

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้น ตามตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมาแข็งแกร่งกว่าคาด และสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้น ซึ่งน่าจะเป็นปัจจัยบวกเพียงชั่วคราว

เรามองข่าวดีจากตัวเลขเศรษฐกิจที่ดี อาจกลับกลายเป็นข่าวร้ายในระยะข้างหน้า ผ่านการปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติม และสภาพคล่องอาจกลับมลดลงในช่วงไตรมาส 2 เป็นต้นไป

แนะนำให้รอจังหวะทยอยเข้าซื้อที่ S&P500 ต่ำกว่าระดับ 3,700 จุด

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY	04
• ตลาดหุ้น	07
• ตลาดตราสารหนี้	14
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	17
GLOBAL ECONOMIC INSIGHT	26
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ	27
• เศรษฐกิจยุโรป	34
• เศรษฐกิจจีน	40
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น	45
• เศรษฐกิจไทย	52

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ซื้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์

ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก

กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscoverwealth.com

EXECUTIVE SUMMARY

เรามองว่าปัจจัยที่หนุนตลาดหุ้นให้ปรับตัวขึ้นในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา มาจากตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมาแข็งแกร่งกว่าคาด และสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้น ทั้งจากประเด็นภายในประเทศอย่างการชนเพดานหนี้สาธารณะ และปัจจัยภายนอกจากการเข้าซื้อสินทรัพย์ของธนาคารกลางญี่ปุ่น

อย่างไรก็ดี เรามองว่าปัจจัยดังกล่าวจะหนุนตลาดหุ้นเพียงแค่นี้ในระยะสั้น เนื่องจากข่าวดีจากตัวเลขเศรษฐกิจที่ดี อาจกลับกลายเป็นข่าวร้ายในระยะข้างหน้า ผ่านการปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติม เราคาดการณ์อัตราดอกเบี้ย Fed ในปี 2023 โดยจำลองสมการ Taylor rule ซึ่งอิงจากเป้าหมายนโยบาย 2 ประการของ Fed คือ เสถียรภาพของราคาสินค้า (Price stability) และการจ้างงานที่เต็มศักยภาพ (Maximum employment) โดยแบ่งสถานการณ์ในระยะข้างหน้าออกเป็น 3 กรณี ได้แก่ Soft-landing Hard-landing และ No landing ซึ่งตัวเลขเศรษฐกิจในปัจจุบันดูจะโน้มเอียงไปทางกรณี No landing จากอัตราเงินเฟ้อที่ออกมาสูงกว่าคาด และอัตราว่างงานที่ลดลงต่ำสุดในรอบ 53 ปี ทำให้ Fed อาจต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยไปถึงระดับ 6% ผลักดันให้ Bond yield อายุ 10 ปี ปรับขึ้นเหนือ 4% ในระยะสั้น และทำให้ตลาดหุ้น (S&P500) ปรับลดลงอีกอย่างน้อยราว -5% จากระดับปัจจุบัน

นอกจากนี้ เรามองว่าสภาพคล่องอาจกลับมามีผลในช่วงไตรมาส 2 เป็นต้นไป จากการเริ่มทำ QT ของ ECB และการปรับเปลี่ยนนโยบายของ BoJ ต่อเนื่องด้วยการผ่านกฎหมายประเด็นเพดานหนี้ของสหรัฐฯ ในช่วงไตรมาส 3 ซึ่งเมื่อประกอบกับ Valuation ของตลาดหุ้นในปัจจุบันที่แพงมาก เราจึงแนะนำให้ทยอยเข้าสะสมพันธบัตรที่ระดับปัจจุบัน เพื่อรับผลตอบแทนที่แน่นอนจากดอกเบี้ยที่สูง 4% และมีโอกาสรับผลตอบแทน Capital gain เพิ่มเติมในระยะกลาง และให้รอจังหวะทยอยเข้าซื้อหุ้นที่ S&P500 ต่ำกว่าระดับ 3,700 จุด



GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้น ตามตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมาแข็งแกร่งกว่าคาด และสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้น ซึ่งน่าจะเป็นปัจจัยบวกเพียงชั่วคราว
- เรามองข่าวดีจากตัวเลขเศรษฐกิจที่ดี อาจกลับกลายเป็นข่าวร้ายในระยะข้างหน้า ผ่านการปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติม และสภาพคล่องอาจกลับมาลดลงในช่วงไตรมาส 2 เป็นต้นไป
- แนะนำให้รอจังหวะทยอยเข้าซื้อที่ S&P500 ต่ำกว่าระดับ 3,700 จุด



Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting					Themes
	Underweight	Neutral	Overweight			
ตราสารหนี้ไทย					●	- เรามอง Bond yield จะเพิ่มขึ้นมาอยู่ในกรอบ 3.8-4.0% ในช่วงต้นปี จาก 1) เงินเฟ้อในภาคบริการที่จะยังทรงตัวสูงตามต้นทุนค่าจ้าง 2) ค่าการันตีดอกเบี้ยของตลาดที่ต่ำกว่าที่ Fed ประเมิน 3) ภาวะการเงิน (Financial Conditions) อยู่ในระดับที่ผ่อนคลายเกินไป ซึ่งเป็นความเสี่ยงให้เงินเฟ้อไม่ลดลงตามคาด และ 4) ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ชะเยาเพดาน Yield curve control จาก 0.25% เป็น 0.50% กดดันให้ Bond yield เพิ่มขึ้นทั่วโลก - เรามอง Bond yield สหรัฐฯ จะกลับขึ้นไปแตะระดับราว 3.8-4% ในช่วงต้นปี 2023 ก่อนที่จะทยอยลดลงมาอยู่ที่ 3.5-3.8% ณ สิ้นปี 2023 ซึ่งจะส่งผลให้ผลตอบแทนพันธบัตรไทยเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 3.5% ในช่วงต้นปี - คงคำแนะนำ Overweight
ตราสารทุน						
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ		●				- เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นดีกว่าคาด ทำให้ Fed ยังต้องเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อ - Valuation อยู่ในระดับที่แพง - คาดการณ์กำไรอาจถูกปรับลดเพิ่มเติม ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่กำลังอยู่ในช่วงปลายของวัฏจักร - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย		●				- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวดีต่อเนื่องจากแรงหนุนของภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน จากมาตรการกระตุ้นการบริโภคที่รัฐบาลเตรียมออกมาเพิ่มเติมในช่วงปลายปี - อย่างไรก็ดี การส่งออกมีแนวโน้มชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า จากอุปสงค์ที่จะชะลอตัว ตามตลาดสหรัฐฯและยุโรป เช่นเดียวกับการลงทุนภาครัฐในช่วงที่มีการเปลี่ยนผ่านรัฐบาล - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน				●		- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว ตามการเปิดเศรษฐกิจ - ได้รับการกระตุ้นจากทั้งภาคการคลังและการเงิน โดยอัตราเงินเฟ้อที่ต่ำ เปิดทางให้ PBoC ยังคงใช้นโยบายผ่อนคลายได้ ในขณะที่ ภาครัฐกระตุ้นการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน - มีความเสี่ยงจากความไม่สงบระหว่างประเทศ ซึ่งทำให้สหรัฐฯ ออกกฎกีดกันทางการค้า และการผลิตที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีขั้นสูงเป็นระยะ - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ		●				- ได้รับประโยชน์จากการเปลี่ยนพฤติกรรมของประชากร ที่หันมาใช้เทคโนโลยีมากขึ้น เนื่องจากมีสินค้าส่งออกประเภทเครื่องใช้อิเล็กทรอนิกส์ และส่วนประกอบคอมพิวเตอร์ เป็นสัดส่วนมาก - แนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว ตามการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ย ซึ่งจะทำให้ Demand ลดลง กระตุ้นต่อการส่งออก แต่อาจถูกชดเชยจากการทยอยเปิดเศรษฐกิจจีนในปี 2023 - มีความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed และความขัดแย้งทางการเมืองระหว่างประเทศ - คงน้ำหนัก Neutral
ตลาดหุ้นอินเดีย		●				- อัตราเงินเฟ้อที่ปรับขึ้นสูง ทำให้ธนาคารกลางต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค - รัฐบาลออกมาตรการเพื่อลดเงินเฟ้อ โดยเฉพาะราคายาอาหาร โดยจำกัดการส่งออกสินค้าเกษตร ช่วยเหลือค่าแก๊สในครัวเรือน และลดภาษีนำเข้าพลังงาน และโลหะในภาคการผลิต - รัฐบาลพยายามลดการพึ่งพาการนำเข้า และให้เงินช่วยเหลือโครงการ Production Linked Incentive (PLI) มูลค่าราว 1% ของ GDP ให้บริษัทเอกชน เพื่อให้อินเดียเป็นศูนย์กลางภาคการผลิตที่มีมูลค่าเพิ่ม (Value-added) สูง - เศรษฐกิจในปี 2023 มีแนวโน้มชะลอตัวลง จากผลบวกที่ลดลงของการเปิดประเทศ และผลกระทบจากการปรับขึ้นดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา - Valuation อยู่ในระดับที่แพงมาก เมื่อเทียบกับประเทศในกลุ่ม Emerging Markets ด้วยกัน - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				●		- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น จากมาตรการกระตุ้นการคลังและภาคท่องเที่ยว ในขณะที่ภาคการผลิตและภาคส่งออกมีแนวโน้มชะลอตัวลงตามอุปสงค์โลก - อาจมีการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินครั้งสำคัญ ในช่วงไตรมาส 2 หลังการขึ้นรับตำแหน่งอย่างเป็นทางการของนาย Ueda ผู้ว่าฯ BoJ คนใหม่ ในเดือน เม.ย. - ตลาดหุ้นมักจะไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป		●				- เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นดีกว่าคาด จากสถานการณ์ขาดแคลนพลังงานที่คลี่คลาย - มีความเสี่ยงจากสงครามที่ยืดเยื้อ และปัญหานี้รัฐบาลกลุ่มที่เศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น อิตาลี โปรตุเกส และกรีซ - นโยบายการเงินมีแนวโน้มเข้มงวดขึ้นต่อเนื่องเพื่อสกัดเงินเฟ้อ โดย ECB อาจปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นอีกสู่ระดับ 3.25% เป็นอย่างน้อย และอาจเริ่มทำ QT ในเดือน มี.ค. 2023 - มีความเสี่ยง Recession สูงกว่าประเทศอื่น Earnings อาจถูกปรับลดลงมากกว่าภูมิภาคอื่น - Valuation อยู่ในระดับที่แพงมาก เมื่อเทียบกับประเทศในกลุ่ม Emerging Markets ด้วยกัน - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา	●					- เงินเฟ้อเริ่มมีแนวโน้มลดลงอย่างเห็นได้ชัด ธนาคารกลางน่าจะเริ่มปรับลดดอกเบี้ยในช่วงกลางปี 2023 - มีข้อจำกัดในการกระตุ้นเศรษฐกิจทางการคลัง - ตลาดหุ้นมีความอ่อนไหวต่อนโยบายการเงินของสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูงกว่าประเทศอื่นในกลุ่ม EM - ภาวะการเงินตึงตัวขึ้นมาก ทั้งจากภายในประเทศและนอกประเทศ - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก						
ทองคำ				●		- ราคาทองคำอาจปรับตัวลงในระยะสั้น จากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น - แต่ในระยะยาวยังได้รับปัจจัยบวกจากความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะ Recession และความเสี่ยงทางทางการเมืองระหว่างประเทศ - ทองคำเป็นสินทรัพย์ที่มีความผันผวนต่ำ และให้ผลตอบแทนสูงในภาวะ Recession - Downside ของราคามีค่อนข้างจำกัด จากต้นทุนราคาขายหน้าเหมือง (All-in-sustaining costs) ที่ระดับ 1,600 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน		●				- อุปสงค์ มีแนวโน้มลดลงตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง - แต่อุปทานยังคงตึงตัว ทั้งจากการลดโควตา ของ OPEC+ และน้ำมันจากคลังสหรัฐฯ (SPR) ที่เหลือน้อยลง ซึ่งจะจำกัดความสามารถในการแทรกแซงราคาตลาดในภาคหน้า - คงคำแนะนำ Neutral
US REITs		●				- ความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นและการลดการเข้าซื้อ MBS ของ Fed - Mortgage rate เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 7% สูงสุดตั้งแต่ปี 2002 - Valuation จากการประเมิน Dividen yield gap และ P/FFO ยังอยู่ในระดับที่แพงเมื่อเทียบกับในอดีต - คงคำแนะนำ Neutral
J-REITs		●				- นโยบาย Yield Curve Control ของ BoJ ช่วยให้ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ของ J-REITs อยู่ในระดับสูง - อย่างไรก็ดี นโยบายการเงินของธนาคารกลางทั่วโลกเริ่มเข้มงวดขึ้น ทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวในตลาดมีแนวโน้มสูงขึ้น เป็นปัจจัยลบต่อตลาดอสังหาริมทรัพย์ - คงคำแนะนำ Neutral

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

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,664	0.7%	1.0%	-0.8%	3.0%	3.0%	-0.3%	-1.6%
Philippines PCOMP	6,699	0.8%	-1.8%	-5.1%	4.2%	-0.1%	2.0%	-10.0%
Indonesia JCI	6,822	-0.3%	-1.3%	-0.8%	-3.0%	-4.0%	-0.4%	-0.6%
Singapore STI	3,299	-0.1%	0.6%	0.2%	1.2%	1.1%	1.5%	-3.0%
Malaysia KLCI	1,469	0.0%	-1.3%	-2.1%	1.9%	-1.2%	-1.8%	-6.9%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	20,437	-1.7%	-1.8%	-7.3%	17.3%	4.0%	3.3%	-13.1%
China H HSCEI	6,835	-2.0%	-2.6%	-8.7%	15.8%	2.1%	1.9%	-17.4%
MSCI China	68	-2.1%	-2.0%	-7.4%	19.7%	3.7%	5.5%	-15.5%
China CSI300	4,107	0.3%	-0.4%	-1.8%	9.0%	-1.8%	6.1%	-10.2%
Taiwan TWSE	15,419	0.1%	-0.1%	3.3%	6.0%	1.1%	9.1%	-14.2%
Korea KOSPI	2,418	0.2%	-0.4%	0.9%	0.5%	-1.8%	8.1%	-10.7%
MSCI Korea	749	-0.0%	1.1%	2.7%	3.6%	0.6%	11.8%	-10.8%
India SENSEX	59,968	-0.0%	-2.1%	-1.1%	-2.4%	2.0%	-1.4%	4.7%
MSCI India	1,971	-0.2%	-0.9%	-3.9%	-5.6%	-3.7%	-4.7%	-0.1%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	7,315	-0.2%	-0.5%	-1.8%	1.9%	3.8%	3.9%	2.1%
Japan TOPIX	1,975	-0.1%	-0.6%	2.5%	-1.0%	-0.9%	4.4%	5.0%
Japan Nikkei 225	27,104	-0.2%	-1.4%	2.1%	-3.6%	-5.9%	3.9%	2.5%
Europe STOXX600	464	-0.2%	0.3%	2.6%	6.3%	7.1%	9.2%	1.9%
Euro STOXX50	4,250	-0.5%	0.3%	3.2%	8.2%	16.2%	12.0%	6.6%
US Dow Jones	33,130	-2.1%	-3.3%	-0.7%	-2.8%	0.2%	-0.1%	-1.4%
US S&P500	3,997	-2.0%	-3.4%	0.6%	-0.2%	-3.4%	4.1%	-7.1%
MSCI US REITs	1,225	-1.7%	-3.3%	0.9%	2.4%	-7.3%	6.9%	-12.8%
J-REITs	1,833	-0.2%	1.1%	1.7%	-6.2%	-9.7%	-3.2%	-2.0%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	7,978	-0.5%	0.3%	2.7%	7.0%	5.9%	7.1%	6.5%
Germany DAX	15,398	-0.5%	0.1%	2.4%	6.8%	16.4%	10.6%	4.8%
France CAC 40	7,309	-0.4%	1.3%	4.5%	9.8%	14.6%	12.9%	7.7%
Switzerland SMI	11,282	0.1%	0.4%	-0.1%	1.9%	1.8%	5.2%	-5.7%
Portugal PSI 20	6,014	-0.1%	2.2%	1.7%	2.9%	-4.1%	5.0%	10.1%
Spain IBEX 35	9,252	-0.3%	-0.1%	3.7%	11.1%	11.7%	12.4%	8.9%
Italy FTSE MIB	27,409	-0.7%	-0.3%	6.3%	11.5%	23.7%	15.6%	5.2%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	109,177	0.0%	1.0%	-2.6%	0.3%	-2.1%	-0.5%	-3.3%
Chile IPSA	5,261	-1.3%	-1.3%	0.5%	-0.6%	-1.5%	-0.0%	17.6%
Mexico MEXBO	53,240	-1.2%	1.1%	-1.3%	2.9%	10.9%	9.9%	1.2%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	529	-0.9%	-0.8%	-3.9%	8.9%	2.0%	4.6%	-13.3%
MSCI Latin America	2,255	-0.5%	0.9%	-0.8%	4.4%	4.0%	5.9%	-6.1%
MSCI All Country World	637	-1.5%	-2.5%	0.0%	2.9%	0.2%	5.2%	-8.4%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	75.98	-0.2%	-3.9%	-6.6%	-6.1%	-15.8%	-5.3%	-17.7%
Brent Spot	82.71	-1.2%	-3.1%	-5.6%	-6.4%	-14.3%	-3.7%	-14.6%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	6.73	-0.84	0.41	0.41	-0.68	0.48	1.08	2.24
Gold Spot	1835.32	-0.2%	0.0%	-4.6%	5.5%	5.8%	0.6%	-3.6%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2880.27	-0.1%	-0.3%	-0.8%	-1.4%	-7.5%	-1.2%	-7.2%
Bloomberg Agri Subindex	70.51	0.8%	0.1%	4.7%	5.0%	4.6%	2.4%	2.3%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	309.72	0.1%	0.1%	-0.4%	5.0%	3.4%	1.9%	-0.7%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	214.10	0.0%	0.0%	-0.3%	0.3%	0.4%	-0.3%	-0.1%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	305.83	-0.0%	-0.1%	-0.9%	1.5%	0.8%	-0.5%	-0.5%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	405.85	0.1%	0.1%	-0.8%	2.6%	1.8%	0.7%	-0.0%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	260.32	0.0%	-0.0%	-0.7%	1.3%	0.9%	-0.2%	-0.1%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.73	0	2	38	31	62	36	122
2Y	1.89	-1	5	25	11	34	25	117
5Y	2.15	-1	4	22	-22	9	19	75
10Y	2.56	-1	1	12	-22	-4	-8	38
Spread 10Y-2Y	68	-1	-4	-13	-33	-38	-33	-79
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	3.93	14	13	45	18	92	6	199
Japan 10Y	0.51	0	0	12	26	29	9	31
UK 10Y	3.61	14	9	24	43	120	-6	221
German 10Y	2.55	6	7	37	57	124	-3	230
Spain 10Y	3.53	9	9	39	56	104	-13	227
Italy 10Y	4.48	13	15	49	57	85	-23	256
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	22.87	1.6	2.5	3.0	1.6	-0.9	1.2	-5.9
Dollar index	104.13	0.3%	0.9%	2.1%	-2.9%	-4.5%	0.6%	8.4%
USD/THB	34.65	0.6%	0.7%	5.6%	-4.1%	-4.2%	0.1%	6.9%
EUR/USD	1.07	-0.2%	-0.1%	-1.9%	3.5%	7.3%	-0.5%	-6.0%
GBP/USD	1.21	0.8%	0.8%	-2.1%	1.9%	2.8%	0.2%	-11.0%
USD/JPY	134.77	0.4%	0.4%	3.2%	-4.6%	-2.0%	2.8%	17.3%
USD/CNY	6.90	0.4%	0.6%	1.5%	-3.4%	0.7%	-0.0%	9.0%
USD/CNH	6.90	0.4%	0.5%	1.8%	-3.4%	0.5%	-0.3%	9.2%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of 2/22/2023

ตลาดหุ้น

ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา ตามตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมาแข็งแกร่งกว่าคาด และสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้น ทั้งจากประเด็นภายในประเทศอย่างการชนเพดานหนี้สาธารณะ และปัจจัยภายนอกจากธนาคารกลางญี่ปุ่น อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าปัจจัยดังกล่าวจะหนุนตลาดหุ้นเพียงแคในระยะสั้น และตลาดจะกลับมาถูกกดดันในระยะข้างหน้า จาก 1) ข่าวดีจากตัวเลขเศรษฐกิจที่ดี อาจกลับกลายเป็นข่าวร้ายในระยะข้างหน้า ผ่านการปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติม 2) สภาพคล่องที่จะกลับมามีระดับในช่วงไตรมาส 2 เป็นต้นไป และ 3) Valuation ของตลาดหุ้นในปัจจุบันที่อยู่ในระดับที่แพงมาก ทำให้เราคาดว่าตลาดหุ้นมีโอกาสปรับลดลงมากกว่าขึ้นในระยะข้างหน้า แนะนำให้รอจังหวะทยอยเข้าซื้อที่ S&P500 ต่ำกว่าระดับ 3,700 จุด

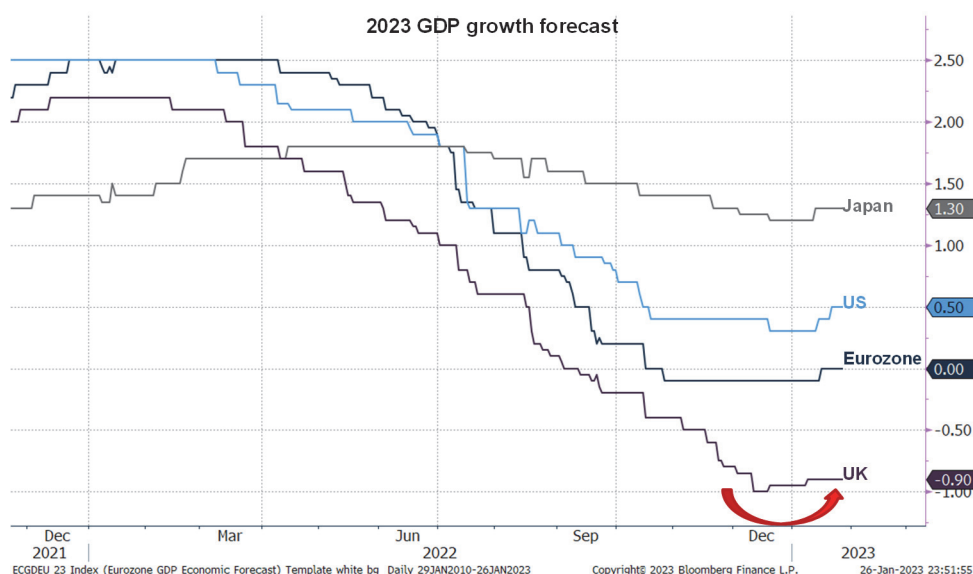
เศรษฐกิจโตดีกว่าคาด หนุน Fed เดินหน้าขึ้นดอกเบี้ย

การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนับตั้งแต่ปีก่อน เกิดจากความพยายามที่จะสกัดอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบกว่า 40 ปี ในขณะที่ตลาดแรงงานกำลังขาดแคลน สะท้อนเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งเป็นอย่างมาก

แต่จนถึงปัจจุบัน การปรับขึ้นดอกเบี้ยนั้นดูจะยังไม่เพียงพอที่จะชะลอความรุนแรงของเศรษฐกิจลง สะท้อนให้เห็นในตัวเลขเศรษฐกิจหลายตัวที่ออกมาแข็งแกร่งกว่าคาดนับตั้งแต่ต้นปี ได้แก่ การจ้างงานนอกภาคการเกษตร (Nonfarm payrolls) เดือน ม.ค. ที่ออกมาดีกว่าคาดกว่าเท่าตัว ยอดค้าปลีก (Retail

sales) เดือน ม.ค. ที่ขยายตัวมากที่สุดตั้งแต่เดือน มี.ค. 2021 และอัตราเงินเฟ้อ (CPI) เดือน ม.ค. ที่เพิ่มขึ้นมากที่สุดในรอบ 3 เดือน นอกจากนี้ในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังได้รับปัจจัยนอกประเทศ จาก 1) ยุโรป ซึ่งไม่ได้เผชิญกับการขาดแคลนพลังงานในช่วงฤดูหนาว จนนำไปสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยตามที่ตลาดคาด และ 2) จีน ซึ่งทยอยเปิดเศรษฐกิจตั้งแต่ช่วงปลายปีก่อน ส่งผลให้นักเศรษฐศาสตร์ปรับคาดการณ์ GDP ปี 2023 ขึ้นหลายประเทศ โดยเฉพาะในยุโรปที่ประเมิน GDP จะกลับมาอยู่ในแดนบวก ดังนั้น เศรษฐกิจที่ขยายตัวต่อเนื่อง อาจส่งผลให้ Fed จำเป็นต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพิ่มเติม

แผนภาพที่ 1: นักเศรษฐศาสตร์เริ่มปรับคาดการณ์เศรษฐกิจปี 2023 ขึ้น



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

แผนภาพที่ 2: ตัวเลขเศรษฐกิจพื้นฐาน หนูลการเพิ่มขึ้นของเงินเฟ้อ

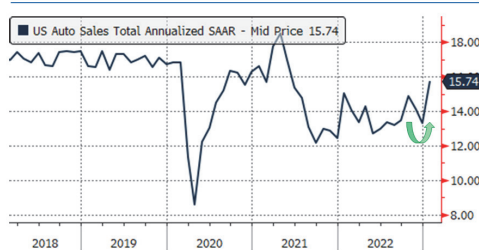
Job gap vs wage growth



ISM service PMI new orders



US total vehicle sales SAAR (m units)



MBA house purchase index vs mortgage rate



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

คาดการณ์ดอกเบี้ย Fed ปี 2023

นโยบายการเงินของ Fed ถูกตัดสินใจภายใต้เป้าหมาย 2 ประการ คือ เสถียรภาพของราคาสินค้า (Price stability) และการจ้างงานที่เต็มศักยภาพ (Maximum employment) เมื่อเศรษฐกิจหดตัว มีการปลดพนักงาน ราคาสินค้าปรับลดลงเพื่อดึงดูดความต้องการซื้อ Fed จะใช้นโยบายการเงินผ่อนคลายเป็นปกติ ลดดอกเบี้ย ทำ QE เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ในทางกลับกัน เมื่อเศรษฐกิจขยายตัว แข็งแกร่งกว่าเป้าหมาย Fed จะปรับใช้นโยบายที่เข้มงวดขึ้น ปรับขึ้นดอกเบี้ย ทำ QT เพื่อชะลอความร้อนแรงลง

นักเศรษฐศาสตร์ ชื่อ John Taylor คิดค้นสมการ Taylor rule ในปี 1993 ซึ่งใช้เป้าหมายนโยบาย 2 ประการนั้นเป็นตัวแปรในการประเมินระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสม ประกอบด้วย 3 ส่วน ได้แก่ 1) อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่เหมาะสมต่อเศรษฐกิจในระยะยาว (R*) 2) อัตราเงินเฟ้อ (Core PCE) ปัจจุบัน 3) ส่วนเบี่ยงเบนจากระดับที่เหมาะสมของอัตราเงินเฟ้อที่เป้าหมาย 2% และอัตราว่างงานที่เหมาะสมกับภาวะเศรษฐกิจในระยะยาว (NAIRU) ที่ 4.8%

เราจำลองสมการดังกล่าว โดยแบ่งสถานการณ์ในระยะข้างหน้าออกเป็น 3 กรณี ดังนี้

1) Soft-landing ซึ่งอัตราเงินเฟ้อ (Core PCE) ลดลงต่อเนื่องสู่ระดับ 3% ในช่วงสิ้นปี ส่วนอัตราว่างงานเพิ่มขึ้นใกล้เคียงแนวโน้มระยะยาว เศรษฐกิจจะชะลอตัวลง แต่ไม่ถดถอย (Recession) อัตราดอกเบี้ยนโยบายควรอยู่ที่ 4.25-4.5% ซึ่งเป็นกรณีที่ต่ำสุด เราประเมินว่าดัชนี S&P500 ควรอยู่ที่ระดับ 4,000 จุด

2) Hard-landing อัตราเงินเฟ้อลดลงสู่ระดับ 3% แต่อัตราว่างงานเพิ่มขึ้นสูง เศรษฐกิจหดตัวเข้าสู่ Recession อัตราดอกเบี้ยนโยบายควรปรับลดลงมาอยู่ที่ 3.25-3.5% เพื่อบรรเทาผลกระทบทางเศรษฐกิจ และทำให้ Bond yield อายุ 10 ปี ปรับลดลงสู่ระดับ 2.4% ในกรณีนี้ดัชนี S&P500 จะได้รับผลกระทบหนักสุด อาจลดลงสู่ระดับราว 3,500 จุด

3) No landing อัตราเงินเฟ้อยังทรงตัวสูงที่ระดับ 4% ใกล้เคียงปัจจุบัน เศรษฐกิจยังขยายตัวดี Fed ยังต้องเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ย เพื่อสกัดเงินเฟ้อลง อัตราดอกเบี้ยนโยบายอาจปรับขึ้นไปสูงแตะระดับ 6% และทำให้ Bond yield อายุ 10 ปี ปรับเพิ่มขึ้นเหนือ 4% ใกล้เคียงกับจุดสูงสุดก่อนหน้าในเดือน ต.ค. 2022 ซึ่งในกรณีนี้เราประเมินว่าดัชนี S&P500 อาจลดลงเล็กน้อยเป็น 3,900 จุด

ตัวเลขเศรษฐกิจในปัจจุบันดูจะโน้มเอียงไปทางกรณี No landing จากอัตราเงินเฟ้อที่ออกมาสูงกว่าคาด และอัตราว่างงานที่ลดลงต่ำสุดในรอบ 53 ปี ทำให้ Fed อาจปรับขึ้นดอกเบี้ยไปถึงระดับ 6% จากเดิมที่คาดว่าจะปรับขึ้นสู่ระดับ 5-5.25% ในปี 2023

แต่ไม่ว่าเศรษฐกิจจะเป็นอย่างไร ตลาดหุ้นในปัจจุบันดูจะประเมินแนวโน้มเศรษฐกิจเป็นกรณีที่ต่ำสุด (Best-case scenario) ไปแล้ว จากระดับดัชนีปัจจุบันที่ 4,000 จุด เทียบเคียงได้กับกรณี Soft-landing ทำให้เรามอง Upside ของตลาดมีจำกัด และมีความเสี่ยงที่จะปรับลดลงอีกอย่างน้อยราว -5% จากระดับปัจจุบัน

แผนภาพที่ 3: ดัชนี S&P500 ประเมินแนวโน้มเศรษฐกิจเป็นกรณีที่ดีที่สุด เทียบเคียงกรณี Soft-landing

$$R = R^* + [\text{core PCE}] + 0.5[\text{Inflation gap}] + 1*[\text{UE gap}]$$

Taylor rule estimate of fed funds rate for Dec 2023

		Unemployment rate									
		3.80	4.00	4.20	4.40	4.60	4.80	5.00	5.20	5.40	5.60
Core PCE	4.20	6.80	6.60	6.40	6.20	6.00	5.80	5.60	5.40	5.20	5.00
	4.10	6.65	6.45	6.25	6.05	5.85	5.65	5.45	5.25	5.05	4.85
	4.00	6.50	6.30	6.10	5.90	5.70	5.50	5.30	5.10	4.90	4.70
	3.90	6.35	6.15	5.95	5.75	5.55	5.35	5.15	4.95	4.75	4.55
	3.80	6.20	6.00	5.80	5.60	5.40	5.20	5.00	4.80	4.60	4.40
	3.70	6.05	5.85	5.65	5.45	5.25	5.05	4.85	4.65	4.45	4.25
	3.60	5.90	5.70	5.50	5.30	5.10	4.90	4.70	4.50	4.30	4.10
	3.50	5.75	5.55	5.35	5.15	4.95	4.75	4.55	4.35	4.15	3.95
	3.40	5.60	5.40	5.20	5.00	4.80	4.60	4.40	4.20	4.00	3.80
	3.30	5.45	5.25	5.05	4.85	4.65	4.45	4.25	4.05	3.85	3.65
	3.20	5.30	5.10	4.90	4.70	4.50	4.30	4.10	3.90	3.70	3.50
	3.10	5.15	4.95	4.75	4.55	4.35	4.15	3.95	3.75	3.55	3.35
	3.00	5.00	4.80	4.60	4.40	4.20	4.00	3.80	3.60	3.40	3.20
		No landing			Fed projection		Soft landing			Hard landing	

Dec'23	Soft Landing	Hard Landing	No Landing
Core PCE	3.2	3.0	4.0
Unemployment rate	4.6	5.6	4.5
Fed funds rate	4.5	3.2	5.8
10Y yield	3.2	2.4	4.1
EYG	3.0	4.0	2.5
PER	16.1	15.6	15.1
EPS 2024	252	226	257
S&P500	4,060	3,540	3,900
Upside	0%	-14%	-5%

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

สภาพคล่องล้มเหลว เป็นบวกต่อตลาดหุ้นในระยะสั้น

เรามองว่า นอกจากตัวเลขเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งกว่าคาดแล้ว สภาพคล่องก็เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ตลาดหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา

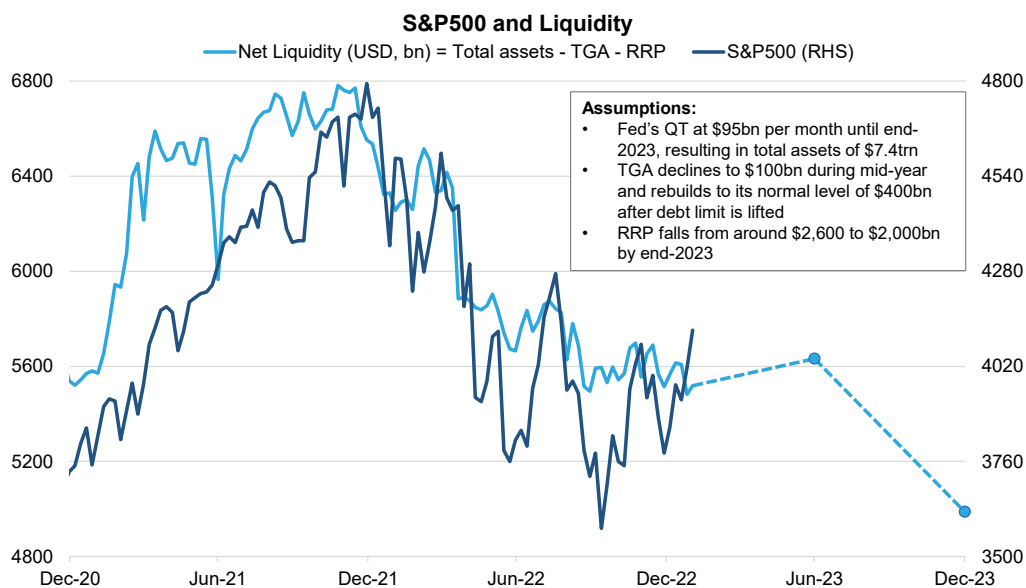
โดยในสหรัฐฯ มีประเด็นเรื่องเพดานหนี้สาธารณะของสหรัฐฯ โดยหลังจากที่หนี้สาธารณะของสหรัฐฯ ขนเพดานในเดือนก่อน รัฐบาลไม่สามารถออกพันธบัตรเพิ่มเติมเพื่อกู้เงินจากประชาชนได้ ทำให้ในระหว่างนี้รัฐใช้จ่ายโดยใช้เงินจากบัญชีเงินสำรอง (Treasury General Account: TGA) ซึ่งนับเป็นการเพิ่มสภาพคล่องในระบบ โดยการที่รัฐบาลออกพันธบัตรเพื่อกู้เงินจากประชาชนนั้นนับเป็นการดูดสภาพคล่องออกจากระบบ การหยุดขายพันธบัตรชั่วคราวในช่วงที่หนี้สาธารณะ ขนเพดาน ในขณะที่ยังคงใช้จ่ายโดยใช้เงินจากบัญชีเงินสำรอง เป็นการเพิ่มสภาพคล่องโดยที่ไม่ได้ดูดกลับ

ประเด็นเพดานหนี้กลายเป็นปัจจัยเพิ่มสภาพคล่อง ขดเชยผลของการทำ QT โดยนับตั้งแต่ที่ Fed ทำ QT ในต้นเดือน มิ.ย. 2022 สินทรัพย์ลดลงมูลค่า 4.3 แสนล้านดอลลาร์

ในขณะที่ TGA ลดลง 4 แสนล้านดอลลาร์ ส่วน Reverse Repo (RRP) ซึ่งเป็นเงินของกองทุนตลาดเงินระยะสั้น เพิ่มขึ้น 2.7 แสนล้านดอลลาร์ ทำให้สุทธิแล้วสภาพคล่องลดลงไปเพียง 3 แสนล้านดอลลาร์ และตั้งแต่ไตรมาสก่อน ปริมาณการทำ QT ได้น้อยกว่า การลดลงของ TGA และ RRP รวมกัน กลายเป็นกลับมาอัดฉีดสภาพคล่องโดยสมบูรณ์

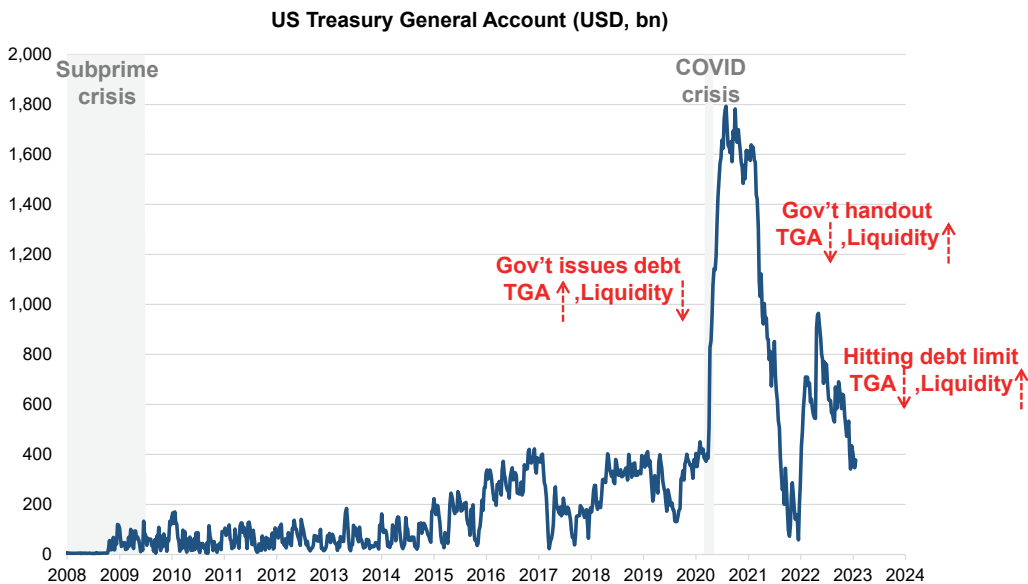
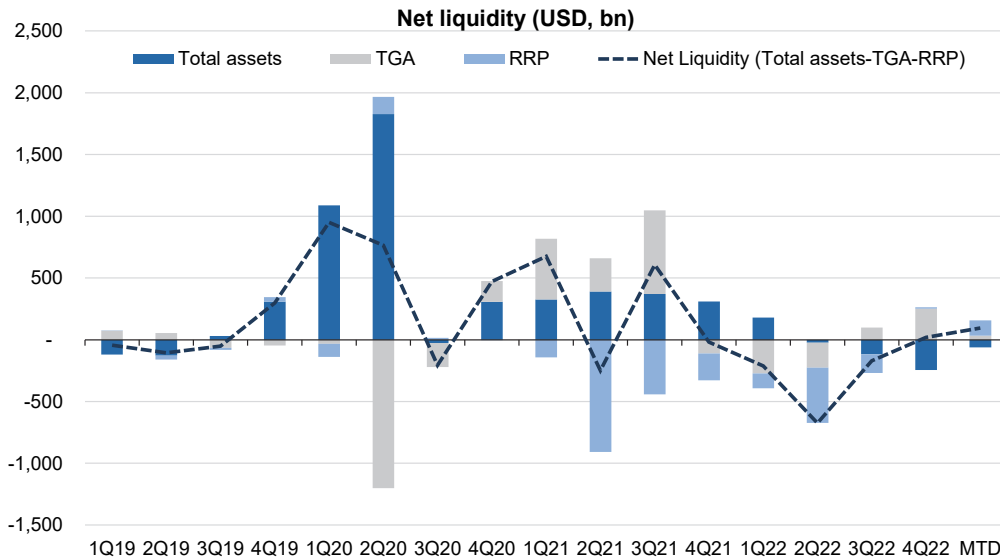
ดังนั้น ยิ่งประเด็นเพดานหนี้ยืดเยื้อนานเท่าไร รัฐต้องใช้จ่ายผ่านบัญชี TGA นานเท่านั้น ซึ่งจะขดเชยผลของการทำ QT และเป็นปัจจัยบวกต่อสภาพคล่องในระบบ นาง Janet Yellen รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังสหรัฐฯ ประเมินว่ารัฐบาลสหรัฐฯ น่าจะมีเงินสำรองเพียงพอที่จะจ่ายหนี้ได้จนถึงช่วงต้นเดือน มิ.ย. นี้ ก่อนที่จะถึงเส้นตายที่รัฐสภาต้องผ่านกฎหมายยกระดับเพดานหนี้ หรือยกเลิกเพดานหนี้ชั่วคราว เพื่อหลีกเลี่ยงการผิดนัดชำระหนี้ ในขณะที่ตลาดประเมินว่ารัฐบาลอาจมีเงินใช้จ่ายได้ยาวจนถึงช่วงต้นเดือน ส.ค. เนื่องจากอาจมีรายได้จากภาษีเข้ามาเพิ่มเติม ทำให้ประเด็นนี้น่าเป็นปัจจัยบวกที่หนุนสภาพคล่องในระบบต่อเนื่องไปจนถึงช่วงไตรมาส 3

แผนภาพที่ 4: สภาพคล่องที่เพิ่มขึ้นเป็นบวกต่อตลาดหุ้นในระยะสั้น



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

แผนภาพที่ 5: การใช้จ่ายผ่านบัญชีเงินสำรองของรัฐ (TGA) เป็นการเพิ่มสภาพคล่อง ขดเชยผลของการทำ QT



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

นอกจากนี้ธนาคารกลางญี่ปุ่นก็มีส่วนสำคัญทำให้สภาพคล่องในระบบเพิ่มขึ้น โดยธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ได้เข้าซื้อพันธบัตรในปริมาณมหาศาล เพื่อกด Bond yield ให้อยู่ในกรอบเป้าหมายตามนโยบาย Yield curve control ด้วยมูลค่ากว่า 200 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือน ม.ค. มากกว่าปริมาณที่ Fed ทำ QT ที่เพดานเดือนละ 95 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ส่งผลให้สุทธิแล้วธนาคารกลางหลักได้อัดฉีดสภาพคล่องเข้าระบบในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา

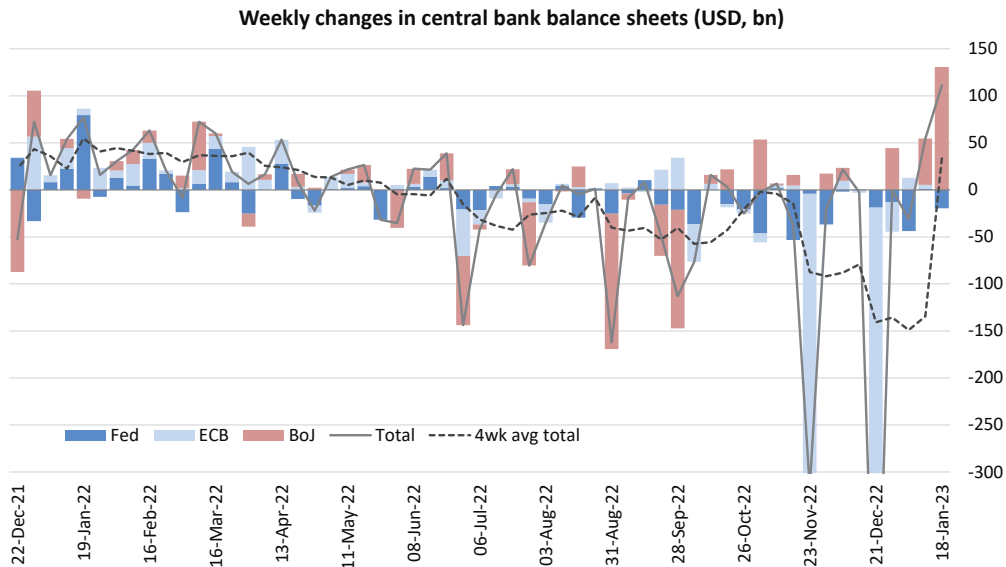
อย่างไรก็ดี นโยบาย Yield curve control นับเป็นนโยบายที่ยั่งยืนในระยะยาว เห็นได้จากมูลค่าสินทรัพย์ของ BoJ ในปัจจุบัน ซึ่งมีขนาดใหญ่กว่ามูลค่าเศรษฐกิจญี่ปุ่น ในขณะที่มูลค่าสินทรัพย์ของธนาคารกลางอื่นๆ มีสัดส่วนต่ำกว่า

มาก นอกจากนี้ การเข้าแทรกแซงตลาดพันธบัตร ทำให้ปริมาณพันธบัตรในตลาดลดลง ขาดสภาพคล่อง และทำให้ความน่าสนใจในการลงทุนลดลง มีการคาดการณ์ในตลาดว่า BoJ อาจปรับเปลี่ยนนโยบาย Yield curve control ในช่วงไตรมาส 2 หลังการขึ้นรับตำแหน่งอย่างเป็นทางการของผู้ว่าฯ BoJ คนใหม่ในวันที่ 9 เม.ย. นี้

หาก BoJ มีการปรับเปลี่ยนนโยบายก็น่าจะทำให้ความจำเป็นในการเข้าแทรกแซงตลาดลดลง และทำให้สภาพคล่องในระบบลดลงไปในทิศทางเดียวกับธนาคารกลางหลักอื่นๆ อย่าง Fed ซึ่งกำลังทำ QT ที่เพดานเดือนละ 95 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และ ECB ซึ่งน่าจะเริ่มทำ QT ในเดือน มี.ค. ที่เดือนละ 15 พันล้านยูโร

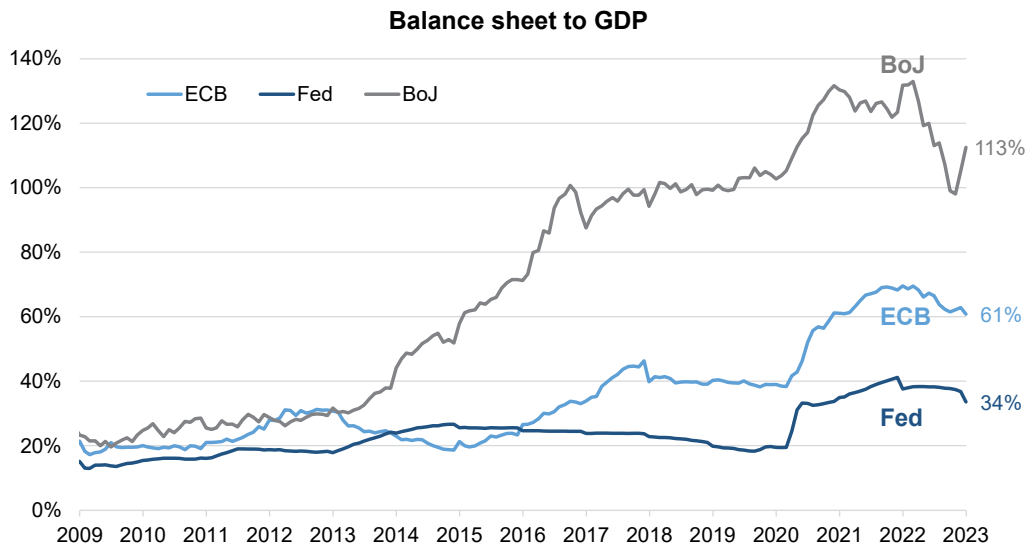
ดังนั้น เราจึงมองว่าสภาพคล่องในระบบที่เพิ่มขึ้นน่าจะเป็น เนื่องด้วยการผ่านกฎหมายประเด็นเพดานหนี้ของสหรัฐฯ ในช่วงเพียงระยะสั้น และน่าจะทยอยลดลงเมื่อเข้าสู่ไตรมาส 2 จากการ ไตรมาส 3 ทำ QT ของ ECB และการปรับเปลี่ยนนโยบายของ BoJ ต่อ

แผนภาพที่ 6: ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) เข้าซื้อพันธบัตรในเดือน ม.ค. มากกว่าปริมาณที่ Fed ทำ QT ส่งผลให้สุทธิแล้วธนาคารกลางหลักอัดฉีดสภาพคล่องเข้าระบบในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา



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

แผนภาพที่ 7: มูลค่าสินทรัพย์ของ BoJ ในปัจจุบัน ซึ่งมีขนาดใหญ่กว่ามูลค่าเศรษฐกิจญี่ปุ่น ในขณะที่มูลค่าสินทรัพย์ของธนาคารกลางหลักอื่นๆ มีสัดส่วนต่ำกว่ามาก



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

แนะนำให้ทยอยสะสมพันธบัตร และรอจังหวะเข้าซื้อหุ้น

แนวโน้มเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งกว่าคาด ทำให้ Fed ยังคงแผนการปรับขึ้นดอกเบี้ย ผลักดันการเพิ่มขึ้นของ Bond yield สหรัฐฯ อายุ 10 ปี ขึ้นมาใกล้ระดับ 4% ในขณะที่ในระยะกลาง เรายังมองเศรษฐกิจมีความเสี่ยงเข้าสู่ภาวะถดถอย ซึ่งน่าจะทำให้

Bond yield ปรับขึ้นได้จำกัด ดังนั้น เราจึงแนะนำให้ทยอยเข้าสะสมพันธบัตรที่ระดับปัจจุบัน เพื่อรับผลตอบแทนที่แน่นอนจากดอกเบี้ยที่สูง 4% และมีโอกาสรับผลตอบแทน Capital gain เพิ่มขึ้นในระยะกลาง

ส่วนตลาดหุ้น เรามองว่าตลาดหุ้นอาจเริ่มปรับตัวขึ้นได้จำกัด เนื่องจาก 1) ข่าวดีจากตัวเลขเศรษฐกิจ อาจกลับกลายเป็นข่าวร้ายในระยะข้างหน้า ผ่านการปรับขึ้นดอกเบี้ย ซึ่งจะทำให้ภาวะการเงินตึงตัวขึ้น 2) สภาพคล่องที่จะกลับมามีผลในช่วงไตรมาส 2 เป็นต้นไป และ 3) Valuation ของตลาดหุ้นในปัจจุบันที่อยู่ในระดับที่แพงมาก ค่า Forward P/E ของดัชนี S&P500 อยู่ที่ 18 เท่า สูงสุด

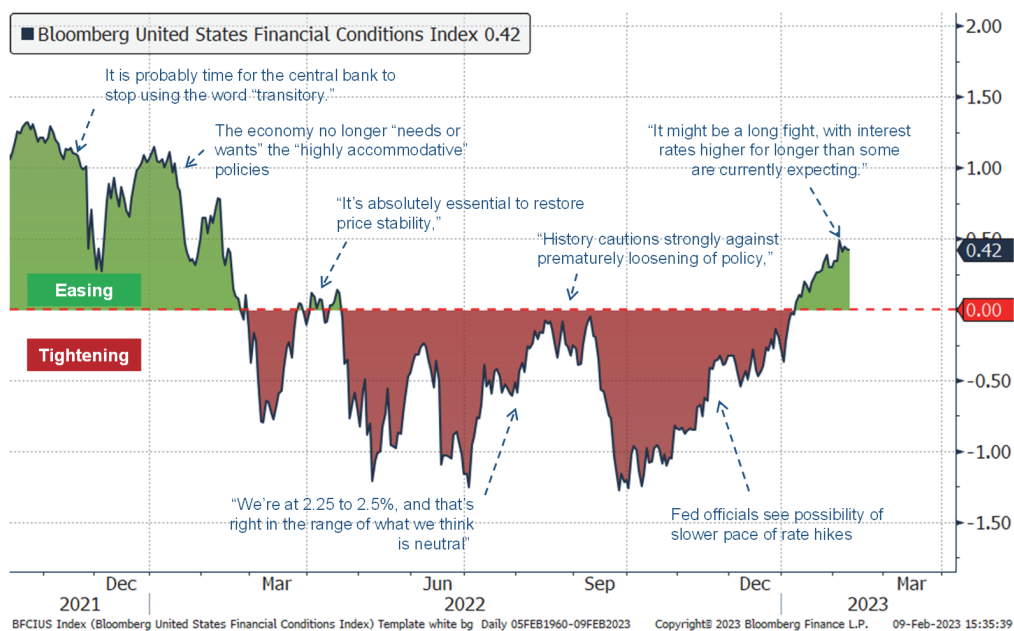
ในประวัติศาสตร์ ไม่นับรวมช่วงฟองสบู่ Dot-com ในปี 2000 และช่วงที่เกิด Covid ในปี 2020 ซึ่งมีการอัดฉีดสภาพคล่องในจำนวนมาก ทำให้เรามองตลาดหุ้นมีโอกาสปรับลดลงมากกว่าขึ้นในระยะข้างหน้า แนะนำให้รอจังหวะทยอยเข้าซื้อที่ S&P500 ต่ำกว่าระดับ 3,700 จุด

แผนภาพที่ 8: Valuation ของตลาดหุ้นอยู่ในระดับที่แพงมาก ค่า Forward P/E ของดัชนี S&P500 อยู่ที่ 18 เท่า สูงสุดในประวัติศาสตร์ ไม่นับรวมช่วงฟองสบู่ Dot-com ในปี 2000 และช่วงที่เกิด Covid ในปี 2020



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

แผนภาพที่ 9: Fed ส่งสัญญาณคงแผนการปรับขึ้นดอกเบี้ย ทำให้ภาวะการเงินอาจกลับมาตึงตัวขึ้น



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

ตลาดตราสารหนี้

ผลตอบแทนพันธบัตร 10 ปีของสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ในกรอบ 3.8-4.0% ตามที่เราคาด หลังเงินเฟ้อเดือนมกราคมออกมาแรงตัวขึ้น เรามอง Bond yield จะทรงตัวในกรอบดังกล่าวในช่วงครึ่งปีแรก และแนะนำให้นักลงทุนใช้โอกาสที่ Bond yield ปรับตัวสูงขึ้น หาจังหวะในการเข้าลงทุนในตราหนี้สหรัฐฯ ระยะยาว เพื่อล็อกผลตอบแทนในช่วงที่ Bond yield เข้าใกล้ระดับ 4%

ผลตอบแทนพันธบัตร 10 ปีของสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ในกรอบ 3.8-4.0% ตามที่เราคาด หลังเงินเฟ้อเดือนมกราคมออกมาแรงตัวขึ้น โดยอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานของสหรัฐฯ (Core CPI 3-month annualized) ที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงมาตลอดตั้งแต่กลางปีที่แล้ว เริ่มเห็นกลับมาแรงตัวขึ้นมาอยู่ที่ 4.5% ในเดือนม.ค. ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อในภาคบริการที่ไม่รวมที่อยู่อาศัย

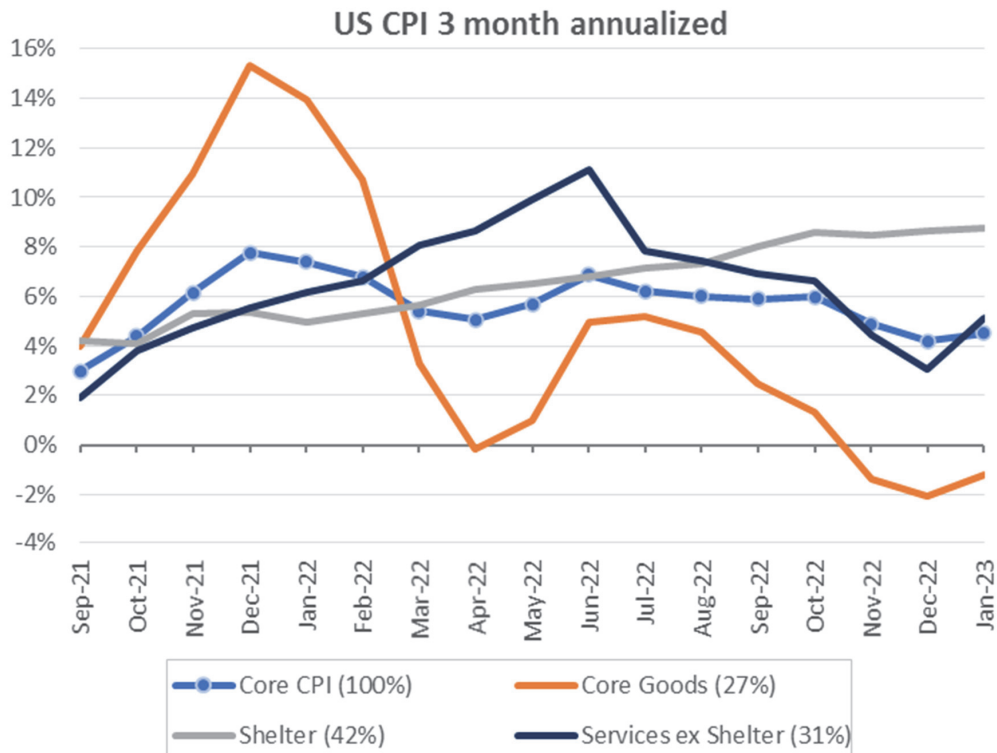
(Services ex Shelter) ซึ่งเป็นเงินเฟ้อในหมวดที่ Fed ให้ความสำคัญเป็นอย่างมากเนื่องจากสะท้อนความตึงตัวในตลาดแรงงานก็แรงตัวขึ้นอย่างน่ากังวลจาก 3.1% ในเดือนก่อน มาอยู่ที่ 5.1% ในเดือน ม.ค. ในขณะที่ดัชนีราคาผู้ผลิตก็กลับมาแรงตัวขึ้นและสูงกว่าคาดเป็นอย่างมาก

แผนภาพที่ 10: Bond yield สหรัฐฯ ปรับตัวขึ้นแรงในเดือน ก.พ.



ที่มา: Aspen

แผนภาพที่ 11: เงินเพื่อพื้นฐานของสหรัฐฯ (Core CPI, 3-month annualized) เร่งตัวขึ้นมาอยู่ที่ราว 4.5%

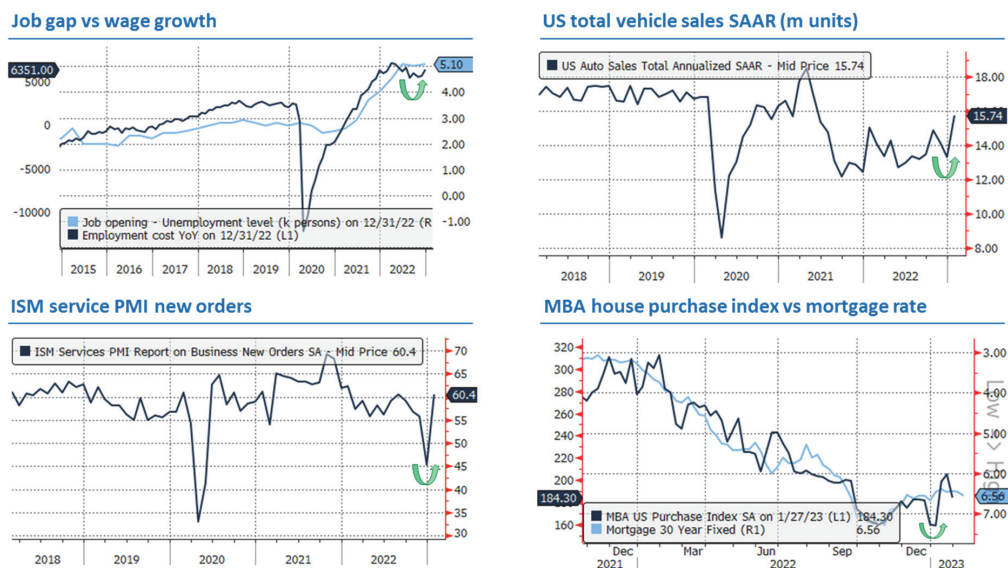


ที่มา: Saint Louis Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นอกจากนั้นดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจที่ประกาศออกมาในระยะหลังยังชี้ว่าเศรษฐกิจยังแข็งแกร่งและอาจมีแนวโน้มกลับมาเร่งตัวขึ้น โดยเฉพาะในด้านตลาดแรงงาน ซึ่งการจ้างงานในเดือน ม.ค. เพิ่มขึ้นถึงกว่า 5 แสนตำแหน่ง สูงสุดนับตั้งแต่กลางปีที่แล้ว และ

ทำให้อัตราการว่างงานลดลงสู่ระดับ 3.4% ต่ำสุดในรอบ 50 ปี ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงสำคัญที่จะทำให้ต้นทุนค่าจ้างแรงงานยังเพิ่มขึ้นแรงต่อเนื่อง ในขณะที่ยอดขายบ้านและยอดขายรถยนต์ในสหรัฐฯ ก็มีแนวโน้มกลับมาฟื้นตัวขึ้นในเดือน ม.ค. เช่นกัน

แผนภาพที่ 12: ดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจที่ประกาศออกมาในระยะหลังยังชี้ว่าเศรษฐกิจยังแข็งแกร่งและอาจมีแนวโน้มกลับมาเร่งตัวขึ้น



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

อัตราเงินเฟ้อที่กลับมาเร่งตัวขึ้นแรงส่งผลให้ตลาดปรับ rate) จาก 5.25% (กรอบบน) ขึ้นไปอยู่ที่ 5.50% ในปัจจุบัน
 เพิ่มคาดการณ์จุดสูงสุดของการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed (Terminal

แผนภาพที่ 13: ตลาดปรับเพิ่มคาดการณ์ Terminal rate จาก 5.25% (กรอบบน) ไปอยู่ที่ 5.5%

MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
3/22/2023	0.0%	0.0%	81.9%	18.1%	0.0%	0.0%	0.0%
5/3/2023	0.0%	0.0%	9.4%	74.6%	16.0%	0.0%	0.0%
6/14/2023	0.0%	0.0%	3.2%	31.5%	54.7%	10.6%	0.0%
7/26/2023	0.0%	0.0%	2.6%	26.6%	50.7%	18.3%	1.8%
9/20/2023	0.0%	0.2%	4.5%	28.5%	48.1%	16.9%	1.7%
11/1/2023	0.0%	1.1%	9.3%	32.4%	42.0%	13.9%	1.4%
12/13/2023	0.6%	5.5%	21.8%	37.6%	26.7%	7.1%	0.6%

ที่มา: CME FedWatch tool

เรามอง Bond yield จะทรงตัวในกรอบ 3.8-4.0% ในช่วงครึ่งปีแรก

อัตราเงินเฟ้อที่กลับมาเร่งตัวขึ้นประกอบกับแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจที่ยังแข็งแกร่ง นั้นชี้ว่าความพยายามของ Fed ในการควบคุมเงินเฟ้อด้วยการขึ้นดอกเบี้ยเร็วและแรงมาตลอดช่วงปีที่ผ่านมาอันอาจยังไม่เพียงพอ และ Fed อาจจำเป็นต้องปรับทิศทางการนโยบายการเงินให้เข้มงวดเพิ่มขึ้นไปอีก

ตามประมาณการเศรษฐกิจล่าสุดในเดือน ธ.ค. Fed คาดว่าอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานจะลดลงไปที่ระดับ 3.5% ปลายปีนี้ และ Fed จะขึ้นดอกเบี้ยไปที่ระดับ 5.25% และคงไว้ไปตลอดทั้งปี แต่

หากอัตราเงินเฟ้อไม่ลดลงตามที่คาด Fed ก็อาจต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยไปสูงกว่าที่เคยส่งสัญญาณ โดยหากเงินเฟ้อยังทรงตัวอยู่ที่ระดับ 4% ไปตลอดทั้งปีนี้ จากการคำนวณของเราโดยอิงตาม Taylor rule ชี้ว่า Fed อาจต้องขึ้นดอกเบี้ยไปถึงระดับ 6% เพื่อควบคุมเงินเฟ้อให้สำเร็จ ซึ่งเราประเมินว่าหาก Fed ขึ้นดอกเบี้ยไปถึง 6% Bond yield สหรัฐฯ จะเพิ่มขึ้นไปถึง 4.1% เราแนะนำให้นักลงทุนใช้โอกาสที่ Bond yield กลับมาขึ้น หาจังหวะในการเข้าลงทุนในตราหนี้สหรัฐฯ ระยะยาว เพื่อลือคผลตอบแทนในช่วงที่ Bond yield เข้าใกล้ระดับ 4% 📊

แผนภาพที่ 14: Fed อาจต้องขึ้นดอกเบี้ยไปถึงระดับ 6% เพื่อควบคุมเงินเฟ้อให้สำเร็จ

$$R = R^* + [\text{core PCE}] + 0.5[\text{Inflation gap}] + 1*[\text{UE gap}]$$

Taylor rule estimate of fed funds rate for Dec 2023

		Unemployment rate									
		3.80	4.00	4.20	4.40	4.60	4.80	5.00	5.20	5.40	5.60
Core PCE	4.20	6.80	6.60	6.40	6.20	6.00	5.80	5.60	5.40	5.20	5.00
	4.10	6.65	6.45	6.25	6.05	5.85	5.65	5.45	5.25	5.05	4.85
	4.00	6.50	6.30	6.10	5.90	5.70	5.50	5.30	5.10	4.90	4.70
	3.90	6.35	6.15	5.95	5.75	5.55	5.35	5.15	4.95	4.75	4.55
	3.80	6.20	6.00	5.80	5.60	5.40	5.20	5.00	4.80	4.60	4.40
	3.70	6.05	5.85	5.65	5.45	5.25	5.05	4.85	4.65	4.45	4.25
	3.60	5.90	5.70	5.50	5.30	5.10	4.90	4.70	4.50	4.30	4.10
	3.50	5.75	5.55	5.35	5.15	4.95	4.75	4.55	4.35	4.15	3.95
	3.40	5.60	5.40	5.20	5.00	4.80	4.60	4.40	4.20	4.00	3.80
	3.30	5.45	5.25	5.05	4.85	4.65	4.45	4.25	4.05	3.85	3.65
	3.20	5.30	5.10	4.90	4.70	4.50	4.30	4.10	3.90	3.70	3.50
	3.10	5.15	4.95	4.75	4.55	4.35	4.15	3.95	3.75	3.55	3.35
	3.00	5.00	4.80	4.60	4.40	4.20	4.00	3.80	3.60	3.40	3.20

No landing

Fed projection

Soft landing

Hard landing

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

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เรามองราคากองคำอาจปรับลดลงสู่ระดับ 1,600-1,800 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในระยะสั้น ตามทิศทางนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น แนน่าให้ขายทองคำที่ระดับปัจจุบัน ซึ่งสูงกว่า 1,800 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ และเข้าซื้อเพิ่มเติมที่ระดับต่ำกว่า 1,700 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ซึ่งสูงกว่าต้นทุนธุรกิจเหมืองทองคำที่ 1,600 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ อยู่ราว 5% ส่วนในระยะยาวเรามองราคากองคำยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น โดยอาจปรับขึ้นสู่ระดับ 1,800-2,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในช่วงครึ่งหลังของปี ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่เข้าใกล้ Recession สำหรับราคาน้ำมันเรามองราคาน้ำมัน (WTI) เคลื่อนไหวในกรอบ 80 - 90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ในช่วงครึ่งแรกของปี 2023 จากอุปทานที่จำกัดจากกลุ่มประเทศ OPEC ที่ลดอัตราการผลิตลงตั้งแต่ช่วงปลายปีก่อน ในขณะที่อุปสงค์น้ำมันดิบโลกถูกคาดว่าจะเติบโตขึ้นต่อเนื่องในปีนี้ ด้วยอัตราการเติบโตที่เทียบเท่าหรือสูงกว่าแนวโน้มระยะยาว

ราคาทองคำ

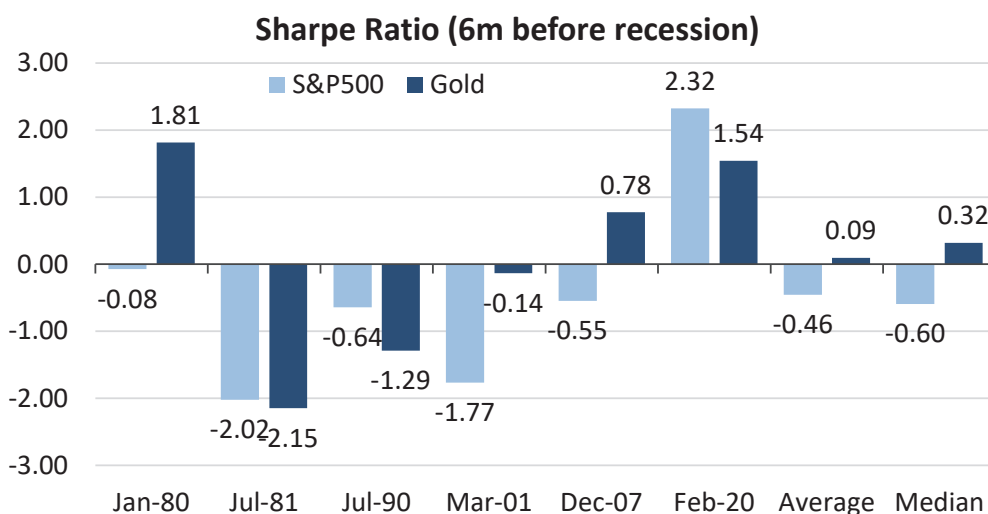
ราคาทองคำปรับลดลง หลังตลาดปรับแนวโน้มดอกเบี้ยสูงขึ้น

ราคาทองคำลดลงมาอยู่ที่ระดับ 1,800 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ จาก 1,900 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในช่วงสิ้นเดือน ม.ค. ท่ามกลางแนวโน้มดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ตามตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมาแข็งแกร่งกว่าคาดในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา

อย่างไรก็ดี เรามองว่าราคาทองคำน่าจะมี Downside จำกัด เนื่องจากยิ่ง Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ยสูงเท่าไร ยิ่งเพิ่มความเป็นไปได้ที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) โดยเฉพาะเมื่อ Fed ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นเหนือระดับ 5% ซึ่งสมาชิก Fed และนักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่เห็นว่าเป็นระดับนโยบายที่ตั้งตัวเกินกว่าแนวโน้มเศรษฐกิจในระยะยาว

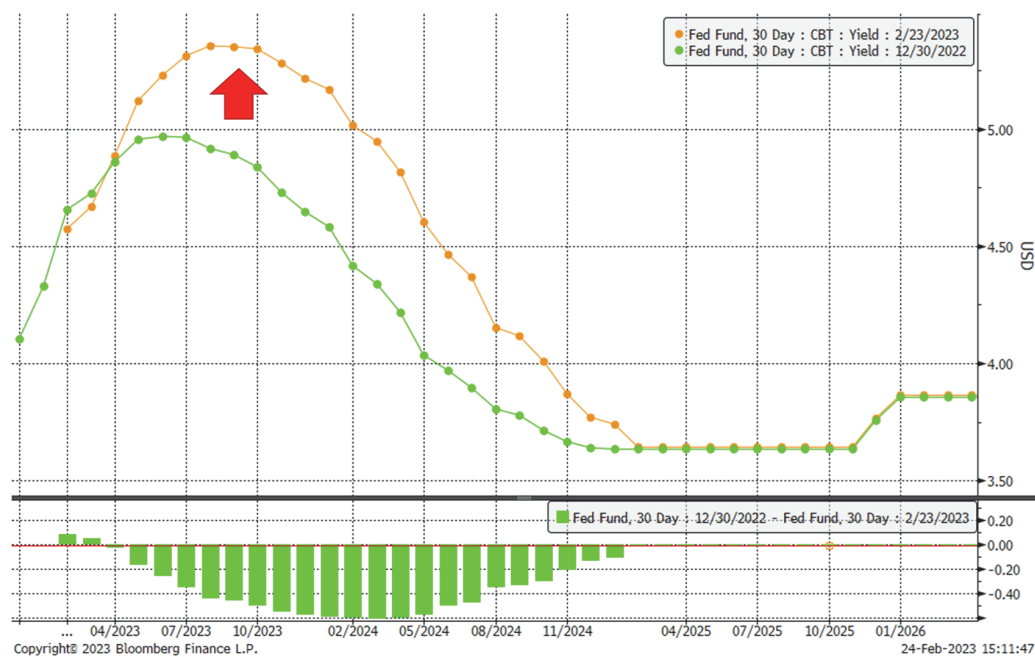
จากการศึกษาผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง (Risk-adjusted returns) ของหุ้น (S&P500) และทองคำในช่วง 6 เดือนก่อนเศรษฐกิจเข้าสู่ Recession พบว่าทองคำให้ผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงที่สูง โดยมีค่า Sharpe ratio เฉลี่ยที่ 0.32 สูงกว่าหุ้นที่ติดลบ -0.60 โดยทองคำยังสามารถให้ผลตอบแทนเป็นบวกได้ถึง 4 ใน 6 ครั้งก่อนเกิด Recession ย้อนหลังไปตั้งแต่ปี 1980 เฉลี่ยให้ผลตอบแทนสูงถึง 10% ต่อปี ขณะที่หุ้นให้ผลตอบแทนติดลบ 4 ใน 6 ครั้ง เฉลี่ย -3% ต่อปี แต่ทั้งคู่กลับมีค่าความเสี่ยงที่ใกล้เคียงกันที่ราว 15-20% ทำให้ค่า Sharpe ratio ของทองคำสูงกว่าหุ้น หรืออีกนัยหนึ่ง ทองคำมักจะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าหุ้นที่ความเสี่ยงเท่ากันในช่วงก่อนเกิด Recession ทำให้เรายังคงแนะนำให้สะสมทองคำในพอร์ตการลงทุน

แผนภาพที่ 15: ทองคำให้ผลตอบแทนปรับด้วยความเสี่ยงที่สูง ในช่วง 6 เดือนก่อนเกิด Recession



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 16: ตลาดมองแนวโน้มดอกเบี้ยสูงขึ้น ตามตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมาแข็งแกร่งกว่าคาดในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราประเมินราคาทองคำอยู่ที่ระดับ 1,600-1,800 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในช่วงครึ่งแรกของปี

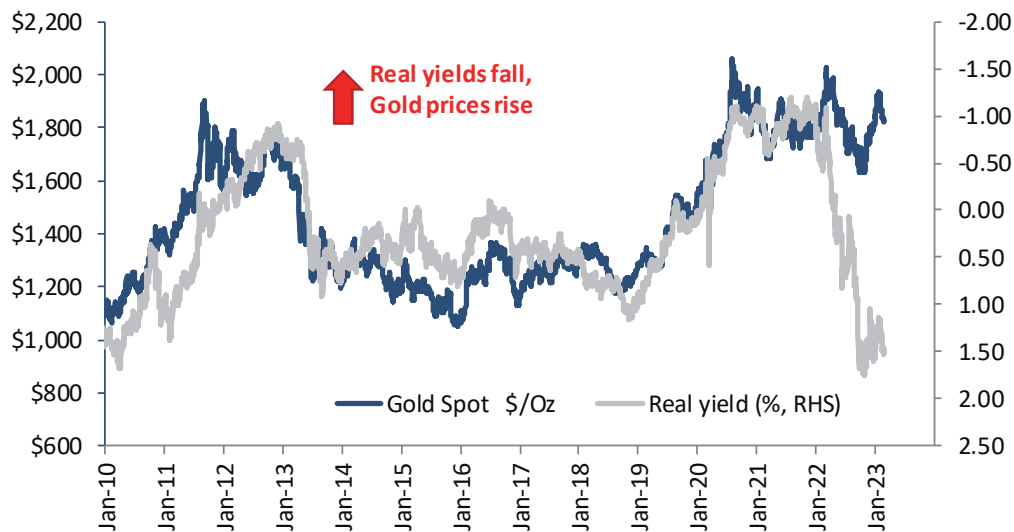
การปรับลดลงของราคาทองคำในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา สะท้อนว่านโยบายการเงินยังเป็นปัจจัยหลักที่ขับเคลื่อนการเคลื่อนไหวของราคาทองคำ ดังจะเห็นได้จากราคาทองคำในอดีตที่เคลื่อนไหวสวนทางกับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield) มาโดยตลอด โดยในช่วงที่เศรษฐกิจมีความเสี่ยงเช่นจากภาวะ Recession หรือความไม่แน่นอนทางการเมืองระหว่างประเทศ (Geopolitical risks) ราคาทองคำจะปรับสูงขึ้นมากกว่าปกติ

หากประเมินราคาทองคำโดยใช้แบบจำลองที่อิงจาก Real yield ซึ่งสะท้อนปัจจัยด้านนโยบายการเงินเพียงอย่างเดียว พบว่าราคาทองคำควรอยู่ที่ระดับ 1,200 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ แต่

ด้วยความเสี่ยงจาก Recesson และความไม่แน่นอนทางการเมืองในปัจจุบัน ซึ่งมักจะทำให้ราคาทองคำมีส่วนเพิ่ม (Premium) ราว 400-600 ดอลลาร์สหรัฐฯ ทำให้เราประเมินราคาทองคำอยู่ที่ระดับ 1,600-1,800 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในช่วงครึ่งแรกของปี

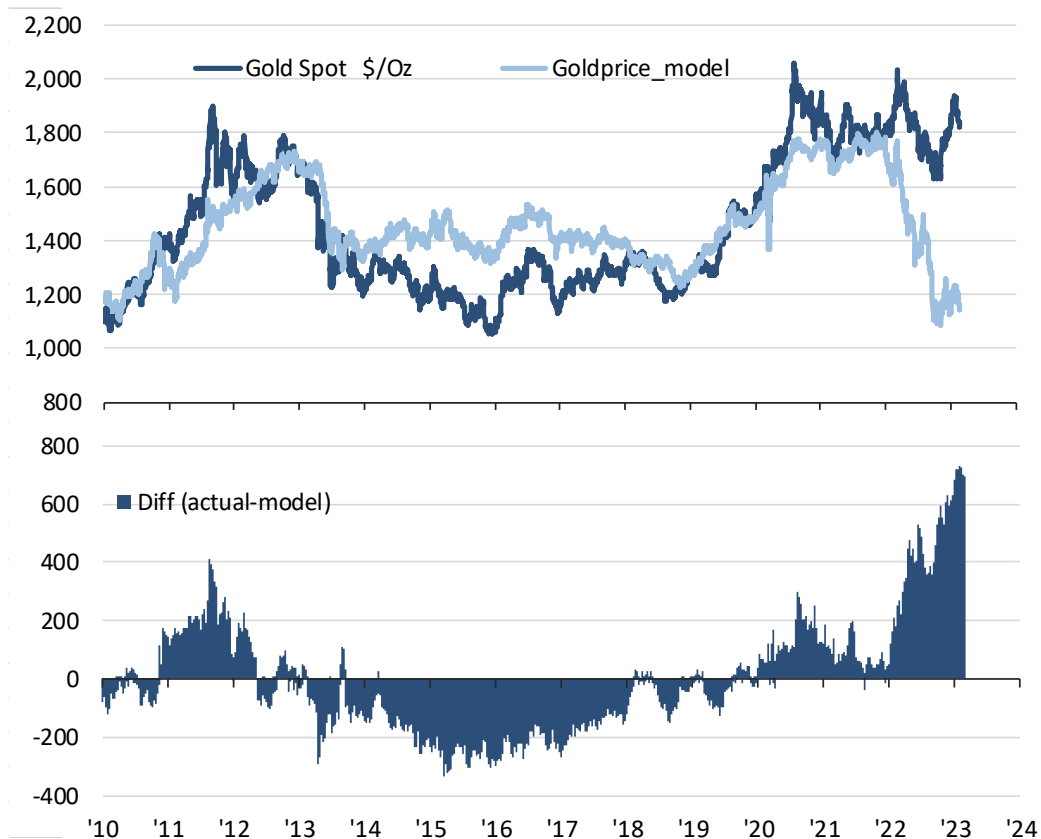
ส่วนในช่วงครึ่งหลังของปี เรามองว่าแนวโน้มเศรษฐกิจที่เข้าใกล้ Recesson ในขณะที่ Fed อาจเริ่มหยุดขึ้นดอกเบี้ย ทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield) อาจปรับลดลงมาอยู่ที่ราว 0.5% และทำให้ราคาทองคำตามแบบจำลองเพิ่มขึ้นเป็น 1,400 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ซึ่งเมื่อบวกกับ Premium ข้างต้น จะได้ราคาทองคำที่ 1,800-2,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ เป็นระดับราคาที่เหมาะสมในช่วงครึ่งหลังของปี

แผนภาพที่ 17: ราคาทองคำเคลื่อนไหวสวนทางกับ Real yield



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 18: ในช่วงที่มีความเสี่ยงจาก Recession และความไม่แน่นอนทางการเมือง ราคาทองคำมักจะมี ส่วนเพิ่ม (Premium) ราว 400-600 ดอลลาร์สหรัฐฯ จากแบบจำลองซึ่งอิงจาก Real yield เพียงอย่างเดียว



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ต้นทุนธุรกิจเหมืองทองคำอยู่ที่ 1,600 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์

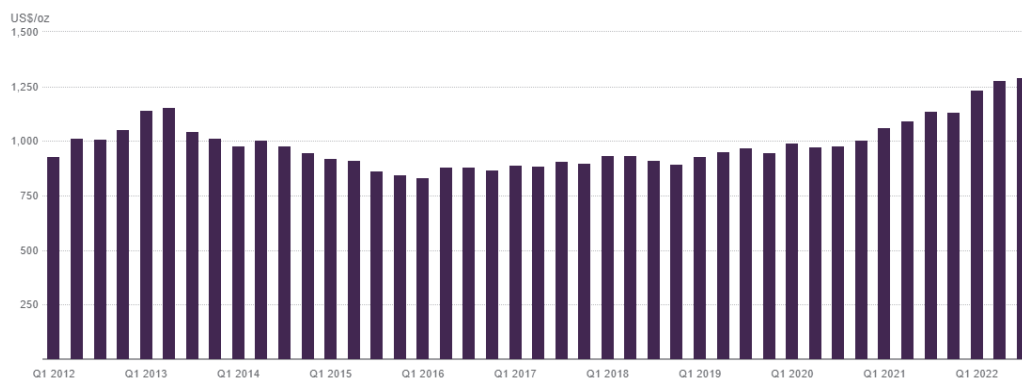
ต้นทุนธุรกิจเหมืองทองคำ (All-in-sustaining costs: AISC) ซึ่งประกอบด้วยค่าใช้จ่ายด้านการขุด, การขนส่ง, การหลอมขึ้นรูป, ค่าสัมปทาน, การสำรวจ, ค่าสำนักงานและการจัดจำหน่าย ในไตรมาส 3/2022 เพิ่มขึ้นเป็น 1,289 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ มากสุดตั้งแต่มีการรวบรวมข้อมูลในปี 2012 ตามราคาต้นทุนหน้าเหมืองที่เพิ่มขึ้น ได้แก่ ค่าน้ำมัน ค่าไฟฟ้า และค่าจ้างคนงานเหมือง

ถึงแม้ทองคำจะเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ที่มีการนำกลับมาใช้ใหม่อยู่เสมอ ทำให้ปริมาณทองคำที่ขุดขึ้นในแต่ละปีที่ประมาณ 3,000 ตัน คิดเป็นเพียง 1.5% ของปริมาณทองคำทั้งหมด

205,238 ตัน ที่ขุดขึ้นมาตั้งแต่ในอดีต (จากการประเมินโดย World Gold Council) ปริมาณทองคำที่ขุดได้ใหม่อาจไม่ส่งผลต่อการเคลื่อนไหวของราคาทองคำในตลาดมากนัก อย่างไรก็ตาม หากราคาทองคำลดลงเข้าใกล้ระดับต้นทุนธุรกิจเหมืองทองคำ ผู้ประกอบการเหมืองก็อาจจะรับการขุดเจาะ และอาจเริ่มเข้าซื้อทองคำ

หากรวมต้นทุนธุรกิจเหมืองทองคำในปีก่อนที่ราว 1,250 ดอลลาร์ต่อออนซ์ กับส่วนต่างระหว่างราคาทองคำในตลาดและต้นทุน ที่เฉลี่ย 338 ดอลลาร์ต่อออนซ์ ในช่วงปี 2012-2019 จะได้ราคาสำหรับผู้ประกอบการเหมืองอาจเริ่มรับการขุดเจาะที่ 1,590 ดอลลาร์ต่อออนซ์ ซึ่งอาจเทียบเคียงเป็นระดับราคาต่ำสุดในตลาด

แผนภาพที่ 19: ต้นทุนธุรกิจเหมืองทองคำ (All-in-sustaining costs: AISC) ไตรมาส 3/2022 เพิ่มขึ้นเป็น 1,289 ดอลลาร์ต่อออนซ์ มากสุดตั้งแต่มีการรวบรวมข้อมูลในปี 2012



ที่มา: World Gold Council, Metals Focus Gold Mine Cost Service

ดังนั้น ในระยะสั้น เราแนะนำให้ขายทองคำที่ระดับปัจจุบัน ซึ่งสูงกว่า 1,800 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ และเข้าซื้อเพิ่มเติมที่ระดับต่ำกว่า 1,700 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ซึ่งสูงกว่าต้นทุนธุรกิจเหมืองทองคำที่ 1,600 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ อยู่ราว 5%

ส่วนในระยะยาว เรามองราคาทองคำยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น โดยอาจจะปรับขึ้นสู่ระดับ 1,800-2,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในช่วงครึ่งหลังของปี ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่เข้าใกล้ Recession

น้ำมัน

เราคงมุมมองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) เคลื่อนไหวในกรอบ 80 - 90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงครึ่งแรกของปี 2023 จากอุปทานที่จำกัดจากกลุ่มประเทศ OPEC ที่ลดอัตราการผลิตลงตั้งแต่ช่วงปลายปีก่อน และคาดว่าจะคงระดับการผลิตปัจจุบันไปจนอย่างน้อยตลอดช่วง 1H23 ประกอบกับมาตรการคว่ำบาตรการนำเข้าน้ำมันรัสเซียของกลุ่มประเทศยุโรปยังคงสร้างความเสี่ยงด้านต่ำต่อความสามารถในการผลิตและส่งออกของรัสเซีย ในขณะที่อุปสงค์น้ำมันดิบโลกถูกคาดว่าจะเติบโตขึ้นต่อเนื่องในปีนี้ ด้วยอัตราการเติบโตที่เทียบเท่าหรือสูงกว่าแนวโน้มระยะยาว

ตลาดน้ำมันโลกยังมีแนวโน้มอยู่ในสภาวะขาดแคลน หลังขาดการลงทุนมานาน

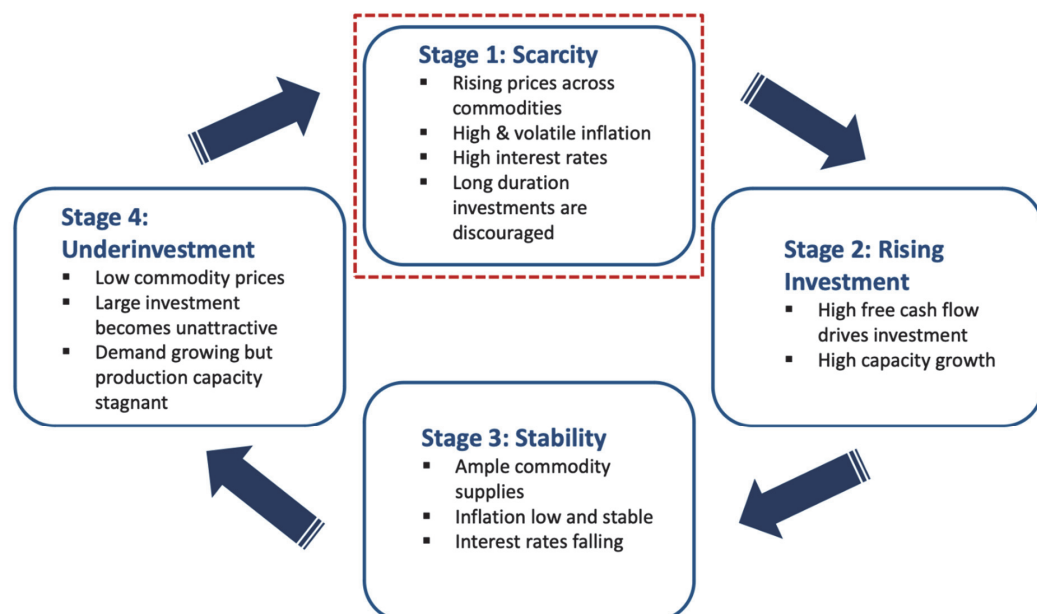
น้ำมันดิบจัดเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ในหมวดหมู่พลังงาน ซึ่งมักจะมีพัฒนาการเป็นวัฏจักร ที่แต่ละรอบกินเวลายาวนานหลายปี หรือที่เรียกกันว่า Commodity Cycle ซึ่งมีความข้องเกี่ยวกับสภาวะเศรษฐกิจอย่างแน่นแฟ้น โดยในแต่ละระดับขั้นของวัฏจักรประกอบไปด้วยภาวะ:

1. ขาดแคลน (Scarcity): ปริมาณสินค้าโภคภัณฑ์ที่มีไม่เพียงพอต่อความต้องการบริโภค ส่งผลให้ราคาของสินค้าเพิ่มขึ้น กระแทกกับราคาของสินค้าและบริการทั่วไปเป็นวงกว้าง สร้างสถานการณ์เงินเฟ้อขึ้น ทำให้ธนาคาร

กลางต้องใช้มาตรการการเงินแบบรัดกุม ส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินของภาคเอกชนเพิ่มสูงขึ้น เป็นปัจจัยลบต่อการตัดสินใจลงทุนของบริษัทพลังงาน

2. การลงทุนเร่งตัว (Rising investment): ปริมาณกระแสเงินสดที่อยู่ในระดับสูง ประกอบกับราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่คงอยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง สร้างแรงจูงใจให้ผู้ผลิตหันมาลงทุนเพื่อเพิ่มความสามารถในการผลิตเพิ่มเติม
3. เสถียรภาพ (Stability): ชัดความสามารถในการผลิต (Production capacity) ที่เพิ่มขึ้นไวกว่าอุปสงค์ สร้างอุปทานจำนวนมากออกมาสู่ตลาด กดดันให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับตัวต่ำลง ราคาของสินค้าโภคภัณฑ์ซึ่งเป็นวัตถุดิบต้นทาง (Input) ในกระบวนการผลิตที่อยู่ในระดับต่ำ ประกอบกับปริมาณที่มาก สร้างเสถียรภาพให้กับกระบวนการผลิตสินค้าในระบบเศรษฐกิจเป็นวงกว้าง
4. การลงทุนต่ำ (Underinvestment): อุปสงค์ที่เติบโตช้ากว่าความสามารถในการผลิตที่เพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดดจากการลงทุนเพิ่มกำลังการผลิตด้วยเม็ดเงินจำนวนมาก ส่งผลให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับตัวลงมาอยู่ในระดับต่ำ กระแสเงินสดหมุนเวียนที่น้อยลงทำให้ผู้ผลิตสินค้าโภคภัณฑ์มีแนวโน้มปรับตัวเข้าสู่โหมดเข้มงวดในการควบคุมค่าใช้จ่าย และให้ความสำคัญกับการรักษากระแสเงินสดมากกว่าการลงทุนในโครงการระยะยาว

แผนภาพที่ 20: ตลาดน้ำมันโลกมีแนวโน้มยังอยู่ในสภาวะของการขาดแคลน (Scarcity) หลังขาดการลงทุน (Underinvestment) มาหลายปี



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

จากรูปแบบของ Commodity Cycle ดังกล่าว เราเชื่อว่าตลาดน้ำมันโลกได้ผ่านสภาวะเสถียรภาพและการลงทุนต่ำซึ่งคาบเกี่ยวกันในช่วงปี 2015 – 2020 หรือหลังจากยุค Shale oil boom ล้นสุดลงในปี 2014 สังเกตได้จากราคาน้ำมันดิบ WTI ที่ปรับระดับลดลงไปอยู่เพียงประมาณ 40 – 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

อย่างไรก็ดี อุปสงค์น้ำมันโลกที่ยังเติบโตขึ้นต่อเนื่องในช่วงเวลาดังกล่าว ในขณะที่ขีดความสามารถในการผลิตเพิ่มขึ้นได้ช้ากว่า จากการลงทุนต่ำต่อเนื่อง โดยเฉพาะในปี 2020 ที่อุตสาหกรรมการผลิตน้ำมันได้รับผลกระทบรุนแรงจากปัญหาห่วงโซ่อุปทานขัดข้องอันเป็นผลมาจากมาตรการรับมือการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัส Covid-19 ส่งผลให้ตลาดน้ำมันได้เปลี่ยนผ่านเข้าสู่สภาวะขาดแคลนตั้งแต่ประมาณช่วงปี 2021 ที่อุปสงค์ฟื้นตัวกลับขึ้นมาท่ามกลางการถอยร่นของมาตรการล็อกดาวน์ตามประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก

ลักษณะสำคัญ (Key characteristics) ที่บ่งชี้ถึงสภาวะขาดแคลนในช่วงที่ผ่านมา ประกอบด้วย

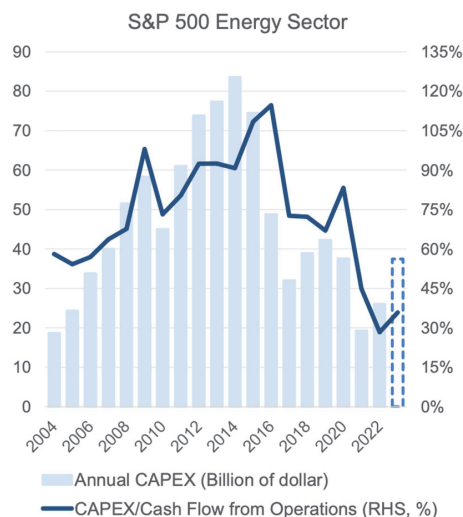
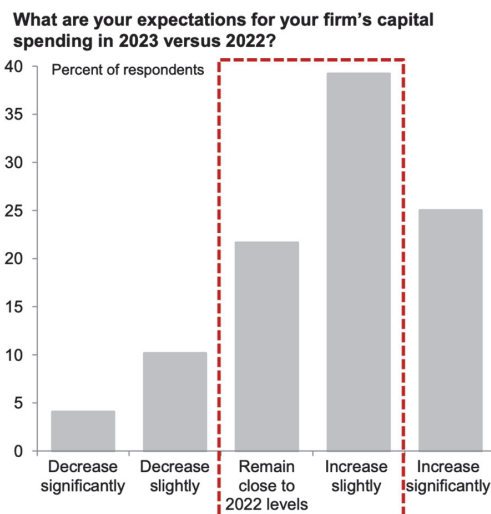
- ความไม่เพียงพอของน้ำมันในตลาดเป็นเหตุให้ภาครัฐหลายประเทศตัดสินใจนำน้ำมันดิบในคลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ออกมาใช้งาน โดยน้ำมันในคลังน้ำมันดิบซึ่งอยู่ภายใต้การควบคุมของภาครัฐของกลุ่มประเทศ

OECD (OECD Government-controlled crude stocks) ได้ถูกนำออกมาใช้แล้วมากกว่า 340 ล้านบาร์เรลนับตั้งแต่เกิดวิกฤติ Covid-19

- ราคาน้ำมันดิบ (WTI) ที่ปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่อง จนทำจุดสูงสุดในรอบสิบกว่าปีที่ระดับ 130 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลช่วงต้นปี 2022 โดยได้รับอานิสงส์จากเหตุการณ์สงครามระหว่างยูเครนและรัสเซียซึ่งเป็นผู้ผลิตและส่งออกน้ำมันดิบรายใหญ่

ทว่า แม้อาราคาน้ำมันดิบจะปรับขึ้นมาอยู่ในระดับที่สูง แต่การตอบรับจากกลุ่มผู้ผลิตกลับเป็นไปอย่างค่อยเป็นค่อยไป จากต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้นเป็นผลมาจากมาตรการนโยบายการเงินแบบรัดกุม (Tightening) ของธนาคารกลาง และความระมัดระวังในการดำเนินแผนธุรกิจหลังจากต้องรับมือกับสภาวะกำไรต่ำจากราคาน้ำมันถูกมานานหลายปี การขาดความกระตือรือร้นในการลงทุนเพื่อเพิ่มกำลังการผลิต (Producer's unwillingness) ที่เห็นได้ชัด ทำให้เราเชื่อว่าสถานการณ์ตลาดน้ำมันโลกยังอยู่ในสภาวะขาดแคลน มีความเป็นไปได้ค่อนข้างต่ำที่ราคาน้ำมันดิบจะปรับตัวลงรุนแรงจากระดับปัจจุบัน (70 – 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล) อย่างมาก ยกเว้นในสถานการณ์เศรษฐกิจโลกซบเซาอย่างหนัก (Global recession) ซึ่งเรามองว่ามีโอกาสเกิดขึ้นต่ำในระยะสั้น

แผนภาพที่ 21: บริษัทพลังงานในสหรัฐฯ ยังไม่มีแนวโน้มเพิ่มการลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนผ่านผลการสำรวจล่าสุดของ Fed (ภาพซ้าย) และการคาดการณ์ของตลาด (ภาพขวา)



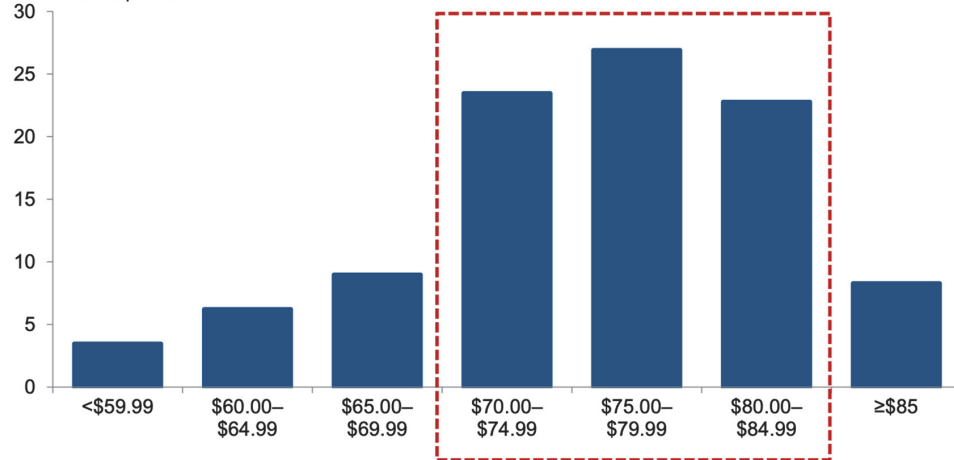
Note: Executives from oil and gas firms answered during the survey collection period, Dec 7-15, 2022

ที่มา: Federal Reserve Bank of Dallas, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 22: บริษัทพลังงานในสหรัฐฯ ใช้ระดับราคาน้ำมันดิบ WTI ที่ 70 – 85 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ในการพิจารณาระดับของการลงทุนในปี

What West Texas Intermediate crude oil price is your firm using for capital planning in 2023?

Percent of respondents



Note: Executives from oil and gas firms answered during the survey collection period,

Dec 7-15, 2022

ที่มา: Federal Reserve Bank of Dallas, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

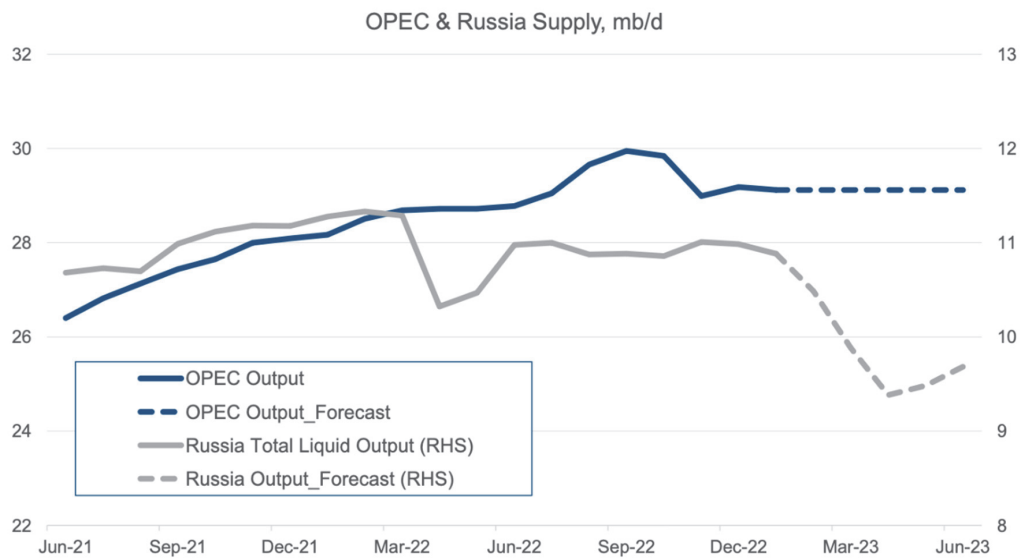
ความสามารถในการผลิตน้ำมันในรัสเซียยังคงเผชิญหน้ากับความไม่แน่นอนจากความขัดแย้งระหว่างประเทศ

อุปทานน้ำมันจากประเทศรัสเซีย ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 1 ใน 10 ของปริมาณการผลิตน้ำมันโลก ยังคงมีความเสี่ยงด้านต่ำในระยะข้างหน้าจากปัจจัยความขัดแย้งเชิงภูมิรัฐศาสตร์ หลังสงครามยืดเยื้อมานานกว่า 1 ปี โดยล่าสุดทางกลุ่มประเทศสมาชิก EU ได้ประกาศเริ่มบังคับใช้มาตรการคว่ำบาตรการนำเข้าน้ำมันสำเร็จรูป (Refined products) จากรัสเซีย ตั้งแต่วันที่ 5 ก.พ. ที่ผ่านมา ซึ่งไม่นานหลังจากนั้น นาย Alexander Novak รองนายกรัฐมนตรีรัสเซีย ก็ได้ออกแถลงการณ์ถึงมาตรการตอบโต้โดยระบุถึงแผนการลดการผลิตน้ำมันของประเทศรัสเซียลง 500,000 บาร์เรลต่อวันในเดือน มี.ค. ที่จะถึงนี้ และยืนยันย้ำถึงนโยบายที่ทางรัสเซียจะไม่ขายน้ำมันให้กับประเทศที่เข้าร่วม

มาตรการเพดานราคา (Price cap) ที่ถูกกำหนดโดยกลุ่มประเทศ G7 และพันธมิตร

ความตึงเครียดระหว่างนานาชาติที่ดำเนินอยู่ ส่งผลให้ EIA คาดว่าอัตราการผลิตของรัสเซียมีแนวโน้มลดลงกว่า 1 ล้านบาร์เรลต่อวันในช่วงกลางปีนี้ เมื่อเทียบกับช่วงต้นปีที่ผ่านมา ในขณะที่ฝั่งกลุ่มประเทศ OPEC ดั้งเดิม หลังจากประกาศปรับลดโควตาการผลิตลงตั้งแต่ ต.ค. 2022 พบว่าประเทศสมาชิกต่างปฏิบัติตามข้อตกลงของกลุ่ม และไม่ผลิตเกินโควตาที่ได้รับ อัตราการผลิตของ OPEC จึงมีแนวโน้มจะคงที่ในระดับปัจจุบันไปจนถึงการประชุมใหญ่ครั้งถัดไปในเดือน มิ.ย. 2023 อุปทานน้ำมันที่มีแนวโน้มลดลงจากรัสเซียจึงไม่สามารถถูกทดแทนโดยกลุ่ม OPEC ได้ หากทางกลุ่มผู้ผลิตน้ำมันรายใหญ่มิมีมติรับเพิ่มโควตาขึ้น

แผนภาพที่ 23: ความสามารถในการผลิตน้ำมันในรัสเซีย (เส้นสีเทา) เปรียบเทียบกับความเสี่ยงจากความขัดแย้งระหว่างประเทศ ในขณะที่การผลิตของ OPEC (เส้นสีน้ำเงิน) คาดจะคงระดับใกล้เคียงปัจจุบันไปจนถึงอย่างน้อยช่วงกลางปีนี้



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

อุปสงค์น้ำมันโลกถูกคาดการณ์ว่าจะเติบโตตามแนวโน้มระยะยาวต่อเนื่องในปี

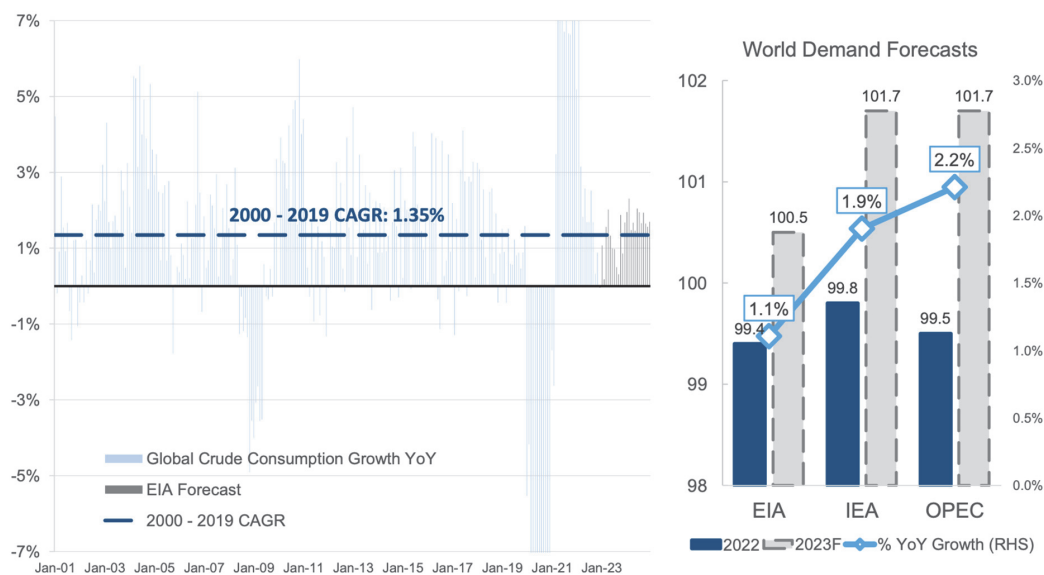
ในช่วงเวลากว่า 20 ปีที่ผ่านมา ขนาดเศรษฐกิจโลกที่เติบโตขึ้น เป็นปัจจัยหลักที่ผลักดันการเติบโตของอุปสงค์น้ำมัน โดยอุปสงค์น้ำมันโลกเติบโตจากระดับราว 77 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2000 มาอยู่ที่ 101 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2019 หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตระยะยาว (Long-term trend) ที่ประมาณ 1.4% ต่อปี และหดตัวลงรุนแรงมากที่สุดเป็นประวัติการณ์ในปี 2020 จากมาตรการล็อกดาวน์ในหลายประเทศทั่วโลกเพื่อรับมือกับการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัส Covid-19 ก่อนที่การผ่อนปรนมาตรการล็อกดาวน์และเดินทางเปิดเศรษฐกิจของนานาประเทศจะส่งผลให้อุปสงค์น้ำมันโลกกลับมาเติบโตอีกครั้ง โดยประมาณการอุปสงค์น้ำมันโลกเฉลี่ยในปี 2022 เติบโตมากกว่า 2.4% เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า สูงกว่าแนวโน้มระยะยาว

อย่างไรก็ดี อุปสงค์น้ำมันโลกในปีที่ผ่านมา ได้รับปัจจัยผลักดันจากความต้องการบริโภคน้ำมันในประเทศเศรษฐกิจขนาดใหญ่

เช่น สหรัฐฯ และกลุ่มประเทศยูโรโซน ในขณะที่ประเทศจีนซึ่งเป็นผู้บริโภคน้ำมันมากทีสุดเป็นอันดับ 2 ของโลก ยังคงใช้มาตรการ Covid Zero อยู่ นักวิเคราะห์จึงคาดการณ์ว่าการเดินทางเปิดประเทศของจีนที่จะส่งผลให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจ รวมถึงการเดินทางทั้งภายใน และระหว่างประเทศโดยอากาศยานฟื้นตัวขึ้น จะเข้ามาเป็นปัจจัยหลักที่สนับสนุนการเติบโตอุปสงค์น้ำมันโลกในปีนี้ ให้ยังเติบโตใกล้เคียงหรือสูงกว่าแนวโน้มระยะยาว ในขณะที่พื้นที่เศรษฐกิจขนาดใหญ่แห่งอื่นมีความเสี่ยงภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวจากการดำเนินนโยบายแบบรัดกุมของธนาคารกลาง อันเป็นผลมาจากภาวะเงินเฟ้อสูงที่ยืดเยื้อ

อุปสงค์น้ำมันโลกที่คาดว่าจะยังเติบโตด้วยดี ต่างจากอุปทานที่มีอยู่จำกัด จากความต้องการของ OPEC+ ที่ต้องการรักษาระดับราคา และการเติบโตอย่างจำกัดในกลุ่มประเทศ Non-OPEC ที่มีการลงทุนเพิ่มการผลิตอย่างต่อเนื่องในหลายปีที่ผ่านมา จึงน่าจะเป็นปัจจัยสนับสนุนราคาน้ำมันดิบ WTI ให้ยังคงอยู่ในระดับสูงในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 24: ตลาดคาดอุปสงค์น้ำมันโลกจะเติบโตต่อเนื่อง 1 - 2% YoY ในปี 2023F ใกล้เคียงกับแนวโน้มระยะยาว

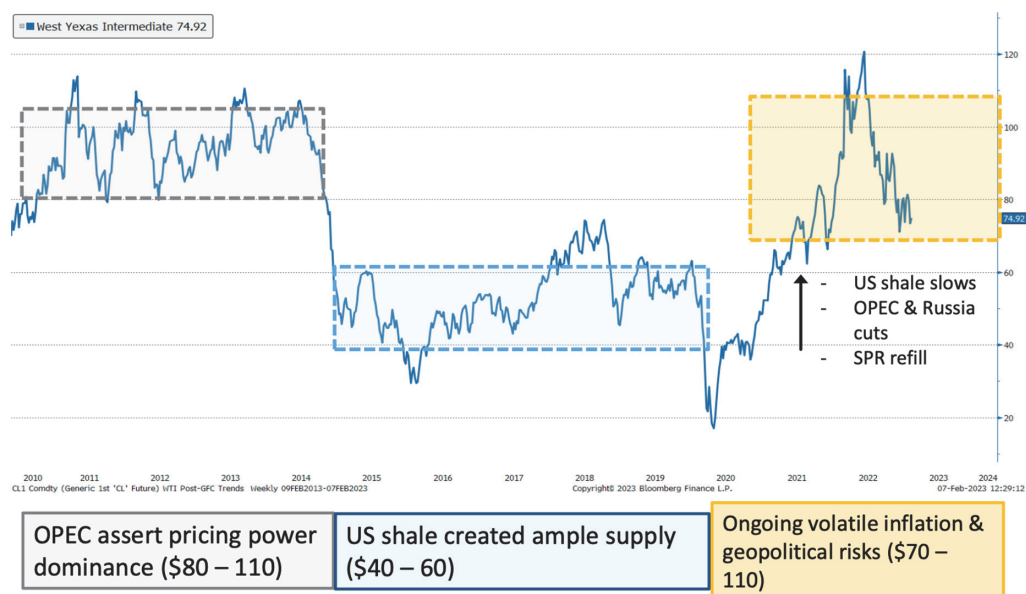


Note: EIA's forecast is taken from their Short Term Energy Outlook report as of 7 Feb;

IEA and OPEC forecasts are taken from their Jan report

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

แผนภาพที่ 25:ราคาน้ำมันดิบ WTI ในปัจจุบัน มีหลายปัจจัยรวมถึงความขัดแย้งเชิงภูมิรัฐศาสตร์เข้ามาเกี่ยวข้อง อาจมีความผันผวนที่สูงขึ้นกว่าในอดีต มีแนวโน้มเกิดเป็นกรอบราคาระยะกลางถึงยาว ที่ 70 - 110 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล



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

GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ: ส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นเข้าสู่ปี 2023 โดยเฉพาะภาคบริการ สะท้อนผ่านดัชนี ISM Services เดือน ม.ค. ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาก และยอดค้าปลีกที่แข็งแกร่ง ท่ามกลางตลาดแรงงานที่ยังไม่ส่งสัญญาณแผ่วลง ซึ่งนับเป็นปัจจัยบวกช่วยลดความเสี่ยงการเกิด Recession แต่ในทางกลับกัน ก็ได้ทำให้แรงหนุนเงินเฟ้อจากฝั่งอุปสงค์ยังสูง และเงินเฟ้อจะชะลอลงได้ช้า ส่งผลให้ Fed ยังต้องเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อ โดยเรายังมองในกรณีฐานว่า Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ย +25bps อีก 2 ครั้งในเดือน มี.ค. และ พ.ค. สู่ระดับ Terminal rate ที่ 5.00-5.25% ตาม Dot plot ล่าสุดของ Fed แต่มองว่ามีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นที่ดอกเบี้ยอาจถูกปรับขึ้นสูงกว่าที่ประเมินไว้ในกรณีฐาน
- เศรษฐกิจยูโรโซนส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นเข้าสู่ปี 2023 สะท้อนผ่านดัชนีชี้นำเศรษฐกิจเดือน ม.ค. อย่าง PMI ภาคบริการ ที่กลับมาขยายตัวในรอบ 6 เดือน และภาคการผลิตฟื้นตัวดีขึ้นเข้าใกล้ระดับขยายตัว ขณะที่เศรษฐกิจอาจสามารถเลี่ยง Recession เอาไว้ได้หลัง GDP ไตรมาส 4/2022 ตัวเลขเบื้องต้นออกมาขยายตัวสวนทางกับที่คาด ส่วนหนึ่งจากสถานการณ์ขาดแคลนก๊าซที่คลี่คลาย อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจยังคงเผชิญความเสี่ยงด้านต่ำ อาทิ สงครามรัสเซีย-ยูเครนที่ยังคงอยู่และมีความไม่แน่นอน และการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดของ ECB ทั้งการปรับขึ้นดอกเบี้ยอย่างรวดเร็ว ซึ่งเราคาดจะปรับขึ้นอีกอย่างน้อย +75bps (จากปัจจุบันที่ 2.5%) ในปีนี้ และการลดการถือครองพันธบัตร (QT) ที่จะกระทบต่อสภาพคล่องในตลาดที่จะเริ่มต้นขึ้นในเดือน มี.ค.
- เศรษฐกิจจีนฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็วหลังการผ่อนคลายมาตรการควบคุม COVID-19 ทั่วประเทศตั้งแต่ปลายปี 2022 สะท้อนผ่านดัชนี PMI และ High Frequency Data ด้านการประชุม CEWC ปลายเดือน ธ.ค. ได้มีการเปิดเผยแนวทางการเติบโตของเศรษฐกิจจีนในปี 2023 โดยจะมุ่งเน้นไปที่การกระตุ้นการบริโภคภายในประเทศผ่านการจ้างงานและการส่งเสริมด้านที่อยู่อาศัย ส่วนการควบคุมบริษัทเทคโนโลยีคาดว่าจะลดความเข้มข้นในการควบคุมลง เนื่องจากมีการเน้นย้ำว่าจะส่งเสริมให้จีนมีความสามารถในการพึ่งพิงและพัฒนาตนเองทางด้านเทคโนโลยี ด้านการดำเนินนโยบายการเงิน การคลังจะยังคงเป็นในทางที่ระมัดระวังโดยจะเน้นไปที่อุตสาหกรรมเป้าหมาย รวมถึงการเสริมสภาพคล่องทั้งระบบให้เหมาะสมกับการเติบโตของเศรษฐกิจ
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นในช่วงต้นปี 2023 ฟื้นตัวดีขึ้นจากแรงหนุนของมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศ แต่ภาคการผลิต และภาคการส่งออกมีแนวโน้มชะลอตัวลงจากอุปสงค์โลกที่อ่อนแอ ด้านเงินเฟ้อ Core CPI เติบโตขึ้นสูงสุดนับตั้งแต่ปี 1981 อย่างไรก็ตาม การเพิ่มขึ้นของเงินเฟ้อญี่ปุ่นมักจะเกิดขึ้นเพียงชั่วคราว เนื่องจากขาดแรงหนุนจากค่าจ้างที่จะทำให้อุปสงค์เติบโตอย่างยั่งยืน ดังนั้น การปรับขึ้นค่าจ้างในเดือน มี.ค. จึงเป็นปัจจัยสำคัญที่ต้องติดตาม ด้านนโยบายการเงิน BoJ คงนโยบายการเงินเดิมตามคาดในการประชุมเดือน ม.ค. ขณะที่รัฐบาลได้เสนอ นาย Kazuo Ueda ขึ้นเป็นผู้ว่า BoJ คนใหม่ซึ่งจะเป็นบุคคลสำคัญกำหนดทิศทางนโยบายการเงินในอนาคต โดยเรามองว่านาย Ueda น่าจะยังไม่มีการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินทันทีหลังเข้ารับตำแหน่ง
- เศรษฐกิจไทยไตรมาส 4 ขยายตัวเพียง 1.4% YoY ต่ำกว่าคาดการณ์ตลาด ส่งผลให้ปี 2022 เศรษฐกิจขยายตัว 2.6% โดยปัจจัยฉุดมาจากการส่งออกสินค้าที่พลิกหดตัวและอุปสงค์ในประเทศอ่อนแอลง โดยเฉพาะการบริโภคภาครัฐ แม้ส่งออกบริการจะขยายตัวสูงขึ้นตามการกลับมาของนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ฟื้นตัว ด้านนโยบายการเงิน เรามองว่า ธปท. มีแนวโน้มที่จะทยอยปรับนโยบายการเงินเข้าสู่ระดับปกติอย่างต่อเนื่อง จากแรงกดดันเงินเฟ้อที่ยังมีอยู่ โดยคาด ธปท. จะปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งละ +25bps ในการประชุม 2 ครั้งถัดไป (29 มี.ค. และ 31 พ.ค.) สู่ระดับ Terminal rate ที่ 2%

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นเข้าสู่ปี 2023 โดยเฉพาะภาคบริการ สะท้อนผ่านดัชนี ISM Services เดือน ม.ค. ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก และยอดค้าปลีกที่แข็งแกร่ง ท่ามกลางตลาดแรงงานที่ยังไม่ส่งสัญญาณแพรวลง ซึ่งนับเป็นปัจจัยบวกช่วยลดความเสี่ยงการเกิด Recession แต่ในทางกลับกัน กิจกรรมเศรษฐกิจที่ยังดีก็ทำให้แรงหนุนเงินเฟ้อจากฝั่งอุปสงค์ยังสูง และเงินเฟ้อจะชะลอลงได้ช้า ส่งผลให้ Fed ยังต้องเดินหน้าปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยต่อ โดยเรายังมองในกรณีฐานว่า Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตรา +25bps อีก 2 ครั้งในเดือน มี.ค. และ พ.ค. สู่ระดับ Terminal rate ที่ 5.00-5.25% ตาม Dot plot ล่าสุดของ Fed แต่มองว่ามีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นที่ดอกเบี้ยอาจถูกปรับขึ้นสูงกว่าที่ประเมินไว้ในกรณีฐาน

โมเมนตัมเศรษฐกิจฟื้นตัวดีขึ้นเข้าสู่ปี 2023 โดยเฉพาะการบริโภคและภาคบริการ ขณะที่ภาคการผลิตยังอ่อนแอ

กิจกรรมเศรษฐกิจส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นเข้าสู่ต้นปี 2023 โดยเฉพาะภาคบริการสะท้อนผ่านดัชนี ISM Services เดือน ม.ค. ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น +5.2 จุด สู่ระดับ 54.3 จุด สูงกว่าที่ตลาดคาดอย่างมากที่ 50.5 จุด จากยอดคำสั่งซื้อใหม่ (+15.2, 60.4 จุด) และการจ้างงาน (+0.6, 50.0 จุด) ที่ปรับตัวดีขึ้น ด้านภาคการผลิตดัชนี ISM Manufacturing ปรับตัวลดลง -1.0 จุด สู่ระดับ 47.4 จุด อยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 โดยยอดคำสั่งซื้อซึ่งสะท้อนอุปสงค์ยังคงอ่อนแออย่างมาก (-2.6 จุด, 42.5 จุด) สะท้อนภาคการผลิตที่ยังไม่สดใส

ด้านตัวเลขเศรษฐกิจจริง ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ม.ค. พลิกกลับมาขยายตัว 3.0% MoM (vs. -1.1% เดือนก่อน) สูงสุดนับตั้งแต่เดือน มี.ค. 2021 และสูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 2.0% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกขยายตัว 6.4% YoY (vs. 5.9% เดือนก่อน) หากไม่นับรวมหมวดสินค้าที่ผันผวน อาทิ ร้านอาหาร, รถยนต์, อุปกรณ์ก่อสร้าง และน้ำมันหรือ Retail Control Group ซึ่งเป็นส่วนที่นำไปคำนวณ GDP จะขยายตัว 1.7% MoM (vs. -0.7% เดือนก่อน) สูงกว่าตลาดคาดที่ 1.0% เช่นเดียวกัน

ส่วนผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ม.ค. ไม่ขยายตัว (0.0% MoM) จากที่หดตัว -1.0% เดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 0.5% แต่โดยหลักเป็นผลจากผลผลิตในหมวดสาธารณูปโภคที่หดตัว -9.9% MoM จากสภาพอากาศที่

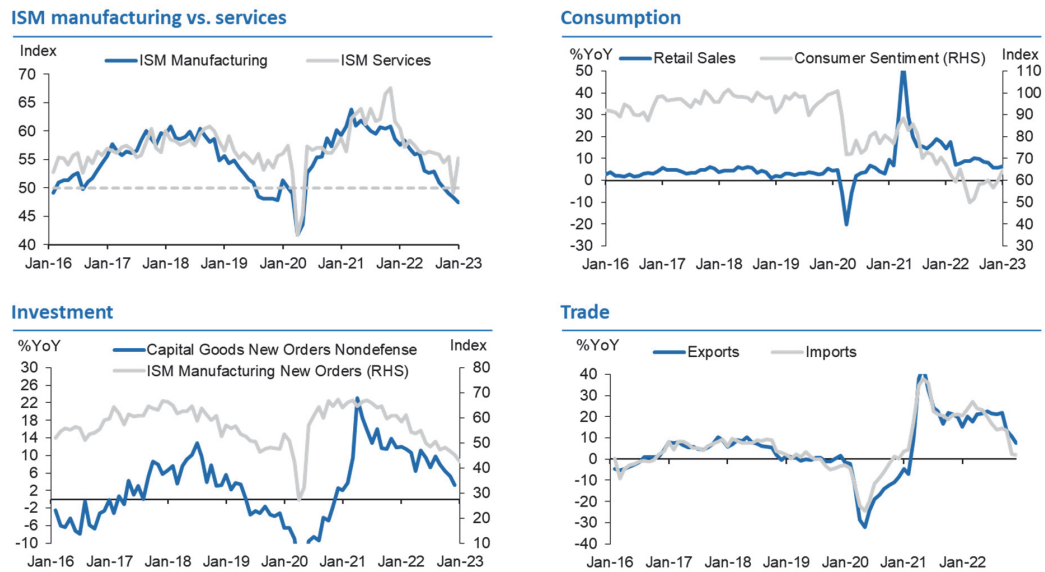
อบอุ่นกว่าปกติ ซึ่งหากไม่นับผลผลิตในหมวดสาธารณูปโภค (หรือกล่าวคือ Manufacturing Production) จะขยายตัว 1.0% MoM (vs. -1.8% เดือนก่อน) สูงสุดนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2022 และสูงกว่าตลาดคาดที่ 0.8% โดยผลผลิตในหมวดอุปกรณ์ทางธุรกิจพลิกกลับมาขยายตัว 1.3%, เหมืองแร่ขยายตัว 2.0% และรถยนต์ขยายตัว 1.0%

โดยภาพรวมเครื่องชี้กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน ม.ค. สะท้อนโมเมนตัมเศรษฐกิจและอุปสงค์ที่ดีขึ้นเข้าสู่ปี 2023 ส่วนหนึ่งเป็นผลจากตลาดแรงงานที่ยังแข็งแกร่งอย่างมาก รวมถึงสภาพอากาศที่อบอุ่น และการปรับขึ้นค่าครองชีพ (Cost of Living Adjustment) ในสวัสดิการประกันสังคม

ทั้งนี้ กิจกรรมเศรษฐกิจที่ยังดีอยู่ช่วยลดความเสี่ยง Recession ลงไป แต่ในขณะเดียวกัน เมื่อพิจารณารวมถึงตัวเลขตลาดแรงงานที่ยังแข็งแกร่งอย่างมากและอัตราเงินเฟ้อที่ยังสูง (จะกล่าวถึงในหัวข้อถัดไป) นับเป็นปัจจัยกดดันให้ Fed ต้องเดินหน้าปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยต่อ โดยเรายังมองในกรณีฐานว่า Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตรา +25bps อีก 2 ครั้งในเดือน มี.ค. และ พ.ค. สู่ระดับ Terminal rate ที่ 5.00-5.25% ตาม Dot plot ล่าสุดของ Fed แต่มองว่ามีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นที่ดอกเบี้ยอาจถูกปรับขึ้นสูงกว่าที่ประเมินไว้ในกรณีฐาน

โดยเราเคยประเมินไว้ว่าหากเงินเฟ้อมีความเหนียว (Sticky) ในการปรับลดลงช้ากว่าที่ตลาดคาดการณ์ 1-2% จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยถูกปรับสูงขึ้นอีกประมาณ 30-90bps จากกรณีฐาน หรือนั่นคือจะทำให้ Terminal rate อยู่ที่ระดับ 5.50-6.25%

แผนภาพที่ 26: โมเมนตัมเศรษฐกิจดูดีขึ้นในเดือน ม.ค. นำโดยยอดขายปลีกและภาคบริการ ขณะที่เครื่องใช้ภาคการผลิตยังอ่อนแอ



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

เงินเฟ้อที่ยังสูง และตลาดแรงงานที่ยังแข็งแกร่ง หนุน Fed ขึ้นดอกเบี้ย นับเป็น Upside risk ต่อ Terminal rate ที่ 5.00-5.25% ที่ประเมินใน Dot plot ล่าสุดของ Fed

อัตราดอกเบี้ยสูงสุดหรือ Terminal rate ของ Fed มีความเสี่ยงที่จะถูกปรับขึ้นสูงกว่าที่เคยมองไว้เดิมที่ระดับ 5.00-5.25% ใน Dot plot ล่าสุด (เดือน ธ.ค.) ท่ามกลางอัตราเงินเฟ้อที่ยังขยายตัวสูงและตลาดแรงงานที่ยังไม่มีสัญญาณลดความร้อนแรงในรายงานตัวเลขล่าสุดเดือน ม.ค. ขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจเริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้น

โดยอัตราเงินเฟ้อเดือน ม.ค. ขยายตัวมากกว่าที่ตลาดคาดเล็กน้อย โดยอัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) อยู่ที่ 6.4% YoY เทียบกับคาดการณ์ของตลาดที่ 6.2% และเดือนก่อนที่ 6.5% ขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) อยู่ที่ 5.6% เทียบกับคาดการณ์ของตลาดที่ 5.5% และเดือนก่อนที่ 5.7% โดยหากเทียบกับเดือนก่อนหน้า อัตราเงินเฟ้อทั่วไปเพิ่มขึ้น 0.5% MoM แรงตัวขึ้นจาก 0.1% ในเดือนก่อน ส่วนอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเพิ่มขึ้น 0.4% เท่ากับเดือนก่อน

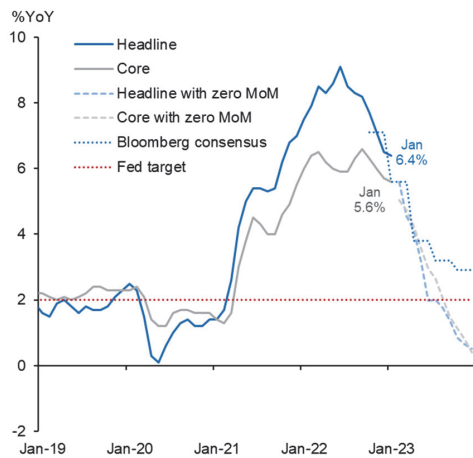
การปรับขึ้น MoM นำโดยหมวดบริการหลัก (Core services) ที่เพิ่มขึ้น 0.5% (vs. 0.6% เดือนก่อน) โดยเฉพาะหมวดที่อยู่อาศัย (Shelter) ที่คิดเป็นราว 1 ใน 3 ของน้ำหนักในตะกร้าเงินเฟ้อที่

ยังเพิ่มขึ้น 0.7% แม้จะชะลอลงเล็กน้อยจาก 0.8% ในเดือนก่อน โดยหมวดค่าเช่า Rent of primary residence (0.7% MoM vs. 0.8% เดือนก่อน) และ Owners' equivalent rent (0.7% MoM vs. 0.8% เดือนก่อน) ชะลอลงเพียงเล็กน้อยเท่านั้น แม้ราคาเช่าและราคาบ้านในตลาดจะปรับตัวลดลงมาต่อเนื่อง 3-4 เดือนแล้ว สะท้อนการส่งผ่านมายังค่าเช่าในตรกร้าเงินเฟ้อที่ใช้ระยะเวลาส่งผ่าน (lag-time) จากวิธีการคำนวณดัชนี รวมทั้งราคาในหมวดโรงแรมที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง (1.2% vs. 1.1% เดือนก่อน) นอกจากนี้ ราคาในหมวดสินค้าหลัก (Core goods) ได้พลิกกลับมาเพิ่มขึ้น 0.1% (vs. -0.1% เดือนก่อน) หลังจากลดลงต่อเนื่อง 3 เดือนก่อนหน้านี้ ขณะที่ราคาในหมวดพลังงานกลับมาเพิ่มขึ้น 2.0% (vs. -3.1% เดือนก่อน)

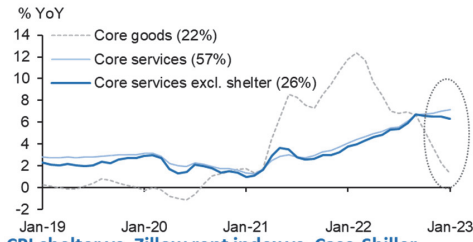
ทั้งนี้ อัตราเงินเฟ้อได้ชะลอลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 7 ตามคาดการณ์ของตลาด แต่นับเป็นการชะลอลงในอัตราที่ช้าลง ขณะที่รายละเอียดสะท้อนภาพเงินเฟ้อที่ค่อนข้างเหนียว (Sticky) และคงทน (Persistent) โดยราคาในหมวดที่อยู่อาศัยยังเพิ่มขึ้นในอัตราสูง ขณะที่หมวดสินค้าหลักกลับมาเพิ่มขึ้นอีกครั้ง หลังปรับลดลงต่อเนื่อง 3 เดือนก่อน และยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อ โดยเฉพาะจากรถยนต์มือสอง ขณะที่ราคาพลังงานมีแนวโน้มกลับมาเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะปัจจัยหนุนจากการเปิดเศรษฐกิจของจีน

แผนภาพที่ 27: อัตราเงินเฟ้อชะลอตัวในเดือน ม.ค. แต่หมวดบริการยังไม่มีสัญญาณชะลอตัวชัดเจน ส่วนหนึ่งจากหมวดที่อยู่อาศัย (Shelter) ที่ยังไม่ชะลอตัวแม้ราคาเช่าและราคาบ้านในตลาดจะปรับตัวลดลงมาต่อเนื่อง 3-4 เดือนแล้ว จากผลของการส่งผ่านที่มี Lag time จากการคำนวณดัชนี

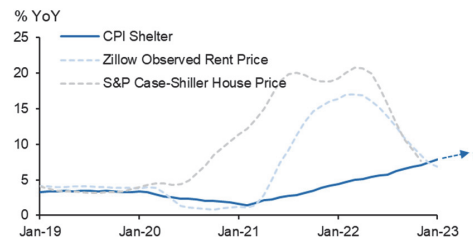
Headline and core inflation



Core inflation: goods vs. services



CPI shelter vs. Zillow rent index vs. Case-Shiller house price¹⁾

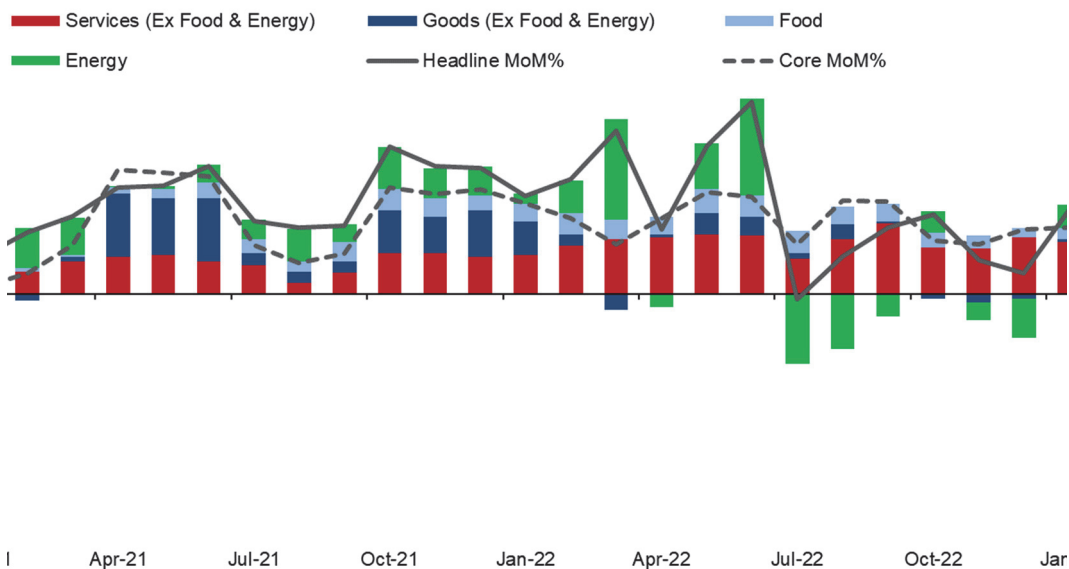


Note: Bloomberg consensus as of 7 Feb; number in () indicates weight in CPI basket.

1) Fed's VC Lael Brainard expects housing services inflation (~shelter) to decline by 3Q23 (speech at the University of Chicago Booth School of Business on 19 Jan).

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

แผนภาพที่ 28: การเพิ่มขึ้นของเงินเฟ้อยังนำโดยหมวดบริการหลัก (แท่งสีแดง) ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ขณะที่หมวดสินค้าหลัก (แท่งสีน้ำเงิน) กลับมาเพิ่มขึ้นหลังเป็นปัจจัยกดดันต่อเนื่อง 3 เดือนก่อนหน้านี้ รวมถึงหมวดพลังงาน (แท่งสีเขียว) ที่กลับมาเพิ่มขึ้น

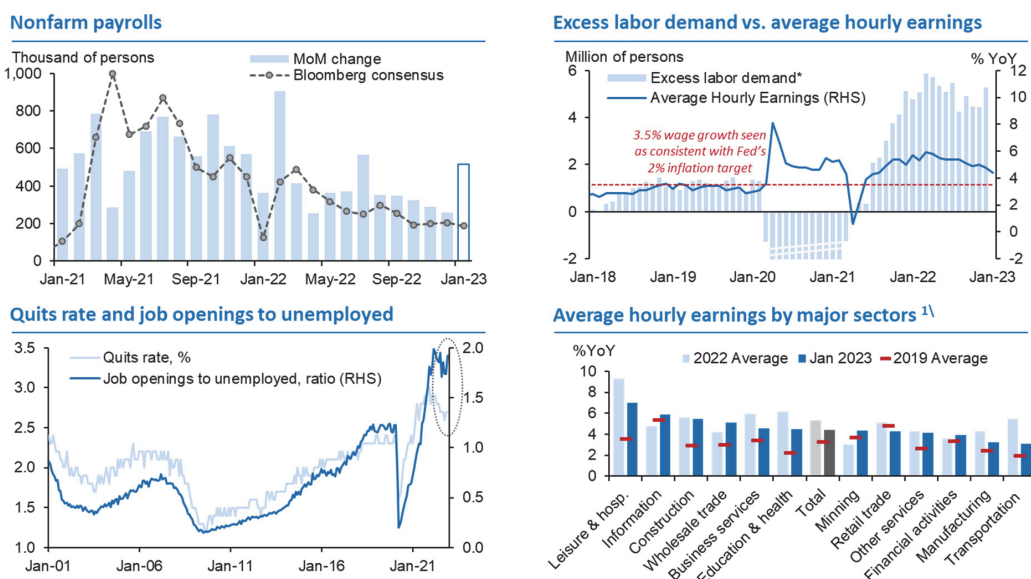


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดแรงงานยังแข็งแกร่งอย่างมาก โดยการจ้างงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm payrolls) เดือน ม.ค. เพิ่มขึ้น 5.17 แสนตำแหน่ง สูงกว่าที่ตลาดคาดอย่างมากที่ 1.88 แสนตำแหน่ง และเร่งตัวขึ้นจากเดือนก่อนที่ 2.60 แสนตำแหน่ง (ถูก Revised ปรับเพิ่มขึ้น +3.7 หมื่นตำแหน่ง) ด้านอัตราการว่างงาน (Unemployment rate) ปรับลดลง -0.1ppt เป็น 3.4% ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ค. 1969 สวนทางกับที่ตลาดคาดว่าจะปรับเพิ่มขึ้นเป็น 3.6% ขณะที่อัตราค่าจ้างเฉลี่ยรายชั่วโมง (Average Hourly Earnings) ยังขยายตัวสูง 4.4%

YoY (vs. 4.8% เดือนก่อน) แม้จะชะลอลงแต่ยังคงถือว่าสูงมากและไม่สอดคล้องกับเป้าหมายเงินเฟ้อของ Fed ที่ 2% (ตลาดและคณะกรรมการ Fed ประเมินค่าจ้างต้องอยู่ที่ระดับ 3.5%) นับเป็นปัจจัยสำคัญหนุนให้ Fed ยังต้องเดินหน้าปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยต่อเนื่อง นอกจากนี้ ตำแหน่งงานว่างเปิดใหม่ (Job Openings) ล่าสุดเดือน ธ.ค. ปรับเพิ่มขึ้นเป็น 11.0 ล้านตำแหน่ง (vs. 10.4 ล้านตำแหน่งเดือนก่อน) สวนทางกับตลาดคาดที่จะลดลง และทำให้สัดส่วนตำแหน่งงานว่างเปิดใหม่ต่อจำนวนผู้ว่างงานยังอยู่ในระดับสูงที่ 1.9

แผนภาพที่ 29: ตลาดแรงงานยังแข็งแกร่งอย่างมาก ขณะที่อัตราค่าจ้างชะลอลงแต่ยังสูงมากและยังไม่สอดคล้องกับเป้าหมายเงินเฟ้อ Fed ที่ 2%



Note: *Excess demand is the difference between job openings and unemployed persons. 1\ Sorted by rise in January (most to least).
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดแรงงานที่ยังไม่มีสัญญาณลดความร้อนแรงลงส่งผลให้คณะกรรมการ Fed ออกมาแสดงความเห็นเชิง Hawkish มากขึ้น อาทิ อัตราดอกเบี้ยจะต้องคงอยู่ที่ระดับสูงเป็นเวลานาน และอาจต้องปรับดอกเบี้ยสู่ระดับที่สูงกว่าที่ได้ประเมินไว้ใน Dot plot ที่ 5.00-5.25% ด้วย

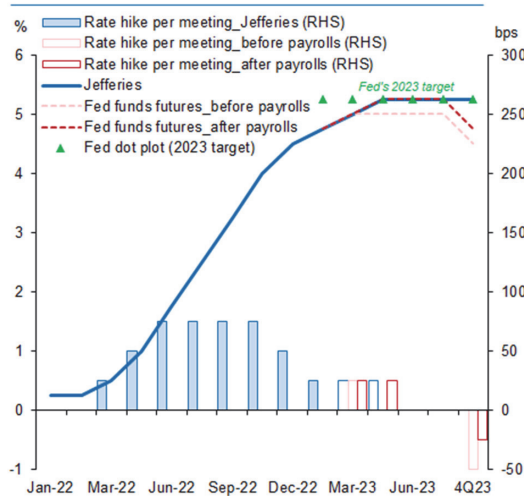
ขณะที่ตลาด (สะท้อนผ่าน Fed funds futures) ได้มีการปรับเปลี่ยนมุมมองดอกเบี้ยของ Fed เช่นเดียวกัน จากก่อนหน้านี้รายงานตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตรจะออก (3 ก.พ.) ที่มองว่า Fed จะปรับดอกเบี้ยขึ้นแต่ละระดับสูงสุดไม่ถึง 5% และจะลดดอกเบี้ยลงมากถึง -50bps ในปลายปีนี้ หลังตัวเลขการจ้างงานออก รวมถึงเงินเฟ้อ และการออกมาพูดเชิง Hawkish ของคณะกรรมการ Fed ทำให้ตลาดมองว่า Fed จะปรับดอกเบี้ยขึ้นแต่ละ

ระดับสูงสุดที่ 5.25% เป็นอย่างน้อย และมองว่าไม่จำเป็นจะมีการปรับลดดอกเบี้ยลงในปี

เรายังคงมุมมองเดิมว่า Fed จะปรับดอกเบี้ยขึ้นในอัตรา +25bps อีก 2 ครั้งในการประชุมเดือน มี.ค. และ พ.ค. ซึ่งจะนำไปสู่ระดับ Terminal rate ที่ 5.00-5.25% เท่ากับ Dot plot ล่าสุดของ Fed อย่างไรก็ดี เรามองว่ามีความเสี่ยงสูงขึ้นที่ Fed จะต้องปรับดอกเบี้ยขึ้นสูงเกินกว่าระดับ Terminal rate ดังกล่าว โดยเฉพาะหากตัวเลขตลาดแรงงานไม่มีสัญญาณแผ่วลงและตัวเลขกิจกรรมเศรษฐกิจ อาทิ การใช้จ่ายของผู้บริโภคและยอดค้าปลีกยังแข็งแกร่งอยู่ โดย Fed จะทำการทบทวน Dot plot ในการประชุมเดือน มี.ค.

แผนภาพที่ 30: คณะกรรมการ Fed ออกมาพูดแข็ง Hawkish มากขึ้น หลังตัวเลขการจ้างงานออกมาสูงกว่าคาดอย่างมาก ขณะที่ตลาดปรับมุมมองดอกเบี้ยของ Fed ขึ้น โดยมอง Terminal rate ที่ 5.25% เท่ากับ Dot plot ล่าสุดของ Fed

Federal funds rate projections ^{1\}



Fed member comments after Jan jobs report



Daly
(non voter)

The Fed's December rate forecasts, which showed a **median estimate of about 5.1% at the end of 2023**, were "a good indicator of where policy is **at least** headed," (4 Feb)



Bostic
(non voter)

If a stronger-than-expected economy persists, "It'll probably **mean we have to do a little more work**," "And I would expect that that would **translate into us raising interest rates more than I have projected** right now (of 5-5.25%)." (7 Feb)



Powell
(voter)

"We think we are **going to need to do further rate increases**," "The labor market is extraordinarily strong." If the job situation remains very hot, "**it may well be the case that we have to do more**," (7 Feb)



Kashkari
(voter)

"Right now I'm **still at around 5.4%** (for terminal rate)," "No one should overreact to one report," "But **the underlying strength of the services sector of the economy is still very robust** and that's where I think a lot of us are focusing our attention." (7 Feb)

Note: 1\ Before payrolls is 2 Feb, after payrolls is 3 Feb.

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

ความเสี่ยง Recession ยังคงอยู่ เพียงแต่เวลาที่จะเกิดขึ้น ถูกชะลอออกไป

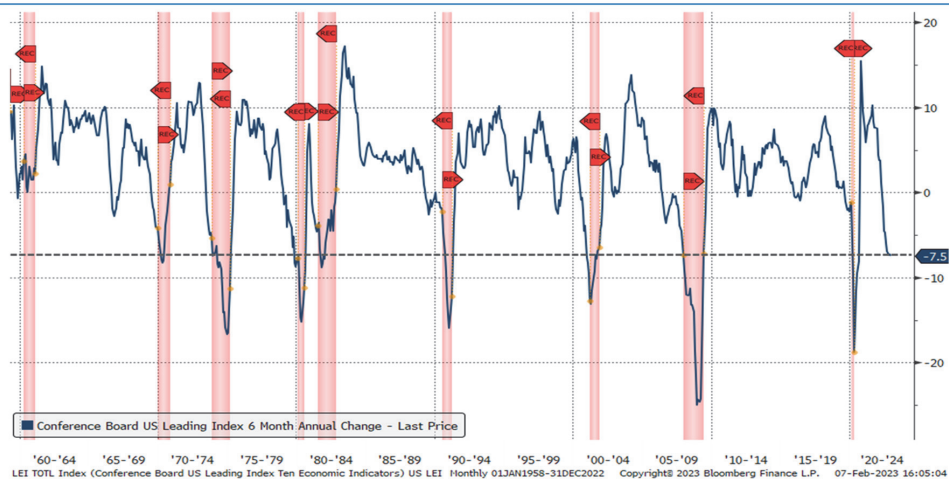
เรายังมองการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) เป็นความเสี่ยงที่เสี่ยงได้ยาก โดยเครื่องบ่งชี้ดัชนีชี้เป้าเศรษฐกิจ (LEI: Leading Indicator) ของ Conference Board ที่รวบรวมดัชนีเศรษฐกิจ 10 ตัว อาทิ จำนวนผู้ว่างงานขอรับสวัสดิการว่างงาน, ยอดคำสั่งซื้อภาคการผลิต และดัชนีหุ้น S&P500 เป็นต้น ได้อยู่ในระดับที่หดตัวมากและไม่เคยหดตัวมากขนาดนี้โดยที่ไม่มี Recession เกิดขึ้น โดยความเสี่ยง Recession ได้ลดลงไปบ้างในช่วงที่ผ่านมา ท่ามกลางตัวเลขตลาดแรงงานที่ยังแข็งแกร่งอย่าง

มากอยู่ ทำให้เรามองว่าความเสี่ยงที่จะเกิด Recession ยังคงไม่ได้หายไป เป็นเพียงการชะลอเวลาการเกิด Recession เท่านั้น กล่าวคือ จากเดิมที่มอง Recession จะเกิดในปีนี้ ก็เลื่อนไปเป็นเกิดขึ้นในปีหน้าแทน

โดยเรามองว่าเมื่อตลาดแรงงานกลับเข้าสู่ภาวะปกติและอุปสงค์ส่วนเกิน (Excess Demand) ของแรงงานได้หมดไป ประกอบกับการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดอย่างมากของ Fed จะเริ่มส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจชัดเจนมากขึ้น เศรษฐกิจน่าจะถูกกดดันจนเข้าสู่ภาวะ Recession ในที่สุด

แผนภาพที่ 31: ดัชนีชี้นำเศรษฐกิจ (LEI: Leading indicator) สะท้อนโอกาสเกิด Recession ที่สูง โดยดัชนีไม่เคยหดตัวมากขนาดนี้โดยที่ไม่มี Recession ตามมา ทำให้เรามองว่าความเสี่ยงที่จะเกิด Recession ยังคงไม่ได้หายไป

Conference Board Leading Index (6-month annual growth rate) ^{1\}



Note: 1\ Comprises 10 economic indicators i.e. 1) Average workweek, production workers, manufacturing 2) Jobless claims 3) New orders for manufacturers for consumer goods and materials 4) ISM index of new orders 5) New orders for manufacturers for nondefense capital goods excluding aircraft 6) Build permits for new private housing 7) S&P 500 stock index 8) Leading credit index 9) Interest rate spread, 10y treasury bonds less Federal funds and 10) Average consumer expectations for business conditions. Red shaded indicates recession period.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สภาต้องเร่งดำเนินการปรับขึ้นเพดานหนี้ (Debt ceiling) ภายในกลางปีนี้ เพื่อเลี่ยงความเสี่ยงผิดชำระหนี้ที่จะก่อให้เกิดผลกระทบร้ายแรงต่อเศรษฐกิจและสร้างความผันผวนในตลาดการเงิน

นาง Janet Yellen รมว.คลังได้ยื่นหนังสือต่อประธานสภาผู้แทนเมื่อวันที่ 19 ม.ค. ที่ผ่านมว่า หนี้สาธารณะได้เพิ่มขึ้นจนเพดานที่ 31.4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ แล้ว ซึ่งทางกระทรวงการคลังได้เริ่มต้นใช้มาตรการพิเศษหรือ Extraordinary Measures เพื่อชะลอการใช้จ่ายที่ไม่จำเป็นออกไป ซึ่งที่ได้เริ่มไปแล้วคือการระงับการลงทุนเพิ่มในกองทุนสำรองเลี้ยงชีพของข้าราชการ (CSRDF) และโปรชนีย์ (PSRHBF) ขณะที่ยังสามารถชะลอการจ่ายเงินบำนาญ เงินช่วยเหลือทางสุขภาพให้แก่ทหาร และเงินเดือนของข้าราชการ

การที่หนี้สาธารณะได้ชนเพดานแล้ว ส่งผลให้รัฐบาลไม่สามารถออกพันธบัตรเพื่อกู้ยืมเพิ่มได้ โดยต้องอาศัยรายได้ที่เข้ามา อาทิ รายได้จากภาษี ในการใช้จ่ายเท่านั้น รวมถึงการดึงเงินที่มีอยู่ในบัญชี (Cash balance) และการใช้มาตรการพิเศษเป็นการชั่วคราว

โดยนาง Yellen ระบุว่ากระทรวงการคลังยังไม่สามารถประเมินแน่ชัดได้ว่าเงินที่มีอยู่ในบัญชี (ราว 3.22 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ณ วันที่ 17 ม.ค.) และการใช้มาตรการพิเศษจะเพียงพอชำระหนี้รัฐบาลได้จนถึงเมื่อไหร่ (X-date) แต่คาดว่าจะเพียงพอไปจนถึงต้นเดือน มิ.ย. เป็นอย่างน้อย โดยสิ่งที่ไม่แน่นอนคือการประเมินรายได้ที่จะเข้ามา โดยเฉพาะภาษีที่มีกำหนดจ่ายในเดือน เม.ย.

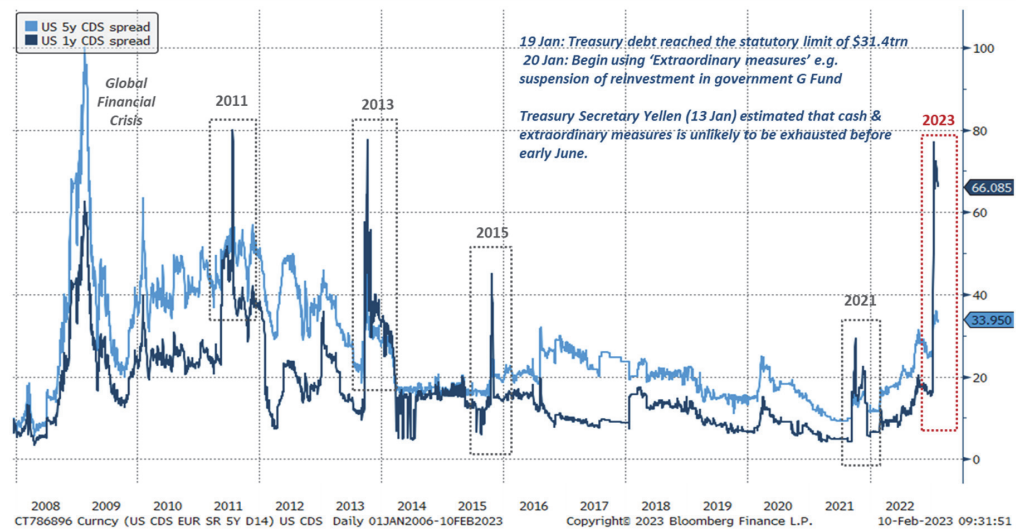
ทั้งนี้ X-date ถูกประเมินกันในตลาดว่าจะอยู่ในช่วงปลายไตรมาส 2 ถึงช่วงไตรมาส 3 โดยหากสภา Congress ไม่รีบดำเนินการปรับขึ้นเพดานหนี้โดยเร็วก็นับเป็นความเสี่ยงต่อการผิดนัดชำระหนี้ (Defaults) ที่จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจอย่างร้ายแรงตามมา โดยเฉพาะการถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ ซึ่งจะส่งผลให้ต้นทุนการกู้ยืมสูงขึ้น และความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจที่ลดลงกระทบการใช้จ่ายและการลงทุน เช่นเดียวกับที่ได้เกิดขึ้นในปี 2011 นับเป็นการเพิ่มความเสี่ยงต่อการเกิด Recession

โดยการเจรจาเพื่อปรับเพิ่มเพดานหนี้ให้สูงขึ้นนั้นคาดว่าจะไม่ราบรื่นนักเช่นเดียวกับในปี 2011 เนื่องจากเป็นสภาเสียงแตก (Divided Congress) ซึ่งในปัจจุบัน พรรค Republican ได้ครองเสียงข้างมากในสภาผู้แทนฯ และมีความต้องการให้รัฐบาล (ซึ่งเป็น Democrat) ลดการใช้จ่ายลงเพื่อแลกเปลี่ยนกับการโหวตปรับขึ้นเพดานหนี้ให้ ซึ่งรัฐบาลยืนยันกรานไม่ปรับลดและระบุว่าการปรับขึ้นเพดานหนี้ควรปราศจากเงื่อนไข

ในอดีต ภาวะที่ตลาดกังวลถึงความเป็นไปได้ที่ทางการสหรัฐฯ อาจผิดนัดชำระหนี้ นั้น จะเห็นตลาดการเงินมีความผันผวนมากขึ้น สะท้อนผ่านการปรับขึ้นของดัชนี VIX รวมทั้งความกังวลของตลาดที่กังวลว่าอาจเกิดการผิดนัดชำระหนี้ขึ้นมาได้ ดังจะเห็นได้จากการติดตัวขึ้นของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น และการพุ่งขึ้นของ CDS spread ที่อยู่ในระดับสูงเทียบเท่ากับตอนปี 2011 และ 2013 ที่เกิดสถานการณ์เดียวกัน

แผนภาพที่ 32: ตลาดแสดงความกังวลต่อประเด็นเพดานหนี้ สะท้อนผ่าน CDS Spread ระยะ 1 ปี ที่พุ่งขึ้นสูงเทียบเท่าตอนเกิดสถานการณ์เดียวกันในปี 2011 และ 2013

US Sovereign CDS Spreads: 5 year & 1 year



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

เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจยุโรปส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นเข้าสู่ปี 2023 สะท้อนผ่านดัชนีชี้นำเศรษฐกิจเดือน ม.ค. อย่าง PMI ภาคบริการที่กลับมาขยายตัวในรอบ 6 เดือน และภาคการผลิตฟื้นตัวดีขึ้นเข้าใกล้ระดับขยายตัว ขณะที่เศรษฐกิจอาจสามารถเลี่ยง Recession ที่คาดการณ์เป็นวงกว้างในตลาดเอาไว้ได้ หลัง GDP ไตรมาส 4/2022 ตัวเลขเบื้องต้นออกมาขยายตัวสวนทางกับที่คาด ส่วนหนึ่งจากสถานการณ์ขาดแคลนก๊าซที่คลี่คลาย โดยราคาก๊าซปรับลดลงมาก (กว่า 80% จากระดับสูงสุด) ขณะที่ก๊าซในคลังสำรองอยู่ในระดับสูง (สูงกว่าช่วงเดียวกันปีก่อนราวเท่าตัว) อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจยังคงเผชิญความเสี่ยงด้านต่ำ อาทิ สงครามรัสเซีย-ยูเครนที่ยังคงอยู่และมีความไม่แน่นอน และการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดของ ECB ทั้งการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างรวดเร็ว ซึ่งเรคาดจะปรับขึ้นอีกอย่างน้อย +75bps (จากปัจจุบันที่ 2.5%) ในปีนี้ และการลดการถือครองพันธบัตร (QT) ที่จะกระทบต่อสภาพคล่องในตลาดที่จะเริ่มต้นขึ้นในเดือน มี.ค.

โมเมนตัมเศรษฐกิจส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นเข้าสู่ปี 2023 หลังสถานการณ์ขาดแคลนก๊าซคลี่คลาย แต่ยังคงอ่อนแอ

เศรษฐกิจส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นเข้าสู่ปี 2023 สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ภาคบริการเดือน ม.ค. ที่ปรับตัวดีขึ้นกลับเข้าสู่เกณฑ์ขยายตัว (เหนือ 50 จุด) เป็นครั้งแรกในรอบ 6 เดือน (+1.0, 50.8 จุด) ขณะที่ภาคการผลิตฟื้นตัวดีขึ้นเข้าใกล้ระดับที่เป็นการขยายตัว (+1.0, 48.8 จุด) จากสถานการณ์ขาดแคลนก๊าซที่คลี่คลายลง โดยราคาก๊าซในตลาดยุโรปได้ปรับตัวลดลงมาก (กว่า 80% จากระดับสูงสุด) ขณะที่ก๊าซในคลังสำรองอยู่ในระดับสูง (สูงกว่าช่วงเดียวกันปีก่อนราวเท่าตัว)

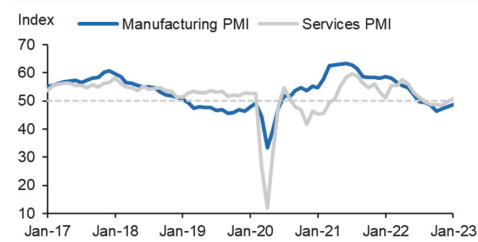
ด้านความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) ปรับตัวดีขึ้นเช่นกันสู่ระดับสูงสุดในรอบเกือบ 1 ปี หรือก่อนเกิด

สงครามรัสเซีย-ยูเครน (+1.2, -20.9 จุด) ท่ามกลางแรงกดดันด้านราคาที่ได้ผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว

อย่างไรก็ดี ตัวเลขกิจกรรมเศรษฐกิจจริงอย่างยอดขายปลีก (Retail Sales) ยังคงอ่อนแอ โดยหดตัวต่อเนื่อง 3 เดือน (-2.8% YoY เดือน ธ.ค. vs. -2.5% เดือนก่อน) สะท้อนการใช้จ่ายของผู้บริโภคที่ยังคงโดนกดดัน นอกจากนี้ ได้เริ่มเห็นผลของการดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวดของ ECB ต่อกิจกรรมเศรษฐกิจ สะท้อนผ่านยอดปล่อยสินเชื่อที่ชะลอลงต่อเนื่อง 4 เดือน โดยเดือน ธ.ค. ยอดปล่อยสินเชื่อภาคธุรกิจชะลอลงเป็น 6.3% YoY (vs. 8.3% เดือนก่อน) ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ค. 2022 ขณะที่ยอดปล่อยสินเชื่อครัวเรือนชะลอลงเป็น 3.8% YoY (vs. 4.1% เดือนก่อน) ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ค. 2021 ทำให้แม้แนวโน้มเศรษฐกิจจะมีทิศทางดีขึ้น แต่ก็ยังอ่อนแออย่างมากอยู่

แผนภาพที่ 33: เครื่องชี้วัดกิจกรรมเศรษฐกิจส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นทั้งดัชนี PMI และความเชื่อมั่นผู้บริโภค อย่างไรก็ตาม ยอดค้าปลีกยังคงอ่อนแอ ขณะที่การปล่อยสินเชื่อชะลอลงมากสะท้อนผลของการดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวดที่เริ่มปรากฏ

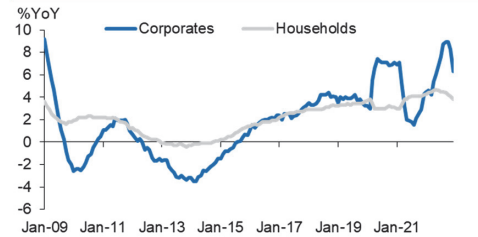
Manufacturing vs. Services PMI



Consumption



Credit growth (adjusted for sales and securitization)



Trade



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

GDP ไตรมาส 4/2022 ขยายตัวสวนตลาดคาด สร้างความหวังว่าเศรษฐกิจอาจเลี่ยง Recession เอาไว้ได้

GDP ไตรมาส 4/2022 (เบื้องต้น) ออกมาขยายตัว 0.1% QoQ ดีกว่าตลาดคาดที่จะหดตัว -0.1% แต่ชะลอตัวลงจาก 0.3% ไตรมาสก่อน โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน GDP ขยายตัว 1.9% YoY (vs. 2.3% ไตรมาสก่อน) ขณะที่มูลค่าทางเศรษฐกิจของยูโรโซนอยู่เหนือระดับก่อนเกิด COVID-19 (หรือไตรมาส 4/2019) ที่ 2.4%

GDP ที่ออกมาดีกว่าที่ตลาดคาดนี้ ส่วนหนึ่งเป็นผลจากเศรษฐกิจของประเทศไอร์แลนด์ที่ขยายตัวสูง 3.5% QoQ (vs. 2.3% ไตรมาสก่อน) จากการลงทุนของธุรกิจข้ามชาติ อาทิ Alphabet, Google และ Twitter นับเป็นปัจจัยหนุนเศรษฐกิจของยูโรโซนโดยรวมในไตรมาสนี้ราว +0.1ppt กล่าวคือถ้าไม่นับรวมไอร์แลนด์ เศรษฐกิจของยูโรโซนจะไม่ขยายตัว (0.0%) ในไตรมาสนี้

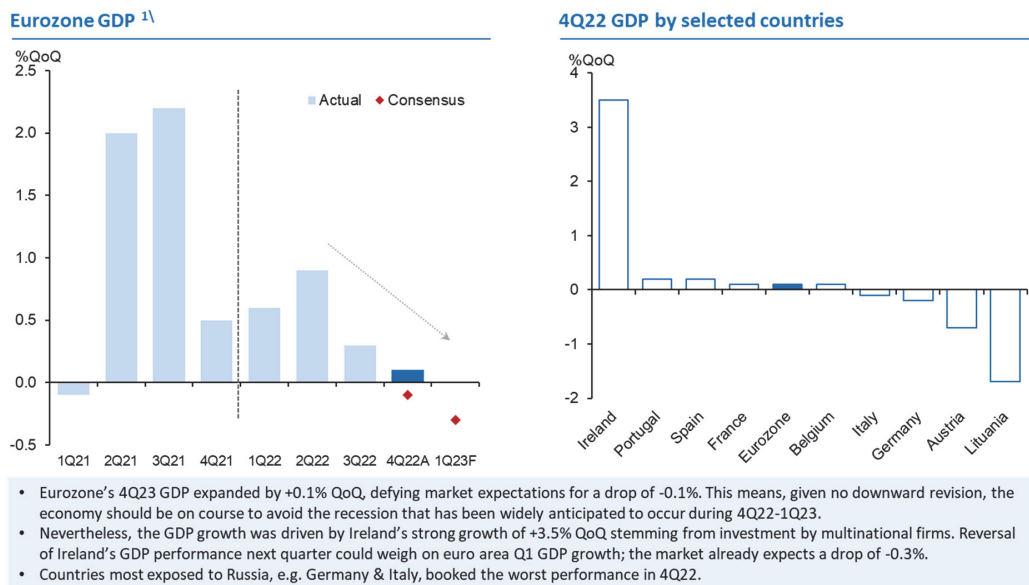
ขณะที่ GDP ของ 4 ประเทศหลัก ได้แก่ ฝรั่งเศส (0.1% vs. ตลาดคาด 0.0%) และสเปน (0.2% vs. ตลาดคาด 0.1%)

ขยายตัวดีกว่าคาด แต่เยอรมนี (-0.2% vs. ตลาดคาด 0.0%) และอิตาลี (-0.1% vs. ตลาดคาด -0.2%) หดตัว

GDP ยูโรโซนเบื้องต้นที่ออกมาขยายตัวสวนทางกับที่ตลาดคาด ช่วยลดความเสี่ยงการเกิด Recession ที่คาดการณ์เป็นวงกว้างในตลาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงไตรมาส 4/2022-ไตรมาส 1/2023 ขณะที่เครื่องชี้เศรษฐกิจต่างๆ อาทิ ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) และดัชนีความเชื่อมั่นเศรษฐกิจ (Economic Confidence) เดือน ม.ค. สะท้อนภาพเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวดีขึ้น และได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว ตลาดแรงงานยังแข็งแกร่ง และอัตราเงินเฟ้อทั่วไปได้ชะลอตัวลงตามราคาดังกล่าว

อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจยูโรโซนยังคงเผชิญความเสี่ยงด้านต่ำ อาทิ สงครามรัสเซีย-ยูเครนที่ยังคงอยู่และสร้างความไม่แน่นอนให้กับเศรษฐกิจ รวมถึงการดำเนินนโยบายเข้มงวดขึ้นมากของ ECB ทั้งการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างรวดเร็วและการลดขนาดงบดุล โดย Bloomberg consensus คาด GDP ไตรมาส 1/2023 จะหดตัว -0.3% QoQ

แผนภาพที่ 34: GDP ของยูโรโซนขยายตัว 0.1% QoQ ในไตรมาส 4/2022 สวนทางกับที่ตลาดคาดว่าจะหดตัว -0.1% เนื่องจากได้รับแรงหนุนจากไอร์แลนด์ที่เศรษฐกิจขยายตัวสูง



Note: 1\ This is just an advance estimate which may be subjected to revision.

Bloomberg consensus forecast as of 7 Feb.

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

เงินเพื่อทั่วไปจะลดลงต่ำกว่าที่คาดในเดือน ม.ค. จากราคาพลังงาน แต่เงินเพื่อพื้นฐานยังทรงตัวในระดับสูง หนุน ECB ปรับดอกเบี้ยขึ้นในอัตราสูง +50bps ต่อเนื่องในการประชุมเดือน มี.ค.

เงินเพื่อทั่วไป (HICP Inflation) ได้ขยายตัวผ่านจุดสูงสุดไปแล้วเช่นเดียวกับในสหรัฐฯ โดยในเดือน ม.ค. เงินเพื่อทั่วไปได้ชะลอตัวลงเป็น 8.5% YoY จาก 9.2% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 8.9% โดยนับเป็นการชะลอตัวลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 โดยหลักเป็นผลจากราคาพลังงานที่ชะลอตัวต่อเนื่อง (17.2% vs. 25.5% เดือนก่อน)

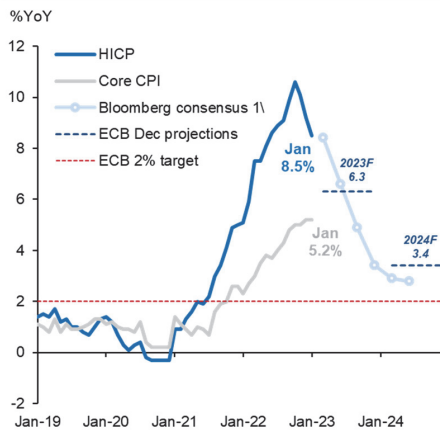
อย่างไรก็ดี อัตราเงินเพื่อพื้นฐาน (Core CPI) ซึ่งเป็นสิ่งที่ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ให้ความสนใจเป็นพิเศษในขณะนี้ ยังไม่มีสัญญาณชะลอตัวชัดเจน โดยในเดือน ม.ค. ยังทรงตัวในระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 5.2% YoY เท่ากับเดือนก่อนหน้า ส่วนทางกับที่ตลาดคาดที่จะชะลอตัวเล็กน้อยเป็น 5.1% ส่วนหนึ่งจากตลาดแรงงานที่ค่อนข้างตึงตัว ทำให้เรามองว่า ECB ยังมีความจำเป็นที่จะต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตราสูง +50bps ต่อ

เนื่องในการประชุมเดือน มี.ค.นี้ (จากระดับปัจจุบันที่ 2.50%)

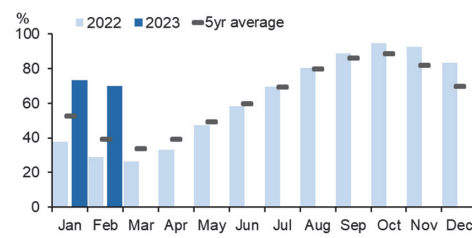
ทั้งนี้ เรามองเงินเพื่อปี 2023F ยังมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูงจาก 1) ราคาพลังงาน โดยเฉพาะก๊าซที่อาจกลับมาเพิ่มขึ้นสูงในช่วงครึ่งหลังของปีจากความเสี่ยงที่ยูโรโซนอาจหาอุปทานก๊าซมาชดเชยส่วนที่ขาดหายไปจากรัสเซียได้ไม่เพียงพอ โดยเฉพาะหลังจากอุปสงค์ก๊าซของจีนที่มีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ 2) ตลาดแรงงานที่ตึงตัวอย่างมากเช่นเดียวกับของสหรัฐฯ ทำให้ค่าจ้างแรงงานในยูโรโซนปรับเพิ่มขึ้นในระดับสูง (เหนือระดับก่อนเกิด COVID ราว 7%) และ 3) มาตรการทางคลังของประเทศสมาชิกเพื่อลดทอนผลกระทบจากราคาพลังงานที่สูง (ราว 6 แสนล้านยูโรตั้งแต่เดือน ก.ย. 2021) ซึ่ง ECB ได้แสดงความกังวลมากขึ้นว่ามาตรการลดทอนผลกระทบพลังงานที่ออกมา อาทิ การให้เงินช่วยเหลือ, การลดภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) กับพลังงาน และการลดราคาพลังงาน จะหนุนให้เกิดอุปสงค์ส่วนเกิน (Excess demand) ขึ้นในระบบเศรษฐกิจและทำให้เงินเพื่อยังคงขยายตัวในระดับสูง

แผนภาพที่ 35: พัฒนาการด้านก๊าซ ทั้งราคาที่ปรับลดลงและปริมาณก๊าซในคลังที่สูง ช่วยหนุนแนวโน้มเศรษฐกิจให้ดีขึ้น ขณะที่ช่วยให้อัตราเงินเฟ้อมีทิศทางชะลอลง อย่างไรก็ดี เงินเพื่อพื้นฐานยังทรงตัวในระดับสูง สร้างความกังวลให้แก่ ECB

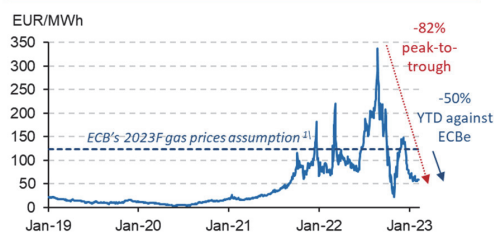
Inflation: headline vs. core



EU gas storage (as of 7 Feb)



Dutch TTF gas prices (as of 7 Feb)



Note: 1\ Bloomberg consensus as of 31 Jan. 1\ December forecast.

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

ECB ยังต้องเดินหน้าใช้นโยบายการเงินเข้มงวดต่อเนื่องทั้งการปรับขึ้นดอกเบี้ยและการทำ QT ที่จะเริ่มต้นขึ้นในเดือน มี.ค.

การประชุมธนาคารกลางยุโรป (ECB) ครั้งล่าสุดวันที่ 2 ก.พ. ECB ได้มีมติปรับอัตราดอกเบี้ย Deposit Facility rate ขึ้น +50bps สู่ระดับ 2.50% ตามคาดการณ์ของตลาด รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Marginal Lending rate (เป็น 3.25%) และอัตราดอกเบี้ย Main Refinancing rate (เป็น 3.00%) พร้อมทั้งส่งสัญญาณอย่างชัดเจนว่าอัตราดอกเบี้ยจะถูกปรับขึ้นต่อไปอีก โดยระบุว่าปรับดอกเบี้ยขึ้นในอัตรา +50bps ต่อเนื่องในการประชุมครั้งถัดไปวันที่ 16 มี.ค. ก่อนที่จะพิจารณาแนวทางของนโยบายการเงินหลังจากนั้นอีกที โดย ECB ยังย้ำว่าการตัดสินใจเรื่องอัตราดอกเบี้ยในอนาคตจะขึ้นอยู่กับตัวเลขเศรษฐกิจที่รายงานออกมา (Data dependent) และจะพิจารณาในแต่ละรอบการประชุม (Meeting-by-meeting)

ด้านการลดขนาดงบดุลผ่านการลดการถือครองสินทรัพย์ภายใต้มาตรการ Asset Purchase Programme (APP) หรือ QT นั้น ECB ย้ำว่าจะเริ่มต้นลดการถือครองในอัตราเฉลี่ยเดือนละ 1.5 หมื่นล้านยูโร นับตั้งแต่เดือน มี.ค. จนถึงสิ้นเดือน มิ.ย. ตามที่ได้ระบุในการประชุมเดือน ธ.ค. 2022 ส่วนการลดการถือ

ครองนับตั้งแต่เดือน ก.ค. จะมีการพิจารณาในภายหลัง

อย่างไรก็ดี การถือครองสินทรัพย์ภายใต้มาตรการ PEPP (Pandemic Purchase Programme) จะยังไม่มีเปลี่ยนแปลงใดๆ จนกระทั่งผ่านพ้นปี 2024 ไปเป็นอย่างน้อย

นาง Christine Lagarde ประธาน ECB ระบุในแถลงการณ์หลังการประชุมว่าความเสี่ยงต่อแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อมีความสมดุลมากขึ้น (Balanced risk) ขณะที่ภารกิจของ ECB ยังไม่เสร็จสิ้น แม้ราคาพลังงานจะปรับลดลงก็ตามและ Fed จะได้ชะลอการเร่งปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย แต่แรงกดดันด้านราคายังคงสูงมาก (อาจจะผ่าน Core CPI ที่ขยายตัวสูงสุดเป็นประวัติการณ์) ทำให้การปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตราสูงยังมีความจำเป็น

ด้านสถานะทางการเงิน การใช้นโยบายการเงินเข้มงวดส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่องและต้นทุนกู้ยืมของภาคเอกชนมีราคาแพงขึ้น ส่งผลให้การปล่อยสินเชื่อให้กับธุรกิจเอกชนชะลอลงมากในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา ส่วนการปล่อยสินเชื่อภาคครัวเรือนอ่อนแอลงเช่นกัน จากทั้งอัตราดอกเบี้ยที่สูง ความจำเป็นของเงินกู้ที่ลดลง และการเพิ่มความเข้มงวดในการขอสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์

การส่งสัญญาณของ ECB ที่ชัดเจนว่าจะปรับดอกเบี้ยขึ้นในอัตราสูง +50bps ในการประชุมครั้งถัดไป ประกอบกับอัตราเงินเฟ้อที่แม้จะชะลอลงแต่ก็ยังขยายตัวสูงกว่าเป้าหมาย 2% อย่างมาก (8.5% YoY เดือน ม.ค.) ขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานขยายตัวสูงสุดเป็นประวัติการณ์ (5.2% YoY) และยังมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูงจากตลาดแรงงานที่ตึงตัวและมาตรการลดทอนผลกระทบจากราคาพลังงานของรัฐบาลในหลายประเทศ ทำให้เราปรับเพิ่มคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยสูงสุด (Terminal rate) ของ ECB ขึ้นเล็กน้อยเป็น 3.25% (จากเดิม 3.00%)

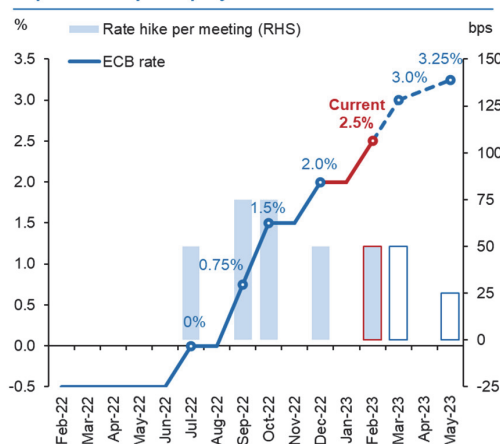
โดยคาด ECB จะปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตราสูง +50bps ในการประชุมวันที่ 16 มี.ค. ก่อนที่จะปรับขึ้นในอัตราลดลงเป็น

+25bps ในการประชุมวันที่ 4 พ.ค. ซึ่งโดยหลักจะขึ้นอยู่กับประมาณการเศรษฐกิจและเงินเฟ้อใหม่ของ ECB ที่จะเปิดเผยในการประชุมเดือน มี.ค.

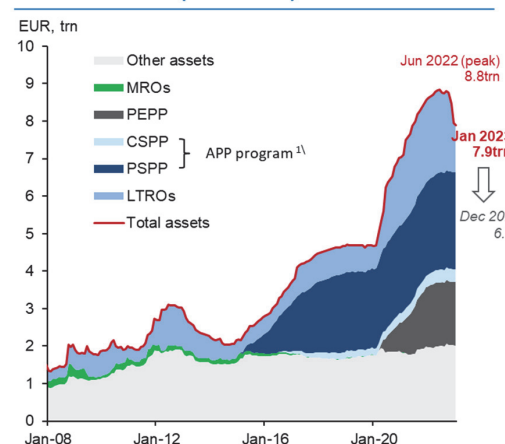
ด้านการลดขนาดงบดุล เรามองว่ามีโอกาสที่ ECB จะตัดสินใจลดการถือครองพันธบัตรที่ครบอายุทั้งหมดนับตั้งแต่เดือน ก.ค. ซึ่งจะทำให้การถือครองพันธบัตรของ ECB ลดลงราว 2.10 แสนล้านยูโร ในปีนี้ ขณะที่จะมีเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำผ่านโครงการ TLTROs ที่หมดอายุในปีนี้ 8.12 แสนล้านยูโร ดังนั้นคาดว่าจะทำให้งบดุลของ ECB ลดลงแตะระดับ 6.4 ล้านล้านยูโร ณ สิ้นปีนี้ จากระดับสูงสุดที่ 8.8 ล้านล้านยูโร กลางปี 2022 (หรือลดลงราว 27%)

แผนภาพที่ 36: เราคาด ECB จะปรับดอกเบี้ยขึ้นสู่ระดับสูงสุดหรือ Terminal rate ที่ 3.25% ขณะที่งบดุลของ ECB อาจลดลงแตะระดับ 6.4 ล้านล้านยูโร ณ สิ้นปีนี้ จากระดับสูงสุดที่ 8.8 ล้านล้านยูโร กลางปี 2022 (หรือลดลงราว 27%)

Deposit facility rate projections



ECB balance sheet (as of 31 Jan)

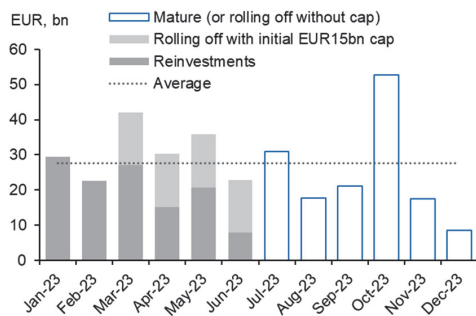


Note: 1\ APP program also includes CBPP3 and ABSPP but they account for only small amount and therefore we put them in other assets.

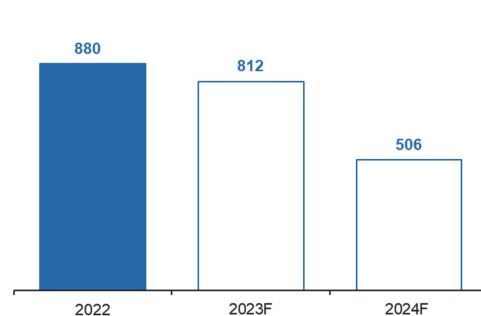
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 37: หาก ECB ตัดสินใจลดการถือครองพันธบัตรที่ครบอายุทั้งหมดนับตั้งแต่เดือน ก.ค. จะทำให้การถือครองพันธบัตรของ ECB ลดลงราว 2.10 แสนล้านยูโรในปีนี้ (แบ่งสี่เท่าและแบ่งสี่เขียว) ขณะที่จะมีเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำผ่านโครงการ TLTROs ที่หมดอายุในปีนี้ 8.12 แสนล้านยูโร

Estimated bond redemption under APP program



Amount of TLTROs to expire (EUR, bn)



- ECB balance sheet has shrunk by EUR900bn from peak of EUR8.8trn in Jun 2022 to EUR7.9trn as of 31 Jan 2023, owing largely to the repayment of cheap TLTRO loans.
- Balance sheet is set to shrink further this year as QT kicks off with an initial cap set at EUR15bn/month from Mar to end of Jun. Assuming the ECB lift the cap from Jul onwards, we could see a total bond holding reduction of ~EUR209bn in 2023F.
- In addition, there will be EUR812bn of TLTRO cheap loans maturing in 2023 with the bulk in Q2. Banks also have the opportunity for early repayment of EUR506bn in loans that mature in 2024F.
- In sum, QT and TLTRO repayments could reduce the ECB's balance sheet to EUR6.9trn by end-2023 (down -13% from current level of EUR7.9trn or -22% from peak of EUR8.8trn in mid-2022). This does not take into account the amount of TLTRO that will mature in 2024 (could opt for early repay this year).

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

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจจีนฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็วหลังการผ่อนคลายมาตรการควบคุม COVID-19 ทั่วประเทศตั้งแต่ปลายปี 2022 สะท้อนผ่านดัชนี PMI และ High Frequency Data ด้านการประชุม CEWC ปลายเดือน ธ.ค. ได้มีการเปิดเผยแนวทางการเติบโตของเศรษฐกิจจีนในปี 2023 โดยจะมุ่งเน้นไปที่การกระตุ้นการบริโภคภายในประเทศผ่านการจ้างงานและการส่งเสริมด้านที่อยู่อาศัยเป็นแรงหนุนหลัก ส่วนการควบคุมบริษัทเทคโนโลยีคาดว่าจะมีการลดความเข้มข้นในการควบคุมลง เนื่องจากมีการเน้นย้ำว่าจะส่งเสริมให้จีนมีความสามารถในการพึ่งพิงและพัฒนาตนเองทางด้านเทคโนโลยี ในขณะที่จะมีการส่งเสริมบุคลากรทางด้านเทคโนโลยีและดึงดูดผู้เชี่ยวชาญใหม่ๆ เข้ามา ด้านการดำเนินนโยบายการเงินการคลังจะยังคงเป็นไปในทางที่ระมัดระวังโดยจะเน้นไปที่อุตสาหกรรมเป้าหมาย เช่น บริษัทขนาดเล็ก, การลงทุนเทคโนโลยีและการลงทุนด้านสิ่งแวดล้อม รวมถึงการเสริมสภาพคล่องทั้งระบบให้เหมาะสมกับการเติบโตของเศรษฐกิจ

กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน ม.ค. พ้นตัวขึ้นหลังมีการยกเลิกมาตรการควบคุม COVID ในประเทศ

กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน ม.ค. พ้นตัวขึ้น โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการเงิน (Official Manufacturing PMI) เดือน ม.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +3.1 จุด เป็น 50.1 จุด พลิกกลับมาอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว (สูงกว่า 50 จุด) ครั้งแรกในรอบ 4 เดือน ด้านดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาก +12.8 จุด เป็น 54.4 จุด จากดัชนีภาคบริการที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น +14.6 จุด เป็น 54.0 จุด หลังการผ่อนคลายมาตรการควบคุม COVID ด้านดัชนีภาคก่อสร้างปรับตัวเพิ่มขึ้น +2.0 จุด เป็น 56.4 จุด

ด้านอุปสงค์ในประเทศ ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ธ.ค. หดตัวลงเป็น -1.8% YoY จาก -5.9% ในเดือนก่อน และหดตัวน้อยกว่าตลาดคาดที่ -9.0% การฟื้นตัวนำโดยยอดขายรถยนต์ (4.6% vs. -4.2% เดือนก่อน), อุปกรณ์การสื่อสาร (-4.5% vs. -17.6% เดือนก่อน) และเครื่องใช้ในครัวเรือน (-13.1% vs. -17.3% เดือนก่อน) ขณะที่ยอดขายในร้านอาหาร (-14.1% vs. -8.4% เดือนก่อน) หดตัวเพิ่มขึ้นจากผลกระทบของการแพร่ระบาดของ COVID-19 หลังผ่อนคลายมาตรการควบคุม

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ธ.ค. ชะลอตัวลงเป็น 1.3% YoY จาก 2.2% ในเดือน

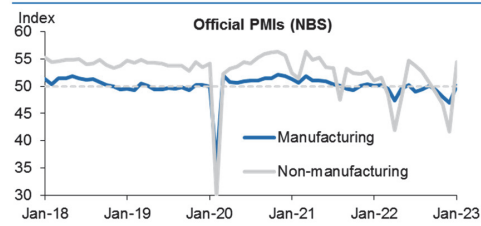
ก่อน แต่สูงกว่าตลาดคาดที่ 0.1% นำโดยผลผลิตรถยนต์ไฟฟ้า (55.5% vs. 60.5% เดือนก่อน) ที่ยังคงขยายตัวในระดับสูง และอุปกรณ์สื่อสารและคอมพิวเตอร์ (1.1% vs. -1.1% เดือนก่อน) ที่ฟื้นตัวขึ้น ขณะที่ผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (-2.6% vs. 7.1% เดือนก่อน) และผลผลิตรถยนต์ (-5.9% vs. 4.9% เดือนก่อน) พลิกหดตัว

ส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เดือน ธ.ค. ขยายตัว 5.1% YoY YTD ชะลอตัวลงจากเดือนก่อนที่ 5.3% แต่สูงกว่าตลาดคาดที่ 5.0% โดยการลงทุนเร่งตัวขึ้นในการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน (9.4% vs. 8.9% เดือนก่อน) แต่ชะลอตัวลงในภาคการผลิต (9.1% vs. 9.3% เดือนก่อน) ขณะที่การลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (-10.0% vs. -9.8% เดือนก่อน) ยังคงหดตัวต่อเนื่อง

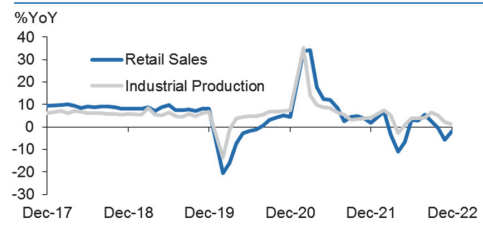
ด้านต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน ธ.ค. หดตัว -9.9% YoY เพิ่มขึ้นจาก -8.9% ในเดือนก่อน แต่หดตัวน้อยกว่าตลาดคาดที่ -11.1% ด้านยอดนำเข้า (Imports) หดตัว -7.5% YoY ลดลงจาก -10.6% ในเดือนก่อน และหดตัวน้อยกว่าตลาดคาดที่ -10.0% ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน ธ.ค. เกินดุล 78.01 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เพิ่มขึ้นจาก 69.25 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือนก่อน

แผนภาพที่ 38: ดัชนี PMI เดือน ม.ค. ทั้งในและนอกภาคการผลิตพลิกกลับมาอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว (สูงกว่า 50 จุด) ครั้งแรกในรอบ 4 เดือน ขณะที่กิจกรรมเศรษฐกิจจริงฟื้นตัวดีขึ้นในเดือน ธ.ค.

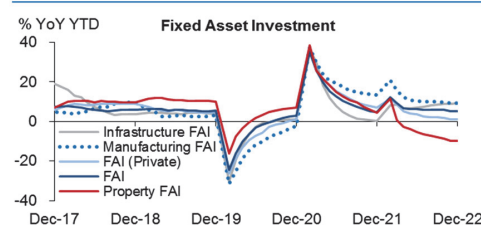
Manufacturing vs. Services PMI



Economic activity



Fixed asset investment (3MMA)



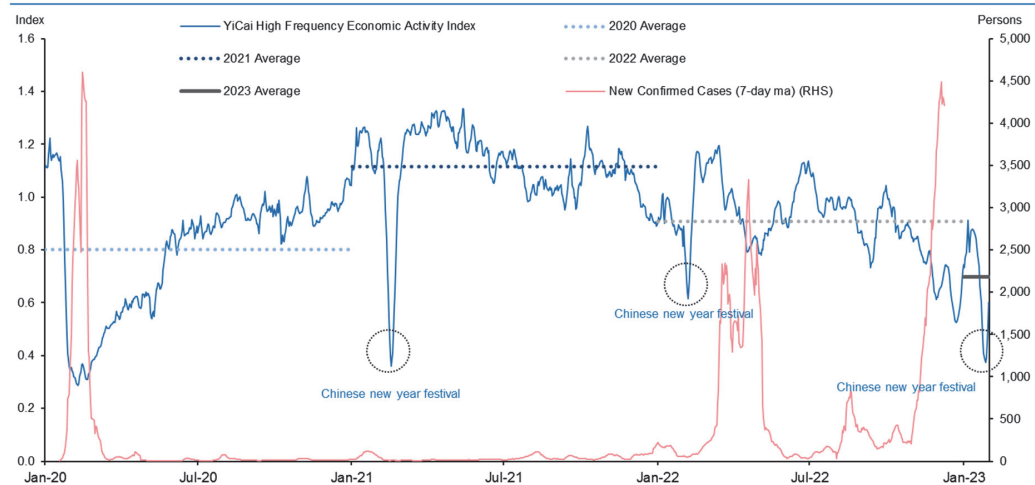
Trade



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

แผนภาพที่ 39: กิจกรรมเศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็วภายหลังการผ่อนคลายมาตรการควบคุม COVID แต่ยังไม่กลับเข้าสู่ระดับค่าเฉลี่ยของปี 2022

High frequency economic activity index



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

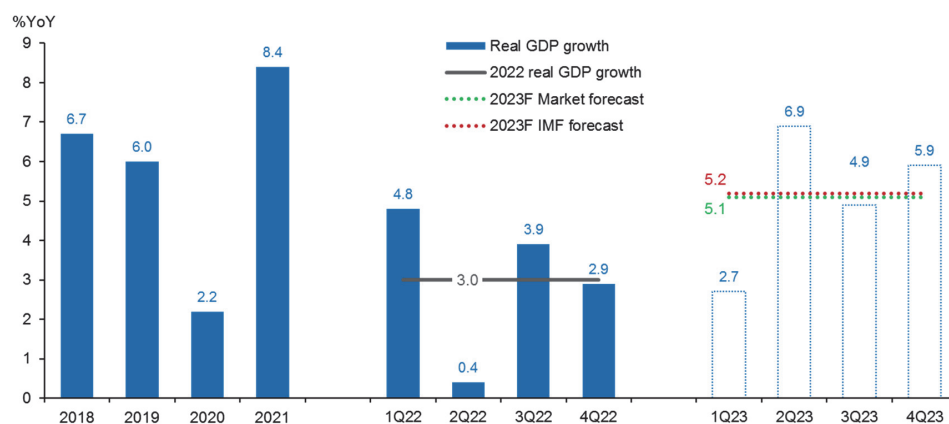
GDP ไตรมาส 4 ขยายตัว 2.9% YoY ส่งผลให้ทั้งปี 2022 เศรษฐกิจจีนเติบโต 3.0%

GDP ไตรมาส 4/2022 ขยายตัว 2.9% YoY สูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 1.6% แต่ชะลอตัวลงจากที่เติบโต 3.9% ในไตรมาสก่อน ขณะที่เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน GDP ไม่ขยายตัว (0.0% QoQ) ชะลอตัวลงจาก 3.9% ในไตรมาสก่อน จากผลของการใช้มาตรการจำกัดการเดินทางเพื่อคุม COVID-19 ที่มีความเข้มงวดสำหรับทั้งปี 2022 เศรษฐกิจจีนเติบโต 3.0% YoY สูงกว่าตลาดคาดที่ 2.7% แต่ต่ำกว่าเป้าหมายของทางการจีนที่ “ราว 5.5%”

การผ่อนปรนมาตรการควบคุม COVID-19 ทั่วประเทศตั้งแต่ปลายปี 2022 ส่งผลให้เศรษฐกิจจีนฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว อย่างไรก็ตาม ในช่วงของการเปลี่ยนผ่านนโยบายจากการป้องกันการแพร่ระบาดเป็นการอยู่ร่วมกับ COVID อาจทำให้เกิดการตื่นตระหนกของประชาชนในช่วงของการเปลี่ยนผ่าน ส่งผลให้คาดว่าเศรษฐกิจจีนในไตรมาส 1/2023 จะยังคงถูกกดดันจากปัจจัยดังกล่าว โดยตลาด (Bloomberg consensus) คาด GDP จะขยายตัวเพียง 2.7% YoY

แผนภาพที่ 40: GDP ไตรมาส 4 ชะลอลงเป็น 2.9% YoY จาก 3.9% ไตรมาสก่อน โดยตลาดคาดเศรษฐกิจไตรมาส 1/2023 จะขยายตัวดีขึ้นเป็น 3.0% และทั้งปี 2023F คาด GDP จะขยายตัว 5.1%

Real GDP growth



Note: Market forecast as of 7 February.

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

แผนภาพที่ 41: จีนผ่อนคลายมาตรการควบคุม COVID-19 ต่อเนื่องในช่วงปลายปี 2022

Development of COVID control measures

Key dimension	Before Nov 2022	20 measures (Nov 2022)	10 measures (Dec 2022)	Reopening measures (8 Jan 2023)	Hong Kong and Macau fully reopen borders (6 Feb 2023)
Quarantine requirement for Covid cases	Centralized quarantine and treatment	Centralized quarantine and treatment	Asymptomatic/mild cases can choose home quarantine for recovery if they meet certain conditions	Removal of quarantine requirements	
Quarantine time for close-contact with Covid cases or inbound travelers	Centralize quarantine for 7 days + home quarantine for 3 days	Centralized quarantine for 5 days + home quarantine for 3 days	Close contacts of Covid cases can choose home quarantine, and the restrictions will be lifted upon negative PCR test results on the fifth day of quarantine	Close contacts no longer identified and traced. Frequent testing and centralized quarantine for inbound travelers will be abandoned	
Cross-regional travel	Holding negative PCR results within 48 hours and requiring two PCR tests in 3 days	Requiring two PCR tests in three days	No requirement for negative PCR results or health codes		China completely reopens its borders with Hong Kong and Macau, dropping COVID-19 testing requirements and daily quotas
Criteria for risk-level downgrade	No new local cases for at least 7 days to downgrade regions from high to med-risk, and no new local cases for 3 days to downgrade regions from med to low-risk	No local cases for at least 5 days for downgrading regions from high to low-risk	No local cases for 5 days to downgrade regions from high to low-risk (lockdown lifted once the criteria are met)	Abandoning the district risk classification system	
Guidelines for international flights	International flight "circuit breaker" mechanism remains in place	Removal of the "circuit breaker" mechanism for international flights		Removal of various restriction for international flights	

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

ประเทศจีนมุ่งเน้นการกระตุ้นเศรษฐกิจในประเทศในปี 2023

ในการประชุม CEWC ในช่วงกลางเดือน ธ.ค. 2022 ได้มีการเปิดเผยแนวทางในการเติบโตของเศรษฐกิจจีนในปี 2023 โดยมี 3 แนวทางหลักดังนี้

- ขยายการบริโภคในประเทศ โดยเน้นการบริโภคผ่านการสนับสนุนด้านที่อยู่อาศัย, รถยนต์และการดูแลสุขภาพ รวมถึงสนับสนุนการลงทุนเพื่อสร้างงาน แต่จะไม่มีแจกเงินโดยตรงเหมือนช่วง 1-2 ปีที่ผ่านมา
- ดึงดูดการลงทุนจากต่างชาติ โดยส่งเสริมการลงทุนจากต่างชาติผ่านการส่งเสริมกฎหมายด้านสิทธิทางปัญญาและส่งเสริมความเท่าเทียมในสิทธิของบริษัทต่างชาติ
- สร้างเสถียรภาพในภาคอสังหาฯ โดยในที่ประชุมยังคงเน้นย้ำว่า “บ้านเพื่ออยู่อาศัยไม่ใช่เพื่อเก็งกำไร” แต่ก็จะมีมาตรการทางการเงินเพื่อให้ผู้ประกอบการในภาคอสังหาฯ มีสภาพคล่องเพียงพอและสนับสนุนการทำธุรกรรม M&A และการปรับโครงสร้างบริษัท (Restructuring) เพื่อเสริมเสถียรภาพของผู้ประกอบการ

ด้านการดำเนินนโยบายการเงินการคลังยังคงเป็นในทางที่ระมัดระวัง โดยจะเน้นไปที่อุตสาหกรรมเป้าหมายเช่น บริษัทขนาดเล็ก, การลงทุนเทคโนโลยีและการลงทุนด้านสิ่งแวดล้อม รวมถึงการเสริมสภาพคล่องทั้งระบบให้เหมาะสมกับการเติบโตของเศรษฐกิจ

ส่วนการควบคุมบริษัทเทคโนโลยีคาดว่าจะลดความเข้มข้นในการควบคุมลง เนื่องจากมีการเน้นย้ำว่าจะส่งเสริมให้จีนมีความสามารถในการพึ่งพาและพัฒนาตนเองทางด้านเทคโนโลยีและจะมีการส่งเสริมบุคคลากรทางด้านเทคโนโลยีและดึงดูดผู้เชี่ยวชาญใหม่ๆ เข้ามา

ด้านเป้าหมาย GDP ในระดับมณฑลได้มีการประกาศออกมาแล้วรายพื้นที่ โดยค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักตามขนาดเศรษฐกิจในแต่ละมณฑลของทั้งประเทศได้ลดลงจากปีก่อน (5.8% vs. 5.6% ปีก่อน) ซึ่งเกิดจากมณฑลที่พึ่งพาการส่งออกอย่าง กวางตุ้ง, ซานตง, เจียงซู ได้มีการลดเป้าหมาย GDP ของปีนี้ลง เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจโลกที่มีแนวโน้มจะชะลอตัวในปีนี้

ดังนั้น เราคาดว่าการประชุมสภาประชาชนแห่งชาติ (National People of Congress: NPC) ในช่วงต้นเดือน มี.ค. น่าจะมีการตั้งเป้าหมายของ GDP ประเทศในปีในช่วงราว 5.0-5.5% ซึ่งสูงขึ้นกว่าตัวเลขจริงที่ทำได้ในปีก่อนที่เศรษฐกิจขยายตัวเพียง 3% หลังมีการผ่อนปรนมาตรการควบคุม COVID และการเปิดประเทศเร็วขึ้นกว่าที่หลายฝ่ายคาดการณ์ไว้ อีกทั้งนโยบายเศรษฐกิจน่าจะเป็นไปในทิศทางที่เอื้อต่อการพึ่งพิงตนเองมากขึ้น โดยเฉพาะเพื่อลดทอนผลกระทบจากการถูกกีดกันทางการค้าจากชาติตะวันตก โดยเฉพาะสหรัฐฯ 🌐

แผนภาพที่ 42: แผนเศรษฐกิจจีนปี 2023 มุ่งเน้นไปที่การกระตุ้นการบริโภคในประเทศ ส่วนการควบคุมบริษัทเทคโนโลยีคาดว่าจะมีการลดความเข้มข้นลง

Economic plan for 2023

Key dimensions		Details
How will China stimulate growth in 2023?	Expanding domestic consumption 	- Boost income of urban and rural residents through support for housing improvement, NEVs, and elderly care services. - Increase investment in society through government incentives, financing support, and private capital in national projects. - Restore consumer confidence by supporting businesses instead of giving stimulus cheques to individuals.
	Bringing in foreign investment 	- Increase foreign trade and investment cooperation to stimulate growth. - Expand market access, provide equal treatment for foreign-funded enterprises, and improve protection of intellectual property rights and foreign investment rights. - Promote construction of landmark projects with foreign capital.
	Stabilizing the property market 	- Continuation of efforts to deleverage the property market with the mantra "houses are for living in, not for speculation". - Implementation of measures to address financing needs of property developers, promote industrial restructuring and mergers, and improve assets and liabilities to mitigate property market risks.
Monetary and fiscal policy 		- Adherence to a "prudent" monetary policy, using targeted tools for specific industries and groups, and broad-based liquidity increases. - Pursuing a "proactive" fiscal policy by providing support for stakeholders without direct fiscal stimulus. - Maintaining reasonable and sufficient liquidity, matching money supply and social financing growth with nominal economic growth, and guiding financial institutions to support small enterprises, innovation, green development, etc.
Tech sector regulation 		- Emphasis on "self-reliance and self-improvement" in science and technology policy, potentially leading to lighter industry oversight. - Recognition of technology and digital industries in cultivating talent and the need to support platform companies and improve ability to train and attract high-end talent.

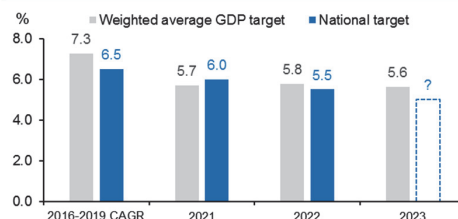
ที่มา: Gov.cn, China-briefing, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 43: เป้าหมาย GDP ระดับมณฑลได้ถูกประกาศออกมาแล้วรายพื้นที่ โดยค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักตามขนาดเศรษฐกิจในแต่ละมณฑลของทั้งประเทศได้ลดลงจาก 5.8% ในปีก่อน มาอยู่ที่ 5.6% ในปีนี้ จากการส่งออกที่คาดว่าจะชะลอตัวลง

Regional growth targets

GDP growth target at the regional level				
	% share GDP	Change	2023	2022
Hainan	0.6%	0.5%	9.5%	9.0%
Tibet	0.2%	0.0%	8.0%	8.0%
Jiangxi	2.7%	0.0%	7.0%	7.0%
Xinjiang	1.5%	1.0%	7.0%	6.0%
Anhui	3.7%	-0.5%	6.5%	7.0%
Hubei	4.5%	-0.5%	6.5%	7.0%
Hunan	4.0%	0.0%	6.5%	6.5%
Ningxia	0.4%	-0.5%	6.5%	7.0%
Hebei	3.5%	-0.5%	6.0%	6.5%
Shanxi	2.1%	-0.5%	6.0%	6.5%
Jilin	1.1%	0.0%	6.0%	6.0%
Heilongjiang	1.3%	0.5%	6.0%	5.5%
Fujian	4.4%	-0.5%	6.0%	6.5%
Henan	5.1%	-1.0%	6.0%	7.0%
Sichuan	4.7%	-0.5%	6.0%	6.5%
Guizhou	1.7%	-1.0%	6.0%	7.0%
Yunnan	2.4%	-1.0%	6.0%	7.0%
Gansu	0.9%	-0.5%	6.0%	6.5%
Inner Mongolia	1.9%	0.0%	6.0%	6.0%
Chongqing	2.4%	0.5%	6.0%	5.5%
Shaanxi	2.7%	-0.5%	5.5%	6.0%
Guangxi	2.2%	-1.0%	5.5%	6.5%
Shanghai	3.7%	0.0%	5.5%	5.5%
Liaoning	2.4%	-0.5%	5.0%	5.5%
Jiangsu	10.2%	-0.5%	5.0%	5.5%
Zhejiang	6.5%	-1.0%	5.0%	6.0%
Shandong	7.3%	-0.5%	5.0%	5.5%
Guangdong	10.7%	-0.5%	5.0%	5.5%
Qinghai	0.3%	-0.5%	5.0%	5.5%
Beijing	3.5%	-0.5%	4.5%	5.0%
Tianjin	1.4%	-1.0%	4.0%	5.0%
National Median			6.0%	6.5%
National target			?	5.5%

Weighted average GDP target vs. national target



Some provinces have lowered their GDP targets

- Provinces with export-driven GDPs, such as Guangdong, Shandong, and Jiangsu, (accounting for 29% of the national GDP in 2021), have lowered their 2023 growth targets by 0.5pp to 5.0%, possibly on market expectations for weakening foreign trade
- Inland provinces with strong tourism that have been severely impacted by the pandemic, such as Hainan, Heilongjiang, Chongqing, and Xinjiang, have set higher growth targets.

ที่มา: Gov.cn, Huatai research, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นในช่วงต้นปี 2023 พุ่งตัวดีขึ้นจากแรงหนุนของมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศ แต่ภาคการผลิตและภาคการส่งออกมีแนวโน้มชะลอตัวลงจากอุปสงค์โลกที่อ่อนแอ ด้านเงินเฟ้อ Core CPI เติบโตขึ้นสูงสุดนับตั้งแต่ปี 1981 อย่างไรก็ตาม ราคามองว่าการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อญี่ปุ่นนั้นมักจะเกิดขึ้นเพียงชั่วคราวเนื่องจากขาดแรงหนุนจากค่าจ้างที่จะทำให้อุปสงค์เติบโตอย่างยั่งยืน ดังนั้น ฤดูกาลการปรับขึ้นค่าจ้างในเดือน มี.ค. จึงเป็นปัจจัยสำคัญที่ต้องติดตาม

รัฐบาลได้เสนอชื่อนาย Kazuo Ueda ขึ้นเป็นผู้นำ BoJ คนใหม่ซึ่งจะเป็นบุคคลสำคัญที่จะกำหนดทิศทางของนโยบายการเงินญี่ปุ่นในอนาคต ซึ่งคาดว่านาย Ueda จะยังไม่มีการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินในทันทีหลังเข้ารับตำแหน่ง

เศรษฐกิจในประเทศของญี่ปุ่นเดือน มี.ค. พุ่งตัวดีขึ้น จากแรงหนุนของมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศ แต่ภาคการผลิตและภาคการส่งออกชะลอตัวลงจากอุปสงค์โลกที่อ่อนแอ

กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศเดือน มี.ค. ปรับตัวดีขึ้น โดยดัชนี Composite PMI ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.0 จุด เป็น 50.7 จุด แต่ต่ำกว่าตัวเลขเบื้องต้นที่ 50.8 จุด จากแรงหนุนมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศ ส่งผลให้ดัชนีภาคบริการเร่งตัวขึ้น (+1.2, 52.3) ขณะที่ภาคการผลิตดัชนีทรงตัวเท่ากับเดือนก่อนที่ 48.9 จุด ท่ามกลางอุปสงค์ที่อ่อนแอทั้งในประเทศและต่างประเทศ โดยผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศหดตัวต่อเนื่อง ด้านดัชนีต้นทุนการผลิตลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 ส่วนดัชนีราคาขายปรับตัวลดลงต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ก.ย. 2021

ยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน มี.ค. ขยายตัว 1.1% MoM, SA เติบโตขึ้นจาก -1.3% ในเดือนก่อน แต่สูงกว่าตลาด

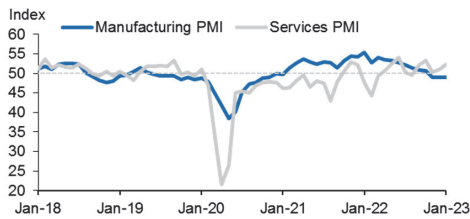
คาดที่ 0.7% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกขยายตัว 3.8% YoY (vs. 2.5% เดือนก่อน)

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน มี.ค. พลิกกลับมาหดตัว -0.1% MoM, SA จากที่ขยายตัว 0.2% ในเดือนก่อน แต่หดตัวน้อยกว่าตลาดคาดที่ -1.0% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมหดตัว -2.8% YoY (vs. -0.9% เดือนก่อน)

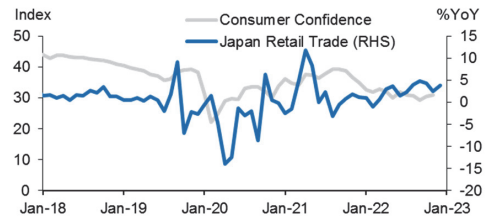
มูลค่าการส่งออก (Exports) เดือน มี.ค. ชะลอตัวลงเป็น 3.5% YoY จาก 11.5% ในเดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ -1.7% ด้านมูลค่านำเข้า (Imports) ชะลอตัวลงเป็น 17.8% YoY จาก 20.7% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 20.6% ส่งผลให้ดุลการค้า (Trade Balance) เดือน มี.ค. ขาดดุล -3,496.6 พันล้านเยน ขาดดุลเพิ่มขึ้นจากที่ขาดดุล -1,451.8 พันล้านเยน ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการขาดดุลต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 18

แผนภาพที่ 44: คาดกิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศจะฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง แต่ภาคการส่งออกจะได้รับผลกระทบจากอุปสงค์ที่ชะลอตัวลงทั่วโลก

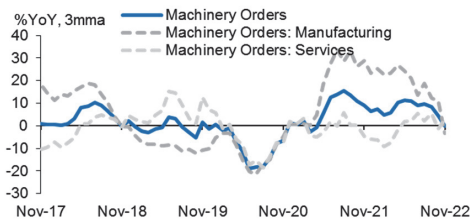
Manufacturing vs. Services PMI



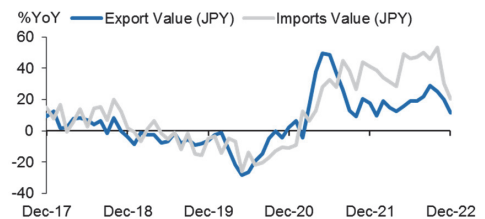
Retail sales



Investment



Trade



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

GDP ไตรมาส 4/2022 พลิกขยายตัว 0.6% QoQ, saar แต่ต่ำกว่าที่ตลาดคาด

GDP ไตรมาส 4/2022 (เบื้องต้น) ขยายตัว 0.6% QoQ, saar จากที่หดตัว -1.0% ในไตรมาสก่อน ต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 2.0% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน GDP ขยายตัว 0.6% YoY (vs. 1.5% ไตรมาสก่อน) ส่งผลให้ทั้งปี 2022 เศรษฐกิจญี่ปุ่นเติบโต 1.1% YoY (vs. 2.1% ปีก่อน)

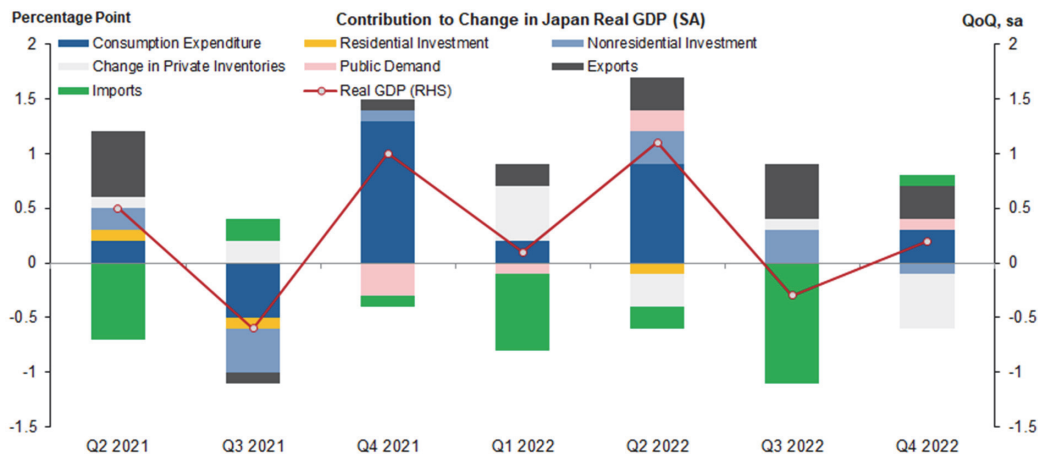
โดยการบริโภคภาคเอกชนเร่งตัวขึ้นเป็น 2.0% QoQ, saar (vs. 0.1% ไตรมาสก่อน) ด้านการลงทุนที่มีใช้ที่อยู่อาศัย (Private Non-Residential Investment) พลิกหดตัว -2.1% QoQ, saar (vs. 6.3% ไตรมาสก่อน) ขณะที่การลงทุนในที่อยู่อาศัย (Private Residential Investment) หดตัวลดลงเป็น -0.5 (vs. -1.7% ไตรมาสก่อน)

ด้านภาคต่างประเทศ การส่งออกชะลอตัวลงเป็น 5.7% QoQ, saar (vs. 10.1% ไตรมาสก่อน) ส่วนการนำเข้าพลิกหดตัวที่ -1.6% (vs. 24.0% ไตรมาสก่อน) สะท้อนภาพราคาพลังงานที่ได้ผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว

สำหรับการใช้จ่ายภาครัฐ (Public Expenditure) เร่งตัวขึ้นเป็น 1.4% QoQ, saar (vs. 0.2% ไตรมาสก่อน) จากการบริโภคภาครัฐที่เร่งตัวขึ้น (1.3% vs. 0.3% ไตรมาสก่อน) แต่การลงทุนภาครัฐชะลอตัวลงเป็น -2.1% (vs. 2.6% ไตรมาสก่อน)

โดยเศรษฐกิจญี่ปุ่นในไตรมาส 4 ได้รับแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจและการท่องเที่ยวในประเทศ ขณะที่ภาคการผลิตและการส่งออกที่ชะลอตัวลงได้รับผลกระทบจากภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว ส่วนแนวโน้มของการนำเข้าคาดว่าจะชะลอต่อเนื่องจากราคาพลังงานที่ผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว อย่างไรก็ตาม คาดว่าภาคการส่งออกจะชะลอตัวลงต่อเนื่องในไตรมาส 1/2023F จากภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัวแต่คาดว่าจะได้แรงหนุนจากการบริโภคในประเทศ โดยทั้งปี 2023 Bloomberg consensus คาดเศรษฐกิจญี่ปุ่นจะเติบโต 1.3% YoY ใกล้เคียงกับการประมาณการของ World Bank ที่ 1.0% ขณะที่ IMF มองว่าเศรษฐกิจญี่ปุ่นจะเติบโตได้ 1.8%

แผนภาพที่ 45: การบริโภคภาคเอกชน (แท่งสีฟ้า) และการส่งออก (แท่งสีเทาเข้ม) เป็นแรงหนุนหลักในการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในไตรมาส 4/2022



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

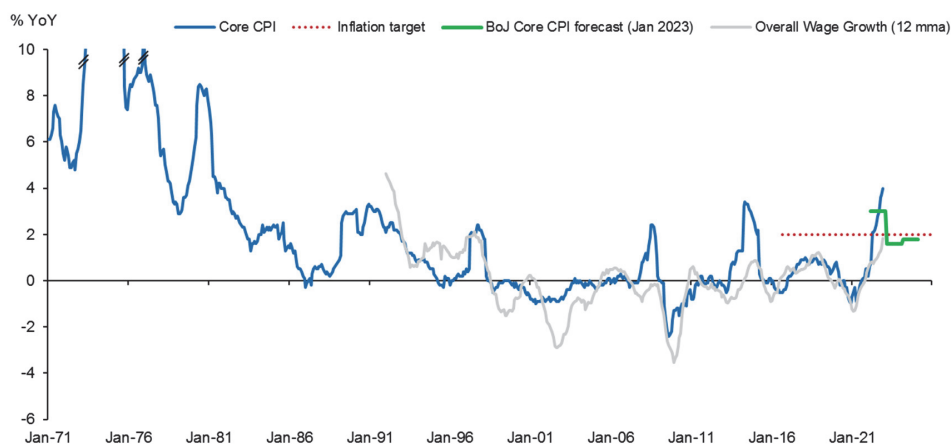
เงินเฟ้อ Core CPI เดือน ธ.ค. เติบโตขึ้นสูงสุดนับตั้งแต่ปี 1981 จากราคาอาหารและพลังงาน

อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (CPI) เดือน ธ.ค. เติบโตขึ้นเป็น 4.0% YoY จาก 3.8% ในเดือนก่อน เทียบกับที่ตลาดคาด โดยหากไม่นับรวมอาหารสด (Core CPI) อัตราเงินเฟ้อเติบโตขึ้นเป็น 4.0% YoY (vs. 3.7% เดือนก่อน) เทียบกับที่ตลาดคาด และสูงสุดในรอบ 41 ปี ท่ามกลางการเพิ่มขึ้นของราคาพลังงานและราคาอาหาร หากไม่นับรวมราคาอาหารสดและพลังงาน หรือ Core Core CPI จะเติบโตขึ้นเป็น 3.0% YoY (vs. 2.8% เดือนก่อน) แต่ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 3.1%

เรามองว่าการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อญี่ปุ่นนั้นมักจะเกิดขึ้นเพียงชั่วคราวเนื่องจากขาดแรงหนุนจากค่าจ้างที่จะทำให้อุปสงค์เติบโตอย่างยั่งยืน โดยนาย Haruhiko Kuroda ผู้ว่า BoJ ได้กล่าวไว้ว่า หากต้องการให้เงินเฟ้อเติบโตในระดับ 2% อย่างยั่งยืน จำเป็นต้องให้ค่าจ้างเติบโตเหนือระดับ 3% ได้อย่างยั่งยืนด้วย ดังนั้น ฤดูกาลการปรับขึ้นค่าจ้างในเดือน มี.ค. จึงเป็นปัจจัยสำคัญที่ต้องติดตาม

แผนภาพที่ 46: การเติบโตของเงินเฟ้อญี่ปุ่นมักจะไม่มีที่ยืนเนื่องจากขาดแรงหนุนของค่าจ้าง

Japan's core CPI and overall wage growth



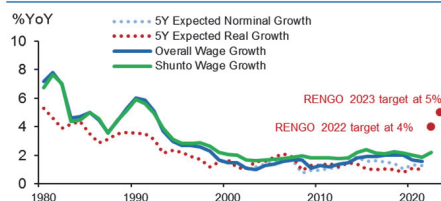
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 47: ในเดือนมี.ค. จะมีการเจรจาค่าจ้างของสหภาพแรงงาน ซึ่งจะเป็นสัญญาณของการขึ้นค่าจ้างตลอดปี 2023

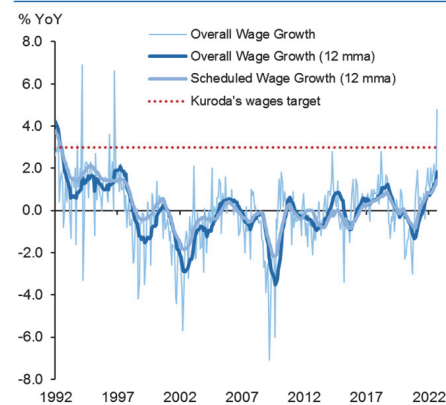
2023 Spring wage negotiation timeline

Date	Details
Mid Jan.	Begin to see news reports on wage growth requests by individual labor unions
Mid Feb	Begin to see news reports on replies by individual company management
Early Mar	RENGO: Announces collected data on labor union wage requests
Mid Mar	2023 Shunto announcement of wage agreement by large companies RENGO: Announces 1st Shunto wage agreement data collection
Early Jul	RENGO: Announces the final data collection of 2023 Shunto wage agreement

Historical Spring wage increase negotiations



Monthly wage growth



- Bank of Japan Governor Haruhiko Kuroda said on 18 Nov that wages must rise by around 3% for inflation to sustainably hit the bank's 2% target, stressing the need to avoid raising interest rates until the economy strengthens enough to further drive-up pay.

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

BoJ คงนโยบายการเงินเดิมตามที่ตลาดคาด โดยผู้ว่าฯ Kuroda ยังคงตอกย้ำความสำคัญของนโยบายการเงินที่ผ่อนคลาย

ในการประชุมวันที่ 17-18 ม.ค. ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) คงนโยบายการเงินตามคาดโดยมีมติเป็นเอกฉันท์ ในการคงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ -0.1% สำหรับเงินสำรองส่วนเกินของธนาคารพาณิชย์ (Excess Reserve) และคงเป้าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ไว้ที่ประมาณ "0%" และเคลื่อนไหวในกรอบ +/-0.5%

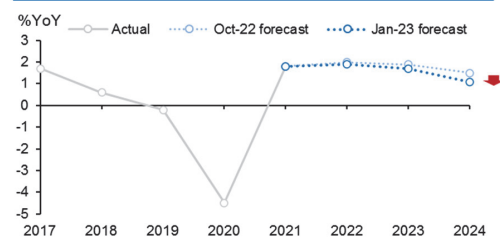
ในส่วนของการคาดการณ์เศรษฐกิจ BoJ คาด GDP ปีงบประมาณ 2022F (สิ้นสุดเดือน มี.ค. 2023) จะขยายตัวลดลงเป็น 1.9% จากประมาณการครั้งก่อนในเดือน ต.ค. ที่คาดว่าจะขยายตัว 2.0% จากความเสี่ยงเรื่องการชะลอตัวของเศรษฐกิจ

โลก ขณะที่ปรับลดคาดการณ์ GDP ปีงบประมาณ 2023F ลงเป็น 1.7% จากเดิมที่คาด 1.9%

ด้านประมาณการราคา BoJ คาดเงินเฟ้อ Core CPI (ไม่นับรวมราคาอาหารสด) จะขยายตัวเพิ่มขึ้นเป็น 3.0% ในปีงบประมาณ 2022F จากประมาณการครั้งก่อนที่คาดว่าจะขยายตัว 2.9% จากผลของเงินเยนที่อ่อนค่าส่งผลให้ต้นทุนการนำเข้าสูงขึ้น ส่วนเงินเฟ้อในปีงบประมาณ 2023F คาดจะอยู่ที่ 1.6% เท่ากับประมาณการครั้งก่อน และคาดว่าจะอยู่ที่ 1.8% ในปีงบประมาณ 2024F ซึ่งยังคงห่างไกลเป้าหมายที่ 2.0% ในระยะปานกลาง (แม้ในระยะสั้นจะเร่งตัวขึ้นมาก) สะท้อนนโยบายการเงินจะยังคงผ่อนคลายอย่างมากต่อไป

แผนภาพที่ 48: BoJ คาดอัตราเงินเฟ้อ Core CPI (ไม่นับรวมราคาอาหารสด) จะขยายตัวเพิ่มขึ้นเป็น 3.0% ในปีงบประมาณ 2022F ส่วนเงินเฟ้อในปีงบประมาณ 2023F คาดจะอยู่ที่ 1.6% เท่ากับประมาณการครั้งก่อน และคาดว่าจะอยู่ที่ 1.8% ในปีงบประมาณ 2024F ยังต่ำกว่าเป้าหมายเงินเฟ้อที่ 2%

Real GDP (Fiscal year) ^{1\}



Outlook for economic activity and prices

On January 17-18, the BoJ's Monetary Policy Meeting maintained the status quo across all monetary policy parameters and reaffirmed its commitment to large-scale easing, stating that it will continue large-scale JGB purchases in order to promote the formation of a yield curve consistent with its guideline for market operations. **Including expand its fund supply operations against pooled collateral to encourage financial institutions to raise funds from the BoJ**



the projected **growth rates** for fiscal 2022 and 2023 are somewhat **lower**, mainly due to **overseas economies** deviating downward from the previous baseline scenario



The year-on-year rate of increase in the **consumer price index** (CPI, all items less fresh food) is likely to be relatively high in the short run due to the effects of a pass-through to consumer prices of cost increases led by a rise in import prices. The rate of increase is then **expected to decelerate toward the middle of fiscal 2023** due to a waning of these effects, as well as to the effects of pushing down energy prices from the government's economic measures.

Regarding risk balance, With regard to the risk balance, risks to **economic activity** are skewed to the **downside** for fiscal 2022 and 2023 but are generally balanced for fiscal 2024. **Risks to prices** are skewed to the **upside**.

Note: 1\ BoJ's forecasts as of Jan 2023.

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

ภายหลังการประชุมนาย Kuroda ผู้ว่าฯ BoJ ได้ออกมาให้ความเห็นว่าการดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายยังคงมีความจำเป็นเพื่อให้บริษัทสามารถเพิ่มค่าจ้างขึ้นได้และเพื่อให้บรรลุเป้าหมายเงินเฟ้อได้อย่างยั่งยืน และยังไม่มีความจำเป็นในการขยายกรอบการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีเพิ่มเติมอีก

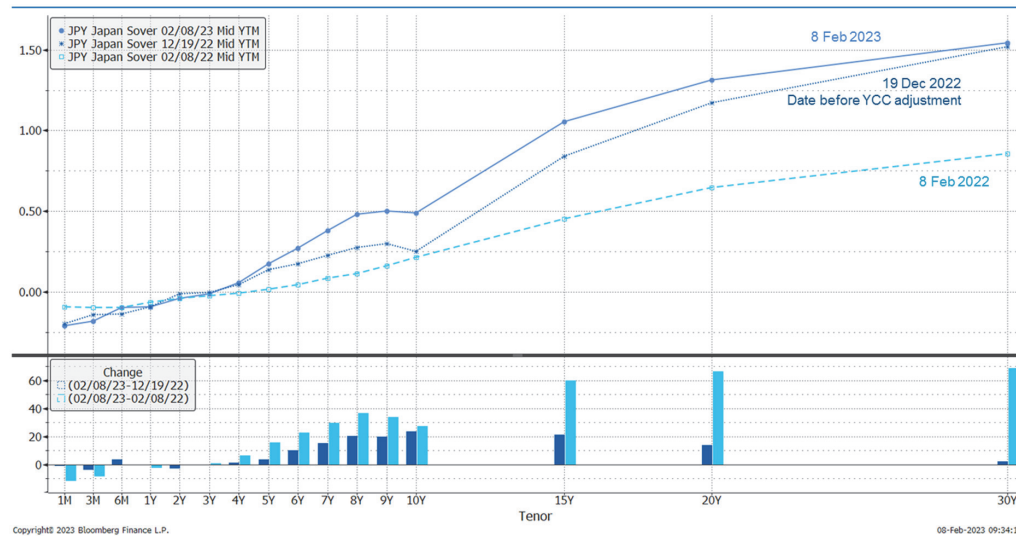
โดยเรามองว่า BoJ มีเหตุผลหลัก 3 ประการในการคงกรอบการเคลื่อนไหวของพันธบัตรรัฐบาล 10 ปีไว้ดังนี้ 1) ต้องการสื่อสารกับตลาดถึงความชัดเจนในจุดยืนที่ต้องการให้นโยบายการเงินผ่อนคลายท่ามกลางเศรษฐกิจอ่อนแอ 2) ไม่ต้องการให้ต้นทุนของบริษัทเอกชนเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งจะกระทบต่อการปรับขึ้นค่าจ้างใน

เดือน มี.ค. ที่จะส่งผล กระทบโดยตรงต่อการเติบโตของเงินเฟ้อในระยะยาว และ 3) เพื่อหลีกเลี่ยงการทำให้ตลาดตกใจอีกครั้ง โดยเรามองว่าหากมีการขยายกรอบการเคลื่อนไหวอีกนักลงทุนก็จะขยายพันธบัตรซึ่งจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรพุ่งขึ้นและที่ระดับกรอบบนใหม่อย่างรวดเร็วและยังทำให้การดำเนินนโยบายมีความไม่ยั่งยืนสูงขึ้นไปอีก

มองไปข้างหน้า เรามองว่าการปรับเปลี่ยนนโยบายของ BoJ จะไม่เกิดขึ้นก่อนฤดูกาลการปรับขึ้นค่าจ้างในเดือน มี.ค. ซึ่งเป็นช่วงเดียวกับการเปลี่ยนแปลงผู้ว่าฯ BoJ คนใหม่ หลังนาย Kuroda จะครบวาระในเดือน เม.ย.

แผนภาพที่ 49: การขยายกรอบ YCC ทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสูงขึ้นในทุกช่วงอายุ ซึ่งเป็นการเพิ่มต้นทุนทางการเงิน (Policy Tightening) ทำให้ BoJ ต้องระมัดระวังในการตัดสินใจขยายกรอบ/ยกเลิก YCC

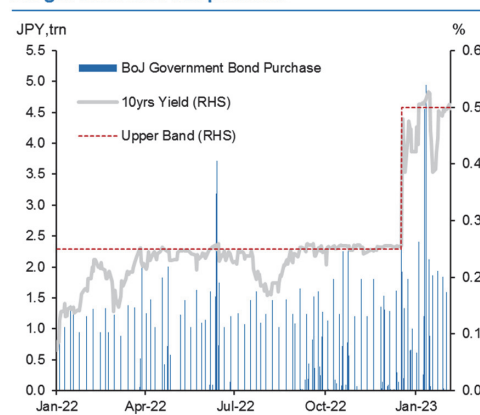
Japanese government's bond yield curve



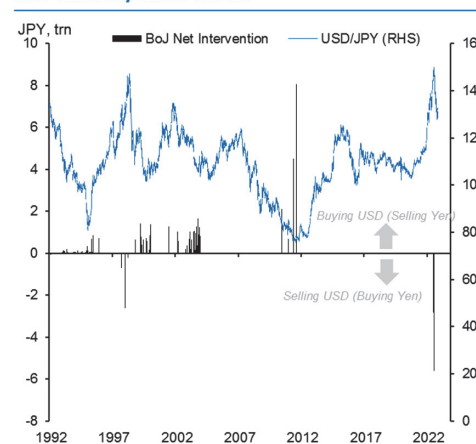
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 50: BoJ ใช้เงินเข้าซื้อ JGB ทั้งหมด 22 ล้านล้านเยนในเดือน ม.ค. 2023 (vs. ค่าเฉลี่ยเดือนละ 9.5 ล้านล้านเยนในปี 2022) ทำให้ตลาดกังวลว่าการดำเนินนโยบายของ BoJ ในลักษณะนี้จะไม่ยั่งยืนในระยะยาว

BoJ government bond purchase



MoF currency intervention



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

รัฐบาลเสนอชื่อนาย Kazuo Ueda ขึ้นเป็นผู้ว่าฯ BoJ คนใหม่

นาย Kazuo Ueda อดีตสมาชิกคณะกรรมการนโยบายของ BoJ ในปี 1998-2005 ถูกเสนอชื่อขึ้นเป็นผู้ว่าการ BoJ คนใหม่ต่อจากนาย Kuroda ที่จะครบวาระในวันที่ 8 เม.ย. สร้างความตกใจให้แก่ตลาดอย่างมาก โดยเงินเยนแข็งค่าขึ้นกว่า 1% เนื่องจากนาย Ueda ไม่ได้อยู่ในรายชื่อลงชิงตำแหน่งที่ได้มีข่าวกันก่อนหน้านี้

นาย Ueda ได้กล่าวให้สัมภาษณ์หลังมีการพูดถึงการเสนอชื่อขึ้นเป็นผู้ว่าฯ BoJ ว่า เขาคิดว่านโยบาย BoJ ในปัจจุบันดำเนินไปอย่างเหมาะสม และคิดว่าจำเป็นที่จะต้องดำเนินนโยบายแบบผ่อนคลายเป็นต่อไป แต่ในขณะเดียวกันเมื่อปีก่อน (6 ก.ค. 2022) นาย Ueda ได้กล่าวว่า BoJ ควรเตรียมการออกจากนโยบายที่ผ่อนคลายเป็นอย่างมากในปัจจุบัน (Exit plan) ทำให้โดยรวมแล้วเรามองว่าจุดยืนของนาย Ueda ไม่ได้เอนเอียงไปทางใดทางหนึ่ง (Neutral)

ทั้งนี้ ด้านนาย Masayoshi Amamiya รองผู้ว่าฯ BoJ ที่เป็นตัวเต็งก่อนหน้านี้และมีท่าที Dovish ได้ปฏิเสธการเสนอชื่อจากทางรัฐบาลไป

การเสนอชื่ออย่างเป็นทางการได้มีขึ้นเมื่อวันที่ 14 ก.พ. โดยจะต้องมีการโหวตรับรองจากทั้งสภากลางและสภาบนซึ่งพรรครัฐบาลครองเสียงข้างมากอยู่แล้วในทั้งสองสภา ทำให้การแต่งตั้งคาดว่าจะราบรื่น และได้ข้อสรุปภายในปลายเดือน ก.พ. - ต้นเดือน มี.ค.

เรามองว่ามุมมองต่อนโยบายการเงินในปัจจุบันของนาย Ueda นั้น ยังคงสอดคล้องกับ BoJ ในปัจจุบัน ทำให้เรามองว่าจะไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายอย่างฉับพลันหลังจากที่ได้เข้ารับตำแหน่ง และน่าจะยังคงต้องรอให้เศรษฐกิจญี่ปุ่นฟื้นตัวก่อนที่จะมีการผ่อนผันแรงการผ่อนคลายเป็นตัวบ่งชี้สำคัญ โดยการเจรจาเงินเดือนในเดือน มี.ค. (Shunto Wage Negotiation) นับเป็นสัญญาณสำคัญสำหรับการเติบโตของค่าจ้างในปีนี้ ซึ่งจะมีผลต่อการขยายตัวของอัตราเงินเฟ้ออย่างยั่งยืน รวมทั้งแนวทางการดำเนินนโยบายการเงินของ BoJ ในระยะต่อไป 

เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยไตรมาส 4 ขยายตัวเพียง 1.4% YoY ต่ำกว่าคาดการณ์ตลาด ส่งผลให้ในปี 2022 เศรษฐกิจไทยขยายตัว 2.6% โดยปัจจัยจุดสำคัญมาจากการส่งออกสินค้าที่พลิกหดตัวและอุปสงค์ในประเทศอ่อนแอลงในวงกว้าง โดยเฉพาะการบริโภคภาคครัวเรือน แม้ว่าการส่งออกบริการจะขยายตัวสูงขึ้นในระดับสองหลักต่อเนื่อง ตามการกลับมาของนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ฟื้นตัวดีขึ้น ด้านสภาพัฒน์ฯ ได้ปรับลดกรอบการขยายตัวเศรษฐกิจในปี 2023F ลงมาอยู่ในช่วง 2.7-3.7% (จากเดิมที่ 3.0-4.0%) จากการคาดการณ์ว่าการส่งออกจะหดตัว ซึ่งเป็นมุมมองเดียวกับเราที่คาดว่าจะการส่งออกจะขยายตัวติดลบในปี

ด้านนโยบายการเงิน เรามองว่า ธปท. มีแนวโน้มที่จะทยอยปรับนโยบายการเงินเข้าสู่ระดับปกติ (Normalization) อย่างต่อเนื่อง จากแรงกดดันของเงินเฟ้อที่ยังมีอยู่

GDP ไตรมาสที่ 4/2022 ขยายตัวเพียง 1.4% ต่ำกว่าที่ตลาดคาด และชะลอลงมาจากที่โต 4.6% ไตรมาสก่อน

เศรษฐกิจไตรมาส 4/2022 ขยายตัวเพียง 1.4% YoY ต่ำกว่าคาดการณ์ของเรา (+3.1%) และตลาด (+3.6%) ส่งผลให้ในปี 2022 เศรษฐกิจไทยขยายตัว 2.6% ต่ำกว่าคาดการณ์เช่นกัน (TISCO ESU คาด +3.1% และตลาดคาด +3.2%) โดยหากเทียบกับไตรมาสก่อน กิจกรรมเศรษฐกิจหดตัว -1.5% QoQ (TISCO ESU คาด +0.1% และตลาดคาด +0.6%)

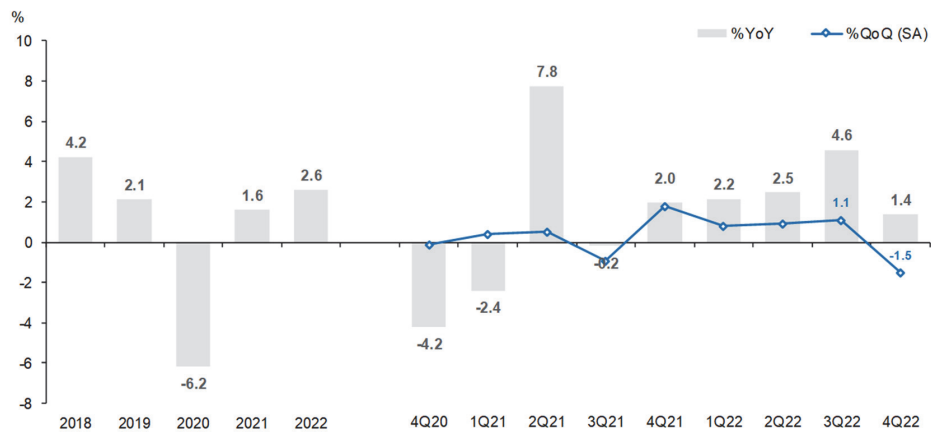
โดยปัจจัยจุดสำคัญมาจากการส่งออกสินค้าที่พลิกหดตัวที่ -10.5% (vs. +2.3% ไตรมาสก่อน) และอุปสงค์ในประเทศอ่อนแอลงในวงกว้าง ทั้งในส่วนของบริโภคภาคเอกชน (+5.7% vs. +9.1% ไตรมาสก่อน), การบริโภคภาครัฐ (-8.0% vs. -1.5% ไตรมาสก่อน) และการลงทุนรวม (+3.9% vs. +5.5% ไตรมาสก่อน) อย่างไรก็ตาม การส่งออกบริการขยายตัวสูงขึ้นในระดับสองหลักที่ 94.6% (vs. +79.2%) ตามการกลับมาของนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ฟื้นตัวดีขึ้น

ด้านการผลิต (Supply side) การผลิตในภาคเกษตรที่ปรับตัวขึ้น (3.6% vs. -2.2% ไตรมาสก่อน) ตามผลผลิตพืชสำคัญที่ดีขึ้น เช่น อ้อย ปาล์มน้ำมัน ข้าวโพดเลี้ยงสัตว์ และกิจกรรมภาคบริการที่ยังขยายตัวดี (4.2% vs. 5.5% ไตรมาสก่อน) โดยเฉพาะสาขาที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว ได้ถูกลดทอนจากการพลิกกลับมาหดตัวของกิจกรรมในหมวดอุตสาหกรรม (-4.6% vs. 4.5% ไตรมาสก่อน) ตามสาขาการผลิต (Manufacturing) ที่หดตัว -4.9% (vs. 6.0% ไตรมาสก่อน)

ด้านประมาณการเศรษฐกิจ สภาพัฒน์ฯ ได้ปรับลดกรอบการขยายตัวเศรษฐกิจในปี 2023F ลงมาอยู่ในช่วง 2.7-3.7% (ค่ากลาง +3.2%) จากเดิมที่ 3.0-4.0% ที่ประมาณการเมื่อสามเดือนก่อน จากการคาดการณ์ว่าการส่งออกจะหดตัว (-1.6% vs. เดิมคาดโต +1.0%) ซึ่งเป็นมุมมองเดียวกับเราที่คาดว่าจะการส่งออกจะขยายตัวติดลบในปี

แผนภาพที่ 51: เศรษฐกิจขยายตัวเพียง 1.4% YoY ในไตรมาส 4 ต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาด

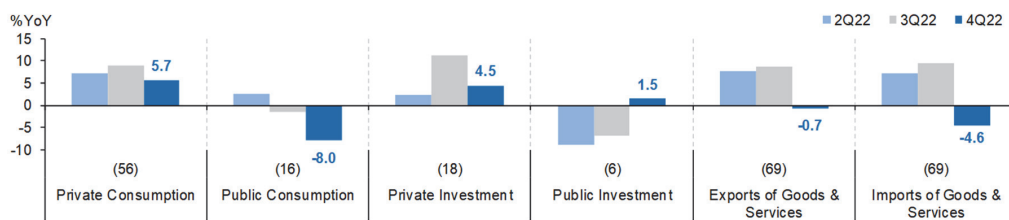
YoY and QoQ (seasonally adjusted) growth



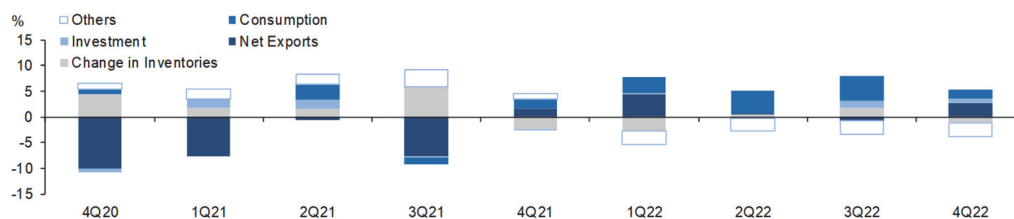
ที่มา: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 52: โดยปัจจัยอุตสาหกรรมจากการส่งออกสินค้าที่หดตัว และอุปสงค์ในประเทศที่ชะลอตัวในวงกว้าง

YoY growth of demand-side indicators ^{1\}



Contribution to GDP growth from demand-side indicators

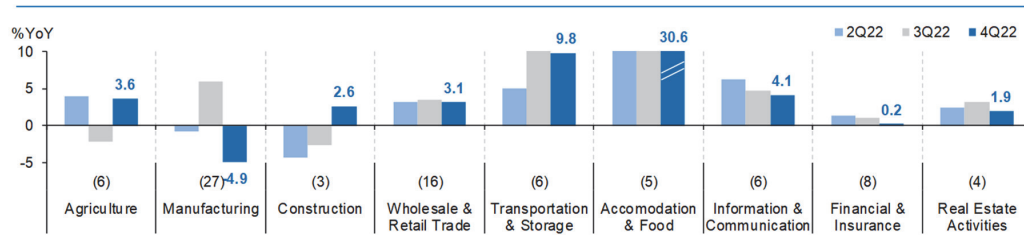


Note: 1\ Figures in parentheses represent a share of 2022 GDP (CVM).

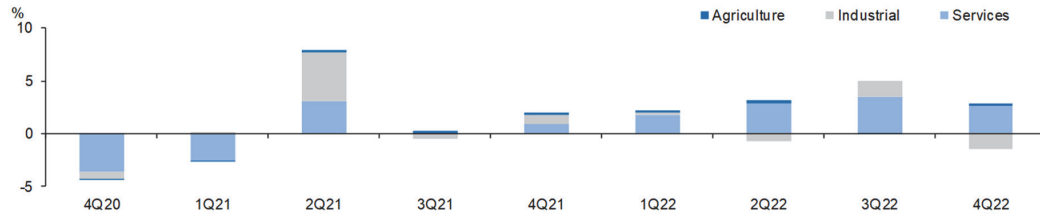
ที่มา: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 53: การปรับตัวดีขึ้นของกิจกรรมภาคเกษตรและการขยายตัวต่อเนื่องของภาคบริการ โดยเฉพาะสาขาที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว ถูกกดดันลงจากผลของกิจกรรมภาคการผลิต (Manufacturing) ที่หดตัว

YoY growth of supply-side indicators ^{1\}



Contribution to GDP growth from supply-side indicators



Note: 1\ Figures in parentheses represent a share of 2022 GDP (CVM).

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

แผนภาพที่ 54: สภาพัฒน์ฯ มีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อแนวโน้มเศรษฐกิจ และหั่นคาดการณ์เศรษฐกิจไทยลงมาอยู่ในกรอบ 2.7-3.7%

Key economic forecasts for Thailand

Indicators		2021	2022	2023F				
				BoT	ESU	FPO	NESDC	
				(NoV)	(Dec)	(Jan)	(Nov)	(Feb)
GDP	%	1.5	2.6	3.7	3.3	3.8	3.0-4.0	2.7-3.7
Private Consumption	%	0.6	6.3	3.4	3.0	3.5	3.0	3.2
Public Consumption	%	3.7	-0.0	-1.4	-0.5	-1.2	-0.1	-1.5
Private Investment	%	3.0	5.1	3.4	2.8	3.6	2.6	2.1
Public Investment	%	3.4	-4.9	1.8	2.0	1.8	2.4	2.7
Exports (f.o.b.)	%	19.2	5.5	1.0	-3.5	0.4	1.0	-1.6
Imports (f.o.b.)	%	27.7	15.3	0.4	-4.6	-0.1	1.6	-2.1
Foreign Tourist Arrivals	Million	0.4	11.2	22.0	24.0	27.5	23.5	n/a
Current Account Balance	US\$, bn	-11	-17	3.8	4.9	3.1	5.6	8.6
Headline Inflation	%	1.2	6.1	3.0	2.8	2.8	2.5-3.5	2.5-3.5
Dubai Oil Price (avg)	US\$/bbl	69	97	95	90	85	85-95	n/a
Policy rate (end)	%	0.50	1.25	--	2.00	--	--	--
USD/THB (avg)	Bt/US\$	32.0	35.1	--	36.3	32.5	35.5-36.5	n/a

Note: () = As of projections.

ที่มา: NESDC, BoT, FPO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นักท่องเที่ยวต่างชาติมีแนวโน้มฟื้นตัวดีกว่าคาด ส่วนหนึ่งจากจีนเร่งเปิดประเทศเร็วขึ้นเพื่อหนุนเศรษฐกิจ

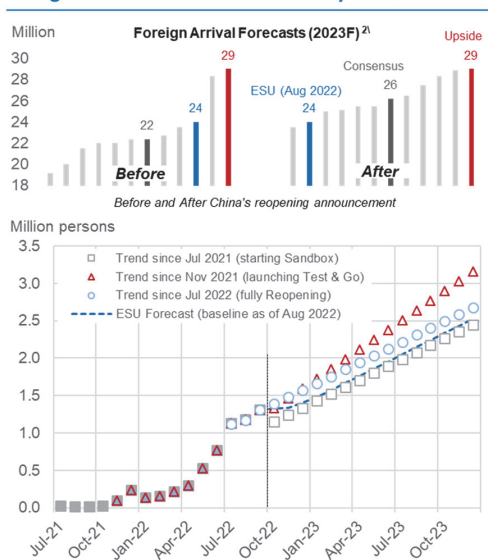
ตลาดมีมุมมองบวกมากขึ้นต่อการกลับมาของนักท่องเที่ยวต่างชาติ โดยล่าสุดตลาดคาดการณ์ว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะอยู่ที่ 26 ล้านคน ในปีนี้ (จากเดิม 22 ล้านคน) หลังสถานการณ์การท่องเที่ยวดีขึ้น โดยเฉพาะทางการจีนได้มีการเปิดประเทศเร็วขึ้นกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ในวงกว้าง ทั้งนี้ ตัวเลขคาดการณ์ของตลาดในปัจจุบันสูงกว่าประมาณการในกรณีฐาน (Baseline) ของเราที่ 24 ล้านคน (ประมาณการ ณ ส.ค. 2022)

อย่างไรก็ดี ก่อนหน้านี้เราได้เคยมีการประเมินการเปิดประเทศในรูปแบบต่างๆ ของไทย โดยพบว่า นักท่องเที่ยวต่างชาติมีความเป็นไปได้มากขึ้นที่จะอยู่ที่ 29 ล้านคน หรือเฉลี่ยราว 2.4 ล้านคนต่อเดือน (กรณี Upside) ซึ่งเรามองว่ากรณีนี้มีความ

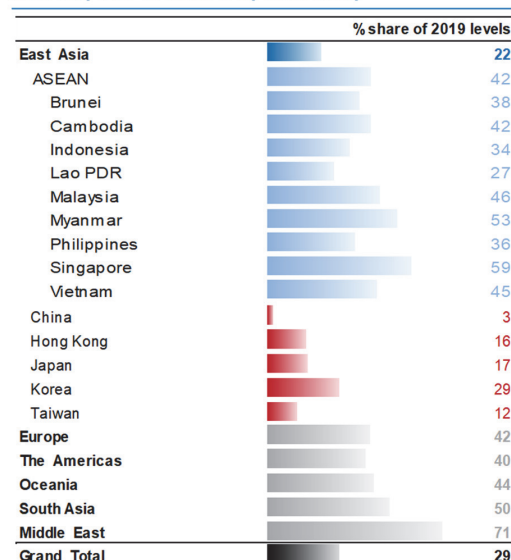
เป็นไปได้ชัดเจนมากขึ้น หลังจาก 1) จีนมีการเปิดประเทศเร็วกว่าที่คาด 1 ไตรมาส (เดิมคาดการณ์ว่าจะเปิดในไตรมาส 2) ซึ่งจะทำให้การกลับมาของนักท่องเที่ยวจีนสูงกว่าที่เคยประเมินไว้อีกราว 1-2 ล้านคน จากเดิมที่คาดการณ์ไว้ที่ 3.6 ล้านคน และ 2) การฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เกิดขึ้นจริงในไตรมาส 4 ที่สูงกว่าที่คาดการณ์ 1 ล้านคน ซึ่งล่าสุดจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในเดือน ธ.ค. อยู่ที่ 2.2 ล้านคน เร่งตัวขึ้นจาก 1.7 ล้านคนในเดือน พ.ย. ซึ่งสะท้อนโมเมนตัมการกลับมาของนักท่องเที่ยวต่างชาติในอัตราเร่งและดีกว่าที่ประเมินไว้เช่นกัน ดังนั้น เรามองภาพการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวต่างชาติที่จะดีขึ้นกว่าเดิม ซึ่งจะส่งผลบวกต่อเนื่องมายังกิจกรรมในภาคบริการที่เกี่ยวข้อง รวมทั้งการจ้างงานให้ปรับตัวขึ้นตามไปด้วย

แผนภาพที่ 55: ตลาดมองบวกมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว หลังจีนเปิดประเทศเร็วกว่าที่คาด

Foreign tourist arrivals show recovery trend ^{1\}



Recovery rate of tourists by nationality ^{3\}



Note: 1\ TIPS's Nov 2022 report. 2\ Consensus based on 4 public and 5 private forecasters. 3\ Based on cumulative numbers Oct 2020 – Dec 2022.

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

โครงการเราเที่ยวด้วยกัน เฟส 5 จะเป็นแรงหนุนกิจกรรมไทยเที่ยวไทยมากขึ้นในช่วงเดือน มี.ค.-เม.ย.

เมื่อวันที่ 24 ม.ค. ทางคณะรัฐมนตรี (ครม.) ได้มีการอนุมัติวงเงิน 3,946 พันล้านบาท เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจของประเทศผ่านการท่องเที่ยว โดยแบ่งออกเป็น 2 โครงการ ได้แก่ 1) โครงการเราเที่ยวด้วยกัน เฟส 5 วงเงิน 2,016 พันล้านบาท และ 2) โครงการกระตุ้นการท่องเที่ยวเพื่อฟื้นฟูเศรษฐกิจของประเทศ วงเงิน 1,930 พันล้านบาท

ในส่วนของการเราเที่ยวด้วยกันฯ นั้น มีรายละเอียดการอนุมัติโครงการ ดังนี้ 1) จะเปิดให้ทำการลงทะเบียนใช้สิทธิเข้าโรงแรมที่พักจำนวนห้องพัก 560,000 สิทธิ/ห้อง ซึ่งรัฐสนับสนุน

ค่าใช้จ่าย 40% แต่ไม่เกิน 3,000 บาท/ห้อง/คืน แต่สูงสุดไม่เกิน 5 ห้อง 2) คู่มืออาหาร/ท่องเที่ยว (e-voucher) 600 บาท/วัน และ 3) ให้ดำเนินการในเดือน ก.พ.-ก.ย. 2023 โดยรัฐบาลประเมินว่าจะก่อให้เกิดเม็ดเงินหมุนเวียน 12,539 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม ในภายหลังการท่องเที่ยวแห่งประเทศไทย (ททท.) ได้ปรับเปลี่ยนกรอบระยะเวลาดำเนินการเป็นไม่เกินวันที่ 30 เม.ย. 2023 โดยกำหนดให้เริ่มใช้สิทธิวันแรกในวันที่ 11 มี.ค.

ด้านโครงการกระตุ้นการท่องเที่ยวเพื่อฟื้นฟูฯ ที่จะดำเนินการในช่วงเดือน ก.พ.-ก.ย. 2023 นั้น ได้กำหนดแนวทางกิจกรรมไว้ดังนี้ 1) การกระตุ้นให้นักท่องเที่ยวเดินทางมายังประเทศไทยจากต่างประเทศ โดยเน้นการนำเสนอ Soft Power ผ่าน

Digital Market และกิจกรรมทางการตลาด 2) กระตุ้นท่องเที่ยวไทยเดินทางท่องเที่ยวภายในประเทศ (ไทยเที่ยวไทย) ให้ประชาชนเดินทางท่องเที่ยวบ่อยครั้งขึ้น 3) การสื่อสารและประชาสัมพันธ์ เผยแพร่และสร้างกระแสการเดินทางภายในประเทศ ภายใต้แคมเปญ Amazing Thailand, Amazing New Chapters และ 4) การยกระดับคุณภาพสินค้าเพื่อกระตุ้นการเดินทางท่องเที่ยว

โดยเรามองว่ามาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศเพิ่มเติม โดยเฉพาะในส่วนโครงการเราเที่ยวด้วยกัน ที่จะดำเนินการในช่วงเดือน มี.ค. และคาดหวังเม็ดเงินหมุนเวียนคิดเป็นสัดส่วนราว 0.1% ของ GDP จะช่วยเป็นแรงเสริมในการฟื้นตัวของกิจกรรมภาคบริการที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวในช่วงไฮซีซั่นควบคู่ไปกับการกลับมาของนักท่องเที่ยวต่างชาติที่คาดว่าจะได้เห็นอย่างชัดเจนในระยะต่อไปดังที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้น

แผนภาพที่ 56: รัฐบาลได้มีการอนุมัติมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศ ซึ่งจะดำเนินการจริงในช่วงเดือน มี.ค.-เม.ย.

Stimulus measures to support domestic consumption

Measures	Budget (THB, bn)	Targeted Persons (M. Persons or M. Room Nights)	Period	Note
The Half-Half Co-payment				
Phase 1	30.0	10.0	Oct 2020 - Dec 2020	THB3,000 each
Phase 2	22.5	15.0	Jan 2021 - Mar 2021	THB3,500 each ^{1\}
Phase 3	81.0	27.0	Jul 2021 - Dec 2021	THB3,000 each
Phase 4	31.7	26.4	Feb 2022 - Apr 2022	THB1,200 each
Phase 5	21.2	26.5	Sep 2022 - Oct 2022	THB800 each
We Travel Together				
Phase 1	22.0	5.0	Jul 2020 - Oct 2020	
Phase 2	10.0 ^{2\}	1.0	Dec 2020 - Apr 2021	
Phase 3	5.7 ^{2\}	2.0	Oct 2021 - Jan 2022	
Phase 4	9.0	1.5	Jul 2022 - Oct 2022	
➡ Phase 5	2.0	0.6	Mar 2023 - Apr 2023	Cabinet approved Feb - Sep 2023
Tax Deduction for Shopping				
Shop Dee Mee Kuen	111 ^{3\}	~11.0	23 Oct 2020 - 30 Dec 2020	Up to THB30bn each
Shop Dee Mee Kuen	42 ^{3\}	~11.0	1 Jan 2022 - 15 Feb 2022	Up to THB30bn each
Shop Dee Mee Kuen	56 ^{3\}	~11.0	1 Jan 2023 - 15 Feb 2023	Up to THB40bn each ^{4\}

Note: 1\ 10m persons from Phase 1 will get THB500 more each and 5m new registrants will get THB3,500. 2\ The approximate remaining budget from phase 1. 3\ expected total spending. 4\ Up to THB10bn with electronic receipts only.

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

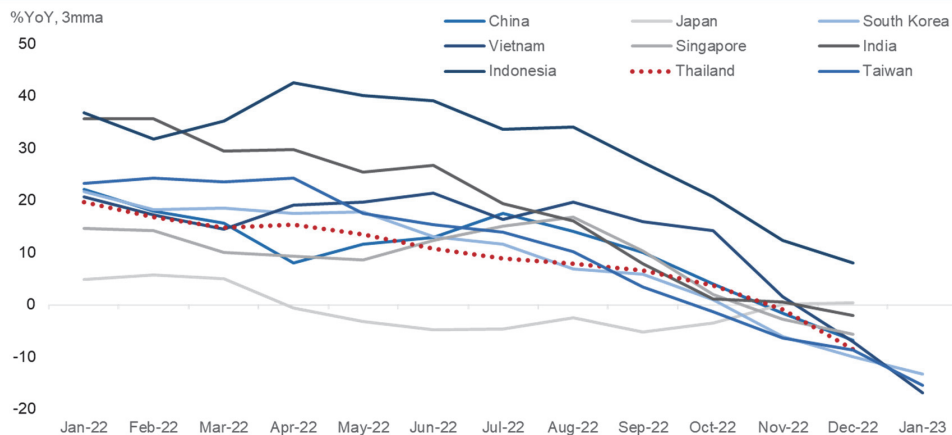
ยังคงประมาณการการส่งออกที่หดตัวในปีนี้ จากเศรษฐกิจคู่ค้าที่ชะลอตัวลงจากปีที่ผ่านมา

การส่งออกของไทยหดตัวต่อเนื่องในไตรมาสสุดท้ายของปี 2022 โดยหดตัวที่ระดับ -3.6% -5.5% -12.9% YoY ในเดือน ต.ค.-ธ.ค. ตามลำดับ ซึ่งสะท้อนผลกระทบที่เกิดจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจประเทศคู่ค้า โดยสถานการณ์ดังกล่าวเกิดขึ้นในวงกว้างของประเทศผู้ส่งออกในเอเชียด้วยเช่นเดียวกัน ซึ่งเห็น

โมเมนตัมการส่งออกที่อ่อนแอลงอย่างต่อเนื่อง โดยการส่งออกในเดือน ม.ค. ของประเทศจีน ได้หวั่น และเกาหลีใต้ ยังหดตัวต่อเนื่องในอัตราเร่ง ดังนั้น เรายังคงมุมมอง (Non-consensus) เช่นเดิม ที่คาดว่าจะการส่งออกจะหดตัวในปีที่ -3.5% โดยคาดว่าจะการส่งออกจะหดตัวต่อเนื่องจนกระทั่งไตรมาสสาม ซึ่งเป็นปัจจัยที่ถ่วงการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยในปีนี้

แผนภาพที่ 57: ประเทศในเอเชียเผชิญโมเมนตัมการส่งออกที่อ่อนแอลง เรายังยืนยันมุมมองว่าการส่งออกของไทยจะหดตัวในปี

Asian export performance



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

คาด ธปท. ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีกครั้งละ +25bps ในการประชุมเดือน มี.ค. และ พ.ค.

ธปท. มีแนวโน้มที่จะทยอยปรับนโยบายการเงินเข้าสู่ระดับปกติ (Normalization) อย่างต่อเนื่อง จากแรงกดดันของเงินเฟ้อที่ยังมีอยู่ โดยเฉพาะอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่สะท้อนถึงแรงกดดันเงินเฟ้อ (Underlying inflation) ได้ดีกว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไป ทั้งนี้ อัตราเงินเฟ้อทั่วไปชะลอตัวลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 5 ติดต่อกัน นับตั้งแต่เพิ่มขึ้นมากสุดในเดือน ส.ค. 2022 ที่ (vs. 5.0% ในเดือน ม.ค. 2023) ดังนั้น เรายังคงคาดการณ์ว่า ธปท. จะยังปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก ครั้งละ +25bps ในการประชุม 2 ครั้งถัดไป (29 มี.ค. และ 31 พ.ค.) ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะเพิ่มขึ้นสูงสุดสูงสุด (Terminal rate) ในไตรมาส 2 ที่ 2.00%

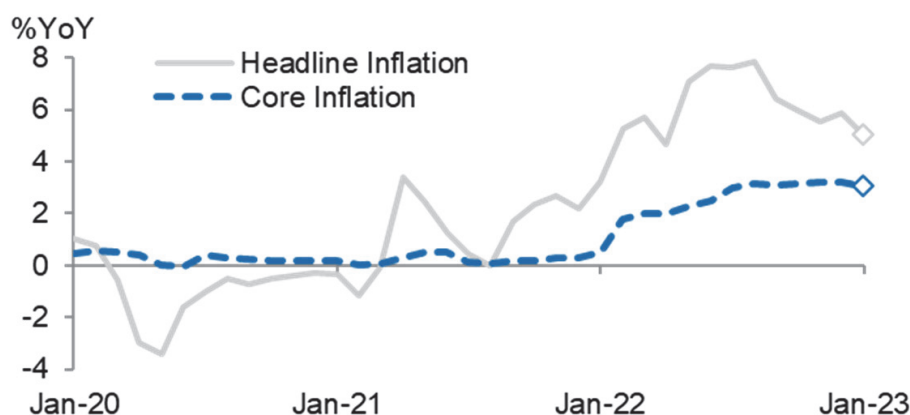
เรายังคงไม่เชื่อว่า ธปท. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยน้อยกว่าอัตราดังกล่าว (ระดับอัตราดอกเบี้ยแต่ละจุดสูงสุดที่ 1.50-1.75%) เนื่องจาก 1) ไม่มีการส่งสัญญาณในการประชุมครั้งล่าสุด (25 ม.ค.) อาทิ เสียงโหวตที่ยังเป็นเอกฉันท์ให้ขึ้นอัตราดอกเบี้ย และ ยังไม่มีการระบุถึงความเป็นไปได้ในการหยุดขึ้นอัตราดอกเบี้ยในแถลงการณ์ 2) คาดการณ์อัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปี 2023F ของ

ธปท. (คาดการณ์ ณ เดือน พ.ย.) ที่ยังคงอยู่ที่ระดับที่ 3% ซึ่งเป็นกรอบบนของเงินเฟ้อเป้าหมาย อีกทั้งในแถลงการณ์ล่าสุดยังมีการระบุถึงความเสี่ยงด้านสูงที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานจะอยู่ในระดับสูงนานกว่าที่คาด 3) เศรษฐกิจในประเทศที่ ธปท. คาดว่า จะยังฟื้นตัวต่อเนื่อง และ 4) อัตราดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบันยังอยู่ในระดับต่ำกว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไป ซึ่ง ธปท. คาดว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปจะชะลอลงและอยู่ในระดับต่ำกว่า 3% ในช่วงครึ่งหลังของปี

นอกจากนี้ หาก ธปท. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปทำจุดสูงสุดที่ 2% น่าจะมีการส่งสัญญาณดังกล่าวในการประชุมครั้งหน้าในเดือน มี.ค. ก่อนที่จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเป็นครั้งสุดท้ายในการประชุมครั้งต่อไปในเดือน พ.ค. ดังนั้น หาก ธปท. ไม่ได้มีการส่งสัญญาณดังกล่าวในการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินครั้งหน้า อาจบ่งชี้ถึงโอกาสที่เพิ่มมากขึ้นที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายอาจอยู่สูงกว่าระดับ 2% ที่เราประเมินไว้ในกรณีฐาน โดยก่อนหน้านี้ เราเคยประเมินไว้ว่าหากเงินเฟ้อสูงกว่าที่เคยประเมินไว้ในกรณีฐานราว 1-2% จะทำให้อัตราดอกเบี้ยสูงกว่าที่เคยประเมินไว้ราว 50-75bps

แผนภาพที่ 58: คาค ธปท. ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก +50bps ใน 1H23F จากเงินเฟ้อที่ยังปรับลดลงได้ช้า โดยเฉพาะอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน ขณะที่ความเสี่ยงด้านสูงยังคงมีอยู่

Consumer price indicators



MPC minutes (decisions by committee)

30 Nov 2022	25 Jan 2023
...(inflation) would remain subject to uncertainties regarding domestic energy prices in the period ahead... ...gradual and measured policy normalization remained an appropriate course for monetary policy...	...inflationary risks had increased and warranted close monitoring... ...gradual and measured policy normalization was an appropriate course for monetary policy while <i>standing ready to adjust the size and timing of policy normalization should the growth and inflation outlook shift from the current assessment...</i>

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

Our Team

TISCO Economic Strategy Unit



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



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



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



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



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



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

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น 3	: 02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 3	: 02 454 9854	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2	: 02 363 3456
	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4	: 02 646 1571	เซ็นทรัลพระราม 3 ชั้น 4	: 02 673 7017	เซ็นทรัลบางนา ชั้น 4	: 02 745 6360
	เมกะบางนา 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	เซ็นทรัลอีสต์วิลล์ ชั้น 3	: 02 041 4411
	เซ็นทรัล พระราม 2 ชั้น G	: 02 416 0811	พิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น 2	: 02 958 0820	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น 3	: 02 108 2998
	อเวนิว รัชโยธิน	: 02 930 2311	เดอะมอลล์งามวงศ์วาน ชั้น 5	: 02 550 1335	พรอมานาด ชั้น 3	: 02 947 5315
	ไอคอนสยาม ชั้น 5	: 02 056 4168				
	สำนักงานใหญ่	: 02 633 6217	เพชรบุรีตัดใหม่	: 02 318 3717	อาคารภคินท์	: 02 633 4333
	ศรีนครินทร์	: 02 006 5000	วรจักร	: 02 621 0141	เยาวราช	: 02 623 2212
	ราชวงศ์	: 02 622 8220	ดิโอลด์สยาม ชั้น 1	: 02 623 9141		
จันทร์ - ศุกร์						

สาขาธนาคารในเขตภูมิภาค

นครปฐม	: 034 145 000	ราชบุรี	: 032 327 010	สมุทรสาคร	: 034 135 000	สระบุรี	: 036 222 449
อยุธยา	: 035 909 000	จันทบุรี	: 039 606 000	ชลบุรี	: 033 079 000	พัตยา	: 038 416 525
ระยอง	: 033 065 000	ศรีราชา	: 033 008 000	เชียงใหม่	: 053 211 112	นครสวรรค์	: 056 052 000
พิษณุโลก	: 055 055 000	ขอนแก่น	: 043 055 000	นครราชสีมา	: 044 075 000	โลดส์ โคราซ	: 044 012 000
สุรินทร์	: 044 068 000	อุดรธานี	: 042 155 000	อุบลราชธานี	: 045 995 000	กระบี่	: 075 816 000
ตรัง	: 075 825 000	ภูเก็ต	: 076 635 000	ถนนรัชฎา ภูเก็ต	: 076 354 545	สงขลา	: 074 815 000
ถนนนิพัทธ์อุทิศ 2 หาดใหญ่		: 074 238 855	สุราษฎร์ธานี	: 077 275 633			