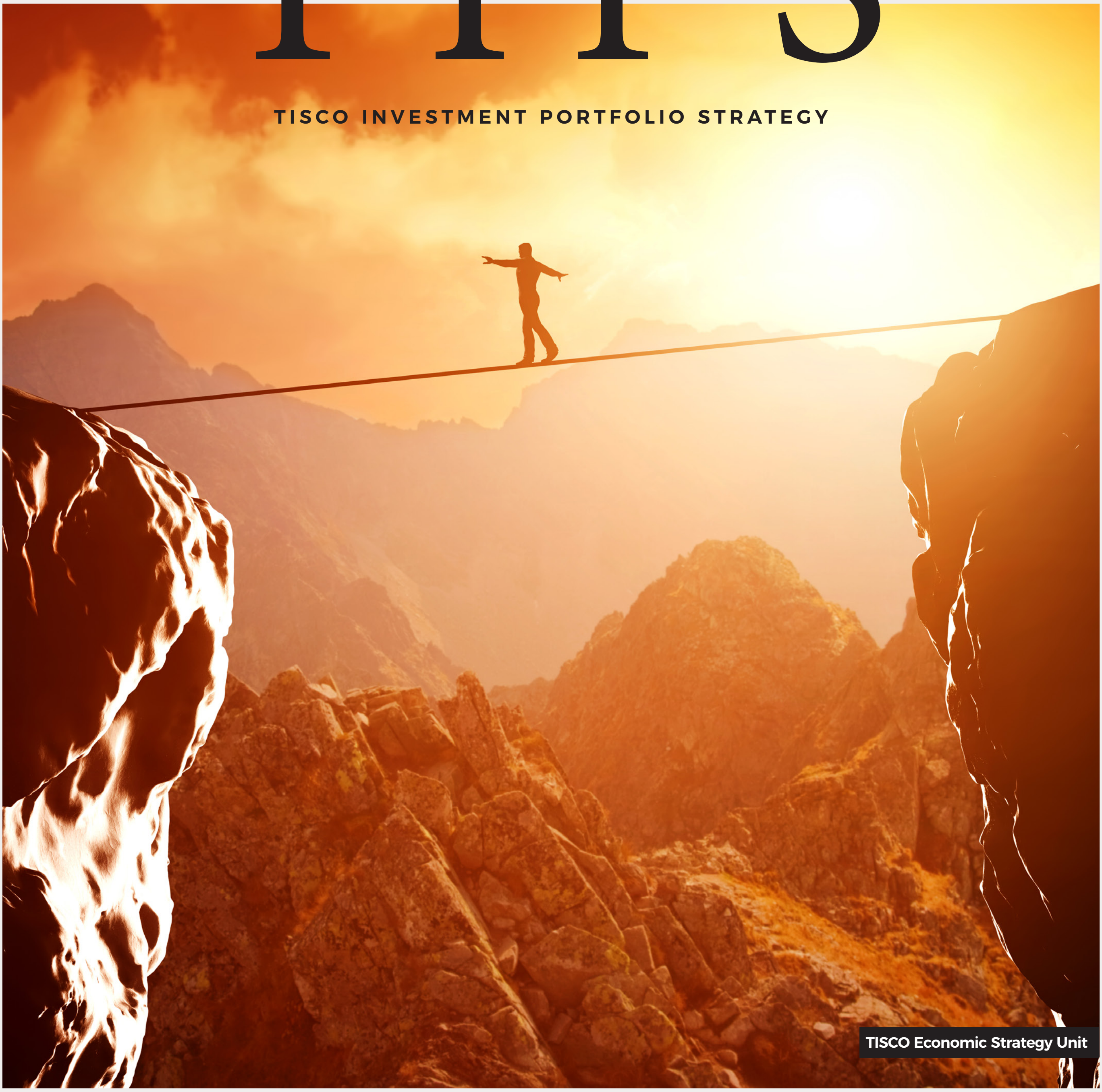
TISCO

Outlook 2022 January-February | ISSUE 078

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

ตลาดหุ้นในปี 2022 จะเคลื่อนไหวผันผวนขึ้น ท่ามกลางตัวเลขเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง และนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นต่อเนื่อง

ตลาดหุ้น (S&P500) อาจปรับตัวลงสู่ระดับ 4,300-4,400 จุดในช่วงครึ่งแรกของปี ก่อนจะฟื้นตัวขึ้นสู่ระดับ 4,860 จุดในช่วงปลายปี

แนะนำหาจังหวะในช่วงที่ตลาดหุ้นทั่วโลกอาจปรับฐานลงในช่วงไตรมาส 1 โดยเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นยุโรป ญี่ปุ่น และจีน

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY 03

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY 04

- ตลาดหุ้น 07
- ตลาดตราสารหนี้ 20
- ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ 22

GLOBAL ECONOMIC INSIGHT 26

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ 27
- เศรษฐกิจยุโรป 36
- เศรษฐกิจจีน 44
- เศรษฐกิจญี่ปุ่น 50
- เศรษฐกิจไทย 56

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

การเปิดเศรษฐกิจ และการใช้นโยบายการเงินผ่อนคลาย เป็นปัจจัยสำคัญที่ผลักดันให้ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนโตขึ้นแรงในปีที่ผ่านมา ขณะที่ Valuation ยังทรงตัวในระดับสูง และทำให้ตลาดหุ้น (S&P500) ปรับขึ้นต่อเนื่องกว่า 20%

เรามองตลาดหุ้นในปี 2022 อาจไม่ได้เพิ่มขึ้นอย่างราบรื่นเหมือนปีที่ผ่านมา โดยอาจปรับตัวลงก่อนในช่วงครึ่งแรกของปี ท่ามกลางปัจจัยเสี่ยงจาก 1) ตัวเลขเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง หลังปัจจัยบวกจากมาตรการกระตุ้นการคลังแผ่วลง และผลกระทบจากการระบาดของ Omicron 2) เงินเฟ้อที่อาจยังอยู่ในระดับสูงกว่าเป้าหมายของ Fed ที่เฉลี่ย 2% ในสิ้นปี ซึ่งจะทำให้ 3) Fed ใช้นโยบายการเงินเข้มงวดต่อเนื่อง

เราประเมินตลาดหุ้น (S&P500) อาจปรับตัวลงมาที่ระดับ 4,300-4,400 จุด ในช่วงครึ่งแรกของปี ก่อนจะฟื้นตัวขึ้นสู่ระดับ 4,860 จุดในช่วงปลายปี โดยตลาดหุ้นยุโรปและญี่ปุ่นอาจมี Upside ในปี 2022 มากกว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯ เนื่องจาก 1) ในช่วงที่ Fed มีนโยบายการเงินเข้มงวดขึ้น หุ้นในตลาดพัฒนาแล้ว (Developed Markets: DM) โดยเฉพาะตลาดหุ้นยุโรปและญี่ปุ่น มักจะให้ผลตอบแทนเป็นบวกและสูงกว่าของสหรัฐฯ 2) เงินเฟ้อในยุโรปและญี่ปุ่น ซึ่งยังอยู่ต่ำกว่าในสหรัฐฯ และทำให้ภาครัฐมีความยืดหยุ่นในการกระตุ้นเศรษฐกิจได้มากกว่า และ 3) Valuation ของตลาดหุ้นยุโรป และญี่ปุ่น ที่ยังถูกกว่าของสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก

ขณะที่ ตลาดหุ้นจีนอาจ Outperform ตลาดหุ้นกลุ่ม EM เนื่องจาก ธนาคารกลางจีนเปลี่ยนมาผ่อนคลายนโยบายการเงินอย่างชัดเจน และน่าจะยังคงนโยบายต่อเนื่องในปี 2022 ประกอบกับทางการจีนจะมีการประชุม National Congress ในช่วงปลายปี ซึ่งน่าจะหนุนให้ตลาดหุ้นจีนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในปี 2022

เราจึงแนะนำให้นักลงทุนอาจหาจังหวะในช่วงที่ตลาดหุ้นทั่วโลกอาจปรับฐานลงในช่วงไตรมาส 1 โดยเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นยุโรป ญี่ปุ่น และจีน

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- เรามองตลาดหุ้นในปี 2022 จะเคลื่อนไหวผันผวนขึ้นท่ามกลางตัวเลขเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง และนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นต่อเนื่อง
- เราประเมินตลาดหุ้น (S&P500) อาจปรับตัวลงสู่ระดับ 4,300-4,400 จุดในช่วงครึ่งแรกของปี ก่อนจะฟื้นตัวขึ้นสู่ระดับ 4,860 จุดในช่วงปลายปี
- แนะนำให้นักลงทุนหาจังหวะในช่วงที่ตลาดหุ้นทั่วโลกอาจปรับฐานลงในช่วงไตรมาส 1 โดยเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นยุโรป ญี่ปุ่น และจีน

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting: Underweight	Underweight	Neutral	Overweight	Weighting: Overweight	Themes
ตราสารหนี้ไทย		●				- เงินเฟ้อที่เร่งตัวแรง และอาจทรงตัวสูงกว่าเป้าหมายของ Fed ที่ 2% ต่อเนื่องไปตลอดทั้งปีหน้า อาจกดดันให้ Fed ต้องปรับนโยบายการเงินเข้มงวดขึ้นมากกว่าคาด ซึ่งจะส่งผลให้ Bond yield ปรับตัวสูงขึ้น - เราคาดว่า Bond yield สหรัฐฯ จะเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ระดับ 1.8% ในช่วงปลายปีหน้า และส่งผลให้ผลตอบแทนพันธบัตรของไทยปรับตัวขึ้นไปอยู่ในกรอบ 2.0-2.4% - คงคำแนะนำ Underweight
ตราสารทุน						
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ			●			- การฟื้นตัวของเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง ท่ามกลางผลบวกที่ลดลงของการเปิดเศรษฐกิจ และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจการคลัง - เงินเฟ้อที่อาจยังอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องในสิ้นปี อาจทำให้ Fed ลดการผ่อนคลายนโยบายการเงินเร็วขึ้น - Valuation อยู่ในระดับที่แพงมาก ซึ่งการเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า จะถูกจำกัดโดยนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย			●			- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นอย่างช้าๆ ท่ามกลางการใช้มาตรการควบคุมการเดินทางในหลายประเทศ ซึ่งจะทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวยังอยู่ในระดับต่ำในปี 2022 - การเพิ่มกรอบนโยบายการคลังเป็น 70% ของ GDP ช่วยหนุนให้ภาครัฐสามารถออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจได้อย่างต่อเนื่อง - ความเสี่ยงจากปัญหาการเมืองภายในประเทศ - Earnings อาจยังถูกปรับขึ้นช้า ท่ามกลางการกลับมาระบาดของ COVID-19 ทั่วโลก - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน				●		- เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง ตามการควบคุมการใช้ไฟฟ้าในภาคอุตสาหกรรม และแนวทางการควบคุมการระบาดที่เข้มงวด (Zero-Covid policy) - อย่างไรก็ดี PBoC มีการกลับมาผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม โดยลดสัดส่วนเงินกันสำรอง RRR ลงในกลางเดือน ก.ค. และ ธ.ค. รวมถึงลดอัตราดอกเบี้ย LPR ในเดือน ธ.ค. - ตลาดหุ้นดูจะตอบรับต่อประเด็นการเพิ่มกฎระเบียบไปค่อนข้างมากแล้ว ทำให้การออกกฎระเบียบเพิ่มเติมอาจกลับกลายเป็นข่าวดีที่จะสร้างความชัดเจนให้กับตลาดในระยะข้างหน้า แต่ยังมี Sentiment ลบ จากข่าวการผิดนัดชำระหนี้ โดยเฉพาะในภาคอสังหาฯ เป็นระยะ - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ			●			- ได้รับประโยชน์จากการเปลี่ยนพฤติกรรมของประชากร ที่หันมาใช้เทคโนโลยีมากขึ้น เนื่องจากมีสินค้าส่งออกประเภทเครื่องใช้อิเล็กทรอนิกส์ และส่วนประกอบคอมพิวเตอร์ เป็นสัดส่วนมาก - คาดการณ์กำไรถูกปรับขึ้นค่อนข้างมาก ตามสัดส่วนภาคการผลิตที่สูง เทียบกับขนาดเศรษฐกิจ - มีความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed - คงน้ำหนัก Neutral
ตลาดหุ้นอินเดีย			●			- มีความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อที่ปรับขึ้นสูง ซึ่งอาจทำให้ธนาคารกลางต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค - Valuation อยู่ในระดับที่แพงมาก เมื่อเทียบกับประเทศในกลุ่ม Emerging Markets ด้วยกัน - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				●		- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น ท่ามกลางจำนวนผู้ติดเชื้อที่ชะลอตัวลงมากในช่วงเดือน ก.ค.-ต.ค. และความคืบหน้าในการฉีดวัคซีน - เงินเฟ้อยังอยู่ในระดับต่ำ เปิดทางให้ใช้นโยบายผ่อนคลายการเงินนานกว่า Fed - ตลาดหุ้นมักจะไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากการถอนนโยบายการเงินของ Fed - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป					●	- เศรษฐกิจอาจชะลอตัวลงในระยะสั้น ตามการกลับมาใช้มาตรการ Lockdown ในหลายประเทศ - มีปัจจัยบวกจากกองทุน EU Recovery Fund เริ่มจัดสรรแล้วในเดือน ส.ค. และก้อนใหญ่ราว 60% จะถูกจัดสรรต่อเนื่องในปี 2022 - Earnings มีแนวโน้มขยายตัวได้ดี - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา	●					- โครงสร้างทางเศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด และทุนสำรองต่ำ - มีข้อจำกัดในการกระตุ้นเศรษฐกิจทางการคลัง - ตลาดหุ้นมีความอ่อนไหวต่อนโยบายการเงินของสหรัฐฯค่อนข้างมาก มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูงกว่าประเทศอื่นในกลุ่ม EM - ภาวะการเงินตึงตัวขึ้นมาก ท่ามกลางการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย หลังเงินเฟ้อในภูมิภาคเร่งตัวขึ้นแรง เกินเป้าหมายธนาคารกลาง - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก						
ทองคำ		●				- ความกังวลจากเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นสูง และการกลับมาใช้มาตรการ Lockdown ที่เข้มงวด อาจทำให้ราคาทองคำปรับเพิ่มขึ้น - อย่างไรก็ดี เรามอง Fed มีแนวโน้มที่จะลดการผ่อนคลายนโยบายการเงินเร็วขึ้น ทำให้ราคาทองคำมี Upside ที่จำกัด - แนะนำให้นักลงทุนขายทองคำ และเข้าซื้อที่ระดับต่ำกว่า 1,700 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ - คงคำแนะนำ Underweight
น้ำมัน			●			- ราคาน้ำมัน WTI เริ่มมี Upside จำกัด จากอุปทานน้ำมันที่จะกลับมาฟื้นตัวเร็วกว่าอุปสงค์น้ำมัน - อิหร่านอาจกลับมาส่งออกน้ำมัน หลังข่าวการกลับมาเจรจาโครงการนิวเคลียร์ดีล - จีนและสหรัฐฯ มีแผนที่จะปล่อยน้ำมันจากคลังสำรองทางยุทธศาสตร์ - คงคำแนะนำ Neutral
US REITs			●			- ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ยังมีความน่าสนใจ - ได้ประโยชน์จากการเปิดเศรษฐกิจ และราคาบ้านที่ปรับเพิ่มขึ้นแรง - อย่างไรก็ดี มีความเสี่ยงจากการลดการเข้าซื้อ MBS ของ Fed - คงคำแนะนำ Neutral
J-REITs			●			- ราคาที่ดินในญี่ปุ่นยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น - 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	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
Thailand SET	1,616	0.0%	-1.6%	-0.6%	-1.8%	0.1%	0.9%	15.3%	11.5%
Philippines PCOMP	7,188	-0.7%	-0.8%	-0.7%	-1.3%	4.5%	5.3%	-0.5%	0.7%
Indonesia JCI	6,558	0.2%	-0.8%	-0.9%	-2.4%	8.2%	9.4%	6.4%	9.7%
Singapore STI	3,097	0.8%	-1.2%	-0.8%	-4.2%	1.1%	-0.7%	8.8%	8.9%
Malaysia KLCI	1,495	0.1%	-0.5%	1.0%	-2.0%	-2.3%	-4.9%	-9.3%	-8.1%
Asia	**Last**	**Today**	**-1D**	**-1W**	**-1M**	**-3M**	**-6M**	**-1Y**	**YTD**
HK HSI	22,881	0.6%	-1.9%	-3.2%	-8.7%	-5.5%	-19.7%	-13.0%	-16.0%
China H HSCEI	8,090	0.6%	-2.1%	-3.9%	-9.8%	-6.4%	-23.3%	-22.2%	-24.7%
MSCI China	81	0.0%	-2.6%	-5.3%	-11.4%	-8.9%	-23.9%	-24.0%	-25.2%
China CSI300	4,899	0.4%	-1.5%	-3.0%	0.2%	0.9%	-3.8%	-2.9%	-6.0%
Taiwan TWSE	17,725	0.3%	-0.8%	0.7%	-0.5%	2.6%	3.9%	23.2%	20.3%
Korea KOSPI	2,979	0.5%	-1.8%	-0.3%	0.3%	-5.2%	-8.1%	7.2%	3.7%
MSCI Korea	905	0.0%	-1.8%	-1.0%	0.7%	-4.6%	-9.4%	2.5%	-2.3%
India SENSEX	55,822	0.0%	-2.1%	-4.2%	-6.4%	-5.4%	6.2%	22.5%	16.9%
MSCI India	1,944	0.0%	-2.3%	-4.4%	-6.4%	-5.0%	6.4%	27.5%	21.5%
Developed Market	**Last**	**Today**	**-1D**	**-1W**	**-1M**	**-3M**	**-6M**	**-1Y**	**YTD**
Australia AS 200	7,327	0.5%	-0.2%	-0.7%	-0.9%	0.7%	1.3%	9.9%	11.2%
Japan TOPIX	1,971	1.5%	-2.2%	-0.1%	-3.6%	-4.5%	3.8%	10.2%	9.2%
Japan Nikkei 225	28,438	1.8%	-2.1%	0.0%	-4.4%	-4.7%	1.5%	6.5%	3.6%
Europe STOXX600	467	0.0%	-1.4%	-1.3%	-3.9%	1.9%	2.7%	20.9%	17.1%
Euro STOXX50	4,107	0.0%	-1.3%	-1.8%	-5.7%	0.2%	-0.1%	19.1%	15.6%
US Dow Jones	34,932	0.0%	-1.2%	-2.0%	-1.9%	3.0%	3.1%	15.6%	14.1%
US S&P500	4,568	0.0%	-1.1%	-2.2%	-2.8%	4.9%	8.1%	23.6%	21.6%
MSCI US REITs	1,499	0.0%	-0.9%	-1.1%	0.1%	6.6%	7.8%	34.6%	31.9%
J-REITs	2,039	0.9%	-2.5%	0.1%	-1.0%	-3.2%	-3.7%	19.4%	14.3%
Europe	**Last**	**Today**	**-1D**	**-1W**	**-1M**	**-3M**	**-6M**	**-1Y**	**YTD**
UK FTSE 100	7,198	0.0%	-1.0%	-0.5%	-0.4%	3.1%	1.9%	12.2%	11.4%
Germany DAX	15,240	0.0%	-1.9%	-2.4%	-5.7%	-0.7%	-2.3%	15.0%	11.1%
France CAC 40	6,870	0.0%	-0.8%	-1.0%	-3.4%	4.8%	4.1%	27.4%	23.8%
Switzerland SMI	12,590	0.0%	-1.0%	0.3%	0.4%	6.8%	5.0%	22.2%	17.6%
Portugal PSI 20	5,386	0.0%	-1.0%	-1.9%	-2.1%	2.2%	5.6%	15.6%	9.9%
Spain IBEX 35	8,242	0.0%	-0.8%	-1.0%	-5.8%	-5.9%	-8.9%	5.8%	2.1%
Italy FTSE MIB	26,178	0.0%	-1.6%	-1.4%	-4.2%	3.3%	3.1%	22.3%	17.7%
Latin America	**Last**	**Today**	**-1D**	**-1W**	**-1M**	**-3M**	**-6M**	**-1Y**	**YTD**
Brazil BOVESPA	105,020	0.0%	-2.0%	-2.2%	1.9%	-4.7%	-18.8%	-9.3%	-11.8%
Chile IPSA	4,088	0.0%	-6.2%	-5.0%	-6.2%	-5.1%	-4.8%	-1.8%	-2.1%
Mexico MEXBO	51,624	0.0%	-1.4%	2.4%	1.6%	1.6%	2.6%	19.4%	17.1%
Regional	**Last**	**Today**	**-1D**	**-1W**	**-1M**	**-3M**	**-6M**	**-1Y**	**YTD**
MSCI Asia Pac ex Japan	607	0.0%	-1.9%	-2.8%	-6.4%	-5.2%	-11.8%	-6.0%	-8.3%
MSCI Latin America	2,068	0.0%	-2.8%	-1.1%	-1.1%	-9.5%	-21.0%	-13.8%	-15.6%
MSCI All Country World	725	0.0%	-1.4%	-1.4%	-4.0%	0.8%	1.9%	14.2%	12.1%
Commodities	**Last**	**Today**	**-1D**	**-1W**	**-1M**	**-3M**	**-6M**	**-1Y**	**YTD**
WTI Spot	69.27	1.5%	-3.7%	-2.1%	-9.0%	-1.8%	-6.0%	45.1%	42.8%
Brent Spot	72.05	0.7%	-2.7%	-2.2%	-8.7%	-3.1%	-3.8%	41.5%	39.1%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	2.78	-0.51	0.66	-0.19	-0.01	-1.02	1.54	-0.39	-0.50
Gold Spot	1790.55	-0.2%	-0.2%	1.0%	-1.0%	0.8%	0.4%	-4.7%	-5.5%
Gold ETF Holdings (tonnes)	3047.54	0.0%	-0.0%	-0.3%	-0.3%	-1.9%	-3.2%	-8.3%	-8.5%
Bloomberg Agri Subindex	59.49	0.0%	-1.0%	-0.8%	-2.6%	7.8%	7.8%	31.4%	23.9%
Thai Bond Index	**Last**	**Today**	**-1D**	**-1W**	**-1M**	**-3M**	**-6M**	**-1Y**	**YTD**
ThaiBMA Govt Bond index	315.79	0.0%	0.1%	0.3%	0.4%	-1.3%	-0.3%	-4.5%	-4.7%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	214.28	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	-0.0%	0.1%	0.2%	0.1%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	308.72	0.0%	0.2%	0.3%	0.2%	-0.6%	-0.3%	-0.6%	-0.8%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	412.70	0.0%	0.1%	0.7%	0.4%	-0.3%	0.2%	-1.6%	-1.9%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	262.07	0.0%	0.1%	0.3%	0.2%	-0.3%	-0.0%	-0.5%	-0.6%
Thai Bond Yields (bps)	**Last**	**Today**	**-1D**	**-1W**	**-1M**	**-3M**	**-6M**	**-1Y**	**YTD**
1Y	0.52	0	-0	-1	-1	2	4	11	16
2Y	0.65	0	1	-2	-2	11	13	23	26
5Y	1.21	0	-2	-5	1	26	29	55	60
10Y	1.86	0	-3	-11	-9	6	-0	56	58
Spread 10Y-2Y	121	0	-4	-9	-8	-5	-13	33	31
Foreign Bond Yields (bps)	**Last**	**Today**	**-1D**	**-1W**	**-1M**	**-3M**	**-6M**	**-1Y**	**YTD**
US 10Y	1.42	0	2	-2	-12	10	-6	49	51
Japan 10Y	0.05	1	-1	-1	-3	1	-0	4	3
UK 10Y	0.77	0	1	8	-11	-2	2	52	58
German 10Y	(0.37)	0	1	2	-2	-5	-17	21	20
Spain 10Y	0.36	0	3	5	-2	3	-10	32	31
Italy 10Y	0.93	0	4	2	7	22	6	37	39
Others	**Last**	**Today**	**-1D**	**-1W**	**-1M**	**-3M**	**-6M**	**-1Y**	**YTD**
VIX index	22.87	0.0%	1.3	2.6	5.0	-1.5	5.0	-2.3	0.1
Dollar index	96.48	-0.1%	-0.0%	-0.1%	0.5%	3.5%	5.0%	7.1%	7.3%
USD/THB	33.73	0.3%	0.0	0.9%	2.3%	1.1%	6.5%	12.0%	12.5%
EUR/USD	1.13	0.0%	0.4%	0.1%	0.3%	-3.8%	-5.3%	-7.8%	-7.7%
GBP/USD	1.32	0.0%	-0.0	-0.1%	-1.4%	-3.3%	-5.1%	-1.1%	-3.2%
USD/JPY	113.65	0.1%	-0.1%	-0.0%	-1.0%	4.0%	3.2%	9.9%	10.0%
USD/CNY	6.37	-0.0%	0.0	0.1%	-0.2%	-1.4%	-1.4%	-2.7%	-2.3%
USD/CNH	6.38	0.0%	-0.1%	0.2%	-0.1%	-1.5%	-1.4%	-2.3%	-1.8%
						As of	12/21/2021	9:09:33 AM	

ตลาดหุ้น

เรามองตลาดหุ้นในปี 2022 จะเคลื่อนไหวผันผวนขึ้น ท่ามกลางตัวเลขเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง และนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น เราประเมินตลาดหุ้น (S&P500) อาจปรับตัวลงมาที่ระดับ 4,300-4,400 จุดในช่วงครึ่งแรกของปี ก่อนจะฟื้นตัวขึ้นสู่ระดับ 4,860 จุดในช่วงปลายปี แนะนำให้หาจังหวะในช่วงที่ตลาดหุ้นทั่วโลกอาจปรับฐานลงในช่วงไตรมาส 1 โดยเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นยุโรป ญี่ปุ่น และจีน

เศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง และนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นจะจำกัดการเพิ่มขึ้นของตลาดหุ้น

เรามองตลาดหุ้นในปี 2022 จะเคลื่อนไหวผันผวนขึ้น ท่ามกลางปัจจัยเสี่ยงจาก 1) ตัวเลขเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง หลังปัจจัยบวกจากมาตรการกระตุ้นการคลังแผ่วลง และผลกระทบจากการระบาดของ Omicron 2) เงินเฟ้อที่อาจยังอยู่ในระดับสูงกว่าเป้าหมายของ Fed ที่ 2% ในสิ้นปี และ 3) นโยบายการเงินที่มีแนวโน้มเข้มงวดขึ้นต่อเนื่อง

เราประเมินตลาดหุ้น (S&P500) อาจปรับตัวลงมาที่ระดับ 4,300-4,400 จุดในช่วงครึ่งแรกของปี ก่อนจะฟื้นตัวขึ้นสู่ระดับ 4,860 จุดในช่วงปลายปี

เราคาดว่าตลาดหุ้นยุโรปและญี่ปุ่นจะมี Upside ในปี 2022 มากกว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯ เนื่องจาก 1) ในช่วงที่ Fed มีนโยบายการเงินเข้มงวดขึ้น หุ้นในตลาดพัฒนาแล้ว (Developed Markets: DM) โดยเฉพาะตลาดหุ้นยุโรปและญี่ปุ่น มักจะให้ผลตอบแทนเป็นบวกและสูงกว่าของสหรัฐฯ 2) เงินเฟ้อในยุโรปและญี่ปุ่น ยังอยู่ต่ำกว่าในสหรัฐฯ และต่ำกว่าแนวโน้ม 2% ซึ่งทำให้ภาครัฐยังมีความยืดหยุ่นในการกระตุ้นเศรษฐกิจมากกว่า และ 3) Valuation ของตลาดหุ้นยุโรป และญี่ปุ่น ยังถูกกว่าของสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก

ส่วนหุ้นในตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets: EM) น่าจะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดพัฒนาแล้วท่ามกลางแรงกดดันจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น แต่เรามองตลาดหุ้นจีนอาจมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในปี 2022 เนื่องจาก ธนาคารกลางจีนเปลี่ยนมาผ่อนคลายนโยบายการเงินอย่างชัดเจน และน่าจะยังคงนโยบายต่อเนื่องในปี 2022 ประกอบกับทางการจีนจะมีการประชุม National Congress ในช่วงปลายปี ซึ่งน่าจะหนุนให้ตลาดหุ้นจีน Outperform ตลาดหุ้น EM ได้

เราจึงแนะนำให้นักลงทุนอาจหาจังหวะในช่วงที่ตลาดหุ้นทั่วโลกอาจปรับฐานลงในช่วงไตรมาส 1 โดยเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นยุโรป ญี่ปุ่น และจีน

การระบาดที่รวดเร็วของ Omicron อาจทำให้มีการใช้มาตรการ Lockdown ที่เข้มงวดในหลายประเทศ

ตั้งแต่เข้าไตรมาส 4 หลายประเทศก็เผชิญกับจำนวนผู้ติดเชื้อ Covid ที่เร่งตัวขึ้น โดยเฉพาะประเทศในแถบซีกโลกเหนือ เช่น ยุโรป ซึ่งจำนวนผู้ติดเชื้อในปัจจุบันเร่งตัวขึ้นสูงสุดนับตั้งแต่มีการระบาด

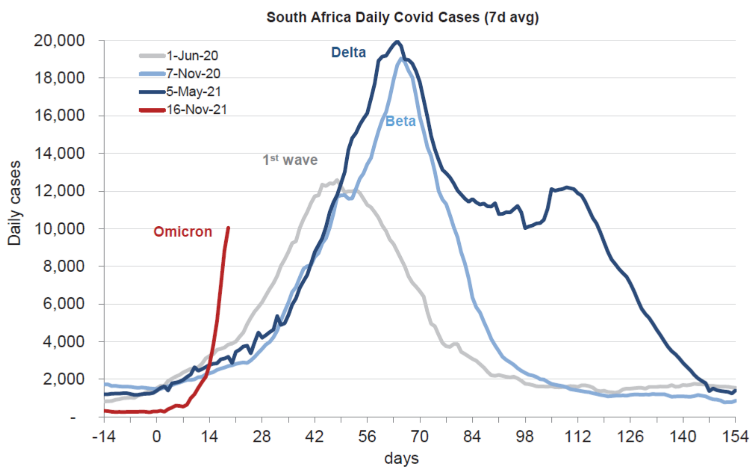
ผู้เชี่ยวชาญมองว่าอาจเป็นเพราะ 1) อุณหภูมิที่เริ่มลดลงเมื่อเข้าสู่ฤดูหนาว ซึ่งอาจเป็นปัจจัยให้เชื้อมีชีวิตอยู่ได้นานขึ้น 2) สัดส่วนของผู้ที่ได้รับวัคซีนที่ยังไม่เพียงพอ 3) มีการผ่อนคลายมาตรการป้องกันในช่วงที่ผ่านมา เช่น ยกเลิกการบังคับใส่หน้ากาก และการเว้นระยะห่าง ประกอบกับ 4) ประสิทธิภาพของวัคซีนที่ลดลง 6 เดือน หลังได้รับวัคซีนครบ 2 โดส

การระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Omicron ได้ยิ่งซ้ำเติมสถานการณ์การระบาดที่มีอยู่ก่อนแล้ว ซึ่งจำนวนผู้ติดเชื้อที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว จะทำให้จำนวนผู้ป่วยเพิ่มขึ้น จนโรงพยาบาลอาจรับไม่ไหว และรัฐบาลต้องกลับมาใช้มาตรการ Lockdown ที่เข้มงวด เพื่อยับยั้งอัตราการเสียชีวิต โดยล่าสุด หลายประเทศเริ่มประกาศใช้มาตรการเว้นระยะห่างที่เข้มงวดขึ้นแล้ว เช่น อังกฤษ และเยอรมนี ขณะที่เนเธอร์แลนด์มีการประกาศใช้มาตรการ Lockdown ที่เข้มงวดแล้ว ในปลายเดือน ธ.ค.

ยิ่งไปกว่านั้น Lockdown รอบนี้ รัฐบาลและธนาคารกลางอาจมีข้อจำกัดในการกระตุ้นเศรษฐกิจเนื่องจากเงินที่เฟ้อสูง ในขณะที่ Supply chain จะยิ่งถูกกระทบจาก Lockdown ทำให้เงินเฟ้อทรงตัวในระดับสูงถึงแม้ Demand จะลดลงจากมาตรการ Lockdown

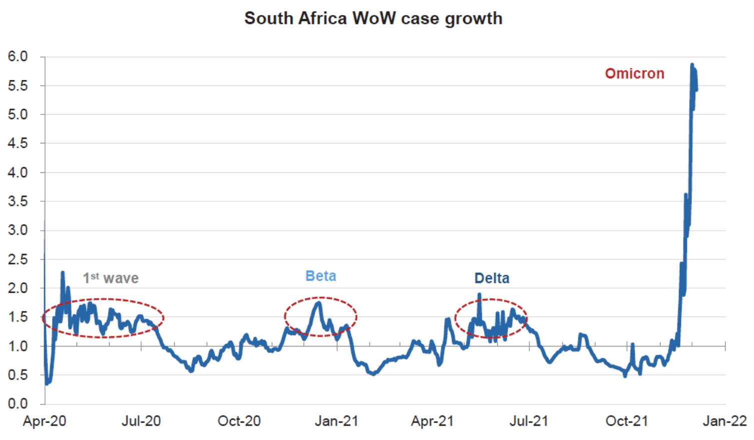
อย่างไรก็ดี ตลาดดูจะไม่ได้กังวลต่อประเด็นนี้มากนัก สะท้อนให้เห็นในดัชนี S&P 500 ที่รีบาวน์กลับขึ้นมาทำจุดสูงสุดใหม่อีกครั้ง ทำให้เรามองตลาดยังมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานลงจากประเด็นนี้อีก

แผนภาพที่ 1: จำนวนผู้ติดเชื้อจาก Omicron เพิ่มขึ้นเร็วกว่าสายพันธุ์อื่น



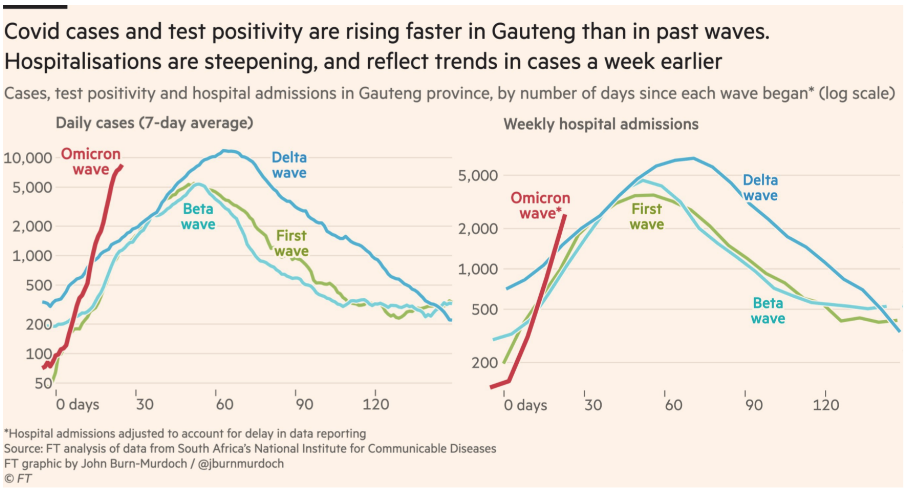
ที่มา: Our World in Data, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 2: จำนวนผู้ติดเชื้อจาก Omicron เพิ่มขึ้น 5 เท่าทุกสัปดาห์ เร็วกว่าสายพันธุ์ก่อนๆ ที่ 1.5 เท่า



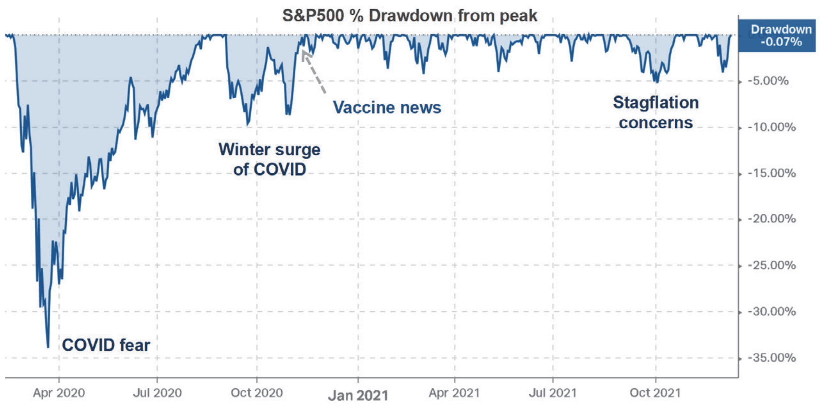
ที่มา: Our World in Data, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 3: ข้อมูลเบื้องต้นชี้ว่าจำนวนผู้ป่วยเพิ่มขึ้นเร็ว ตามจำนวนผู้ติดเชื้อ



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

แผนภาพที่ 4: ดัชนี S&P 500 รีบาวน์ขึ้นมาทรงตัวใกล้ High เดิม



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

เงินเฟ้ออาจยังอยู่ในระดับสูงกว่าเป้าหมาย 2% ต่อเนื่องในสิ้นปี 2022

อัตราเงินเฟ้อ (CPI) ของสหรัฐฯ เร่งตัวขึ้นต่อเนื่องตลอดปีที่ผ่านมา สู่ระดับ 6.8% ในเดือน พ.ย. ซึ่งเป็นระดับสูงสุดตั้งแต่ปี 1982 สาเหตุมาจากทั้งทางด้านอุปสงค์และด้านอุปทาน

ในด้านอุปสงค์ การบริโภคสินค้าทั่วโลกพุ่งขึ้นแรงในปีนี้ เนื่องจากการปรับพฤติกรรมของผู้บริโภคในช่วง Lockdown ซึ่งทำให้มีการใช้จ่ายซื้อสินค้ามากขึ้น เพื่อชดเชยการใช้จ่ายด้านบริการ เช่น การท่องเที่ยว การรับประทานอาหารนอกบ้าน ที่ลดลงในช่วงดังกล่าว ประกอบกับมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจากภาครัฐ ที่มีการแจกเงินและให้สวัสดิการว่างงานในช่วง Lockdown มากเป็นพิเศษ ซึ่งช่วยหนุนอุปสงค์ให้ขยายตัวแข็งแกร่งจนเกินความสามารถในการผลิตและทำให้เงินเฟ้อพุ่งขึ้นในช่วงปีที่ผ่านมา

เรามองแรงกดดันเงินเฟ้อจากทางด้านอุปสงค์เป็นปัจจัยชั่วคราวที่กำลังทยอยคลี่คลาย โดยเราเริ่มเห็นความต้องการบริโภคสินค้าเริ่มชะลอตัวลงในช่วงปลายปีนี้ และน่าจะชะลอตัวต่อเนื่องในปีหน้า หลังผลของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเริ่มหมดไป นอกจากนี้การบริโภคในช่วง Lockdown ส่วนใหญ่เป็นการซื้อสินค้าคงทน ซึ่งจะทำให้อุปสงค์ในส่วนนี้ลดลงในอนาคต

ส่วนในด้านอุปทาน ปัญหาห่วงโซ่อุปทานที่โดนกระทบจากโควิด เช่น การปิดโรงงานชั่วคราว การจำกัดการเดินทาง น่าจะทยอยคลี่คลายไปได้ในปีหน้า แต่ยังมีปัญหาเชิงโครงสร้างซึ่งอาจทำให้ความสามารถในการผลิตไม่สามารถฟื้นตัวกลับมาได้เท่ากับก่อนโควิด ซึ่งได้แก่

1) ตลาดแรงงาน โดยจำนวนแรงงานในสหรัฐฯ (Labor force) ในปัจจุบันยังอยู่ต่ำกว่าระดับก่อนการระบาดถึง 5 ล้านราย ซึ่ง 3 ใน 5 ล้านรายนี้ เป็นผู้สูงอายุ (มากกว่า 55 ปี) ซึ่งส่วนใหญ่ไม่ต้องการกลับมาทำงานแล้ว ซึ่งชี้ว่าจำนวนแรงงานในสหรัฐฯ อาจไม่กลับไปสู่ระดับก่อนการระบาด และเมื่อประกอบกับโครงสร้างประชากร ซึ่งประชากรวัยทำงานมีแนวโน้มลดลง จึงอาจทำให้ปัญหาขาดแคลนแรงงานอาจยังยืดเยื้อ และส่งผลให้ค่าจ้างปรับสูงขึ้น

2) กระแส Deglobalization ที่ยังคงมีต่อเนื่อง ทำให้อาจมีการออกมาตรการกีดกันการค้า เช่น การขึ้นภาษีนำเข้า ส่งผลให้ต้นทุนการผลิตสินค้าเพิ่มขึ้น ขณะเดียวกัน ผู้ประกอบการอาจเลือกที่จะนำเข้าวัตถุดิบหรือส่วนประกอบจากประเทศคู่ค้าที่ราคาสูงกว่า แต่มีความเสี่ยงจากประเด็นดังกล่าวน้อยกว่า เพื่อหลีกเลี่ยงผลกระทบต่อ Supply chain

3) การสนับสนุนแนวคิดด้านความยั่งยืน ESG (Environmental, social and corporate governance) รวมถึงการใช้พลังงานสะอาด (Clean energy) เช่น การผลิตพลังงานจาก ลม และแสงอาทิตย์ ซึ่งมักจะให้พลังงานไม่คงที่ มีความไม่แน่นอนสูง และการลดการลงทุนในแหล่งพลังงานจากฟอสซิล อาจส่งผลให้เกิดการขาดแคลนพลังงานในบางช่วง และสร้างปัญหาต่อเสถียรภาพของราคาพลังงานในระยะยาว

โดยสรุปเรามองว่าแรงกดดันเงินเฟ้อจากด้านอุปสงค์จะเริ่มคลี่คลายลงในปีหน้า แต่ปัญหาเชิงโครงสร้างในด้านอุปทาน ซึ่งอาจทำให้ความสามารถในการผลิตไม่สามารถฟื้นตัวกลับมาได้เท่ากับก่อนโควิด ยังน่าจะทำให้เงินเฟ้อยังทรงตัวอยู่ในระดับสูงไปตลอดทั้งปีหน้า

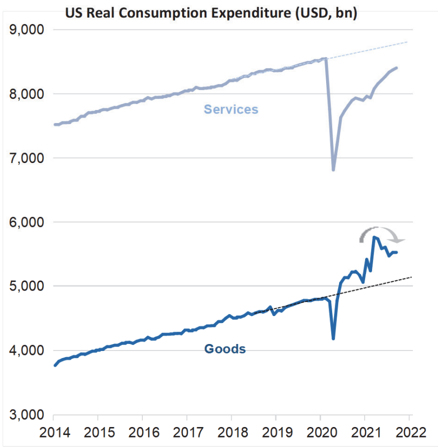
แผนภาพที่ 5: ปัจจัยชั่วคราวที่ทำให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้น น่าจะทยอยคลี่คลายลงในปี 2022 แต่ปัจจัยเชิงโครงสร้างอาจหนุนให้เงินเฟ้อยังอยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง

	Transitory	Structural
Demand	• Demand for goods jumped due to consumer behavior change • Fiscal transfer (stimulus checks & extra unemployment benefits) • Re-stocking ahead of shopping season	• Excess savings during the pandemic could result in prolonged above-trend demand • More active fiscal/redistribution policies
Supply	• Covid-related factory closures, especially in China with its zero-Covid policy • Energy crisis in China and Europe • Extra unemployment benefits and school closures deter people from returning to work	• Ageing demographics and Covid-induced early retirement; up to 3M older people may choose not to come back to work • Deglobalization and trade war causing supply chain to prioritize resillience over efficiency • Decarbonization and ESG may lead to under-investment in fossil fuels; supply chain at risk of fluctuations in energy output from renewable sources

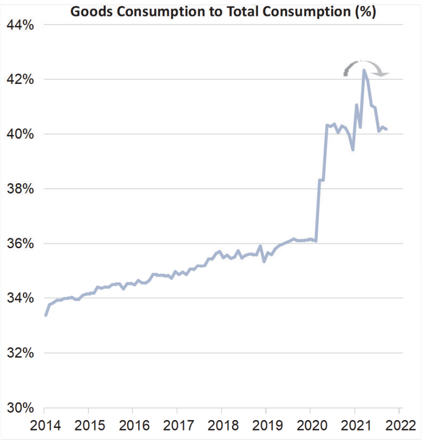
ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 6: การบริโภคสินค้า (Goods Consumption) เริ่มชะลอตัวลงในช่วงครึ่งปีที่ผ่านมา

Jump in goods demand has been straining supply chains, but consumers are switching back to services



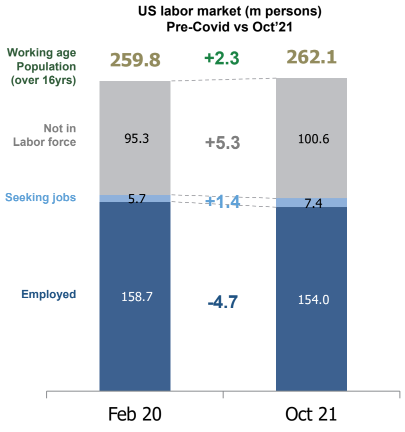
Goods consumption remains elevated vs. total consumption but should continue to come down



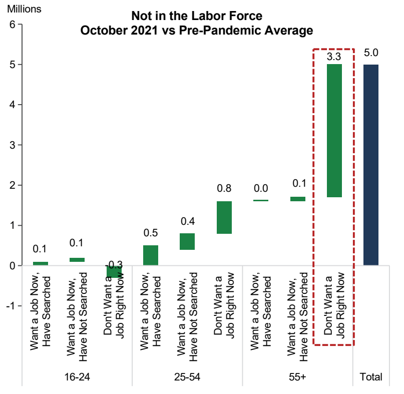
ที่มา: St. Louis Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 7: แรงงานในสหรัฐฯ ออกจากตลาดในช่วงระบาดไป 5 ล้านคน ซึ่ง 3 ใน 5 ล้านนี้อาจไม่กลับเข้าตลาดแล้ว

5 million persons have exited the US labor force since the pandemic hit



Majority of the labor force exits are older workers who don't want a job right now



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

ตลาดหุ้นเสี่ยงปรับฐานลงในช่วงครึ่งแรกของปี

ท่ามกลางแรงกดดันจาก 1) ตัวเลขเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงตามการบริโภคสินค้าที่ชะลอตัวลง หลังจากที่เร่งตัวขึ้นมากในช่วง Lockdown 2) ความเสี่ยงจากมาตรการ Lockdown เพื่อสะกัดการระบาดของ Omicron 3) นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น โดยเฉพาะในช่วงครึ่งปีแรกที่เงินเฟ้อยังทรงตัวในระดับสูง

โดยในการประชุม FOMC เดือน ธ.ค. ที่ผ่านมา Fed มีทิศทางนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นอย่างชัดเจน โดย Fed ประกาศลด QE เร็วขึ้น จากเดิมที่ลดลงเดือนละ 15,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นเดือนละ 30,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งจะทำให้การอัดฉีดสภาพคล่องยุติลงในเดือน มี.ค. 2022 เร็วขึ้นจากเดิมในเดือน มิ.ย. นอกจากนี้ Fed มีการปรับ Dot plots ขึ้น จากเดิมที่จะขึ้นดอกเบี้ยทั้งหมด 6 ครั้งภายในปี 2024 เป็น 8 ครั้ง โดยจะขึ้น 3 ครั้ง, 3 ครั้ง และ 2 ครั้ง ในปี 2022, 2023 และ 2024 ตามลำดับ

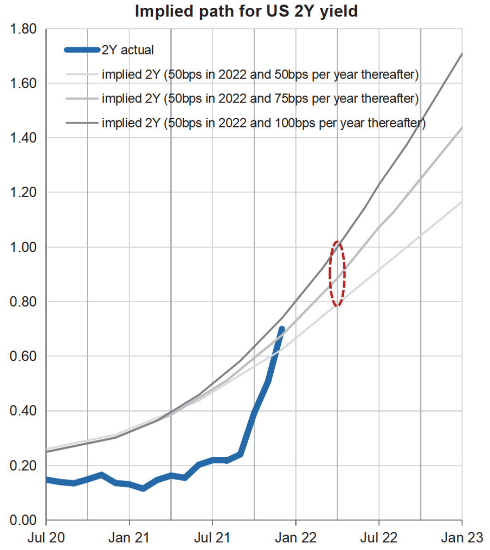
นโยบายที่เข้มงวดขึ้นชัดเจน น่าจะทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นปรับสูงขึ้นต่อเนื่อง เราประเมินหาก Fed ขึ้นดอกเบี้ยในปี 2022 2 ครั้ง และขึ้นในปีต่อๆไปอีกปีละ 2-4 ครั้ง Bond yield อายุ 2 ปี จะเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 0.8-1% ในไตรมาส 1

ขณะที่ Bond yield ระยะยาวน่าจะยังทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ ท่ามกลางความกังวลจากผลกระทบของ Omicron และตัวเลขเศรษฐกิจที่จะออกมาชะลอตัวลง ส่งผลให้ Yield curve หรือส่วนต่างอัตราผลตอบแทนระหว่างพันธบัตรระยะสั้นและระยะยาว แบนราบลง ซึ่งอาจกดดันให้ดัชนี S&P500 ลดลงสู่ระดับ 4,300-4,400 จุด ในช่วงไตรมาส 1 หรือราว 5-6% จากระดับปัจจุบัน

แผนภาพที่ 8: นโยบายการเงินที่เข้มงวด และเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง ท่ามกลางความเสี่ยงจาก Omicron น่าจะทำให้ Yield curve แบนราบลงต่อในไตรมาส 1

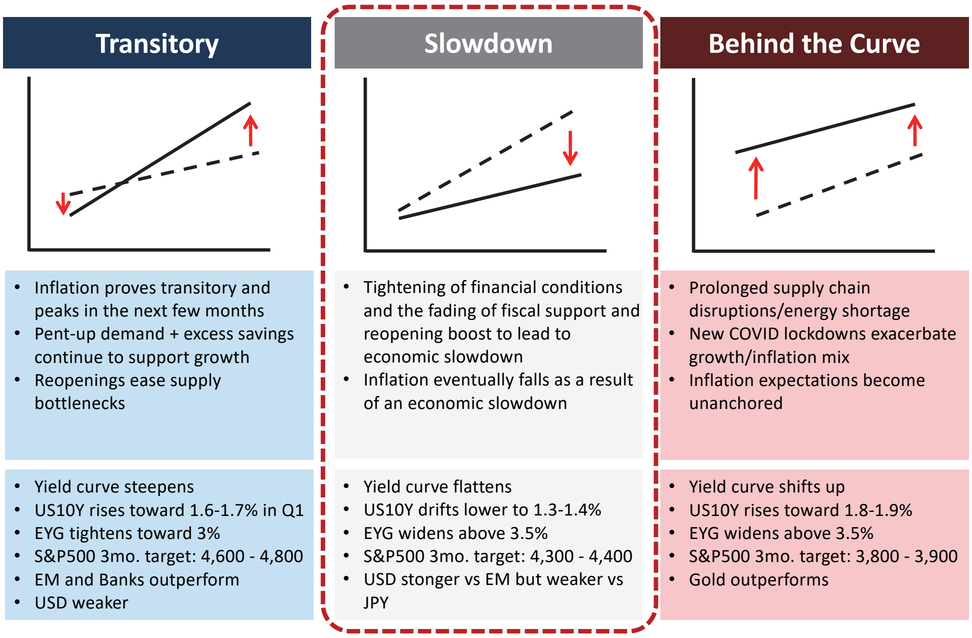
Yield curve has flattened very quickly in Q4

US 2-yr treasury yield will likely rises further to 0.8-1% in Q1 to price in more aggressive tightening



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

แผนภาพที่ 9: นโยบายการเงินที่เข้มงวด และเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง อาจทำให้ดัชนี S&P500 ลดลงสู่ระดับ 4,300-4,400 จุด ในช่วงไตรมาส 1



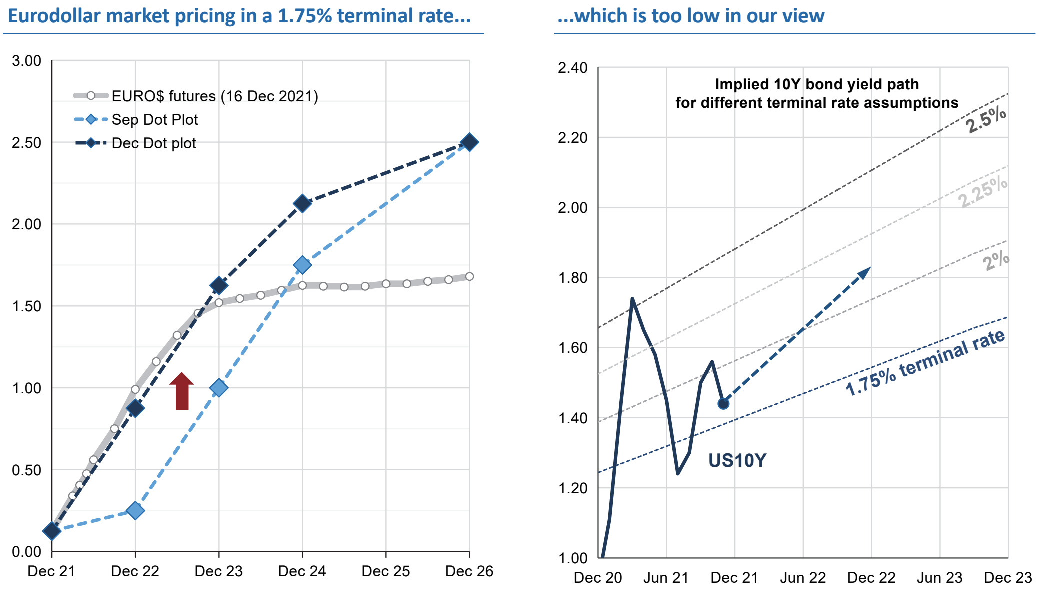
ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดหุ้นทั้งปียังน่าจะให้ผลตอบแทนเป็นบวกได้ตามการเติบโตของกำไร

สำหรับภาพรวมของปี 2022 เรายังมองตลาดหุ้นยังให้ผลตอบแทนเป็นบวกได้ตามการขยายตัวของผลประกอบการ และตลาดหุ้นจะยังเป็นสินทรัพย์ที่จะให้ผลตอบแทนดีกว่าสินทรัพย์ประเภทอื่นๆ ในปีหน้า แม้ Valuation จะมีแนวโน้มลดลงบ้างตามแรงกดดันจากแนวโน้ม Bond yield ที่เพิ่มสูงขึ้น

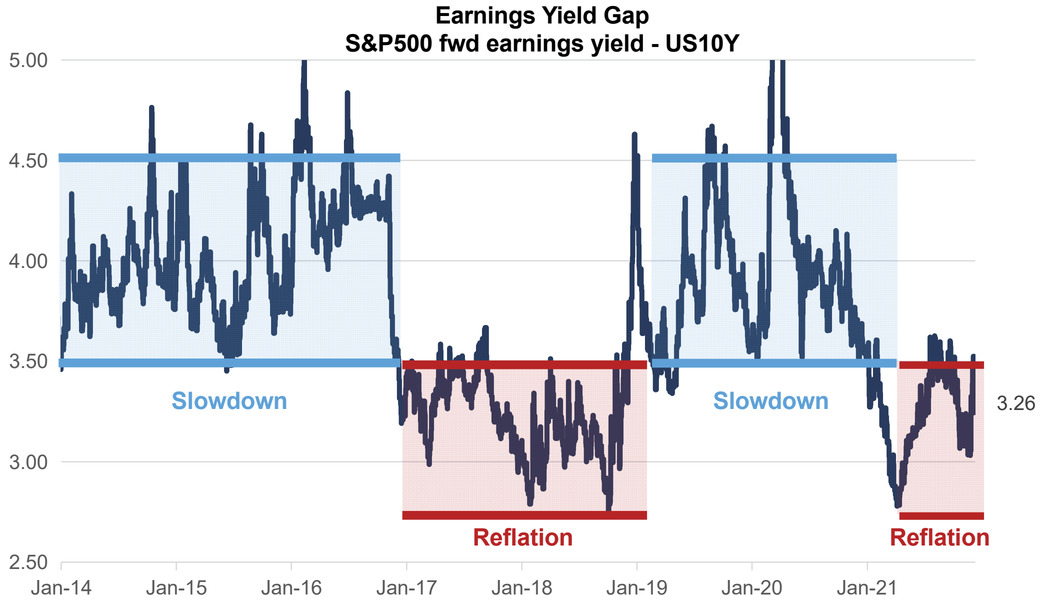
เราคาดว่าค่า Forward P/E ratio ของตลาดหุ้นสหรัฐฯ จะลดลงจากเรา 21 เท่าในปัจจุบัน ไปอยู่ที่ 19.8 เท่า ณ สิ้นปี 2022 ตามสมมติฐานว่า 1) Bond yield สหรัฐฯ จะเพิ่มขึ้นเป็น 1.8% ณ สิ้นปี 2022 เพื่อสะท้อนแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ไปจนถึงระดับ 2-2.25% (terminal rate) และ 2) Earning yield gap (EYG) ทรงตัวที่ระดับ 3.25% ใกล้เคียงปัจจุบัน ซึ่งมุมมองดังกล่าวสอดคล้องกับข้อมูลในอดีต ซึ่งชี้ว่าค่า P/E ของดัชนี S&P500 มักปรับตัวลดลงราว 5-10% ในช่วง 2-3 เดือน หลังการขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรก

แผนภาพที่ 10: ตลาด Eurodollar ประเมิน Fed จะขึ้นดอกเบี้ยถึงราว 1.75% ซึ่งต่ำกว่าคาดการณ์ดอกเบี้ยระยะยาวของ Fed (Longer-run Fed Funds Rate) ที่ 2.5% เป็นอย่างมาก



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

แผนภาพที่ 11: เรามอง Earning yield gap จะทรงตัวอยู่ที่ระดับราว 3.25-3.5% ในปี 2022 ท่ามกลางเศรษฐกิจที่ยังคงแข็งแกร่ง แต่ชะลอตัวลง ประกอบกับนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น



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

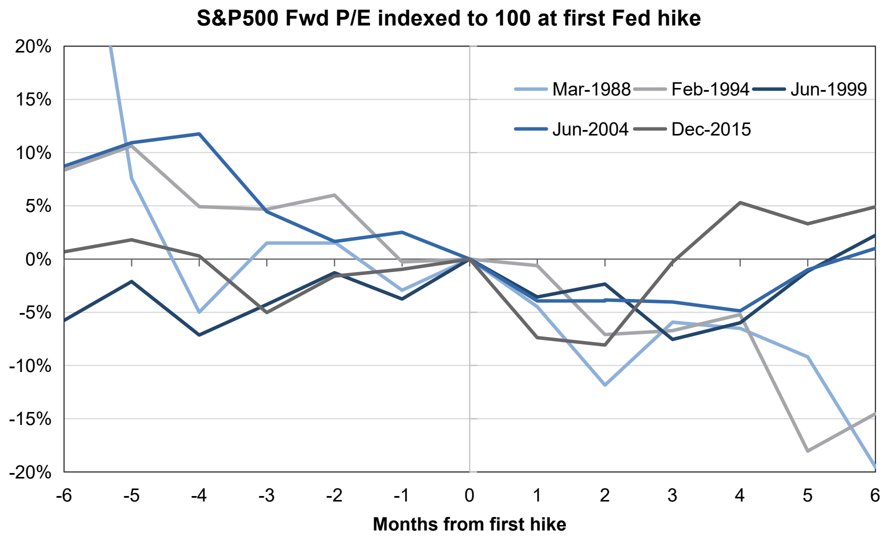
แผนภาพที่ 12: หากสมมติให้ Earning yield gap (EYG) ทรงตัวที่ระดับ 3.25% ใกล้เคียงปัจจุบัน ในขณะที่ Bond yield อายุ 10 ปี เพิ่มขึ้นเป็น 1.8% ค่า P/E จะลดลงเป็น 20 เท่า

S&P500 Fwd P/E sensitivity to earnings yield gap and 10-year bond yield

		US10Y								
		1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0
EYG	2.75	25.3	24.7	24.1	23.5	23.0	22.5	22.0	21.5	21.1
	3.00	23.8	23.3	22.7	22.2	21.7	21.3	20.8	20.4	20.0
	3.25	22.5	22.0	21.5	21.1	20.6	20.2	**19.8**	19.4	19.0
	3.50	21.3	20.8	20.4	20.0	19.6	19.2	18.9	18.5	18.2
	3.75	20.2	19.8	19.4	19.0	18.7	18.3	18.0	17.7	17.4
	4.00	19.2	18.9	18.5	18.2	17.9	17.5	17.2	16.9	16.7
	4.25	18.3	18.0	17.7	17.4	17.1	16.8	16.5	16.3	16.0
	4.50	17.5	17.2	16.9	16.7	16.4	16.1	15.9	15.6	15.4

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

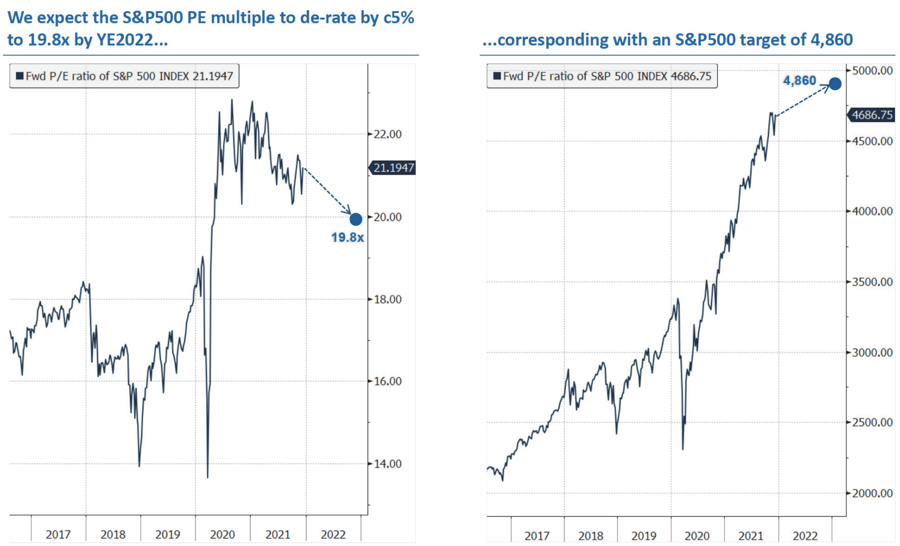
แผนภาพที่ 13: ดัชนี S&P500 มักปรับตัวลดลงราว 5-10% ในช่วง 2-3 เดือนหลังการขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรก



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

หากค่า P/E จะลดลงมาอยู่ที่ราว 20 เท่าตามที่เราประเมิน และเมื่อคูณกับคาดการณ์กำไร (EPS) ปี 2023 จะได้เป้าหมายดัชนี S&P500 ที่ 4,860 จุด ณ สิ้นปี 2022

แผนภาพที่ 14: หากค่า P/E ลดลงมาอยู่ที่ราว 20 เท่า ตามที่เราประเมิน ดัชนี S&P500 จะอยู่ที่ 4,860 จุด



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

เราแนะนำให้เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นยุโรป และญี่ปุ่น ในช่วงที่ตลาดปรับฐานลงใน Q1

เราแนะนำให้เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นยุโรป และญี่ปุ่น เนื่องจาก

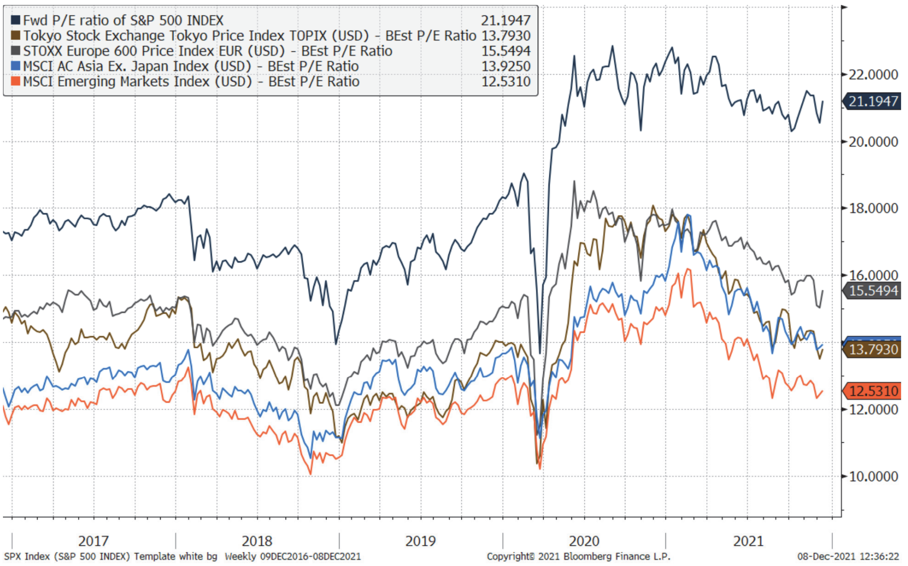
1) **แนวโน้มนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น** หากพิจารณาการเคลื่อนไหวของราคาสินทรัพย์ในช่วงที่ Fed ปรับนโยบายการเงินให้เข้มงวดขึ้น ซึ่งสะท้อนผ่าน Real Yield ที่ปรับตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ พบว่าหุ้นในตลาดพัฒนาแล้ว (Developed Markets: DM) ยังสามารถให้ผลตอบแทนเป็นบวกได้เป็นส่วนใหญ่ โดยเฉพาะตลาดหุ้นยุโรปและญี่ปุ่นที่มักให้ตอบแทนสูงกว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯ ขณะที่ ตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets: EM) มักให้ผลตอบแทนต่ำ โดยเฉพาะตลาดหุ้นละตินอเมริกา

2) **เงินเฟ้อในยุโรปและญี่ปุ่น ยังอยู่ต่ำกว่าในสหรัฐฯ และต่ำกว่าแนวโน้ม 2%** โดยในช่วงระบาดของ Covid สหรัฐฯ

มีการออกมาตรการกระตุ้นการคลังขนาดใหญ่ ทำให้เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นแรงกว่าประเทศอื่นๆในกลุ่มที่พัฒนาแล้ว และกลายเป็นข้อจำกัดในการออกมาตรการกระตุ้นการคลังและการเงินในปัจจุบัน ขณะที่เงินเฟ้อของยุโรปและญี่ปุ่นยังอยู่ต่ำกว่าของสหรัฐฯ ทำให้ ECB และ BoJ ยังคงใช้นโยบายผ่อนคลายกระตุ้นเศรษฐกิจต่อเนื่องได้นานกว่า Fed

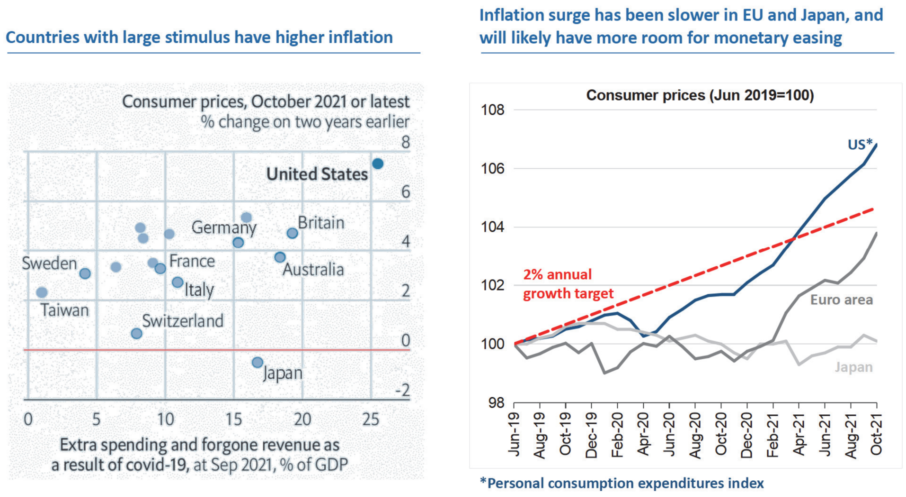
3) **Valuation ของตลาดหุ้นยุโรป และญี่ปุ่น ยังถูกกว่าของสหรัฐฯ** ค่อนข้างมาก โดยค่า Forward P/E ของตลาดหุ้นยุโรป (STOXX600) ในปัจจุบันอยู่ที่ 15 เท่า และญี่ปุ่น (TOPIX) อยู่ที่ 14 เท่า ต่ำกว่าของสหรัฐฯ (S&P500) ที่ 21 เท่า ถึง -27% และ -35% ตามลำดับ

แผนภาพที่ 15: Valuation ของตลาดหุ้นยุโรป และญี่ปุ่น ยังถูกกว่าของสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก



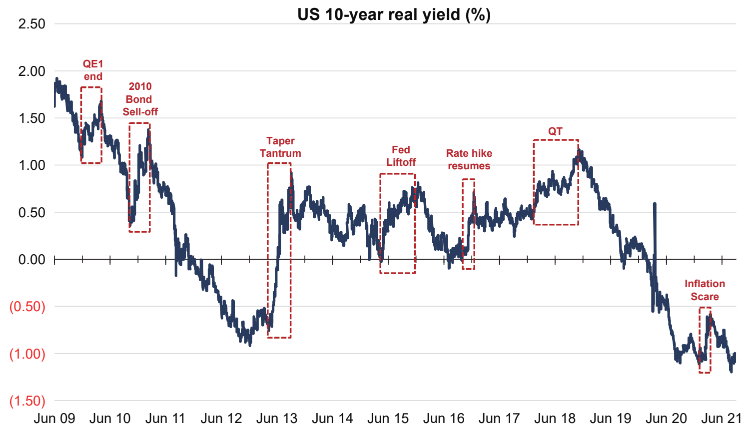
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 16: มาตรการกระตุ้นการคลัง ทำให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นแรง โดยเฉพาะในสหรัฐฯ



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

แผนภาพที่ 17: ในอดีตย้อนหลังไปตั้งแต่วิกฤติ Subprime ในปี 2009 มีช่วงที่ Real yield พุ่งขึ้นแรงทั้งหมด 7 ช่วง



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

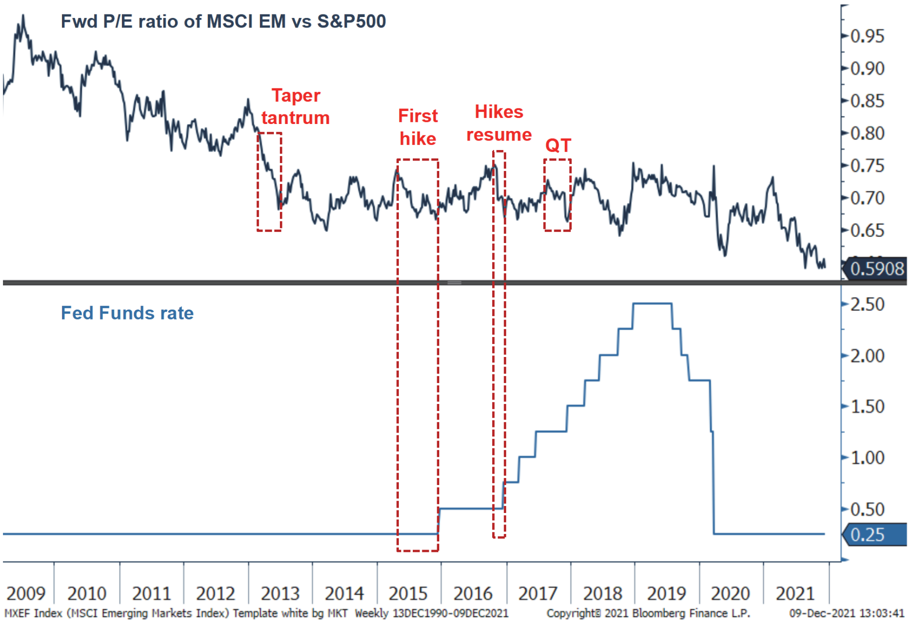
แผนภาพที่ 18: ในช่วงที่ Real yield พุ่งขึ้น ตลาดหุ้น EM มักให้ผลตอบแทนติดลบ ในขณะที่ตลาดหุ้น DM ยังให้ผลตอบแทนเป็นบวก และ หุ้นยุโรปและญี่ปุ่นมักให้ผลตอบแทนดีกว่าสหรัฐฯ

Date		Real Yield %		Chg.				STOXX		MSCI	MSCI
Start	End	Start	End	(bps)	chg/day	DXY	S&P500	600	TOPIX	AxJ	Latam
30 Nov 09	2 Apr 10	1.08	1.60	52	0.4	8.4%	7.5%	11.9%	17.8%	7.2%	4.5%
8 Oct 10	10 Feb 11	0.41	1.37	97	0.8	1.2%	13.5%	9.3%	12.8%	-0.7%	-4.3%
1 May 13	5 Sep 13	-0.67	0.92	159	1.3	1.4%	4.6%	2.6%	0.0%	-6.3%	-16.8%
17 Apr 15	15 Nov 15	-0.03	0.73	75	0.4	1.5%	-2.8%	-8.5%	-0.2%	-19.9%	-24.3%
3 Oct 16	16 Dec 16	-0.01	0.71	72	1.0	7.6%	4.5%	4.9%	16.5%	-6.7%	-7.2%
2 Jan 18	2 Nov 18	0.46	1.15	70	0.2	5.1%	1.0%	-6.2%	-8.7%	-15.6%	-6.4%
10 Feb 21	19 Mar 21	-1.07	-0.59	48	1.3	1.7%	0.1%	3.4%	4.2%	-6.5%	-2.2%

* S&P500 earnings rose significantly more than other markets in 2018 due to corporate tax cut

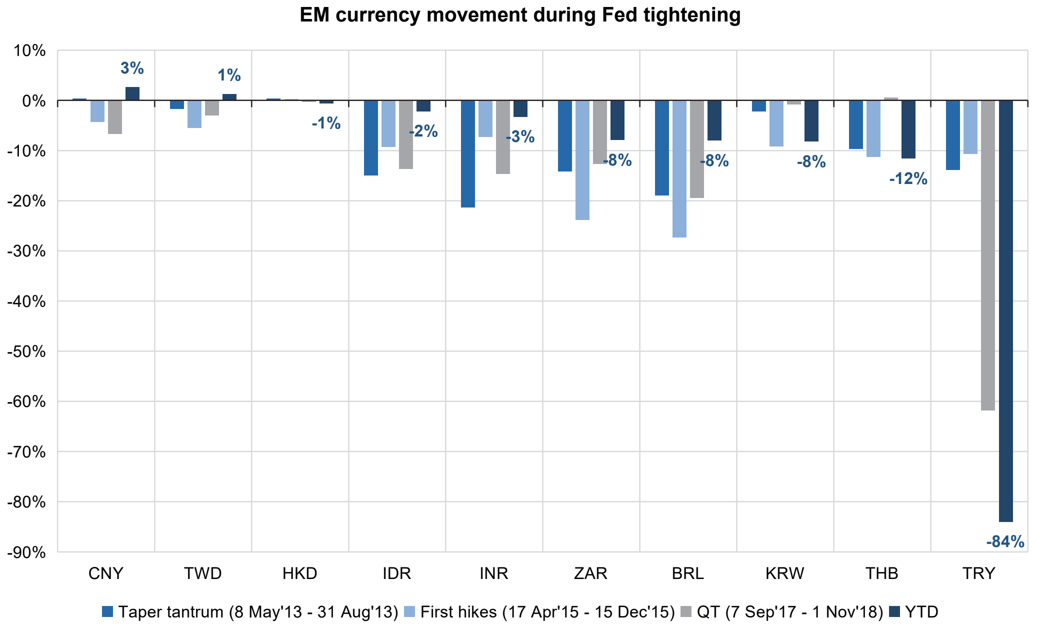
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 19: P/E ของตลาดหุ้น EM มักจะ Discount กับ S&P500 เพิ่มขึ้น 5-8% ในช่วงที่นโยบายการเงินเข้มงวดขึ้น



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

แผนภาพที่ 20: ค่าเงินในกลุ่ม EM เริ่มอ่อนค่าลง นับตั้งแต่ต้นปี ตามนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed



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

จีนมีปัจจัยหนุนจากนโยบายภายในประเทศ และการประชุม National Congress

ตลาดหุ้นจีนถูกขับเคลื่อนจากนโยบายการเงินภายในประเทศเป็นสำคัญ เห็นได้จากค่า Fwd P/E ของตลาดหุ้นจีนที่มักจะเคลื่อนไหวสวนทางกับ Bond yield ระยะสั้น และมักจะยังสามารถปรับเพิ่มขึ้นได้ในช่วงที่ Fed เพิ่มความเข้มงวดของนโยบายการเงิน ในขณะที่ Fwd P/E ของตลาดหุ้นกลุ่ม EM มักจะลดลง

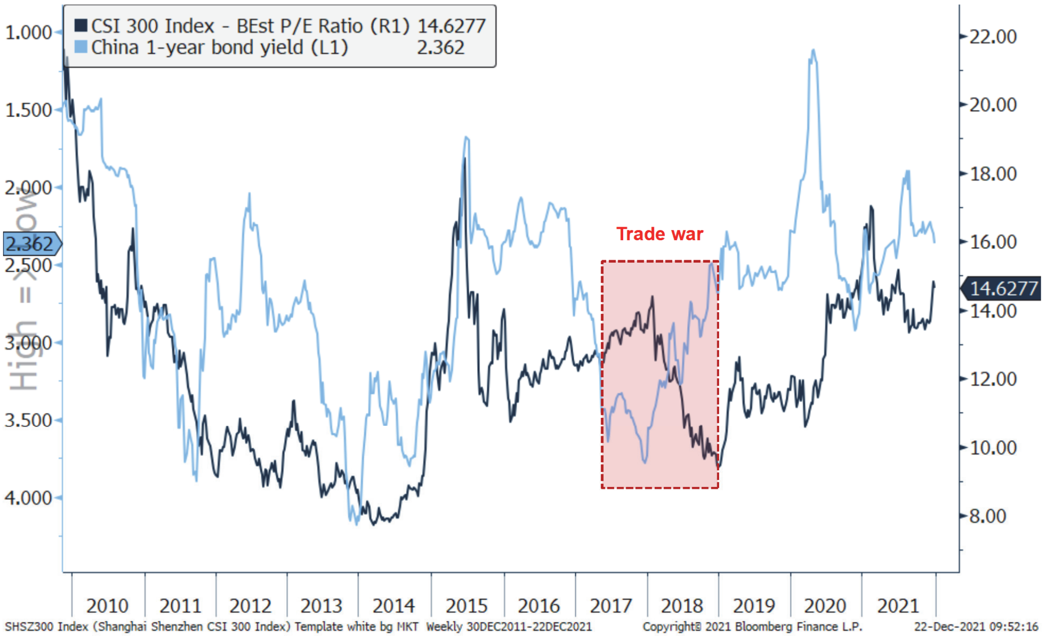
ธนาคารกลางจีนมีการกลับมาผ่อนคลายนโยบายการเงินอย่างชัดเจนในช่วงครึ่งหลังของปีที่ผ่านมา โดยปรับลดอัตราส่วนเงินกันสำรองของธนาคารพาณิชย์ (Reserve Requirement Ratio: RRR) ลง ในเดือน ก.ค. และ ธ.ค. รวมถึงปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (Loan Prime Rate) อายุ 1 ปี ในปลายเดือน ธ.ค. ซึ่งนับเป็นการปรับลดอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงครั้งแรกในรอบ 20 เดือน ในปี 2022 จีนน่าจะยังใช้นโยบายแบบผ่อนคลาย ซึ่งน่าจะช่วยหนุนสภาพคล่องภายในประเทศต่อเนื่อง และอาจทำให้ตลาดหุ้นจีน Outperform ตลาดหุ้นในกลุ่ม EM ในช่วงที่ Fed ใช้นโยบายการเงินเข้มงวด

นอกจากนี้ จีนจะมีการประชุม National Congress ในช่วงปลายปี ซึ่งเป็นการประชุมสำคัญที่จัดขึ้นทุกๆ 5 ปี เพื่อกำหนดผู้นำในวาระต่อไป ซึ่งวาระนี้จะดำรงตำแหน่งถึงปี 2027 ข้อมูลในอดีตชี้ว่า ตลาดหุ้นจีนมักจะปรับตัวสูงขึ้นในช่วงก่อนการประชุม โดยเพิ่มขึ้นถึง 4 ใน 5 รอบที่จัดการประชุมล่าสุด และปรับเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 20% ในช่วง 2 เดือนก่อนการประชุม ขณะนี้ยังไม่มีกำหนดวันประชุมที่แน่ชัด แต่หากอิงจากการประชุมในอดีตที่มักจะจัดขึ้นในปลายเดือน ต.ค. ถึงกลางเดือน พ.ย. ก็ชี้ว่าตลาดหุ้นอาจเริ่มปรับเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปลายเดือน ส.ค.

แผนภาพที่ 21: ค่า Fwd P/E ของตลาดหุ้นจีนมักจะยังสามารถปรับเพิ่มขึ้นได้ในช่วงที่ Fed ใช้นโยบายเข้มงวด

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

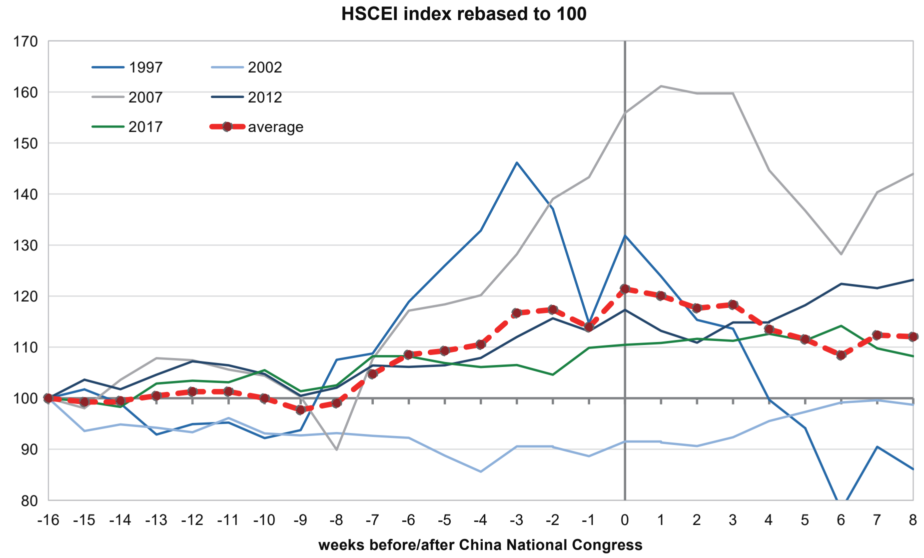
แผนภาพที่ 22: ค่า Fwd P/E ของตลาดหุ้นจีนมักจะเคลื่อนไหวสวนทางกับ Bond yield ระยะสั้น



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

แผนภาพที่ 23: ตลาดหุ้นจีนมักจะปรับเพิ่มขึ้นราว 20% ราว 2 เดือน ก่อนการประชุม National Congress

China's stock market has risen 20% on average two months ahead of the National Congress



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

แผนภาพที่ 24: กำหนดการที่สำคัญในปี 2022

2022 Key events		
Jan-Feb	US-CN	US-China Phase 1 trade deal review
Feb 18	US	FY2022 budget to be approved to avoid shutdown
Apr	US	Currency manipulator report
Apr 10	FR	French Presidential election (Round 1)
Apr 24	FR	French Presidential election (Round 2)
Late-Aug	US	Jackson Hole Economic Policy Symposium
Oct	US	Currency manipulator report
Oct 2	BZ	Brazilian presidential elections
Mid-Oct	CN	20th National Congress of the Communist Party
Nov 8	US	Midterm elections; 1/3 of Senate seats & all House seats

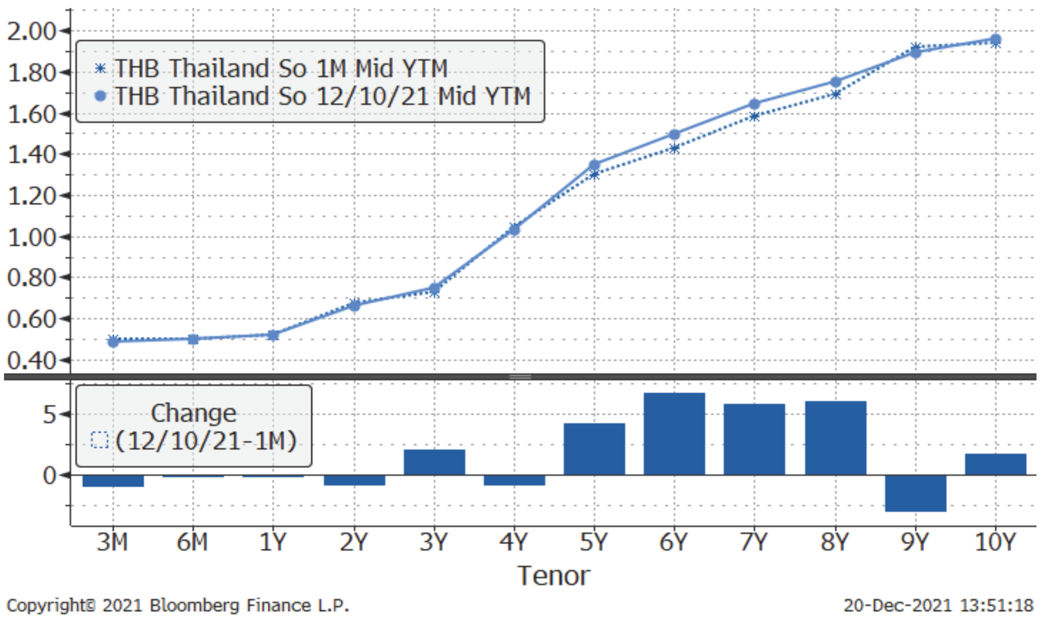
ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดตราสารหนี้

ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของไทยทรงตัวที่ราว 1.9% ในช่วงเดือนที่ผ่านมา เรามองผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวยังมีความเสี่ยงที่จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจนกว่าเงินเฟ้อจะผ่านจุดสูงสุด

ผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้น อายุต่ำกว่า 1 ปี ทรงตัวที่ 0.5% เท่ากับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ในขณะที่พันธับตรอายุ 5-8 ปี ปรับตัวขึ้นเล็กน้อยราว 5-7bps ส่วนพันธบัตรอายุ 10 ทรงตัวที่ราว 1.9% ในช่วงเดือนที่ผ่านมา

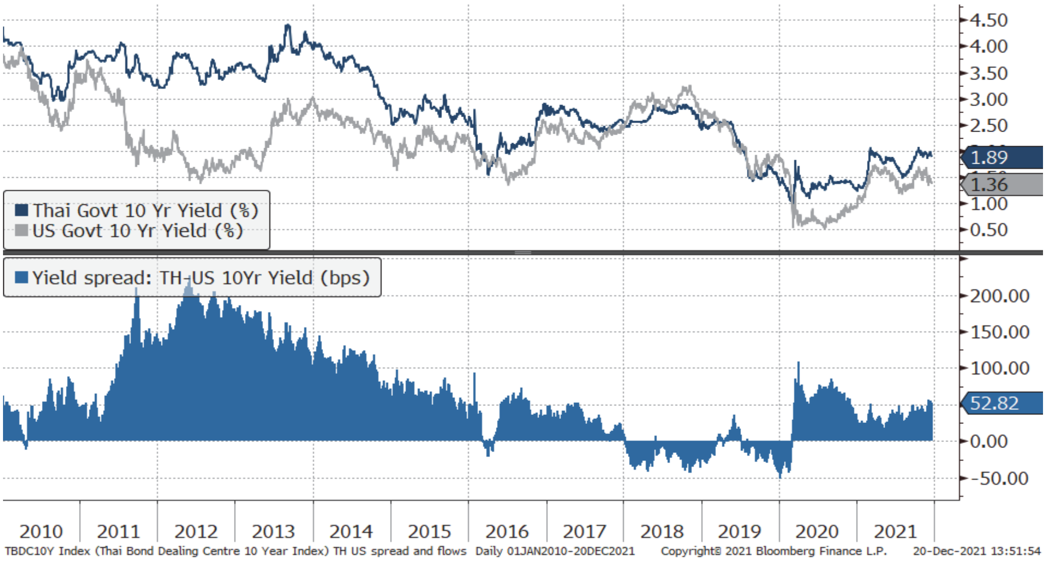
แผนภาพที่ 25: ผลตอบแทนพันธบัตรของไทยส่วนใหญ่ทรงตัวในเดือนที่ผ่านมา



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

ในขณะเดียวกัน Bond yield สหรัฐฯ ได้ปรับตัวลดลงมาอยู่ในระดับต่ำกว่า 1.4% อีกครั้ง ท่ามกลางความเสี่ยงจากการระบาดของเชื้อโควิดสายพันธุ์โอไมครอน ทำให้ส่วนต่างระหว่าง Bond yield ของไทยและสหรัฐฯ ถ่างกว้างขึ้นมาอยู่ที่ 53bps สูงสุดในรอบกว่า 1 ปี

แผนภาพที่ 26: ส่วนต่างระหว่าง Bond yield ไทย - สหรัฐฯ ถ่างกว้างขึ้นมาอยู่ที่ 53bps สูงสุดในรอบกว่า 1 ปี



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

เรามองผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวยังมีความเสี่ยงที่จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจนกว่าเงินเฟ้อจะผ่านจุดสูงสุด

เงินเฟ้อที่เร่งตัวแรงกว่าคาดและคาดว่าจะทรงตัวสูงกว่าเป้าหมายของ Fed ที่ 2% ต่อเนื่องไปตลอดทั้งปีหน้า อาจกดดันให้ Fed ต้องปรับนโยบายการเงินเข้มงวดขึ้นมากกว่าคาด เช่น การยุติ QE เร็วขึ้น หรือเลื่อนการขึ้นดอกเบี้ยเข้ามา รวมถึงอาจพิจารณาลดขนาดงบดุลลงเร็วกว่าคาด ซึ่งจะส่งผลให้ Bond yield ปรับตัวสูงขึ้น โดยเราคาด Bond yield สหรัฐฯ จะเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ระดับ 1.8% ในช่วงปลายปีหน้า และส่งผลให้ผลตอบแทนพันธบัตรของไทยปรับตัวขึ้นไปอยู่ในกรอบ 2.0-2.4%

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เราประเมินราคาทองคำอาจปรับลดลงไปอยู่ที่ราว 1,600 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในช่วงไตรมาส 1 ก่อนที่ Fed จะขึ้นดอกเบี้ย เรายังคงแนะนำให้ทยอยสะสมทองคำอีกครั้งหากราคาลดลงต่ำกว่า 1,700 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ส่วนราคาน้ำมัน เรามองราคาน้ำมันดิบ WTI จะมี Upside จำกัด และทรงตัวที่ระดับ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในปี 2022 จากอุปทานน้ำมันที่จะกลับมาฟื้นตัวเร็วกว่าอุปสงค์น้ำมัน

ทองคำ

ราคาทองคำอาจลดลงสู่ระดับ 1,620-1,710 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในช่วงไตรมาส 1

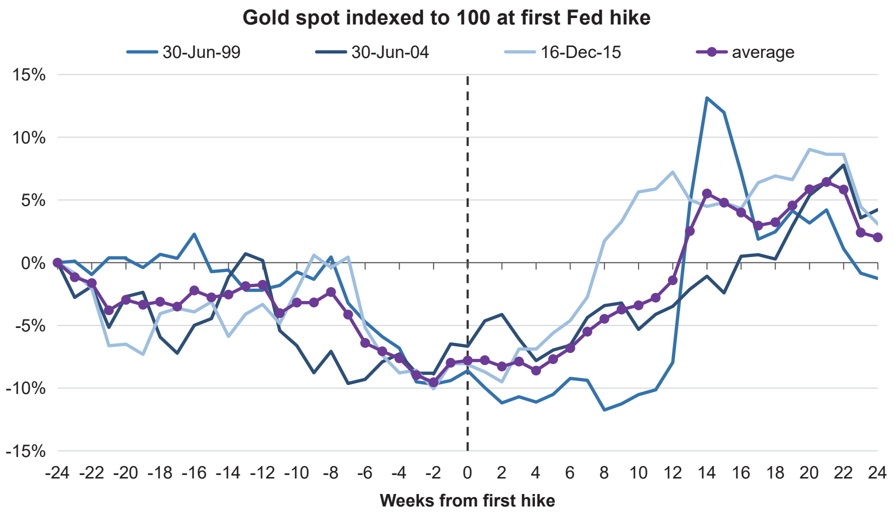
ในการประชุม FOMC เดือน ธ.ค. ที่ผ่านมา Fed มีแนวโน้มที่จะเพิ่มความเข้มงวดของนโยบายอย่างชัดเจน โดยประกาศเร่งลด QE ซึ่งจะทำให้การอัดฉีดสภาพคล่องยุติลงในเดือน มี.ค. 2022 ชี้ว่า Fed อาจขึ้นดอกเบี้ยอย่างเร็วสุดในการประชุมวันที่ 16 มี.ค. นี้

ข้อมูลในอดีต ชี้ว่าราคาทองคำมักจะปรับตัวลง 5-10% ในช่วง 2 เดือนก่อนที่ Fed จะขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรก และมักจะฟื้นตัวขึ้นในช่วง 1 เดือนหลังจากนั้น หาก Fed ตัดสินใจขึ้นดอกเบี้ยในการประชุมดังกล่าว ราคาทองคำก็อาจเริ่มลดลงในช่วงกลางเดือน ม.ค. สู่ระดับ 1,620-1,710 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์

มุมมองดังกล่าว สอดคล้องกับแบบจำลองราคาทองคำของเรา ซึ่งใช้ 2 ตัวแปรในการคำนวณ ได้แก่ 1) อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง และ 2) การเปลี่ยนแปลงของงบดุลของ Fed รายเดือนชี้ว่า หาก Fed ยุติการทำ QE และเริ่มขึ้นดอกเบี้ยในช่วงกลางปี 2022 ราคาทองคำตามแบบจำลองจะลดลงไปอยู่ที่ 1,618 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ หรือราว -10% จากราคาปัจจุบันที่ 1,800 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์

เราแนะนำให้ทยอยสะสมทองคำ หากราคาลดลงต่ำกว่า 1,700 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ซึ่งจะทำให้ราคาทองคำมี Downside ต่ำกว่า 5% จากระดับต่ำสุดที่เราประเมินที่ราว 1,600 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์

แผนภาพที่ 27: ราคาทองคำมักจะปรับตัวลง 5-10% ในช่วง 2 เดือนก่อนที่ Fed จะขึ้นดอกเบี้ย และมักจะฟื้นตัวขึ้นในช่วง 1 เดือนหลังจากนั้น



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

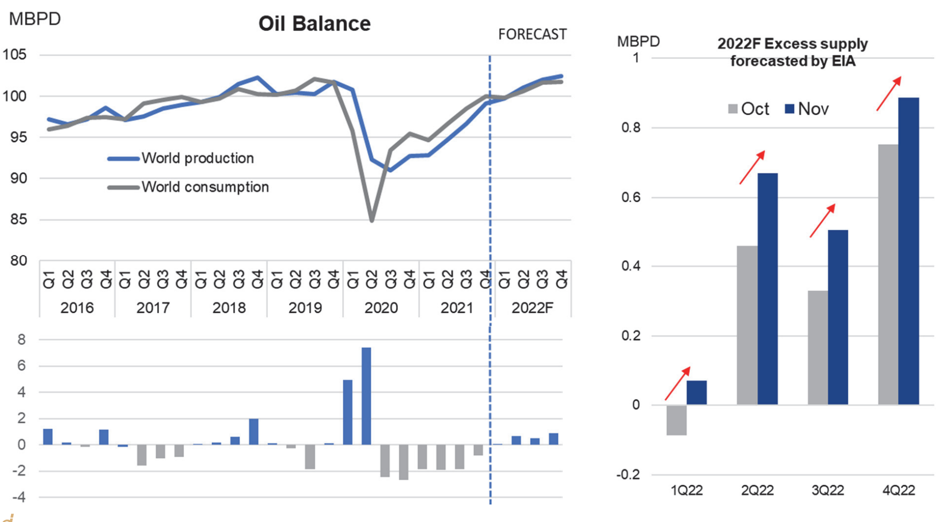
น้ำมัน

เรายังคงมองราคาน้ำมันดิบ WTI จะยังทรงตัวในระดับต่ำ จากปัจจัยลบรอบด้าน ทั้งอุปทานน้ำมันที่จะกลับมาฟื้นตัวเร็วกว่าอุปสงค์น้ำมัน ซึ่งโดยหลักอุปทานจะมาจากการผลิตน้ำมันดิบจากกลุ่ม OPEC+ และสหรัฐฯ เป็นหลักในขณะที่ ด้านอุปสงค์ การแพร่ระบาดของไวรัสกลายพันธุ์ Omicron ที่รุนแรงขึ้นอย่างต่อเนื่องจะยังคงเป็นปัจจัยที่เพิ่มความกังวลต่อมุมมองการฟื้นตัวของความต้องการใช้น้ำมันให้แก่นักลงทุน

EIA มองตลาดน้ำมันอาจกลับมาล้นตลาดอีกครั้งภายในช่วงไตรมาสแรกของปีหน้า

EIA ได้ออกรายงานมุมมองพลังงานฉบับรายเดือน พ.ย. (EIA Short term outlook :STEO) โดยคาดการณ์ว่าตลาดน้ำมันกำลังจะกลับมาเผชิญกับสภาวะ Oversupplied อีกครั้งหลังจากคงอยู่ในสภาวะขาดดุล (Deficit) มานานกว่า 1 ปี โดยสาเหตุหลักมาจากอุปสงค์น้ำมันที่จะเริ่มชะลอการเติบโตลงหลังจากแตะจุดสูงสุดก่อนการแพร่ระบาด ในขณะที่การแพร่ระบาดของไวรัสกลายพันธุ์ Omicron ที่ปะทุรุนแรงขึ้นอาจนำไปสู่การ Lockdown รอบใหม่ ซึ่งจะส่งผลให้ EIA ออกมาปรับลดประมาณการณ์อุปสงค์ลงในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 28: EIA คาดการณ์ว่าตลาดน้ำมันดิบจะเริ่มกลับมาเกินดุลภายในไตรมาสแรกของปีหน้า (ยังไม่รวมผลกระทบจากการแพร่ระบาด Omicron



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

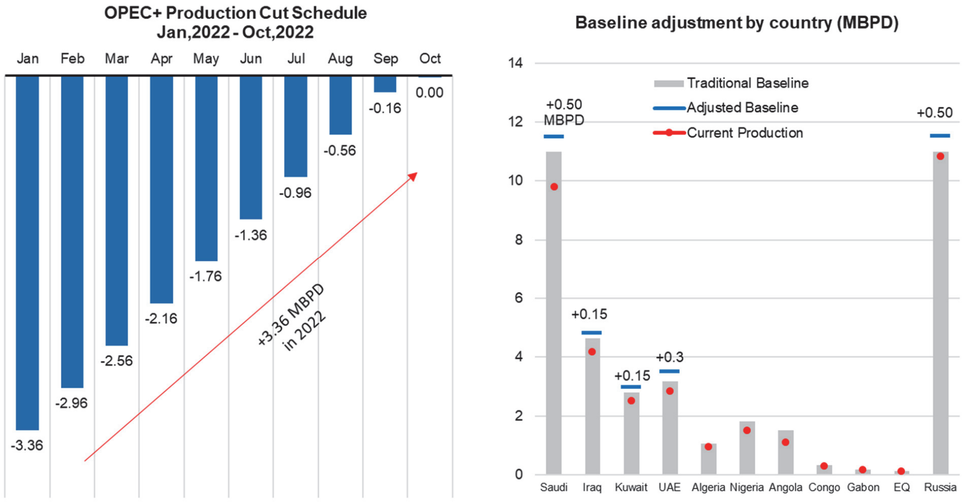
นอกจากนั้นแล้ว อุปทานน้ำมันยังมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นแรงจากผู้ผลิตน้ำมันดิบรายใหญ่อย่างกลุ่ม OPEC ที่จะเริ่มกลับมาเร่งเพิ่มการผลิตอีกครั้ง

อุปทานจาก OPEC+ อาจเพิ่มขึ้นแตะ 5 ล้านบาร์เรลต่อวันในปีหน้า

โดยเรามองว่าการผลิตน้ำมันดิบของกลุ่ม OPEC จะมาจาก 2 ส่วนหลัก โดยส่วนแรกมาจากแผนการเพิ่มการผลิตเดิม ซึ่งในช่วงต้นเดือน พ.ย. ที่ผ่านมา OPEC มีมติคงแผนทยอยเพิ่มการผลิตน้ำมันที่ระดับเดิมที่ 4 แสนบาร์เรลต่อวันออกต่อไปในช่วงเดือน ธ.ค. และจะทยอยปรับเพิ่มการผลิตที่ระดับดังกล่าวต่อไปจนกว่าการผลิตจะกลับไปเท่าช่วงก่อนการแพร่ระบาด ซึ่งจะทำให้นับตั้งแต่ปีหน้าเป็นต้นไปการผลิตจากส่วนนี้ของกลุ่ม OPEC จะเติบโตกว่า 3.36 ล้านบาร์เรลต่อวัน

ในขณะที่ส่วนที่สองมาจาก กลุ่ม OPEC มีแผนการปรับการคำนวนการผลิตฐาน (Production Baseline) ให้แก่ประเทศสมาชิกภายในเดือน พ.ค. 2022 ซึ่งจะทำให้ภายหลังการคำนวนการผลิตของกลุ่ม OPEC มีโอกาสปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อีกถึง 1.6 ล้านบาร์เรลต่อวัน

แผนภาพที่ 29: อุปทานจาก OPEC+ อาจเพิ่มขึ้นแตะ 5 ล้านบาร์เรลต่อวันในปีหน้า



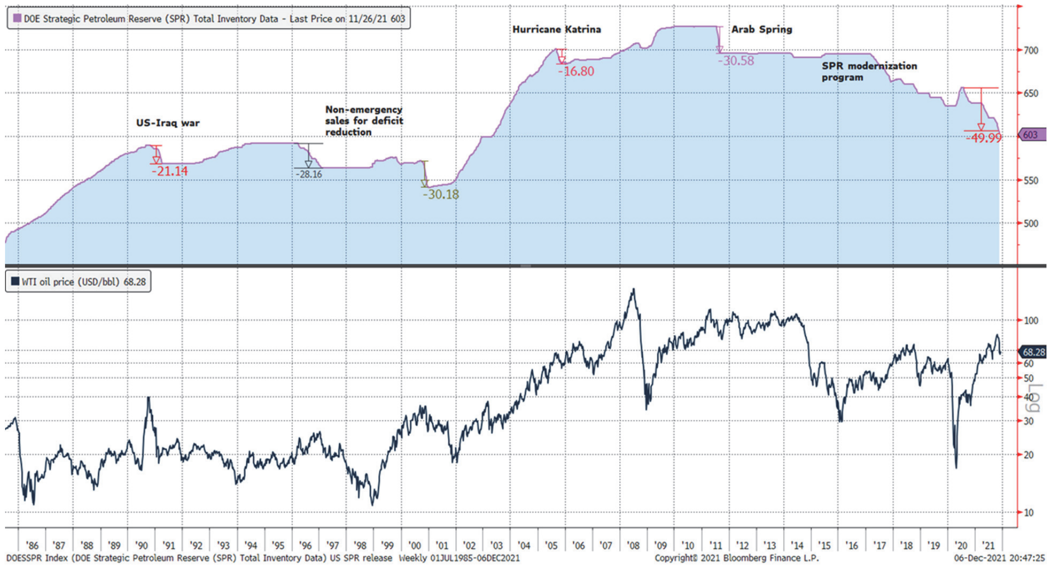
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สหรัฐฯ ยังเร่งระบายน้ำมันดิบออกจากคลังน้ำมันสำรองทางยุทธศาสตร์ (Strategic Petroleum Reserve: SPR) อย่างต่อเนื่อง

โดยตั้งแต่ไตรมาส 2 น้ำมันในคลังสำรอง SPR ได้ลดลงแล้วราว 30 ล้านบาร์เรล มาอยู่ที่ระดับ 606 ล้านบาร์เรล ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 8 ปี ในขณะที่ราคาน้ำมันปรับลงมาแล้วราว -10% จากจุดสูงสุดที่ 85 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในเดือน ต.ค.

ในขณะที่ ช่วง 30 ปีที่ผ่านมา สหรัฐฯ ได้มีการปล่อยน้ำมันออกจากคลังทั้งหมด 5 ครั้ง ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นช่วงที่ราคาน้ำมันมีการปรับขึ้นแรง เช่น ช่วงสงครามสหรัฐฯ กับอิรักในปี 1990 และช่วงที่เกิดการประท้วงโค่นล้มรัฐบาลในหลายประเทศในตะวันออกกลาง (Arab Spring) ในปี 2011 ซึ่งน้ำมันจะถูกปล่อยออกมาราว 20-30 ล้านบาร์เรล ขณะที่ราคาน้ำมันจะปรับลงราว 30%

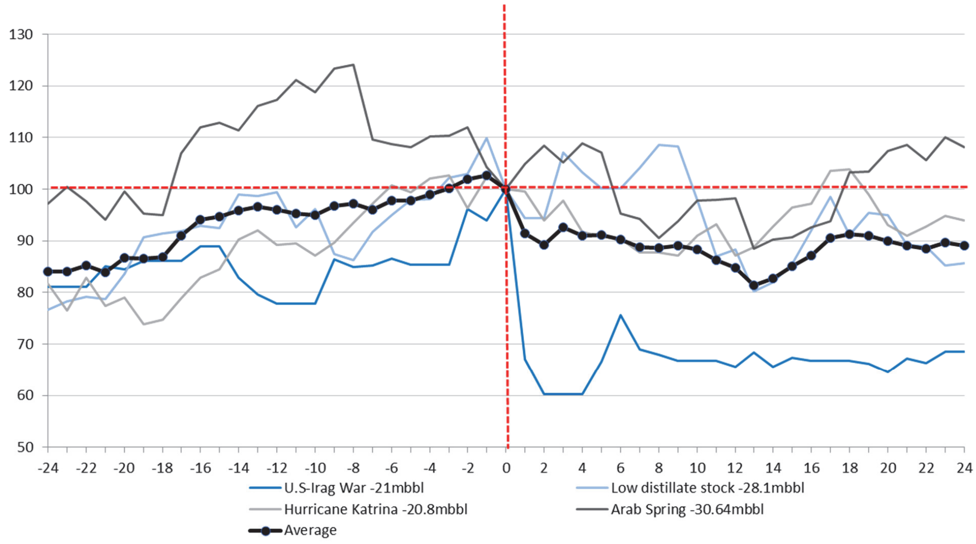
แผนภาพที่ 30: น้ำมันในคลังสำรอง SPR ได้ลดลงแล้วราว 30 ล้านบาร์เรล มาอยู่ที่ระดับ 606 ล้านบาร์เรล ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 8 ปี



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

ในแง่ของผลกระทบต่อราคาน้ำมัน ตลอด 4 ครั้งของการประกาศปล่อยน้ำมันออกจากคลังของสหรัฐ ในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา ราคาน้ำมันโดยเฉลี่ยจะปรับตัวลดลงราว 20% ภายในระยะเวลา 12-13 สัปดาห์ ซึ่งส่งผลให้เราคาดว่าหากสหรัฐฯ ยังคงปล่อยน้ำมันออกจากคลังน้ำมันสำรอง (SPR) ที่อัตรานี้ต่อเนื่อง ราคาน้ำมันดิบ WTI มีความเสี่ยงที่จะปรับลงสู่ระดับ 65 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลได้ในระยะสั้น

แผนภาพที่ 31: ตลอด 4 ครั้งของการประกาศปล่อยน้ำมันออกจากคลังของสหรัฐ ในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา ราคาน้ำมันโดยเฉลี่ยจะปรับตัวลดลงราว 20% ภายในระยะเวลา 12-13 สัปดาห์



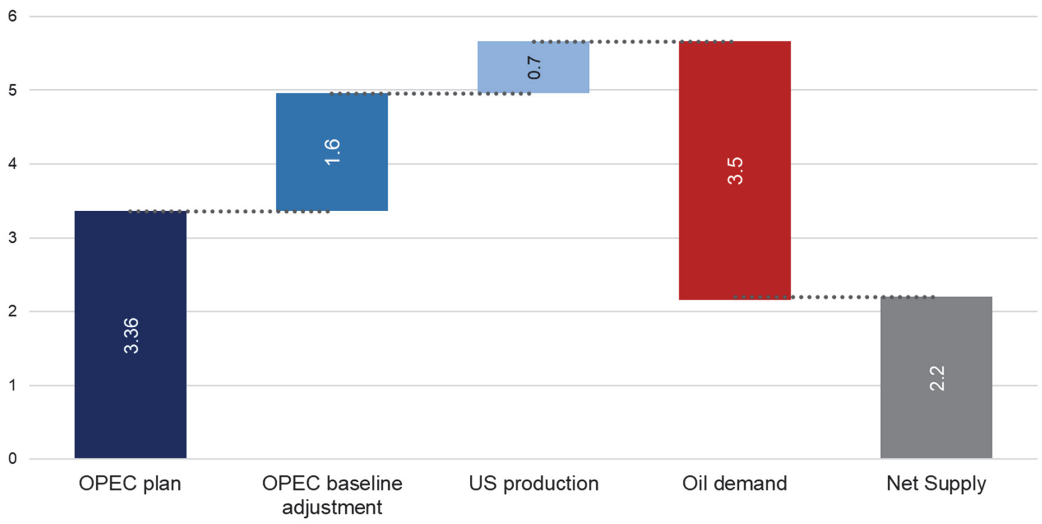
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

โดยภาพรวม การเติบโตของการผลิตน้ำมันดิบในปี 2022 อาจเติบโตได้ถึง 6 ล้านบาร์เรลต่อวันดังนี้..

1. แผนการทยอยปรับเพิ่มการผลิตของกลุ่ม OPEC ในปีหน้า และ (+3.36 ล้านบาร์เรลต่อวัน)
2. ทางกลุ่ม OPEC จะเริ่มปรับการคำนวนโควต้าการผลิตใหม่ให้กับประเทศสมาชิกบางส่วนภายในเดือน พ.ค. 2022 (+1.6 ล้านบาร์เรลต่อวัน) และ
3. การผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ ที่อาจกลับมาเติบโตกว่า 7 แสน บาร์เรลต่อวันอ้างอิงคาดการณ์จาก EIA

ขณะที่ ในด้านอุปสงค์ EIA ได้ปรับลดประมาณการการเติบโตของความต้องการใช้น้ำมันลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 อีกราว 2 แสนบาร์เรลต่อวัน สู่ระดับ +3.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งช้ากว่าอุปทานเป็นอย่างมาก โดยปัจจัยดังกล่าวจะผลักดันให้สต๊อกน้ำมันดิบโลกกลับมาฟื้นตัวเป็นขาขึ้นในระยะข้างหน้า และกดดันราคาน้ำมันดิบอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ โดยเรายังคงประเมินราคาน้ำมันดิบ WTI จะยังทรงตัวในระดับต่ำที่ราว 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลภายในปีหน้า

แผนภาพที่ 32: การเติบโตของการผลิตน้ำมันดิบในปี 2022 อาจเติบโตได้ถึง 6 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในขณะที่การเติบโตของความต้องการใช้น้ำมันอยู่ที่ราว +3.5 ล้านบาร์เรลต่อวันเท่านั้น



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

GLOBAL
ECONOMIC INSIGHTS

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มขยายตัว 5.2% ในปี 2022F อิงจากประมาณการ IMF โดยแรงหนุนหลักมาจากอุปสงค์ในประเทศ ตามการเปิดเศรษฐกิจและแนวโน้มการฟื้นตัวของตลาดแรงงานที่คาดจะดีต่อเนื่องหลังการให้สวัสดิการว่างงานพิเศษของรัฐบาลสิ้นสุด ขณะที่เศรษฐกิจจะมีปัจจัยหนุนเพิ่มเติมจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของประธานาธิบดี Joe Biden อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจยังรายล้อมไปด้วยปัจจัยเสี่ยงอาทิ COVID-19, ปัญหา Supply disruption และเงินเฟ้อที่จะยังขยายตัวสูง ด้านโยบายการเงิน Fed จะดำเนินนโยบายที่เข้มงวดขึ้น โดยคาด QE Taper จะสิ้นสุดในเดือน มี.ค. ขณะที่อัตราดอกเบี้ยมีโอกาสปรับขึ้น 2 ครั้ง เพื่อควบคุมเงินเฟ้อ

- เศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มขยายตัว 4.3% ในปี 2022F อิงจากประมาณการของ IMF จากการแจกจ่ายวัคซีนเป็นวงกว้างหนุนการเปิดเศรษฐกิจและการใช้ COVID Certificate ที่หนุนการท่องเที่ยวระหว่างประเทศในกลุ่ม นอกจากนี้ ยังได้แรงหนุนจากกฎการคลังของ EU ที่จะยังผ่อนปรนและการเบิกจ่ายกองทุน EU Recovery Fund ที่คาดจะเร่งตัวขึ้น อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจยังเผชิญแรงกดดันอาทิ COVID-19, ปัญหา Supply disruption และปัญหาขาดแคลนก๊าซที่จะหนุนให้เงินเฟ้อยังขยายตัวสูง ด้านนโยบายการเงิน ECB จะเริ่มผ่อนคันเร่งนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายอย่างมาก โดยจะยุติการซื้อสินทรัพย์ผ่าน PEPP สิ้นเดือน มี.ค. 2022 ขณะที่อัตราดอกเบี้ยคาดจะคงอยู่ที่ระดับต่ำตลอดปี 2022

- เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มขยายตัว 5.6% ในปี 2022F อิงจากประมาณการของ IMF โดยคาดเศรษฐกิจจะยังมีแรงหนุนจากภาคการส่งออกที่ขยายตัวดีต่อเนื่องจากอุปสงค์ของสินค้าด้านเทคโนโลยี แม้ไม่ขยายตัวมากเท่าปี 2021 ด้านการบริโภคในประเทศยังมีแรงกดดันจากมาตรการ Zero-COVID ที่จะยังมีแนวโน้มเข้มงวดท่ามกลางการระบาด COVID-19 ที่ยังมีความไม่แน่นอนสูง ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนน่าจะยังถูกกดดันจากความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ในภาคอสังหาฯ ทำให้เราคาดการดำเนินนโยบายการเงินการคลังในปี 2022 จะมีความผ่อนคลายมากขึ้น โดย PBoC อาจมีการปรับลด RRR ลงอีก หากเศรษฐกิจยังส่งสัญญาณชะลอตัว

- เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มขยายตัว 3.2% ในปี 2022F อิงจากประมาณการของ IMF โดยเศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นในระยะข้างหน้าจากอุปสงค์ในประเทศ ท่ามกลางสถานการณ์ COVID-19 ที่คลี่คลายและการแจกจ่ายวัคซีนที่ทำได้อย่างรวดเร็ว รวมถึงแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่ารวมราว 78.9 ล้านล้านเยน ขณะที่ภาคการผลิตและการส่งออกจะยังได้รับผลกระทบจากปัญหาขาดแคลนชิปที่จะยังคงกดดันผลผลิตโดยเฉพาะสินค้าส่งออกสำคัญอย่างรถยนต์ ด้ายนโยบายการเงิน คาด BoJ จะคงดอกเบี้ยระยะสั้นที่ -0.1% และจะใช้มาตรการ Yield Curve Control (ตั้งเป้าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีไว้ที่ "ประมาณ 0%") ไปจนถึงปี 2023F เป็นอย่างน้อย

- เศรษฐกิจไทยในปี 2022F มีแนวโน้มเติบโต 3.3% YoY โดยมีแรงสนับสนุนจากทั้งอุปสงค์ในประเทศและการส่งออกสุทธิที่ปรับตัวดีขึ้น โดยอุปสงค์ในประเทศจะได้อานิสงส์จากการใช้จ่ายภาครัฐผ่านการอนุมัติเม็ดเงินคงเหลือภายใต้ พ.ร.ก. ให้อำนาจกระทรวงการคลังกู้เงินฯ เพิ่มเติม 5 แสนล้านบาท และการลงทุนภาครัฐผ่านโครงการ EEC ด้านการส่งออกจะได้รับแรงหนุนจากข้อตกลง RCEP ที่จะเริ่มมีการบังคับใช้ในช่วงต้นปี อย่างไรก็ดี เราคาดนักท่องเที่ยวต่างชาติจะไม่กลับมาฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลังการระบาดของ Omicron นอกจากนี้ ความไม่แน่นอนทางการเมืองอาจกลับมาเป็นประเด็นอีกครั้ง ซึ่งจะกดดันค่าเงินบาทให้มีแนวโน้มอ่อนค่าเพิ่มเติมจากความกังวลต่อการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มขยายตัว 5.2% ในปี 2022F อิงจากประมาณการ IMF เติบโตต่อเนื่องจากที่คาดจะขยายตัว 6.0% ในปี 2021F โดยแรงหนุนหลักมาจากอุปสงค์ในประเทศ ตามการเปิดเศรษฐกิจและแนวโน้มการฟื้นตัวของตลาดแรงงานที่คาดจะดีต่อเนื่องหลังการให้สวัสดิการว่างงานพิเศษของรัฐบาลสิ้นสุดลง ขณะที่เศรษฐกิจจะมีปัจจัยหนุนเพิ่มเติมจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของประธานาธิบดี Joe Biden ได้แก่ โครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานวงเงิน 5.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และโครงการ Build Back Better วงเงินราว 2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่กำลังพิจารณาในชั้นวุฒิสภา อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจยังรายล้อมไปด้วยปัจจัยเสี่ยงทั้งการระบาดของ COVID-19, ปัญหา Supply disruption และเงินเฟ้อที่จะยังขยายตัวสูงอย่างมาก ด้านนโยบายการเงิน Fed จะดำเนินนโยบายที่เข้มงวดขึ้นในปี 2022 โดยคาด QE Taper จะสิ้นสุดในเดือน มี.ค. ขณะที่อัตราดอกเบี้ยมีโอกาสปรับขึ้น 2 ครั้ง เพื่อควบคุมเงินเฟ้อ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มขยายตัว 5.2% ในปี 2022F

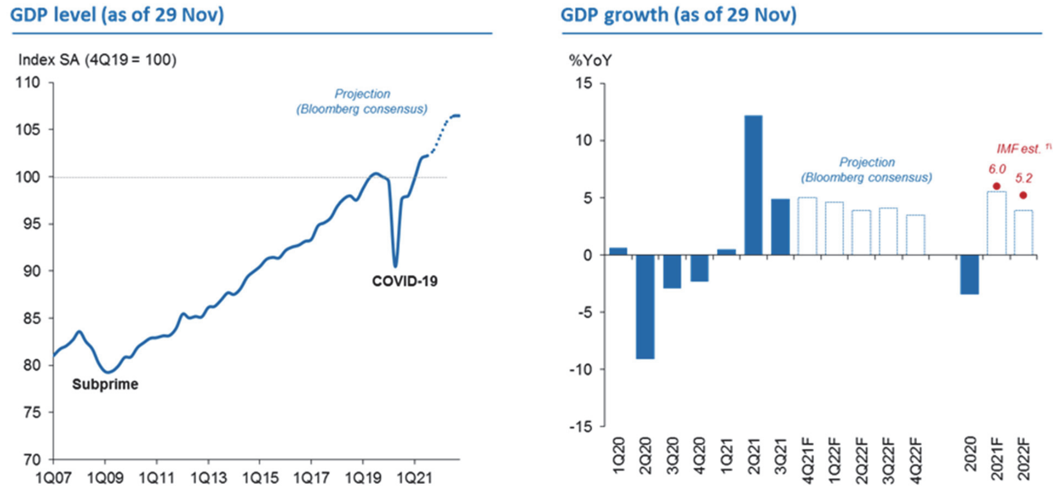
เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มขยายตัว 5.2% ในปี 2022F ต่อเนื่องจากที่คาดจะขยายตัว 6.0% ในปี 2021F (อิงจากประมาณการเดือน ต.ค. ของ IMF) โดยแรงหนุนหลักมาจากอุปสงค์ในประเทศที่มีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องจากการเปิดเศรษฐกิจ และตลาดแรงงานที่มีแนวโน้มฟื้นตัวแข็งแกร่ง ซึ่งจะกลับเข้าสู่ระดับเดียวกับก่อนการระบาดของ COVID-19 ได้ในช่วงกลางปี หลังปัจจัยฉุดอุปทานของแรงงานอย่างการระบาดของ COVID-19 ในระลอกก่อนได้เริ่มคลี่คลายและการให้สวัสดิการว่างงานพิเศษของภาครัฐสิ้นสุดลง

ขณะเดียวกันเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะมีแรงหนุนเพิ่มเติมจากการใช้จ่ายของรัฐบาลผ่านโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure Investment & Jobs Act) วงเงิน 5.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และโครงการ Build Back Better ที่เน้นมาตรการทางสังคมและแก้ปัญหาสิ่งแวดล้อม วงเงินราว 2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (ตามแผนที่ผ่านในชั้นสภาผู้แทนฯ ซึ่งอาจมีการแก้ไขเมื่อเข้าสู่การพิจารณาในชั้นวุฒิสภา)

อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังมีความเสี่ยงสำคัญจากการระบาดของ COVID-19 ทั้งในและนอกประเทศ โดยเฉพาะสายพันธุ์ Omicron ที่เผชิญอยู่ในขณะนี้, ปัญหา Supply disruption ซึ่งรวมถึงในตลาดแรงงาน ที่ยังไม่แน่นอนว่าจะคลี่คลายเมื่อใด และเงินเฟ้อที่จะคาดจะขยายตัวในระดับสูงกว่าเป้าหมาย 2% ของ Fed (แม้คาดแรงกดดันเงินเฟ้อจะเริ่มผ่อนคลายลงเมื่อเข้าสู่ช่วงครึ่งหลังของปี 2022) ที่จะกดดันกำลังซื้อของผู้บริโภค

นอกจากนี้ ยังต้องติดตามการอนุมัติโครงการ Build Back Better ที่การพิจารณาน่าจะยืดเยื้อไปจนถึงช่วงต้นปี 2022 ว่าวงเงินจะเป็นเท่าใด โดย IMF ได้ให้สมมติฐานในประมาณการ GDP ของสหรัฐฯ ว่าสภาจะอนุมัติวงเงินทั้งหมดตามแผนกระตุ้นเศรษฐกิจ (เดิม) ของประธานาธิบดี Joe Biden ที่ราว 4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ดังนั้น หากสภาไม่สามารถอนุมัติโครงการดังกล่าวหรือมีการปรับลดวงเงินลงเป็นจำนวนมาก นับเป็นความเสี่ยงด้านต่ำต่อประมาณการเศรษฐกิจของสหรัฐฯ

แผนภาพที่ 33: เศรษฐกิจสหรัฐฯ กลับเข้าสู่ระดับก่อน COVID-19 แล้ว และคาดมีแนวโน้มฟื้นตัวดีต่อเนื่องในปี 2022



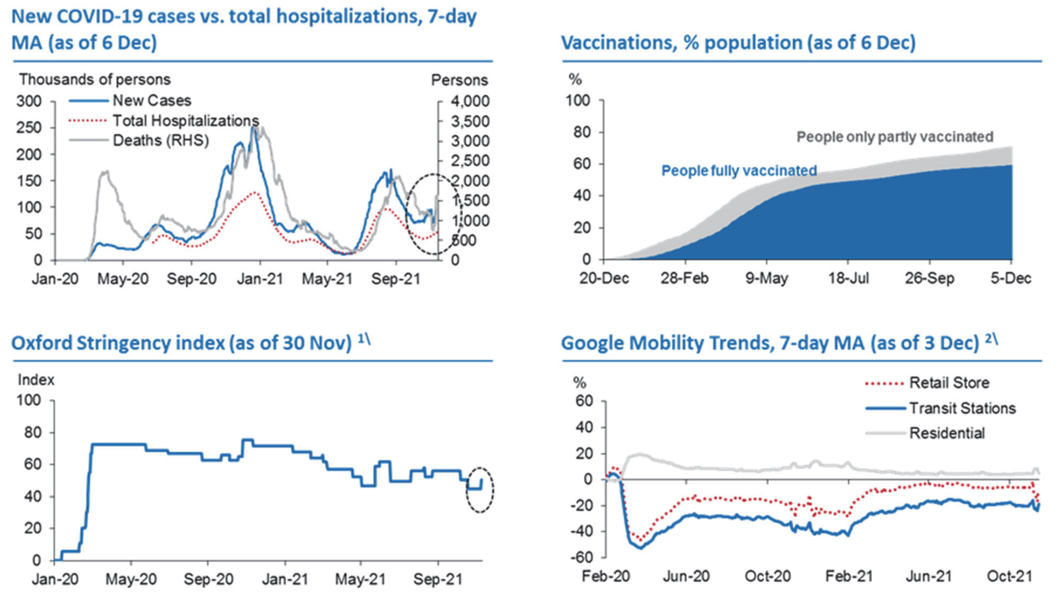
Note: 1\ IMF assumes Biden's spending plan equivalent to $4trn.
ที่มา: Bloomberg, IMF, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Omicron เป็นความเสี่ยงสำคัญต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

การระบาดของ COVID-19 ยังคงเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจที่สำคัญในปี 2022 โดยเฉพาะการระบาดของสายพันธุ์ Omicron ซึ่งขณะนี้ยังไม่ได้รุนแรงมากนัก แต่เนื่องจาก Omicron แพร่เชื้อได้เร็วกว่าสายพันธุ์อื่นๆ อย่าง Delta ส่งผลให้มีความเสี่ยงที่จำนวนผู้ติดเชื้ออาจพุ่งสูงขึ้นได้ในระยะข้างหน้า

อย่างไรก็ดี การฉีดวัคซีนอาจช่วยบรรเทาความรุนแรงของอาการผู้ป่วยลงได้ โดยผู้ที่ได้รับวัคซีนครบโดสจะมีอัตราการเสียชีวิตที่ต่ำกว่าผู้ที่ไม่ได้รับวัคซีน (แผนภาพที่ 35 ด้านล่าง) ดังนั้นเราคาดว่าหากการระบาดไม่ได้เพิ่มขึ้นมาก ก็ยังมีความเป็นไปได้น้อยที่จะมีการกลับมาใช้มาตรการ Lockdown เต็มรูปแบบ

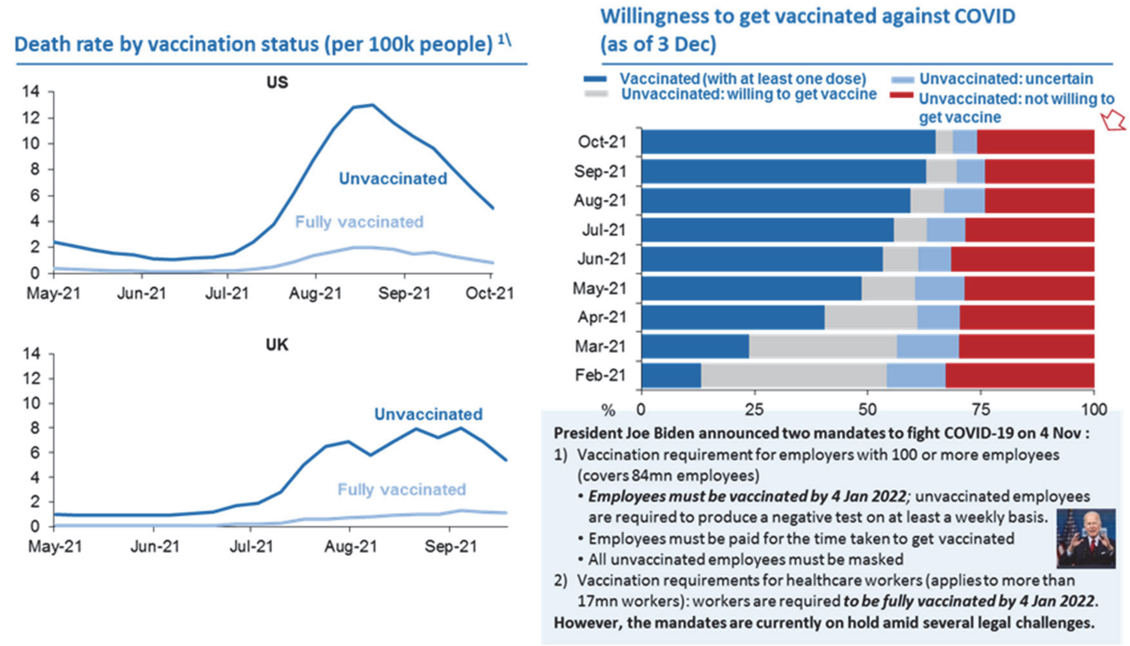
แผนภาพที่ 34: การระบาดของ COVID-19 ยังเป็นความเสี่ยงสำคัญ โดยเฉพาะสายพันธุ์ Omicron ที่กำลังระบาดอยู่ในขณะนี้ ขณะที่ประชากรสหรัฐฯ เพียง 60% เท่านั้น ที่ได้รับวัคซีนครบโดส



Note: 1\ It records the strictness of 'lockdown style' policies that primarily restrict people's behavior such as school closures and restrictions in movement. 2\ The baseline day is the median value from the 5-week period Jan 3 - Feb 6, 2020. Retail stores include restaurants, cafes, shopping centers, theme parks, museums, libraries, and movie theaters.
ที่มา: Ourworldindata.org, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ทั้งนี้ ผลสำรวจความพึงพอใจในการฉีดวัคซีนชี้ว่า ราว 1 ใน 4 ของประชากรสหรัฐฯ ยังคงยืนกรานที่จะไม่รับวัคซีน ซึ่งเรามองว่าสิ่งนี้จะทำให้การเปิดเศรษฐกิจกลับเข้าสู่ระดับปกติเป็นไปอย่างล่าช้า และปัญหา Supply disruption รวมทั้งการขาดแคลนแรงงานก็จะยังคงอยู่ โดยประธานาธิบดี Biden ได้มีความพยายามในการผลักดันกฎหมายที่กำหนดให้บริษัทที่มีลูกจ้างตั้งแต่ 100 คนขึ้นไปต้องได้รับวัคซีน แต่ก็ยังไม่ได้รับเสียงสนับสนุนจากสภา

แผนภาพที่ 35 : ผู้ที่ได้รับวัคซีนครบโดสจะมีอัตราการเสียชีวิตที่ต่ำกว่าผู้ที่ไม่ได้รับวัคซีน (กราฟซ้ายมือ) ขณะที่ประชากรสหรัฐฯ ราว 1 ใน 4 ยังคงยืนกรานไม่รับวัคซีน ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงต่อการกลับมาเปิดเศรษฐกิจเต็มรูปแบบให้ล่าช้า



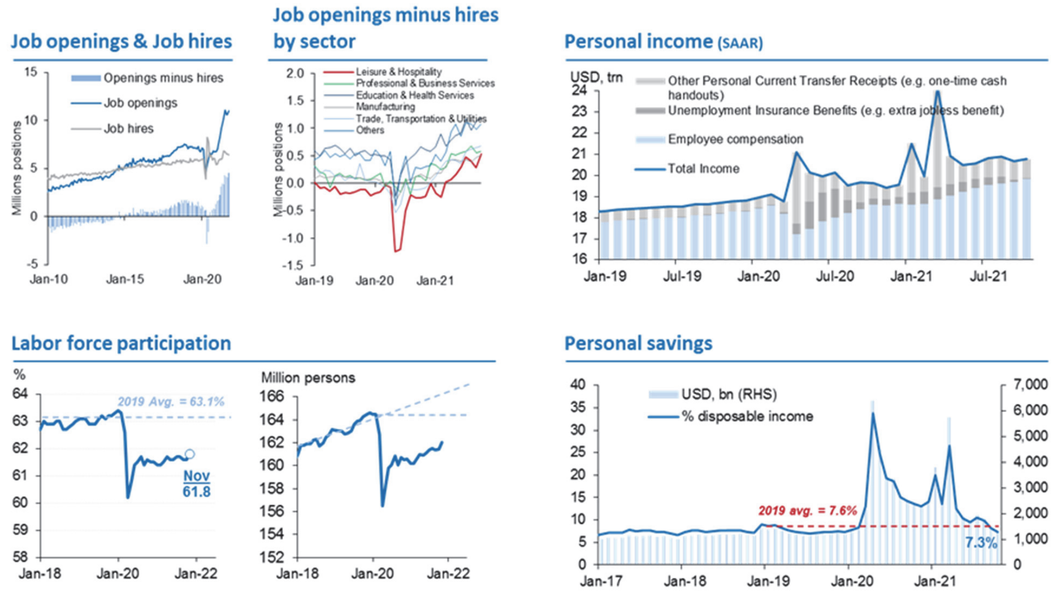
Note: 1\ Death rates are calculated as the number of deaths in each group, divided by the total number of people in this group. This is given per 100,000 people. US weekly data as of 2 Oct and UK weekly as of 24 Sep.
ที่มา: Ourworldindata.org, White house, theconversation.com, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดแรงงานที่ยังตึงตัวอย่างมากหนุนการเพิ่มขึ้นของค่าจ้างและเพิ่มแรงกดดันต่อเงินเฟ้อ

ตลาดแรงงานสหรัฐฯ โดยรวมตึงตัวอย่างมากสะท้อนผ่านส่วนต่างระหว่างตำแหน่งงานว่างเปิดใหม่ (Job Openings) และตำแหน่งงานจ้าง (Job Hires) ที่ยังอยู่ในระดับสูงมากกว่า 4 ล้านตำแหน่ง สะท้อนถึงปัญหาขาดแคลนอุปทาน ขณะที่อุปสงค์แรงงานอยู่ในระดับสูง ด้านอัตราการมีส่วนร่วมของกำลังแรงงาน (Laborforce participation) ฟื้นตัวขึ้นอยู่ที่ 61.8% ในเดือน พ.ย. สูงสุดนับตั้งแต่เดือน มี.ค. 2020 แต่ก็ยังคงต่ำกว่าระดับก่อนการระบาดของ COVID-19 ที่ 63.3% และมีแนวโน้มที่อาจจะไม่กลับเข้าสู่ระดับดังกล่าว

ส่วนหนึ่งเป็นผลของการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างจากการตัดสินใจเกษียณอายุก่อนกำหนดของแรงงาน ประกอบกับความไม่แน่นอนของการระบาดของ COVID-19 ที่อาจยังส่งผลให้แรงงานไม่อยากกลับเข้าทำงาน แม้การให้สวัสดิการว่างงานพิเศษของภาครัฐจะสิ้นสุดลงไปแล้ว ดังนั้น ปัญหาขาดแคลนแรงงานจะยังคงเป็นประเด็นต่อไปในปี 2022 และสร้างแรงกดดันต่อค่าจ้างให้ยังอยู่ในระดับสูง

แผนภาพที่ 36: ส่วนต่างระหว่างตำแหน่งงานว่างเปิดใหม่และตำแหน่งงานจ้างยังอยู่ในระดับสูงมากในเกือบทุกหมวด ขณะที่อัตราการมีส่วนร่วมของกำลังแรงงานจะยังคงต่ำกว่าช่วงก่อนการแพร่ระบาดของ COVID-19

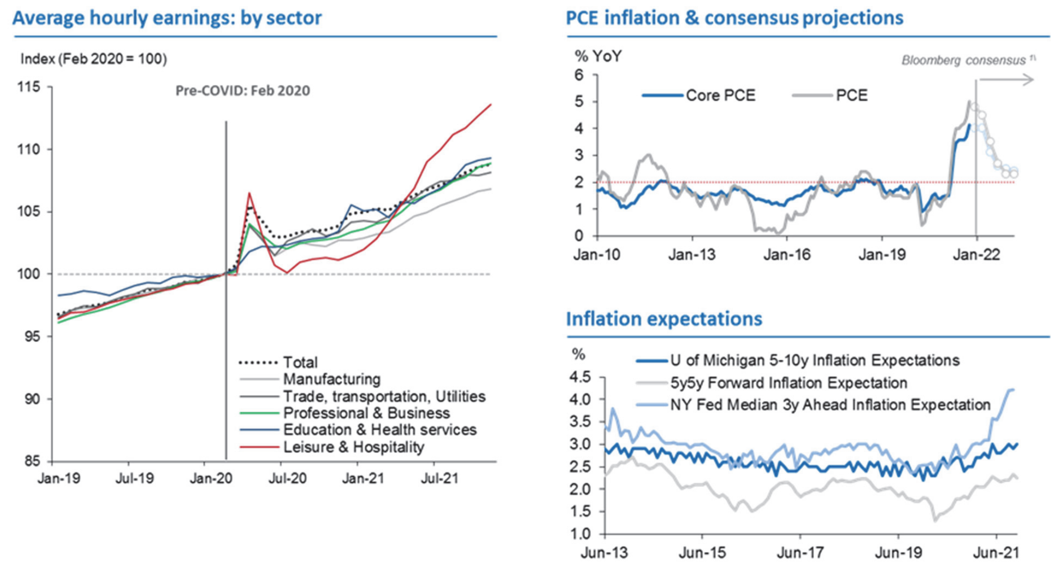


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อัตราค่าจ้างเฉลี่ย (Average Hourly Earning) ได้เพิ่มขึ้นอย่างมากในช่วงที่ผ่านมาและอยู่เหนือระดับก่อนการระบาดของ COVID-19 ที่ 8.8% (31.03 ดอลลาร์สหรัฐฯ/ชั่วโมง เดือน พ.ย. 2021 vs. เดือน ก.พ. 2020 ที่ 28.51 ดอลลาร์สหรัฐฯ/ชั่วโมง) โดยอัตราค่าจ้างเพิ่มขึ้นมากในเกือบทุกหมวด โดยเฉพาะหมวดการโรงแรมและพักผ่อนที่ได้รับผลกระทบโดยตรง โดยเพิ่มขึ้นมาอยู่เหนือก่อนการระบาดของ COVID-19 ที่ 13.6% (19.2 ดอลลาร์สหรัฐฯ/ชั่วโมง เดือน พ.ย. 2021 vs. เดือน ก.พ. 2020 ที่ 16.9 ดอลลาร์สหรัฐฯ/ชั่วโมง)

แรงกดดันค่าจ้างมีแนวโน้มที่จะยังคงอยู่ในปี 2022 ซึ่งนับเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่จะหนุนให้เงินเฟ้อของสหรัฐฯ ยังขยายตัวเหนือเป้าหมาย 2% ของ Fed ต่อไป ส่วนหนึ่งผ่านทางคาดการณ์เงินเฟ้อของผู้บริโภคที่อยู่ในระดับสูง อย่างไรก็ดี ตลาด (Bloomberg consensus) ยังเชื่อว่าเงินเฟ้อจะชะลอลงอย่างมีนัยยะในช่วงครึ่งหลังของปี 2022 จากปัญหา Supply disruption ที่คาดว่าจะคลี่คลายลง ซึ่งรวมถึงปัญหาขาดแคลนแรงงานที่คาดจะปรับตัวดีขึ้น

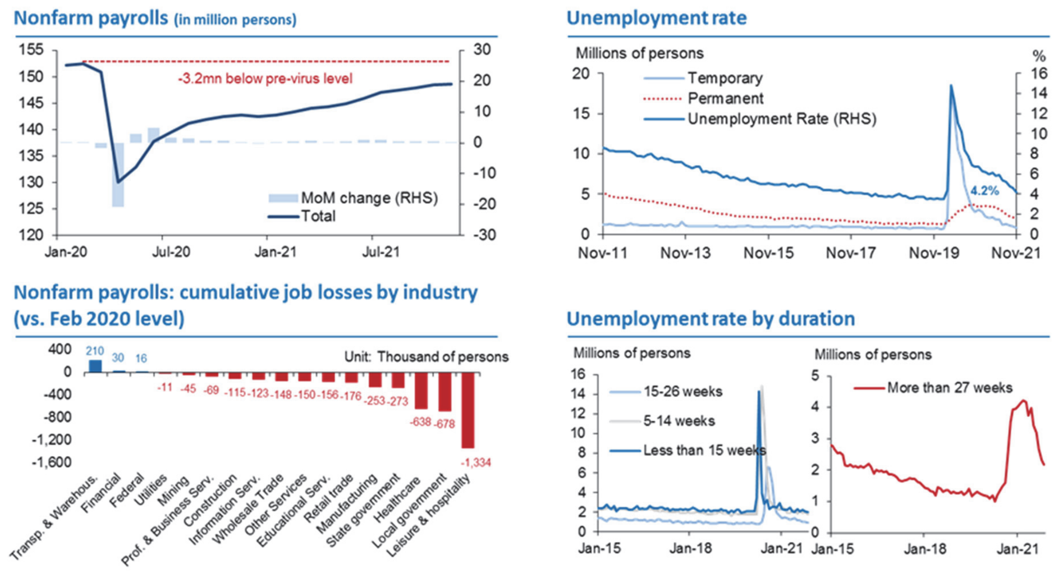
แผนภาพที่ 37: อัตราค่าจ้างเพิ่มขึ้นอย่างมากในเกือบทุกหมวด โดยเฉพาะการโรงแรมและพักผ่อน (กราฟซ้ายมือ: เส้นสีแดง) นับเป็นปัจจัยหนุนให้เงินเฟ้อยังขยายตัวสูงกว่าเป้า 2% ของ Fed แม้ตลาดจะคาดกันว่าเงินเฟ้อจะชะลอลงอย่างมีนัยยะในช่วงครึ่งหลังของปี 2022



Note: 1\ As of 7 Dec.

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

แผนภาพที่ 38: การจ้างงานนอกภาคเกษตรฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องแต่ยังต่ำกว่าระดับก่อน COVID-19 กว่า 3 ล้านตำแหน่ง โดยเฉพาะในหมวดโรงแรมและพักผ่อน (กราฟซ้ายมือ) ขณะที่อัตราการว่างงานลดลงต่อเนื่องกลับเข้าสู่ระดับก่อนเกิด COVID-19 ที่ 4.2%



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

Fed จะดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นในปี 2022 โดย QE Taper จะสิ้นสุดเดือน มี.ค. ขณะที่ดอกเบี้ยมีโอกาสถูกปรับขึ้นเร็วสุดในไตรมาสสอง

ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จะดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นในปี 2022 ท่ามกลางแรงกดดันเงินเฟ้อที่ยังยืดเยื้ออยู่ในระดับสูงยาวนานกว่าที่คาดและยังคงสูงกว่าเป้าหมาย 2% ขณะที่ตลาดแรงงานส่งสัญญาณตึงตัวอย่างมาก นอกจากนี้ คณะกรรมการ Fed ที่มีสิทธิออกเสียง (Voter) ในการประชุมปี 2022 จะมีเสียงส่วนใหญ่ที่เป็นไปในทิศทางเข้มงวด (Hawkish) โดยในการประชุมเมื่อวันที่ 14-15 ธ.ค. 2021 Fed ได้ส่งสัญญาณ Hawkish ขึ้นอย่างมาก ซึ่งมีประเด็นสำคัญดังนี้

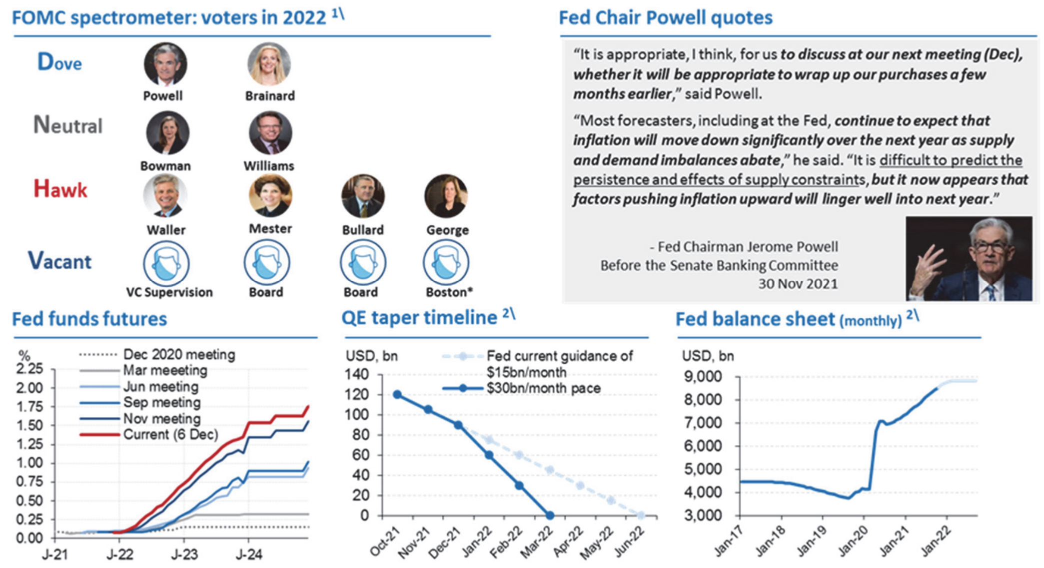
- เพิ่มอัตราการลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE Taper) จากเดือนละ 1.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นเดือนละ 3 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ นับตั้งแต่เดือน ม.ค. 2022
- แนวโน้มของดอกเบี้ยหรือ Dot plot ชี้ว่า Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย (Federal funds rate) 3 ครั้ง (ครั้งละ 0.25%) ในปี 2022 (เร็วขึ้นจากเดิมที่ชี้ว่าจะปรับขึ้นในปี 2023 และมากกว่าที่ตลาดคาดที่ 2 ครั้ง) และส่งสัญญาณว่าจะปรับขึ้นอีก 3 ครั้งในปี 2023 และอีก 2 ครั้งในปี 2024 ซึ่งจะทำให้ดอกเบี้ยอยู่ที่ระดับ 2.1% ณ สิ้นปี 2024 ขณะที่ยังมองระดับอัตราดอกเบี้ยนโนบายในระยะยาว (Terminal rate) ที่ 2.5% ซึ่งสะท้อนว่า Fed ยังเชื่อว่าการพุ่งขึ้นสูงของเงินเฟ้อจะเป็นเพียงชั่วคราว
- Fed ปรับเพิ่มคาดการณ์เงินเฟ้อ Core PCE ของปี 2021-2023 โดยปรับเพิ่มขึ้นมากในปี 2021F เป็น 4.4% (vs. 3.7% คาดการณ์ครั้งก่อน) และปรับขึ้นเป็น 2.7% และ 2.3% ในปี 2022-2023F ตามลำดับ (เพิ่มขึ้นปีละ 0.4ppt และ 0.1ppt ตามลำดับ) สะท้อนปัญหา Supply disruption ที่ยังคงอยู่ แม้ว่าจะเริ่มคลี่คลายลงในปี 2022 โดย Fed ยังคาดเงินเฟ้อจะชะลอตัวลงเป็น 2.1% ในปี 2024F
- Fed ปรับลดคาดการณ์ GDP สหรัฐฯ ปี 2021F ลงเป็น 5.5% (vs. 5.9% คาดการณ์ครั้งก่อน) ขณะที่ปรับเพิ่มของปี 2022F เป็น 4.0% (เดิมคาด 3.8%) และปรับลดของปี 2023F ลงเป็น 2.2% (เดิมคาด 2.5%) ส่วนปี 2024F ยังคาดจะขยายตัวที่ 2.0% ขณะที่คาดอัตราการว่างงาน (Unemployment rate) จะปรับลดลงอยู่ที่ 4.3% ณ สิ้นปี 2021F (vs. 4.8% คาดการณ์ครั้งก่อน) และลดลงต่อเนื่องอยู่ที่ 3.5% ณ สิ้นปี 2022F
- นาย Jerome Powell ประธาน Fed กล่าวในแถลงการณ์หลังการประชุมว่าปัญหา Supply disruption คงอยู่ยาวนานกว่าที่คาด ขณะที่ COVID-19 ที่กลับมาระบาดนับเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจ แต่ Fed ยังคงมองว่าเศรษฐกิจขยายตัวได้ดี และคาดว่าจะไปถึงจุดที่เรียกว่าการจ้างงานเต็มอัตรา (Full employment) ได้ในปี 2022
- Fed ยังระบุถึงความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจที่ยังคงอยู่ โดยเฉพาะจากการระบาดของไวรัสสายพันธุ์ใหม่ Omicron

หาก Fed ลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ในอัตราเดือนละ 3 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ อย่างต่อเนื่อง (นับตั้งแต่เดือน ม.ค. 2022) กระบวนการ QE Taper ก็จะเสร็จสิ้นในเดือน มี.ค. 2022 (เร็วขึ้นจากเดิมกลางปี 2022) ซึ่งงบดุลของ Fed จะอยู่ในระดับสูงมากที่ราว 9 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

ด้านอัตราดอกเบี้ย นาย Powell กล่าวว่า คณะกรรมการ Fed ไม่คิดว่าจะปรับขึ้นดอกเบี้ยก่อนที่การ QE Taper เสร็จสิ้น แต่อาจปรับขึ้นก่อนที่จะไปถึงจุดที่เรียกว่า การจ้างงานเต็มอัตรา ดังนั้น อาจตีความได้ว่า หากแผน QE Taper ไม่มีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มเติม อัตราดอกเบี้ยก็จะยังไม่ปรับขึ้นทันทีในเดือน มี.ค. 2022 ขณะที่มีโอกาสที่จะปรับขึ้นได้เร็วสุดในช่วงไตรมาสสอง (เดือน พ.ค. หรือ มิ.ย. 2022)

อย่างไรก็ดี เรามองว่ายังมีความไม่แน่นอนอยู่มากในประเด็นดังกล่าว รวมทั้งจำนวนการปรับขึ้นดอกเบี้ย ท่ามกลางการระบาดของ COVID-19 ที่ยังคงอยู่ รวมถึงสายพันธุ์ใหม่อย่าง Omicron ที่ยังไม่ทราบผลกระทบแน่ชัด แม้เบื้องต้นจะรายงานว่าไม่ส่งผลร้ายแรงเหมือนสายพันธุ์ก่อนๆ โดยเฉพาะหากได้รับวัคซีนครบโดส โดยหากสถานการณ์ปัจจัยลบ เช่น การแพร่ระบาดของสายพันธุ์ Omicron มีความรุนแรงในวงกว้าง เรามองว่า Fed ก็พร้อมที่จะปรับเปลี่ยนท่าทีการส่งสัญญาณกับตลาดว่าอาจชะลอหรือลดระดับการกลับมาดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดลง

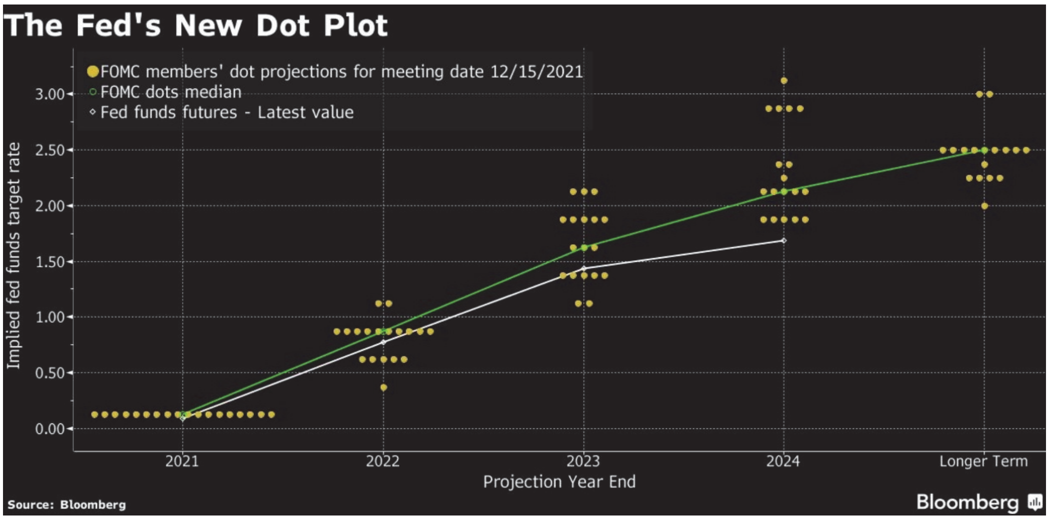
แผนภาพที่ 39: คณะกรรมการ Fed ที่มีสิทธิออกเสียงในการประชุมปี 2022 จะมีเสียงส่วนใหญ่ที่เป็นไปในทิศทาง Hawkish ขณะที่การทำ QE Taper อัตราเดือนละ 3 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จะทำให้กระบวนการดังกล่าวสิ้นสุดเดือน มี.ค. 2022 ซึ่งงบดุลจะอยู่ที่ระดับ 9 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ



*Note: 1\ Rank according to Bloomberg Fed Spectrometer as of 29 Sep. Currently there are 7 Fed board members, but 2 seats will expire soon (Randal Quarles expires end-2021 and Richard Clarida expires 31 Jan 2022) and one vacant seat. * VP act as interim. 2\ Jefferies expects QE Taper pace to double to $30bn/month starting Jan 2022.*

ที่มา: Bloomberg, Federal Reserves, Jeffries, new.miami.edu,nypost.com, frbsf.org, dtnpf, wikipedia, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 40: แนวโน้มของดอกเบี้ย (Dot plot) สะท้อนว่า Fed มีท่าที Hawkish ขึ้นอย่างมาก โดยมองดอกเบี้ยจะถูกปรับขึ้นถึง 3 ครั้งในปี 2022, 3 ครั้งในปี 2023 และอีก 2 ครั้งในปี 2024



ที่มา: Bloomberg

มาตรการทางการคลังยังเป็นสิ่งที่ต้องติดตาม โดยเฉพาะในไตรมาสแรก

มาตรการทางการคลังยังเป็นสิ่งที่ต้องติดตามในระยะใกล้ โดยเฉพาะการผ่านงบประมาณประจำปี 2022 ก่อนกลางเดือน ก.พ. 2022 เพื่อหลีกเลี่ยงการเกิด Government Shutdown และการอนุมัติแผนกระตุ้นเศรษฐกิจ Build Back Better ของประธานาธิบดี Biden โดยในช่วงที่ผ่านมา มาตรการทางการคลังมีความคืบหน้า ดังนี้

- งบประมาณประจำปี 2022: สภาต่ออายุงบประมาณชั่วคราว (Continuing resolution) ออกไปจากวันที่ 3 ธ.ค. 2021 เป็นวันที่ 18 ก.พ. 2022 ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงของการปิดหน่วยงานภาครัฐเป็นการชั่วคราว (Government shutdown) อย่างไรก็ดี หากภายในวันที่ 18 ก.พ. สภาไม่สามารถอนุมัติงบประมาณชั่วคราวหรืองบประมาณฉบับถาวรได้ทัน จะส่งผลให้เกิด Government shutdown ที่จะกระทบต่อกิจกรรมเศรษฐกิจอย่างมีนัยยะ โดยเฉพาะหากหน่วยงานภาครัฐต้องปิดทำการเป็นระยะเวลานาน โดยสำนักงบประมาณรัฐสภาสหรัฐฯ (CBO) ประเมินว่า Government shutdown ครั้งล่าสุดช่วงปลายปี 2018 - ต้นปี 2019 (รวม 35 วัน) ได้ส่งผลกระทบต่อ GDP รายไตรมาสราว 0.1% ในไตรมาส 4/2018 และ 0.2% ในไตรมาส 1/2019 ขณะที่ตลาดหุ้น S&P500 เผชิญความผันผวนและปรับตัวลดลงราว 10% ในช่วงเวลาดังกล่าว
- เพดานหนี้ (Debt ceiling): สภาอนุมัติเพิ่มเพดานหนี้วงเงิน 2.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 31.4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เมื่อวันที่ 15 ธ.ค. เพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงผิดนัดชำระหนี้ (Defaults) โดยประเมินว่าจะช่วยให้รัฐบาลมีเงินสดเพียงพอในการชำระหนี้จนถึงต้นปี 2023 ผ่านพ้นการเลือกตั้งกลางเทอม (Midterm elections) ที่จะมีขึ้นในเดือน พ.ย. 2022
- แผนกระตุ้นเศรษฐกิจส่วนที่เหลือของประธานาธิบดี Biden หรือ Build Back Better ที่จะผ่านสภาด้วยกระบวนการ Reconciliation: วงเงินของมาตรการดังกล่าวยังมีความไม่แน่นอนสูง โดยปลายเดือน ต.ค. ทำเนียบขาวได้ปรับลดวงเงินเป็น 1.75 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (จากเดิมราว 3.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ขณะที่สภาผู้แทนฯ ได้อนุมัติที่วงเงิน 2.4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยขณะนี้อยู่ในระหว่างการพิจารณาในชั้นวุฒิสภา ซึ่งมีแนวโน้มที่จะยืดเยื้อไปจนถึงต้นปี 2022 โดยหากสภาไม่สามารถอนุมัติแผนดังกล่าวหรือมีการปรับวงเงินลงมาก ก็นับเป็นความเสี่ยงด้านต่ำต่อ GDP สหรัฐฯ โดยเฉพาะตัวเลขของ IMF ที่คาด GDP จะขยายตัว 5.2% ในปี 2022 บนสมมติฐานว่าแผนกระตุ้นเศรษฐกิจของประธานาธิบดี Biden จะมีวงเงินรวมราว 4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

แผนภาพที่ 41: แผนกระตุ้นเศรษฐกิจ Build Back Better วงเงินราว 2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ยังมีความไม่แน่นอนสูง

Fiscal measures

Key fiscal measures:

1. **FY2022 Budget:** Congress approved continuing resolution to extend government funding levels through 18 Feb 2022, extended from 3 Dec.
2. **Debt ceiling:** Secretary of treasury Janet Yellen recently warned lawmakers that the US could breach its debt limit by 15 Dec.
3. **Infrastructure bill:** President Joe Biden signed into law a $550bn plan on 15 Nov. Spending to start in 2022.
4. **Build Back Better:** House passed $2.4trn spending plan on 19 Nov. The plan is currently in discussion in Senate and is expected to pass by Christmas, 25 Dec.

Build Back Better

USD, bn	White House 2\	House 3\
Social Benefits	**640**	**840**
Child care & universal pre-school	390	380
Extend increased Child Tax Credit	150	190
National paid leave programs	--	205
Clean Energy & Climate (excl. infra bill)	**445**	**235**
Healthcare	**315**	**330**
Construction, e.g. housing	**150**	**175**
Incentives for clean energy, technology, manufacturing, and supply chains	**110**	**335**
Other investments	**90**	**120**
Increase SALT deduction cap to $80k (from $10k) through 2025	**--**	**275**
Enact immigration reform	**--**	**110**
Total spending	**1,750**	**2,430**

USD, bn	White House 2\	House 3\
Corporate tax	**800**	**830**
15% global minimum tax	350	280
15% minimum tax on large corporations	325	320
Stock buybacks tax	125	125
Personal income tax	**650**	**640**
Expand 3.8% Medicare tax on wealthy	250	250
Millionaire surtax (5% levy on income >$10mn and 8% on income >$25mn)	230	230
Limit business losses for the wealthy	170	160
Other revenue	**400**	**180**
Healthcare	**145**	**325**
Establish $80k SALT deduction cap from 2026 through 2030 & $10k cap in 2031	**--**	**290**
Total revenue	**1,995**	**2,265**

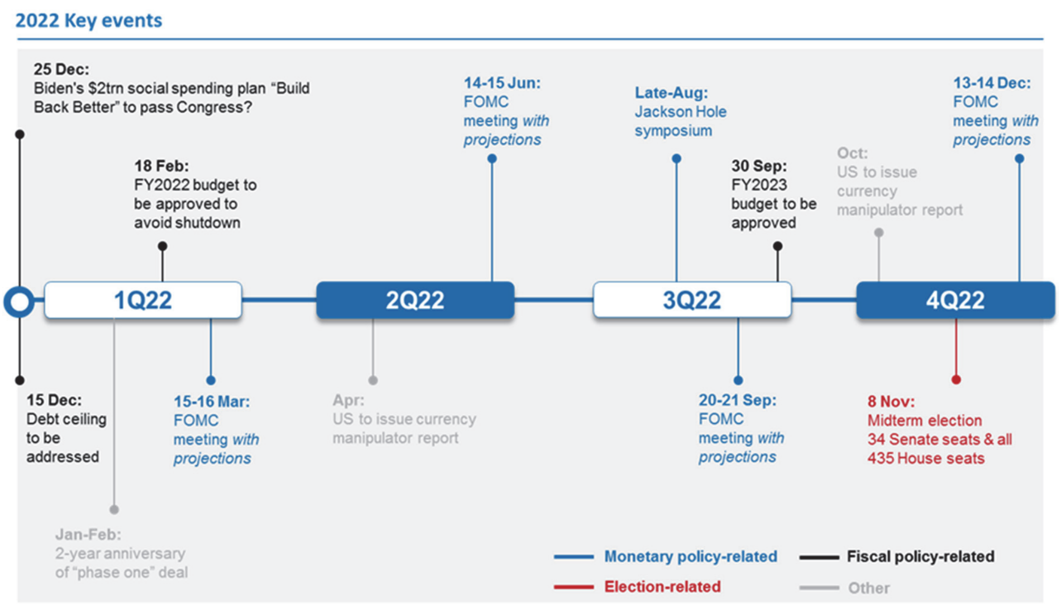
Note: 1\ Based on CBO estimated as of 18 Nov. 2\ As proposed on 28 Oct. 3\ Based on CRFB calculation, adjusted for CBO cost estimations.

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

ด้านเหตุการณ์สำคัญในปี 2022 ติดตามการผ่านแผนกระตุ้นเศรษฐกิจ การประชุม Fed และการเลือกตั้งกลางเทอม
ในปี 2022 มีหลายเหตุการณ์ที่น่าติดตาม อาทิ

1. มาตรการทางการคลังในช่วงไตรมาส 1 ได้แก่ การอนุมัติงบประมาณประจำปี 2022 ก่อนวันที่ 18 ก.พ. เพื่อหลีกเลี่ยงการเกิด Government shudown และการผ่านแผนกระตุ้นเศรษฐกิจ Build Back Better ของประธานาธิบดี Biden ที่การพิจารณาลากยาวเข้าสู่ช่วงต้นปี 2022 ดังรายละเอียดที่กล่าวมาแล้วข้างต้น
2. การทบทวนข้อตกลงการค้า Phase 1 ระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่ตกลงกันเมื่อต้นปี 2020 ซึ่งได้ครบกำหนด 2 ปี โดยการทบทวนคาดจะเกิดขึ้นในไตรมาส 1 ทั้งนี้ในกรณีฐาน เราคาดสหรัฐฯ จะยังคงอัตราภาษีนำเข้าสินค้าจากจีนไว้ที่ระดับเดิม
3. การเลือกตั้งกลางเทอม (Midterm Election) วันที่ 8 พ.ย. โดยส.ส. ทั้ง 435 ที่นั่ง และส.ว. 34 ที่นั่ง จะต้องทำการเลือกตั้ง ซึ่งมีความเสี่ยงที่พรรค Democrat จะสูญเสียเสียงข้างมากทั้งใน ส.ส. และส.ว. จากผลกระทบของการแพร่ระบาดของ COVID-19 อันจะส่งผลกระทบต่อการผ่านกฎหมายสำคัญที่เกิดขึ้นหลังการเลือกตั้ง
4. การประชุม Fed โดยเฉพาะหลังการประชุมกลางเดือน ธ.ค. 2021 ที่ Fed มีท่าทีเข้มงวด (Hawkish) ขึ้นอย่างมาก โดยเฉพาะอัตราดอกเบี้ยที่ Dot plot บ่งชี้ว่าอาจปรับขึ้นได้ถึง 3 ครั้งในปี 2022 และอาจปรับขึ้นทันทีหลังกระบวนการลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE Taper) เสร็จสิ้นในเดือน มี.ค. ซึ่งอาจสร้างความผันผวนให้กับตลาดการเงินในช่วงดังกล่าว นอกจากนี้ ยังต้องติดตามแนวทางการปรับลดงบดุลของ Fed (Quantitative Tightening: QT) ในระยะข้างหน้า ที่คาดว่านาย Jerome Powell จะเปิดเผยในการประชุมครั้งถัดๆ ไป

แผนภาพที่ 42: เหตุการณ์ที่น่าติดตามของสหรัฐฯ ในปี 2022



ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

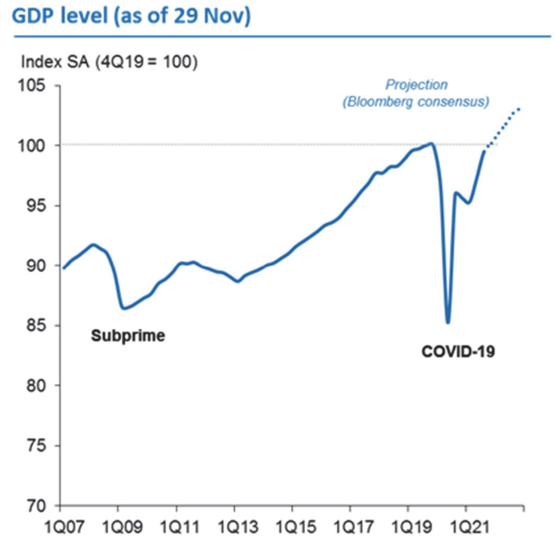
เศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มขยายตัว 4.3% ในปี 2022F อิงจากประมาณการของ IMF จากที่คาดจะขยายตัว 5.0% ในปี 2021F จากการแจกจ่ายวัคซีนเป็นวงกว้างหนุนการเปิดเศรษฐกิจและการใช้ COVID Certificate ที่หนุนการท่องเที่ยวระหว่างประเทศในกลุ่ม นอกจากนี้ ยังได้แรงหนุนจากมาตรการทางการคลัง ทั้งกฎการคลังของ EU ที่จะยังผ่อนปรนในปี 2022 และการเบิกจ่ายเม็ดเงินของกองทุน EU Recovery Fund ที่คาดจะเร่งตัวขึ้น อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจยังเผชิญแรงกดดันในระยะสั้น โดยเฉพาะการระบาดของ COVID-19, ปัญหา Supply disruption ที่ยังอยู่ และปัญหาขาดแคลนก๊าซธรรมชาติที่ยังไม่คลี่คลายซึ่งจะหนุนให้เงินเฟ้อยังขยายตัวสูง กดดันกำลังซื้อของผู้บริโภค ด้านนโยบายการเงิน ECB จะเริ่มผ่อนคันเร่งในนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายอย่างมาก โดยจะยุติการซื้อสินทรัพย์ผ่านมาตรการ PEPP สิ้นเดือน มี.ค. 2022 ขณะที่จะเพิ่มการเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่านมาตรการปกติหรือ APP ขึ้นเล็กน้อยเป็นระยะเวลาหนึ่งเพื่อให้การเข้าซื้อสินทรัพย์มีความคล่องตัวขึ้นในช่วงของการทำ Policy normalization ส่วนอัตราดอกเบี้ยนโยบายคาดจะคงอยู่ที่ระดับต่ำในปัจจุบันตลอดปี 2022

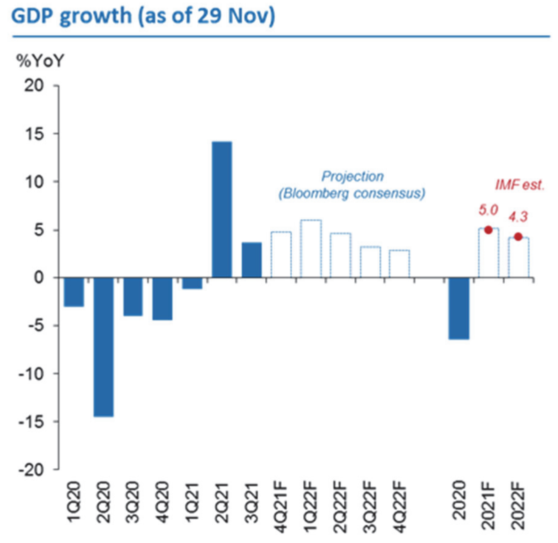
เศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มขยายตัว 4.3% ในปี 2022F

เศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มขยายตัว 4.3% ในปี 2022F ต่อเนื่องจากที่คาดจะขยายตัว 5.0% ในปี 2021F (อิงจากประมาณการเดือน ต.ค. ของ IMF) จากการเปิดเศรษฐกิจตามการแจกจ่ายวัคซีนที่เป็นวงกว้างมากขึ้นและการใช้ COVID Certificate ที่ช่วยอำนวยความสะดวกในการเดินทางระหว่างประเทศสมาชิกในกลุ่ม ซึ่งได้ช่วยหนุนการฟื้นตัวของอุปสงค์ในประเทศและภาคบริการ นอกจากนี้ ยังได้รับแรงสนับสนุนจากมาตรการทางการคลัง ทั้งกฎการคลังของ EU (Fiscal rules) ที่จะยังผ่อนปรนสำหรับปี 2022 และการเบิกจ่ายเม็ดเงินของกองทุน EU Recovery Fund วงเงิน 7.5 แสนล้านยูโร ที่เน้นการลงทุนด้านพลังงานสีเขียวและ Digital ซึ่งได้มีการอนุมัติวงเงินและเริ่มมีการเบิกจ่ายแล้วในหลายประเทศ (ณ สิ้นเดือน ต.ค. จัดสรรเงินไปแล้วราว 8% ของกองทุน)

อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจยูโรโซนยังเผชิญความเสี่ยงโดยเฉพาะในระยะสั้น อาทิ 1) การระบาดของ COVID-19 ระลอกใหม่ โดยเฉพาะสายพันธุ์ Omicron ที่อาจนำไปสู่การกลับมาใช้มาตรการ Lockdown ที่เข้มงวด 2) ปัญหา Supply disruption ที่กดดันภาคการผลิต และ 3) ปัญหาขาดแคลนก๊าซธรรมชาติที่ยังไม่คลี่คลายซึ่งจะหนุนให้เงินเฟ้อยังขยายตัวสูง และกดดันกำลังซื้อของผู้บริโภค

แผนภาพที่ 43: เศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มฟื้นตัวดีต่อเนื่อง และคาดจะกลับเข้าสู่ระดับก่อน COVID ภายในไตรมาสแรก



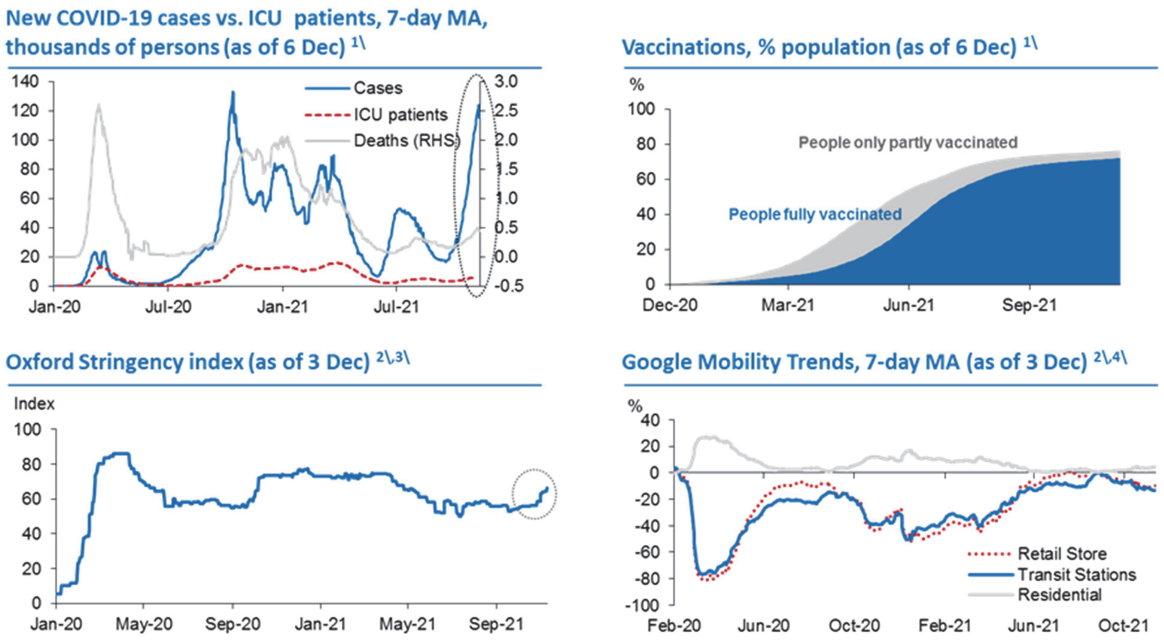


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

COVID-19 ยังเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อเศรษฐกิจ ขณะที่สัดส่วนผู้ที่ไม่ต้องการรับวัคซีนที่ยังสูงจะส่งผลให้การเปิดเศรษฐกิจเข้าสู่ระดับปกติล่าช้าออกไป

สถานการณ์การแพร่ระบาด COVID-19 ยังคงเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อเศรษฐกิจ โดยเฉพาะจากสายพันธุ์ Omicron ที่แพร่กระจายได้รวดเร็วกว่าสายพันธุ์อื่นๆ เช่น Delta แม้เบื้องต้นจะวิเคราะห์กันว่าความรุนแรงจะน้อยกว่าก็ตาม โดยปัจจุบันจำนวนผู้ติดเชื้อรายใหม่ในยุโรปได้พุ่งขึ้นแรง แต่อัตราเสียชีวิตและการเจ็บป่วยรุนแรงไม่ได้เพิ่มขึ้นมาก

แผนภาพที่ 44: จำนวนผู้ติดเชื้อพุ่งขึ้นสูงในช่วงที่ผ่านมา หนุนให้หลายประเทศประกาศใช้มาตรการเข้มงวด ขณะที่อัตราการเสียชีวิตและป่วยหนักยังไม่เพิ่มขึ้นมากนัก (ส่วนหนึ่งจากการฉีดวัคซีนที่ประชากรกว่า 70% ได้รับวัคซีนครบโดส)

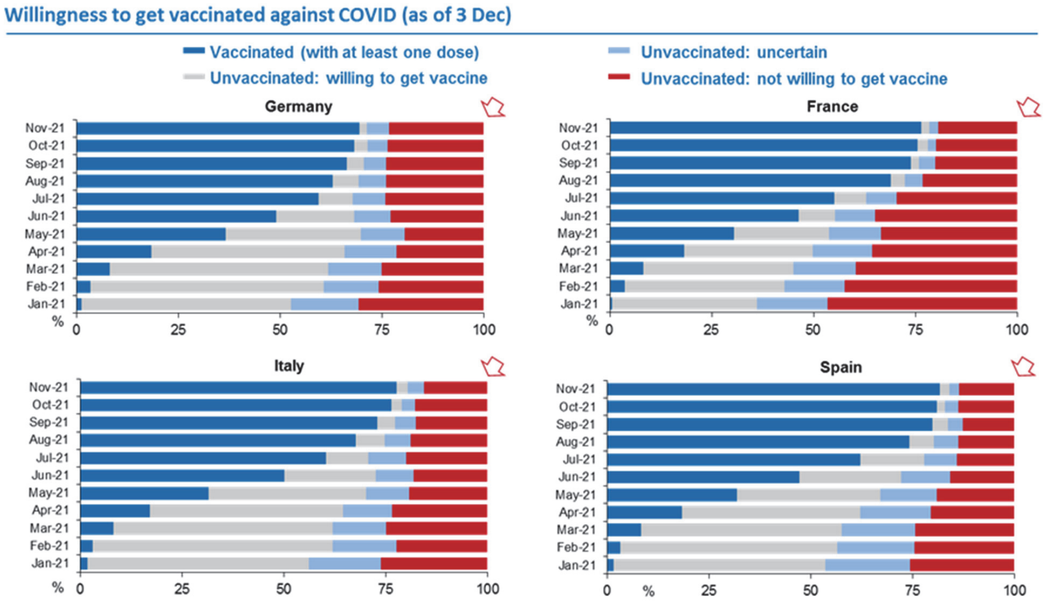


Note: 1\ Sum of Germany, France, Italy and Spain. 2\ Average of Germany, France, Italy and Spain. 3\ It records the strictness of 'lockdown style' policies that primarily restrict people's behavior such as school closures and restrictions in movement. 4\ The baseline day is the median value from the 5-week period Jan 3 - Feb 6, 2020.

ที่มา: Ourworldindata.org, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ด้านความเต็มใจในการฉีดวัคซีน (Willingness to get vaccinated) ผลสำรวจชี้ว่าประชากรประเทศหลักในยุโรปราว 20-25% ยังคงยืนกรานหนักแน่นว่าจะไม่รับวัคซีนเหมือนกับที่เกิดขึ้นในสหรัฐฯ ซึ่งเรามองว่านับเป็นความเสี่ยงต่อการเปิดเศรษฐกิจเข้าสู่ระดับปกติให้ล่าช้าออกไป ส่งผลให้ปัญหา Supply disruption และแรงกดดันเงินเฟ้อยังคงอยู่

แผนภาพที่ 45: ประชากรราว 20-25% ของประเทศหลักในยุโรปยังคงยืนกรานไม่รับวัคซีน (แท่งสีแดง)

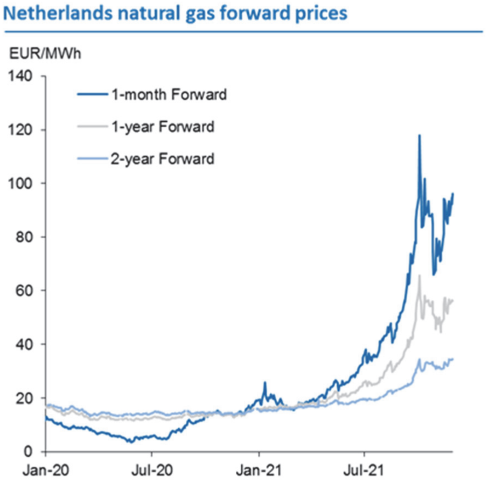


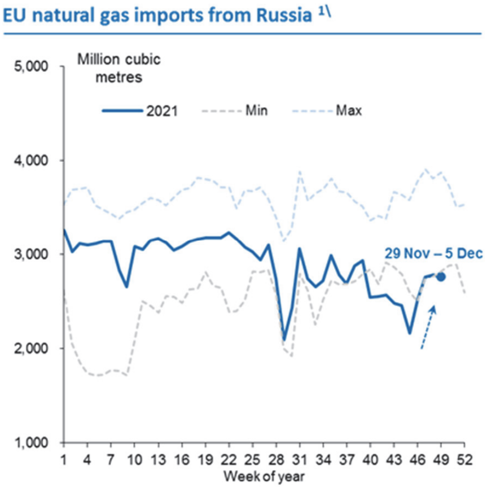
ที่มา: Ourworldindata.org, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ปัญหาขาดแคลนพลังงานในยุโรปอาจไม่จบลงเร็วอย่างที่หวัง แม้รัสเซียจะส่งก๊าซมาให้เพิ่ม ซึ่งอาจหนุนให้เงินเฟ้อขยายตัวในระดับสูงต่อเนื่องเป็นระยะเวลานานกว่าที่คาด

ปัญหาขาดแคลนก๊าซธรรมชาติยังเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจ โดยเฉพาะในไตรมาส 1/2022 ที่เข้าสู่ฤดูหนาว โดยราคาก๊าซในยุโรปยังคงอยู่ในระดับสูง ขณะที่รัสเซียซึ่งเป็นแหล่งนำเข้าก๊าซรายใหญ่สุดของยุโรปคิดเป็นสัดส่วนกว่า 40% ของการนำเข้าก๊าซทั้งหมด ได้ส่งออกก๊าซมาให้ยุโรปเพิ่มขึ้นหลังประธานาธิบดี Vladimir Putin ระบุจะส่งมาให้เพิ่มเมื่อปลายเดือน ต.ค. แต่ก็ยังคงอยู่ในระดับต่ำมาก และยังมีความไม่แน่นอนต่อจากนี้จาก 1) ประเด็นขัดแย้งระหว่างรัสเซียกับยูเครน และ 2) ความต้องการเปิดใช้ท่อส่งก๊าซ Nord Stream 2 ที่สร้างเสร็จมาเป็นเวลานานแล้ว ซึ่งยังไม่ได้รับการอนุมัติ

แผนภาพที่ 46: ราคาพลังงานยังคงอยู่ในระดับสูง (กราฟซ้ายมือ) ขณะที่รัสเซียส่งก๊าซมาให้เพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมา แต่ก็ยังถือว่าอยู่ในระดับต่ำมาก

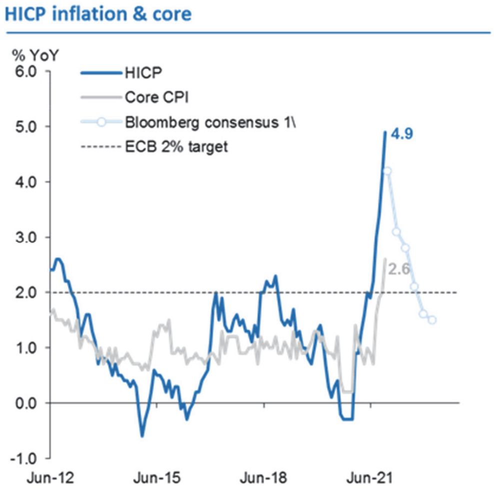


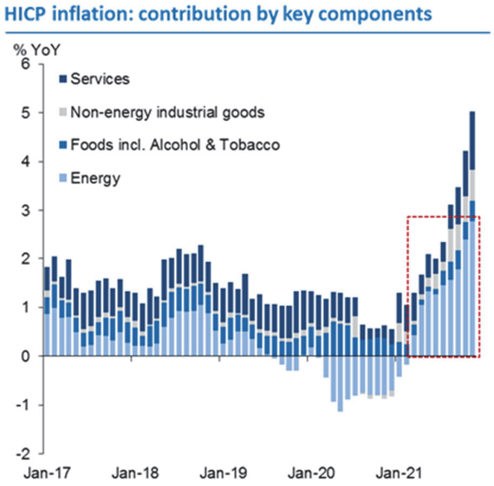


Note: 1\ Min and Max values are calculated from period 2015-2020.
ที่มา: Bloomberg, Bruegel, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ราคาก๊าซที่อยู่ในระดับสูงนับเป็นหนึ่งในปัจจัยหลักที่หนุนให้เงินเฟ้อของยูโรโซนพุ่งขึ้นสูง 4.9% YoY ในเดือน พ.ย. (เร่งตัวขึ้นจาก 4.1% ในเดือนก่อน) ซึ่งนับเป็นขยายตัวสูงสุดนับตั้งแต่เก็บข้อมูลในปี 1997 และสูงกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 4.5% ผ่านการเพิ่มขึ้นของราคาพลังงานที่พุ่งขึ้น 27.4% (vs. 23.7% เดือนก่อน) สูงสุดเป็นประวัติการณ์ โดยความไม่แน่นอนของวิกฤตก๊าซธรรมชาตินับเป็นความเสี่ยงที่จะหนุนให้เงินเฟ้อยังขยายตัวในระดับสูงเกินเป้าหมาย 2% ของ ECB ต่อไป โดยเฉพาะในไตรมาส 1/2022 ที่เข้าสู่ฤดูหนาว และกดดันการบริโภคภาคเอกชนผ่านกำลังซื้อที่ลดลง

แผนภาพที่ 47: เงินเฟ้อพุ่งขึ้นสูงกว่าเป้าหมายของ ECB ที่ 2% อย่างมากในปีนี้ ส่วนหนึ่งจากการเพิ่มขึ้นอย่างมากของราคาพลังงาน (แท่งสีฟ้า: กราฟขวามือ) แต่ตลาดยังเชื่อว่าเงินเฟ้อจะชะลอลงอย่างมีนัยยะในปี 2022





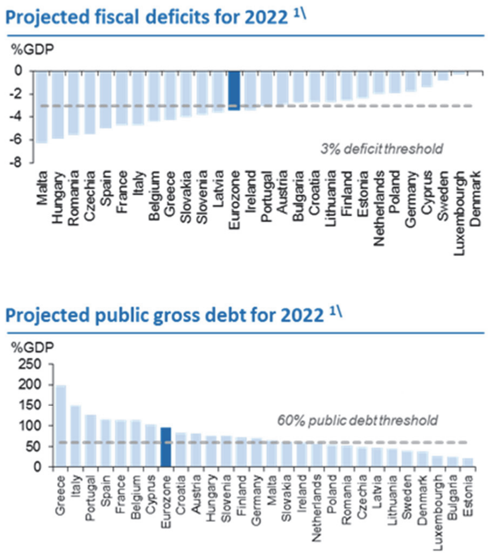
Note: 1\ Bloomberg consensus as of 30 Nov.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

มาตรการทางการคลังจะเป็นแรงหนุนเศรษฐกิจสำคัญจากการผ่อนปรนกฎการคลังและการแจกจ่ายเงินกองทุน EU Recovery Fund

เศรษฐกิจยูโรโซนจะยังได้แรงหนุนจากมาตรการทางการคลังในปี 2022 ที่สำคัญ คือ

1) <u>การผ่อนปรนกฎการคลัง (EU Fiscal Rules)</u> โดยยอมให้ประเทศสมาชิกมีดุลการคลังขาดดุลเกิน 3% ของ GDP และมีหนี้สาธารณะเกิน 60% ของ GDP ต่อไปสำหรับปี 2022 ซึ่งจะหนุนให้ประเทศสมาชิกสามารถกู้เงินเพื่อนำมาใช้กระตุ้นเศรษฐกิจให้ฟื้นตัวจาก COVID-19 ได้ต่อเนื่อง และเพื่อลดทอนผลกระทบจากปัญหาการเพิ่มขึ้นของราคาพลังงาน

แผนภาพที่ 48: ประเทศใน EU ส่วนใหญ่จะยังคงผ่อนปรนกฎการคลังในปี 2022



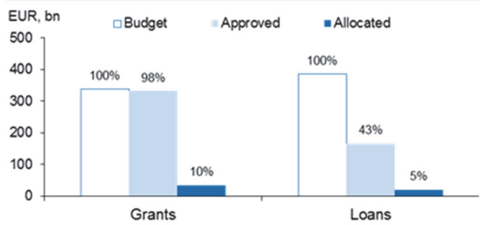
- The **EU fiscal rules** which set the upper bound on fiscal deficit at 3% GDP & public debt at 60% GDP have been **suspended for 2020-21 amid the COVID-19 crisis**.
- The European Commission decided in late-May to **extend the suspension of the rules until 2022** as the bloc's economic recovery remains fragile.
- The **suspension of the rules has helped prevent premature fiscal tightening** and ensure that member states are not constrained in their ability to respond to the health and economic crisis.
- The EU is now revisiting the fiscal rules as it considers new exceptions to allow for the sizable investments needed to fight climate change and to make the rules more realistic.
- As a first step, the European Commission will put forward new fiscal guidance during 1Q22.
- **For 2022, the vast majority of EU countries are projected to breach the fiscal rules (based on IMF estimates)**. 15 out of 27 countries will exceed the 60% debt-ratio anchor, while 14 member states are expected to breach the 3% deficit criterion. The majority of EU countries will have to undergo important fiscal adjustments.

Note: 1\ IMF estimates as of 19 Oct.
ที่มา: Bloomberg, Buildup.eu, European Commission, IMF, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

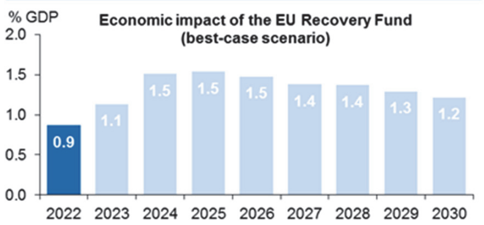
2) การเบิกจ่ายกองทุน EU Recovery Fund วงเงิน 7.5 แสนล้านยูโรที่คาดจะมีการเร่งเบิกจ่ายมากขึ้นในปี 2022 โดยกองทุนดังกล่าวหลักๆ แบ่งเป็นส่วนที่เป็นเงินให้เปล่า (Grants) 3.13 แสนล้านยูโร, ส่วนที่เป็นเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ (Loans) 3.6 แสนล้านยูโร และส่วนที่เหลืออีก 7.8 หมื่นล้านยูโร สำหรับ 6 โครงการที่อยู่ในงบประมาณของ EU โดย ณ สิ้นเดือน ต.ค. ได้มีการจัดสรรส่วนที่เป็นเงินให้เปล่าไปแล้ว 10% และส่วนที่เป็นเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ 5% โดย EU ตั้งเป้าว่าจะสามารถจัดสรรส่วนที่เป็นเงินให้เปล่าให้แก่ประเทศสมาชิกได้ครบ 70% ภายในปี 2022 ซึ่งนับเป็นอีกแรงหนุนเศรษฐกิจสำคัญ โดย ECB เคยประเมินก่อนหน้านี้ว่ากองทุนดังกล่าวนับเป็นปัจจัยบวกต่อเศรษฐกิจยูโรโซนกว่า 1% หากเบิกจ่ายเต็มวงเงินและนำไปลงทุนภาครัฐอย่างมีประสิทธิภาพ

แผนภาพที่ 49: เงินให้เปล่าของกองทุน EU Recovery Fund ถูกจัดสรรไปแล้ว 10% และส่วนที่เป็นเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ 5% ซึ่ง ECB ประเมินว่าจะส่งผลดีต่อเศรษฐกิจกว่า 1%

EU recovery fund disbursement 1\



Economic impact of the Recovery Fund on Eurozone 2\



Measures	Green Transition	Digital Transition	Economic & Social
Germany	Invest in green hydrogen, help citizens shift to clean Electric Vehecles, increase the energy efficiency of residential buildings	Investment in microelectronics & communications technologies, deploy smart cloud infrastructures & services, digitalization of public services	Create additional childcare facilities, modernize hospitals, provide additional courses & mentoring for kids
France	Increase energy efficiency of buildings, modernization of rail network, decarbonized hydrogen	Digitalization of companies, schools & public administration	High-speed broadband, modernization of health system, reskilling & up skilling the labor force, Jobs & training for young people
Italy	Sustainable mobility, make residential buildings more energy efficient	Develop 5G network, digitalization of businesses & public administration	Increase supply of childcare, strengthen administrative capacity, improve hospitals
Spain	Develop innovative renewable energy sources, energy efficiency renovations in residential buildings	Digital skills training, digitalization of businesses & public administration	Reskilling & upskilling the labor force, action plan against youth unemployment, make tax system greener & more equitable

Note: 1\ As of 29 Oct, 22 countries have been authorized to receive funds. Allocated is the amount received in advance on the total amount countries requested (grants and loans), up to 13%. Member states can update their plans and request for loans until Aug 2023. 70% of the grants is expected to be allocated by 2022 and the last 30% to be allocated in 2023. 2\ Based on ECB research paper (Occasion Paper Series No 225/Jan 2021); if the Recovery Fund use in full on productive investment.
ที่มา: European Commission, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ECB จะเริ่มทยอยลดมาตรการผ่อนคลายทางการเงินในปี 2022 แต่คาดดอกเบี้ยจะยังไม่ถูกปรับขึ้น

ธนาคารกลางยุโรป (ECB) จะเริ่มผ่อนคันเร่งในนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายอย่างมากเป็นพิเศษในปี 2022 ท่ามกลางเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้นจากวิกฤต COVID-19 ได้ดี (ECB คาดเศรษฐกิจจะกลับเข้าสู่ระดับก่อน COVID ได้ภายในไตรมาส 1/2022) ประกอบกับแรงกดดันเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้นดังที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้น โดยในการประชุมเมื่อวันที่ 16 ธ.ค. 2021 ECB ได้มีมติปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินดังนี้

- **การเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่านมาตรการ PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program):** ประกาศยุติการเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่านมาตรการดังกล่าว ณ สิ้นเดือน มี.ค. 2022 แต่จะยังลงทุนซ้ำในพันธบัตรที่ครบกำหนดอายุ (Reinvestment) อย่างน้อยไปจนถึงสิ้นปี 2024 นอกจากนี้ ระบุจะเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่าน PEPP ในไตรมาส 1/2022 ลดลงเมื่อเทียบกับที่เข้าซื้อในไตรมาส 4/2021 (เฉลี่ยเดือนละ 6.75 หมื่นล้านยูโร)
- **การเข้าซื้อสินทรัพย์แบบปกติหรือ APP (Asset Purchase Program):** จะเร่งการเข้าซื้อจากปัจจุบันที่ซื้อเดือนละ 2 หมื่นล้านยูโร ในช่วงแรกหลังมาตรการ PEPP สิ้นสุด โดยระบุจะเพิ่มการเข้าซื้อเป็นอัตราเดือนละ 4 หมื่นล้านยูโรในไตรมาส 2/2022 และเป็นเดือนละ 3 หมื่นล้านยูโร ในไตรมาส 3/2022 เพื่อให้การเข้าซื้อสินทรัพย์มีความคล่องตัวขึ้นในช่วงของการเปลี่ยนผ่านนโยบายการเงินจากจุดที่มีการผ่อนคลายเป็นพิเศษอย่างมาก (Policy normalization) ก่อนที่จะปรับลดลงเป็นเดือนละ 2 หมื่นล้านยูโร เช่นเดิมนับตั้งแต่ไตรมาส 4/2022 ซึ่ง ECB ระบุจะเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่าน APP อย่างต่อเนื่องตามความจำเป็น และจะยุติมาตรการดังกล่าวก่อนที่จะทำการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเล็กน้อย ขณะที่จะทำการซื้อคืนพันธบัตรที่ครบกำหนดอายุเลยผ่านการปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรก
- **โครงการเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ TLTRO-3:** สิ้นสุดโครงการตามกำหนดในเดือน มิ.ย. 2022
- **อัตราดอกเบี้ยนโยบาย:** คงไว้ที่ระดับต่ำในปัจจุบัน ได้แก่ Deposit Facility Rate ที่ -0.50%, Main Refinancing Rate ที่ 0.0% และ Marginal Lending Rate ที่ 0.25% โดยระบุว่าจะคงอยู่ที่ระดับนี้หรือต่ำกว่า "จนกว่าจะเห็นเงินเฟ้อขยายตัวที่ 2% ได้ภายในช่วงของการทำประมาณการและคงอยู่ที่ระดับดังกล่าวได้ตลอดช่วงที่ทำประมาณการ รวมทั้งเมื่อ ECB ตัดสินว่าเงินเฟ้อได้เร่งตัวขึ้นอย่างชัดเจนและจะทรงตัวอยู่ที่ระดับ 2% ได้ในระยะกลาง โดยอาจมีบางช่วงที่เงินเฟ้อขยายตัวเกินเป้าไปบ้างเล็กน้อย"

ECB มองเศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นจาก COVID-19 ได้ดีท่ามกลางแรงสนับสนุนจากทั้งนโยบายการเงินและการคลัง โดยคาดเศรษฐกิจของกลุ่มจะกลับเข้าสู่ระดับก่อน COVID ได้ภายในไตรมาส 1/2022 ขณะที่มองการระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Omicron เป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจสำคัญที่ยังต้องติดตามอย่างใกล้ชิด

ด้านเงินเฟ้อ ECB มองว่าจะยังขยายตัวในระดับสูงเกินเป้าหมาย 2% อย่างมากในปี 2022 โดยคาดจะขยายตัวเฉลี่ย 3.2% จากราคาพลังงานที่จะยังขยายตัวในระดับสูงประกอบกับปัญหา Supply disruption ที่ยืดเยื้อ ซึ่งนับเป็นสาเหตุหลักในการตัดสินใจยุติมาตรการ PEPP อย่างไรก็ดี ECB ยังเชื่อว่าเงินเฟ้อจะชะลอตัวลงอย่างมีนัยยะในช่วงปลายปี 2022 และคาดจะขยายตัวลดลงเป็น 1.8% ในปี 2023-2024 ต่ำกว่าเป้าหมาย 2% ซึ่งทำให้การเข้าซื้อสินทรัพย์ยังมีความจำเป็น (แม้ในอัตราที่ลดลง) และอัตราดอกเบี้ยนโยบายคาดจะยังไม่ถูกปรับขึ้นจนกว่าปี 2023 เป็นอย่างน้อย

ทั้งนี้ การยุติมาตรการ PEPP จะส่งผลให้อัตราการเข้าซื้อสินทรัพย์ของ ECB ลดลงอย่างมีนัยยะ จากปี 2021 ที่เข้าซื้อผ่าน PEPP และ APP รวมกันเฉลี่ยเดือนละ 8 หมื่นล้านยูโร ลดลงเหลือเพียงเฉลี่ยเดือนละ 4.1 หมื่นล้านยูโร เท่านั้นในปี 2022

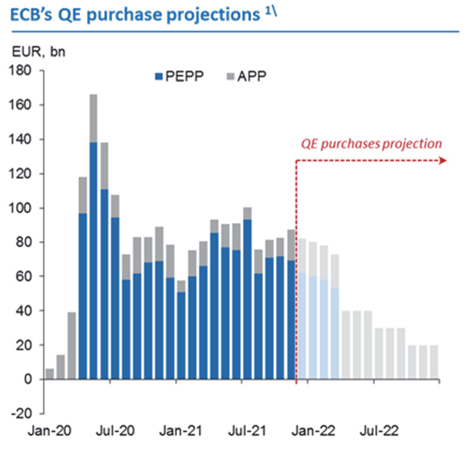
แผนภาพที่ 50: มาตรการสำคัญของ ECB

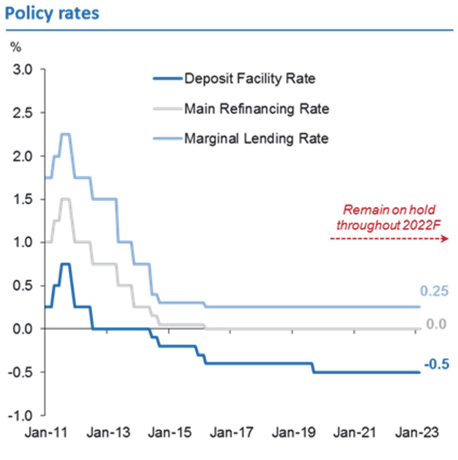
Summary of ECB easing measures

ECB easing measures	Previous	Recent 1\
Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP)	• EUR1,850bn until Mar 2022 • Reinvestment until at least 2023	• Discontinue at end Mar 2022 but could be reactivate if needed to fight pandemic • ***Reinvestment until at least 2024***
Targeted Long-term Refinancing Operations (TLTRO III)	• Extended favorable terms (interest rate as low as -1.0%) by 12 months to Jun 2022 • 4 additional quarterly TLTRO tenders • Increase in banks' borrowing allowance to 55% of eligible loans	• Expect to end in Jun 2022
Pandemic Emergency Long-term Refinancing Operations (PELTROs)	• 4 additional quarterly PELTROs in 2021 to provide liquidity backstop	• Expires
Asset Purchase Program (APP)	• Continue purchases at a monthly pace of EUR20bn/month and will run for as long as necessary but end shortly before the start of policy rate hikes • Reinvestment for an extended period of time past the date when policy rate hikes start	• ***Increase monthly purchase pace from EUR20bn currently to EUR40bn and EUR30bn in 2Q22 and 3Q22, respectively*** • From 4Q22 onwards, purchase at EUR20bn for as long as necessary but end shortly before the start of policy rate hikes • Reinvestment for an extend period of time past the date when policy rate hikes start
Policy interest rates	• Deposit rate at -0.5%, Main refinancing rate at 0.0%, Marginal lending rate at 0.25% • Rates to remain at current or lower levels until inflation is seen converging close to 2% target	• Rates to remain at current (or lower) levels until inflation reaches 2%, well ahead of the end of projection horizon • Deposit rate at -0.5%, Main refinancing rate at 0.0%, Marginal lending rate at 0.25%

Note: 1\ As of 16 Dec 2021 meeting.
ที่มา: ECB, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

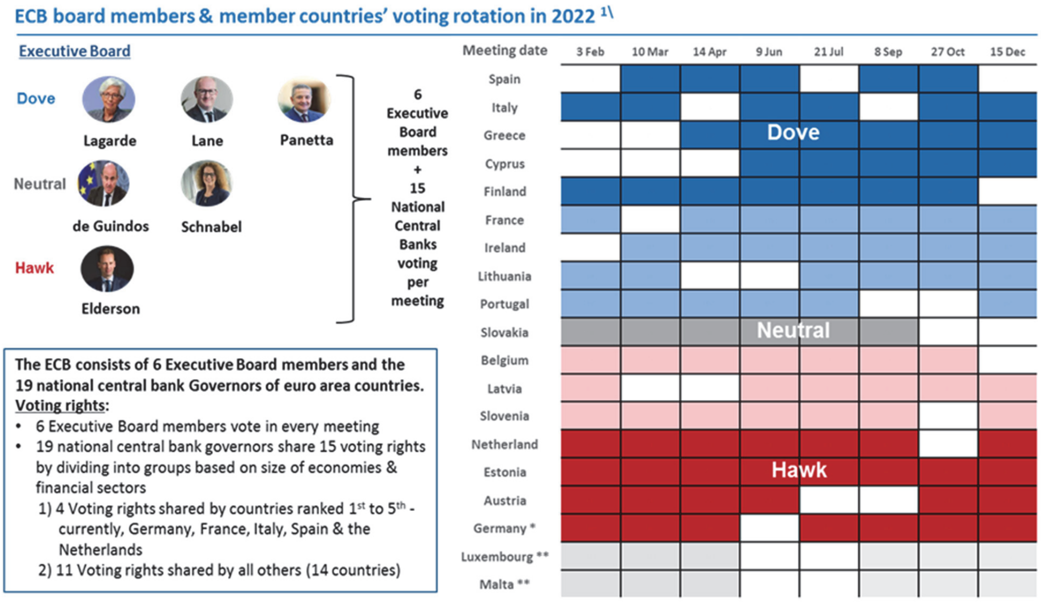
แผนภาพที่ 51: ECB จะทยอยลดอัตราการเข้าซื้อสินทรัพย์ในปี 2022 ขณะที่อัตราดอกเบี้ยคาดจะยังคงไว้ที่ระดับต่ำตลอดปี 2022





Note: 1\ PEPP purchases are Bloomberg survey conducted 3-8 Dec; APP purchases are ECB guidance at 16 Dec 2021 meeting.
ที่มา: Bloomberg, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 52: คณะกรรมการ ECB ที่มีสิทธิออกเสียงจะมีท่าทีไปในทาง Neutral ไปจนถึง Dovish



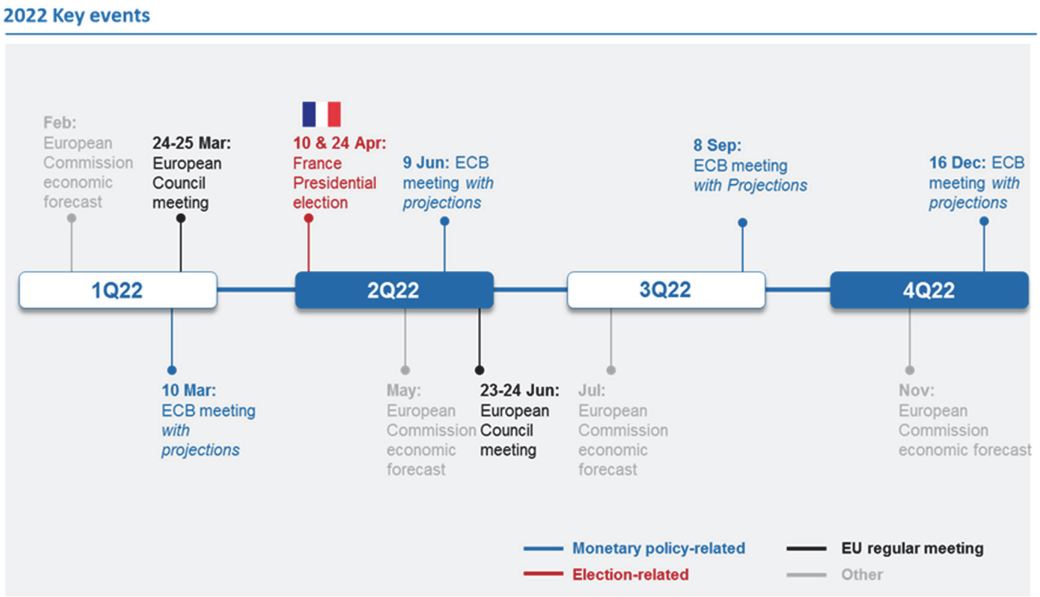
*Note: 1\ Rank according to Bloomberg Fed Spectrometer as of 29 Sep. * German's governors, Jens Weidmann will step down at end-2021. ** Uncertain view.*
ที่มา: Bloomberg, ECB, Reuters, rte.ie, Finansgundem,com, Twitter, Apnews.com, Consilium.europa, centralbanking.com, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ด้านเหตุการณ์สำคัญในปี 2022 ติดตามการเลือกตั้งประธานาธิบดีฝรั่งเศสในเดือน เม.ย. 2022

ในปี 2022 จะมีประเด็นสำคัญน่าติดตามอาทิการเลือกตั้งประธานาธิบดีฝรั่งเศสในเดือน เม.ย. (รอบแรกวันที่ 10 และรอบสองวันที่ 24) ซึ่งนาย Emmanuel Macron ประธานาธิบดีคนปัจจุบันคาดว่าจะลงชิงตำแหน่งเป็นสมัยที่ 2 โดยนาย Macron คาดจะประกาศอย่างเป็นทางการในช่วงต้นปี โดยหากนาย Macron ได้รับการเลือกตั้งก็จะทำให้นโยบายมีความต่อเนื่องและมีเสถียรภาพ

นอกจากนี้ ยังต้องติดตามการประชุม ECB และการประชุมผู้นำ EU โดยเฉพาะในประเด็นที่เกี่ยวเนื่องกับก๊าซธรรมชาติและการแก้ปัญหา COVID-19 โดยเฉพาะการฉีดวัคซีนเข็ม 3 หรือ Booster dose

แผนภาพที่ 53: เหตุการณ์สำคัญที่น่าติดตามในปี 2022 ของยุโรป



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

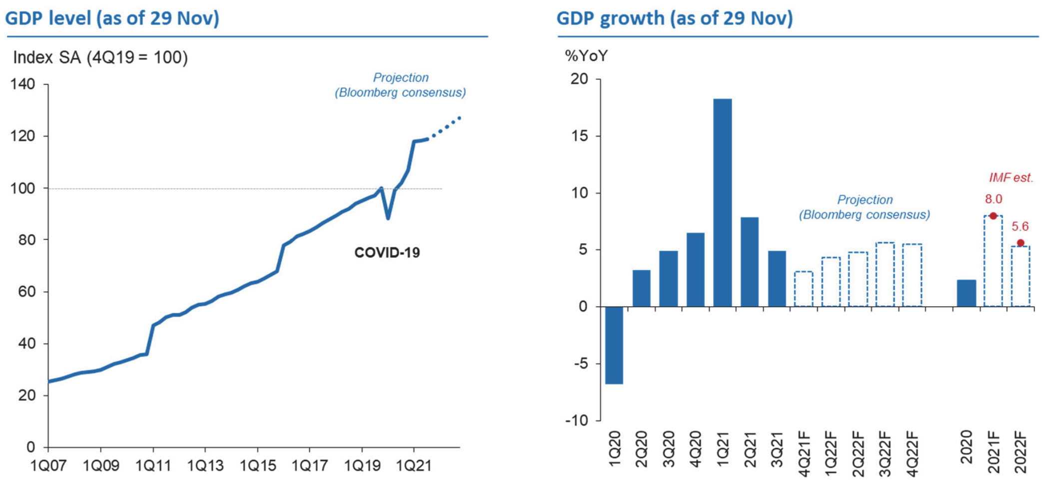
เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มขยายตัว 5.6% ในปี 2022F อิงจากประมาณการของ IMF ขยายตัวต่อเนื่องจากที่คาดจะขยายตัว 8.0% ในปี 2021F โดยจีนนับเป็นประเทศที่ฟื้นตัวจากวิกฤต COVID และกลับเข้าสู่ภาวะปกติได้เร็วที่สุด โดยคาดเศรษฐกิจจะยังมีแรงหนุนจากภาคการส่งออกที่ขยายตัวดีต่อเนื่องจากอุปสงค์ของสินค้าด้านเทคโนโลยี แม้ไม่ขยายตัวมากเท่าปี 2021 ด้านการบริโภคในประเทศยังมีแรงกดดันจากมาตรการ Zero-COVID ที่จะยังมีแนวโน้มเข้มงวดท่ามกลางสถานการณ์การแพร่ระบาดที่ยังมีความไม่แน่นอนสูง ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนน่าจะยังถูกกดดันจากความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ในภาคอสังหาริมทรัพย์ ทำให้เราคาดว่าการดำเนินนโยบายการเงินการคลังในปี 2022 จะมีความผ่อนคลายมากขึ้น โดยให้ความสำคัญของความมีเสถียรภาพ (Stability) ของการเติบโตทางเศรษฐกิจโดยอาจมีการปรับลด RRR ลงอีกหากเศรษฐกิจยังส่งสัญญาณชะลอตัว นอกจากนี้เราคาดว่า PBoC จะมีการสนับสนุนเป็นพิเศษในกลุ่มธุรกิจ SMEs, โครงสร้างพื้นฐาน, การวิจัยและพัฒนา, การพัฒนาชนบทและธุรกิจเพื่อสิ่งแวดล้อมที่เป็นกลุ่มเป้าหมายผ่านการเสริมสภาพคล่องรวมทั้งการลดหย่อนภาษีและค่าธรรมเนียม

เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มขยายตัว 5.6% ในปี 2022F

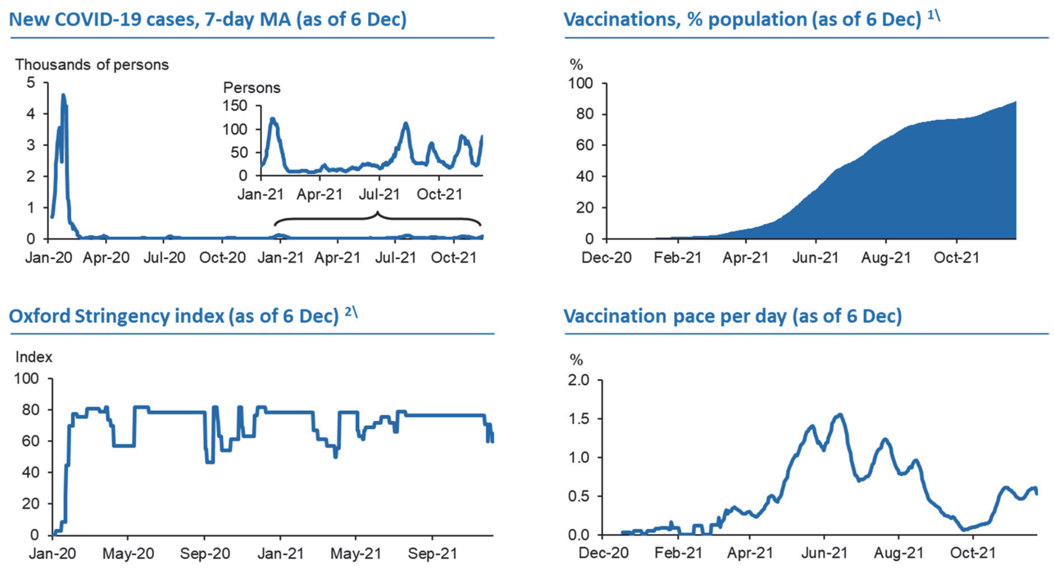
เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มขยายตัว 5.6% ในปี 2022F (อิงจากประมาณการเดือน ต.ค. ของ IMF) จากที่คาดจะขยายตัว 8.0% ในปี 2021F โดยจีนนับเป็นประเทศที่ฟื้นตัวจากวิกฤต COVID และกลับเข้าสู่ภาวะปกติได้เร็วที่สุด โดยคาดเศรษฐกิจจีนจะยังมีแรงหนุนจากภาคการส่งออกที่ขยายตัวดีต่อเนื่องจากอุปสงค์ของสินค้าด้านเทคโนโลยี แต่คงจะไม่ขยายตัวมากเท่าปี 2021 ด้านการบริโภคในประเทศยังมีแรงกดดันจากมาตรการ Zero-COVID ที่จะยังมีแนวโน้มเข้มงวดท่ามกลางสถานการณ์การแพร่ระบาดที่ยังมีความไม่แน่นอนสูง ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนน่าจะยังถูกกดดันจากความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ในภาคอสังหาริมทรัพย์ สะท้อนผ่านอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่ไม่ใช่อันดับลงทุน (Non-Investment Grade Bond Yield) ที่ปรับตัวขึ้นสูงสุดในรอบทศวรรษ

แผนภาพที่ 54: เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มเติบโต 5.6% ในปี 2022F



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

แผนภาพที่ 55: จำนวนผู้ติดเชื้อใหม่ที่เพิ่มขึ้นเป็นระยะๆ ตามความไม่แน่นอนของสถานการณ์ COVID-19 ประกอบกับนโยบาย Zero-COVID ยังกดดันการบริโภคภายในประเทศอย่างต่อเนื่อง



Note: 1\ Assumes a population needs two doses of vaccine (around 2.80 billion doses needed to achieve 100%). 2\ It records the strictness of 'lockdown style' policies that primarily restrict people's behavior such as school closures and restrictions in movement.
ที่มา: Ourworldindata.org, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การดำเนินนโยบายการเงินในปี 2022 มีแนวโน้มผ่อนคลายมากขึ้นท่ามกลางเศรษฐกิจที่ชะลอตัว

เราคาดว่าการดำเนินนโยบายการเงินการคลังในปี 2022 จะมีความผ่อนคลายมากขึ้น โดยมีการส่งสัญญาณในการประชุม Central Economic Work Conference (CEWC) ในเดือน ธ.ค. 2021 ที่เน้นย้ำถึงการให้ความสำคัญของความมีเสถียรภาพ (Stability) ของการเติบโตทางเศรษฐกิจ ท่ามกลางความท้าทายต่างๆ ตั้งแต่อุปสงค์ที่ชะลอตัวตลอดจนปัญหา Supply disruption

ธนาคารกลางจีน (PBoC) ได้ประกาศลดอัตราส่วนเงินกันสำรองขั้นต่ำของธนาคาพาณิชย์ หรือ RRR ลง ในช่วงต้นเดือน ธ.ค. และลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดีระยะ 1 ปี (1-Year LPR) ลงเป็น 3.80% จากเดิม 3.85% ซึ่งนับเป็นการลดครั้งแรกในรอบเกือบ 2 ปี ท่ามกลางการชะลอตัวของเศรษฐกิจจากภาคอสังหาริมทรัพย์, การบริโภคภาคเอกชนที่อ่อนแอ และการระบาดของไวรัสเป็นระยะๆ โดยในปี 2022 เราคาดว่า PBoC จะมีการสนับสนุนเป็นพิเศษในกลุ่มธุรกิจ SMEs, โครงสร้างพื้นฐาน, การวิจัยและพัฒนา, การพัฒนาชนบทและธุรกิจเพื่อสิ่งแวดล้อมที่เป็นกลุ่มเป้าหมายผ่านการเสริมสภาพคล่อง รวมทั้งการลดหย่อนภาษีและค่าธรรมเนียม นอกจากนี้ อาจมีการปรับลด RRR ลงอีก หากเศรษฐกิจยังส่งสัญญาณชะลอตัว

แผนภาพที่ 56: คาดการดำเนินนโยบายการเงินจะผ่อนคลายลงและมีการเน้นช่วยเหลือธุรกิจในบางกลุ่ม ส่วนการตั้งเป้าเศรษฐกิจคาด GDP จะอยู่ในช่วง 5-6% ซึ่งต่ำลงกว่าเป้าหมายปี 2021

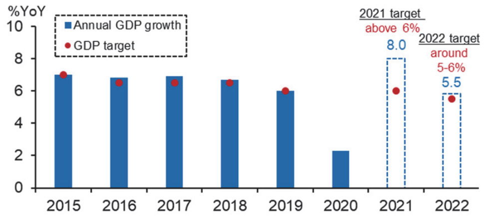
Annual economic targets 1

Year		GDP	Fiscal deficit	Monetary	TSF growth	LG bonds (CNY,trn)
2021A		**> 6%**	**3.2%**	**Prudent**	**10.5%**	**3.65**
2022F	*DB*	> 5%	3.2%	Flexible	11%	-
	BB	5-6%	3.0%	Easing	-	3.65
	GS	5.5%	3.2%	Easing	10.5%	4.00

14th Five-Year Plan targets (2021-2025)

Sectors to be promoted	Sectors to be regulated
Develop **national labs in key strategic tech areas and focus on frontier technologies**	**Control speculative demand for property**
Develop **bio-related technologies** in the medicine, seed, material and energy areas	**Control energy-intensive** and high-emission projects
Develop healthcare, elderly care, childcare, travel, sports, and building **management services**	**Crackdown on** income derived from monopolies and **anti-competitive action**
Build centralized big data system and supercomputing centers	**Regulate shared economy, platform economy**
Develop non-fossil energy	Regulate after school tutoring
Consumption upgrade by cultivating domestic brands	Regulate fair labor compensation

2022 GDP growth targets



- The 2022 growth target should be conservative to maintain quality, but the government is unlikely to cut the target far below 6%; a target range of 5-6% looks more reasonable.

Monetary policy

Li Keqiang
3 Dec 2021

"China will maintain a **prudent macro policy,** enhance policy effectiveness and pertinency, keep liquidity at reasonable and adequate levels, and cut RRR when appropriate to increase support to the real economy and SMEs".

- On monetary policy, the PBoC is expected to be more accommodative amid economic slowdown and limited pass-through of factory price inflation. We expect the PBoC to focus on helping SMEs, rural development and the green industries (targeted groups). Further RRR cuts also remain possible.

Note: 1\ BB = Bloomberg, DB = Deutsche bank, GS = Goldman Sachs
ที่มา: 14th Five-Year Plan, Bloomberg, Deutsche bank, Goldman Sachs, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

รัฐยังคงคุมเข้มการปรับลดหนี้ของภาคอสังหาริมทรัพย์ โดยตั้งเป้าบรรลุ Three red lines ในช่วงกลางปี 2023

รัฐบาลจีนยังคงต้องการควบคุมการเก็งกำไรและการก่อหนี้ในภาคอสังหาริมทรัพย์ผ่านการกำหนดเกณฑ์ Three red lines โดยบริษัทในภาคอสังหาฯ ต้องปรับบัญชีงบดุลของตนให้ได้ตามเกณฑ์นี้ภายในกลางปี 2023 เพื่อลดการเก็งกำไรและโอกาสเกิดฟองสบู่ในอนาคต ดังนี้

- Liabilities to Assets ratio ต่ำกว่า 70%
- Net debt to Equity ratio ต่ำกว่า 100%
- Cash coverage of short-term debt สูงกว่า 1x

อย่างไรก็ตาม การผิดนัดชำระหนี้ของ Evergrande และบริษัทอื่นๆ ได้สร้างความกังวลในการซื้อบ้าน/คอนโดที่ยังสร้างไม่เสร็จ ส่งผลให้ตลาดอสังหาฯ ขาดแคลนสภาพคล่อง สะท้อนจากยอดขายบ้านที่ต่ำสุดในรอบหลายปี ทำให้รัฐบาลเริ่มมีการส่งสัญญาณในการผ่อนคลายกฎเกณฑ์ในการเข้าซื้ออสังหาฯ รวมถึงมีการปรับลด RRR ลง 50bps และ 1-Year LPR ลง 50 bps ในเดือน ธ.ค. ซึ่งน่าจะช่วยเสริมสภาพคล่องให้ตลาดอสังหาฯ ได้บางส่วน

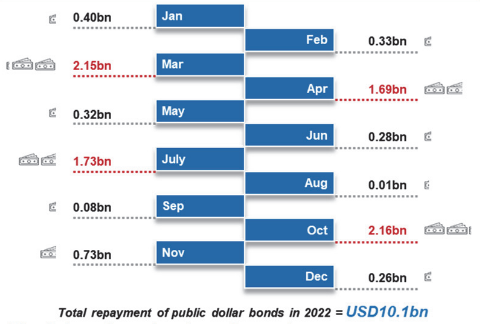
ขณะที่เรามองว่าความเสี่ยงที่การผิดนัดชำระหนี้จะกระจายไปยังกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ยังจำกัด สะท้อนได้จาก Investment grade bond yield ที่ไม่ได้ปรับตัวสูงขึ้นอย่างมีนัยยะ แม้ว่าจะมีข่าวการผิดนัดชำระหนี้ของอีกหลายบริษัทในภาคอสังหาริมทรัพย์

แผนภาพที่ 57: ทางการจีนยังคงควบคุมการลดระดับหนี้ของภาคอสังหาริมทรัพย์ผ่านเมาตรการ Three red lines โดยมีหลายบริษัทที่ยังไม่ผ่านเกณฑ์ ขณะที่ในปัจจุบันตลาดมองว่าปัญหาการผิดนัดชำหนี้ในภาคอสังหาริมทรัพย์ยังคงจำกัดอยู่ในกลุ่ม Non-investment grade

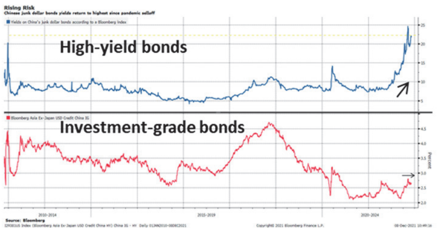
Companies that have yet to cross the Three Red Lines

Company	Issuer rating (Fitch as of 9 Dec)	Revenue (2020) (USD, bn)	Total debt payment in 2022 (USD, bn)	Three red lines (as of 1H21)		
				Liabilities to Assets	Net debt to equity	Cash coverage of ST debt
				Below 70%	Below 100%	Above 1X
R&F	B-	12.5	4.40	75%	123%	0.2x
Evergrande	RD	73.6	10.10	81%	100%	0.4x
Country Garden	BBB-	67.1	2.66	78%	50%	1.9x
Sunac	BB	33.5	2.03	76%	87%	1.1x
Seazen	BB+	21.2	3.50	76%	65%	1.6x
CIFI	BB	10.4	1.35	72%	54%	2.7x
COGO	BBB	6.2	0.01	70%	48%	1.2x
KWG	B+	4.3	2.89	72%	54%	1.8x
Yuzhou	B	1.5	1.19	74%	80%	1.4x

Evergrande 2022 payment timeline



China's bond market (as of 8 Dec)



Note: Data as of 8 Dec.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

รัฐให้ความสำคัญกับประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม โดย PBoC ออกเงินกู้เพื่อสนับสนุนการลงทุนในพลังงานสะอาด

ในเดือน พ.ย. 2021 ทาง PBoC ได้มีการออกนโยบายเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำเพื่อการลงทุนสิ่งแวดล้อม ซึ่งจะคิดอัตราดอกเบี้ย 1.75% ต่อปีสำหรับธนาคารซึ่งต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยโครงการเงินกู้ระยะกลางประเภท 1 ปี (1-Year MLF) 120bps โดยธนาคารจะต้องปล่อยเงินกู้ในอัตราที่ใกล้เคียงกับ LPR (ปัจจุบันอยู่ที่ 3.80%) ซึ่งต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยของสินเชื่อธุรกิจประมาณ 75bps สำหรับการลงทุนใน 3 กลุ่มกิจการด้วยกัน ได้แก่

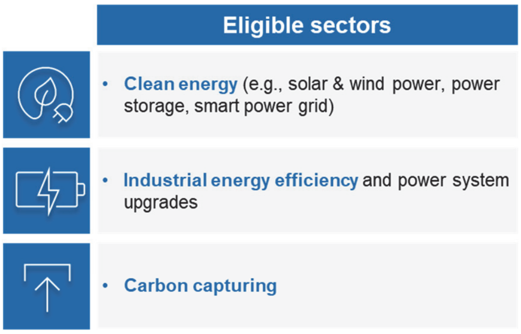
- การลงทุนในพลังงานสะอาด เช่น พลังงานแสงอาทิตย์, พลังงานลม, แบตเตอรี่
- การลงทุนในการปรับปรุงประสิทธิภาพพลังงาน
- การลงทุนในเทคโนโลยีดักจับคาร์บอน

โดยสินเชื่อมีการกำหนดระยะเวลาไว้ที่ 1 ปีและสามารถขยายได้ถึง 3 ปี ซึ่ง Deutsche Bank ประเมินว่าจะมีเงินสินเชื่อเข้าสู่ระบบภายใต้เงื่อนไขปัจจุบันราว 1 ล้านล้านหยวนต่อปี

นอกจากนี้ ทางการจีนได้ตั้งเป้าส่งเสริมการใช้รถพลังงานไฟฟ้าและการใช้พลังงานหมุนเวียนต่างๆ อีกทั้งจะมีการควบคุมการผลิตในอุตสาหกรรมต่างๆ เช่น อลูมิเนียม เหล็ก และซีเมนต์ ทำให้การเติบโตของภาคการผลิตจะถูกกดดันจากมาตรการดังกล่าว และส่งผลให้การเติบโตของเศรษฐกิจโดยรวมในปี 2022 ขยายตัวไม่สูงมากนัก

แผนภาพที่ 58: จีนมีการตั้งเป้าหมายการปล่อยคาร์บอนสูงสุดก่อนปี 2030 โดยมีแรงหนุนจากมาตรการเงินกู้ของ PBoC

PBoC's carbon emission reduction facility

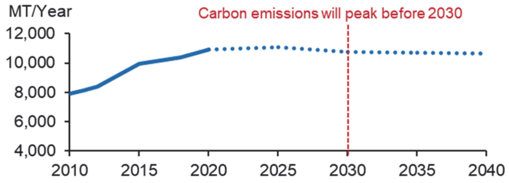


** The initial scope of the facility appears to **not include transportation such as EVs, or city infrastructure improvements.***

- On 8 Nov, the PBOC announce carbon emission reduction facility which will charge a 1.75% annual interest rate on banks, 120bps lower than the 1-year MLF rate. In turn, banks are asked to set their lending rate at around the LPR, ~75bps lower than the average interest rate on corporate loans.
- Duration is set at one year and can be extended to up to 3 years.
- Deutsche Bank estimates the overall size of the facility, in its current settings, at around CNY1trn annually.

Environmental targets

Other targets	Current	Target
EV share of new car sales	5.4%	40% in 2030
Non-fossil energy share	15%	25% in 2030
Wind and solar power generation capacity	536 GW	1200GW in 2030
Hydro power generation capacity	370GW	450GW in 2030
Carbon emissions	10.9bn, tons	Peak by 2030
Coal consumption	~4.0bn, tons	~4.2bn, tons (peak by 2025)
Aluminum production capacity	42.5mn, tons	45mn, tons
Steel production capacity	1,600mn, tons	1,600mn, tons
Cement production capacity	3,400mn, tons	3,400mn, tons
Flat glass production capacity	1,130mn, tons	1,130mn, tons



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

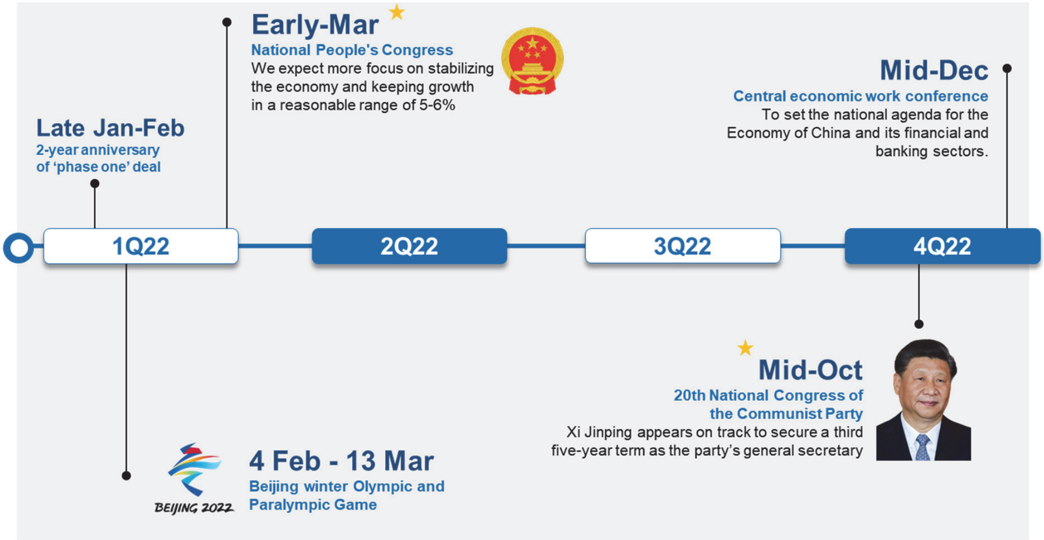
ด้านเหตุการณ์สำคัญในปี 2022 จับตาการประชุม National Congress of the Chinese Communist Party ที่จะมีการเลือกผู้นำพรรคซึ่งเราคาดว่า ประธานาธิบดี Xi Jinping จะยังคงครองตำแหน่งต่อไปเป็นวาระที่ 3

เหตุการณ์สำคัญของจีนในปี 2022 ในช่วงเดือน มี.ค. จะมีการประชุม National People's Congress (NPC) เพื่อตั้งเป้าหมายเศรษฐกิจประจำปี โดยเราคาดว่าจีนจะเน้นไปที่การเติบโตอย่างมีเสถียรภาพมากกว่าการเติบโตที่รวดเร็ว โดยคาดจะตั้งเป้า GDP อยู่ในช่วง 5-6%

ขณะที่ในช่วงเดือน ต.ค. จะมีการประชุม National Congress of the Chinese Communist Party ที่จัดขึ้นทุก 5 ปี ซึ่งจะมีการเลือกผู้นำพรรคคอมมิวนิสต์จีน โดยคาดว่าประธานาธิบดี Xi Jinping จะชนะการเลือกตั้งและขึ้นดำรงตำแหน่งผู้นำเป็นวาระที่ 3 หลังก่อนหน้านี้ได้มีการยกเลิกกฎหมายที่กำหนดให้ประธานาธิบดีสามารถดำรงตำแหน่งได้เพียง 2 วาระไปแล้ว ซึ่งนับเป็นใบเบิกทางสำคัญในการขยายระยะเวลาการดำรงตำแหน่งของประธานาธิบดี Xi Jinping ไปอย่างน้อยอีก 5 ปี

แผนภาพที่ 59: เหตุการณ์สำคัญของจีนในปี 2022

2022 Key events



ที่มา: Gov.cn, Olympics.com, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 60: เราคาดว่า Xi Jinping จะดำรงตำแหน่งประธานาธิบดีไปอย่างน้อยอีก 5 ปี

China's supreme leaders [1\]

Supreme Leader	Start	End	Period as Supreme Leader	Time in office as President of the People's Republic of China	Age at retirement
Mao Zedong	1949	1976	26 years, 344 days	4 years, 212 days	88
Hua Guofeng	1976	1978	2 years, 104 days	--	57
Deng Xiaoping	1978	1989	10 years, 322 days	--	85
Jiang Zemin	1989	2004	14 years, 315 days	9 years, 353 days	78
Hu Jintao	2004	2012	8 years, 57 days	10 years, 0 days	69
Xi Jinping	**2012**	**n/a**	**9 years, 23 days [1\] (ongoing)**	**8 years, 266 days [1\] (ongoing)**	**Current age : 68**

Main policies
- Economic focus on **"common prosperity"** to curb inequalities.
- Promotion of **"self-reliance"** in science and technology.
- Promotion of **"quality development"**, which places a lower priority on the speed of economic expansion and higher emphasis on sectors, e.g., high-tech mfg.

Note: 1\ As of 7 Dec.
ที่มา: Wikipedia, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มขยายตัว 3.2% ในปี 2022F อิงจากประมาณการของ IMF จากที่คาดจะขยายตัว 2.4% ในปี 2021F โดยเศรษฐกิจญี่ปุ่นนั้นยังฟื้นตัวช้ากว่าประเทศพัฒนาแล้วอื่นๆ ค่อนข้างมาก สะท้อนจากระดับ GDP ที่ยังไม่ฟื้นตัวสู่ระดับก่อนเกิดวิกฤต COVID-19 ทั้งนี้ เรามองว่าเศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นในระยะข้างหน้าจากอุปสงค์ในประเทศท่ามกลางสถานการณ์ COVID-19 ที่คลี่คลายและการแจกจ่ายวัคซีนที่ทำได้อย่างรวดเร็ว รวมถึงแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่ารวมราว 78.9 ล้านล้านเยน ขณะที่ภาคการผลิตและการส่งออกจะยังได้รับผลกระทบจากปัญหาขาดแคลนชิปที่จะยังคงกดดันผลผลิตโดยเฉพาะสินค้าส่งออกสำคัญอย่างรถยนต์ ด้านนโยบายการเงิน คาด BoJ จะคงดอกเบี้ยระยะสั้นที่ -0.1% และจะใช้มาตรการ Yield Curve Control (ตั้งเป้าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีไว้ที่ “ประมาณ 0%”) ไปจนถึงปี 2023F เป็นอย่างน้อย ตามมุมมองเงินเฟ้อของ BoJ ซึ่งยังห่างจากเป้าหมายที่ 2.0% อย่างมาก นอกจากนี้นาย Haruhiko Kuroda ผู้ว่าฯ BoJ ยังเน้นย้ำว่ามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจะยังมีความจำเป็นในประเทศญี่ปุ่น แม้ว่าประเทศอื่นๆ จะเริ่มทยอยเพิ่มความเข้มงวดในนโยบายการเงินแล้ว (Policy normalization)

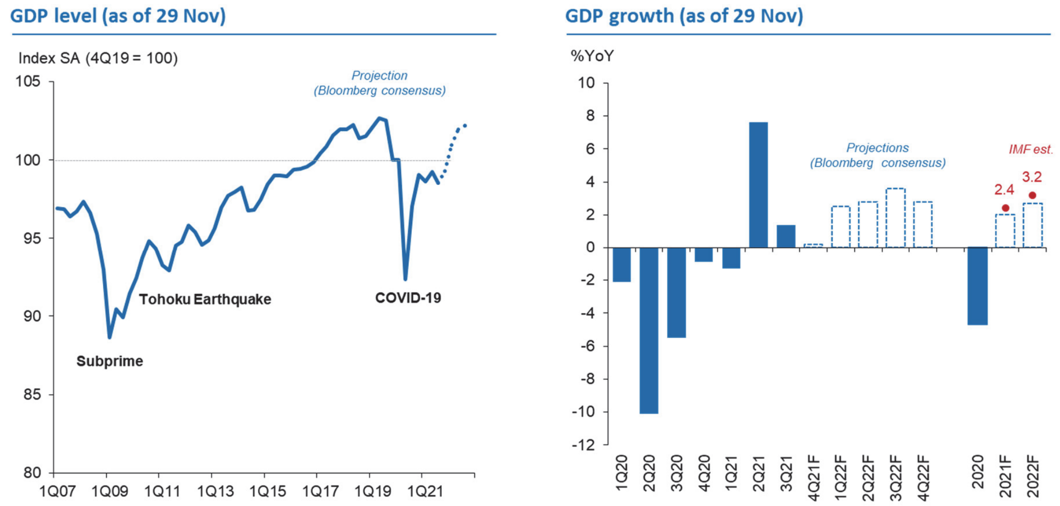
เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มขยายตัว 3.2% ในปี 2022F

เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มขยายตัว 3.2% ในปี 2022F (อิงจากประมาณการเดือน ต.ค. ของ IMF) ต่อเนื่องจากที่คาดจะขยายตัว 2.4% ในปี 2021F โดยเศรษฐกิจญี่ปุ่นนั้นยังฟื้นตัวช้ากว่าประเทศพัฒนาแล้วอื่นๆ ค่อนข้างมาก สะท้อนจากระดับ GDP ที่ยังไม่ฟื้นตัวสู่ระดับก่อนเกิดวิกฤต COVID-19 ทั้งนี้ เรามองว่าเศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นในระยะข้างหน้าจากอุปสงค์ในประเทศ ท่ามกลางสถานการณ์ COVID-19 ที่คลี่คลายและการแจกจ่ายวัคซีนที่ทำได้อย่างรวดเร็ว รวมถึงแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่ารวมราว 78.9 ล้านล้านเยน (หรือประมาณ 6.9 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ซึ่งรัฐบาลคาดว่าจะส่งผลบวกต่อเศรษฐกิจราว 5.6% ของ GDP อย่างไรก็ตาม ภาคการผลิตและการส่งออกจะยังได้รับผลกระทบจากปัญหาขาดแคลนชิปที่จะยังคงกดดันผลผลิตโดยเฉพาะสินค้าส่งออกสำคัญอย่างรถยนต์

ด้านนโยบายของรัฐบาลภายใต้นายกรัฐมนตรี Fumio Kishida จะมุ่งเน้นไปที่การกระจายรายได้และการเติบโตของเศรษฐกิจเป็นสำคัญ อาทิ การลดหย่อนภาษีสำหรับองค์กรที่ขึ้นค่าจ้างแรงงาน, ผลักดันเกษตรกรรมและการประมงให้มีบทบาทสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจ, ส่งเสริมการลงทุนในด้านวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยีและเงินทุนสำหรับการวิจัยในมหาวิทยาลัย, การพัฒนาผลิตพลังงานนิวเคลียร์และการส่งเสริมพลังงานหมุนเวียน, และการยกระดับระบบการสื่อสารและอินเทอร์เน็ตเพื่อรองรับการกระจายกิจกรรมเศรษฐกิจสู่ชนบท

ส่วนนโยบายการเงิน คาด BoJ จะคงดอกเบี้ยระยะสั้นที่ -0.1% และจะใช้มาตรการ Yield Curve Control (ตั้งเป้าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีไว้ที่ “ประมาณ 0%”) ไปจนถึงปี 2023F เป็นอย่างน้อย ตามมุมมองเงินเฟ้อของ BoJ ที่ประมาณการ Core CPI ในปี 2022F และ 2023F อยู่ที่ 0.9% และ 1.0% ตามลำดับ ซึ่งยังห่างจากเป้าหมายที่ 2.0% อย่างมาก นอกจากนี้นาย Haruhiko Kuroda ผู้ว่าฯ BoJ ยังเน้นย้ำว่ามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจะยังมีความจำเป็นในประเทศญี่ปุ่น แม้ว่าประเทศอื่นๆ จะเริ่มทยอยเพิ่มความเข้มงวดในนโยบายการเงินแล้ว (Policy normalization)

แผนภาพที่ 61: คาดเศรษฐกิจญี่ปุ่นจะฟื้นตัวสู่ระดับก่อนเกิดวิกฤต COVID-19 ในไตรมาส 1/2022



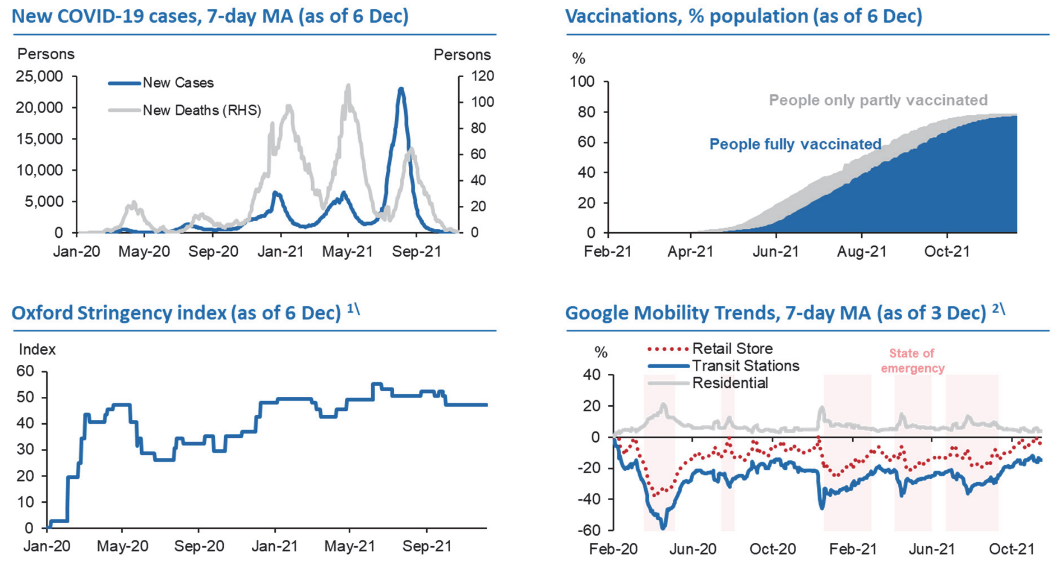
ที่มา: Bloomberg, IMF, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

คาดเศรษฐกิจญี่ปุ่นฟื้นตัวสู่ภาวะปกติได้อย่างรวดเร็ว ท่ามกลางการแจกจ่ายวัคซีนที่แพร่หลาย

จำนวนผู้ติดเชื้อใหม่ของญี่ปุ่นลดลงต่ำกว่า 1,000 ราย ต่อวันนับตั้งแต่เดือน ต.ค. เป็นต้นมา และมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่อง ประกอบกับจำนวนผู้ที่ได้รับวัคซีน 2 เข็มที่มีราว 80% ของประชากร ส่งผลให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจที่สะท้อนผ่าน Google Mobility data ฟื้นตัวขึ้นกลับมาอยู่ในระดับใกล้เคียงกับภาวะปกติแล้ว นอกจากนี้ คาดว่ารัฐบาลจะนำมาตรการ Go to Travel และ Go to Eat กลับมาใช้ใหม่อีกครั้งในไตรมาส 1/2022 ซึ่งจะเป็นปัจจัยสำคัญในการกระตุ้นการบริโภคภายในประเทศให้ฟื้นตัวดีขึ้น

อย่างไรก็ตาม การแพร่ระบาดของเชื้อสายพันธุ์ Omicron ยังคงเป็นปัจจัยที่มีความไม่แน่นอนสูงด้วย โดยสามารถแพร่เชื้อได้เร็วกว่าสายพันธุ์อื่นๆ แต่การแจกจ่ายวัคซีนในญี่ปุ่นที่แพร่หลายกว่าประเทศตะวันตก ทำให้คาดว่าการกลับมาใช้มาตรการ Lockdown เต็มรูปแบบยังมีความเป็นไปได้ต่ำ

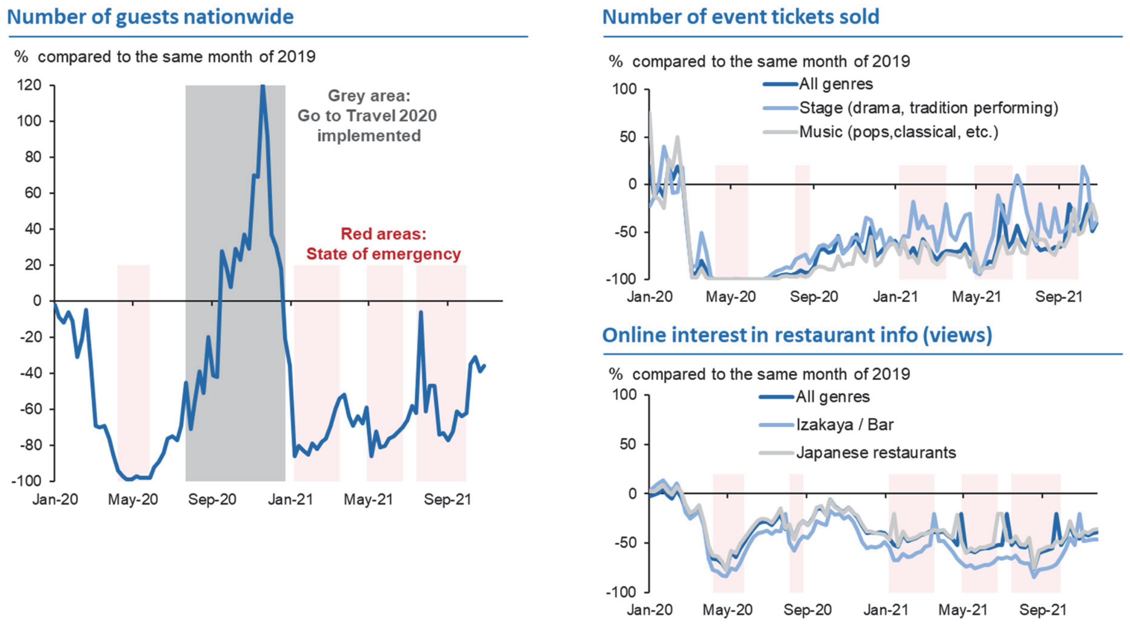
แผนภาพที่ 62: จำนวนผู้ติดเชื้อรายใหม่ต่ำสุดในรอบปีและจำนวนผู้ได้รับวัคซีนกว่า 80% ของประชากร คาดว่าจะช่วยหนุนการเปิดเศรษฐกิจและการจับจ่ายใช้สอยในประเทศ



Note: 1\ It records the strictness of 'lockdown style' policies that primarily restrict people's behavior such as school closures and restrictions in movement. 2\ The baseline day is the median value from the 5-week period Jan 3 - Feb 6, 2020. Retail stores include restaurants, cafes, shopping centers, theme parks, museums, libraries, and movie theaters.

ที่มา: Ourworldindata.org, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 63: มาตรการ Go To Travel จะเป็นปัจจัยสำคัญในการกระตุ้นการบริโภคในประเทศในปี 2022 ให้ฟื้นตัวดีขึ้น



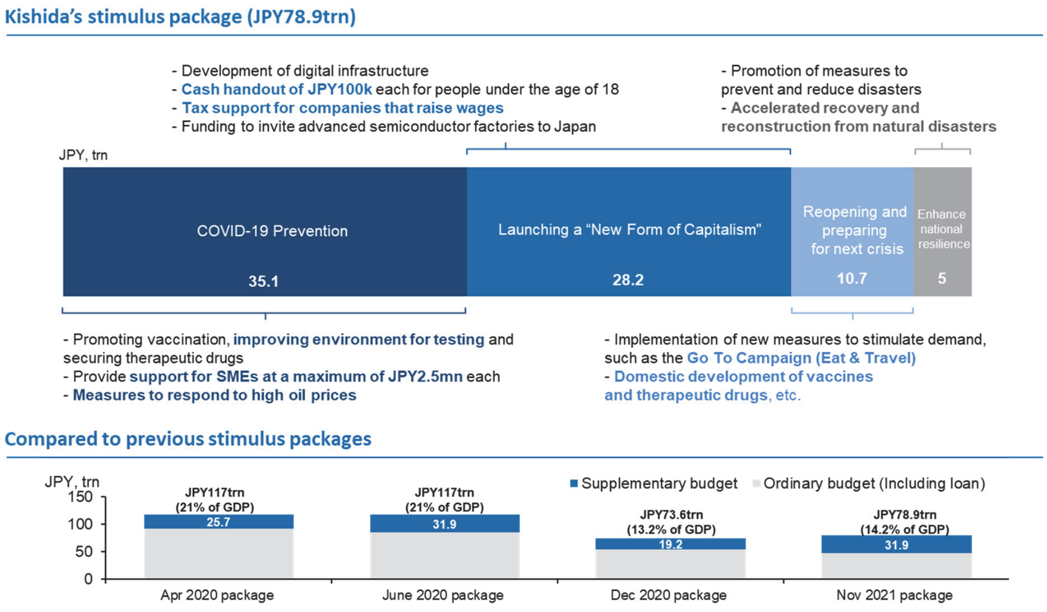
ที่มา: Pia Corporation, Retty Co., Ltd. Food Data Platform, Tourism Forecast Platform, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

รัฐบาลออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่ารวมราว 78.9 ล้านล้านเยน ซึ่งคาดว่าจะส่งผลบวกต่อเศรษฐกิจราว 5.6% ของ GDP

รัฐบาลญี่ปุ่นได้ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่ารวมราว 78.9 ล้านล้านเยน ในวันที่ 19 พ.ย. 2021 ซึ่งรัฐบาลคาดว่าจะส่งผลบวกต่อเศรษฐกิจราว 5.6% ของ GDP โดยงบประมาณหลักจะแบ่งออกเป็น

- งบประมาณป้องกันและช่วยเหลือผู้ที่ได้รับผลกระทบจาก COVID-19 วงเงิน 22.1 ล้านล้านเยน อาทิ
  - งบประมาณเสริมให้ระบบการแพทย์และการฉีดวัคซีน
  - ให้เงินสนับสนุน SMEs สูดสุดรายละ 2.5 ล้านเยน
  - งบประมาณเพื่อรองรับราคาน้ำมันที่สูงขึ้น
- กระตุ้นเศรษฐกิจภายหลังวิกฤต วงเงิน 9.2 ล้านล้านเยน อาทิ
  - นำมาตรการ Go to Travel และ Go to Eat กลับมาใช้ใหม่
  - ส่งเสริมการผลิตวัคซีนและยารักษาที่สร้างขึ้นในประเทศ
- สร้างระบบทุนนิยมใหม่ วงเงิน 19.8 ล้านล้านเยน อาทิ
  - ผลักดันนโยบาย “Digital Garden City”
  - สนับสนุนการใช้เทคโนโลยีเพื่อความมั่นคงทางเศรษฐกิจ
  - สนับสนุนการผลิต Semiconductor ในประเทศ
  - แจกเงินเด็กอายุต่ำกว่า 18 ปีคนละ 1 แสนเยน
  - สนับสนุนงบประมาณสำหรับการทำวิจัยในมหาวิทยาลัย
- งบประมาณป้องกันภัยพิบัติและสร้างโครงสร้างพื้นฐาน วงเงิน 4.6 ล้านล้านเยน อาทิ
  - ผลักดันแผนระยะ 5 ปีเพื่อนำไปสู่ National Resilience
  - งบประมาณซ่อมแซมผลกระทบจากภัยธรรมชาติ

แผนภาพที่ 64: รัฐบาลคาดมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ 78.9 ล้านล้านเยน จะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจได้ประมาณ 5.6% ของ GDP



ที่มา: Japan.kantei.go.jp, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ภาครัฐตั้งเป้าลดสัดส่วนการใช้พลังงานฟอสซิลจากปัจจุบัน 76% ให้เหลือ 41% ในปี 2030 เพื่อเป็นจุดหมายแรกในการบรรลุเป้าหมายการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์สุทธิให้เป็นศูนย์ได้ภายในปี 2050

ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ได้ออกมาตรการสินเชื่อ Climate Lending Facility เพื่อให้สอดรับกับมาตรการของรัฐบาลในการสนับสนุนการใช้พลังงานสะอาด ซึ่งรัฐบาลได้ตั้งเป้าหมายปี FY2030 ว่าจะเพิ่มสัดส่วนการใช้พลังงานนิวเคลียร์ (Nuclear) และพลังงานทดแทน (Renewable) ให้ขึ้นมาอยู่ที่ 21% (vs. 6% ในปัจจุบัน) และ 37% (vs. 18% ในปัจจุบัน) ตามลำดับ ขณะที่ลดสัดส่วนการใช้พลังงานฟอสซิล อาทิ น้ำมันดิบ (2% vs. 7% ในปัจจุบัน), ก๊าซธรรมชาติ (20% vs. 37% ในปัจจุบัน) และถ่านหิน (19% vs. 32% ในปัจจุบัน) ลงจากปัจจุบัน เพื่อให้สามารถบรรลุเป้าหมายการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์สุทธิให้เป็นศูนย์ได้ภายในปี 2050

โดย BoJ ตั้งเงื่อนไขให้สถาบันการเงินเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวกับการกำกับดูแล กลยุทธ์ การจัดการความเสี่ยงและตัวชี้วัดและเป้าหมาย รวมถึงเป้าหมายและผลลัพธ์สำหรับการลงทุนหรือการปล่อยกู้ เพื่อบรรลุเป้าหมายในการแก้ไขปัญหาด้านการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ โดยธุรกิจที่เข้าเกณฑ์สามารถขอเงินกู้เป็นระยะเวลา 1 ปี แต่สามารถ Refinance ได้ตลอดอายุโครงการ ซึ่ง BoJ ระบุจะเริ่มปล่อยสินเชื่อภายใต้โครงการดังกล่าวในวันที่ 23 ธ.ค. 2021 และโครงการจะสิ้นสุดในเดือน มี.ค. 2031

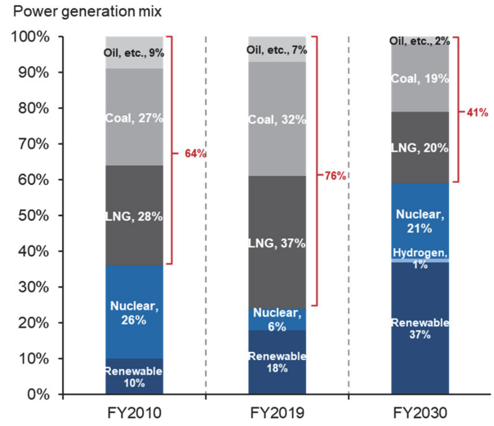
ทั้งนี้ BoJ จะกำหนดอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ 0% และสร้างแรงจูงใจแก่ธนาคารพาณิชย์ในการปล่อยกู้ โดยจะนับรวมวงเงินที่ปล่อยกู้ผ่านโครงการดังกล่าวเป็นสองเท่าใน Macro Add-on Balances ในบัญชีกระแสรายวันของ BoJ ที่จะได้รับอัตราดอกเบี้ยที่ 0%

แผนภาพที่ 65: BoJ จะเริ่มมาตรการเงินกู้เพื่อสิ่งแวดล้อมในเดือน ธ.ค. 2021 ซึ่งจะเป็นการสนับสนุนรัฐบาลในการบรรลุเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมในปี 2030

BoJ climate lending facility

Topic	Outline
Purpose	• To provide funds to financial institutions within the amount outstanding of their investment or loans that contribute to Japan's actions to address climate change, with the aim of supporting private sector efforts on climate change
Duration	• One year in principle (with no limit on rolling over the funding)
Interest Rate, etc	• The interest rate is 0 percent per annum • Increase the number of reserves exempt from its negative interest rate by twice the amount lent out by banks
Implementation Period	• Through 31 Mar 2031. unless the smooth conduct of market operations is interfered with
Eligible Counterparties	• Financial institutions that disclose information on • (1) Four thematic areas (governance, strategy, risk management, and metrics and targets) in the TCFD recommendations • (2) Targets and actual results for their investment or loans

Energy mix target for FY2030



ที่มา: BoJ, METI, Japan Sixth Strategic Energy Plan, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

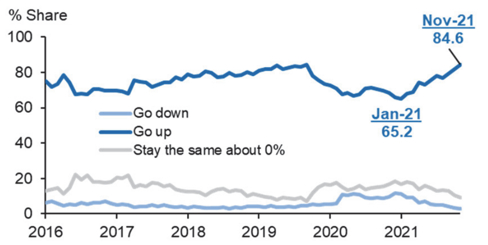
คาด BoJ จะยังคงนโยบายอัตราดอกเบี้ยติดลบในปี 2022F แต่อาจปรับเปลี่ยนมาตรการ Yield Curve Control ให้มีความยืดหยุ่นมากขึ้น

สำหรับในปี 2022F เราคาดว่า BoJ จะยังคงนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายเป็นพิเศษอย่างมากไว้เช่นเดิม เนื่องจาก 1) แนวโน้มเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับต่ำกว่าเป้าหมายของธนาคารกลางที่ 2% เป็นอย่างมากอยู่ (ตลาดคาด 0.6% ในปี 2022F) ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากมาตรการลดค่าบริการโทรศัพท์ที่ทำให้ต้นทุนค่าครองชีพลดต่ำลง และ 2) คณะกรรมการส่วนใหญ่ที่ยังมีท่าที Dovish อยู่มาก

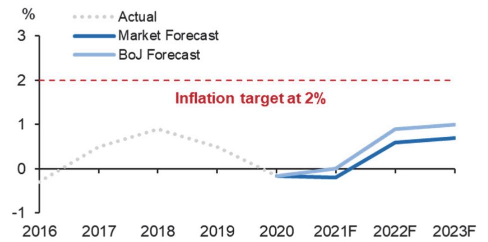
ทั้งนี้ ในเดือน ก.ค. 2022 จะมีคณะกรรมการ 2 ท่านที่จะครบวาระ (คือ นาย Kataoka Goushi และนาย Suzuki Hitoshi แต่เรามองว่าจะไม่กระทบต่อภาพรวมของนโยบายการเงิน ดังนั้น เราคาดว่า BoJ จะยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ติดลบไว้เช่นเดิม (Excess Reserve ที่ -0.1%) และยังคงเป้าหมายมาตรการ Yield Curve Control (YCC) ไว้ที่ระดับ 0% เช่นเดิม แต่อาจมีการปรับเปลี่ยนเงื่อนไขให้มีความยืดหยุ่นมากขึ้น เช่น ปรับกรอบการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรให้กว้างขึ้น (vs. จากปัจจุบันที่ +/-0.25%) เพื่อให้สอดรับกับภาวะการณ์ในปี 2022 มากขึ้น โดยเฉพาะคาดการณ์การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ

แผนภาพที่ 66: เราคาดว่า BoJ จะยังคงดำเนินนโยบายแบบผ่อนคลายอย่างมากต่อไป ท่ามกลางเงินเฟ้อที่ยังคงขยายตัวห่างจากเป้าหมายที่ 2% ค่อนข้างมาก

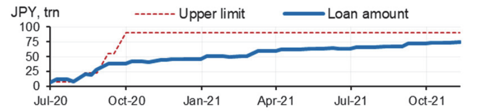
Consumer inflation expectation



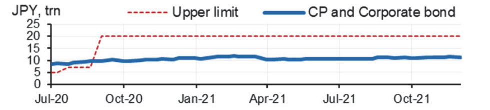
Core CPI (as of 2 Dec)



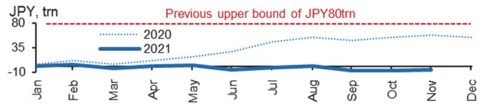
Special funds-supplying operations (Loans)



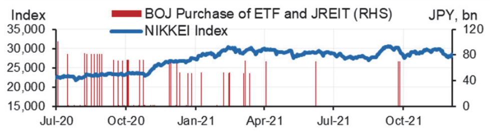
Net cumulative CP and corporate bond purchases



Net cumulative government securities purchases



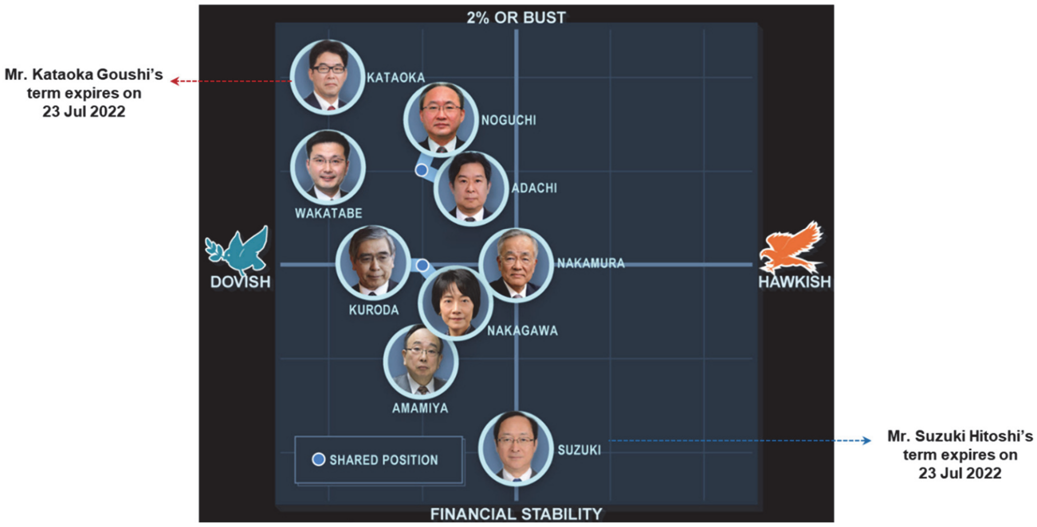
Net cumulative ETF and JREIT purchases



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

แผนภาพที่ 67: ในเดือน ก.ค. 2022 จะมีคณะกรรมการ BoJ 2 ท่านที่จะครบวาระ แต่ก็ไม่น่าจะมีผลต่อการดำเนินนโยบาย เนื่องจากคณะกรรมการท่านอื่นๆ มีจุดยืนทางนโยบายที่ค่อนข้าง Dovish อยู่แล้ว

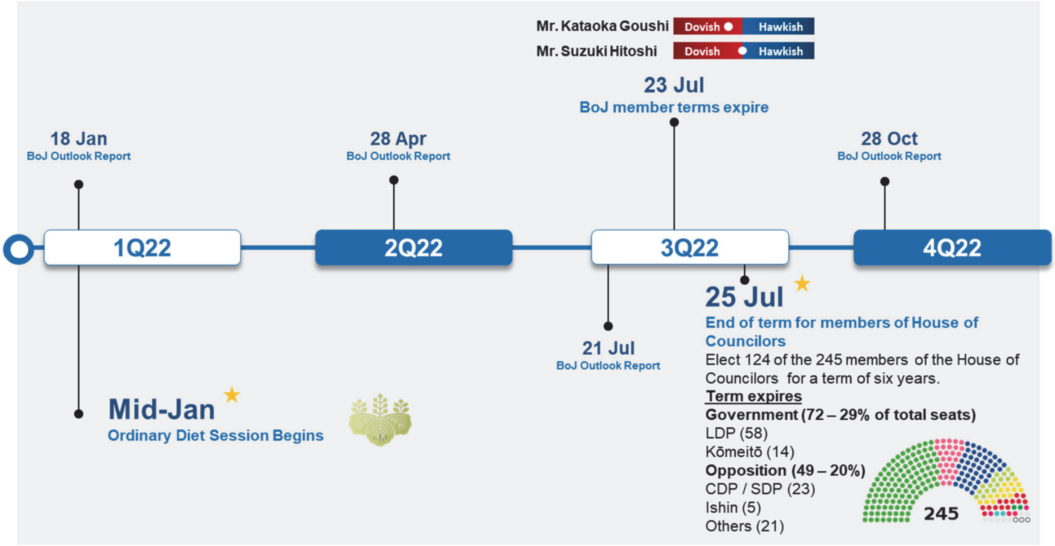
Bank of Japan policy board members stance



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

แผนภาพที่ 68: นอกจากเหนือจากมีคณะกรรมการ BoJ ครบวาระแล้ว ในเดือน ก.ค. 2022 ยังมีการเลือกตั้งสภาบน (House of Councillors) จำนวน 124 จาก 245 ที่นั่ง ซึ่งหากใช้คะแนนเสียงเดียวกับการเลือกตั้ง ส.ส. ในปี 2021 เราคาดว่าพรรค LDP จะยังครองเสียงข้างมากต่อไป

2022 Key events



ที่มา: Wikipedia, Cabinet office, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจไทย

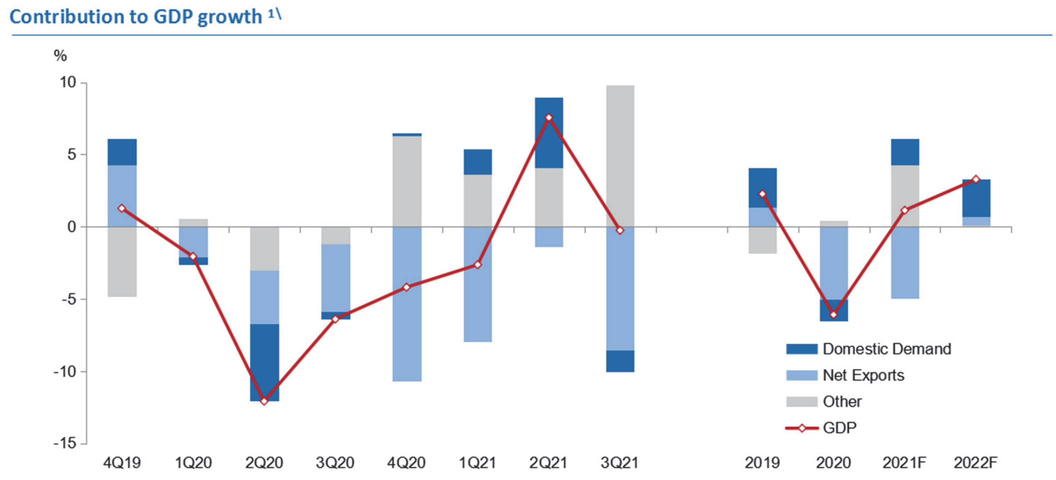
เศรษฐกิจไทยในปี 2022F มีแนวโน้มเติบโต 3.3% YoY โดยมีแรงสนับสนุนจากทั้งอุปสงค์ในประเทศและการส่งออกสุทธิที่ปรับตัวดีขึ้น โดยอุปสงค์ในประเทศจะได้อานิสงส์จากการใช้จ่ายภาครัฐผ่านการอนุมัติเม็ดเงินคงเหลือภายใต้ พ.ร.ก. ให้อำนาจกระทรวงการคลังกู้เงินฯ เพิ่มเติม 5 แสนล้านบาท และการลงทุนภาครัฐผ่านโครงการ EEC หลังโครงการโครงสร้างพื้นฐานหลักเริ่มเข้าสู่ระยะก่อสร้างมากขึ้น ด้านการส่งออกจะได้รับแรงหนุนจากข้อตกลง RCEP ที่จะเริ่มมีการบังคับใช้ในช่วงต้นปี อย่างไรก็ดี เราคาดว่านักท่องเที่ยวต่างชาติจะไม่กลับมาฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลังจากที่มีการแพร่ระบาดไวรัสสายพันธุ์ Omicron ที่เป็นปัจจัยกดดันให้หลายประเทศมีการบังคับใช้นโยบายการเดินทางระหว่างประเทศที่เข้มงวดมากขึ้น นอกจากนี้ ความไม่แน่นอนทางการเมืองอาจกลับมาเป็นประเด็นอีกครั้งหลังจากที่มีการแก้ไขกฎหมายลูกที่เกี่ยวข้องกับการเลือกตั้ง ซึ่งจะเป็นส่วนกดดันค่าเงินบาทให้มีแนวโน้มอ่อนค่าเพิ่มเติมจากสถานการณ์ความกังวลต่อการขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของ Fed

คาดเศรษฐกิจไทย 2022F โต 3.3% จากแรงสนับสนุนทั้งอุปสงค์ในประเทศและการส่งออกสุทธิ

เราคาดว่าเศรษฐกิจไทยจะเติบโตที่ +3.3%YoY ในปี 2022F ดีขึ้นจาก +1.1% ในปี 2021F จากการเปิดกิจกรรมเศรษฐกิจอย่างค่อยเป็นค่อยไปตั้งแต่ต้น 4Q21 หลังการแจกจ่ายวัคซีนคืบหน้ามากขึ้น (ปัจจุบันประชากรมากกว่า 70% ได้รับวัคซีนอย่างน้อย 1 โดส) รวมถึงการเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติโดยไม่ต้องกักตัวใน 17 จังหวัดนำร่องตั้งแต่วันที่ 1 พ.ย. ซึ่งช่วยสนับสนุนการใช้จ่ายภายในประเทศและกิจกรรมการท่องเที่ยว นอกจากนี้ รัฐบาลยังมีเม็ดเงินที่ใช้กระตุ้นเศรษฐกิจจากพ.ร.ก.ฯ 5 แสนล้านบาท (~3.2% ของ GDP) เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจภายในประเทศ รวมถึงการส่งออกสุทธิที่จะช่วยหนุนการเติบโตจากดุลบัญชีเดินสะพัดที่คาดว่าจะมีการขาดดุลลดลงอย่างมากเมื่อเทียบกับปี 2021F

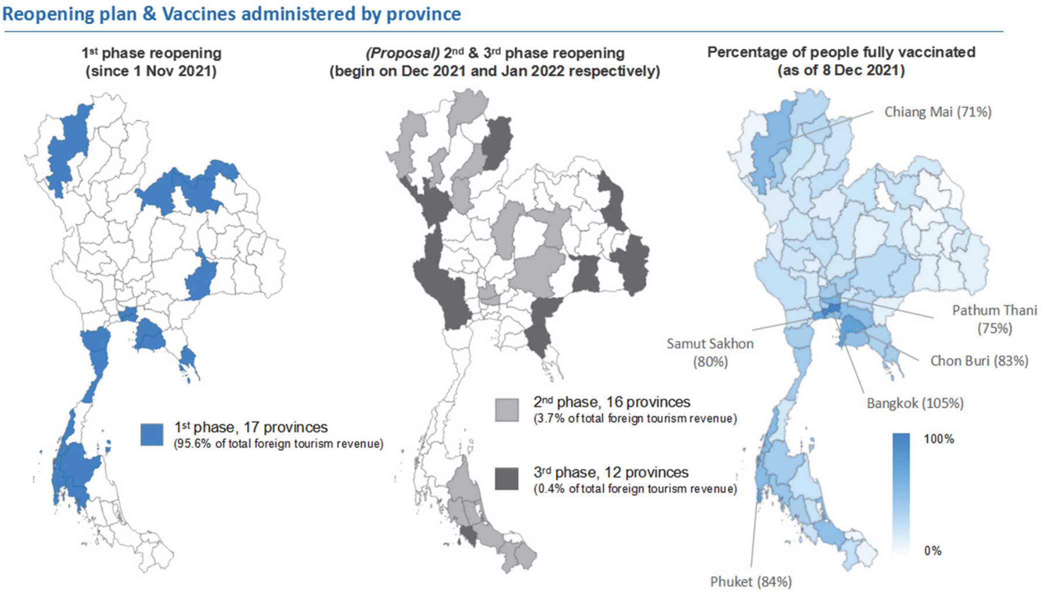
อย่างไรก็ตาม เราคาดว่านักท่องเที่ยวต่างชาติจะไม่กลับมาฟื้นตัวอย่างรวดเร็วในระยะสั้น โดยมีแรงกดดันจากการแพร่ระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Omicron ที่ขยายตัวเป็นวงกว้าง ส่งผลให้หลายประเทศมีการบังคับใช้นโยบายการเดินทางระหว่างประเทศที่เข้มงวดมากขึ้น และอาจทำให้แผนการเปิดประเทศเพิ่มเติมในระยะถัดไปมีความล่าช้า ทั้งนี้ เราประเมินว่าจะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาเพียง 5.5 ล้านคนในปี 2022F

แผนภาพที่ 69: อุปสงค์ในประเทศและการส่งออกสุทธิที่เพิ่มขึ้นจะช่วยหนุนการเติบโตในปี 2022F



Note: 1\ Based on our calculation, projection as of 30 Nov.
ที่มา: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 70: การแพร่ระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Omicron และการฉีดวัคซีนให้ครบโดสรายจังหวัดที่ส่วนใหญ่ยังไม่ถึง 70% ของประชากร เป็นปัจจัยกดดันแผนการเปิดประเทศเพิ่มเติมในระยะถัดไป



ที่มา: Bangkokbiznews, The Researcher, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

คาดเริ่มเห็นความชัดเจนของการเข้าสู่เฟสก่อสร้างภายใต้โครงการ EEC มากขึ้น

โครงสร้างพื้นฐานหลักในเขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก (EEC) ทั้งหมดจำนวน 4 โครงการ วงเงินลงทุนรวม 6.3 แสนล้านบาท เริ่มมีความคืบหน้ามากขึ้น โดยล่าสุดภาครัฐได้มีการลงนามสัญญากับเอกชนครบทั้ง 4 โครงการแล้ว ซึ่งทุกโครงการเตรียมที่จะเข้าสู่ระยะก่อสร้างในระยะถัดไป อาทิ โครงการพัฒนาท่าเรืออุตสาหกรรมมาบตาพุด (ระยะที่ 3) ที่ทางด้านการนิคมอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย (กนอ.) ได้ออกหนังสือแจ้งให้ดำเนินการก่อสร้างตั้งแต่ 1 ก.ค. เป็นต้นมา ในขณะโครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน ได้มีการส่งมอบพื้นที่ในช่วงสุวรรณภูมิ-อู่ตะเภา และพื้นที่ Airport Rail Link ไปเกือบทั้งหมดแล้ว โดยคาดจะส่งมอบทั้งหมดภายใน ม.ค. 2022 และโครงการสนามบินอู่ตะเภา มีแผนจะส่งมอบพื้นที่ภายใน 1Q22

นอกจากนี้ ทางคณะกรรมการนโยบายเขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก (กพอ.) มีมติปรับแผนลงทุนระยะที่ 2 (ปี 2022-2026) โดยตั้งเป้าการลงทุนรวม 2.2 ล้านบาท ภายใน 5 ปีนี้ โดยประกอบด้วย 3 ส่วนสำคัญ ได้แก่

1. ต่อยอดโครงสร้างพื้นฐาน 200,000 ล้านบาท จากเมืองการบินภาคตะวันออก การพัฒนาพื้นที่ 30 กิโลเมตรรอบสนามบิน และพัฒนาพื้นที่รอบสถานีหลักรถไฟความเร็วสูงฯ (TOD)
2. ดึงดูดอุตสาหกรรมเป้าหมาย ปีละ 400,000 ล้านบาท แบ่งเป็น 2 ส่วน คือ
    - 2.1) การลงทุนในระดับฐานปกติ ปีละ 250,000 ล้านบาท
    - 2.2) การลงทุนส่วนเพิ่มที่เน้นอุตสาหกรรมเป้าหมายใหม่ (New S-Curve) อาทิ อุตสาหกรรมยานยนต์สมัยใหม่ (EV) ดิจิทัล การแพทย์สมัยใหม่ การขนส่งโลจิสติกส์ เกษตรสมัยใหม่และอาหาร ภายใต้บริบทเศรษฐกิจหมุนเวียนที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม (BCG) รวมปีละ 150,000 ล้านบาท
3. ยกระดับชุมชนและประชาชน เร่งพัฒนาเศรษฐกิจชุมชนระดับหมู่บ้าน พัฒนาตลาดสด/ e-commerce สร้างรายได้ให้ชุมชนเพิ่ม ยกเครื่องการศึกษา สาธารณสุขพื้นฐาน สิ่งแวดล้อมและสาธารณูปโภคที่สะดวกสบายให้ชุมชน ดังนั้น เราคาดว่าจะเริ่มเห็นเม็ดเงินการลงทุนภาครัฐเริ่มเข้ามาสู่เศรษฐกิจมากขึ้น ซึ่งจะเป็นส่วนหนึ่งที่จะช่วยหนุนเศรษฐกิจในปี 2022

แผนภาพที่ 71: โครงสร้างพื้นฐานหลักใน EEC ได้มีการลงนามสัญญากับเอกชนครบทุกโครงการแล้ว โดยโครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน และโครงการสนามบินอู่ตะเภา กำลังเตรียมพร้อมเพื่อจะเข้าสู่ระยะก่อสร้างในช่วง 1H22F

Progress on EEC infrastructure projects (as of Nov 2021)

expected to be operational by…

Map Ta Phut Seaport Phase 3 (THB73bn) — 2026

- The Industrial Estate Authority of Thailand (IEAT) has issued a notice to carry out infrastructure construction, specifying the start date of the project as July 1, 2021.
- Gulf said that "there is more progress on sea reclamation and construction is expected to start in 4Q21"

High-Speed Rail linking 3 Airports (THB277bn) — 2025 - 2028

- For the Suvarnabhumi to U-Tapao section: 98% of the land has been handed over (as of Nov 2021) and the rest will be handed over to the partners of the contract by January 2022.
- Private contractor has already prepared for construction, e.g. relocating utilities, building the site office and worker's camps, and constructing the rail component foundry.

U-Tapao Airport and Eastern Airport City Development (THB204bn) — 2025

- Some leased land was delivered to the private company for construction of electric and water supply systems.
- The private sector contracted party has surveyed and constructed the airport standard fence (Airside) to facilitate construction.
- All construction areas are expected to be transferred to the private company within 1Q22F.

Laem Chabang Seaport Phase 3 (THB79bn) — 2025 - 2029

- On 25 Nov, GPC Consortium has signed a public-private partnership (PPP) contract with the Port Authority of Thailand (PAT) to develop and operate Laem Chabang Seaport Phase 3 in respect of Terminal F.
- Following the signing, the design work will begin in parallel with the preparation of the Environmental Impact Assessment (EHIA) report. Construction is expected to start in 2023.

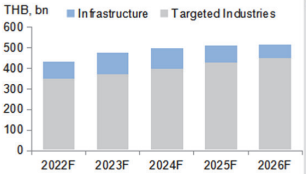
ที่มา: EEC, Maptaphut3, Press, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 72: รัฐบาลตั้งเป้าการลงทุนในโครงการ EEC รวม 2.2 ล้านบาท ในอีก 5 ปีข้างหน้า

The revised EEC investment plan for 2022-2026

	Infrastructure Development	Investment Stimulation in Targeted Industries	Community and Population Support
EEC investment plan for 2018-2022 ✓ *Investment has reached THB1.6trn or 94% of the target as of June 2021 and is expected to achieve the THB1.7trn target by year-end.*	THB633bn • Investment in 4 major infrastructure projects under PPP arrangements	THB890bn • Investment in targeted industries which can tap the promotion incentives offered by BOI	THB82bn • Investment in local economic development
Revised EEC investment plan for 2022-2026 ✓ *Investment target set at THB2.2trn.*	~THB200bn • THB100bn Eastern aviation city and city development within a radius of 30 km. around the airport • THB100bn Transit-oriented development (TOD) along the main railway station	~THB2,000bn • New-generation automobiles • Digital and electronics • Medical and wellness • Transportation and logistics • Farm and food for the future • Other targeted industries	n/a • Community and village-base economic development • Infrastructure development to raise extra income (fresh market, e-commerce) • Real estate development at all levels • Education/Basic public health/Environment/Public utilities

Estimated Investment Value in EEC 1\



Note: 1\ These include all investment plans, projected by EEC.
ที่มา: EEC, Press, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

RCEP เริ่มบังคับใช้เดือน ม.ค. 2022 ส่งผลให้ภาษีของสินค้าส่งออกกว่า 3 หมื่นรายการ ไปยังประเทศสมาชิกลดลงเหลือ 0% ทันที

ข้อตกลงหุ้นส่วนเศรษฐกิจในภูมิภาค (RCEP) ที่เริ่มมีผลบังคับใช้ในวันที่ 1 ม.ค. 2022 จะเป็นส่วนช่วยลดข้อจำกัดให้กิจกรรมการค้าระหว่างประเทศในสมาชิก โดยสำหรับประเทศไทยจะได้รับการยกเลิกภาษีนำเข้าสำหรับสินค้าจำนวนทั้งสิ้น 39,366 รายการ โดยสินค้า 29,891 รายการจะได้รับการยกเลิกภาษีเหลือ 0% ในทันที ทั้งนี้ ADB ประเมินว่า การยกเลิกข้อจำกัดทางการค้าภายใต้ RCEP จะสามารถช่วยหนุนการเติบโตของ GDP ของประเทศสมาชิกได้ในระยะยาว (ผลกระทบในปี 2030) รวมทั้งประเทศไทยที่จะมี GDP เพิ่มขึ้นราว 0.5%

นอกจากนี้ กรมเจรจาการค้าระหว่างประเทศได้ทำการศึกษาผลกระทบของการจัดทำผลกระทบของข้อตกลงทางการค้า RCEP (ภายใต้สถานการณ์ที่ 2: กำหนดให้ดำเนินการปรับลดอัตราภาษีศุลกากรลงในทุกสินค้าจนเหลืออัตราภาษีร้อยละ 0 ทันทีในปีที่ความตกลง RCEP มีผลบังคับใช้ ยกเว้นรายการสินค้าอ่อนไหวและอ่อนไหวสูงใช้ระยะเวลา 10 ปีในการปรับลดอัตราภาษี) พบว่า การเข้าร่วมข้อตกลงทางการค้า RCEP จะส่งผลบวกต่อการส่งออกในหลายอุตสาหกรรม อาทิ อาหารแปรรูป เหมืองแร่ และปศุสัตว์ ในขณะเดียวกันก็จะส่งผลกระทบทางลบต่ออุตสาหกรรมสิ่งทอและเครื่องนุ่งห่ม และอุตสาหกรรมหนักจะมีการแข่งขันที่สูงขึ้น

แผนภาพที่ 73: การยกเลิกข้อจำกัดทางการค้าภายใต้ RCEP จะสามารถช่วยหนุนการเติบโตของ GDP ประเทศไทยได้ราว 0.5% ในปี 2030

Real Income Effects of RCEP (2030) 1

Economy	Incremental Change	
	USD, bn	% of GDP
Asia	165	0.3
RCEP members	174	0.4
Australia	1	0.0
Brunei Darussalam	0	0.5
China	85	0.3
Indonesia	3	0.1
Japan	48	1.0
South Korea	23	1.0
Malaysia	4	0.6
New Zealand	1	0.2
Philippines	2	0.3
Singapore	0	0.0
Thailand	4	0.5
Viet Nam	3	0.5
Other ASEAN	1	0.3
Other Asia	-10	-0.1
Americas	2	0.0
Rest of the world	19	0.0
World	186	0.1

Impact of RCEP by selected sector 2

Sector	Change in...	
	Export Volume (%)	Trade Balance (USD, bn)
Grains and crops	1.6	0.17
Livestock and meat	3.1	0.03
Mining and extraction	5.1	0.40
Processed food	6.5	0.71
Textiles and clothing	-4.3	-0.34
Light manufacturing	1.3	-0.62
Heavy manufacturing	-1.7	-1.20
Electricity	0.0	0.01
Gas manufacture, distribution	0.3	0.00
Water	1.5	0.00
Construction	1.7	0.02
Trade	0.9	0.09
Transport	0.9	0.06
Water transport	2.7	0.05
Air transport	0.8	0.05
Communication	0.7	0.01
Financial services	0.8	0.00
Insurance	0.9	0.02
Business services	1.1	0.15

- The RCEP will come into force on January 1, 2022 after the members have fully ratified the agreement.
- From the effective date, RCEP members will cancel import duties on Thai goods covering 39,366 items; 29,891 items will see tariff immediately reduced to 0%.
- Thailand is projected to gain $4bn in real income by 2030, equivalent to 0.5% of the country's GDP, regarding the ADB report.

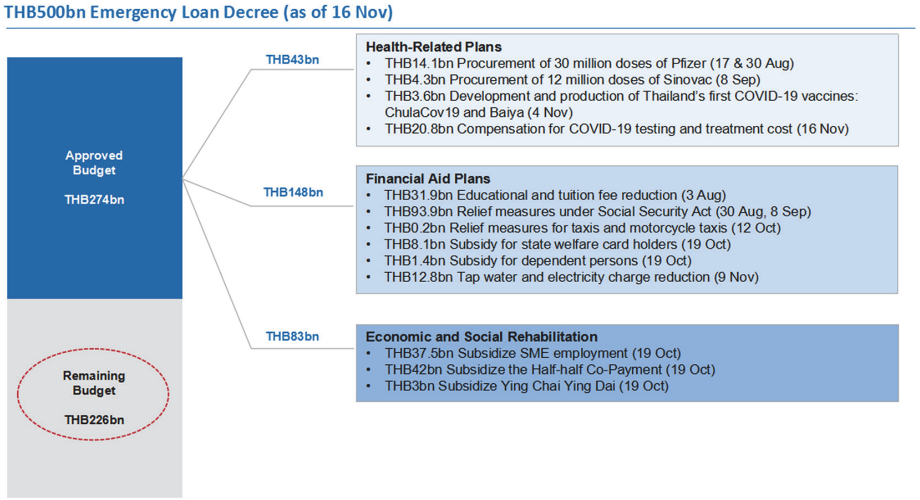
Note: 1\ Estimated by ADB (2020). 2\ DTN (2015)'s simulation with GTAP model under scenario 2 (commodities trade liberalization but w/o services liberalization): RCEP with tariff for sensitive items changes as scheduled.
ที่มา: ADB, DTN, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

รัฐมีวงเงินคงเหลือราว 2.2 แสนล้านบาทภายใต้ พ.ร.ก.ให้อำนาจกระทรวงการคลังกู้เงินฯ เพิ่มเติม 5 แสนล้านบาท ที่สามารถนำมาใช้ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ

ภาครัฐได้มีการอนุมัติวงเงินใช้จ่ายภายใต้ พ.ร.ก.ให้อำนาจกระทรวงการคลังกู้เงินฯ เพิ่มเติม 5 แสนล้านบาท (พ.ร.ก.ฯ 5 แสนล้านบาท) ไปแล้วราว 2.7 แสนล้านบาท (ณ วันที่ 16 พ.ย.) ซึ่งกว่า 1.4 แสนล้านบาท เป็นเงินที่ถูกใช้ไปเพื่อการบรรเทาภาระความเดือดร้อนจากการระบาดของ COVID-19 ในระลอกก่อน ขณะที่เม็ดเงินอีกราว 8.3 หมื่นล้านบาท ถูกนำไปใช้เพื่อการจัดหาวัคซีน

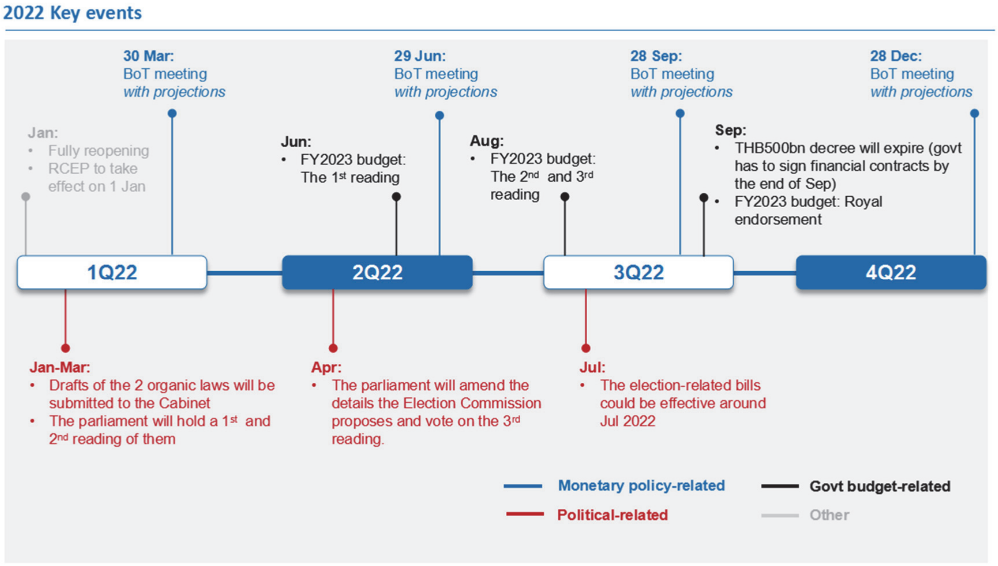
ในระยะข้างหน้า รัฐมีเม็ดเงินเหลือราว 2.2 แสนล้านบาท (คิดเป็นสัดส่วนราว 1.4% ของ GDP) เพื่อใช้ในการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม ทั้งนี้ เราคาดว่าจะเห็นการเร่งอนุมัติมาตรการที่ใช้เม็ดเงินส่วนที่เหลือดังกล่าวในช่วง 1H22 เพื่อให้หน่วยงานที่เกี่ยวข้องสามารถลงนามในสัญญากู้เงินหรือออกตราสารหนี้ภายในวันที่ 30 ก.ย. 2022 ตามข้อกำหนด เพื่อให้สามารถใช้งบประมาณดังกล่าวได้

แผนภาพที่ 74: เม็ดเงินภายใต้ พ.ร.ก.ฯ 5 แสนล้านบาท คงเหลือราว 2.2 แสนล้านบาท จะเป็นส่วนช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจในระยะต่อไป



Note: in parenthesis were cabinet approved dates.
ที่มา: Royal Thai Government, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 75: โครงการที่จะใช้เม็ดเงินจาก พ.ร.ก.ฯ 5 แสนล้านบาท จะต้องลงนามในสัญญากู้เงินหรือออกตราสารหนี้ภายในวันที่ 30 ก.ย. 2022



ที่มา: Budget Bureau, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

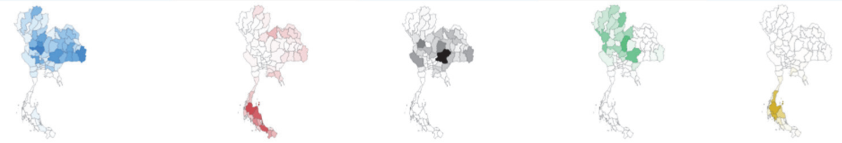
นอกจากนี้ ครม. ได้มีการอนุมัติโครงการประกันรายได้ไปแล้วในพืชหลัก 4 ชนิด ได้แก่ ข้าว ยางพารา มันสำปะหลัง และข้าวโพด สำหรับปีการเพาะปลูกหน้า (ส่วนปาล์มน้ำมันยังอยู่ระหว่างการพิจารณา) ประกอบกับปริมาณน้ำกักเก็บในเขื่อนที่เพิ่มขึ้นจากปริมาณฝนที่ตกมากขึ้นในปี 2021 จะช่วยให้เกษตรกรมีน้ำเพียงพอสำหรับการเพาะปลูกในปี 2022 ซึ่งเรามองว่าปัจจัยดังกล่าวจะช่วยหนุนกำลังซื้อของครัวเรือนเกษตรกรในปี 2022 ได้บางส่วน โดยเฉพาะในส่วนของเกษตรกรผู้ปลูกข้าว ที่มีการเพิ่มวงเงินการประกันรายได้ให้สูงขึ้นกว่า 70% จากวงเงินประกันในปีเพาะปลูกก่อน (8.9 หมื่นล้านบาท vs. 5.1 หมื่นล้านบาท)

แผนภาพที่ 76: ครม. อนุมัติโครงการประกันรายได้ในรอบใหม่ในพืชหลัก 4 ชนิด ได้แก่ ข้าว ยางพารา มันสำปะหลัง และข้าวโพด

Farm income guarantee proposals for the 2021/2022 crop year 1\

	RICE	RUBBER	CASSAVA	MAIZE	PALM OIL
Budget 2\	THB89.4bn [50.6]	THB10.1bn [10.0]	THB6.8bn [9.6]	THB1.8 [1.9]	THB7.7bn [8.8]
Period	Nov 2021 - May 2022	Oct 2021 - Mar 2022	Dec 2021 - Nov 2022	Nov 2021 - Oct 2022	Sep 2021 - Sep 2022
Volume Guarantee 3\	❖ Hommali: 14 tonne/HH ❖ Provincial fragrant: 16 tonne/HH ❖ Non-glutinous: 30 tonne/HH ❖ Pathumthani fragrant: 25 tonne/HH ❖ Glutinous: 16 tonne/HH (Overall limited to 40 Rai/HH, except Non-glutinous rice limited to 50 Rai/HH)	❖ Yield of dry rubber (DRC 100%) of 20 kg/ rai/ month ❖ Yield of cup lump rubber (DRC50%) of 40 kg/ rai/ month (Overall limited to 25 rai for each farmer)	Limited to 100 tonne/HH	Limited to 30 rai/HH	Limited to 25 rai/HH
Price Guarantee 3\	❖ Hommali: Bt15,000/tonne ❖ Provincial fragrant: Bt14,000/tonne ❖ Non-glutinous: Bt10,000/tonne ❖ Pathumthani fragrant: Bt11,000/tonne ❖ Glutinous: Bt12,000/tonne	❖ Raw rubber sheet: Bt60/kg ❖ Fresh latex (DRC100%): Bt57/kg ❖ Cup lump rubber (DRC50%) : Bt23/kg	Guarantee price at 2.50 baht per kg	Guarantee price at 8.50 baht per kg	Guarantee price at 4.00 baht per kg
...vs. Market Price 4\	Above market price by ~28 to 58%	Above market price by ~16% 5\	Above market price by ~21%	Above market price by ~0.2%	Below market price by ~37%

Crop production by region 5\

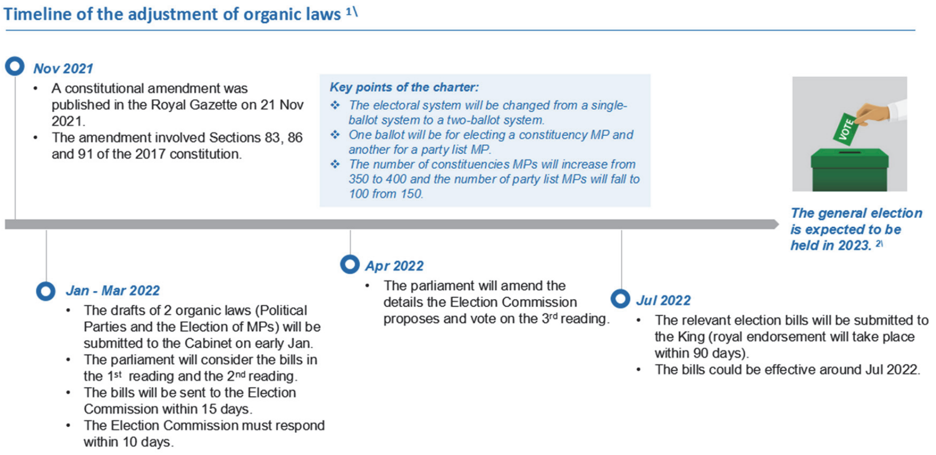


Note: 1\ Approved by the Cabinet, except palm oil which was approved by the subcommittee on palm oil management. 2\ [ ] refers to the 2020/2021 crop year. 3\ Volume and price guarantees are at the same rate as the previous scheme. 4\ Market price is average price from Jan-Nov 2021. 5\ Guarantee price of raw rubber sheet. 6\ For cassava, the crop year is 2020/2021, while rice is the sum of in-season rice (crop year of 2021/2022) and off-season rice (crop year of 2020/2021).
ที่มา: Press, Royal Thai Government, flaticon, OAE, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความไม่แน่นอนทางการเมืองมีความเสี่ยงที่จะปะทุขึ้นอีกครั้งหลังการแก้ไขกฎหมายลูกเรื่องการเลือกตั้งแล้วเสร็จ

นายวิษณุ เครืองาม รองนายกรัฐมนตรี คาดว่าการแก้ไขพระราชบัญญัติประกอบรัฐธรรมนูญ (พ.ร.ป.) ว่าด้วยการเลือกตั้ง ส.ส. และ พ.ร.ป. ว่าด้วยพรรคการเมือง จะแล้วเสร็จช่วงเดือน ก.ค. 2022 ซึ่งเมื่อมีการประกาศใช้กฎหมายลูกทั้ง 2 ฉบับแล้ว ก็อาจจะมีแรงกดดันให้รัฐบาลยุบสภาเพื่อให้มีการจัดการเลือกตั้ง เราจึงมองว่าปัจจัยดังกล่าวอาจจะเป็นชนวนให้ความไม่แน่นอนทางการเมืองปะทุขึ้นอีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปี 2022 ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของเศรษฐกิจไทย รวมถึงเป็นปัจจัยเสริมที่กดดันให้ค่าเงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 77: ความไม่แน่นอนทางการเมืองอาจปะทุขึ้นอีกครั้ง หลังจากที่กฎหมายลูกที่เกี่ยวกับการเลือกตั้งมีผลบังคับใช้ในช่วงต้น 3Q22



Note: 1\ According to Wissanu Krea-ngam, Deputy Prime Minister of Thailand (as of 19 Oct), 2\ according to Prayuth Chan-ocha Prime Minister. Note that the 2017 Constitution (effective on 6 Apr 2019) states that the maximum time a person can be a PM is 8 years (section 158) and that the Senate shall participate with MPs in the approval of a person suitable to be appointed as Prime Minister during the first 5 years of the first parliament under the 2017 Constitution.

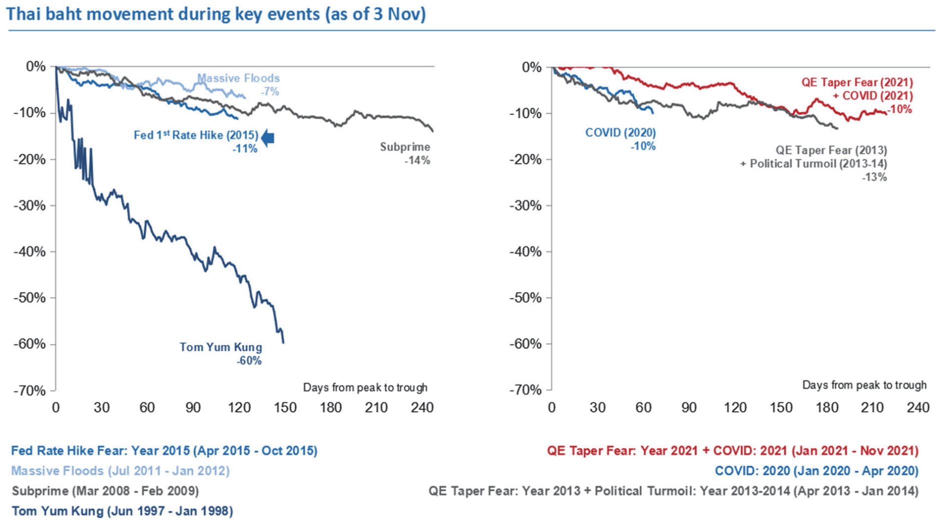
ที่มา: Press, Flaticon, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ค่าเงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าจากความกังวลต่อการขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของ Fed

เรามองว่าเงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าในปี 2022 โดยหลักมาจากความกังวลของตลาดต่อการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐฯ โดยในอดีตการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed ครั้งล่าสุดในปี 2015 พบว่า ค่าเงินบาท (USD/THB) มีการอ่อนค่ามากที่สุดราว 11% ซึ่งหากอ้างอิงจากระดับการอ่อนค่าในอดีต ค่าเงินบาทอาจอ่อนค่าลงได้ถึงราว 35-36 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 2022

ประกอบกับดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยที่เราคาดว่าอาจยังขาดดุลเล็กน้อยจากภาคการท่องเที่ยวมีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวได้ช้าและปัญหาค่าขนส่งที่ยังอยู่ในระดับสูง ทั้งนี้ เราคาดว่าเงินบาทจะเฉลี่ยทั้งปีที่ 34.6 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ อย่างไรก็ดี หากกิจกรรมเศรษฐกิจฟื้นตัวได้ดีกว่าที่คาดไว้ อาทิ การกลับมาเร็วกว่าที่คาดของนักท่องเที่ยวต่างชาติ และ/หรือ ธนาคารกลางสหรัฐฯ ส่งสัญญาณชะลอการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยต่างไปจากที่คาดการณ์ไว้ จะส่งผลให้ค่าเงินบาทอาจไม่ได้อ่อนค่าอย่างที่เราประเมินไว้

แผนภาพที่ 78: ค่าเงินบาทอาจอ่อนค่าลงได้ถึงราว 35-36 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 2022 จากความกังวลของตลาดต่อการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed



Note: Peak = THB strongest, Trough = THB weakest

ที่มา: Bloomberg, 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

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

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

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

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

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

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

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

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	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		