเป็น 6.9% YoY (vs. 6.6% เดือนก่อน) สูงสุดนับตั้งแต่ปี 1982 แต่ส่วนหนึ่งเป็นผลจากราคาโรงแรม (ค่อนข้างผันผวน) ที่กลับมาเพิ่มขึ้นอย่างมาก (4.9% จาก -1.0% เดือนก่อน) ขณะที่ค่าเช่า (Rent of primary residence) เพิ่มขึ้นในอัตราลดลงเป็น 0.7% (vs. 0.8% เดือนก่อน) และค่าเช่าที่ประเมินจากการสอบถามเจ้าของบ้านว่าถ้าปล่อยเช่าจะคิดเป็นค่าเช่าเท่าไหร่ (Owners' Equivalent Rent) เพิ่มขึ้นในอัตราลดลงเป็น 0.6% (vs. 0.8% เดือนก่อน) ซึ่งนับเป็นการเพิ่มขึ้นในอัตราที่น้อยที่สุดนับตั้งแต่เดือน พ.ค.

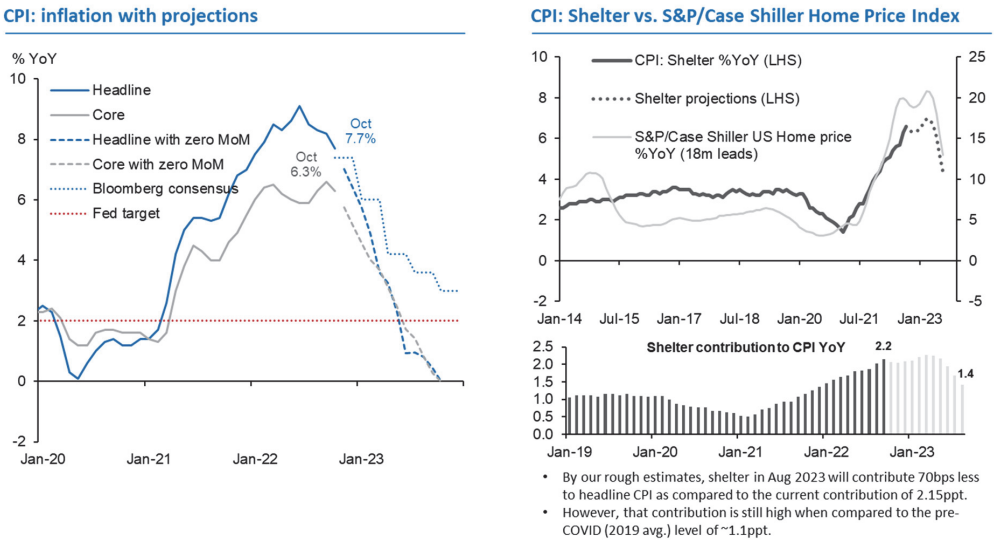
หมวดที่ใช้แรงงานเป็นจำนวนมากยังเผชิญราคาที่ยังปรับเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากแรงหนุนของค่าจ้างที่ยังขยายตัวสูง อาทิ ร้านอาหาร (Food away from home) ที่เพิ่มขึ้น 0.9% MoM เท่ากับเดือนก่อน สถานรับเลี้ยงเด็ก (0.2%) และบริการส่วนบุคคล (0.2%) เพิ่มขึ้นในอัตราที่ลดลง

อัตราเงินเฟ้อได้ชะลอตัวลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 (จากที่ทำจุดสูงสุดที่ 9.1% ในเดือน มิ.ย.) และชะลอลงมากกว่าคาดในเดือนนี้ สะท้อนภาพที่ชัดเจนมากขึ้นว่าเงินเฟ้อได้ผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว ซึ่งนับเป็นปัจจัยสนับสนุนให้ Fed ชะลอการเร่งปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย โดย Jefferies (พันธมิตรของเรา) ได้ปรับมุมมองการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ในการประชุมเดือน ธ.ค. เป็น +50bps (ลดลงจากก่อนหน้ารายงานเงินเฟ้อที่มองจะปรับขึ้น +75bps) ขณะที่ตลาด (อิงจาก CME Group) ก็ให้น้ำหนักการปรับขึ้นในอัตราดังกล่าวราว 80%

อย่างไรก็ดี ประเด็นสำคัญต่อจากนี้คือเงินเฟ้อจะชะลอลงช้าหรือเร็วซึ่งนับเป็นตัวแปรสำคัญในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยสูงสุด (Terminal rate) ของ Fed ซึ่งเรามองว่ายังมีความเสี่ยงอยู่สูงที่เงินเฟ้ออาจปรับลดลงได้ช้ากว่าที่ตลาดคาดหวัง เนื่องจาก 1) หมวดที่ค่อนข้างหนืด (Sticky) อย่างที่อยู่อาศัย (Shelter) ที่ลงได้ช้า ส่วนหนึ่งจาก Lag time ของวิธีการคำนวณดัชนี ที่แม้ราคาบ้าน (อาจสะท้อนผ่านดัชนี S&P/Case Shiller Home Price Index) จะได้ทำจุดสูงสุดไปแล้วตั้งแต่เดือน มิ.ย. แต่กว่าจะส่งผ่านมาถึงดัชนี Shelter CPI จะใช้เวลาราว 18 เดือน 2) ราคาในหมวดบริการที่ยังได้แรงส่งจากการเปิดเศรษฐกิจภาคการท่องเที่ยวกลับเข้าสู่ระดับก่อนเกิด COVID-19 และ 3) ค่าจ้างที่ยังขยายตัวในระดับสูง

เรามองว่า Fed จะต้องปรับดอกเบี้ยขึ้นทำจุดสูงสุดกว่าระดับที่ชี้ใน Dot plot ล่าสุด (เดือน ก.ย.) ที่ 4.50-4.75% โดย Jefferies มองว่า Fed จะต้องปรับดอกเบี้ยขึ้นทำจุดสูงสุดที่ 5.00-5.25% ดังนั้น ต้องติดตามการประชุม Fed ในวันที่ 13-14 ธ.ค. ที่จะมีการปรับประมาณการเศรษฐกิจ เงินเฟ้อ รวมถึง Dot plot อันใหม่ด้วย

แผนภาพที่ 25: เงินเฟ้อขยายตัวผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว แต่มีแนวโน้มชะลอลงช้าจากหมวดที่ค่อนข้างหนืด อาทิ ที่อยู่อาศัย (Shelter) ที่ยังขยายตัวสูง



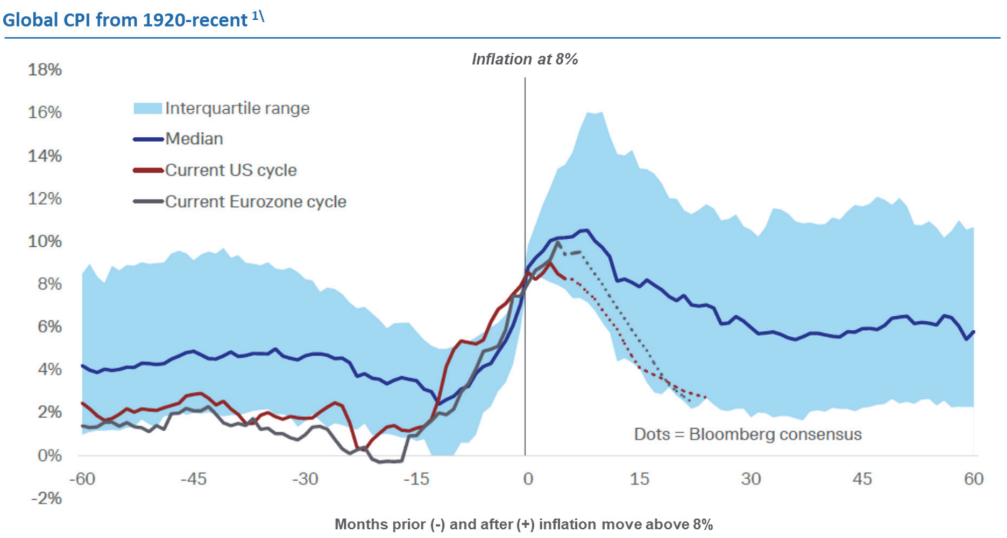
Note: Bloomberg consensus as of 7 Nov.; Shelter weight in CPI basket ~32.5%.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ข้อมูลในอดีตชี้เงินเฟ้อมีแนวโน้มลงได้ช้าหลังขยายตัวในระดับสูงเกิน 8% และตลาดอาจมองในแง่ดีเกินไป

Deutsche Bank (DB) ทำการศึกษาตัวเลขเงินเฟ้อ Headline CPI ในอดีตตั้งแต่ปี 1920 จนถึงปัจจุบัน ครอบคลุม 50 ประเทศทั้งกลุ่ม DM และ EM เพื่อดูแนวโน้มของเงินเฟ้อหลังจากที่ขยายตัวสูงเกิน 8%

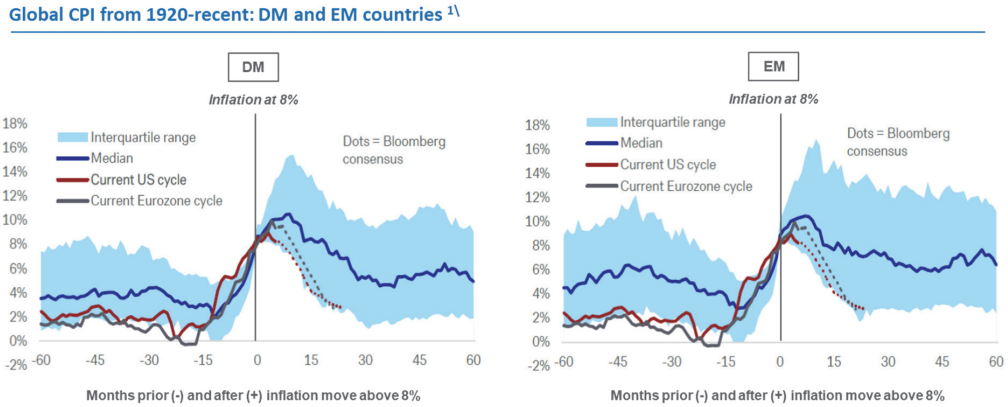
โดย DB พบว่าเงินเฟ้อ (ค่ากลาง) จะชะลอลงได้ช้าเมื่อขยายตัวเกินระดับ 8% หรือมีความหนืดที่สูง โดยจะใช้เวลา 1-2 ปี ในการชะลอลงแตะระดับ 6% ซึ่งหากเปรียบเทียบกับคาดการณ์ปัจจุบันของตลาด (อิงจาก Bloomberg consensus) ที่คาดว่าจะได้เห็นอัตราเงินเฟ้อชะลอลงกลับไปแตะระดับ 3-4% ได้ในปลายปีหน้า (vs. ปัจจุบันที่ 7.7%) สะท้อนว่าตลาดมีความหวังเชิงบวก (Optimistic) อยู่มาก เพราะประเมินว่าอัตราเงินเฟ้อจะกลับลงมาอยู่ในช่วงกรอบล่างของการเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อในอดีต ฉะนั้น Fed อาจต้องเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ยสูงกว่าที่เคยประเมินไว้เดิม ซึ่งเราได้ทำการศึกษาต่อในหัวข้อถัดไป

แผนภาพที่ 26: ข้อมูลในอดีตชี้เงินเฟ้อจะชะลอลงได้ช้าเมื่อขยายตัวสูงเกิน 8% (ค่ากลาง: เส้นสีน้ำเงิน) สะท้อนมุมมองของตลาดที่มองว่าเงินเฟ้อจะแตะระดับ 3-4% ได้ในปลายปีหน้า (เส้นประสีแดง) อาจเป็นการมองในแง่ดีเกินไป โดยมุมมองดังกล่าวอยู่ตรงกรอบล่างของการเคลื่อนไหวของเงินเฟ้อในอดีต



Note: 1\ Based on Deutsche Bank study on inflation with data set covering 50 DM and EM economies.
ที่มา: Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 27: เมื่อแยกดูเป็นกลุ่มประเทศ DM กับ EM ก็จะให้ภาพเดียวกัน คือเงินเฟ้อจะชะลอลงช้าเมื่อขยายตัวสูงกว่า 8%



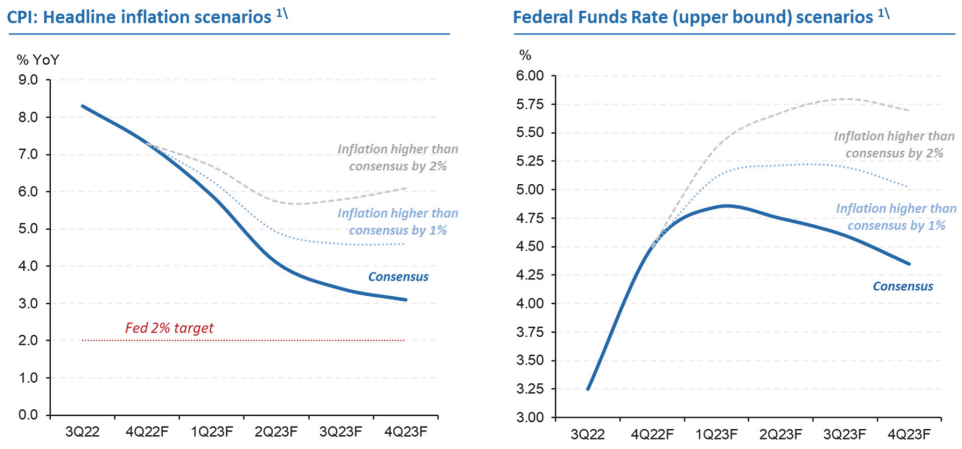
Note: 1\ Based on Deutsche Bank study on inflation with data set covering 50 DM and EM economies.
ที่มา: Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Fed อาจต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่ม 30-90bps หากเงินเฟ้อขยายตัวสูงกว่าที่ตลาดคาด 1-2% ในปี 2023F ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงให้เศรษฐกิจเข้าสู่ Recession

ต่อเนื่องจากการศึกษาเรื่องเงินเฟ้อของ Deutsche Bank ในหัวข้อก่อนหน้า เราลองทำการศึกษาต่อว่า ถ้าหากอัตราเงินเฟ้อชะลอลงได้ช้า (Sticky) หรืออีกนัยหนึ่งขยายตัวสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์อีก 1-2% จากปัจจุบันที่มองว่าจะขยายตัวเฉลี่ย 4.1% ในปี 2023F (ณ วันที่ 4 พ.ย.) จะส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed และเศรษฐกิจอย่างไร โดยใช้แบบจำลองของ Bloomberg Economics

เราพบว่าหากเงินเฟ้อปี 2023F ขยายตัวสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ (4.1% ณ วันที่ 7 พ.ย.) 1% หรือขยายตัว 5.1% Fed จะต้องปรับดอกเบี้ยขึ้นแตะระดับสูงกว่าที่ตลาดประเมิน (4.9%) ไว้ราว 30bps หรือ Terminal rate ต้องปรับขึ้นเป็น 5.2% และหากเงินเฟ้อขยายตัวสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ 2% หรือขยายตัว 6.1% Fed จะต้องปรับดอกเบี้ยขึ้นแตะระดับสูงกว่าที่ตลาดประเมินไว้ราว 90bps หรือ Terminal rate ต้องปรับขึ้นเป็น 5.8% ซึ่งสูงกว่าที่ Dot plot ล่าสุด (เดือน ก.ย.) ของ Fed ที่ชี้ดอกเบี้ยจะทำจุดสูงสุดที่ 4.50-4.75% เท่านั้น

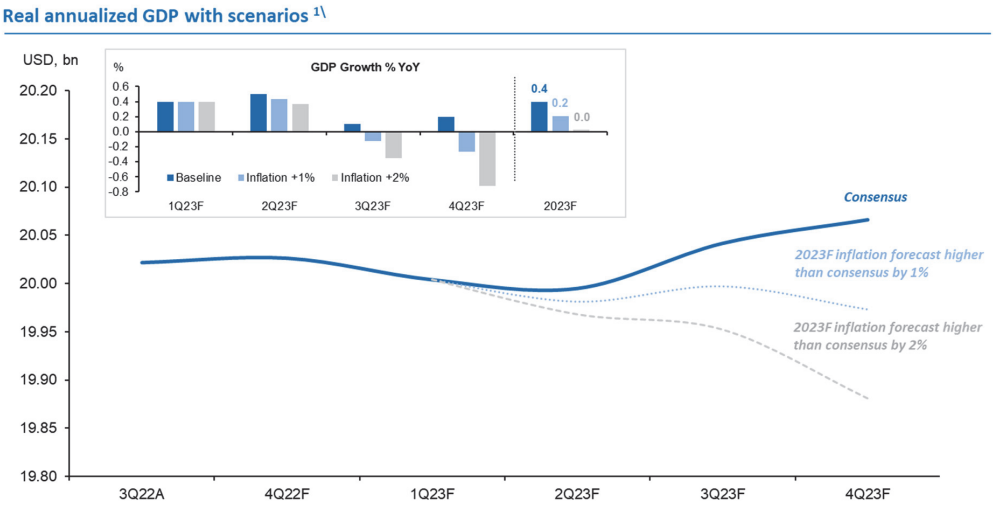
แผนภาพที่ 28: Fed ต้องปรับดอกเบี้ยสูงขึ้นไปอีก หากเงินเฟ้อขยายตัวสูงกว่าที่คาดการณ์ไว้ 1-2%



Note: 1\ Applying Bloomberg Economics model; baseline forecast using Bloomberg consensus as of 7 Nov.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การปรับดอกเบี้ยให้สูงขึ้นไปอีก นับเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจ โดยเราพบว่าการปรับดอกเบี้ยขึ้นเพิ่มเติมอีก 30-90bps จะส่งผลให้เศรษฐกิจของสหรัฐฯ ในปี 2023F หดตัวในไตรมาส 3 และ 4 สะท้อนการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) ที่ชัดเจนมากขึ้น

แผนภาพที่ 29: การปรับดอกเบี้ยขึ้นเพิ่มเติม จะส่งผลให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ ในปี 2023F หดตัวในไตรมาส 3 และ 4



Note: 1\ Applying Bloomberg Economics model; baseline forecast using Bloomberg consensus as of 7 Nov.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

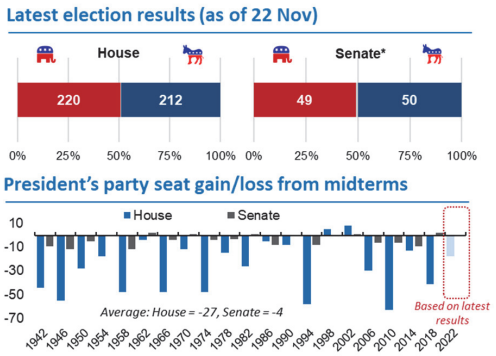
พรรค Democrat สูญเสียเสียงข้างมากในสภาผู้แทนฯ ในการเลือกตั้งกลางเทอม ลดโอกาสในการผ่านมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม รวมถึงการอนุมัติปรับขึ้นเพดานหนี้ ที่คาดหนี้จะชนเพดานกลางปีหน้า

ผลการนับคะแนนการเลือกตั้งกลางเทอม (Midterm elections) อย่างไม่เป็นทางการ (ณ วันที่ 16 พ.ย.) ในส่วนของวุฒิสภา (Senate) พรรค Democrat ภายใต้การนำของประธานาธิบดี Joe Biden มี 50 ที่นั่ง (จากทั้งหมด 100 ที่นั่ง) ยังสามารถครองเสียงข้างมากไว้ได้ตามเดิม เนื่องจากสามารถใช้เสียงของนาง Kamala Harris รองประธานาธิบดีได้อีก 1 เสียงในการโหวตชี้ขาด ขณะที่พรรค Republican มี 49 ที่นั่ง และตอนนี้เหลือเพียงรัฐ Georgia ที่ยังไม่ทราบผลเนื่องจากต้องทำการโหวตใหม่ในวันที่ 6 ธ.ค.

ด้านสภาผู้แทนฯ (House) พรรค Democrat ได้เสียเสียงข้างมากให้กับพรรค Republican โดยผลการนับคะแนนล่าสุด พรรค Republican ได้ไปแล้ว 220 ที่นั่ง (จากทั้งหมด 435 ที่นั่ง) ขณะที่พรรค Democrat ได้ไปเพียง 212 ที่นั่ง โดยเหลืออีกเพียง 6 ที่นั่งที่ยังนับคะแนนไม่เสร็จ ทำให้พรรค Republican ได้ครองสภาผู้แทนฯ ค่อนข้างแน่นอน

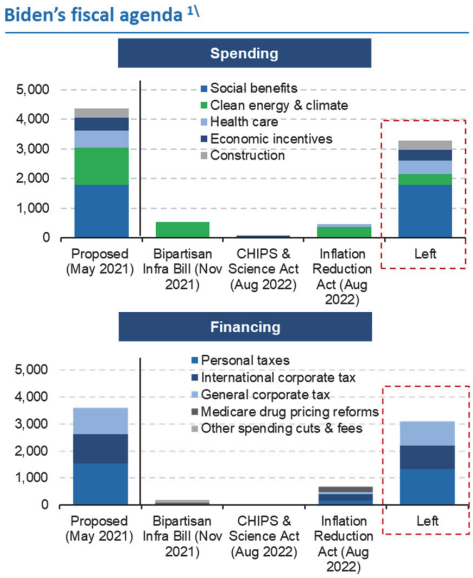
ดังนั้น การที่พรรค Democrat ยังครองเสียงข้างมากในวุฒิสภา แต่พรรค Republican ได้ครองเสียงข้างมากในสภาผู้แทนฯ ทำให้ผลการเลือกตั้งครั้งนี้ออกมาในรูปของรัฐสภาแตก (Divided Congress)

แผนภาพที่ 30: แม้พรรค Democrat จะครองเสียงข้างมากในวุฒิสภาไว้ได้ แต่ก็สูญเสียเสียงข้างมากในสภาผู้แทนฯ ลดโอกาสในการผ่านมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม



Expected fiscal policy outcomes

	Recession	Soft landing	High inflation
Divided Congress (R House; D Senate)	No major changes/ modest fiscal easing possible	No major changes/ D Senate likely to resist spend cuts	No major changes/ modest spending cuts possible

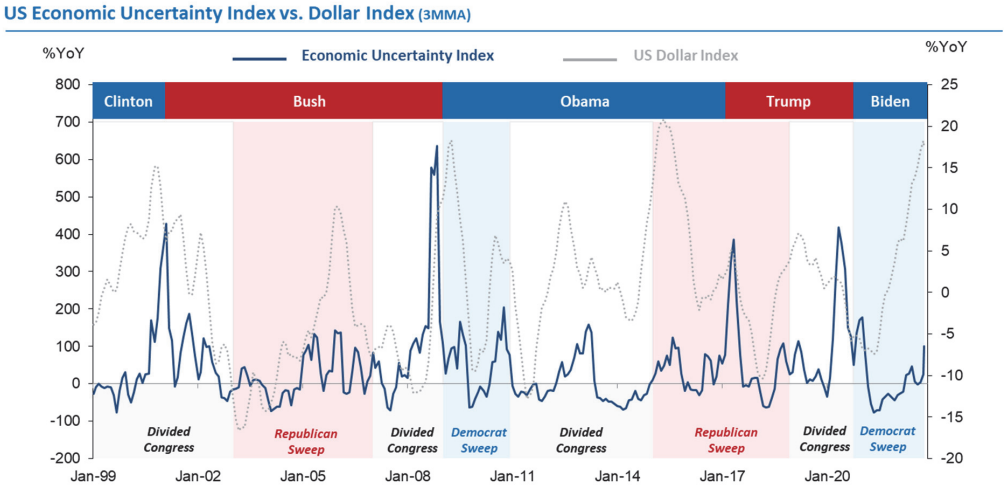


*Note: 1\ Proposed are based on American Jobs and Families Plans. *Georgia will go for run-off on 6 Dec as no candidates received more than 50% of the votes.*

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

การเป็นรัฐสภาเสียงแตกนั้นนับเป็นการเพิ่มความไม่แน่นอนให้กับเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มอ่อนแอ โดยคาดว่าความไม่แน่นอนด้านนโนบายการคลังจะกลับมาเป็นประเด็นที่สร้างความผันผวนให้กับตลาดทุนอีกครั้ง โดยเฉพาะในการอนุมัติปรับเพิ่มเพดานหนี้ (Debt Ceiling) ที่จะตกลงกันได้ยากมากขึ้น โดยคาดหนี้จะทะลุเพดานในช่วงกลางปีหน้า นอกจากนี้ การผลักดันเม็ดเงินกระตุ้นเศรษฐกิจ Build Back Better ส่วนที่เหลืออีก 3 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ของประธานาธิบดี Biden จะสำเร็จได้ยาก และการออกมาตรการช่วยเหลือด้านเศรษฐกิจเมื่อถึงคราวจำเป็นอย่างเข้าสู่ Recession มีอย่างจำกัดเท่านั้น

แผนภาพที่ 31: ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ (เส้นสีน้ำเงิน) มักจะสูงในช่วงที่เป็นรัฐสภาเสียงแตก (ช่องสีขาว)



Note: As of 8 Nov.
ที่มา: Bloomberg, Wikipedia, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

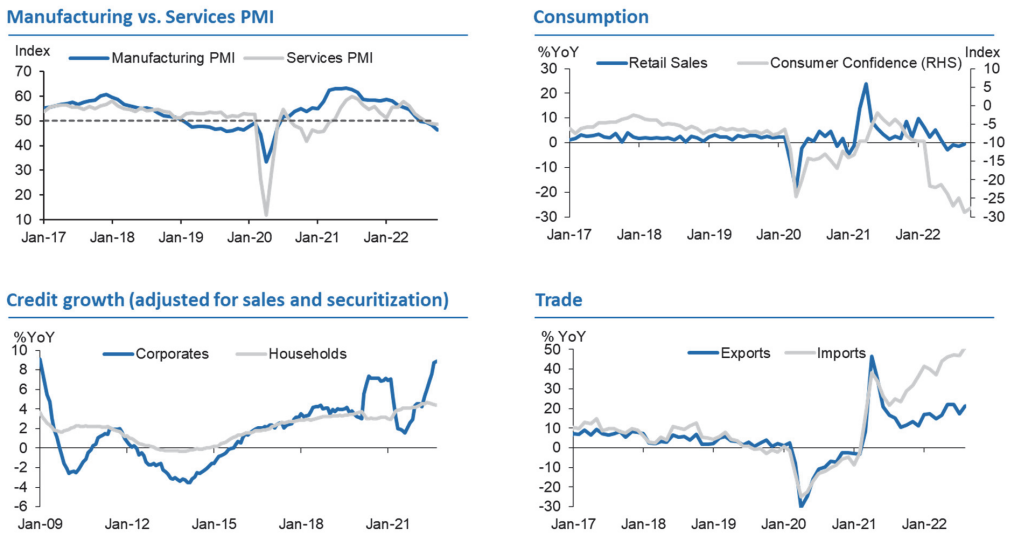
เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจยูโรโซนส่งสัญญาณอ่อนแอลงต่อในไตรมาส 4 ที่คาดว่า GDP จะหดตัว และการเลี่ยงการเกิด Recession เป็นไปได้ยากมากขึ้น ท่ามกลางวิกฤตพลังงานที่ยังมีความไม่แน่นอนสูงและเงินเฟ้อที่ขยายตัวทำจุดสูงสุดใหม่ต่อเนื่องกดดันกำลังซื้อของผู้บริโภค ขณะที่ภาคการผลิตปรับลดกำลังการผลิตลงจากภาระต้นทุนที่สูง โดยดัชนี PMI ทั้งภาคการผลิตและบริการได้ปรับลดลงต่อเนื่องและอยู่ในเกณฑ์หดตัว จากอุปสงค์และผลผลิตที่อ่อนแอ และความเชื่อมั่นผู้บริโภคยังอยู่ในระดับต่ำอย่างมาก ด้านนโยบายการเงินมีแนวโน้มเข้มงวดขึ้นต่อเนื่องเพื่อสกัดเงินเฟ้อ โดย ECB ปรับดอกเบี้ยขึ้นไปแล้ว +200bps ในปีนี้ สู่ระดับ 1.5% ซึ่งคาดจะปรับขึ้นต่อเนื่องอีกอย่างน้อย +100bps สู่ระดับ 2.5% ต้นปีหน้า ขณะที่เริ่มมีการพูดถึงกันมากขึ้นถึงการทำ QT ซึ่งคาด ECB จะเปิดเผยแนวทางที่ชัดเจนมากขึ้นในการประชุมเดือน ธ.ค. แต่มองว่าจะเริ่มต้นลดจริงกลางปีหน้า

โมเมนตัมเศรษฐกิจแผ่วลงในไตรมาส 4 โดยดัชนี PMI สะท้อนกิจกรรมเศรษฐกิจที่หดตัวต่อเนื่องและ Recession ยังเป็นความเสี่ยงที่หลีกเลี่ยงได้ยาก

โมเมนตัมเศรษฐกิจส่งสัญญาณอ่อนแอลงต่อเนื่องเข้าสู่ไตรมาส 4 และ Recession เป็นความเสี่ยงที่ใกล้เข้ามา สะท้อนผ่านดัชนี PMI ที่ปรับตัวลดลงต่อเนื่องและอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ทั้งภาคการผลิตและบริการ ท่ามกลางอุปสงค์และผลผลิตที่หดตัว ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคฟื้นตัวดีขึ้น แต่ยังอยู่ใกล้ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ และยอดค้าปลีกยังคงหดตัวต่อเนื่องที่ -0.6 YoY ในเดือน ก.ย. (vs. -1.4% prev) สะท้อนกำลังซื้อที่ลดลงจากเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นสูงทำจุดสูงสุดใหม่ต่อเนื่อง (เงินเฟ้อ HICP เดือน ต.ค. ขยายตัว 10.6% YoY)

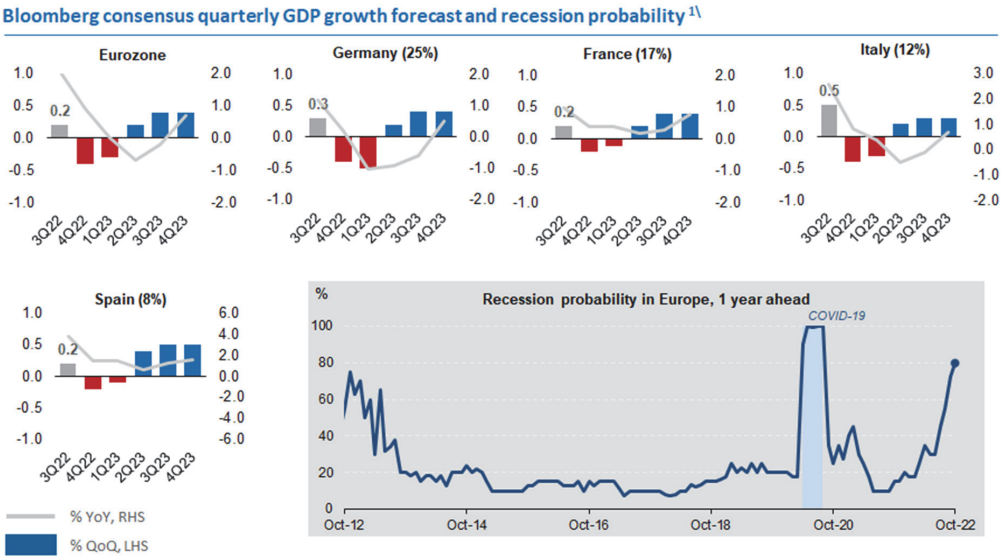
แผนภาพที่ 32: โมเมนตัมเศรษฐกิจอ่อนแอ โดยดัชนี PMI ทั้งภาคการผลิตและบริการปรับตัวลดลงอยู่ในเกณฑ์หดตัว ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคอยู่ในระดับต่ำมากและยอดค้าปลีกยังหดตัว YoY



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

ด้าน GDP ไตรมาส 3 ขยายตัว 0.2% QoQ สูงกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 0.1% แต่นับเป็นการชะลอตัวลงอย่างมากจาก 0.8% ในไตรมาสก่อน สะท้อนผลดีจากการเปิดกิจกรรมเศรษฐกิจก่อนหน้านี้เริ่มแผ่วลง ประกอบกับความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจจากวิกฤตพลังงานและเงินเฟ้อที่ทำจุดสูงสุดใหม่ต่อเนื่อง กดดันการใช้จ่ายของผู้บริโภคและการลงทุนเอกชน รวมถึงอุตสาหกรรมการผลิตที่ลดกำลังการผลิตลง ซึ่งนับเป็นปัจจัยกดดันที่จะยังคงอยู่และทำให้เรามองการเลี่ยงการเกิด Recession เป็นไปได้ยากในยูโรโซน และคาดว่าเศรษฐกิจจะพลิกกลับมาหดตัว (QoQ) ตั้งแต่ไตรมาส 4

แผนภาพที่ 33: คาดเศรษฐกิจของยูโรโซนจะหดตัวในไตรมาส 4 และมีความเสี่ยงเกิด Recession ซึ่งตลาดประเมินว่าโอกาสเกิดใน 12 เดือนข้างหน้าอยู่ที่ 80%



Note: Bloomberg consensus as of 31 Oct. (%) represents countries' share of EU GDP in 2020.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เงินเฟ้อยังพุ่งขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่และสูงกว่าคาดการณ์ของตลาด หนุนให้ ECB ปรับดอกเบี้ยขึ้นต่อเนื่อง

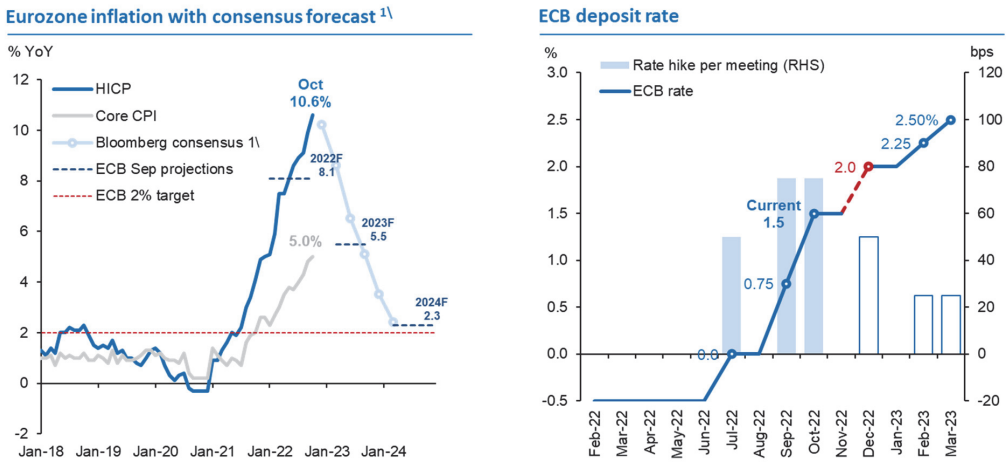
อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (HICP Inflation) ในเดือน ต.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น 10.7% YoY สูงสุดเป็นประวัติการณ์ จาก 9.9% ในเดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 10.3% ส่วนอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) เร่งตัวขึ้นเป็น 5.0% YoY เท่ากับที่ตลาดคาดจาก 4.8% ในเดือนก่อน

ปัจจัยหนุนหลักยังคงมากจากราคาในหมวดพลังงาน (41.9% YoY vs. 40.7% เดือนก่อน) และราคาอาหาร (13.1% vs. 11.8% เดือนก่อน) ขณะที่สินค้าอุตสาหกรรมที่มิใช่พลังงาน (6.0% vs. 5.5% เดือนก่อน) และหมวดบริการ (4.4% vs. 4.3% เดือนก่อน) เร่งตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องเช่นเดียวกัน

เงินเฟ้อที่ยังเร่งตัวขึ้นและมีแนวโน้มอยู่ในระดับสูงเป็นเวลานานจากความไม่แน่นอนด้านพลังงานท่ามกลางสงครามรัสเซีย-ยูเครนที่ยืดเยื้อ ประกอบกับอัตราค่าจ้างที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะพี่ใหญ่อย่างเยอรมนี จะยังคงกดดันให้ ECB ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมอีก โดยคาด ECB จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย Deposit อีก +50bps ในการประชุมวันที่ 15 ธ.ค. สู่ระดับ 2.0% แต่จะเป็นการปรับขึ้นในอัตราที่ลดลงจากการประชุมครั้งก่อนวันที่ 27 ต.ค. ที่ปรับดอกเบี้ยขึ้น +75bps ท่ามกลางโมเมนตัมเศรษฐกิจที่แผ่วลงและมีแนวโน้มเข้าสู่ภาวะ Recession ในปลายปีนี้

ทั้งนี้ เรามองว่า ECB จะปรับขึ้นดอกเบี้ยทำจุดสูงสุด (Terminal rate) ที่ 2.5% ในต้นปีหน้า แต่มองว่ามีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูง ท่ามกลางเงินเฟ้อที่จะยังขยายตัวสูงกว่าเป้า 2% อย่างมากในปีหน้า (ประมาณการล่าสุดเดือน ก.ย. ของ ECB คาดจะขยายตัวเฉลี่ย 5.5% ในปี 2023F) ประกอบกับมาตรการลดทอนผลกระทบด้านพลังงานของภาครัฐที่อาจหนุนอุปสงค์มากเกินไป อาทิ เยอรมนีที่อยู่ระหว่างการพิจารณาออกมาตรการวงเงินสูงถึง 2 แสนล้านยูโร

แผนภาพที่ 34: เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 10.6% YoY ในเดือน ต.ค. ขณะที่ ECB ปรับดอกเบี้ย Deposit rate ขึ้นไปแล้ว +200bps ในปีนี้อยู่ที่ 1.50%



Note: 1\ As of 8 Nov.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

คาด ECB เปิดเผยแนวทางการลดขนาดงบดุลหรือ QT ในการประชุมเดือน ธ.ค. และเริ่มลดจริงกลางปีหน้า

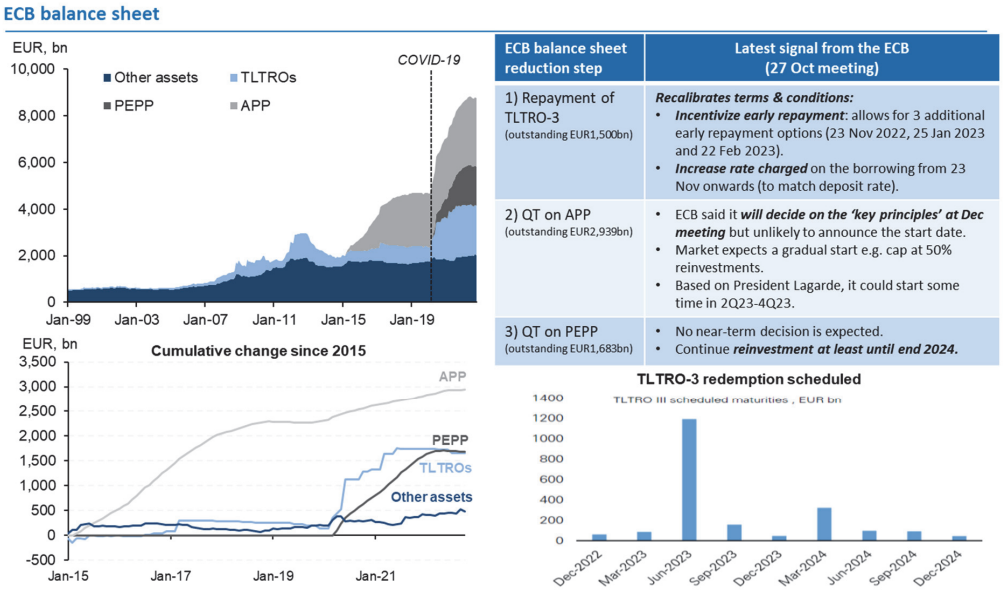
ECB ปรับดอกเบี้ยขึ้นแล้ว +200bps ในปีนี้ (สู่ระดับ 1.50% สำหรับดอกเบี้ย Deposit rate) ทำให้มีการพูดถึงกันมากขึ้นถึงการลดขนาดงบดุล (QT)ที่ปัจจุบันมีขนาดราว 9 ล้านล้านยูโร เพื่อลดสภาพคล่องในระบบลงและเสริมนโยบายการเงินให้เข้มงวดมากขึ้น ซึ่งนาง Christine Lagarde ประธาน ECB เคยระบุว่าจะเริ่มพิจารณาการทำ QT ก็ต่อเมื่ออัตราดอกเบี้ยได้กลับขึ้นไปสู่ระดับที่เป็นกลาง (Neutral) แล้ว ซึ่งคณะกรรมการประเมินว่าอยู่ในช่วง 2.0-2.25%

โดยในการประชุมครั้งล่าสุดวันที่ 27 ต.ค. ECB ก็ได้เริ่มมีการส่งสัญญาณถึงการทำ QT ที่กำลังใกล้เข้ามา ได้แก่ 1) นาง Lagarde ระบุในแถลงการณ์หลังการประชุมครั้งดังกล่าวว่า คณะกรรมการ ECB จะหารือเรื่องแผนการลดขนาดงบดุลในการประชุมวันที่ 14 ธ.ค. และ 2) ECB ได้ทำการปรับเปลี่ยนโครงการเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ TLTRO-3 (เป็นเงินกู้ที่ ECB ปล่อยให้ธนาคารพาณิชย์นำไปปล่อยกู้ต่อให้ระบบเศรษฐกิจจริงในช่วงวิกฤต COVID-19) เพื่อจูงใจให้ธนาคารพาณิชย์คืนเงินที่กู้ไป ซึ่งจะเป็นอีกแรงหนึ่งในการลดขนาดงบดุล (ณ สิ้นเดือน ต.ค. โครงการ TLTRO-3 มียอดสุทธิคงค้างที่ 1.5 ล้านล้านยูโร) โดยได้ทำการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมภายใต้โครงการดังกล่าวและได้เพิ่มกำหนดวันให้ธนาคารพาณิชย์สามารถจ่ายคืนเงินกู้ก่อนครบกำหนดอย่างสมัครใจอีก 3 รอบ

ในส่วนของการทำ QT ตอนนี้ถูกคาดการณ์ไว้ว่า ECB จะเริ่มลดเฉพาะส่วนที่เป็นพันธบัตรที่เข้าซื้อในมาตรการปกติหรือ APP เท่านั้น ซึ่ง ECB ได้ทำการเข้าซื้อตั้งแต่เดือน มี.ค. 2015 (มีจุดประสงค์ในการแก้ปัญหาเงินเฟ้อขยายตัวต่ำในขณะนั้น) และมียอดสุทธิคงค้างในปัจจุบันที่ 2.9 ล้านล้านยูโร โดยคาดว่า ECB จะค่อยๆ ทำการลด เช่น อาจเริ่มจากลดการซื้อคืนพันธบัตรที่ครบกำหนดอายุ (Reinvestment) ลงเหลือเพียง 50% เท่านั้น และคาดว่าจะเริ่มลดจริงในช่วงกลางปีหน้า

ขณะที่ตลาดมองว่า ECB จะยังไม่ลดการเข้าซื้อพันธบัตรผ่านมาตรการ PEPP ซึ่งมีการเข้าซื้อตั้งแต่เดือน เม.ย. 2020 เพื่อลดทอนผลกระทบจากวิกฤต COVID-19 ซึ่งมียอดสุทธิคงค้างที่ 1.7 ล้านล้านยูโรนั้น โดยมองว่าจะทำการซื้อคืนพันธบัตรที่ครบกำหนดอายุเต็ม 100% ไปจนถึงสิ้นปี 2024 ตามที่แถลงการณ์ ECB ได้ระบุไว้

แผนภาพที่ 35: งบดุลของ ECB ซึ่งปัจจุบันมีขนาดราว 9 ล้านล้านยูโร โดยหลักเป็นพันธบัตรที่เข้าซื้อผ่าน APP และ PEPP และโครงการเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ TLTRO



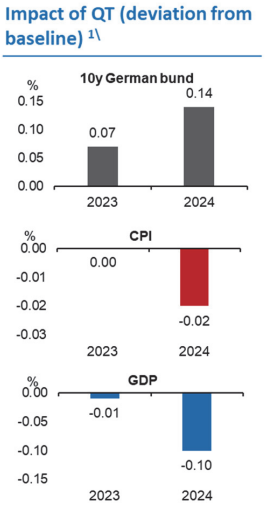
ที่มา: Bloomberg, Deutsche Bank, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดมองว่า ECB จะลดการเข้าซื้อพันธบัตรผ่านมาตรการ APP ที่ราว 1.5 แสนล้านยูโรในปี 2023F และ 3.0 แสนล้านยูโรในปี 2024F ขณะที่ผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Bond yield) มีจำกัด โดยประเมินว่าจะส่งผลให้ Bond yield อายุ 10 ปี ของรัฐบาลเยอรมนีปรับตัวเพิ่มขึ้น 7-15bps จากการลดการซื้อคืนพันธบัตรที่ครบกำหนดอายุลงจากระดับ 100%

แผนภาพที่ 36: แนวทางการทำ QT ซึ่งคาดจะอยู่ที่ปีละ 1.5-3.0 แสนล้านยูโร ในปี 2023-2024F และจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลเยอรมนีอายุ 10 ปี เพิ่มขึ้น 7-14 bps

Examples of ECB's balance sheet reduction plan

	Assume plan/ estimated	Estimates QT amount	Impact on 10y yield
DB	TLTROs repayment expected EUR600-900bn to be repaid in 2022F and EUR1-1.5trn in 1H23F	--	--
ING	Cap APP reinvestment at 50% of their normal amount during 2Q23-3Q23 before ending the cap in 4Q23	EUR -155bn in 2023 EUR -300bn in 2024	Bund +7bps in 2023 Bund +14bps in 2024
	Start ending PEPP reinvestment in 2025	EUR -388bn in 2025 (including APP)	n/a
GS	Case 1: Partial run-off of APP	EUR- 170bn in 2023	4-11 bps
	Case 2: Natural run-off of APP	EUR -250bn in 2023	6-15 bps
	Case 3: Run-off both APP & PEPP /or natural run-off of APP with some asset sales	EUR -450bn in 2023	15-30 bps



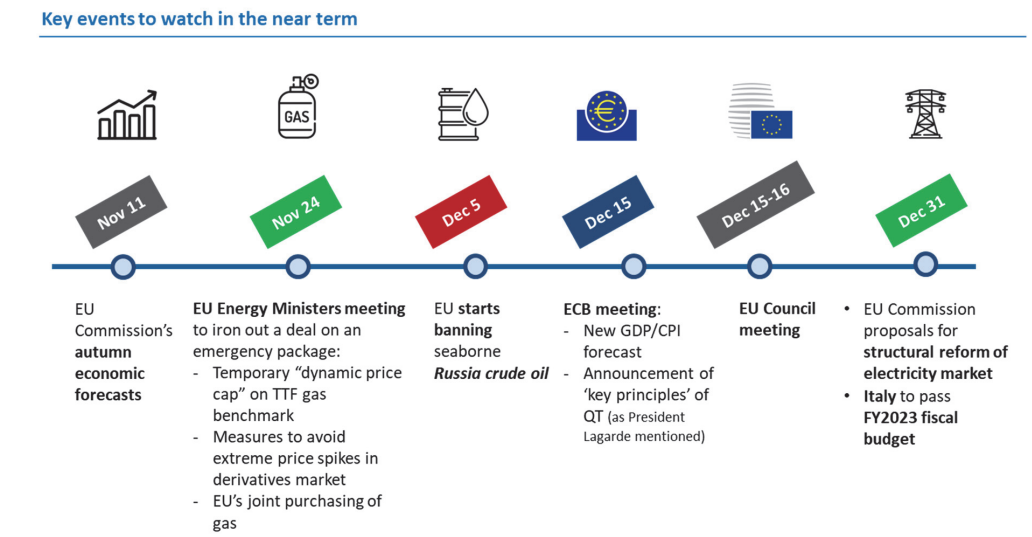
Note: 1\ Applying Bloomberg Economics model: based on ING assumption. ING estimates that without the ~EUR5trn of ECB QE program since 2015, 10y Bund would be +230bps higher.
ที่มา: Bloomberg, Deutsche Bank, ING, Goldman Sachs, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ประเด็นด้านพลังงานและการประชุม ECB เป็นสิ่งที่ต้องติดตามในระยะใกล้

ก่อนสิ้นปี 2022 ยุโรปยังมีประเด็นที่ยังต้องจับตาอย่างใกล้ชิด แบ่งเป็น 3 ประเด็นหลัก ดังนี้

1. การประชุม ECB ในวันที่ 15 ธ.ค. ซึ่งนอกเหนือจากที่จะมีการออกประมาณการเศรษฐกิจรอบใหม่แล้ว คาด ECB จะเปิดเผยแผนการลดขนาดงบดุลด้วย อย่างที่เราได้กล่าวถึงไปในหัวข้อก่อนหน้า
2. แผนจัดการวิกฤตพลังงาน โดยในวันที่ 24 พ.ย. รมว. พลังงานของประเทศสมาชิก EU จะต้องมีการอนุมัติแผนพลังงานที่ได้มีการเปิดเผยเมื่อวันที่ 18 ต.ค. อาทิ การกำหนดเพดานราคาก๊าซ (Dynamic Price Limit) ที่เคลื่อนไหวระหว่างวันในดัชนีหลัก TTF เป็นการชั่วคราว ขณะที่จะดำเนินการจัดทำดัชนีก๊าซอันใหม่ให้สอดคล้องกับสถานการณ์ปัจจุบัน การกำหนดกรอบ (Collar หรือ Bandwidth) การเคลื่อนไหวของราคาในตลาดอนุพันธ์เป็นการชั่วคราว และการซื้อก๊าซร่วมกันของประเทศสมาชิก (Joint purchase) เพื่อเพิ่มอำนาจในการต่อรองให้ได้ราคาที่ดีกว่า
3. การระงับการเข้าซื้อน้ำมันที่ขนส่งทางเรือจากรัสเซียทั้งหมดในวันที่ 5 ธ.ค.

แผนภาพที่ 37: ประเด็นด้านพลังงานยังต้องติดตามอย่างใกล้ชิด (สีเขียว) ขณะที่ต้องจับตาการประชุม ECB ที่จะเปิดเผยแผน QT ที่ชัดเจนมากขึ้น



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

เศรษฐกิจจีน

กิจกรรมเศรษฐกิจจีนยังคงถูกกดดันจากนโยบาย Zero-COVID ส่วนภาคการผลิตและการส่งออกมีแนวโน้มอ่อนแอลง ส่วนหนึ่งจากปัจจัยฐานที่สูงในช่วงเดียวกันปีก่อน รวมถึงภาพอุปสงค์โลกแผ่วลง สะท้อนผ่านดัชนี Global Manufacturing PMI ที่หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 ตามอุปสงค์ที่ชะลอลงทั่วโลก ขณะที่ภาคการลงทุนคาดว่าจะได้รับแรงหนุนจากมาตรการภาครัฐ โดยเฉพาะการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน แต่โดยรวมยังถูกกดดันจากภาวะการขาดความเชื่อมั่นในภาคอสังหาฯ ในด้านการเปิดประเทศ คาดว่าจะมีการทยอยผ่อนกฎเกณฑ์ต่างๆ ให้ผ่อนคลายลงอย่างต่อเนื่องเพื่อเตรียมเปิดประเทศหลังการประชุม NPC ในเดือน มี.ค. โดยจีนอาจประเมินจากสถานการณ์ของฮ่องกงและไต้หวันที่ได้เปิดประเทศไปแล้ว รวมถึงพิจารณาการพัฒนาวัคซีน mRNAและการเพิ่มอัตราการได้รับวัคซีนของผู้สูงอายุเพื่อประกอบการการตัดสินใจผ่อนคลายความเข้มงวดลงเพิ่มเติม

กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน ต.ค. ของจีนชะลอตัวลงจากแรงกดดันของนโยบาย Zero-COVID ส่วนภาคการผลิตและการส่งออกยังได้รับแรงกดดันจากอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว ขณะที่ภาคการลงทุนคาดว่าจะได้รับแรงหนุนจากมาตรการภาครัฐโดยเฉพาะการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน

กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน ต.ค. พลิกหดตัวและออกมาต่ำกว่าที่ตลาดคาด โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน ต.ค. ปรับตัวลดลง -0.9 จุด เป็น 49.2 จุด พลิกกลับมาอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 49.8 จุด ด้านดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -1.9 จุด เป็น 48.7 จุด และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 50.1 จุด จากดัชนีภาคบริการที่ปรับตัวลดลง -1.9 จุด เป็น 47.0 จุด จากผลกระทบของมาตรจำกัดการเดินทางในหลายพื้นที่ ขณะที่ดัชนีภาคก่อสร้างปรับตัวลดลง -2.0 จุด เป็น 58.2 จุด

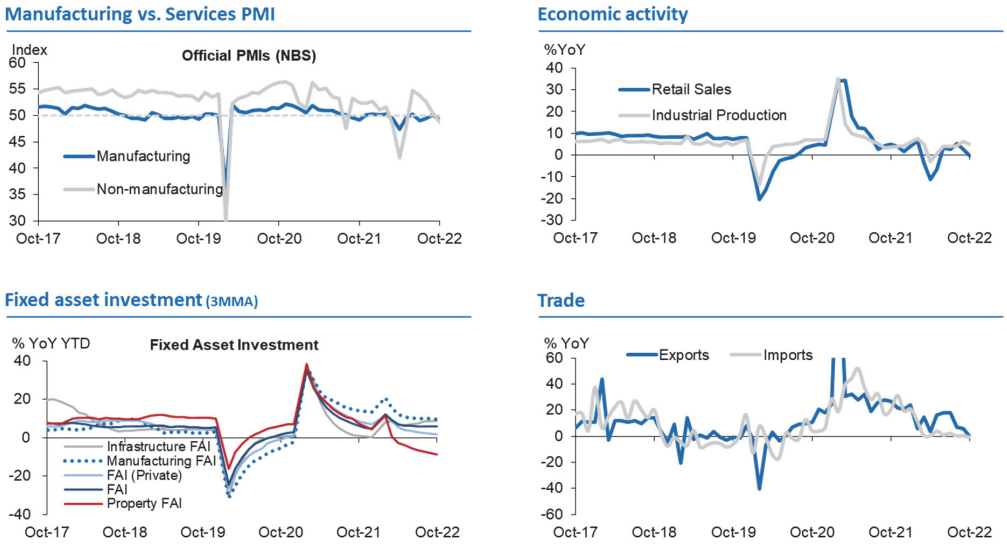
ด้านอุปสงค์ในประเทศ ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ต.ค. หดตัว -0.5% YoY จาก 2.5% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 0.7% นำโดยเครื่องใช้ในครัวเรือน (-14.1% vs. -6.1% เดือนก่อน), ร้านอาหาร (-8.1% vs. -1.7% เดือนก่อน), อุปกรณ์สื่อสาร (-8.9% vs. 5.8% เดือนก่อน) ที่หดตัวเพิ่มขึ้น และยอดขายรถยนต์ (3.9% vs. 14.2% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ต.ค. ชะลอตัวลงเป็น 5.0% YoY จาก 6.3% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 5.3% การชะลอตัวลงนำโดยอุปกรณ์สื่อสารและคอมพิวเตอร์ (9.4% vs. 10.6% เดือนก่อน), ผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (11.3% vs. 12.5% เดือนก่อน) และรถยนต์ (18.7% vs. 23.7% เดือนก่อน)

ส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เดือน ต.ค. ขยายตัว 5.8% YoY YTD ใกล้เคียงกับเดือนก่อนและตลาดคาดที่ 5.9% โดยการลงทุนชะลอตัวลงในภาคการผลิต (9.7% vs. 10.1% เดือนก่อน) และหดตัวต่อเนื่องในภาคอสังหาริมทรัพย์ (-8.8% vs. -8.0% เดือนก่อน) ขณะที่การลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน (8.7% vs. 8.6% เดือนก่อน) เร่งตัวขึ้นเล็กน้อย

ด้านต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน ต.ค. หดตัว -0.3% YoY เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน พ.ค. 2020 ชะลอตัวลงจาก 5.7% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าที่ตลาดคาดอย่างมากที่ 4.5% ด้านยอดนำเข้า (Imports) หดตัว -0.7% YoY เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ส.ค. 2020 ชะลอตัวลงจาก 0.3% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 0.0% ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน ต.ค. เกินดุล USD85.15bn เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก USD84.74bn ในเดือนก่อน

แผนภาพที่ 38: จำนวนผู้ติดเชื้อ COVID-19 ที่เร่งตัวขึ้นมากในช่วงที่ผ่านมา นับเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในระยะสั้น



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

จีนให้ความสำคัญกับประเด็นเรื่องความมั่นคง "Security" เพิ่มขึ้นอย่างมาก สะท้อนความเสี่ยงเชิงภูมิรัฐศาสตร์ที่อาจสูงขึ้นในระยะข้างหน้า

การประชุม National Congress of the Chinese Communist Party เมื่อวันที่ 16-22 ต.ค. ได้มีการต่อวาระของประธานาธิบดี Xi Jinping ออกไปอีก 5 ปี หรือดำรงตำแหน่งเลขาธิการพรรคคอมมิวนิสต์จีนเป็นสมัยที่ 3 พร้อมกันกับการแต่งตั้งคณะกรรมการถาวรประจำกรมการเมืองแห่งพรรคคอมมิวนิสต์จีน (Standing Politburo Committee) ชุดใหม่อีก 6 คน โดยหนึ่งในนั้นมีนาย Li Qiang เลขาธิการพรรคคอมมิวนิสต์ประจำ Shanghai ที่คาดการณ์กันว่าจะได้รับเลือกขึ้นเป็นนายกรัฐมนตรีในเดือน มี.ค. 2023 หลังนาย Li Keqiang นายกฯ คนปัจจุบันครบวาระ

ในเอกสารกล่าวการเปิดประชุมของ ประธานาธิบดี Xi มีประเด็นสำคัญ ดังนี้ 1) ด้าน Zero Covid ยังคงเน้นในการให้ความสำคัญกับสุขภาพและความปลอดภัยของประชาชน 2) ด้านการพัฒนาเศรษฐกิจ จะมุ่งเน้นการเติบโตแบบต่อเนื่องอย่างมีคุณภาพ เพื่อยกระดับรายได้และความเป็นอยู่ของประชาชน 3) ด้านเทคโนโลยี จะเร่งส่งเสริมการวิจัยเพื่อเพิ่มความสามารถในการพึ่งพิงตนเองทางวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี และ 4) การรวมชาติไต้หวัน จะพยายามรวมชาติอย่างสันติ แต่ก็ไม่ได้ปฏิเสธตัวเลือกในการใช้กองกำลังทหาร

โดยการประชุมครั้งนี้ ประธานาธิบดี Xi Jingping ให้ความสำคัญกับ "ความมั่นคง (Security)" เป็นอย่างมาก โดยมีการกล่าวคำดังกล่าวมากถึง 91 ครั้ง เพิ่มขึ้นจากการประชุมครั้งก่อน (ปี 2017) ที่กล่าวคำดังกล่าว 55 ครั้ง (หรือเพิ่มขึ้นกว่า 60%) โดยกล่าวถึงความมั่งคงของชาติและความมั่นคงทางสังคม ขณะที่ ประธานาธิบดี Xi Jinping ยังคงให้ความสำคัญต่อ "การพัฒนาประเทศ (Economy)" (กล่าวถึง 60 ครั้ง) แต่ก็นับว่าให้น้ำหนักน้อยกว่าประเด็นความปลอดภัย ซึ่งนับเป็นครั้งแรกตั้งแต่ปี 1949 ที่พรรคคอมมิวนิสต์จีนขึ้นบริหารประเทศ (อิงการรวบรวมข้อมูลจาก Bloomberg)

ดังนั้น แนวโน้มสถานการณ์ความขัดแย้งเชิงภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical risk) จะมีความท้าทายและผันผวนมากขึ้น และนับเป็นหนึ่งในประเด็นความเสี่ยงสำคัญต่อเศรษฐกิจที่ต้องติดตามอย่างใกล้ชิดในระยะข้างหน้า เนื่องจากเศรษฐกิจจีนมีขนาดใหญ่กว่ารัสเซียมาก หากเกิดความขัดแย้งดังกล่าวที่เป็นรูปธรรม จะส่งผลกระทบในวงกว้างต่อภาวะเศรษฐกิจและห่วงโซ่อุปทานโลกอย่างมาก

แผนภาพที่ 39: “Security” เป็นสิ่งที่ ประธานาธิบดี Xi Jinping ให้ความสำคัญอย่างมากโดยเฉพาะในประเด็นของ National security

I. China’s growth

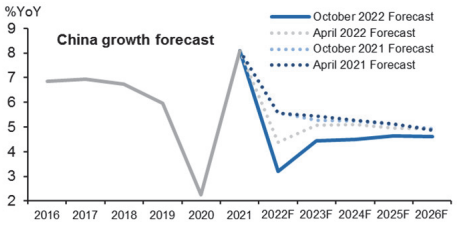
At the 19th Party Congress

“Balancing development and stability”

At the 20th Party Congress

“Balancing development and security”

- Rising geopolitical uncertainty poses a significant challenge to the global growth outlook. In addition, China is facing greater challenges from protectionism and unilateralism.



II. Self-reliance and national security

“Chinese people must hold their rice bowls firmly in their own hands”

National security policy	• Protecting the security of key supply chains • Enhancing data security and personal information protection • Building mechanisms to deal with sanctions
Energy security	• Increase the use of clean coal, new energy and nuclear power • Enhance oil and gas exploration
Food security	• Hold the red line of total arable land • Upgrade seeds • Grain farmer income insurance

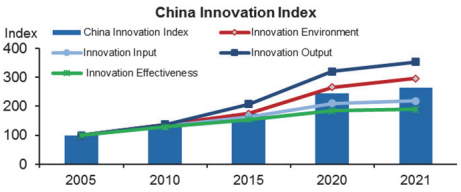
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 40: นวัตกรรมจะเป็นกุญแจสำคัญในการนำไปสู่การพึ่งพาตนเองของจีน

III. Innovation

Strengthening technological capacity has been made a top priority for the next five years

New industry sectors are likely to have strong policy support, such as AI, bio-tech, sophisticated equipment	Government-led efforts in critical and fundamental research projects will be expanded	Fiscal and credit policies will continue to support upgrades in manufacturing, aerospace, and digitalization



- China's level of innovation has been rapidly promoted, innovation environment has been optimized, and innovation input has increased steadily; innovation output also grew rapidly, which contributed to promoting high-quality development.

IV. Governance – One Country, Two Systems

“Taiwan is China’s Taiwan”

Hong Kong and Macau	• Ensure both the government’s overall jurisdiction and a high degree of autonomy in the special administrative regions.
Taiwan	• Maintain the initiative and the ability to steer cross-Strait relations. • Never promise to abstain from using force and always reserve the option of taking all necessary measures.

Economy and Military Forces

	US	China	Taiwan
Economy			
Norminal GDP (USD,tm)	23	17.7	0.8
Population (mn)	332	1,412	23
Export (USD,bn)	1,754	3,363	446
Import (USD,bn)	2,831	2,686	381
Equity Market Cap (USD,bn)	40,720	14,375	2,029
External Debt (USD,bn)	23,371	2,747	214
Military Force			
Total Aircraft	13,247	3,285	741
Navy Fleet Strength (Index)	484	777	117
Nuclear Warhead Inventories	5,550	350	n/a
Military Expenditure (USD,bn)	801	293	11

ที่มา: Stockholm International Peace Research Institute, Global firepower, Gov.cn, DB, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ทางการจีนได้ประกาศผ่อนคลายกฎเกณฑ์การเดินทางเข้าประเทศและนโยบาย Lockdown

เมื่อวันศุกร์ (11 พ.ย.) ทางการจีนได้ประกาศผ่อนคลายกฎเกณฑ์การเดินทางเข้าประเทศและนโยบาย Lockdown ที่สำคัญ ดังนี้

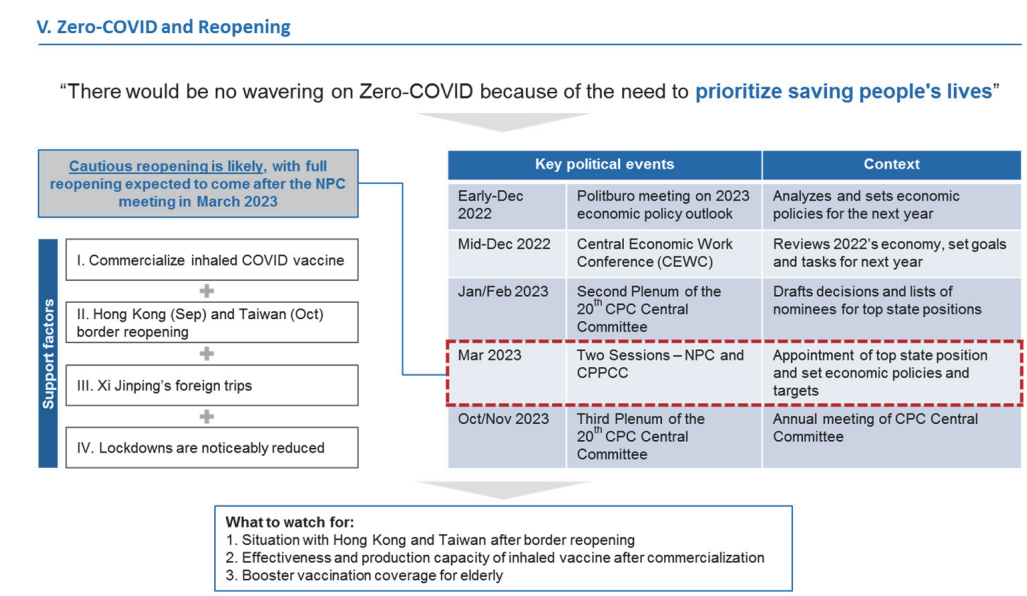
1. เปลี่ยนข้อกำหนดสำหรับผู้สัมผัสใกล้ชิด (Close contacts) และผู้เดินทางเข้าประเทศ จากเดิม “กักตัวกับภาครัฐ 7 วัน (Centralized quarantine) + กักตัวที่บ้าน 3 วัน (Home quarantine) หรือรวม 10 วัน” เป็น “กักตัวกับภาครัฐ 5 วัน + กักตัวที่บ้าน 3 วัน หรือรวม 8 วัน” เมื่อเสร็จสิ้นการกักตัวที่จุดแรกของการเดินทางเข้าแล้ว การกักตัวที่ปลายทางจะไม่ถูกกักตัวซ้ำสำหรับผู้เดินทางขาเข้า
2. ยกเลิกการกักตัวสำหรับผู้สัมผัสที่ใกล้ชิดกับผู้ที่สัมผัสผู้ติดเชื้อ (Secondary close contacts)
3. เปลี่ยนข้อกำหนดสำหรับผู้ที่เดินทางออกจากพื้นที่ที่มีความเสี่ยงสูง (High risk areas) จากเดิมที่ต้องกักตัวกับภาครัฐ 7 วัน (Centralized quarantine) เป็นกักตัวที่บ้าน 7 วัน (Home quarantine)
4. ยกเลิกการ Classify Mid-risk area ในประเทศให้เหลือแค่ High และ Low risk areas
5. ยกเลิกมาตรการลงโทษสำหรับสายการบินที่มีผู้ติดเชื้อในเที่ยวบินขาเข้าเกินกว่า 4% หรือ มากกว่า 5 คน (Cirtcuit breaker)
6. ผ่อนคลายข้อกำหนดการตรวจ PCR 48 ชั่วโมงก่อนขึ้นเครื่องจากเดิมที่ต้องตรวจ 2 ครั้งให้เหลือแค่ 1 ครั้ง
7. สำหรับบุคลากรทางธุรกิจและกลุ่มกีฬา ฯลฯ ไม่จำเป็นต้องกักตัวโดยให้ใช้ระบบฟองสบู่ (Closed-loop bubble) เพื่อความสะดวกในการเดินทาง

นอกจากนี้ ทางการจีนยังพยายามที่จะหลีกเลี่ยงการใช้วิธีการแบบเดียวเพื่อแก้ไขทุกปัญหา (One-size-fits-all) โดยหลีกเลี่ยงไม่ให้มีการปิดโรงเรียน, ระงับการผลิต, ปิดกั้นการจราจรและการสั่ง Lockdown

การทยอยผ่อนกฎเกณฑ์ต่างๆ ให้ผ่อนคลายลงคาดว่าจะเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง เพื่อเตรียมเปิดประเทศอย่างชัดเจนในไตรมาส 2 ปีหน้า (หลังการประชุม NPC ในเดือน มี.ค. ผ่านพ้นไป) โดยอาจจะมีการเปิดพรมแดนกับฮ่องกงเป็นอันดับแรก แต่เป็นไปอย่างระมัดระวัง เนื่องจากจีนอาจประเมินจากสถานการณ์ของฮ่องกงและไต้หวันหลังได้เปิดประเทศไปแล้วเมื่อเดือน ก.ย. และเดือน ต.ค. ตามลำดับ, การพัฒนาวัคซีน mRNA และการจัดเตรียมให้เพียงพอ รวมทั้งการเพิ่มอัตราการได้รับวัคซีนของผู้สูงอายุ ในการตัดสินใจผ่อนคลายความเข้มงวดลงเพิ่มเติม

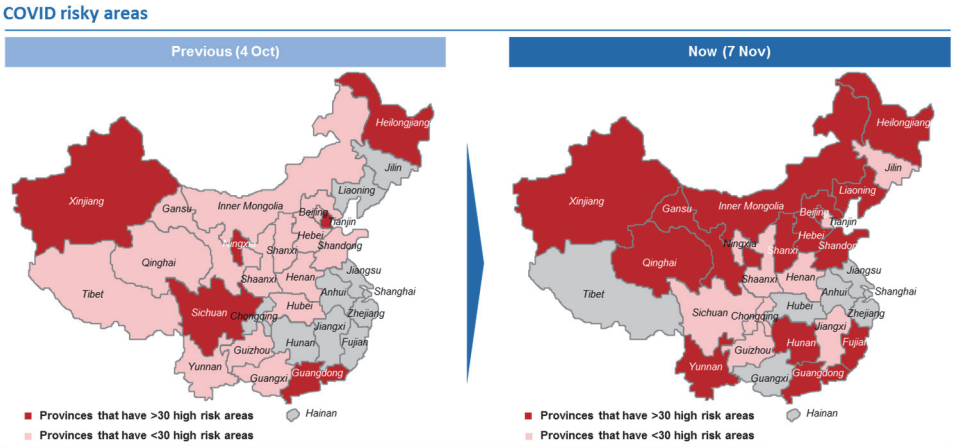
อย่างไรก็ตาม ด้วยจำนวนผู้ติดเชื้อที่เพิ่มมากขึ้นในปัจจุบัน ทำให้ทางการจีนเพิ่มความเข้มข้นในการควบคุมการแพร่ระบาดมากขึ้น แต่พยายามที่จะจำกัดพื้นที่การควบคุมให้อยู่ในพื้นที่แคบๆ และหลีกเลี่ยงการ Lockdown ในวงกว้าง

แผนภาพที่ 41: คาดว่าจีนจะเริ่มเปิดประเทศหลังการประชุม NPC เดือน มี.ค.



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

แผนภาพที่ 42: จำนวนผู้ติดเชื้อที่เพิ่มสูงขึ้นส่งผลให้มีการกำหนดพื้นที่ที่มีความเสี่ยงสูง (High risk areas) มากขึ้นอย่างไรก็ตามการ Lockdown เป็นวงกว้างยังไม่ได้ถูกนำมาใช้



COVID affected areas	2Q22 Peak (30 Mar)	4 Sep	4 Oct	Now (7 Nov)
% of GDP	60.2%	77.4%	**58.1%**	**68.6%**
% of Population	58.2%	75.3%	**64.6%**	**74.6%**
Number of high-risk areas 1\	62	2,006	**743**	**3,365**

Note: 1\ Definition of high/mid/low risk area was changed by the government in late June.
ที่มา: China-briefing, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นในไตรมาส 3 ถูกกดดันจากสถานการณ์ COVID-19 ในประเทศที่กลับมารุนแรง รวมถึงค่าเงินเยนที่อ่อนที่ทำให้ต้นทุนการนำเข้าสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจในไตรมาส 4 มีแนวโน้มที่จะได้รับแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจและการท่องเที่ยวจากทั้งนักท่องเที่ยวในประเทศและนักท่องเที่ยวต่างชาติ ขณะที่ภาคการผลิตและการส่งออกจะยังได้รับผลกระทบจากภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว ส่วนภาคการนำเข้ายังคงขยายตัวอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องจากผลกระทบของการอ่อนค่าของค่าเงินเยนและราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ยังคงอยู่ในระดับสูง ส่งผลให้ดุลการค้าขาดดุลอย่างต่อเนื่อง ด้านนโยบายการเงิน คาดว่าจะมีจุดยืนทางนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายไปตลอดทั้งวาระของนาย Haruhiko Kuroda หรือจนกระทั่ง เม.ย. 2023 เป็นอย่างน้อย ทั้งนี้การแต่งตั้งผู้ว่า BoJ คนใหม่อาจเป็นจุดเปลี่ยนสำคัญในการดำเนินนโยบาย

เศรษฐกิจในประเทศของญี่ปุ่นเดือน ต.ค. ฟื้นตัวขึ้นท่ามกลางมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศ ขณะที่ภาคการส่งออกและภาคการผลิตได้รับแรงกดดันจากภาวะอุปสงค์ชะลอตัวทั่วโลก

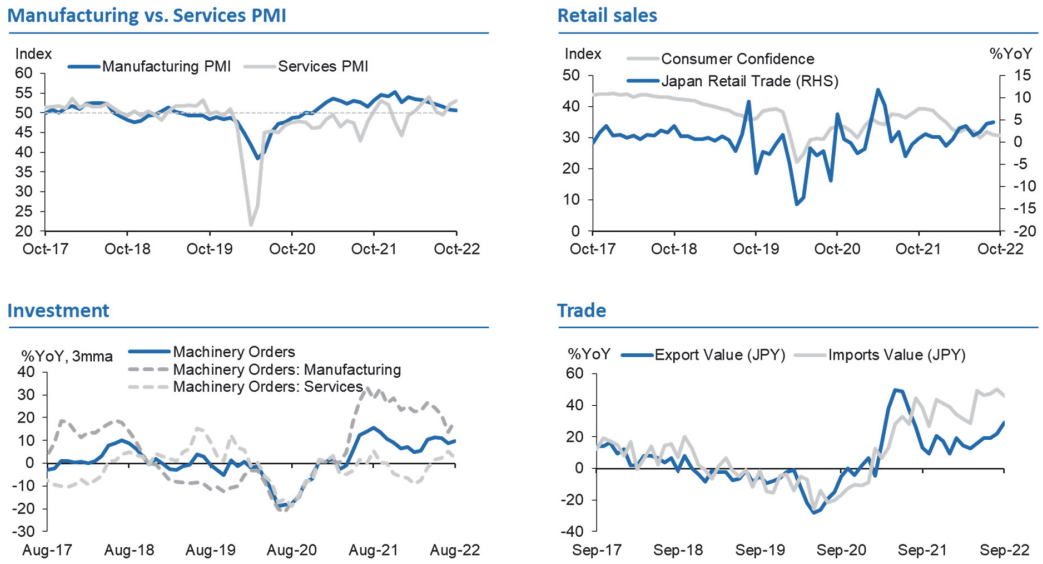
กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศเดือน ต.ค. เร่งตัวขึ้น โดยดัชนี Composite PMI ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.8 จุด เป็น 51.8 จุด ใกล้เคียงตัวเลขเบื้องต้นที่ 51.7 จุด ท่ามกลางมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศ ส่งผลให้ดัชนีภาคบริการเร่งตัวขึ้นต่อเนื่อง (+1.0, 53.2) ขณะที่ภาคการผลิตชะลอตัวลงต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ม.ค. 2021 (-0.1, 50.7) โดยผลผลิตและคำสั่งซื้อใหม่หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 ส่วนยอดคำสั่งซื้อใหม่ภายนอกประเทศหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 8 ท่ามกลางอุปสงค์ที่ลดลงจากจีนและเกาหลีใต้ รวมถึงความซบเซาในอุตสาหกรรมยานยนต์และชิป

ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ย. ขยายตัว 1.1% MoM, SA ชะลอตัวลงจาก 1.3% ในเดือนก่อน แต่สูงกว่าตลาดคาดที่ 0.8% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกขยายตัว 4.5% YoY (vs. 4.1% เดือนก่อน)

ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ก.ย. พลิกกลับมาหดตัว -1.6% MoM, SA จากที่ขยายตัว 3.4% ในเดือนก่อน และหดตัวมากกว่าตลาดคาดที่ -0.8% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมขยายตัว 9.9% YoY (vs. 5.8% เดือนก่อน)

มูลค่าการส่งออก (Exports) เดือน ต.ค. ชะลอตัวลงเป็น 25.3% YoY จาก 28.9% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 29.3% ด้านมูลค่านำเข้า (Imports) เร่งตัวขึ้นเป็น 53.5% YoY จาก 45.7% ในเดือนก่อน และสูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 50.0% ส่งผลให้ดุลการค้า (Trade Balance) เดือน ต.ค. ขาดดุล -JPY2,299.2bn เพิ่มขึ้นจากที่ขาดดุล -JPY2,036.8bn ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการขาดดุลต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 15

แผนภาพที่ 43: คาดกิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศจะฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง แต่ภาคการส่งออกจะได้รับผลกระทบจากภาวะอุปสงค์ชะลอตัวทั่วโลก



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

เศรษฐกิจญี่ปุ่นในไตรมาส 3 ถูกกดดันจากสถานการณ์ COVID-19 ในประเทศที่กลับมารุนแรง รวมถึงค่าเงินเยนที่อ่อนที่ทำให้ต้นทุนการนำเข้าสูงขึ้น

GDP ไตรมาส 3/2022 (เบื้องต้น) หดตัว -1.2% QoQ, saar จากที่ขยายตัว 4.6% ในไตรมาสก่อน สวนทางกับที่ตลาดคาดที่ 1.2% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน GDP ขยายตัว 1.8% YoY (vs. 1.7% ไตรมาสก่อน)

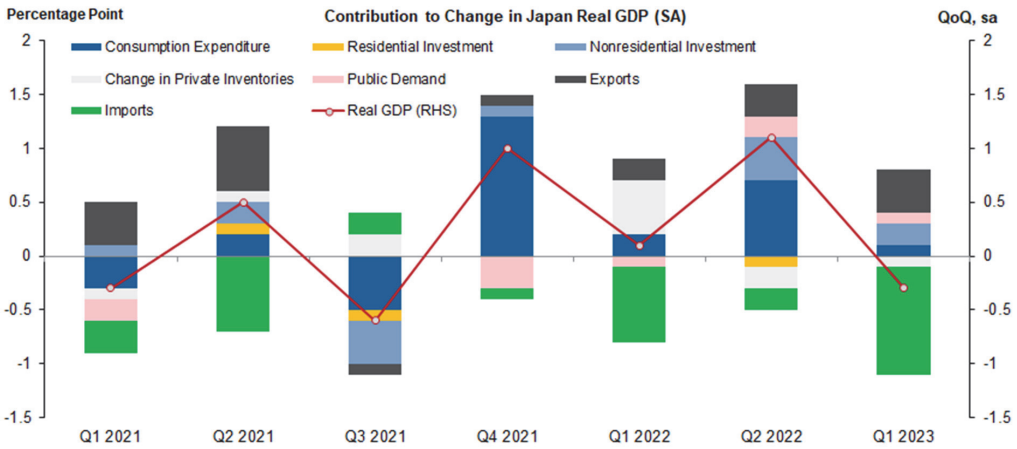
โดยการบริโภคภาคเอกชนชะลอตัวลงเป็น 1.1% QoQ, saar (vs. 5.1% ไตรมาสก่อน) และการลงทุนที่มิใช่ที่อยู่อาศัย (Private Non-Residential Investment) ชะลอตัวลงเป็น 6.3% QoQ, saar (vs. 9.9% ไตรมาสก่อน) ขณะที่การลงทุนในที่อยู่อาศัย (Private Residential Investment) หดตัวลดลงเป็น -1.7% (vs. -7.4% ไตรมาสก่อน)

ด้านภาคต่างประเทศ การส่งออกขยายตัวดีต่อเนื่องที่ 7.9% QoQ, saar (vs. 7.2% ไตรมาสก่อน) แต่การนำเข้าเร่งตัวขึ้นอย่างมากเป็น 22.6% (vs. 3.3% ไตรมาสก่อน) โดยหลักจากค่าเงินเยนที่อ่อนค่าอย่างมากและราคาพลังงานที่สูง ส่งผลให้ยอดส่งออกสุทธิ (Net Exports) เป็นปัจจัยฉุดหลักของเศรษฐกิจในไตรมาสนี้

ส่วนการใช้จ่ายภาครัฐ (Public Expenditure) ชะลอตัวลงเป็น 0.9% QoQ, saar (vs. 3.4% ไตรมาสก่อน) จากการบริโภคภาครัฐที่ชะลอลง (0.0% vs. 3.4% ไตรมาสก่อน) แต่การลงทุนภาครัฐเร่งตัวขึ้นเป็น 4.9% (vs. 4.2% ไตรมาสก่อน)

ทั้งนี้ เศรษฐกิจในไตรมาส 4 มีแนวโน้มที่จะได้รับแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจและการท่องเที่ยวในประเทศ ขณะที่ภาคการผลิตและการส่งออกจะยังได้รับผลกระทบจากภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว ส่วนภาคการนำเข้าจะยังถูกกดดันจากค่าเงินเยนที่ยังอยู่ในแนวโน้มอ่อนค่า

แผนภาพที่ 44: GDP ไตรมาส 3 พลิกหดตัวจากแรงกดดันของการนำเข้า (สีเขียว)

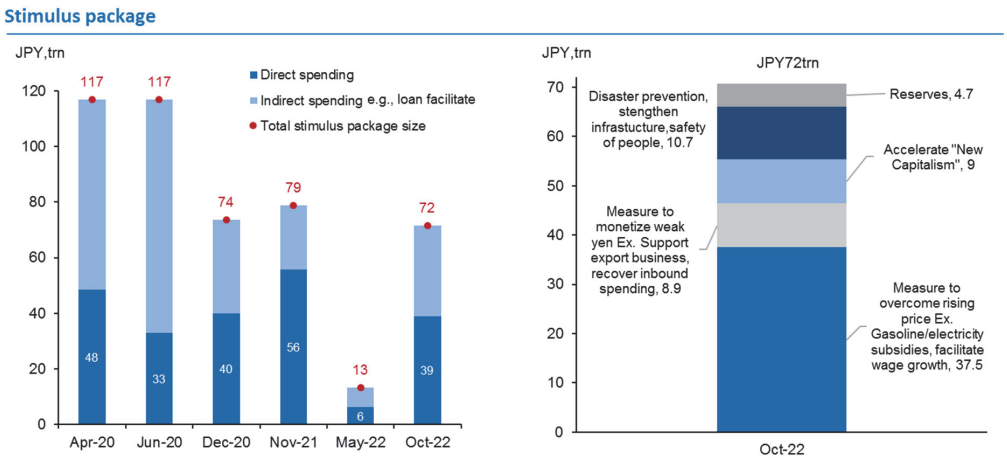


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economics Strategy Unit (TISCO ESU)

รัฐบาลคาดมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจก้อนใหม่จะกระตุ้น GDP ได้ 4.6% และลดอัตราเงินเฟ้อได้ 1.2%

รัฐบาลญี่ปุ่นได้ออกกระตุ้นเศรษฐกิจก้อนใหม่มูลค่า JPY72trn โดยมุ่งเน้นไปที่การลดผลกระทบจากค่าเงินเยนที่อ่อนค่าที่ผลักดันราคาพลังงานให้สูงขึ้น โดยกว่าครึ่งของเม็ดเงินเป็นการอุดหนุนไฟฟ้าและก๊าซ ซึ่งคาดว่าจะลดภาระค่าไฟของครัวเรือนลงประมาณ 20% นอกจากนี้ ยังมีเม็ดเงินสนับสนุนการเปิดประเทศและอุตสาหกรรมการส่งออกเพื่อใช้ประโยชน์จากค่าเงินเยนที่อ่อนค่า ซึ่งรัฐบาลประเมินว่ามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจก้อนนี้จะทำให้อัตราเงินเฟ้อในปี 2023 ลดลงได้ราว 1.2% และกระตุ้นเศรษฐกิจได้ราว 4.6% ของ GDP

แผนภาพที่ 45: รัฐบาลญี่ปุ่นได้ออกกระตุ้นเศรษฐกิจก้อนใหม่มูลค่า JPY72trn โดยกว่าครึ่งของเม็ดเงินเป็นการอุดหนุนไฟฟ้าและก๊าซ



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

BoJ คงนโยบายการเงินตามคาด ขณะที่ปรับคาดการณ์เงินเฟ้อปีนี้และปีหน้าเพิ่มขึ้น แต่ยังคงเน้นย้ำว่าจะยังไม่การเปลี่ยนแปลงจุดยืนด้านนโยบายในเร็วๆนี้

ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) คงนโยบายการเงินเดิมในการประชุม Monetary Policy Meeting (MPM) วันที่ 27-28 ต.ค. โดยมีมติเอกฉันท์ในการคงเป้าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและระยะยาว และคงเป้าการเข้าซื้อสินทรัพย์ต่างๆ ที่ประกาศก่อนหน้านี้ ได้แก่

- คงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ -0.1% สำหรับเงินสำรองส่วนเกินของธนาคารพาณิชย์ (Excess Reserve) และคงเป้าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ไว้ที่ประมาณ “0%” และเคลื่อนไหวในกรอบ +/-0.25%
- คงวงเงินการเข้าซื้อ ETFs และ REITs สูงสุดต่อปีที่ JPY12trn และ JPY180bn ตามลำดับ โดยระบุจะเข้าซื้อในอัตราที่เหมาะสมตามสภาวะตลาด
- คงการซื้อตราสารหนี้เอกชนระยะสั้น (Commercial Paper) ที่อัตรา JPY2trn และตราสารหนี้เอกชนระยะยาว (Corporate Bonds) ที่อัตรา JPY3trn ต่อปี

ในส่วนของประมาณการเศรษฐกิจ BoJ คาด GDP ปีงบประมาณ 2022F จะขยายตัว 2.0% ลดลงจากประมาณการครั้งก่อนในเดือน ก.ค. ที่คาดว่าจะขยายตัว 2.4% จากความเสี่ยงเรื่องการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกและการแพร่ระบาดของ COVID-19 ในไตรมาส 3/2022 ขณะที่ปรับลดคาดการณ์ GDP ปีงบประมาณ 2023F ลงเล็กน้อยเป็น 1.9% จากเดิมที่คาด 2.0%

ด้านประมาณการราคา BoJ คาดอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน Core CPI (ไม่นับรวมราคาอาหารสด) จะขยายตัวเพิ่มขึ้นเป็น 2.9% ในปีงบประมาณ 2022F จากประมาณการครั้งก่อนที่คาดว่าจะขยายตัว 2.3% จากผลของราคาเงินเยนที่อ่อนค่าส่งผลให้ต้นทุนการนำเข้าสูงขึ้น ส่วนเงินเฟ้อในปีงบประมาณ 2023F คาดจะอยู่ที่ 1.6% เพิ่มขึ้นจากการประมาณการครั้งก่อนที่ 1.4% และจะอยู่ที่ 1.6% ในปีงบประมาณ 2024F ยังคงห่างไกลเป้าหมายที่ 2% ในระยะปานกลาง (แม้ในระยะสั้นจะเร่งตัวขึ้นมาก) สะท้อนว่านโยบายการเงินจะยังคงผ่อนคลายอย่างมากต่อไป

หลังการประชุมนาย Haruhiko Kuroda ผู้ว่าฯ BoJ ได้ออกมาเน้นย้ำว่ายังไม่มีแผนที่จะขยายกรอบ +/-0.25% ของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี จนกว่าจะบรรลุเป้าหมายในด้านเงินเฟ้อและมองว่าการบรรลุเป้าหมายเงินเฟ้อที่ 2% อย่างมีเสถียรภาพจะยังไม่เกิดขึ้นในปีงบประมาณ 2023

เราคาด BoJ จะมีจุดยืนทางนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายไปตลอดทั้งวาระของนาย Haruhiko Kuroda หรือจนกระทั่ง เม.ย. 2023 เป็นอย่างน้อย ตามปัจจัยเศรษฐกิจที่ยังไม่ฟื้นตัวสู่ระดับก่อน COVID และเงินเฟ้อ (ที่ไม่รวมราคาอาหารสด) ที่คาดว่าจะเร่งตัวขึ้นมาอยู่ที่เป้าหมาย 2% เพียงชั่วคราว

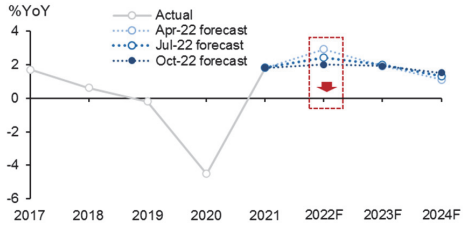
ทั้งนี้ การแต่งตั้งผู้ว่า BoJ คนใหม่อาจเป็นจุดเปลี่ยนสำคัญในการดำเนินนโยบาย โดยในปัจจุบันมีผู้ที่คาดว่าจะได้รับการเสนอชื่อ ดังนี้

1. Masayoshi Amamiya รองผู้ว่า BoJ - สนับสนุนการดำเนินนโยบายที่ผ่อนคลายเพื่อให้แน่ใจว่าญี่ปุ่นจะออกจากภาวะเงินฝืดอย่างยั่งยืนของ Kuroda มาโดยตลอด
2. Masatsugu Asakawa ประธาน ADB - สนับสนุนแนวทางของ Kuroda เช่นกัน
3. Hiroshi Nakaso อดีตรองผู้ว่า BoJ - มีท่าทีต่อต้านการผ่อนคลายในปัจจุบันของ BoJ

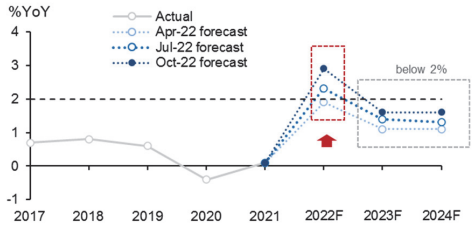
โดยสรุปหากนาย Masayoshi Amamiya หรือนาย Masatsugu Asakawa ได้รับตำแหน่ง การดำเนินนโยบายนโยบายของ BoJ น่าจะเป็นไปในลักษณะเดิม แต่หากนาย Hiroshi Nakaso ได้รับตำแหน่ง การดำเนินนโยบายของ BoJ น่าจะมีแนวทางที่เข้มงวดมากขึ้น

แผนภาพที่ 46: คาดการณ์เงินเฟ้อของ BoJ ในปี 2023F และ 2024F ยังคงอยู่ต่ำกว่าเป้าหมายที่ 2%

Real GDP (Fiscal year) 1



Core CPI (Fiscal year) 1



New BoJ governor candidates



Name: Masayoshi Amamiya
Current position: BoJ Deputy Governor

Monetary policy stance: Consistently called for the need to keep monetary policy ultra-loose to ensure Japan makes a sustained exit from deflation.



Name: Hiroshi Nakaso
Current position: Chairman of Daiwa Institute of Research (former BoJ Deputy Governor)

Monetary policy stance : Nakaso is seen as more in favor of dialing back Kuroda's radical stimulus. In his book published earlier this year, he laid out in detail how the BoJ could end ultra-loose policy.



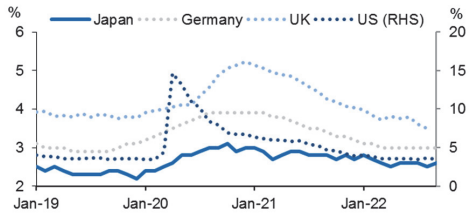
Name: Masatsugu Asakawa
Current position: President of the Asian Development Bank (ADB)

Monetary policy stance : Asakawa praised Kuroda's stimulus program as the right move to beat deflation.

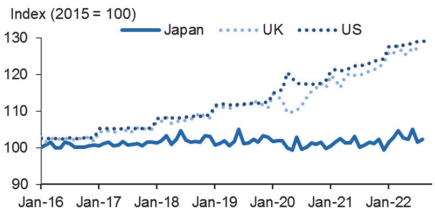
Note: 1\ BoJ's forecasts.
ที่มา: Reuters, ADB, DIR, Bank of Japan, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 47: ด้วยแรงกดดันเงินเฟ้อจากฝั่งอุปสงค์ที่ยังคงต่ำทำให้ BoJ ยังเลือกที่จะดำเนินนโยบายแบบผ่อนคลายต่อไป

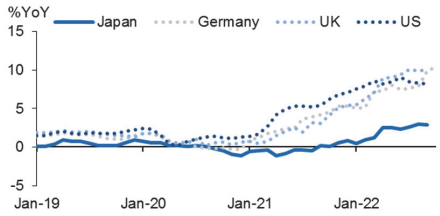
Unemployment



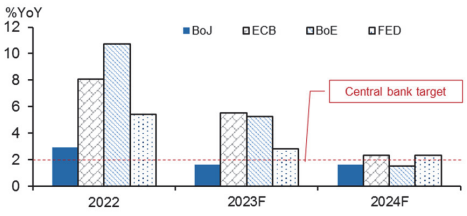
Monthly worker income



Headline CPI



Inflation forecast by central banks 1



Note: 1\ BoE forecast are the Q4 forecast.
ที่มา: Bank of Japan, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

คาด BoJ คงกรอบของ Yield Curve Control ที่ +/-0.25% ต่อไป ยกเว้นในกรณีที่จะค่าเงินเยนอ่อนลงไปมากๆ หรือเกิดการเทขายพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นจำนวนมากในระยะเวลาอันสั้น

การดำเนินนโยบายที่แตกต่างกันระหว่าง FED และ BoJ กดดันให้ค่าเงินเยนอ่อนค่าและ BoJ จำเป็นต้องเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นอย่างต่อเนื่อง ทำให้ตลาดเริ่มคาดหวังการปรับเปลี่ยนนโยบายของ BoJ หลังการหมดวาระของนาย Haruhiko Kuroda ในเดือน เม.ย. โดยเรามองว่ามี 3 กรณีที่มีความเป็นไปได้ในปัจจุบัน

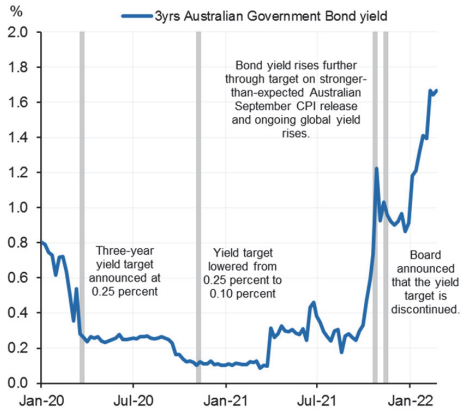
- กรณีที่ 1 (เป็นไปได้มากที่สุด) BoJ ดำเนินนโยบายเช่นเดิม - BoJ ดำเนินนโยบายแบบผ่อนคลายจนกว่าการเติบโตของค่าจ้างและเงินเฟ้อคาดหวังจะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะ ซึ่งเป็นพื้นฐานสำคัญที่ทำให้ญี่ปุ่นหลุดออกจากภาวะเงินฝืดอย่างยั่งยืนแล้วค่อยมีการปรับเปลี่ยนนโยบาย โดยระหว่างนี้รัฐบาลจำเป็นทำหน้าที่ลดผลกระทบจากเงินเยนที่อ่อนค่าจากการดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายของ BoJ ผ่านทั้งการออกมาตรการบรรเทาเงินเฟ้อและเร่งเปิดประเทศ
- กรณีที่ 2 (เป็นไปได้ยากแต่มีความเป็นไปได้มากขึ้นในช่วงที่ผ่านมา) BoJ จำเป็นต้องขยายกรอบการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ให้มากกว่า +/-0.25% เนื่องจากแรงกดดันของค่าเงินเยนที่อ่อนค่า - BoJ อาจต้องขยายกรอบ YCC หากเยนอ่อนค่ามากจนทำให้กระทรวงการคลังไม่สามารถแทรกแซงค่าเงินได้อย่างยั่งยืนเช่น ในกรณีที่ค่าเงินเยนอ่อนไปแตะระดับ 150 เยนต่อดอลลาร์เป็นระยะเวลานาน โดยในปัจจุบันกระทรวงการคลังได้ใช้เม็ดเงินในการแทรกแซงไปแล้วราว 9 ล้านล้านเยนโดยกระทรวงการคลังญี่ปุ่นมีเงินสำรองระหว่างประเทศราว 160-170 ล้านล้านเยน อย่างไรก็ตามการเปิดประเทศและราคาพลังงานจะทำให้บัญชีดุลเดินสะพัดขาดดุลลดลงซึ่งจะทำให้ค่าเงินเยนมีแนวโน้มจะแข็งค่าขึ้นซึ่งจะลดภาระของกระทรวงการคลังในการแทรกแซงค่าเงินไปได้บ้าง
- กรณีที่ 3 (เป็นไปได้ยากที่สุด) BoJ จำเป็นต้องยกเลิก Yield Curve Control เนื่องจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะ - BoJ อาจต้องยกเลิก Yield Curve Control เหมือนกับในกรณีของ RBA (ธนาคารกลางออสเตเรีย) ในปี 2021 เนื่องจากเกิดการเทขายพันธบัตรรัฐบาลจำนวนมากทำให้ RBA ไม่สามารถควบคุมอัตราผลตอบแทนได้ อย่างไรก็ตาม BoJ เป็นผู้ถือพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่น ถึง 50% และเป็นนักลงทุนสถาบันในประเทศอีก 40% นักลงทุนต่างชาติที่มีความสามารถในการเทขายมีเพียง 10% ขณะที่ในกรณีของ RBA มีนักลงทุนต่างชาติถือพันธบัตรรัฐบาลออสเตเรีย ถึง 60% ฉะนั้นกรณีที่จะมีการเทขายจากต่างชาติจนทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรเพิ่มขึ้นมากๆ ในเวลาอันสั้นจน BoJ ไม่สามารถควบคุมได้เป็นไปได้ยาก

แผนภาพที่ 48: การปรับเปลี่ยน/ยกเลิก YCC ของ BoJ มีความเป็นไปได้ต่ำเพราะจะทำให้ต้นทุนการเงินสูงขึ้นเป็นอย่างมากซึ่งจะกดดันเศรษฐกิจที่ยังคงอ่อนแอ

BoJ's exit plans 1\

	Scenarios	View
I.	**BoJ will maintain the existing YCC policy framework over the rest of this year.** *(Probability : Most likely)*	• Substantial policy adjustment will require signs of virtuous economic recovery. The change will only happen after the BoJ governor change in Apr-2023. • Before that happens, the government needs to expand fiscal measures to mitigate the impact of the weak yen while benefiting from yen weakness by accelerating reopening.
II.	**BoJ must raise 10Y yield target due to excessive yen weakness.** *(Probability : Unlikely, but potential is rising)*	• Sharp and continuous depreciation of yen may take CPI broadly above 2% YoY; as inflation overshoots its target, the BoJ may allow interest rates to go up. • Probability of this scenario is rising but still overall unlikely because a broader reopening is likely to lend some support to Japan's current account.
III.	**BoJ must reform existing policy framework due to massive foreign selling of JGBs which may put upward pressure on bond yields.** *(Probability : Unlikely)*	• The probability of this case is quite low since foreign investors currently hold only 8% of the total outstanding JGBs. 50% are in the BoJ's hands. The remaining 40% are with Japanese banks, insurance firms, pension funds and other institutional investors. • Domestic institutions are unlikely to follow foreign investors in massively selling JGBs given the need for them to hold liquid assets to meet regulatory requirements.

How bond yields moved after the RBA ended YCC



- According to the RBA , the target was met for the bulk of the period, but the exit in late 2021 was disorderly and associated with bond market volatility and some dislocation in the market. This experience caused some reputational damage to the bank.

Note: 1\ Regarding DBS's study.
ที่มา: DBS, RBA, Bank of Japan, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจไทย

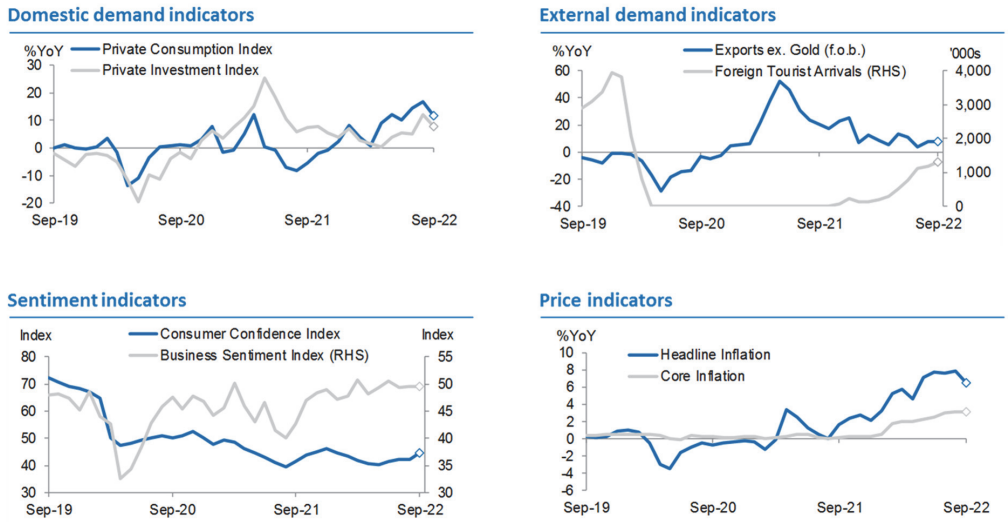
เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องจากแรงหนุนของภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน โดยแนวโน้มการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวที่แข็งแกร่งจะช่วยหนุนให้กิจกรรมเศรษฐกิจที่เกี่ยวเนื่องกับภาคการท่องเที่ยวปรับตัวดีขึ้นในระยะข้างหน้า นอกจากนี้ การบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในระยะสั้นจากผลบวกของมาตรการกระตุ้นการบริโภคที่รัฐบาลเตรียมออกมาเพิ่มเติมในช่วงปลายปี อย่างไรก็ดี การลงทุนภาครัฐอาจมีแนวโน้มแผ่วลงในระยะข้างหน้าในช่วงที่มีการเปลี่ยนผ่านรัฐบาล นอกจากนี้ หากอัตราเงินเฟ้อลงช้ากว่าที่คาดจนทำให้อัตราเงินเฟ้ออยู่สูงกว่ากรอบเงินเฟ้อเป้าหมายต่อเนื่องเป็นปีที่สอง อาจทำให้ กนง. ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยมากกว่าในกรณีฐานและกดดันให้เศรษฐกิจไทยขยายตัวได้ต่ำกว่าที่คาดไว้ที่ 4.1% YoY

กิจกรรมเศรษฐกิจในเดือน ก.ย. มีแรงหนุนจากภาคการท่องเที่ยวและการส่งออก ขณะที่แนวโน้มเศรษฐกิจยังมีความท้าทาย

อุปสงค์ในประเทศขยายตัวดีต่อเนื่อง โดยดัชนีการบริโภคภาคเอกชนขยายตัวในระดับสองหลักที่ +11.3% YoY (vs. +16.8% เดือนก่อน) จากแรงหนุนของการใช้จ่ายในหมวดสินค้าคงทน (+10.4% vs. +41.5% เดือนก่อน) และหมวดบริการ (+29.1% และ +36.8% เดือนก่อน) ด้านดัชนีการลงทุนภาคเอกชนชะลอลงเป็น 7.7% YoY (vs. +12.0% เดือนก่อน) ตามยอดขายวัสดุก่อสร้าง (+5.7% vs. +11.9% เดือนก่อน) และการนำเข้าสินค้าทุน (-0.7% vs. +2.6% เดือนก่อน) อย่างไรก็ดี การลงทุนในหมวดอื่นๆ ยังขยายตัวสูง ได้แก่ พื้นที่ได้รับอนุญาตก่อสร้าง (+19.0% vs. +19.0% เดือนก่อน) ยอดขายเครื่องจักรในประเทศ (+16.5% vs. +26.6% เดือนก่อน) และยอดจดทะเบียนรถยนต์ใหม่สำหรับลงทุน (+23.8% vs. +34.6% เดือนก่อน) ด้านการใช้จ่ายภาครัฐ (ไม่รวมเงินโอน) หดตัวทั้งในส่วนงบประจำ (-6.2% vs. +1.4% เดือนก่อน) และงบลงทุน (-9.6% vs. +2.2% เดือนก่อน) เนื่องจากการปรับกรอบงบประมาณที่ลดลง รวมทั้งการเร่งเบิกจ่ายงบประมาณไปแล้วในช่วงก่อนหน้า

อุปสงค์ในต่างประเทศก็ปรับตัวดีขึ้นเช่นกัน โดยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเพิ่มขึ้นเป็น 1.3 ล้านคน (vs. 1.2 ล้านคนเดือนก่อน) จากการปรับตัวดีขึ้นในเกือบทุกสัญชาติ ยกเว้นนักท่องเที่ยวยุโรป (ไม่รวมรัสเซีย) โดยเฉพาะกลุ่มนักท่องเที่ยวเดินทางระยะใกล้ อาทิ มาเลเซียและสิงคโปร์ ทั้งนี้ ดุลบริการขาดดุลน้อยที่สุดตั้งแต่ที่เริ่มมีการแพร่ระบาดของ COVID ในเดือน มี.ค. 2020 ด้านยอดส่งออกสินค้าเร่งตัวขึ้นเล็กน้อยเป็น 8.4% YoY ในเดือน ก.ย. (vs. +8.2% เดือนก่อน) และเพิ่มขึ้นจากเดือนก่อนหน้า (+3.4% MoM, sa) จากส่งออกสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ที่ขยายตัวสูง 21.2% (vs. +4.7% เดือนก่อน), สินค้าที่เกี่ยวเนื่องกับน้ำมันที่เร่งตัว (+22.3% vs. +10.1% เดือนก่อน) และสินค้าเกษตรที่ฟื้นตัวดีขึ้นมาก (-8.2% vs. -22.3% เดือนก่อน) อย่างไรก็ดี การส่งออกในกลุ่มสินค้าหลักอื่นๆ ชะลอตัวลงหลังจากขยายตัวในระดับสองหลักไปแล้วในเดือนก่อนหน้า เช่น ยานยนต์ (8.9%) ทั้งนี้ ดุลการค้ากลับมาเกินดุลในรอบ 3 เดือนที่ระดับ 1.9 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

แผนภาพที่ 49: กิจกรรมเศรษฐกิจในเดือน ก.ย. มีแรงหนุนจากภาคการท่องเที่ยวและการส่งออก

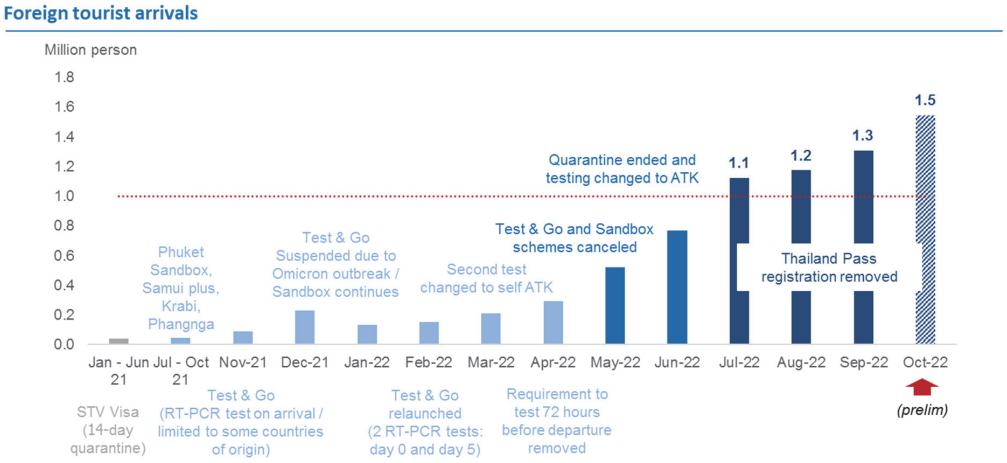


ที่มา: BoT, UTCC, MoC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

จำนวนนักท่องเที่ยวมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องหลังการเปิดประเทศ บ่งชี้การกลับมาของนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ชัดเจนในปีหน้า

กระทรวงท่องเที่ยวและกีฬาเปิดเผยว่า จำนวนนักท่องเที่ยวเบื้องต้นในเดือน ต.ค. อยู่ที่ 1.5 ล้านคน ซึ่งสูงกว่า 1 ล้านคนต่อเนื่องเป็นเดือนที่สี่หลังจากที่มีการยกเลิกการลงทะเบียนผ่านระบบ Thailand Pass ตั้งแต่เดือน ก.ค. เป็นต้นมา การเพิ่มขึ้นของนักท่องเที่ยวดังกล่าวสะท้อนถึงแนวโน้มการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวที่แข็งแกร่ง ซึ่งจะช่วยหนุนให้กิจกรรมเศรษฐกิจที่เกี่ยวเนื่องกับภาคการท่องเที่ยวปรับตัวดีขึ้นในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 50: จำนวนนักท่องเที่ยวเบื้องต้นในเดือน ต.ค. เพิ่มขึ้นเกิน 1 ล้านคนต่อเนื่องเป็นเดือนที่สี่หลังจากที่มีการยกเลิกการลงทะเบียนผ่านระบบ Thailand Pass

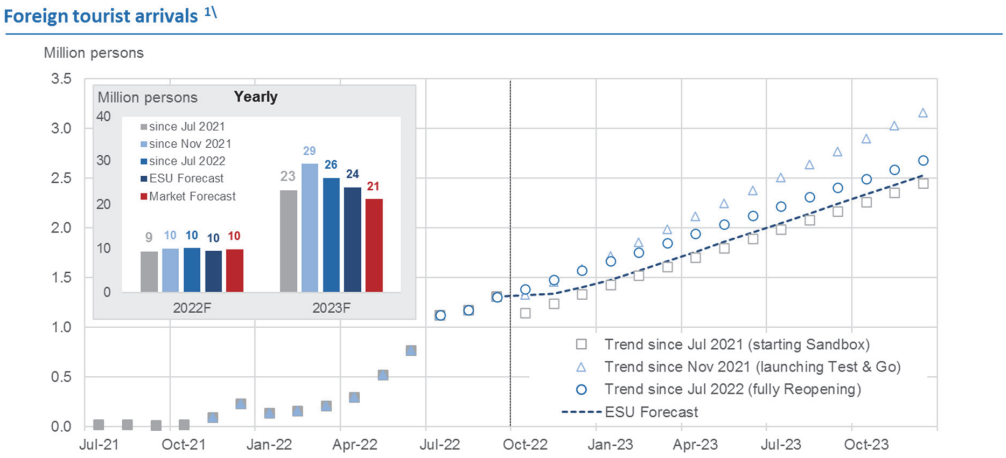


ที่มา: MoTS, Bangkokbiznews, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หากพิจารณาแนวโน้มการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวผ่านรูปแบบการเปิดประเทศต่างๆ ได้แก่ 1) นับแต่เดือน ก.ค. 2021 ที่มีการเปิดรับนักท่องเที่ยวเฉพาะพื้นที่ เช่น Phuket Sandbox, 2) นับแต่เดือน พ.ย. 2021 ที่เปิดรับนักท่องเที่ยวแบบ Test & Go ที่สามารถเดินทางท่องเที่ยวได้ในจังหวัดต่างๆ แบบมีเงื่อนไข และ 3) นับแต่เดือน ก.ค. 2022 ที่เปิดประเทศเต็มรูปแบบ และยกเลิกระบบลงทะเบียนผ่าน Thailand Pass พบว่าแนวโน้มทั้ง 3 แบบดังกล่าว บ่งชี้ว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติอาจแตะระดับ 23-29 ล้านคนในปีหน้า

โดยในกรณีฐานเราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในปีหน้าจะเพิ่มขึ้นกว่า 150% ไปแตะระดับ 24 ล้านคน (จากปีนี้ที่ราว 10 ล้านคน) ซึ่งตัวเลขดังกล่าวยังอยู่ภายในกรอบแนวโน้มการฟื้นตัวตามรูปแบบการเปิดประเทศข้างต้น อีกทั้งเรายังคาดหวังว่าจะได้เห็นการกลับมาของนักท่องเที่ยวจีนราว 3-4 ล้านคนในปีหน้า หลังจีนน่าจะเปิดประเทศอย่างชัดเจนตั้งแต่ไตรมาส 2 เป็นต้นไป เมื่อการประชุมใหญ่ NPC ที่กำหนดเป้าหมายตัวเลขทางเศรษฐกิจในเดือน มี.ค. สิ้นสุดลง ซึ่งเรามองว่าความคาดหวังดังกล่าวมีโอกาสเป็นไปได้มากขึ้นหลังจีนได้เริ่มปูทางอย่างเป็นทางการในการเตรียมการเปิดประเทศแล้ว เช่น ประกาศลดวันกักตัวลง, ผ่อนคลายข้อกำหนดการตรวจ PCR 48 ชั่วโมงก่อนขึ้นเครื่องจากเดิมที่ต้องตรวจ 2 ครั้งให้เหลือแค่ 1 ครั้ง และยกเลิกมาตรการลงโทษสำหรับสายการบินที่มีผู้ติดเชื้อในเที่ยวบินขาเข้าเกินกว่า 4% หรือ มากกว่า 5 คน (Cirtcuit breaker) เป็นต้น อีกทั้งเรามองว่ามีความเป็นไปได้ที่อาจได้เห็นแนวโน้มที่ตลาดอาจปรับเพิ่มคาดการณ์จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในปีหน้าให้สูงขึ้นได้ จากปัจจุบันที่คาดอยู่ที่ราว 21 ล้านคน

แผนภาพที่ 51: แนวโน้มการฟื้นตัวหลังเปิดประเทศ บ่งชี้การกลับมาของนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ชัดเจนในปีหน้า



Note: 1\ Market forecast includes BoT (as of Sep) and FPO (as of Oct). TISCO ESU forecast as of Aug.
ที่มา: MoTS, BoT, FPO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

รัฐอยู่ระหว่างการพิจารณามาตรการกระตุ้นการบริโภคเพิ่มเติม ซึ่งน่าจะช่วยหนุนให้การใช้จ่ายของผู้บริโภคเพิ่มขึ้นในระยะสั้น

รัฐอยู่ระหว่างการพิจารณามาตรการกระตุ้นการบริโภครอบใหม่ในช่วงปลายปี ซึ่งน่าจะเป็นโครงการที่เคยออกมาแล้ว แต่คาดว่าวงเงินไม่น่าจะสูงกว่าครั้งก่อน เนื่องจากความจำเป็นในการออกมาตรการกระตุ้นการบริโภคลดลงหลังจากที่เศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัว และการบริโภคภาคเอกชนปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้แหล่งเงินทุนสำคัญที่เคยใช้ในการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงที่มีการแพร่ระบาดของ COVID-19 ได้แก่ พ.ร.ก. เงินกู้ฯ 1 ล้านล้านบาท และ พ.ร.ก. เงินกู้ฯ 5 แสนล้านบาท ก็สิ้นสุดลงแล้ว อย่างไรก็ดี เรามองว่ามาตรการกระตุ้นการบริโภคที่ออกมาเพิ่มเติมจะมีส่วนช่วยให้ผู้บริโภคใช้จ่ายเพิ่มขึ้นในระยะสั้น แต่ผู้บริโภคอาจยังระมัดระวังการใช้จ่ายท่ามกลางค่าครองชีพที่ยังคงอยู่ในระดับสูง ประกอบกับอาจมีผลของการเร่งใช้จ่ายไปในช่วงก่อนหน้าที่ส่งผลให้การบริโภคภาคเอกชนชะลอตัวลงในปีหน้า (Front-load spending)

แผนภาพที่ 52: รัฐอยู่ระหว่างการพิจารณามาตรการกระตุ้นการบริโภคเพิ่มเติมในช่วงปลายปี ซึ่งคาดว่าวงเงินจะไม่ใหญ่ไปกว่าครั้งก่อน

Previous measures to support domestic consumption

Measures	Budget (THB, bn)	Targeted Persons (M. Persons or M. Room Nights)	Period	Note
The Half-Half Co-payment				
Phase 1	30.0	10.0	Oct 2020 – Dec 2020	THB3,000 each
Phase 2	22.5	15.0	Jan 2021 – Mar 2021	THB3,500 each 1\
Phase 3	81.0	27.0	Jul 2021 – Dec 2021	THB3,000 each
Phase 4	31.7	26.4	Feb 2022 – Apr 2022	THB1,200 each
Phase 5	21.2	26.5	Sep 2022 – Oct 2022	THB800 each
We Travel Together				
Phase 1	22.0	5.0	Jul 2020 – Oct 2020	
Phase 2	10.0 2\	1.0	Dec 2020 – Apr 2021	
Phase 3	5.7 2\	2.0	Oct 2021 – Jan 2022	
Phase 4	9.0	1.5	Jul 2022 – Oct 2022	
Tax Deduction for Shopping				
Shop Dee Mee Kuen	111 (expected total spending)	~11.0	23 Oct 2020 – 30 Dec 2020	Up to THB30,000 each
Shop Dee Mee Kuen	42 (expected total spending)	~11.0	1 Jan 2022 – 15 Feb 2022	Up to THB30,000 each

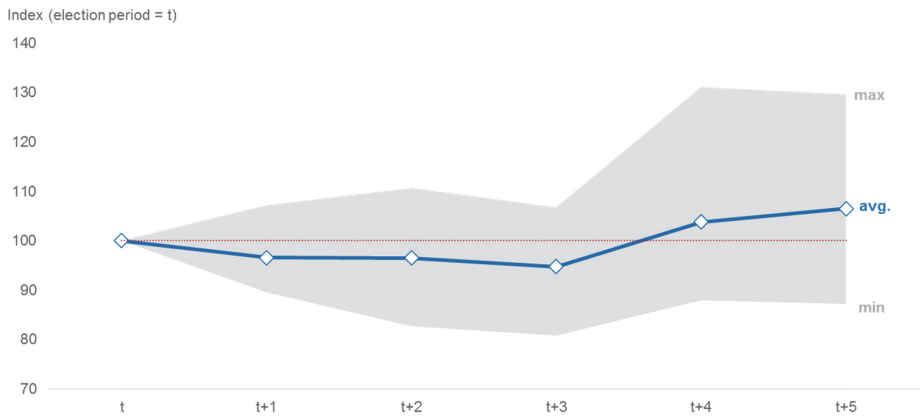
Note: 1\ 10 million persons from phase 1 get THB500 more each and 5 million new registrants will get THB3,500. 2\ the approximate remaining budget from phase 1.
ที่มา: Press, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การลงทุนภาครัฐอาจมีแนวโน้มแผ่วลงในระยะข้างหน้า

เรามีมุมมองที่ระมัดระวังด้านการลงทุนภาครัฐในระยะข้างหน้า โดยข้อมูลในอดีตชี้ว่า หลังจากที่มีการเลือกตั้ง ณ ช่วงเวลา t การลงทุนภาครัฐมักจะชะลอตัวออกไปอีก 2 – 3 ไตรมาส เนื่องจากหลังจากที่มีการเปลี่ยนผ่านรัฐบาลจะต้องใช้เวลาในการจัดตั้งรัฐบาล รวมถึงการกำหนดทิศทางนโยบายการลงทุนต่างๆ ซึ่งอาจทำให้มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการลงทุนของรัฐบาลชุดเดิม ดังนั้น การลงทุนในโครงการลงทุนขนาดใหญ่อาจชะลอออกไปเพื่อรอดูความชัดเจนของนโยบาย

แผนภาพที่ 53: การลงทุนภาครัฐอาจแผ่วลงในช่วงเปลี่ยนผ่านรัฐบาลหลังจากที่มีการเลือกตั้ง

Public investment after election period (2001-2019) 1\



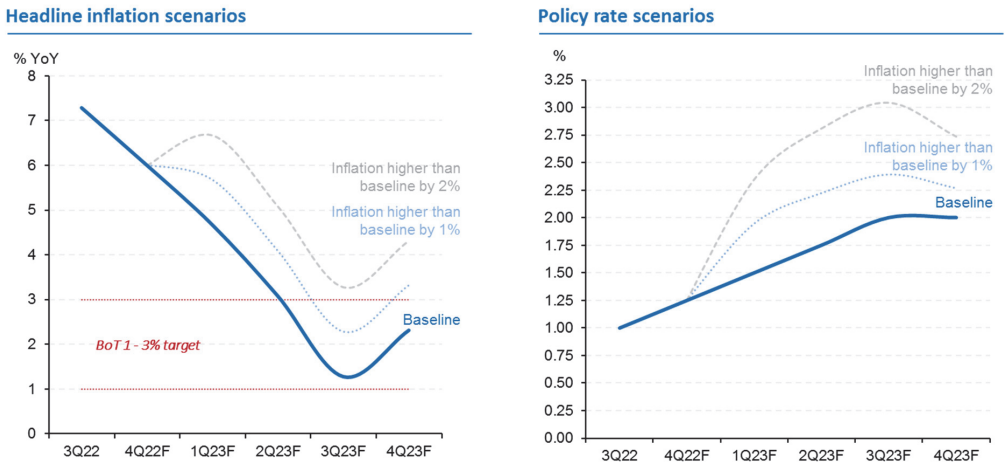
Note: 1\ t = election period and bands represent max and min of public investment after election periods.
ที่มา: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หากเงินเฟ้อของไทยสูงกว่ากรณีฐาน 1 - 2 % ในปี 2023F อาจทำให้ กนง. เร่งขึ้นดอกเบี้ยนโยบายสูงสุดถึง 100bps

เราได้ทำการศึกษาว่า ในกรณีที่เงินเฟ้อของไทยลงช้ากว่าที่คาดหรือ มีความหนืดในการเปลี่ยนแปลงราคา (Sticky) เหมือนของสหรัฐฯ โดยกำหนดให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปี 2023F สูงกว่ากรณีฐาน 1 - 2% ซึ่งจะทำให้อัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยในปี 2023F สูงกว่ากรอบบนของเงินเฟ้อเป้าหมายของ ธปท. ต่อเนื่องเป็นปีที่สอง พบว่า กนง. มีแนวโน้มที่จะเร่งขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้นอีก 40 – 100 bps จากกรณีฐาน ทำให้ Terminal rate อยู่ที่ 2.4 - 3.0% ทั้งนี้ อัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับสูงมากและการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะกดดันให้การบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนชะลอตัวลง และส่งผลให้ GDP ลดลง 0.1 - 0.4% จากกรณีฐานที่ 4.1% ในปีหน้า

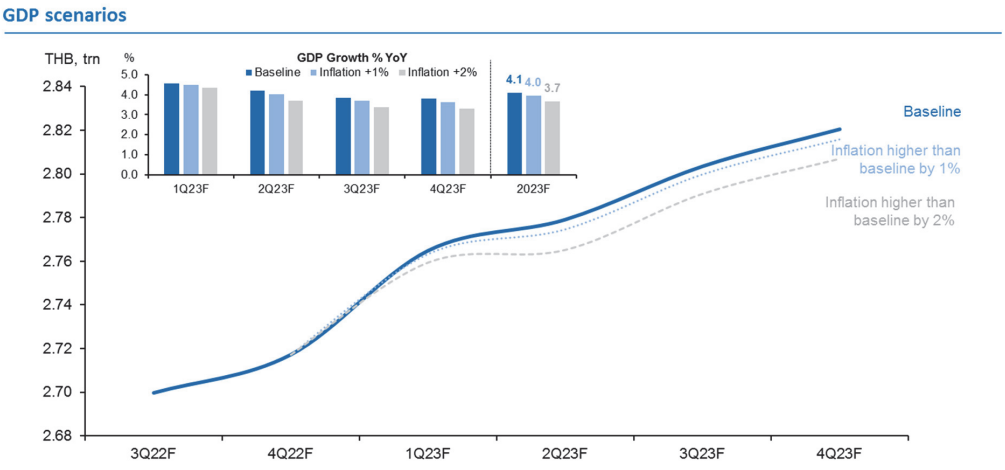
อย่างไรก็ดี เรายังให้น้ำหนักของความเป็นไปได้ในกรณีฐานมากที่สุด โดยคาดว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปจะชะลอลงเป็น 2.8% YoY ในปี 2023F (vs. 6.1% ในปี 2022F) และคาดว่า กนง. จะปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 75bps จากคาดการณ์อัตราดอกเบี้ย ณ สิ้นปีนี้ที่ 1.25% ส่งผลให้ Terminal rate จะอยู่ที่ 2.0% ในปีหน้า

แผนภาพที่ 54: ในกรณีที่เงินเฟ้อสูงกว่ากรณีฐาน 1 – 2% ในปี 2023F อาจทำให้ กนง. เร่งขึ้นดอกเบี้ยนโยบายสูงสุดถึง 100bps



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

แผนภาพที่ 55: ... และทำให้ GDP ลดลง 0.1 - 0.4% จากกรณีฐาน



ที่มา: NESDC, 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		