

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

ข่าวเหตุการณ์ Bank run เป็นสัญญาณ
เตือนว่าการขึ้นดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา
อาจมากเกินไป และอาจทำให้เศรษฐกิจ
เข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ในระยะ
ข้างหน้า

แต่ Valuation ของตลาดหุ้นกลับยังอยู่
ในระดับที่แพง และน่าจะยังไม่ price-in
ความเสี่ยง Recession ที่มากพอ

เรายังคงคำแนะนำให้เข้าซื้อที่ S&P500
ต่ำกว่าระดับ 3,700 จุด

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY	04
• Special Issue	07
• ตลาดหุ้น	12
• ตลาดตราสารหนี้	16
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	19
GLOBAL ECONOMIC INSIGHT	26
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ	27
• เศรษฐกิจยุโรป	32
• เศรษฐกิจจีน	37
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น	41
• เศรษฐกิจไทย	46

ข้อมูล บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

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

การประกาศขายขาดทุนพันธบัตรของธนาคาร Silicon Valley (SVB) เพื่อเสริมสภาพคล่องในช่วงต้นเดือน มี.ค. ทำให้ประชาชนตื่นตระหนก แห่ถอนเงินฝาก (Bank run) จนทางการสหรัฐฯ ต้องประกาศมาตรการเสริมสภาพคล่องโดยเร่งด่วนในเวลาต่อมา

เหตุการณ์ Bank run เป็นสัญญาณเตือนว่าการขึ้นดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมาอาจมากเกินไป และเริ่มส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ จนเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ในระยะข้างหน้า คล้ายกับในอดีตที่มักจะมีเหตุการณ์ที่ทำให้ตลาดผันผวน หรือ วิกฤติการเงินตามมาหลัง Fed ขึ้นดอกเบี้ย ส่งผลให้สินทรัพย์ในตลาดตอบสนองในเชิง Risk-off มอง Fed อาจต้องเริ่มปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ ราคาสินทรัพย์ปลอดภัยอย่างพันธบัตรและทองคำปรับเพิ่มขึ้นสูง สวนทางกับราคาสินทรัพย์เสี่ยงอย่างน้ำมัน

อย่างไรก็ดี ตลาดหุ้น (S&P500) กลับไม่ตอบรับเช่นนั้น โดยยังมีการเคลื่อนไหวที่ค่อนข้างทรงตัว ปรับลดลงไม่ถึง -5% ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ และฟื้นตัวขึ้นกลับสู่ระดับ 4,000 จุด หรือช่วงก่อนเหตุการณ์เรียบร้อย ส่วน Valuation ก็ยังอยู่ในระดับที่สูงมาก Earnings yield gap ซึ่งประเมินโดยใช้ Forward earnings yield ของ S&P500 (หรือส่วนกลับของค่า P/E) หักลบด้วย Bond yield 10 ปีสหรัฐฯ อยู่ที่ระดับ 2.3% ซึ่งต่ำกว่าช่วงที่เกิดวิกฤติในอดีตเป็นอย่างมาก

เราประเมินว่าระดับที่ตลาดหุ้น price-in ความเสี่ยง Recession คือที่ Earnings yield gap สูงกว่า 3.5% ขึ้นไป ซึ่งเทียบเคียงได้ว่าดัชนี S&P500 อาจต้องปรับลดลงอีกราว 15-20% สู่ระดับ 3,500 จุด ถึงจะสะท้อนความเสี่ยง Recession ดังนั้น เราจึงคงคำแนะนำที่ให้ทยอยเพิ่มน้ำหนักหุ้นที่ S&P500 ต่ำกว่า 3,700 จุด

สำหรับสถานการณ์ Bank run เรามองว่ามาตรการช่วยเหลือจากทางการ ได้แก่ การรับประกันเงินฝากเต็มจำนวนให้กับสองธนาคารที่เกิดปัญหา และโครงการ Bank Term Funding Program (BTFP) น่าจะช่วยควบคุมสถานการณ์ได้ ซึ่งเห็นได้จาก FRA-OIS spread ที่แคบลง สะท้อนสภาพคล่องในการกู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ที่เพิ่มขึ้น ประกอบกับรายงานงบดุลของ Fed ในสัปดาห์สิ้นสุดวันที่ 22 มี.ค. ซึ่งมูลค่าการกู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ยังคงที่ ชี้ว่าธนาคารไม่ได้ต้องการสภาพคล่องเพิ่มเติมจาก Fed เป็นข่าวดีสะท้อนสถานการณ์ในภาคธนาคารที่ไม่ได้รุนแรงขึ้น

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- ข่าวดังการณ์ Bank run เป็นสัญญาณเตือนว่าการขึ้นดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา อาจมากเกินไป และอาจทำให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ในระยะข้างหน้า
- แต่ Valuation ของตลาดหุ้นกลับยังอยู่ในระดับที่แพง และน่าจะยังไม่ price-in ความเสี่ยง Recession ที่มากพอ
- เรายังคงคำแนะนำให้เข้าซื้อที่ S&P500 ต่ำกว่าระดับ 3,700 จุด



Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting					Themes
	Underweight		Neutral		Overweight	
ตราสารหนี้ไทย					●	- ราเมอง Bond yield จะกลับไประดับ 3.8-4% จากเงินเฟ้อในภาคบริการที่ยังทรงตัวสูงตามต้นทุนค่าจ้าง และคาดการณ์ดอกเบี้ยของตลาดที่อยู่ต่ำกว่าที่ Fed ประเมิน - Bond yield สหรัฐฯ ที่ระดับราว 3.8-4% จะส่งผลให้ผลตอบแทนพันธบัตรไทยเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 3.5% ในช่วงต้นปี - คงคำแนะนำ Overweight
ตราสารทุน						
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ			●			- เศรษฐกิจแข็งแกร่งกว่าคาด ประกอบกับเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับสูง ทำให้ Fed ยังต้องเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ย - Valuation อยู่ในระดับที่แพง - คาดการณ์กำไรอาจถูกปรับลดเพิ่มเติม ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่กำลังอยู่ในช่วงปลายของวัฏจักร - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย			●			- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องจากแรงหนุนของภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน - อย่างไรก็ดี การส่งออกมีแนวโน้มชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า จากอุปสงค์ที่จะชะลอตัว ตามตลาดสหรัฐฯ และยุโรป - ความเสี่ยงจากการชะลอตัวทางการเมืองชั่วคราวหลังการเลือกตั้งในวันที่ 7 พ.ค. ซึ่งอาจทำให้การเบิกจ่ายเม็ดเงินงบประมาณชะลอตัว และหากรัฐบาลชุดใหม่มีความล่าช้าในการอนุมัติร่างฯ FY2024 จะกระทบเพิ่มเติมต่อเม็ดเงินภาครัฐที่จะเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจในช่วงไตรมาส 4 ของปีนี้ - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน					●	- เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว ตามการเปิดเศรษฐกิจ - มีมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจากทั้งภาคการคลังและการเงินอย่างต่อเนื่อง แต่อาจดำเนินการอย่างระมัดระวัง ตามเป้า GDP ปี 2023 ที่ "ราว 5%" ซึ่งต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 5.3% และของปีก่อนที่อยูราว 5.5% - มีความเสี่ยงจากความไม่สงบระหว่างประเทศ ซึ่งทำให้สหรัฐฯ ออกกฎกีดกันทางการค้า และการผลิตที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีขั้นสูงเป็นระยะ - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ			●			- ได้รับประโยชน์จากการเปลี่ยนพฤติกรรมของประชากร ที่หันมาใช้เทคโนโลยีมากขึ้น เนื่องจากมีสินค้าส่งออกประเภทเครื่องใช้อิเล็กทรอนิกส์ และส่วนประกอบคอมพิวเตอร์ เป็นสัดส่วนมาก - แนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว ตามการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ย ซึ่งจะทำให้ Demand ลดลง กระตุ้นการส่งออก แต่ถูกชดเชยจากการทยอยเปิดเศรษฐกิจจีนในปี 2023 - มีความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed และความขัดแย้งทางการเมืองระหว่างประเทศ - คงน้ำหนัก Neutral
ตลาดหุ้นอินเดีย			●			- อัตราเงินเฟ้อที่ปรับขึ้นสูง ทำให้ธนาคารกลางต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค - รัฐบาลมีการกระตุ้นเพื่อลดเงินเฟ้อ โดยเฉพาะราคาอาหาร โดยจำกัดการส่งออกสินค้าเกษตร ช่วยเหลือค่าแก๊สในครัวเรือน และลดภาษีนำเข้าพลังงาน และโลหะในภาคการผลิต - รัฐบาลพยายามลดการพึ่งพาการนำเข้า และให้เงินช่วยเหลือโครงการ Production Linked Incentive (PLI) มูลค่าราว 1% ของ GDP ให้บริษัทเอกชน เพื่อให้อินเดียเป็นศูนย์กลางภาคการผลิตที่มีมูลค่าเพิ่ม (Value-added) สูง - เศรษฐกิจในปี 2023 มีแนวโน้มชะลอตัวลง จากผลบวกที่ลดลงของการเปิดประเทศ และผลกระทบจากการปรับขึ้นดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา - Valuation อยู่ในระดับที่แพงมาก เมื่อเทียบกับประเทศในกลุ่ม Emerging Markets ด้วยกัน - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น					●	- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น จากมาตรการกระตุ้นการคลังและภาคท่องเที่ยว ในขณะที่ภาคการผลิตและภาคส่งออกมีแนวโน้มชะลอตัวลงตามอุปสงค์โลก - นาย Kazuo Ueda ได้รับการแต่งตั้งเป็นผู้นำ BoJ คนใหม่ และกล่าวต่อสภาฯ ว่าการดำเนินนโยบายที่ผ่อนคลายในปัจจุบันมีความเหมาะสม และจะยังไม่มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายแบบทันทีหลังเข้ารับตำแหน่ง - ตลาดหุ้นมักจะไม่ได้รับผลกระทบจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป			●			- เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นดีกว่าคาด จากสถานการณ์ขาดแคลนพลังงานที่คลี่คลาย - มีความเสี่ยงจากสงครามที่ยืดเยื้อ และปัญหาหนี้รัฐบาลกลุ่มที่เศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น อิตาลี โปรตุเกส และกรีซ - นโยบายการเงินมีแนวโน้มเข้มงวดขึ้นต่อเนื่องเพื่อลดเงินเฟ้อ โดย ECB อาจปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นสู่ระดับ 3.75% (จากปัจจุบันที่ 3%) และอาจเริ่มทำ QT ในเดือน มี.ค. 2023 - มีความเสี่ยง Recession สูงกว่าประเทศอื่น Earnings อาจถูกปรับลดลงมากกว่าภูมิภาคอื่น - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา	●					- เงินเฟ้อเริ่มมีแนวโน้มลดลงอย่างเห็นได้ชัด ธนาคารกลางน่าจะเริ่มปรับลดดอกเบี้ยในช่วงกลางปี 2023 - มีข้อจำกัดในการกระตุ้นเศรษฐกิจทางการคลัง - ตลาดหุ้นมีความอ่อนไหวต่อนโยบายการเงินของสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูงกว่าประเทศอื่นในกลุ่ม EM - ภาวะการเงินตึงตัวขึ้นมาก ทั้งจากภายในประเทศและนอกประเทศ - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก						
ทองคำ					●	- ราคาทองคำมี upside จำกัด เนื่องจากน่าจะสะท้อนความเสี่ยง Recession ไปมากแล้ว - ทองคำเป็นสินทรัพย์ที่มีความผันผวนต่ำ และให้ผลตอบแทนสูงในภาวะ Recession - Downside ของราคามีค่อนข้างจำกัด จากต้นทุนราคาขายหน้าเหมือง (All-in-sustaining costs) ที่ระดับ 1,600 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน			●			- อุปสงค์ มีแนวโน้มลดลงตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง - แต่อุปทานยังคงขังตัว 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 อยู่ในระดับที่สมเหตุสมผลขึ้น (fair) - คงคำแนะนำ Neutral
J-REITs			●			- นโยบาย Yield Curve Control ของ BoJ ช่วยให้ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ของ J-REITs อยู่ในระดับสูง - อย่างไรก็ดี นโยบายการเงินของธนาคารกลางทั่วโลกเริ่มเข้มงวดขึ้น ทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวในตลาดมีแนวโน้มสูงขึ้น เป็นปัจจัยลบต่อตลาดอสังหาฯ - Valuation จากการประเมิน Dividen yield gap เพิ่มขึ้นเป็น 4% ซึ่งเป็นระดับที่ถูกที่สุดนับตั้งแต่ต้นปี 2021 - คงคำแนะนำ Neutral

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

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,594	0.5%	2.0%	-2.4%	-1.4%	-2.3%	-4.5%	-5.1%
Philippines PCOMP	6,602	-0.2%	2.0%	-1.3%	0.9%	5.5%	0.5%	-6.8%
Indonesia JCI	6,762	0.0%	2.0%	-0.7%	-0.9%	-6.3%	-1.3%	-3.4%
Singapore STI	3,213	-0.1%	0.9%	-2.1%	-1.4%	-0.4%	-1.2%	-5.5%
Malaysia KLCI	1,400	-0.1%	-0.9%	-3.9%	-5.1%	-1.8%	-6.4%	-12.5%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	19,916	2.3%	2.0%	-0.5%	1.6%	11.1%	0.7%	-9.3%
China H HSCEI	6,795	3.0%	2.7%	1.4%	2.3%	11.1%	1.3%	-9.7%
MSCI China	67	3.1%	3.6%	1.6%	4.9%	13.7%	3.6%	-8.9%
China CSI300	4,027	1.0%	1.7%	-0.8%	5.2%	4.4%	4.0%	-5.3%
Taiwan TWSE	15,915	0.7%	3.0%	2.7%	11.5%	12.7%	12.6%	-10.1%
Korea KOSPI	2,415	0.3%	0.8%	-0.4%	4.4%	5.5%	8.0%	-11.5%
MSCI Korea	741	0.7%	1.3%	0.4%	6.2%	7.9%	10.5%	-11.0%
India SENSEX	57,680	-0.5%	-0.5%	-3.0%	-3.6%	-0.7%	-5.2%	0.1%
MSCI India	1,898	-0.3%	0.0%	-1.7%	-6.3%	-6.4%	-8.2%	-5.3%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	6,955	-0.7%	-0.6%	-4.8%	-2.1%	5.8%	-1.2%	-5.8%
Japan TOPIX	1,955	-0.3%	0.9%	-1.7%	3.0%	2.0%	3.4%	-1.3%
Japan Nikkei 225	27,385	-0.2%	1.4%	-0.2%	4.4%	0.9%	4.9%	-2.6%
Europe STOXX600	441	-0.2%	1.0%	-3.7%	3.1%	12.9%	3.8%	-2.7%
Euro STOXX50	4,141	0.3%	1.9%	-0.9%	8.5%	23.7%	9.2%	7.2%
US Dow Jones	32,105	0.2%	-0.4%	-2.2%	-3.3%	8.5%	-3.1%	-7.5%
US S&P500	3,949	0.3%	-0.3%	-0.5%	2.7%	6.9%	2.8%	-12.6%
MSCI US REITs	1,076	-0.6%	-5.9%	-10.9%	-6.8%	-6.1%	-6.1%	-26.3%
J-REITs	1,761	-0.7%	-1.4%	-4.9%	-6.0%	-12.7%	-7.0%	-11.3%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	7,390	-0.9%	0.7%	-6.2%	-1.1%	5.3%	-0.8%	-1.0%
Germany DAX	14,983	-0.0%	1.5%	-1.5%	7.5%	22.0%	7.6%	5.0%
France CAC 40	7,034	0.1%	1.6%	-2.1%	8.1%	21.6%	8.7%	7.3%
Switzerland SMI	10,633	-0.6%	0.2%	-4.9%	-1.6%	4.9%	-0.9%	-12.4%
Portugal PSI 20	5,703	-0.5%	-0.4%	-4.7%	-1.4%	3.9%	-0.4%	-1.7%
Spain IBEX 35	8,818	-0.4%	1.1%	-4.2%	6.6%	16.3%	7.2%	6.2%
Italy FTSE MIB	25,996	-0.2%	2.0%	-3.7%	8.9%	23.4%	9.7%	6.5%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	97,926	-2.3%	-5.3%	-7.4%	-10.7%	-12.3%	-10.8%	-17.7%
Chile IPSA	5,275	0.1%	1.5%	-1.1%	0.4%	1.3%	0.3%	6.5%
Mexico MEXBO	52,828	0.5%	1.4%	0.3%	4.4%	16.4%	9.0%	-5.4%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	518	1.6%	2.3%	0.4%	2.8%	10.2%	2.4%	-12.1%
MSCI Latin America	2,067	-1.0%	-1.6%	-5.8%	-5.8%	-2.6%	-2.9%	-21.6%
MSCI All Country World	626	0.5%	1.7%	-0.3%	3.4%	10.3%	3.5%	-11.6%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	68.93	-1.3%	3.3%	-9.7%	-13.4%	-12.5%	-14.1%	-38.6%
Brent Spot	74.90	-1.0%	2.6%	-9.9%	-10.7%	-13.1%	-12.8%	-37.1%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	5.97	0.16	-0.26	-0.87	1.61	-1.44	0.32	-0.72
Gold Spot	1991.30	2.7%	0.1%	10.0%	10.7%	22.1%	9.2%	1.3%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2889.31	0.0%	0.5%	0.5%	-0.8%	-5.1%	-0.9%	-11.6%
Bloomberg Agri Subindex	64.92	-1.6%	-3.1%	-5.8%	-4.8%	-5.5%	-5.7%	-13.4%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	316.56	0.4%	1.1%	2.2%	4.3%	8.5%	4.1%	3.1%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	215.03	0.0%	0.2%	0.4%	0.2%	1.1%	0.1%	0.5%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	309.87	0.2%	0.6%	1.3%	0.8%	4.3%	0.8%	1.3%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	415.06	0.4%	1.2%	2.1%	2.9%	7.5%	2.9%	3.6%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	263.30	0.2%	0.6%	1.1%	1.0%	3.7%	1.0%	1.6%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.72	-1	-2	-1	32	56	35	120
2Y	1.73	-2	-8	-17	8	-1	9	96
5Y	1.93	-3	-7	-23	-3	-68	-3	45
10Y	2.33	-5	-11	-24	-33	-79	-31	-7
Spread 10Y-2Y	61	-3	-2	-7	-41	-77	-41	-104
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	3.32	-1	-11	-63	-43	-37	-56	94
Japan 10Y	0.32	-1	3	-19	-7	8	-11	9
UK 10Y	3.21	-9	-7	-45	-42	-62	-46	157
German 10Y	2.05	-13	-5	-48	-35	3	-52	152
Spain 10Y	3.13	-12	-10	-37	-34	-5	-53	172
Italy 10Y	3.98	-10	-8	-46	-53	-36	-74	192
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	23.09	0.5	-2.4	1.4	2.2	-6.8	1.4	1.4
Dollar index	102.88	0.2%	-0.8%	-2.2%	-1.4%	-9.1%	-0.6%	4.1%
USD/THB	34.13	-1.3%	0.2%	-2.3%	-1.7%	-10.0%	-1.4%	1.8%
EUR/USD	1.08	0.7%	1.0%	2.1%	1.3%	12.0%	0.6%	-2.0%
GBP/USD	1.22	0.4%	0.5%	2.5%	1.5%	14.6%	1.3%	-7.1%
USD/JPY	129.74	-1.2%	-1.6%	-4.9%	-2.4%	-10.2%	-1.1%	6.1%
USD/CNY	6.87	-0.8%	-0.2%	-1.3%	-1.3%	-3.7%	-0.4%	7.9%
USD/CNH	6.87	-0.9%	-0.2%	-1.6%	-1.6%	-4.2%	-0.7%	7.7%

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

As of

3/24/2023



SPECIAL ISSUE

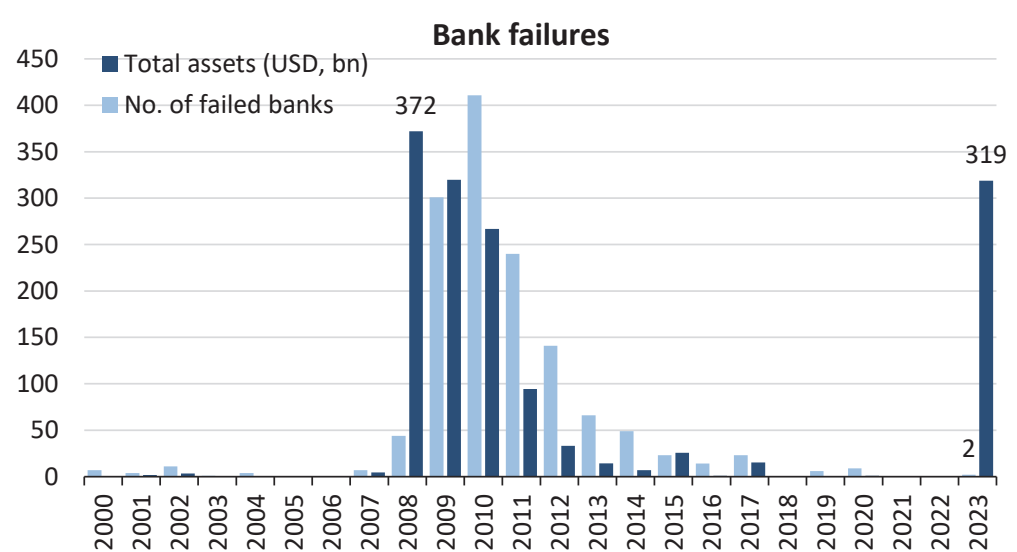
BANK RUN

ที่ใหญ่ที่สุดตั้งแต่วิกฤต SUBPRIME

ข่าวการประกาศขายขาดทุนพันธบัตรเพื่อเสริมสภาพคล่องของธนาคาร Silicon Valley (SVB) ซึ่งเป็นธนาคารที่มีฐานเงินฝากใหญ่ที่สุดใน Silicon Valley และเป็นแหล่งเงินทุนหลักของ Start-ups และ Venture capital ในช่วงต้นเดือน มี.ค. ส่งผลให้เกิดเหตุการณ์แห่ถอนเงินในสหรัฐฯ (Bank run) ซึ่งในวันต่อมาได้ลุกลามและทำให้ธนาคาร Signature ล้มลงด้วย ก่อนที่ทางการจะออกมาตราการช่วยเหลือ และสามารถยับยั้งสถานการณ์ได้ทันเวลา การล้มของธนาคารครั้งนี้ นับเป็นเหตุการณ์สำคัญในประวัติศาสตร์ เนื่องจากสินทรัพย์ของทั้งสองธนาคารนั้น มีมูลค่ามากที่สุดตั้งแต่วิกฤต Subprime ในปี 2008

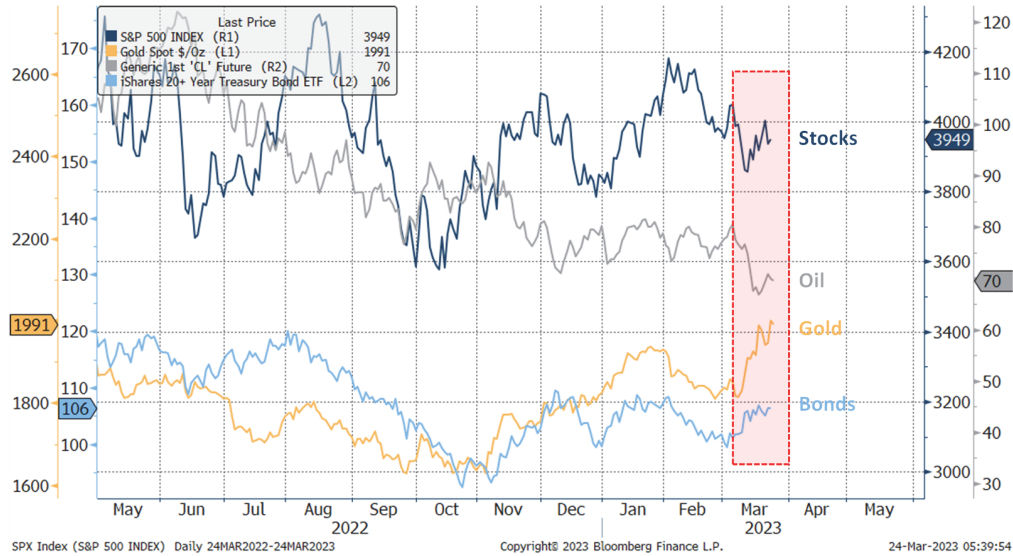
เหตุการณ์ดังกล่าว ส่งผลให้ตลาดตอบรับในเชิง Risk-off ราคาทองคำและพันธบัตรปรับเพิ่มขึ้น ในขณะที่หุ้นและน้ำมันปรับตัวลง โดยดัชนี KBW Bank Index (BKX) ซึ่งเป็นดัชนี Benchmark ของธนาคารขนาดใหญ่ในสหรัฐฯ ลดลง -8% ภายในวันเดียว นับเป็นเปอร์เซ็นต์การปรับลดลงที่มากที่สุดเป็นอันดับ 4 ในรอบ 25 ปี รองจากวิกฤต Subprime ในปี 2009 วิกฤต COVID ในปี 2020 และเหตุการณ์ปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของรัฐบาลสหรัฐฯ ในปี 2011

แผนภาพที่ 1: สินทรัพย์ของแบงก์ที่ล้มมีมูลค่ามากที่สุดตั้งแต่วิกฤต Subprime ในปี 2008



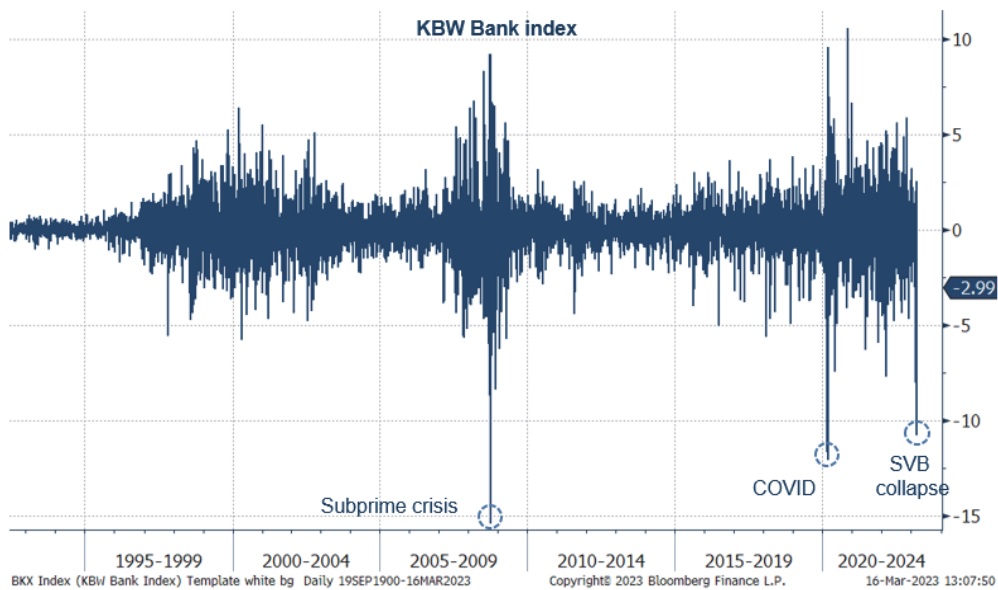
ที่มา: FDIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 2: ตลาดตอบรับในเชิง Risk-off ต่อข่าวปัญหาในภาคธนาคาร



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

แผนภาพที่ 3: KBW Bank Index (BKX ลดลง -8% ภายในวันเดียว มากที่สุดเป็นอันดับ 4 ในรอบ 25 ปี



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

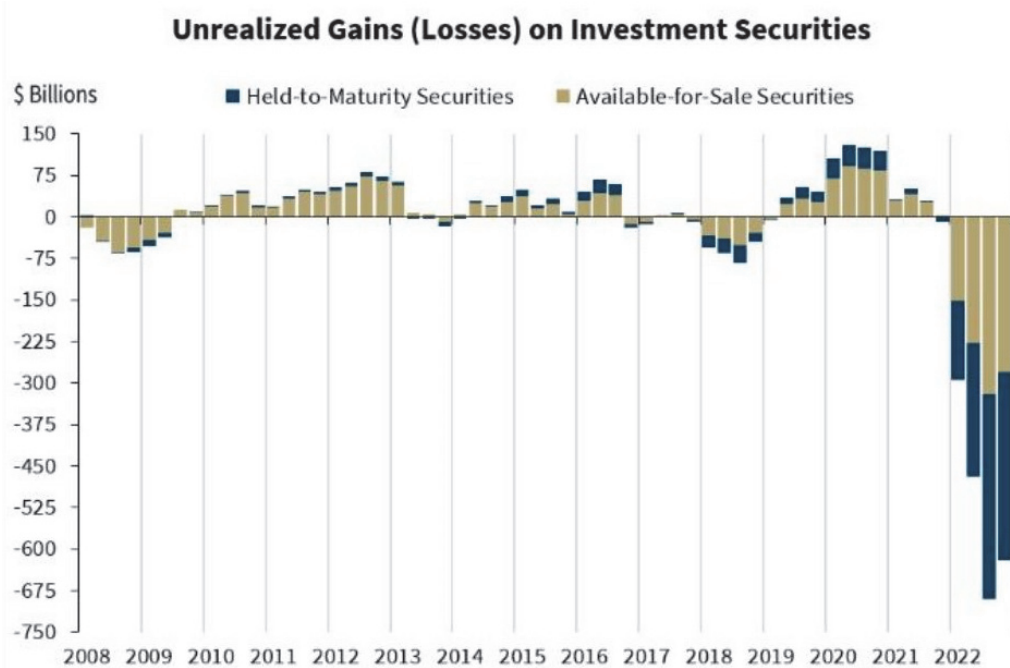
สาเหตุที่ SVB ต้องขายขาดทุนพันธบัตร

ปัญหาขาดแคลนสภาพคล่อง จากการถอนเงินของลูกค้า เป็นสาเหตุหลักที่ทำให้ SVB ต้องขายขาดทุนพันธบัตร ซึ่งเกี่ยวเนื่องมาจาก

1) การปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ยในปีที่ผ่านมา โดยพันธบัตรที่ประกาศขายนั้น SVB ถือก่อนที่จะมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย ทำให้พันธบัตรมี yield เฉลี่ยที่ 1.8% และมี Duration เฉลี่ยที่ 3.6 ปี การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยในปีที่ผ่านมา ทำให้มูลค่าพันธบัตรที่ถืออยู่ลดลง Bond yield ที่ถืออยู่ต่ำกว่า Bond yield อายุ 3 ปี ในปัจจุบันที่ 4.7%

2) การชะลอตัวลงของอุตสาหกรรมในกลุ่ม Tech ในปีที่ผ่านมา ด้วยลักษณะธุรกิจที่เน้นลูกค้าธุรกิจ Tech. ทำให้การปล่อยสินเชื่อ ซึ่งเป็นรายได้หลักของธนาคาร ลดลง ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ซึ่งเป็นต้นทุนของธนาคารต้องปรับเพิ่มขึ้นตามการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยในตลาด เพื่อคงฐานลูกค้าเงินฝาก ทำให้กำไรของธนาคารลดลง ประกอบกับฐานลูกค้าส่วนใหญ่เป็น Start-ups ที่ยังไม่สร้างกำไร ทำให้มีการถอนเงินเป็นจำนวนมาก จนเกิดปัญหาขาดแคลนสภาพคล่อง ต้องขายขาดทุนสินทรัพย์มาชดเชย ซึ่งสร้างความตื่นตระหนกให้กับประชาชน และนำมาสู่เหตุการณ์ Bank run ในที่สุด

แผนภาพที่ 4: ธนาคารในสหรัฐฯ มี Unrealized loss หรือผลขาดทุนของสินทรัพย์ที่ถืออยู่ตามราคาตลาด สูงถึง 600-700 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ สูงกว่ากำไรสุทธิในปี 2022 ของทุกธนาคารรวมกันที่ 263 พันล้าน



ที่มา: FDIC

มาตรการช่วยเหลือจากทางการ

เหตุการณ์ Bank run ของ SVB ลุกลามไปยังธนาคาร Signature ในวันต่อมา ซึ่งหากปล่อยไว้ก็อาจเกิดเหตุการณ์เดียวกันกับธนาคารอื่นอีก จนก่อให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ทางการสหรัฐฯ จึงสั่งปิดสองธนาคาร เพื่อเข้าดูแลและประกาศคุ้มครองเงินฝากไม่จำกัดจำนวนของทั้งสองธนาคาร ซึ่งเป็นมาตรการเพิ่มเติมจากปกติที่คุ้มครองให้ประชาชนสูงสุด 250,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบัญชี ต่อธนาคาร

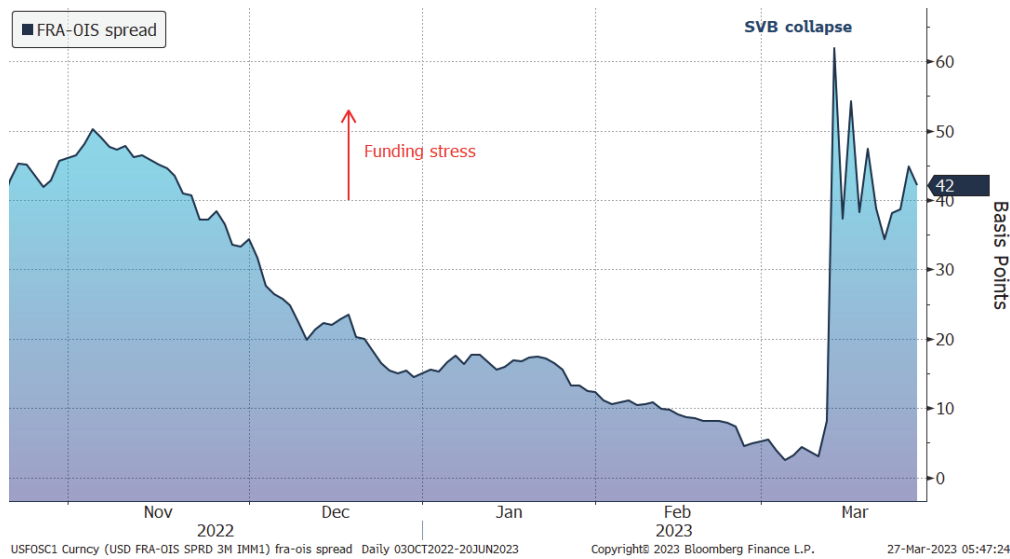
นอกจากนี้ ทางการได้จัดตั้งโครงการ Bank Term Funding Program (BTFP) เสนอเงินกู้อายุ 1 ปีให้กับสถาบันการเงินที่อยู่ในเกณฑ์ที่จะได้รับเงินกู้จากโครงการนี้ แลกกับหลักทรัพย์ค้ำประกัน เช่น พันธบัตรรัฐบาล ตราสารหนี้ และตราสารหนี้ที่มีสินเชื่อที่อยู่อาศัยเป็นหลักประกันการจำนอง (MBS) โดย Fed จะคิดมูลค่าหลักทรัพย์ค้ำประกันที่ราคา par ทำให้สถาบัน

การเงินไม่จำเป็นต้องขาดขาดทุนสินทรัพย์ตามราคาตลาด เพื่อเพิ่มสภาพคล่อง

มาตรการดังกล่าว ส่งผลให้สถานการณ์คลี่คลายลง สะท้อนให้เห็นใน FRA-OIS spread หรือส่วนต่างระหว่าง Forward rate agreement (FRA) และ Overnight Index Swap (OIS) ซึ่งสะท้อนสภาพคล่องในการกู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ ที่แคบลงเป็น 40 bps จาก 60 bps ในช่วงที่เกิด Bank run

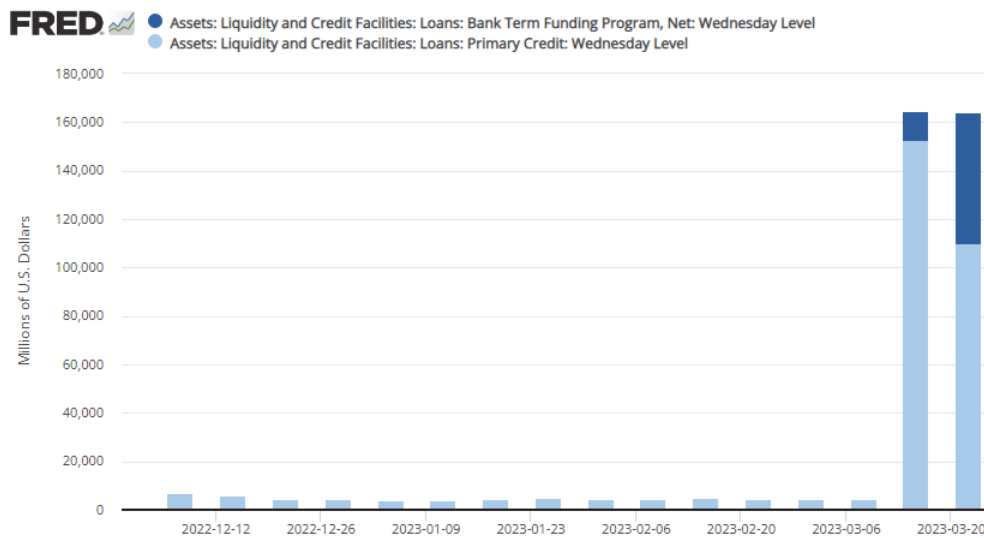
นอกจากนี้ รายงานของ Fed ในสัปดาห์สิ้นสุดวันที่ 22 มี.ค. ระบุว่า การกู้ยืมของธนาคารยังคงที่ โดยมีมูลค่าการกู้ยืมผ่านโครงการ Bank Term Funding Program (BTFP) และ Discount window ซึ่งเป็นช่องทางปกติ รวมกันใกล้เคียงกับในสัปดาห์ก่อน ซึ่งเป็นช่วงที่เริ่มเกิดปัญหา Bank run ซึ่งว่าธนาคารพาณิชย์ไม่ได้ต้องการสภาพคล่องเพิ่มเติมจาก Fed เป็นข่าวดี สะท้อนสถานการณ์ในภาคธนาคารไม่ได้รับแรงขึ้น

แผนภาพที่ 5: FRA-OIS spread ซึ่งสะท้อนสภาพคล่องในการกู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ แคลงเป็น 40 bps จาก 60 bps ในช่วงที่เกิด Bank run



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

แผนภาพที่ 6: การกู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ยังคงที่ ซึ่งว่าธนาคารพาณิชย์ไม่ได้ต้องการสภาพคล่องเพิ่มเติมจาก Fed

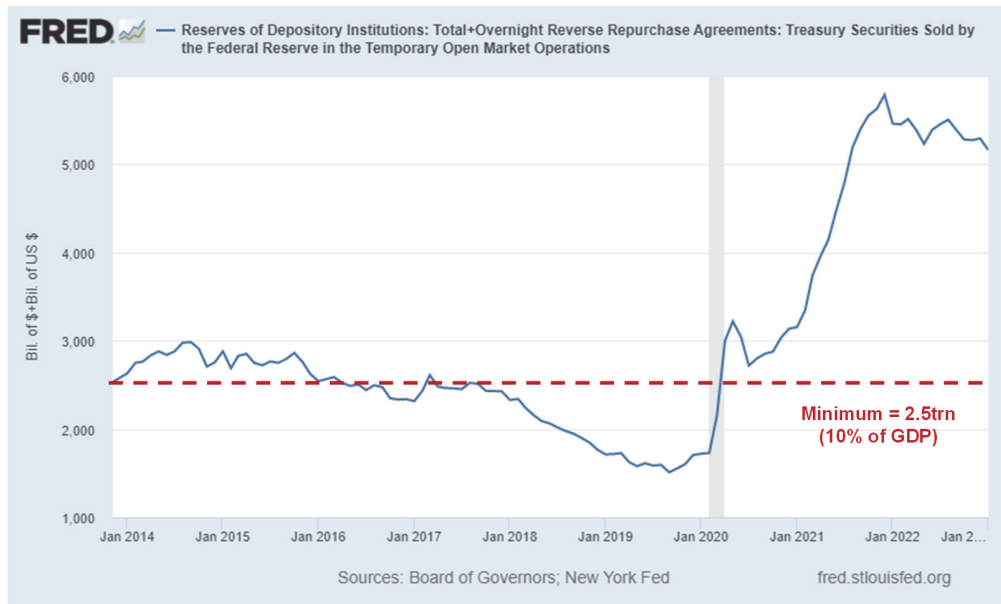


ที่มา: Federal Reserve, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ทั้งนี้ ปัญหาสภาพคล่องดังกล่าวน่าจะเป็นปัญหาเฉพาะของบางธนาคารเท่านั้น ในขณะที่สภาพคล่องของทั้งระบบยังมีเพียงพอ โดยปัจจุบัน Bank Reserves ของธนาคารพาณิชย์ทั้งระบบในสหรัฐฯ อยู่ที่ 3 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเมื่อรวมกับสภาพคล่องที่อยู่ใน Money Market Funds (Fed RRP facility) ที่ 2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ทำให้สภาพคล่องโดยรวมยังมีมาก

ถึง 5 ล้านล้าน ซึ่งนาย Christopher Waller คณะกรรมการ Fed ได้ประเมินไว้ว่ามูลค่า Bank Reserves ขั้นต่ำที่ภาคธนาคารต้องการนั้นอยู่ที่ 10% ของ GDP หรือราว 2.5 ล้านล้าน ซึ่งหมายความว่าระดับสภาพคล่องในปัจจุบันมีมากกว่าขั้นต่ำถึง 2 เท่า ทำให้มาตรการช่วยเหลือเฉพาะจุดของ Fed น่าจะเพียงพอที่จะควบคุมสถานการณ์

แผนภาพที่ 7: สภาพคล่องของทั้งระบบมีมากกว่าขั้นต่ำถึง 2 เท่า



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

ตลาดหุ้น

ข่าวเหตุการณ์ Bank run เป็นสัญญาณเตือนว่าการขึ้นดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา อาจส่งผลให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ในระยะข้างหน้า แต่ตลาดหุ้นกลับไม่สะท้อนเช่นนั้น โดยมีการเคลื่อนไหวค่อนข้างทรงตัว ส่วน Valuation ของตลาดหุ้นก็ยังอยู่ในระดับที่แพง และน่าจะยังไม่ price-in ความเสี่ยง Recession โดยในระยะข้างหน้า เราคาดว่าตัวเลขเศรษฐกิจจะเริ่มออกมาสะท้อนถึงผลกระทบของการปรับขึ้นดอกเบี้ยมากขึ้น ซึ่งน่าจะทำให้ตลาดหุ้นตอบสนองต่อความเสี่ยงดังกล่าว และปรับตัวลง ดังนั้น เรายังคงคำแนะนำให้เข้าซื้อที่ S&P500 ต่ำกว่าระดับ 3,700 จุด

Valuation ของตลาดหุ้นยังแพงอยู่ แม้จะเกิดเหตุการณ์ Bank run

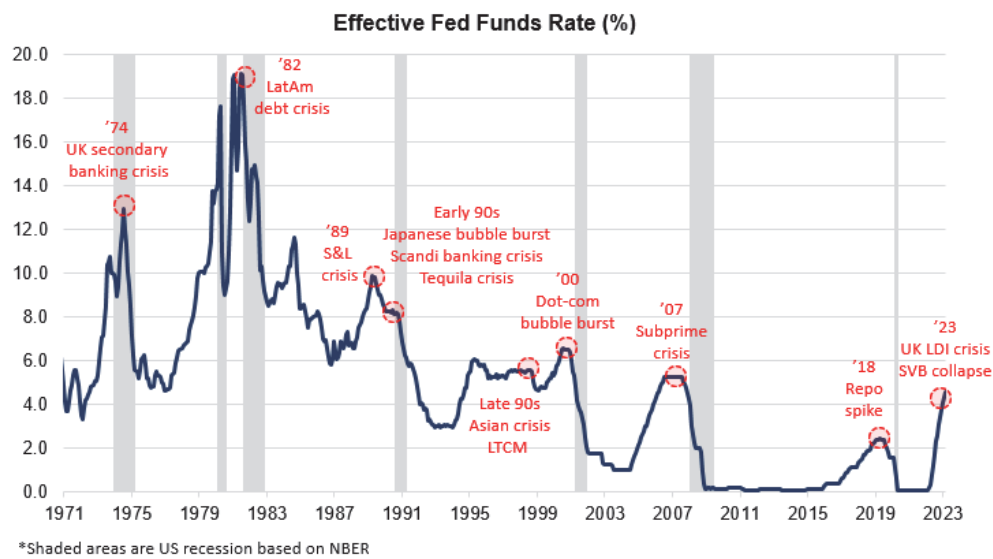
การขาดทุนจากการขายพันธบัตรของธนาคาร Silicon Valley (SVB) เพื่อเสริมสภาพคล่องในช่วงต้นเดือน มี.ค. ทำให้ประชาชนตื่นตระหนกถึงปัญหาที่อาจเกิดขึ้นคล้ายกันในธนาคารขนาดกลางและขนาดเล็กอื่นๆ ส่งผลให้ประชาชนแห่ถอนเงินฝาก (Bank run) จนทางการสหรัฐฯ ต้องประกาศมาตรการเสริมสภาพคล่องโดยเร่งด่วน (อ่านเพิ่มเติมในเนื้อหาส่วน Special ด้านหน้า)

เหตุการณ์ Bank run เป็นสัญญาณเตือนว่าการขึ้นดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา อาจมากเกินไป และเริ่มส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ จนเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ในระยะข้างหน้า คล้ายกับในอดีตที่มักจะมีเหตุการณ์ที่ทำให้ตลาดผันผวน หรือวิกฤติการเงินตามมาหลัง Fed ขึ้นดอกเบี้ย ส่งผลให้ตลาดมอง Fed อาจจำเป็นต้องเริ่มปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ราว -85bps และต่อเนื่องในปี 2024 อีก -125bps รวมเป็น -210bps และทำให้ Bond yield อายุ 10 ปี ลดลงสู่ระดับ 3.4%

อย่างไรก็ดี ตลาดหุ้น (S&P500) กลับไม่ได้ตอบรับเช่นนั้น โดยยังมีการเคลื่อนไหวที่ค่อนข้างทรงตัว ปรับลดลงไม่ถึง -5% ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ และปรับตัวขึ้นกลับสู่ระดับ 4,000 จุด หรือช่วงก่อนเหตุการณ์เรียบร้อย ส่วน Valuation ก็ยังอยู่ในระดับที่สูงมาก Earnings yield gap ซึ่งประเมินโดยใช้ Forward earnings yield ของ S&P500 (หรือส่วนกลับของค่า P/E) หักลบด้วย Bond yield 10 ปีสหรัฐฯ อยู่ที่ระดับ 2.3% ซึ่งต่ำกว่าช่วงที่เกิดวิกฤติในอดีตเป็นอย่างมาก ได้แก่ วิกฤติ Subprime ในปี 2008 ที่ 7% วิกฤติหนี้สาธารณะในยุโรปในปี 2012 ที่ 7.5% ช่วงที่เศรษฐกิจจีนชะลอตัวในปี 2016 ที่ 5% และวิกฤติ COVID ในปี 2020 ที่ 5.5%

เราประเมินว่าระดับที่ตลาดหุ้น price-in ความเสี่ยง Recession คือที่ Earnings yield gap สูงกว่า 3.5% ขึ้นไป หากสมมติให้ Bond yield อยู่ที่ 3.4% เท่ากับปัจจุบัน บวกกับ Earnings yield gap ที่ 3.5% จะได้ Earnings yield ที่ 6.9% คิดเป็นค่า P/E ที่ 14.5 เท่า ซึ่งเทียบเคียงได้ว่าดัชนี S&P500 อาจต้องปรับลดลงอีก 17% หรือราว 15-20% สู่ระดับ 3,500 จุด ถึงจะสะท้อนความเสี่ยง Recession

แผนภาพที่ 8: การปรับขึ้นดอกเบี้ยมักจะตามมาด้วยวิกฤติเศรษฐกิจหรือปัญหาฟองสบู่แตก และเป็นเหตุให้ Fed ต้องหยุดขึ้นดอกเบี้ยในเวลาต่อมา



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

แผนภาพที่ 9: Valuation ของตลาดหุ้นยังแพงอยู่ แม้ว่าจะเกิดเหตุการณ์ Bank run



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

นโยบายการเงินใช้เวลานานในการส่งผ่านผลกระทบไปยังเศรษฐกิจ

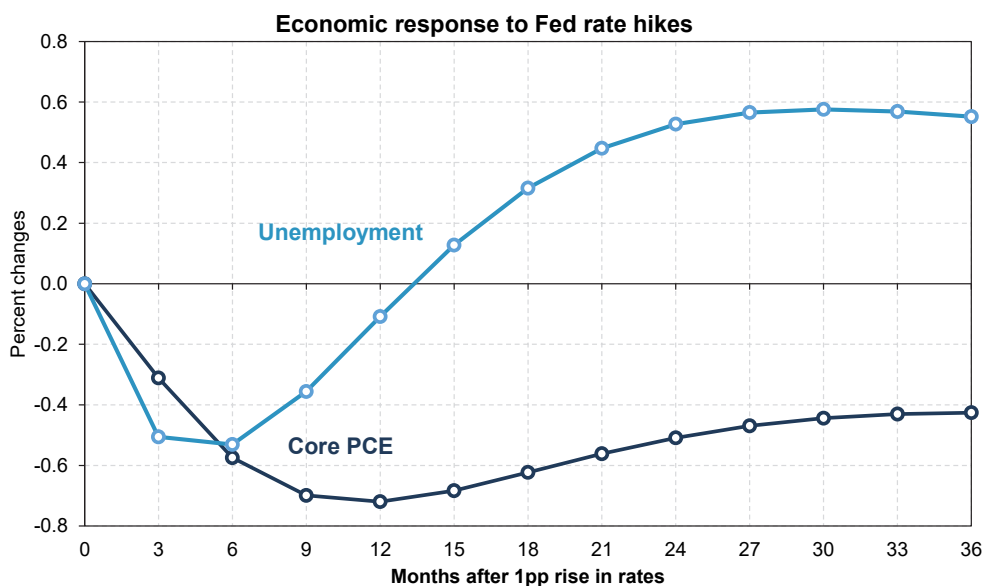
นับเป็นเวลา 1 ปีเต็มแล้วที่ Fed เริ่มต้นปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในเดือน มี.ค. ปีก่อน เพื่อชะลอความร้อนแรงของเศรษฐกิจ และสกัดอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบกว่า 40 ปี แต่เศรษฐกิจสหรัฐกลับยังแข็งแกร่ง อัตราเงินเฟ้อ (CPI) ยังอยู่สูงถึง 6% มากกว่าเป้าหมายที่ 2% เป็นอย่างมาก ในขณะที่อัตราว่างงานยังอยู่ในระดับต่ำมากที่ 3.7%

เรามองว่าสาเหตุอาจเป็นเพราะความล่าช้าในการส่งผ่านผลกระทบของนโยบายการเงิน โดย Fed สาขา Kansas City ศึกษาการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อและอัตราว่างงาน หลังการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ย พบว่าอัตราเงินเฟ้อ (Core PCE) จะใช้เวลาประมาณ 6-12 เดือน ในการปรับลดลงมากที่สุด หลังการปรับขึ้นดอกเบี้ย 1% ส่วนอัตราว่างงาน (Unemployment rate) จะใช้เวลานานกว่า โดยจะยังปรับลดลงต่อในช่วง 6 เดือนแรก ก่อนจะกลับมาเพิ่มขึ้นหลังจากนั้น และจะเพิ่มขึ้นสูงสุดในช่วง 20-26 เดือน หลังการปรับขึ้นดอกเบี้ย

ย้อนกลับไป 12 เดือนก่อน Fed เพิ่งจะเริ่มปรับขึ้นดอกเบี้ยเป็นครั้งแรก ทำให้เศรษฐกิจในปัจจุบัน อาจเพิ่งจะสะท้อนผลของการปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกโดยสมบูรณ์ นอกจากนี้ การปรับขึ้นดอกเบี้ยในครั้งแรกนั้น ยังถูกปรับขึ้นในอัตราที่ค่อยเป็นค่อยไปที่ 25bps ก่อนที่ Fed จะทยอยเร่งการปรับขึ้นดอกเบี้ยในครั้งต่อมา

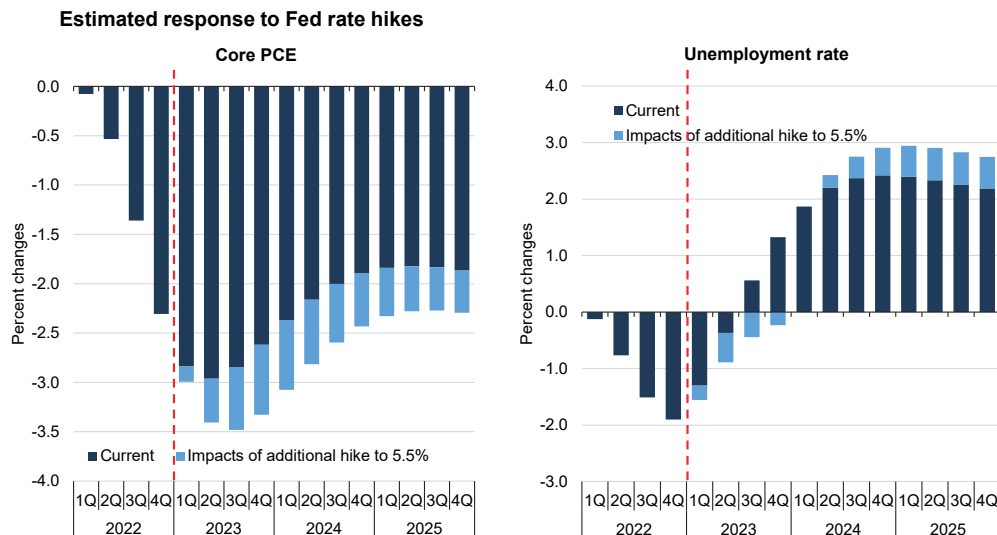
หากใช้ Model ผลกระทบของ Fed ดังกล่าว ในการประเมินผลกระทบต่อตัวเลขเศรษฐกิจ พบว่าดอกเบี้ยที่ปรับขึ้นไปแล้วนั้น จะแสดงผลเต็มที่ต่ออัตราเงินเฟ้อ (Core PCE) ในไตรมาส 2 ปีนี้ และหาก Fed ขึ้นดอกเบี้ยสู่ระดับ 5.5% ผลกระทบจะแสดงเต็มที่ในไตรมาส 3 ส่วนอัตราว่างงานจะเพิ่มสูงขึ้นกว่าระดับในช่วงก่อนขึ้นดอกเบี้ยในไตรมาส 3 ปีนี้ และหาก Fed ขึ้นดอกเบี้ยสู่ระดับ 5.5% อัตราว่างงานจะเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4 ดังนั้น ยิ่ง Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ยสูงเท่าไร ผลกระทบต่อเศรษฐกิจก็จะยิ่งรุนแรงและยาวนานขึ้นเท่านั้น ซึ่งตัวเลขเศรษฐกิจต่อจากนี้ก็จะเริ่มเห็นผลกระทบที่ชัดเจนขึ้น

แผนภาพที่ 10: นโยบายการเงินใช้เวลานานในการส่งผ่านผลกระทบไปยังเศรษฐกิจ



ที่มา: Fed Kansas City, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 11: ยิ่ง Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ยสูงเท่าไร ผลกระทบต่อเศรษฐกิจก็จะยิ่งรุนแรง และยาวนานขึ้นเท่านั้น

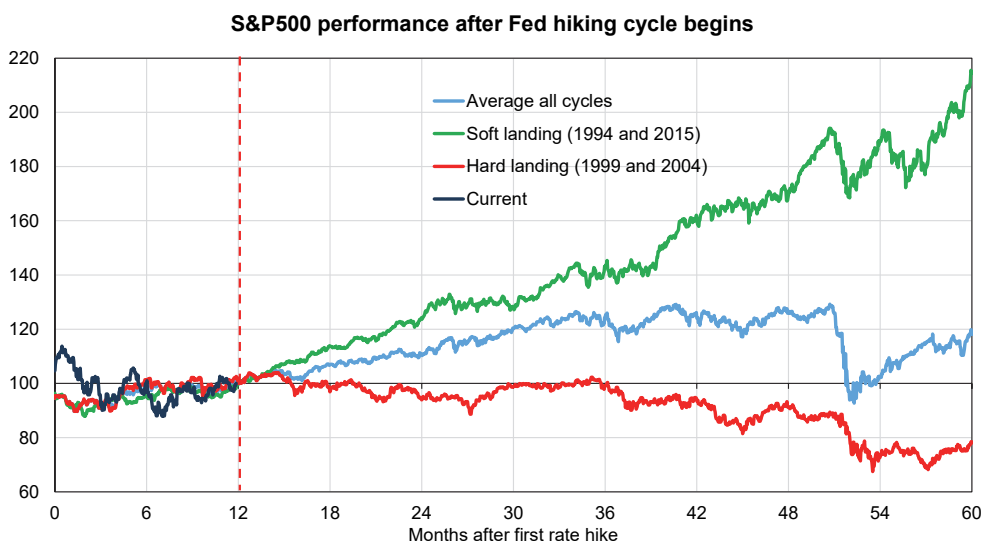


ที่มา: Fed Kansas City, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดหุ้นมีการตอบรับที่สอดคล้องกับผลการศึกษาดังกล่าว โดยจากการศึกษาข้อมูลการเคลื่อนไหวของดัชนี S&P500 ในช่วงที่เศรษฐกิจถดถอยหลังการปรับขึ้นดอกเบี้ย (Hard-landing) และไม่เกิด (Soft-landing) พบว่า ตลาดหุ้นมักจะเคลื่อนไหวใกล้เคียงกันช่วง 12 เดือนแรกหลัง Fed เริ่มต้นปรับขึ้นดอกเบี้ย แต่หลังจากนั้นตลาดหุ้นจะเริ่มมีการเคลื่อนไหวแตกต่างกันอย่างชัดเจน โดยถ้าเกิด Hard landing ตลาดหุ้นจะปรับตัวลงอีก 10-15% ในช่วง 12 เดือนต่อมา ส่วน Soft landing ตลาดหุ้นจะปรับขึ้นอีก 20-30%

Fed เริ่มต้นปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกในเดือน มี.ค. 2022 หรือ 12 เดือนก่อน ดังนั้น ตัวเลขเศรษฐกิจที่เราเห็นว่ายังแข็งแกร่งอาจเป็นเพราะยังไม่ได้รับผลกระทบโดยสมบูรณ์ และอาจเริ่มเห็นผลกระทบที่ชัดเจนขึ้นต่อจากนี้ ทำให้เรามองว่าตลาดหุ้นมีแนวโน้มที่จะปรับตัวลง ตามตัวเลขเศรษฐกิจที่น่าจะออกมาอ่อนแอลงในระยะข้างหน้า 📉

แผนภาพที่ 12: ตลาดหุ้นจะเริ่มมีการเคลื่อนไหวแตกต่างกันอย่างชัดเจน หลังปรับขึ้นดอกเบี้ย 12 เดือน



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

ตลาดตราสารหนี้

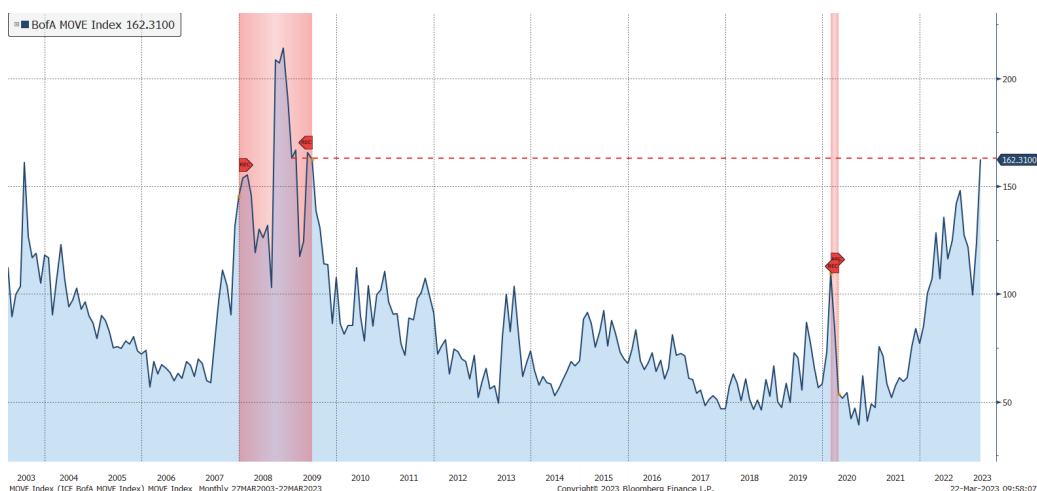
ผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ มีความผันผวนสูงที่สุดในรอบนับสิบปี จากสถานการณ์ความเปราะบางในภาคการเงินสหรัฐฯ อย่างไรก็ดี Sentiment ของตลาดปรับตัวดีขึ้นหลังรัฐบาลและธนาคารกลางสหรัฐฯ ได้ออกมาตรการรับมืออย่างรวดเร็วเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดเป็นวิกฤตขึ้นอย่างในอดีต เรามองว่าอัตราเงินเฟ้อที่ยังสูงกว่าเป้าหมายยังเป็นปัจจัยกดดันให้ธนาคารกลางสหรัฐฯ ต้องดำเนินนโยบายการเงินอย่างเข้มงวดต่อเนื่อง ซึ่งจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี (US 10-Year Government Bond Yield) มีโอกาสปรับสูงขึ้นสู่ระดับ 3.8 – 4.0% อีกครั้งในระยะสั้น ซึ่งเป็นจุดที่น่าสนใจเข้าลงทุน

ความผันผวนของ Bond yield สหรัฐฯ เพิ่มขึ้นสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2008

หลังจากเกิดเหตุการณ์หน่วยงานสถาบันประกันเงินฝากสหรัฐฯ (Federal Deposit Insurance Corporation: FDIC) ได้เข้ายึดสินทรัพย์ของธนาคาร Silicon Valley Bank ในวันที่ 10 มี.ค. และธนาคาร Signature Bank ในวันที่ 12 มี.ค. เพื่อป้องกันไม่ให้สถานการณ์บานปลายจนมีผู้ฝากเงินได้รับความเสียหายเป็นจำนวนมาก ได้สร้างความกังวลต่อนักลงทุนทั่วโลกกับสถานการณ์ความไม่แน่นอนของภาคการเงินในสหรัฐฯ ที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงินรัดกุมของ Fed มาเป็นเวลากว่าหนึ่งปี เป็นเหตุให้นักลงทุนปรับพอร์ตเข้าซื้อสินทรัพย์ความเสี่ยงต่ำอย่างพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ จน Yield ของพันธบัตรชนิดอายุ 10 ปี ปรับลดลงอย่างรวดเร็ว

อย่างไรก็ดี ธนาคารกลางสหรัฐฯ ที่มีบทเรียนจากวิกฤติการเงินครั้งใหญ่ในปี 2008 ได้ตอบสนองและออกมาตรการรับมือกับปัญหาอย่างรวดเร็ว ไม่ว่าจะเป็นโครงการเงินกู้อายุ 1 ปีชนิดพิเศษสำหรับสถาบันการเงินที่มีปัญหาอย่าง Bank Term Funding Program (BTFP) หรือการร่วมมือกันระหว่างธนาคารกลางขนาดใหญ่แห่งอื่นเพื่อป้องกันสภาพคล่องขาดแคลน (Coordinated Action) จนคลายความกังวลของตลาดลงมาบ้าง และทำให้นักลงทุนกลับมาให้ความสนใจกับการตัดสินใจปรับขึ้นดอกเบี้ยในการประชุมของธนาคารกลางสหรัฐฯ ในเดือน มี.ค. นี้ โดยเรามองว่าเมื่อสถานการณ์ในภาคการเงินสหรัฐฯ คลี่คลายลงต่อเนื่อง Yield พันธบัตรชนิดอายุ 10 ปีของสหรัฐฯ มีโอกาสปรับตัวขึ้นสู่ระดับ 3.8 – 4.0% อีกครั้ง ซึ่งเป็นจุดที่เรามองว่าน่าเข้าลงทุนเพื่อลือคผลกำไร

แผนภาพที่ 13: ดัชนีความผันผวนของ Bond yield สหรัฐฯ เพิ่มขึ้นหลังเหตุการณ์การล้มละลายของธนาคาร Silicon Valley Bank สร้างความกังวลต่อเสถียรภาพของระบบการเงิน



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

ตลาดพันธบัตรส่งสัญญาณเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในที่สุดแล้วอาจต้องเจอกับภาวะเศรษฐกิจถดถอย หรือ “Hard Landing”

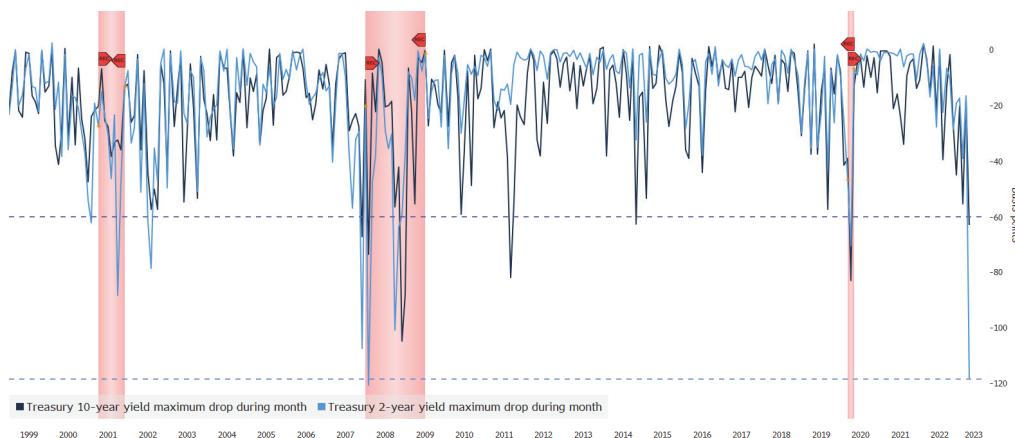
ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ปรับตัวขึ้นในปี 2022 ตามการเร่งขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐฯ หรือ Fed โดยผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 2 ปี ปรับตัวขึ้นจากระดับประมาณ 1.5% ในช่วงการเริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกในเดือนมี.ค. 2022 สูงสุดสูงกว่า 5% ในต้นเดือนมี.ค. 2023 ที่ผ่านมา ในขณะที่ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี ปรับตัวขึ้นจากระดับประมาณ 1.8% สู่ระดับ 4% ในช่วงเวลาเดียวกัน จากภาวะเงินเฟ้อที่สูงและเหนียว (Sticky) ประกอบกับตัวเลขบ่งชี้ทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่ง โดยเฉพาะฝั่งตลาดแรงงาน ที่มีอัตราการว่างงานต่ำที่สุดในรอบหลายทศวรรษ เป็นผลให้ตลาดคาดการณ์ว่า Fed จะต้องดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดและยาวนานมากขึ้นเพื่อต่อสู้กับเงินเฟ้อ (Higher for Longer)

ณ ขณะนั้น นักลงทุนมองว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีโอกาสที่จะเกิดสภาวะ “No Landing” ซึ่งหมายถึงเศรษฐกิจที่เดินหน้าขยายตัวต่อพร้อมกับเงินเฟ้อที่ทรงตัวอยู่ในระดับสูง ซึ่งจะส่งผลให้ธนาคารกลางต้องขึ้นอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าที่ตลาดเคยคาดไว้ อย่างไรก็ตาม เหตุการณ์การล้มละลายของธนาคาร Silicon Valley Bank และ Signature Bank เมื่อต้นเดือนมี.ค. ที่ผ่านมา ได้เปลี่ยนการคาดการณ์ของตลาดไปอย่างสิ้นเชิง

ความไม่มั่นคงของสถาบันการเงินในสหรัฐฯ ได้เข้ามาเป็นอุปสรรคในการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลาง ส่งผลให้ Fed จำเป็นต้องใช้มาตรการเพื่อเสริมสภาพคล่องให้กับธนาคารพาณิชย์ในประเทศ พร้อมกับการขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพื่อป้องกันไม่ให้คาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาว (10-Year Breakeven Inflation) ปรับตัวสูงขึ้น สถานการณ์ที่เต็มไปด้วยความไม่แน่นอน ทำให้นักลงทุนแสวงหาสินทรัพย์ปลอดภัยอย่างพันธบัตรรัฐบาล เป็นเหตุให้ Yield พันธบัตรชนิดอายุ 2 ปี ปรับลดลงมากที่สุดภายในระยะเวลา 1 เดือน (Maximum drop during month) กว่า -120bps ในขณะที่ Yield ชนิดอายุ 10 ปี ปรับลดลงมากที่สุดที่ -60bps ในเดือนมี.ค. ที่ผ่านมา

การปรับลดลงของ Yield พันธบัตรรัฐบาลที่รุนแรงเช่นนี้ มักเป็นสัญญาณบ่งชี้ถึงภาวะเศรษฐกิจถดถอยที่ใกล้เข้ามา เราจึงมองว่าโอกาสที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะพบเจอกับสภาวะ “Hard Landing” มีสูงขึ้น ซึ่งหากเกิดขึ้นจริง ก็อาจส่งผลให้ Yield พันธบัตรรัฐบาลชนิดอายุ 10 ปีปรับลดลงราว -200 ถึง -300bps จากจุดสูงสุดได้เช่นในสภาวะถดถอยครั้งก่อน ๆ ในอดีต ซึ่งจะทำให้ Yield พันธบัตรรัฐบาลชนิดอายุ 10 ปีปรับลดลงไปอยู่ที่ประมาณ 2.4% ในสถานการณ์ดังกล่าว ในขณะที่ภาพระยะสั้น การตัดสินใจปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย +25bps ในการประชุมของ Fed รอบเดือนมี.ค. ที่ผ่านมา กับตัวเลขทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่ง น่าจะทำให้ Yield พันธบัตรปรับสูงขึ้นชั่วคราว เป็นโอกาสในการเข้าลงทุนในพันธบัตรระยะยาว

แผนภาพที่ 14: อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ ชนิดอายุ 2 ปี ปรับลดลงมากที่สุดภายในระยะเวลา 1 เดือน (Maximum drop during month) กว่า -120bps ในขณะที่ Yield ชนิดอายุ 10 ปี ปรับลดลงมากที่สุดที่ -60bps ในเดือนมี.ค. ที่ผ่านมา ส่งสัญญาณสหรัฐฯ ในที่สุดแล้วอาจต้องเจอกับภาวะเศรษฐกิจถดถอย



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

แผนภาพที่ 15: เรามองว่าในสถานการณ์ที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ เจอกับสภาวะถดถอย หรือ “Hard Landing” ผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี จะปรับลดลงไปอยู่ที่ประมาณ 2.4%



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

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เรามองราคาทองคำมี Upside ที่จำกัด เนื่องจากราคา ณ ปัจจุบัน น่าจะสะท้อนความเสี่ยงจากภาวะ Recession ไปมากแล้ว หลังมีเหตุการณ์ Bank run เกิดขึ้นในเดือนก่อน โดยใช้การประเมินจากแบบจำลองอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield) ซึ่งเชื่อว่าราคาทองคำมีค่า Premium ที่สูงมาก และอัตราส่วนระหว่างราคาทองคำและราคาน้ำมัน ซึ่งเพิ่มขึ้นมาเท่ากับระดับวิกฤตในอดีต สำหรับราคาน้ำมัน เรามองราคาน้ำมัน (WTI) พุ่งกลับไปอยู่ที่ประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงไตรมาสที่ 2 ของปี จากการฟื้นตัวของความต้องการบริโภคน้ำมันที่มาจากการเดินทางโดยอากาศยาน ที่ได้รับอานิสงส์โดยตรงจากการเดินทางเปิดประเทศของจีน ในขณะที่ฝั่งอุปทานยังคงตึงตัว จากแนวโน้มการเติบโตของอัตราการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ะลดตัว ตามจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันที่ลดลงมาอยู่ในจุดต่ำสุดในรอบ 6 เดือน

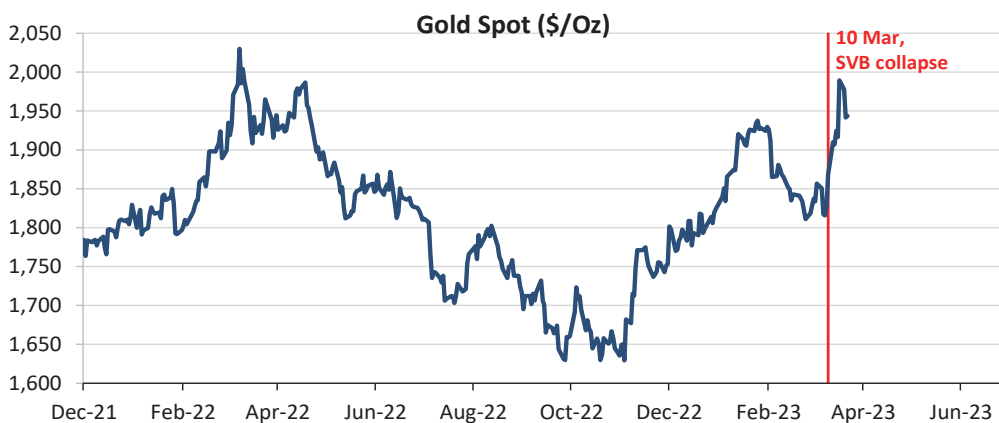
ทองคำ

เหตุการณ์ Bank run ทำให้ราคาทองคำปรับขึ้นแตะระดับ 2,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์

เหตุการณ์ Bank run ในสหรัฐฯ ซึ่งปะทุขึ้นในวันที่ 10 มี.ค. ที่ผ่านมา ส่งผลให้ความต้องการสินทรัพย์ปลอดภัยเพิ่มขึ้น

เป็นอย่างมาก ราคาทองคำปรับขึ้นเป็น 1,990 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ เกือบเท่าระดับสูงสุดในประวัติศาสตร์ที่ 2,030 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในปีก่อน และใกล้เคียงกับระดับราคาที่เราประเมินในช่วงครึ่งหลังของปี

แผนภาพที่ 16: เหตุการณ์ Bank run ทำให้ราคาทองคำปรับขึ้นสูงแตะระดับ 2,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์



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

ตลาดทองคำ price-in ความเสี่ยง Recession ไปมากแล้ว

ความเสี่ยงในภาคธนาคาร สะท้อนเศรษฐกิจที่อาจกำลังจะเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) และทำให้ราคาทองคำปรับขึ้นสู่ระดับ 2,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ซึ่งเป็นกรอบบนของ 1,800-2,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ที่เราประเมินว่าเป็นระดับที่มีการ price-in ความเสี่ยง Recession

เราประเมินกรอบราคาดังกล่าว โดยใช้แบบจำลองที่อิงจาก Real yield ซึ่งสะท้อนปัจจัยด้านนโยบายการเงินเพียงอย่างเดียว พบว่าราคาทองคำมีส่วนเพิ่ม (Premium) มากกว่าแบบจำลองถึง

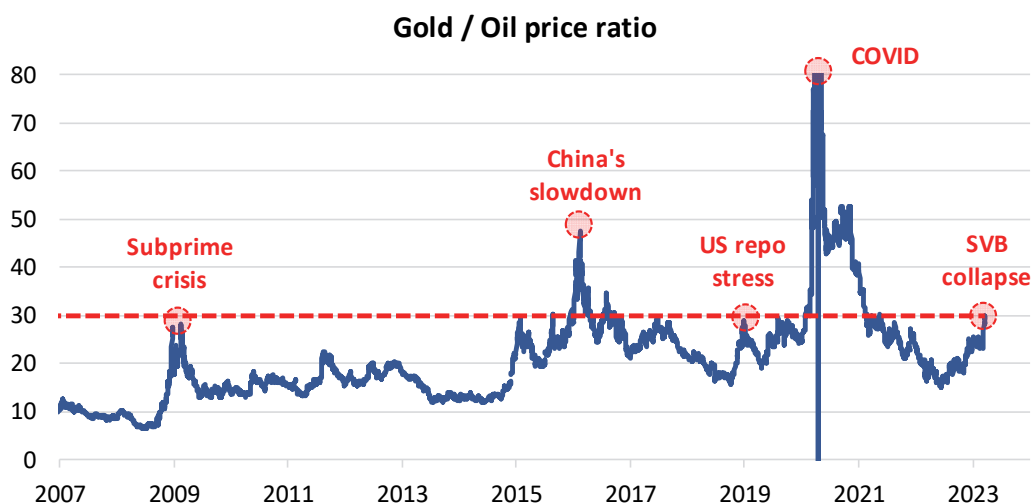
700 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ มากกว่าระดับ 400-600 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ซึ่งเป็นช่วงที่เศรษฐกิจมีความเสี่ยงเช่นจาก Recession หรือมีความไม่สงบทางการเมืองในอดีต ทำให้เรามองว่าราคาทองคำที่ระดับ 2,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ น่าจะ price-in ความเสี่ยงดังกล่าวไปมากแล้ว

นอกจากนี้ เมื่อเปรียบเทียบราคาทองคำกับราคาน้ำมัน พบว่าราคาทองคำมีการ price-in ความเสี่ยง Recession ไปมากแล้วเช่นกัน โดยในภาวะที่เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น ราคาทองคำและราคาน้ำมันมักจะมีการเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกัน

แต่เมื่อเศรษฐกิจชะลอตัวลง หรืออาจเข้าใกล้ภาวะวิกฤต ราคาทองคำและราคาน้ำมันมักจะเคลื่อนไหวสวนทางกัน โดยราคาทองคำจะปรับเพิ่มขึ้นตามความต้องการถือสินทรัพย์ปลอดภัย ในขณะที่ราคาน้ำมันจะลดลงตามความต้องการใช้น้ำมันที่ลดลงตามแนวโน้มเศรษฐกิจ ปัจจุบันอัตราส่วนระหว่างราคาทองคำและราคาน้ำมันเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 30 จุด เท่ากับในอดีตช่วง

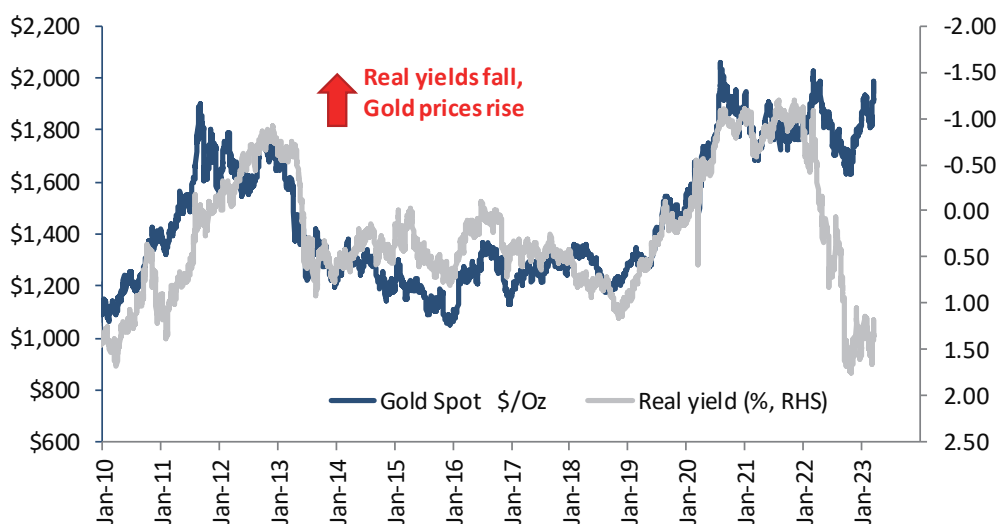
ที่มีวิกฤต เช่น วิกฤต Subprime ในปี 2009 ความตึงเครียดในตลาดกู้ยืมระยะสั้น (Repo) ในปี 2018 และวิกฤต COVID ในปี 2020 ซึ่งว่าราคาทองคำที่ระดับปัจจุบันน่าจะสะท้อนความเสี่ยง Recession ไปแล้ว ทำให้เรามองว่าราคาทองคำน่าจะมี Upside ที่จำกัดในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 17: อัตราส่วนระหว่างราคาทองคำและราคาน้ำมันเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 30 จุด เท่ากับในอดีตช่วงที่มีวิกฤต ซึ่งว่าราคาทองคำในปัจจุบันน่าจะสะท้อนความเสี่ยง Recession ไปแล้ว



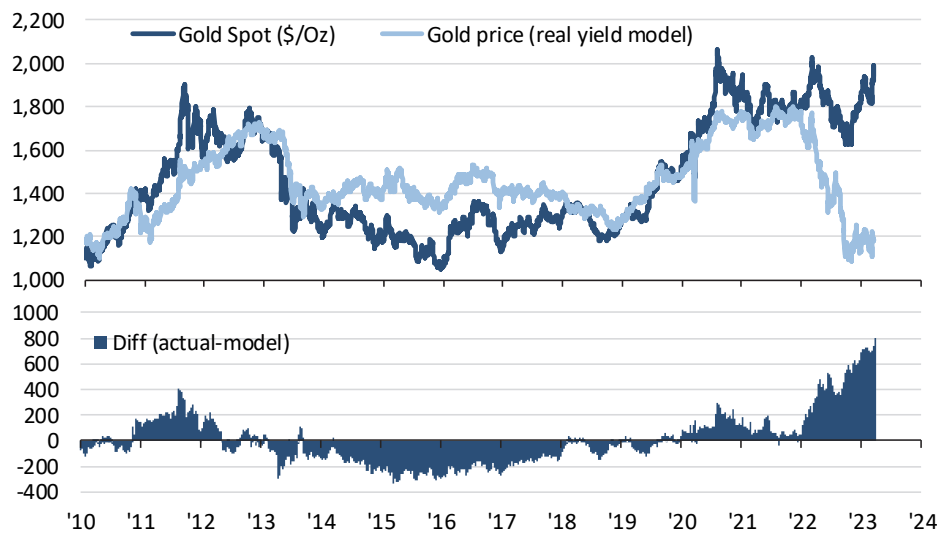
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 18: ราคาทองคำเคลื่อนไหวสวนทางกับ Real yield



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

แผนภาพที่ 19: ในช่วงที่มีความเสี่ยงจาก Recession และความไม่แน่นอนทางการเมือง ราคาทองคำมักจะมีส่วนเพิ่ม (Premium) ราว 400-600 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ จากแบบจำลองซึ่งอิงจาก Real yield เพียงอย่างเดียว



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

น้ำมัน

เรามองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) ฟิ้นกลับไปอยู่ที่ประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงไตรมาสที่ 2 ของปี จากการฟื้นตัวของความต้องการบริโภคน้ำมันที่มาจากเดินทางโดยอากาศยาน ที่ได้รับอานิสงส์โดยตรงจากการเดินทางเปิดประเทศของจีน ในขณะที่ฝั่งอุปทานยังคงตึงตัว จากแนวโน้มการเติบโตของอัตราการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ชะลอตัว ตามจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันที่ลดลงมาอยู่ในจุดต่ำสุดในรอบ 6 เดือน อย่างไรก็ตาม Sentiment ของตลาดที่มีความกังวลต่อสถานการณ์ความเปราะบางในภาคธนาคารในสหรัฐฯ อาจเพิ่มความเสี่ยงด้านความผันผวนของราคาให้สูงกว่าปรกติในระยะข้างหน้า

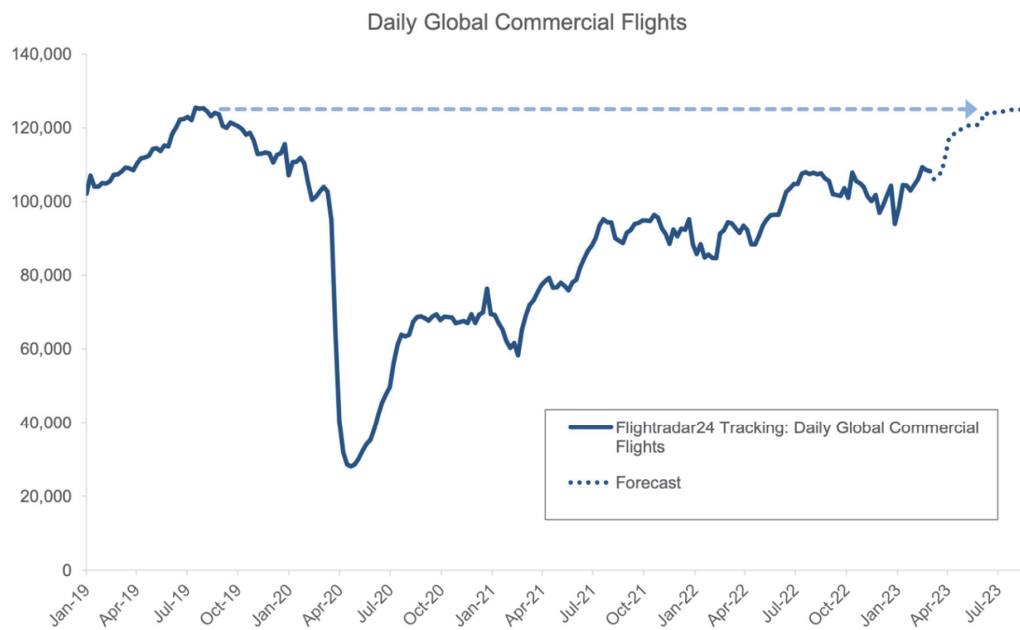
จำนวนเที่ยวบินทั่วโลกคาดว่าจะฟื้นตัวกลับสู่ระดับสูงสุดเทียบเท่าปี 2019 ได้ภายในปีนี้

การเดินทางโดยอากาศยานมีอัตราเติบโตขึ้นประมาณปีละ 3 - 4% ในช่วงประมาณปี 2010 - 2019 จากประมาณ 76,000 เที่ยวบินต่อวันในปี 2010 ขึ้นมาสูงกว่า 100,000 เที่ยวบินในปี 2019 และหากดูเป็นรายไตรมาส จะพบว่าจำนวนเที่ยวบินเชิงพาณิชย์ทั่วโลกเคยทำจุดสูงสุดที่ประมาณ 120,000 เที่ยวบินต่อวันในไตรมาส 3 ปี 2019

อย่างไรก็ดี การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ในปีถัดมาส่งผลกระทบเป็นวงกว้างต่อการเดินทางของผู้คนทั่วโลก มาตรการควบคุมการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสได้ส่งผลให้การเดินทางถูกจำกัด โดยเฉพาะการเดินทางระหว่างประเทศโดยอากาศยาน จนจำนวนเที่ยวบินลดลงเหลือเพียงราว 30,000 เที่ยวบินต่อวันในเดือนเม.ย. 2020 ก่อนจะทยอยฟื้นตัวในเวลาต่อมา

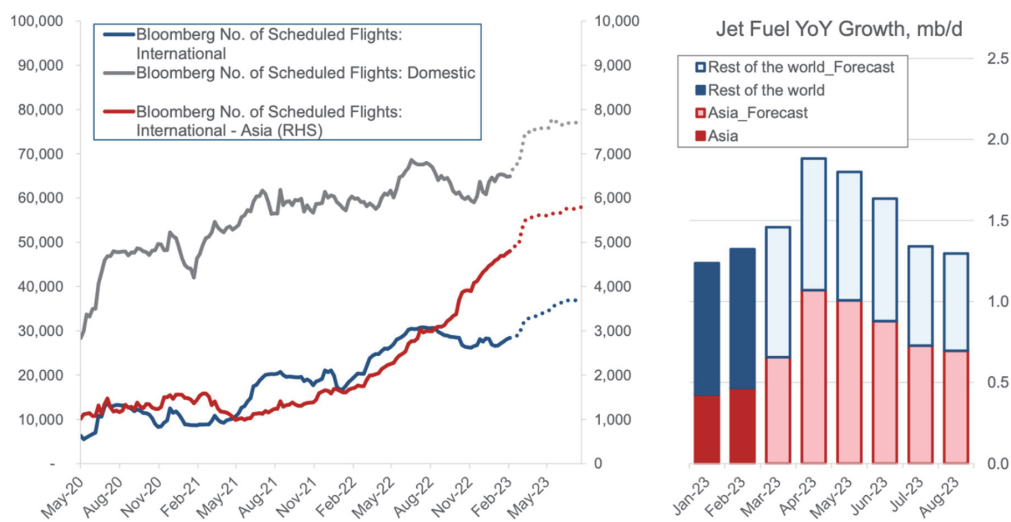
ในปัจจุบัน การเดินทางโดยอากาศยานเริ่มกลับเข้าสู่สภาวะปกติอีกครั้ง จำนวนเที่ยวบินฟื้นกลับมาอยู่ที่ราว 105,000 เที่ยวบินต่อวัน โดยมีเที่ยวบินในประเทศ (Domestic flight) ฟื้นตัวกลับขึ้นมาไวกว่าเที่ยวบินระหว่างประเทศ (International flight) ที่ยังคงมีข้อจำกัดการเดินทางรัดกุมกว่าช่วงก่อนการระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 อยู่บ้าง โดยเฉพาะการเดินทางเข้า-ออกประเทศจีน กระนั้น การเดินทางผ่านคลายมาตรการจำกัดการเดินทางของประเทศจีนตั้งแต่หลังปีใหม่เป็นต้นมา เป็นปัจจัยบวกต่ออุปสงค์การเดินทางโดยอากาศยาน โดยหากอ้างอิงจากข้อมูลเที่ยวบินซึ่งกำหนดไว้ล่วงหน้า (Scheduled flights) ระหว่างสนามบิน คาดว่าจำนวนเที่ยวบินทั่วโลกจะฟื้นตัวสู่ระดับประมาณ 120,000 เที่ยวบินต่อวันได้ในช่วงไตรมาส 3 ปีนี้ และหากคำนวณปริมาณเชื้อเพลิงจากจำนวนและระยะทางของเที่ยวบินดังกล่าว จะคิดเป็นการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันสำหรับอากาศยาน (Jet fuel demand) เฉลี่ยในปี 2023F ราว 1 - 1.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน เมื่อเทียบกับปี 2022

แผนภาพที่ 20: จำนวนเที่ยวบินเชิงพาณิชย์ทั่วโลก มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นสู่ระดับ 120,000 เที่ยวบินต่อวันในไตรมาส 3 ปีนี้



ที่มา: Flightradar24, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 21: เมื่อคำนวณปริมาณเชื้อเพลิงจากจำนวนและระยะทางของเที่ยวบินที่ถูกกำหนดไว้ล่วงหน้าในปีนั้น จะส่งผลให้ความต้องการบริโภคน้ำมันสำหรับอากาศยาน (Jet fuel demand) เติบโตขึ้นราว 1 - 1.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน เมื่อเทียบกับปี 2022



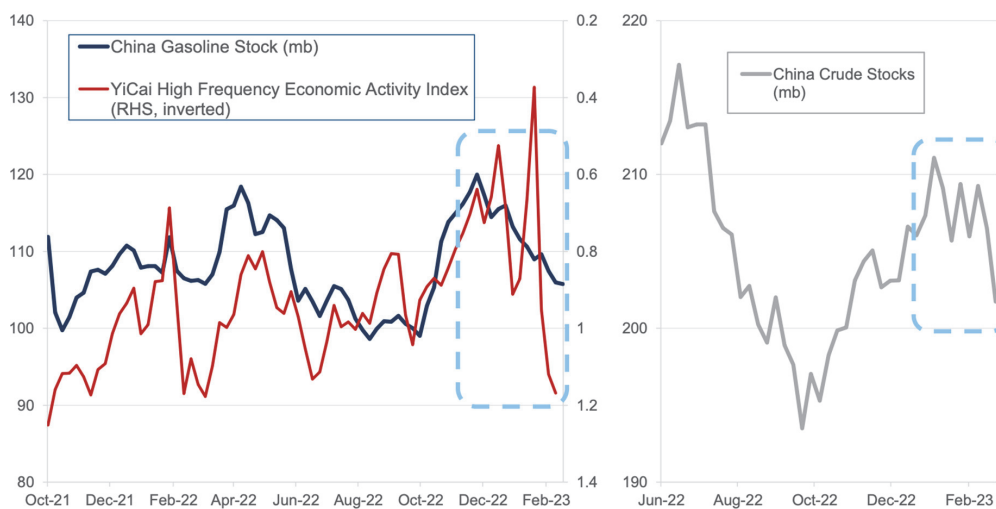
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อุปสงค์น้ำมันในประเทศจีนฟื้นตัวตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่ดีขึ้นหลังเปิดประเทศ

ประเทศจีนนับว่าเป็นประเทศเศรษฐกิจขนาดใหญ่เพียงแห่งเดียวที่มีการบังคับใช้มาตรการควบคุมการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 อย่างเข้มงวดมาเป็นเวลาต่อเนื่องกว่า 3 ปี ส่งผลให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในประเทศพบอุปสรรคในการฟื้นตัวเป็นอีกสาเหตุที่ทำให้ GDP ของประเทศจีนเติบโตเพียงประมาณ 3% ในปี 2022 ต่ำกว่าเป้าหมายที่ถูกต้องไว้ที่ 5.5% พอสมควร อย่างไรก็ตาม ทางการจีนได้เซอร์ไพรส์ตลาดในช่วงสิ้นปี ก่อนด้วยการประกาศแนวทางผ่อนคลายมาตรการควบคุมการ

แพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ตั้งแต่ต้นปีนี้ หลังการเปลี่ยนทิศทางของรัฐบาลจีนในไตรมาสที่ผ่านมา เราพบว่ากิจกรรมทางเศรษฐกิจภายในประเทศจีนมีพัฒนาการที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง สะท้อนผ่านดัชนีกิจกรรมทางเศรษฐกิจความถี่สูง (YiCai High Frequency Economic Activity Index) ที่มีแนวโน้มดีขึ้นหลังผ่านช่วงวันหยุดตรุษจีนเป็นต้นมา สอดคล้องกับปริมาณน้ำมันดิบ (Crude stocks) และน้ำมันเบนซิน (Gasoline stocks) ที่ปรับลดลง สะท้อนภาพการเดินทางของคนจีนที่เพิ่มมากขึ้น ในขณะที่ภาพรวมทั้งปี อุปสงค์น้ำมันของประเทศจีนถูกคาดการณ์ไว้ว่าจะเติบโตประมาณ 0.6 – 0.7 ล้านบาร์เรลต่อวันโดยเฉลี่ยในปีนี้

แผนภาพที่ 22: ปริมาณน้ำมันเบนซิน (ภาพซ้าย) และน้ำมันดิบ (ภาพขวา) คงคลังในประเทศจีน ปรับลดลงในช่วงที่ผ่านมา สะท้อนอุปสงค์ภายในประเทศฟื้นตัว



ที่มา: YiCai Research, Shandong Longzhong Information, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แนวโน้มอุปทานน้ำมันโลกยังคงตึงตัวจากทั้งฝั่งสหรัฐฯ และ OPEC

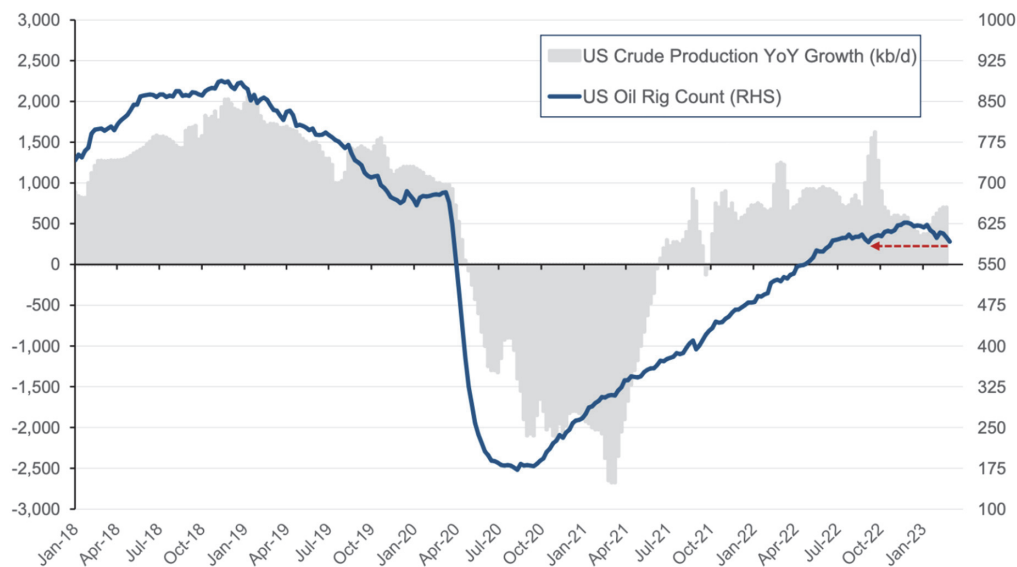
ช่วงปี 2014 – 2019 ประเทศสหรัฐฯ เคยได้ชื่อว่าเป็นผู้ผลิตน้ำมันดิบที่มีความยืดหยุ่นสูง หรือ Swing producer เนื่องจากภาคเอกชนมีความได้เปรียบทางเทคโนโลยีการขุดเจาะน้ำมันจากชั้นหินดินดาน (Shale oil) อย่างมีประสิทธิภาพกว่ากลุ่มประเทศผู้ผลิตดั้งเดิม โดยในช่วงเวลาดังกล่าว อัตราการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ มีความสอดคล้องกับราคาน้ำมันดิบอย่างมาก โดยผู้ผลิตจะตัดสินใจเพิ่มการผลิตเมื่อระดับราคาน้ำมันดิบ WTI อยู่สูงกว่าประมาณ 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล และปรับลดการผลิตลงเมื่อราคาลดลงเข้าใกล้สู่ระดับ 40 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล โดยมีดัชนีบ่งชี้ถึงอัตราการผลิตในระยะข้างหน้าที่สำคัญอย่างจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบ หรือ Rig count ที่เป็นปัจจัยสำคัญที่ตลาดจับตา

อย่างไรก็ดี นับตั้งแต่การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ผ่านมาประมาณ 3 ปี แม้สภาวะห่วงโซ่อุปทานขัดข้องทั่วโลก ในส่วนของวัตถุดิบและการขนส่ง จะคลี่คลายลงจนเป็นปกติแล้ว แต่การฟื้นตัวของจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบในสหรัฐฯ กลับเกิดขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป ต่างจากรูปแบบในอดีต โดยจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบเพิ่มมากขึ้นจนถึงระดับประมาณ 620 แท่นในเดือน ธ.ค. 2022 ต่ำกว่ายุคก่อนการระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ที่ประมาณ 700 – 800 แท่นอยู่พอสมควร ในทางกลับกัน เมื่อราคาน้ำมันดิบเริ่มปรับลดลง จำนวนแท่นขุดเจาะกลับตอบสนองอย่างรวดเร็วต่อราคา โดยในปัจจุบันจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ปรับลดลงมาอยู่ที่ประมาณ 590 แท่น อยู่ในระดับเดียวกันกับในเดือน ก.ย. 2022 สถานการณ์นี้บ่งชี้ถึงการขาดความกระตือรือร้นในการลงทุนเพื่อเพิ่มกำลังการผลิต (Producer's unwillingness) จากปัจจัยต้นทุนทางการเงินที่ปรับสูงขึ้นและความไม่แน่นอนของภาวะเศรษฐกิจ

อัตราการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ที่ทรงตัวอยู่ที่ระดับประมาณ 12 ล้านบาร์เรลต่อวัน ยากที่จะปรับตัวสูงขึ้น หากอ้างอิงจากจำนวนแท่นขุดเจาะที่มีแนวโน้มลดลงต่อเนื่อง ในขณะที่ผู้นำฝั่ง OPEC ได้แสดงจุดยืนร่วมกันที่จะไม่ปรับอัตราการผลิตให้สูงขึ้น หากไม่เห็นความยั่งยืนของราคาน้ำมันดิบที่ต้องทรงตัว

อยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง ปัจจัยพื้นฐานของตลาดน้ำมันจึงน่าจะส่งผลให้ความเสี่ยงด้านต่ำของราคามีอยู่จำกัดจากระดับปัจจุบันที่ประมาณ 70 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล และมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น หากสถานการณ์ในภาคการเงินสหรัฐฯ และยุโรปไม่ลุกลามบานปลายอย่างรวดเร็ว 🌀

แผนภาพที่ 23: จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบในสหรัฐฯ (เส้นสีน้ำเงิน) ปรับลดลงมาเหลือน้อยกว่า 600 แท่น หากยังคงลดลงต่อเนื่องอาจส่งผลกระทบต่ออัตราการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ในระยะข้างหน้า



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

แผนภาพที่ 24: ผู้นำกลุ่ม OPEC ยังคงจุดยืนที่จะไม่ปรับเพิ่มโควตาการผลิตของประเทศสมาชิก หากสถานการณ์ตลาดน้ำมันยังไม่มีเปลี่ยนแปลงอย่างชัดเจนและยั่งยืน



"There was a reason that we saw *this deal would need to go for the long-term until we have something that would shake the market* and we haven't seen that."

Suhail Al Mazrouei, UAE Energy Minister

13 February 2023

"The agreement that we struck in October is here to stay for the rest of the year, period."

Why? It is very simple. No matter what trends you are looking at, if you follow the cautious approach, not only would you see the beginning of a positive trend emerge, but you *need to make sure that these positive signals* of this market *can be sustained*."

14 February 2023

Prince Abdulaziz bin Salman, Saudi Arabia Energy Minister



"We have seen some growth in inventories. *There's enough volumes in the market*, and the price also is a testimony of the balance."

Suhail Al Mazrouei, UAE Energy Minister

14 February 2023

"So *we have to wait and see*, and try to balance between the potential emergence of Chinese growth and demand for aviation, with a potential slowdown and how that may materialize in the OECD."

19 February 2023

Haitham Al-Ghais, OPEC Secretary General



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



GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ พุ่งตัวดีขึ้นในช่วงต้นปี 2023 ทั้งการใช้จ่ายของผู้บริโภค ภาคการผลิต และภาคก่อสร้าง ขณะที่ดัชนี ISM Manufacturing เดือน ก.พ. ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็นครั้งแรกในรอบ 6 เดือน ขณะที่ดัชนี ISM Services ไม่เปลี่ยนแปลง นักหลังเพิ่มขึ้นสูงในเดือนก่อน ด้านเงินเฟ้อ CPI เดือน ก.พ. ชะลอตัวลงต่อ YoY ตามคาดการณ์ตลาด แต่ยังเพิ่มขึ้นมาก MoM สะท้อนภาพเงินเฟ้อที่ค่อนข้างหนืด ขณะที่คาดการณ์เงินเฟ้อของตลาดที่จะได้เห็นเงินเฟ้อกลับไปสู่ระดับ 2% ได้เร็ว จะเป็นความคาดหวังเชิงบวกมากเกินไปเมื่อเทียบกับสิ่งที่เกิดขึ้นในอดีต และ Fed จะยังต้องเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ย โดยเราคาด Fed จะปรับดอกเบี้ยขึ้นสู่ระดับ Terminal rate ที่ 5.25-5.50%
- เศรษฐกิจยูโรโซนส่งสัญญาณดีขึ้นในช่วงที่ผ่านมาสะท้อนผ่านดัชนี PMI ภาคบริการเดือน ก.พ. ที่เพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 8 เดือน ขณะที่ภาคการผลิตปรับลดลงเล็กน้อยแต่รายละเอียดสะท้อนภาพเชิงบวกมากขึ้น โดยดัชนีย่อยผลผลิตได้กลับมาขยายตัวครั้งแรกในรอบ 10 เดือน ด้านความเชื่อมั่นผู้บริโภคฟื้นตัวขึ้นต่อ แต่การใช้จ่ายจริงสะท้อนผ่านยอดค้าปลีกยังคงอ่อนแอ ขณะที่ยอดปล่อยสินเชื่อสู่ระดับเศรษฐกิจชะลอตัวต่อเนื่องจากผลของการดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวด ด้านเงินเฟ้อทั่วไปชะลอตัวต่อเนื่อง แต่เงินเฟ้อพื้นฐานยังเร่งตัวขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ สะท้อนภาพเงินเฟ้อที่ค่อนข้างหนืดและคงทน หนุนาการขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่องของ ECB โดยหากประเด็นความเสี่ยงในภาคการเงินไม่ได้รับแรงขึ้น เราคาด ECB จะปรับดอกเบี้ยขึ้นสู่ระดับ Terminal rate ที่ 3.75% (vs. ปัจจุบันที่ 3.00%)
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องจากแรงหนุนของภาคบริการแต่ภาคการผลิตยังคงถูกกดดันจากภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว ขณะที่อัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มจะชะลอตัวลงในช่วงที่เหลือของปีนี้ ทำให้ BoJ มีมติคงนโยบายการเงินตามคาดการณ์การประชุมครั้งล่าสุดวันที่ 9-10 มี.ค. ด้านสภา ได้มีมติแต่งตั้งให้นาย Kazuo Ueda เป็นผู้นำ BoJ คนใหม่พร้อมทั้งรองผู้นำ 2 คน ได้แก่ นาย Shinichi Uchida และนาย Ryoza Himino โดยก่อนหน้านี้ทั้ง 3 คนได้กล่าวต่อสภา ในทิศทางเดียวกันว่า การดำเนินนโยบายที่ผ่อนคลายในปัจจุบันของ BoJ มีความเหมาะสม และจะยังไม่มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายแบบทันทีหลังเข้ารับตำแหน่ง และในกรณีที่จะมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินนั้น จำเป็นที่จะต้องเห็นการเปลี่ยนแปลงแนวโน้มของราคาอย่างชัดเจนเสียก่อน
- เศรษฐกิจจีนยังคงฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็วหลังการผ่อนปรนมาตรการควบคุม COVID-19 ทั่วประเทศ ด้านการประชุมสภาประชาชนแห่งชาติจีน (National People's Congress: NPC) รัฐบาลจีนได้กำหนดเป้า GDP ปี 2023 ที่ “ราว 5%” โดยเป๋าดังกล่าวต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 5.3% และต่ำกว่าเป้าปีก่อนที่อยู่ราว 5.5% ซึ่งเป็นการตั้งเป้าหมายที่ค่อนข้างอนุรักษ์นิยม (Conservative) ทำให้เรามองว่าการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านนโยบายการเงินในปีนี้จะไปอย่างระมัดระวัง
- เศรษฐกิจไทยยังฟื้นตัวต่อเนื่องในเดือน ม.ค. โดยการท่องเที่ยวยังคงเป็นแรงหนุนสำคัญสำหรับกิจกรรมเศรษฐกิจในภาคบริการ จากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาไทยเพิ่มขึ้นกว่า 1,000% YoY อยู่ที่ 2.14 ล้านราย (vs. 2.24 ล้านรายในเดือนก่อน) ขณะที่การบริโภคภาคเอกชน (PCI) เร่งตัวขึ้นเป็น 4.1% YoY (vs. 2.6% เดือนก่อน) ด้านการเลือกตั้งในปี (14 พ.ค.) คาดจะทำให้เกิดภาวะสุญญากาศทางการเมืองชั่วคราวและทำให้การเบิกจ่ายเม็ดเงินงบประมาณมีแนวโน้มชะลอตัวลงในช่วงเปลี่ยนผ่านรัฐบาล อีกทั้ง ยังต้องจับตาความเสี่ยงหากรัฐบาลชุดใหม่มีความล่าช้าในการอนุมัติร่างฯ FY2024 ซึ่งจะกระทบเพิ่มเติมต่อเม็ดเงินภาครัฐที่จะเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจในช่วงไตรมาสสี่ของปี 2023 นี้

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ พ้นตัวดีขึ้นในช่วงต้นปี 2023 ทั้งการใช้จ่ายของผูบริโภค ภาคการผลิต และภาคอสังหาริมทรัพย์ ขณะที่ดัชนี ISM Manufacturing เดือน ก.พ. ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็นครั้งแรกในรอบ 6 เดือน และดัชนี ISM Services ไม่เปลี่ยนแปลงนักหลังเพิ่มขึ้นสูงในเดือนก่อน ด้านอัตราเงินเฟ้อ CPI เดือน ก.พ. ชะลอตัวลงต่อ YoY ตามคาดการณ์ตลาด แต่ยังเพิ่มขึ้นมาก MoM โดยเฉพาะอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (0.5% MoM vs. 0.4% เดือนก่อนและที่ตลาดคาด) สะท้อนภาพเงินเฟ้อที่ค่อนข้างเหนียว (Sticky) ขณะที่คาดการณ์เงินเฟ้อของตลาดที่จะได้เกินเงินเฟ้อกลับไปสู่ระดับ 2% ได้ภายใน 1-2 ปีนี้ ดูจะเป็นความคาดหวังเชิงบวกมากเกินไปเมื่อเทียบกับสิ่งที่เกิดขึ้นในอดีต และ Fed จะต้องเดินหน้าปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย โดย Fed ปรับดอกเบี้ยขึ้น +25bps สู่ระดับ 4.75-5.00% ในการประชุมเดือน มี.ค. ซึ่งเราคาด Fed จะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก +50bps สู่ระดับ Terminal rate ที่ 5.25-5.50%

กิจกรรมเศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นทั้งการใช้จ่าย การผลิต และภาคอสังหาริมทรัพย์ กดดัน Fed ขึ้นดอกเบี้ยต่อ

กิจกรรมเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นในช่วงต้นปี 2023 โดยการใช้จ่ายส่วนบุคคล (Personal Spending) เดือน ม.ค. เพิ่มขึ้น 1.8% MoM (vs. -0.1% เดือนก่อน) สูงสุดนับตั้งแต่เดือน มี.ค. 2021 และสูงกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 1.4% ขณะที่เมื่อหักผลของปัจจัยราคาหรือ Real Personal Spending พบว่าเพิ่มขึ้น 1.1% MoM สูงสุดนับตั้งแต่เดือน มี.ค. 2021 เช่นกัน โดยฟื้นตัวขึ้นมากจากที่หดตัวต่อเนื่อง -0.3% ในสองเดือนก่อนหน้า นำโดยการใช้จ่ายในหมวดสินค้าที่พลิกขยายตัว 2.2% จากที่หดตัว -1.1% เดือนก่อน ส่วนการใช้จ่ายหมวดบริการปรับดีขึ้นเช่นกัน (0.6% vs. 0.0% เดือนก่อน)

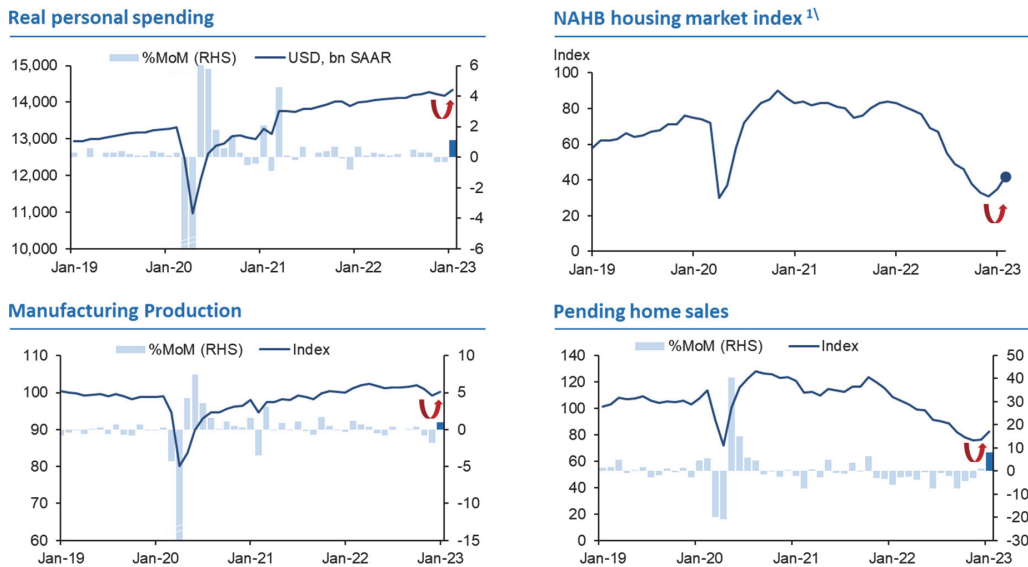
ขณะที่ภาคการผลิต ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ม.ค. ไม่ขยายตัว (0.0% MoM) จากที่หดตัว -1.0% เดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 0.5% เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมขยายตัว 0.8% YoY (vs. 1.1% เดือนก่อน) โดยหลักเป็นผลจากผลผลิตในหมวดสาธารณูปโภคที่หดตัว -9.9% MoM จากสภาพอากาศที่อบอุ่นกว่าปกติ ซึ่งหากไม่นับผลผลิตในหมวดสาธารณูปโภคหรือ Manufacturing Production จะขยายตัว 1.0% MoM สูงสุดนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2022 จากที่หดตัว -1.8% ในเดือนก่อน และ

สูงกว่าตลาดคาดที่ 0.8% โดยผลผลิตในหมวดอุปกรณ์ทางธุรกิจพลิกกลับมาขยายตัว 1.3%, เหมืองแร่ขยายตัว 2.0% และรถยนต์ขยายตัว 1.0% สะท้อนภาคการผลิตที่ฟื้นตัวดีขึ้น

ด้านกิจกรรมในภาคอสังหาริมทรัพย์ส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นเช่นกัน อาทิ ดัชนีความเชื่อมั่นผู้สร้างบ้าน (NAHB Housing Market Index) เดือน ม.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +7 จุด เป็น 42 จุด และสูงกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 37 จุด และยอดขายบ้านรอปิดการขาย (Pending Home Sales) เดือน ม.ค. เพิ่มขึ้น 8.1% MoM (vs. 1.1% เดือนก่อน) สูงที่สุดนับตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2020 และสูงกว่าคาดการณ์ตลาดอย่างมากที่ 1.0%

กิจกรรมเศรษฐกิจที่ส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้น สะท้อนโมเมนตัมเศรษฐกิจและอุปสงค์ที่ฟื้นตัวเข้าสู่ปี 2023 ขณะที่ตลาดแรงงานยังแข็งแกร่งและตึงตัว (การจ้างงานนอกภาคเกษตรเดือน ก.พ. เพิ่มขึ้น 3.11 แสนตำแหน่ง ต่อเนื่องจาก 5.04 แสนตำแหน่งเดือนก่อนหน้า และสูงกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 2.25 แสนตำแหน่ง) นับเป็นปัจจัยหนุนให้ Fed ต้องเดินหน้าปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยต่อจากแรงกดดันเงินเฟ้อจากด้านอุปสงค์ที่ยังสูง ซึ่งเมื่อประกอบกับตัวเลขเงินเฟ้อล่าสุดเดือน ก.พ. (จะกล่าวถึงในหัวข้อถัดไป) ที่ส่งสัญญาณการชะลอลงที่ช้าลงและค่อนข้างเหนียว (Sticky) ทำให้เรามองว่า Fed จะปรับดอกเบี้ยขึ้นต่อเนื่องสู่ระดับสูงสุดหรือ Terminal rate ที่ 5.25-5.50%

แผนภาพที่ 25: การใช้จ่ายของผู้บริโภค, ภาคการผลิต และกิจกรรมในภาคอสังหาริมทรัพย์ฟื้นตัวขึ้นในช่วงที่ผ่านมา



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

เงินเพื่อเดือน ก.พ. จะลดลง YoY ตามคาดการณ์ตลาด แต่ยังเพิ่มขึ้นมาก MoM ขณะที่รายละเอียดสะท้อนภาพของเงินเฟ้อที่หนืด นับเป็นปัจจัยสำคัญกดดันให้ Fed ยังต้องเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อ

อัตราเงินเฟ้อ CPI เดือน ก.พ. จะลดตัวลงเท่ากับที่ตลาดโดยอัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) อยู่ที่ 6.0% YoY (vs. 6.4% เดือนก่อน) ส่วนอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) อยู่ที่ 5.5% (vs. 5.6% เดือนก่อน) อย่างไรก็ตาม เงินเฟ้อยังเพิ่มขึ้นมาก MoM โดยอัตราเงินเฟ้อทั่วไปเพิ่มขึ้น 0.4% MoM เท่ากับเดือนก่อนและที่ตลาดคาด แต่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเพิ่มขึ้น 0.5% MoM สูงกว่าตลาดคาดและเดือนก่อนเล็กน้อยที่ 0.4%

โดยราคาในหมวดบริการหลัก (Core services) เพิ่มขึ้น 0.6% MoM เท่ากับเดือนก่อน ยังคงนำโดยหมวดที่อยู่อาศัย (Shelter) ที่คิดเป็นราว 1 ใน 3 ของน้ำหนักในตะกร้าเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น 0.8% MoM เร่งตัวขึ้นจาก 0.7% ในเดือนก่อน และเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อนได้เร่งตัวขึ้นเป็น 8.1% YoY (vs. 7.9% เดือนก่อน) ส่วนหมวดบริการอื่นๆ อาทิ ประกันรถยนต์ (0.9%), การดูแลส่วนบุคคล (0.7%), ร้านอาหาร (0.6%) และสินค้าทุนการ (1.2%) ยังเพิ่มขึ้น ขณะที่ราคาในหมวดบริการทางการแพทย์ยังลดลงมาก (-0.7% เท่ากับเดือนก่อน) ส่วนหนึ่งจากราคาประกันสุขภาพ (-4.1% vs. -3.6% เดือนก่อน) ที่ปรับตัวลดลงต่อเนื่องจาก

ปัจจัยเฉพาะตัว โดยราคาในหมวดบริการหลักไม่นับรวมที่อยู่อาศัย (Core services excl. Shelter) ซึ่งเป็นสิ่งที่ Fed ให้ความสนใจ ในขณะนี้ เพิ่มขึ้น 0.5% เร่งตัวขึ้นจากเดือนก่อนที่ 0.3%

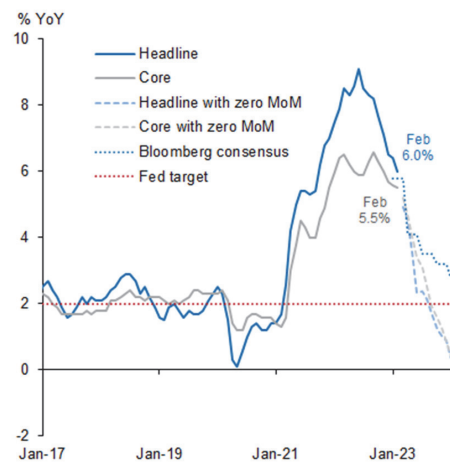
ด้านราคาในหมวดสินค้าหลัก (Core goods) พลิกกลับมาลดลงเล็กน้อย (-0.01% MoM vs. 0.1% เดือนก่อน) โดยราคารถยนต์มือสองยังคงลดลงต่อเนื่อง (-2.8% vs. -2.0% เดือนก่อน) แต่ราคารถยนต์ใหม่ (0.2% vs. 0.2% เดือนก่อน), เสื้อผ้า (0.8% vs. 0.8% เดือนก่อน) และเครื่องใช้ในบ้าน (0.8% vs. 0.5% เดือนก่อน) ยังเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

ส่วนราคาพลังงานพลิกกลับมาลดลง -0.6% MoM (vs. 2.0% เดือนก่อน) หรือ 5.0% YoY (vs. 8.4% เดือนก่อน) และราคาอาหารเพิ่มขึ้นในอัตราที่ชะลอเล็กน้อย 0.4% MoM (vs. 0.5% เดือนก่อน) หรือ 9.5% YoY (vs. 10.1% เดือนก่อน)

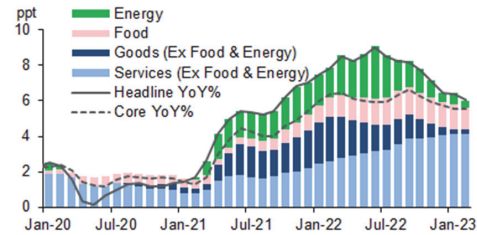
เงินเฟ้อชะลอตัวลงต่อเนื่อง YoY ตามคาดการณ์ของตลาด แต่ยังเพิ่มขึ้นมาก MoM ขณะที่รายละเอียดสะท้อนภาพเงินเฟ้อที่ค่อนข้างหนืด (Sticky) และคงทน (Persistent) โดยราคาในหมวดที่อยู่อาศัยยังเพิ่มขึ้นในอัตราสูงต่อเนื่อง ขณะที่ราคาในหมวดบริการหลักอื่นๆ ไม่นับบริการทางการแพทย์ และสินค้าหลัก ไม่นับรวมรถยนต์มือสองยังเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ยังไม่มีสัญญาณการชะลอหรือ Disinflation

แผนภาพที่ 26: อัตราเงินเฟ้อชะลอตัวตามคาดในเดือน ก.พ. แต่รายละเอียดสะท้อนภาพเงินเฟ้อที่ค่อนข้างหนัก โดยเฉพาะหมวดบริการหลัก ทั้งที่อยู่อาศัยและบริการอื่นๆ

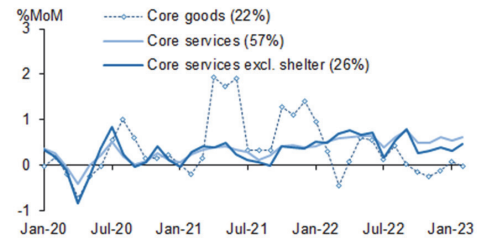
CPI: headline vs. core ^{1\}



CPI: major contributors to YoY growth



CPI: core goods vs core services



Note: 1\ Bloomberg consensus as of 13 Mar.

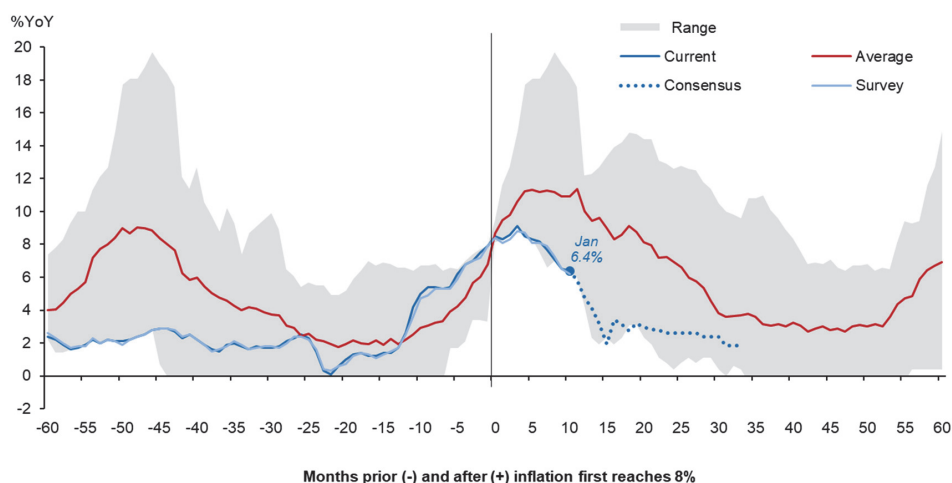
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หากมองย้อนดูภาพเงินเฟ้อในอดีต (เราเคยนำเสนอใน TIPS ฉบับเดือน ธ.ค. 2022) ที่ขยายตัวสูงเกินระดับ 8% จะพบว่า เงินเฟ้อ (ค่าเฉลี่ย: เส้นสีแดงในแผนภาพ 27 ด้านล่าง) จะชะลอตัวลงได้ช้า หรือมีความเหนียว (Sticky) ขณะที่คาดการณ์เงินเฟ้อของตลาด (Bloomberg consensus) ที่ปัจจุบันมองเงินเฟ้อจะชะลอตัวกลับเข้าสู่เป้าหมายของ Fed ที่ 2% ภายใน 1-2 ปี (เส้น

ประสีน้ำเงิน) นั้น เป็นความคาดหวังเชิงบวก (Optimistic) อย่างมาก เพราะประเมินว่าเงินเฟ้อจะกลับลงมาอยู่ในช่วงกรอบล่างของการเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อในอดีต ดังนั้น เรามองว่าอัตราเงินเฟ้อยังมีความเสี่ยงที่จะออกมาสูงกว่าที่ตลาดคาดหวังไว้ค่อนข้างมาก ซึ่งเป็นสิ่งที่ต้องระมัดระวัง

แผนภาพที่ 27 : ข้อมูลในอดีตชี้ เงินเฟ้อมักจะลดลงได้ช้าเมื่อขยายตัวผ่านระดับสูง 8% โดยคาดการณ์ตลาดในปัจจุบันที่จะได้เห็นเงินเฟ้อชะลอตัวระดับ 2% ได้ภายในช่วง 2 ปี นับเป็นการคาดการณ์ที่มองในเชิงบวกอย่างมาก (อยู่กรอบล่างของค่าเฉลี่ยในอดีต)

US CPI inflation from 1936 to recent



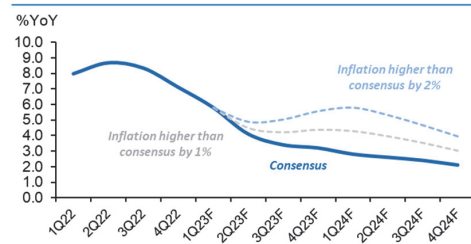
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

โดยในกรณีที่เงินเพื่อขยายตัวสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ 1-2% เรปประเมิน (โดยใช้ Model ของ Bloomberg Economics) พบว่า ระดับอัตราดอกเบี้ยสูงสุดหรือ Terminal rate ของ Fed จะต้องขยับสูงกว่าที่ตลาดคาด (5.25% ณ วันที่ 3 มี.ค. ที่เรา

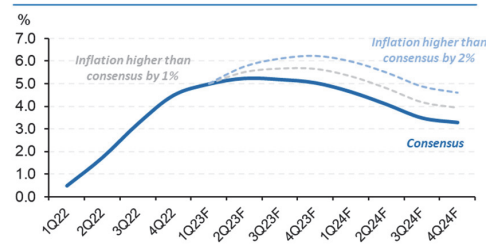
ทำการศึกษา) ขึ้นไปอีก 50-90bps หรือเข้าใกล้ระดับ 6% ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจชัดเจนและรุนแรงขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 4 ฉะนั้น เรามองว่าความเสี่ยง Recession ยังคงอยู่

แผนภาพที่ 28: Fed ต้องปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นไปอีก หากเงินเพื่อขยายตัวสูงกว่าที่คาดการณ์ไว้ เพิ่มความเสี่ยง Recession เกิดขึ้นปลายปีนี้

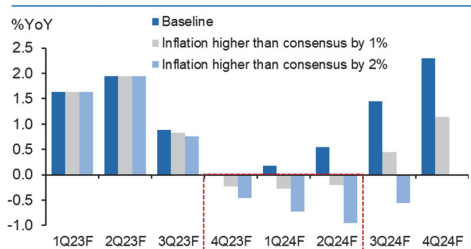
CPI: Headline inflation scenarios ^{1\}



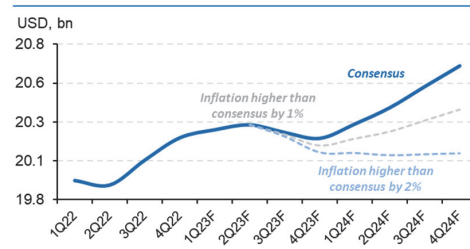
Federal Funds Rate (upper bound) scenarios ^{1\}



Real GDP growth under inflation scenarios ^{1\}



Real GDP level under inflation scenarios ^{1\}



Note: 1\ Applying Bloomberg Economics model; baseline forecast using Bloomberg consensus as of 3 Mar.

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

Fed เดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ย +25bps สู่ระดับ 4.75-5.00% และส่งสัญญาณปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อ ท่ามกลางแรงกดดันเงินเฟ้อที่ยังสูง แม้จะมีประเด็นในภาคธนาคาร

ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีมติเป็นเอกฉันท์ปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้น +25bps สู่ระดับ 4.75-5.00% ตามที่ได้คาดการณ์ไว้ ซึ่งนับเป็นระดับสูงสุคนับตั้งแต่ปี 2007 แม้จะเกิดปัญหาในสถาบันการเงินจากการปิดตัวของ Silicon Valley Bank (SVB) และทำให้ตลาดเกิดความกังวลว่าปัญหาการแห่ถอนเงิน (Bank run) และการขาดทุนในตราสารหนี้ที่ถือครองจะลุกลามไปยังสถาบันการเงินอื่นๆ

โดย Fed ระบุว่า ภาคธนาคารของสหรัฐฯ มีความแข็งแกร่งและยืดหยุ่น ขณะที่พัฒนาการในช่วงที่ผ่านมาจะส่งผลให้เกิดภาวะการตึงตัวของสินเชื่อ (Tighter credit conditions) สำหรับภาคครัวเรือนและธุรกิจ อันจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ การจ้างงาน และเงินเฟ้อ ซึ่งผลกระทบดังกล่าวจะมากหรือน้อยยังมีความไม่แน่นอน โดย Fed ยังคงให้ความสนใจต่อความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อ

แถลงการณ์ระบุการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพิ่มเติมอีกบ้าง (some additional policy firming) อาจมีความเหมาะสมเพื่อให้อยู่ในระดับที่จำกัดเศรษฐกิจเพียงพอ (sufficiently restrictive) ในการนำพาเงินเฟ้อให้ชะลอกลับเข้าสู่เป้าหมายที่ 2% ซึ่งเปลี่ยนแปลงจากเดิมที่ระบุว่า การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพิ่มเติมอีก (ongoing increases) มีความเหมาะสม โดยอาจเป็นการชี้ถึงการดำเนินนโยบายที่ต้องการความยืดหยุ่นมากขึ้นหลังเกิดเหตุการณ์ในภาคการเงิน ขณะที่จะดำเนินการลดขนาดงบดุล (QT) ตามเดิมคือในอัตราเดือนละ 9.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

ด้านแนวโน้มของอัตราดอกเบี้ยหรือ Dot plot ชี้ว่าค่ากลางอัตราดอกเบี้ยจะอยู่ที่ระดับ 5.1% (5.00-5.25%) ณ สิ้นปีนี้ เทียบกับ Dot plot ครั้งก่อน (เดือน ธ.ค.) หรืออัตราดอกเบี้ยจะถูกปรับขึ้นอีก 1 ครั้ง (+25bps) แต่มีคณะกรรมการ Fed บางท่านที่มองอัตราดอกเบี้ยจะต้องถูกปรับสูงขึ้นจากที่เคยประเมินเมื่อเดือน ธ.ค. ขณะที่นาย Jerome Powell ประธาน Fed ระบุในแถลงการณ์หลังการประชุมว่า คณะกรรมการ Fed ยังไม่มีความคิดที่จะปรับลดดอกเบี้ยลงในปี 2024F Dot plot

ซึ่งค่ากลางอัตราดอกเบี้ยจะถูกปรับลดลงอยู่ที่ระดับ 4.3% (สูงขึ้นจากเดิมที่ 4.1%) และปี 2025F ลดลงอยู่ที่ระดับ 3.1% (เท่ากับ Dot plot ครั้งก่อน)

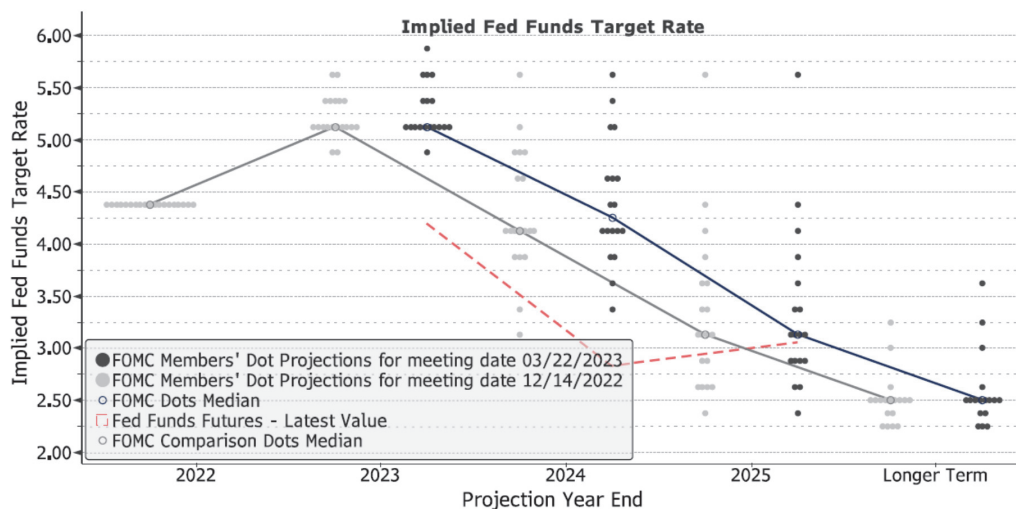
Fed ปรับลดคาดการณ์ GDP ปีนี้ลงเล็กน้อยจากคาดการณ์เดิม -0.1ppt เป็น 0.4% และปรับลดปี 2024F ลง -0.4ppt เป็น 1.2% ขณะที่ปรับเพิ่มปี 2025F ขึ้นเล็กน้อย +0.1ppt เป็น 1.9% ส่วนอัตราการว่างงาน (Unemployment rate) Fed มองจะอยู่ที่ระดับ 4.5% ณ สิ้นปีนี้ (vs. คาดการณ์เดิมที่ 4.6%) ก่อนที่จะเพิ่มขึ้นเป็น 4.6% ในปี 2024F (เท่ากับคาดการณ์เดิม) และคงอยู่ที่ระดับดังกล่าวต่อเนื่องในปี 2025F (vs. คาดการณ์เดิมที่ 4.5%)

ด้วยแรงกดดันเงินเฟ้อที่ยังสูงซึ่งเป็นสิ่งที่ Fed กังวล ขณะที่กิจกรรมเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังออกมาดี (โดยเฉพาะตลาดแรงงาน) ทำให้เรามองในกรณีฐานว่าหากสถานการณ์ในภาคการ

เงินการธนาคารไม่ลุกลามไปมากกว่านี้ Fed ยังมีความจำเป็นต้องเดินหน้าปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีก 50bps (+25bps ในการประชุมเดือน พ.ค. และอีก +25bps ในการประชุมเดือน มิ.ย.) สู่ระดับ Terminal rate ที่ 5.25-5.50%

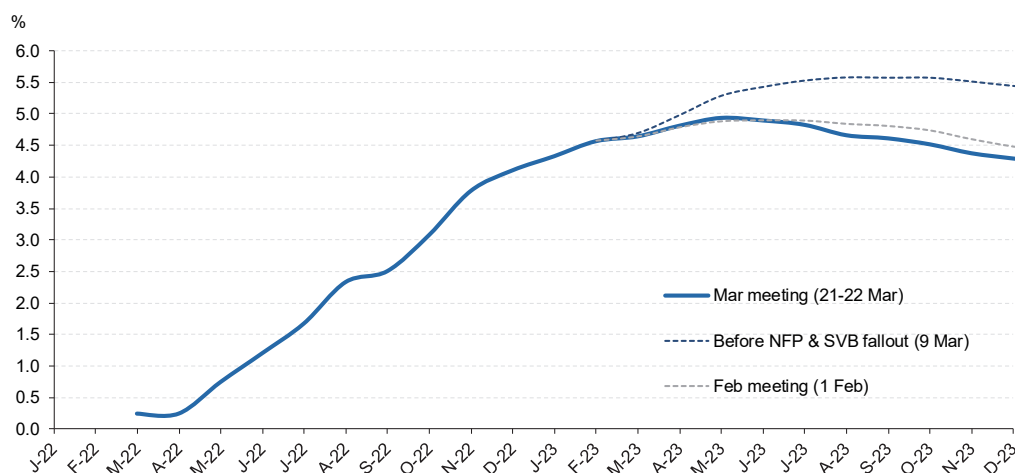
ขณะที่มุมมองของตลาด ณ ขณะนี้ (หลังผลการประชุม Fed ออกมา) มองว่า Fed จะไม่ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยต่อแล้ว (จะอยู่ที่ระดับ 4.75-5.00%) และคาดหวังว่า Fed ลดดอกเบี้ยลง -75bps ในปีนี้ อย่างไรก็ดี เรามองว่ามุมมองของตลาดนั้นอาจเป็นการมองเชิงบวกมากเกินไป และคาดว่าตลาดจะกลับมาให้น้ำหนัก (Re-price) เรื่องดอกเบี้ย Fed มากขึ้นอีกครั้ง เมื่อประเด็นปัญหาเกี่ยวกับสถาบันการเงินเริ่มคลี่คลายและไม่ลุกลามเป็นวงกว้าง

แผนภาพ 29: Dot plot อัตราดอกเบี้ยจะถูกปรับสูงขึ้นและระดับ 5.00-5.25% ณ สิ้นปีนี้ ซึ่งไม่เปลี่ยนแปลงจากเดิมเมื่อเดือน ธ.ค. แต่มีการคาดการณ์บางท่านมองระดับอัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่าเดิม



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพ 30: ขณะที่ตลาด (สะท้อนผ่าน Fed funds futures) มอง Terminal rate ของ Fed ที่ 5.0% หรือมองว่า Fed จะไม่ปรับขึ้นดอกเบี้ยแล้ว และมอง Fed จะลดดอกเบี้ยลงราว -75bps ภายในปีนี้ (สู่ระดับ 4.25%)



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจยุโรปส่งสัญญาณดีขึ้นในช่วงที่ผ่านมามาก่อนผ่านดัชนี PMI ภาคบริการเดือน ก.พ. ที่เพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 8 เดือน ขณะที่ภาคการผลิตปรับลดลงเล็กน้อยแต่รายละเอียดสะท้อนภาพเชิงบวกมากขึ้น โดยดัชนีย่อยผลผลิตได้กลับมาขยายตัวครั้งแรกในรอบ 10 เดือน ด้านความเชื่อมั่นผู้บริโภคฟื้นตัวดีขึ้น แต่การใช้จ่ายจริงสะท้อนผ่านยอดค้าปลีกยังคงอ่อนแอ ขณะที่ยอดปล่อยสินเชื่อสู่ระดับเศรษฐกิจชะลอลงต่อเนื่องจากผลของการดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวด ด้านเงินเฟ้อทั่วไปชะลอลงต่อเนื่อง แต่การชะลอลงก็ช้าลง ขณะที่เงินเฟ้อพื้นฐานยังเร่งตัวขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ สะท้อนภาพเงินเฟ้อที่ค่อนข้างหนักและคงทน สนับสนุนการปรับขึ้นดอกเบี้ยของ ECB โดยหากประเมินความเสี่ยงในภาคการเงินไม่ได้รุนแรงขึ้น เราคาด ECB จะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก +75bps สู่ระดับ Terminal rate ที่ 3.75% (vs. ปัจจุบันที่ 3.00%) โดยคาดว่าจะปรับขึ้นในอัตรา +50bps ในการประชุมเดือน พ.ค. และในอัตรา +25bps ในเดือน มิ.ย.

แนวโน้มเศรษฐกิจส่งสัญญาณดีขึ้นในเดือน ก.พ. แต่ยังอ่อนแอ

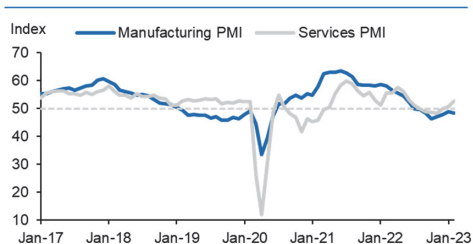
กิจกรรมเศรษฐกิจในยุโรปส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นในเดือน ก.พ. โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ภาคบริการปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อสู่ระดับสูงสุดในรอบ 8 เดือน (+1.9, 52.7 จุด) ขณะที่ภาคการผลิตปรับลดลงเล็กน้อย (-0.3, 48.5 จุด) แต่รายละเอียดสะท้อนภาพเชิงบวกมากขึ้น โดยการปรับลดลงเป็นผลจากดัชนีย่อยระยะเวลาการส่งมอบสินค้า (Suppliers' Delivery Times) ที่ปรับลดลงมาก ซึ่งสะท้อนถึงปัญหาในห่วงโซ่อุปทานที่คลี่คลายลง ขณะที่ดัชนีย่อยผลผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้นและขยายตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 10 เดือน

ด้านความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) ฟื้นตัวดีขึ้นต่อเนื่องเช่นกัน (+1.7, -19.0 จุด) แต่การใช้จ่ายของผู้บริโภคสะท้อนผ่านยอดค้าปลีก (Retail Sales) ยังคงอ่อนแอและหดตัว YoY ต่อเนื่องในเดือน ม.ค.

ส่วนการปล่อยสินเชื่อ (Credit growth) ซึ่งนับเป็นเครื่องสะท้อนผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงินของ ECB ต่อกิจกรรมเศรษฐกิจได้ชะลอลงต่อเนื่อง โดยยอดปล่อยสินเชื่อภาคครัวเรือน (Household) ขยายตัวลดลงเป็น 3.6% YoY (vs. 3.8% เดือนก่อน) และยอดปล่อยสินเชื่อภาคธุรกิจ (Corporates) ขยายตัวลดลงเป็น 6.1% (vs. 6.3% เดือนก่อน) ดังนั้น แม้แนวโน้มเศรษฐกิจจะมีทิศทางดีขึ้นสำหรับยุโรป แต่ก็ยังอ่อนแออย่างมากอยู่

แผนภาพที่ 31: เครื่องชี้วัดกิจกรรมเศรษฐกิจส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นต่อทั้งดัชนี PMI และความเชื่อมั่นผู้บริโภค แต่ยอดขายปลีกยังคงอ่อนแอ และการปล่อยสินเชื่อชะลอลงมาก

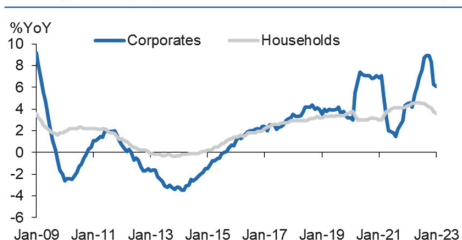
Manufacturing vs. Services PMI



Consumption



Credit growth (adjusted for sales and securitization)



Trade



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

เงินเพื่อความหนืดและคงทนมากกว่าที่คาด ทำให้การปรับขึ้นดอกเบี้ยของ ECB ยังมีความจำเป็น

อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (HICP Inflation) เดือน ก.พ. ชะลอตัวลงเล็กน้อยอยู่ที่ 8.5% YoY จาก 8.6% ในเดือนก่อน แต่สูงคาดการณ์ตลาดที่ 8.3% ขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) เร่งตัวขึ้นเป็น 5.6% ทำจุดสูงสุดใหม่ จาก 5.3% ในเดือนก่อนและที่ตลาดคาดการณ์

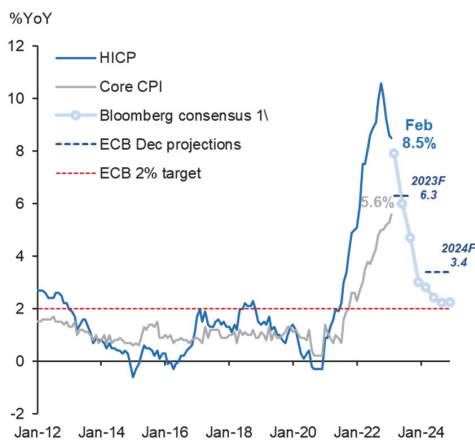
โดยแม้ราคาในหมวดพลังงานจะเพิ่มขึ้นในอัตราที่ชะลอตัวต่อเนื่อง (13.7% vs. 18.9% เดือนก่อน) แต่ราคาในหมวดอื่นๆ ได้แก่ อาหาร (15.0% vs. 14.1% เดือนก่อน), หมวดสินค้าอุตสาหกรรมที่มีใช้พลังงานหรือหมวดสินค้าหลัก (6.8% vs.

6.7% เดือนก่อน) และหมวดบริการ (4.8% vs. 4.4% เดือนก่อน) ได้เพิ่มขึ้นในอัตราที่เร่งตัว

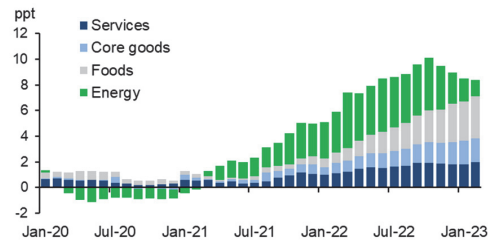
อัตราเงินเฟ้อทั่วไปชะลอตัวลงต่อเนื่องตามราคาพลังงานในตลาด โดยเฉพาะก๊าซที่ปรับลดลงมาก แต่ก็นับเป็นการชะลอลงที่ช้าลง สะท้อนภาพเงินเฟ้อที่ค่อนข้างเหนียว (Sticky) และคงทน (Persistent) ขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานยังเร่งตัวขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ ส่วนหนึ่งจากตลาดแรงงานที่ค่อนข้างแข็งแกร่ง สะท้อนภาพเงินเฟ้อที่จะขยายตัวในระดับสูงยาวนานกว่าที่ตลาดประเมิน และการปรับขึ้นดอกเบี้ยของ ECB ยังไม่จบ โดยการปรับดอกเบี้ยขึ้นในอัตราสูงหรือ +50bps ยังมีความจำเป็น

แผนภาพที่ 32: เงินเฟ้อสะท้อนภาพความหนืดและคงทน โดยเฉพาะเงินเฟ้อพื้นฐานที่ยังเร่งตัวขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ในเดือน ก.พ.

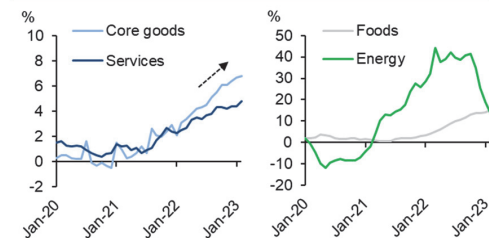
Inflation: headline vs. core



Inflation: major contributors to YoY growth



Inflation: major components YoY growth



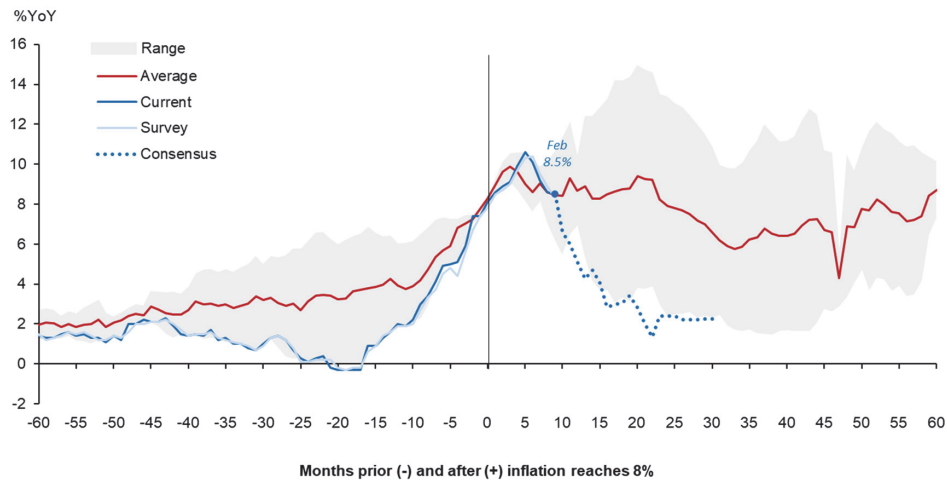
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หากย้อนดูภาพเงินเฟ้อในอดีตนับตั้งแต่ปี 1956 ที่เงินเฟ้อขยายตัวเกินระดับ 8% พบว่าเงินเฟ้อ (ค่าเฉลี่ย: เส้นสีแดงในแผนภาพ 34 ด้านล่าง) จะชะลอตัวได้ช้า หรือค่อนข้างเหนียว (Sticky) และคาดการณ์ของตลาด (Bloomberg consensus) ที่ปัจจุบันมองเงินเฟ้อจะชะลอตัวกลับสู่ระดับ 2% ซึ่งเป็นเป้าหมายของ ECB ได้ภายในระยะเวลาเพียง 1-2 ปี (เส้นประ

สีน้ำเงิน) นั้น เป็นความคาดหวังเชิงบวก (Optimistic) อย่างมาก เพราะประเมินว่าเงินเฟ้อจะกลับลงมาอยู่ในช่วงกรอบล่างของการเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อในอดีต ดังนั้น เรามองว่าอัตราเงินเฟ้อยังมีความเสี่ยงที่จะออกมาสูงกว่าที่ตลาดคาดหวังไว้ค่อนข้างมาก ซึ่งเป็นสิ่งที่ต้องระมัดระวัง เช่นเดียวกับกรณีของสหรัฐฯ

แผนภาพที่ 33: เมื่อดูภาพในอดีต อัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มชะลอตัวลงช้าเมื่อขยายตัวในระดับสูง 8% ไปแล้ว และ มุมมองตลาด ณ ขณะนี้ อาจเป็นความคาดหวังเชิงบวกเกินไปว่าเงินเฟ้อจะชะลอตัวกลับระดับ 2% ได้เร็ว (เส้นประ ซึ่งอยู่รอบล่างของค่าเฉลี่ยในอดีต)

Eurozone inflation from 1956 to recent ^{1\}



Note: 1\ We use simple average CPI data of Germany, France, Italy, Spain and Netherland to account for pre-Eurozone (before 1997) data.

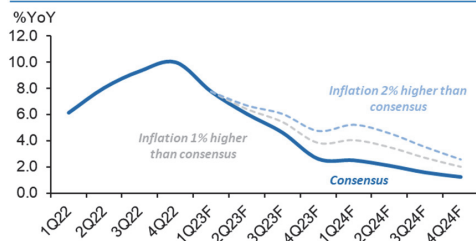
ที่มา: Bloomberg, Inflation.eu, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

โดยหากอัตราเงินเฟ้อของยูโรโซนขยายตัวสูงกว่าคาดการณ์ของตลาดในปัจจุบันราว 1-2% ระดับอัตราดอกเบี้ยสูงสุด (Terminal rate) ของ ECB ก็จะต้องขยับขึ้นสูงกว่าที่คาดไว้เดิม (3.25% ณ ต้นเดือน มี.ค. ที่เราทำการศึกษา) โดยต้องปรับขึ้นไปสู่ระดับ 5% เป็นอย่างน้อย ขณะที่ผลกระทบต่อเศรษฐกิจจะค่อนข้างรุนแรงตั้งแต่ไตรมาส 4 เป็นต้นไป และเกิด Recession

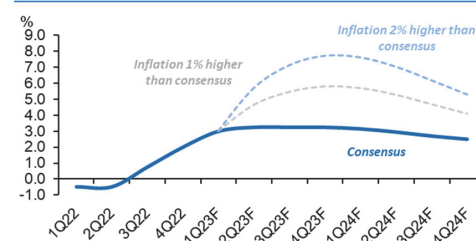
ทั้งนี้ อัตราดอกเบี้ยของยุโรปค่อนข้างอ่อนไหว (Sensitive) ต่ออัตราเงินเฟ้อมากกว่าเมื่อเทียบกับในกรณีของสหรัฐฯ ส่วนหนึ่งเรามองว่าเป็นเพราะ 1) อัตราเงินเฟ้อของยุโรปยังอยู่ในระดับสูงมาก (8.5% vs. สหรัฐฯ ที่ 6.0%) และ 2) การปรับขึ้นดอกเบี้ยของ ECB ไม่ได้แข็งแกร่งและรวดเร็วเมื่อเทียบกับ Fed (วัฏจักรนี้ ECB ปรับดอกเบี้ยขึ้นไปแล้ว +300bps ขณะที่ Fed ปรับขึ้นไปมากถึง +450bps หากนับจนถึงการประชุมเดือน ก.พ. 2023) ทำให้ยังมีช่องว่างในการปรับขึ้นอีกมาก

แผนภาพที่ 34: ระดับอัตราดอกเบี้ยสูงสุด (Terminal rate) น่าจะถูกปรับขึ้นไปอีก โดยต้องปรับขึ้นเกินระดับ 5% หากเงินเฟ้อขยายตัวสูงกว่าที่คาดการณ์ไว้ 1-2% นับเป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจที่สำคัญ

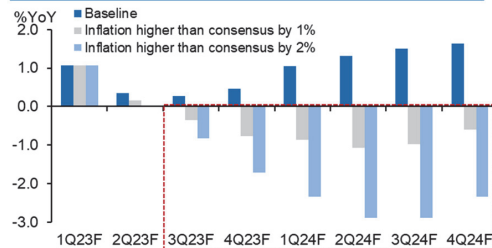
Headline inflation scenarios ^{1\}



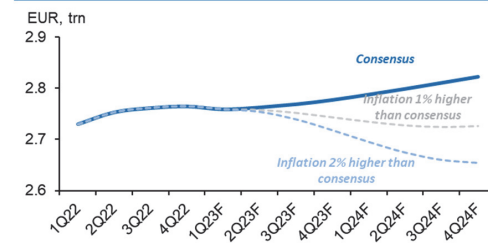
Deposit rate scenarios ^{1\}



Real GDP growth under various scenarios ^{1\}



Real GDP level under various scenarios ^{1\}



Note: 1\ Applying Bloomberg Economics model; baseline forecast using Bloomberg consensus as of 6 Mar.

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

ECB ปรับดอกเบี้ยขึ้น +50bps สู่ระดับ 3.0% ตามคาด ท่ามกลางเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มขยายตัวสูงยาวนาน แต่ไม่ได้ชี้ชัดถึงการเพิ่มขึ้นของดอกเบี้ยในอัตราเร่งต่อจากนี้ จากความไม่แน่นอนในภาคการเงิน ซึ่ง ECB ระบุพร้อมตอบสนองตามความเหมาะสมและมีเครื่องมือเพียงพอ

ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ปรับขึ้นดอกเบี้ย +50bps ในการประชุมครั้งล่าสุดวันที่ 16 มี.ค. ตามที่ได้ส่งสัญญาณในการประชุมรอบก่อน (2 ก.พ.) และตามคาดการณ์ของตลาด ท่ามกลางเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มขยายตัวในระดับสูงยาวนาน ทำให้อัตราดอกเบี้ย Deposit rate ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 3.0% ส่วนอัตราดอกเบี้ย Marginal Lending rate เพิ่มขึ้นเป็น 3.75% และอัตราดอกเบี้ย Main Refinancing rate เพิ่มขึ้นเป็น 3.50%

อย่างไรก็ดี ท่ามกลางความกังวลต่อประเด็นเสถียรภาพในภาคการเงิน (อาทิประเด็น SVB และ Credit Suisse ที่เข้ามากดดันตลาดการเงินนับตั้งแต่วันที่ 10 มี.ค.) ทำให้ ECB ไม่ได้มีการส่งสัญญาณชัดเจนถึงอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นของดอกเบี้ยต่อจากนี้ ซึ่งแตกต่างจากการประชุมครั้งก่อนๆ โดยแถลงการณ์การประชุมระบุถึงความไม่แน่นอนที่เพิ่มขึ้น ทำให้ตัวเลขเศรษฐกิจและการเงินต่างๆ ที่จะออกมาหลังจากนี้ เป็นปัจจัยสำคัญกำหนดแนวโน้มอัตราดอกเบี้ย หรือใช้ Data dependent approach โดยนาง Christine Lagarde ประธาน ECB ได้กล่าวในแถลงการณ์หลังการประชุมว่า การประเมินแนวโน้มอัตราดอกเบี้ย ณ ขณะนี้ทำได้ยาก (Not possible) แต่หากแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อเป็นไปตามกรณีฐาน ก็ยังจะต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อ (we would have more ground to cover)

โดย ECB มีมุมมองเชิงบวกต่อเศรษฐกิจมากขึ้น โดยปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP ปีนี้ขึ้น +0.5ppt เป็น 1.0% ท่ามกลางสถานการณ์ด้านพลังงานที่ดีขึ้น (ราคาก๊าซปรับลดลง) ขณะที่คาดการณ์เศรษฐกิจจะขยายตัว 1.6% ในปี 2024-25F ท่ามกลางตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง ส่วนเงินเฟ้อ ECB ปรับลดคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (HICP inflation) ของปีนี้ลง -1.0ppt เป็น 5.3% จากการลดลงของราคาพลังงานเป็นหลัก (ECB ปรับลดสมมติฐานราคาก๊าซในตลาดของปีนี้อย่างมากที่ -53% เป็น EUR58/MWh จากเดิมที่ EUR124/MWh และคาดเงินเฟ้อทั่วไปจะชะลอตัวอยู่ที่ 2.9% ในปี 2024F และ 2.1% ในปี 2025F

อย่างไรก็ดี ECB ได้รับเพิ่มคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) ของปีนี้ขึ้น +0.4ppt เป็น 4.6% สะท้อนแรงกดดันด้านราคาพื้นฐาน (Underlying inflation) ที่สูงและนับเป็นสิ่งที่ ECB กังวล ขณะที่คาดการณ์เงินเฟ้อพื้นฐานจะชะลอตัวอยู่ที่ 2.5% ในปี 2024F และ 2.2% ในปี 2025F ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวด

ทั้งนี้ การปรับประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจดังกล่าว ทาง ECB เผยได้มีการจัดทำก่อนเกิดเหตุการณ์ปัญหาของ SVB และ Credit Suisse ซึ่งทำให้ตัวเลขดังกล่าวยังมีความไม่แน่นอนสูง

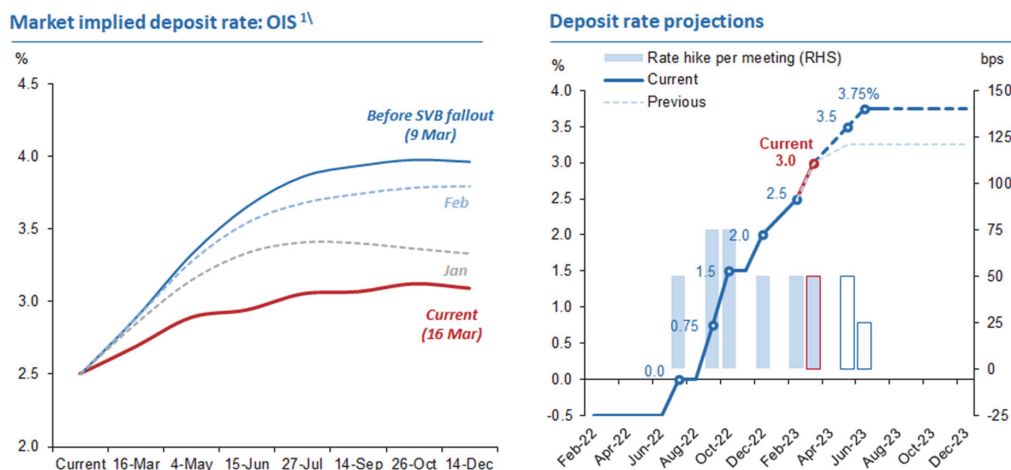
ด้านการลดขนาดงบดุลผ่านการลดการถือครองสินทรัพย์ภายใต้มาตรการ Asset Purchase Programme (APP) หรือ QT นั้น ECB ยังระบุจะลดการถือครองในอัตราเฉลี่ยเดือนละ 1.5 หมื่นล้านยูโร จนถึงสิ้นเดือน มิ.ย. ส่วนการลดการถือครองนับตั้งแต่เดือน ก.ค. จะมีการพิจารณาอีกที่ ส่วนการถือครองสินทรัพย์ภายใต้มาตรการ PEPP (Pandemic Purchase Programme)

จะยังไม่มีเปลี่ยนแปลงใดๆ จนกระทั่งผ่านพ้นปี 2024 ไปเป็น
อย่างน้อย

สำหรับประเด็นเสถียรภาพในภาคการเงินนั้น แฉงการณั
ECB ระบุจะจับตาดอย่างใกล้ชิด และพร้อมตอบสนองตามความ
จำเป็นเพื่อรักษาเสถียรภาพของราคาและเสถียรภาพในภาคการ
เงินยูโรโซน โดย ECB ระบุว่าภาคธนาคารของยูโรโซนค่อนข้าง
แข็งแกร่ง ทั้งด้านเงินทุนและสภาพคล่อง อย่างไรก็ตาม ECB ก็มี
เครื่องมือพร้อมใช้ในการเสริมสภาพคล่องเพื่อหนุนภาคการเงิน
ของยูโรโซนหากมีความจำเป็น และเพื่อรักษาการส่งผ่านนโยบาย
การเงินสู่ระบบเศรษฐกิจ

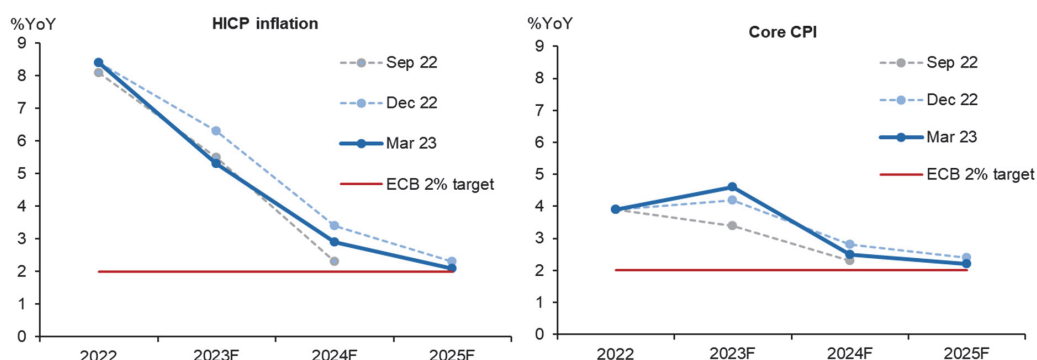
ด้วยแรงกดดันเงินเฟ้อที่ยังสูง (สะท้อนผ่านอัตราเงินเพื่อ
พื้นฐานที่ถูกปรับขึ้น) ซึ่งนับเป็นสิ่งที่ ECB กังวลอย่างมาก (ECB
ได้เตือนในแถลงการณ์ว่าเงินเฟ้อมีแนวโน้มที่จะขยายตัวสูง
ยาวนาน) ทำให้เรามองว่าหากสถานการณ์ความไม่สงบในตลาด
การเงินไม่ได้มีปัญหารุนแรงเพิ่มมากขึ้น ECB น่าจะให้น้ำหนัก
กับประเด็นปัจจัยทางเศรษฐกิจและปัจจัยเงินเฟ้อเป็นหลัก ซึ่งเรา
คาดว่า ECB จะยังปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีกรวม +75bps สู่ระดับ
อัตราดอกเบี้ยสูงสุด (Terminal rate) ที่ 3.75% ภายในไตรมาส
2 (vs. จากปัจจุบันที่ 3.00%) โดยคาดว่าจะปรับขึ้นดอกเบี้ยใน
อัตรา +50bps ในการประชุมเดือน พ.ค. และในอัตรา +25bps
ในเดือน มิ.ย.

**แผนภาพที่ 35: ECB ปรับขึ้นดอกเบี้ย +50bps สู่ระดับ 3.0% ซึ่งเราคาด ECB จะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก +75bps
สู่ระดับ Terminal rate ที่ 3.75% โดยคาดว่าจะปรับขึ้นในอัตรา +50bps ในการประชุมเดือน พ.ค. และ +25bps
ในการประชุมเดือน มิ.ย. ขณะที่ตลาด (ภาพซ้ายมือ) มอง Terminal rate ของ ECB ที่ 3.2% เท่านั้น ลดลง
จากก่อนประเด็นในภาคการเงินที่ 4%**



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

**แผนภาพที่ 36: ECB ปรับลดประมาณการอัตราเงินเฟ้อทั่วไป (กราฟซ้ายมือ) ปี 2023 ลง -1.0ppt เป็น 5.3% แต่
ปรับเพิ่มประมาณการอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (กราฟขวามือ) ขึ้น +0.4ppt เป็น 4.6% สะท้อนแรงกดดันเงินเฟ้อที่สูง**



Note: ECB ปรับลดคาดการณ์ราคาก๊าซเฉลี่ยในตลาดของปี 2023

ลงเป็น EUR58/MWh จากเดิม EUR124/MWh

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

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจจีนยังคงฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็วหลังการผ่อนปรนมาตรการควบคุม COVID-19 ทั่วประเทศ ด้านการประชุมสภาประชาชนแห่งชาติจีน (National People's Congress) รัฐบาลจีนได้กำหนดเป้า GDP ปี 2023 ที่ “ราว 5%” โดยเป่าดังกล่าวต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 5.3% และต่ำกว่าเป้าปีก่อนที่อยู่ที่ราว 5.5% ซึ่งเป็นการตั้งเป้าหมายที่ค่อนข้างอนุรักษ์นิยม (Conservative) ทำให้เรามองว่าการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านนโยบายการเงินในปีนี้จะไปอย่างระมัดระวัง

กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน ม.ค.-ก.พ. ปรับตัวดีขึ้นในทุกหมวดจากแรงหนุนของการผ่อนปรนมาตรการควบคุม COVID

กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน ก.พ. ฟื้นตัวขึ้น โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน ก.พ. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +2.5 จุด เป็น 52.6 จุด สูงสุดนับตั้งแต่เดือน เม.ย. 2012 และสูงกว่าตลาดคาดการณ์ที่ 50.6 จุด ด้านดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.9 จุด เป็น 56.3 จุด และสูงกว่าตลาดคาดการณ์ที่ 54.9 จุด เช่นกัน จากดัชนีภาคบริการที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.6 จุด เป็น 55.6 จุด ตามการผ่อนคลายมาตรการควบคุม COVID และดัชนีภาคก่อสร้างปรับตัวเพิ่มขึ้น +3.8 จุด เป็น 60.2 จุด

ด้านอุปสงค์ในประเทศ ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ม.ค.-ก.พ. พลิกขยายตัว 3.5% YoY เท่ากับที่ตลาดคาดการณ์ที่ -1.8% ในเดือน ธ.ค. การฟื้นตัวนำโดยหมวดร้านอาหาร (9.2% vs. -14.1% เดือน ธ.ค.) และเครื่องสำอางค์ (3.8% vs. -19.3% เดือน ธ.ค.) ที่ปรับตัวดีขึ้นภายหลังการผ่อนคลายมาตรการควบคุม COVID ขณะที่ยอดขายรถยนต์ (-9.4% vs. 4.6% เดือน ธ.ค.) และอุปกรณ์การสื่อสาร (-8.2% vs. -4.5% เดือน ธ.ค.) หดตัว

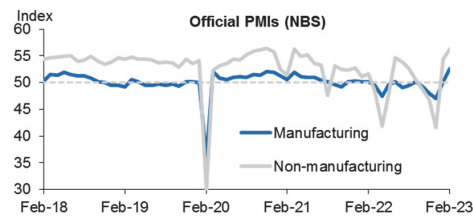
ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ม.ค.-ก.พ. เติบโตขึ้นเป็น 2.4% YoY จาก 1.3% ในเดือน ธ.ค. แต่ต่ำกว่าตลาดคาดการณ์ที่ 2.6% นำโดยหมวดถ่านหิน (5.8% vs. 2.4% เดือน ธ.ค.) และผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (3.6% vs. -2.6% เดือน ธ.ค.) ส่วนผลผลิตรถยนต์ไฟฟ้า (16.3% vs. 55.5% เดือน ธ.ค.) ชะลอตัวลงแต่ยังคงขยายตัวในระดับสูง ขณะที่ผลผลิตรถยนต์ (-14.0% vs. -5.9% เดือน ธ.ค.) หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2

ส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เดือน เดือน ม.ค.-ก.พ. ขยายตัว 5.5% YoY YTD เติบโตขึ้นจาก 5.1% ในเดือน ธ.ค. และสูงกว่าตลาดคาดการณ์ที่ 4.5% โดยการลงทุนหดตัวลดลงในภาคอสังหาริมทรัพย์ (-5.7% vs. -10.0% เดือน ธ.ค.) ขณะที่โครงสร้างพื้นฐาน (9.0% vs. 9.4% เดือน ธ.ค.) และในภาคการผลิต (8.1% vs. 9.1% เดือน ธ.ค.) ชะลอตัวลงเล็กน้อย

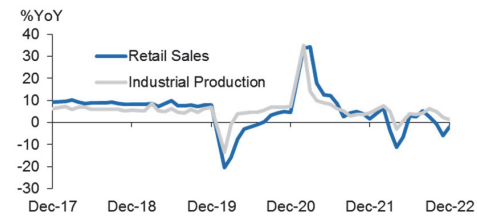
ด้านต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน ม.ค.-ก.พ. หดตัวต่อเนื่องที่ -6.8% YoY แต่หดตัวลดลงจาก -9.9% ในเดือนก่อนและหดตัวน้อยกว่าตลาดคาดการณ์ที่ -9.0% ด้านยอดนำเข้า (Imports) หดตัว -10.2% YoY ต่อเนื่องจาก -7.5% ในเดือนก่อน และหดตัวมากกว่าตลาดคาดการณ์ที่ -5.5% ส่งผลให้ดุลการค้า เดือน ม.ค.-ก.พ. เกินดุล USD116.9bn เพิ่มขึ้นจาก USD78.0bn ในเดือนก่อน

แผนภาพที่ 37: ดัชนี PMI ของทางการจีนเดือน ก.พ. ขยายตัวต่อเนื่องดีกว่าที่ตลาดคาด จากแรงหนุนของทั้งภาคการผลิตและภาคบริการ

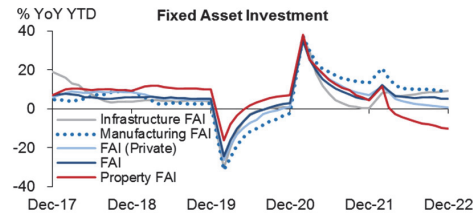
Manufacturing vs. Services PMI



Economic activity



Fixed asset investment (3MMA)



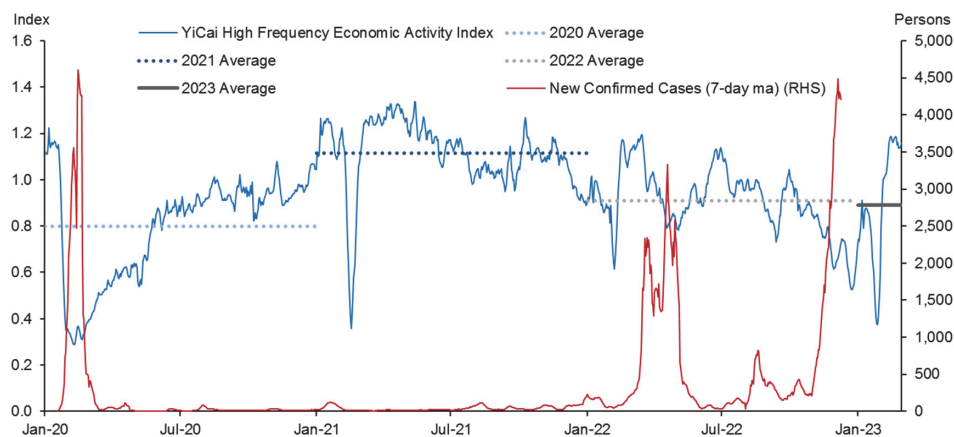
Trade



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

แผนภาพที่ 38: กิจกรรมเศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็วภายหลังการผ่อนคลายมาตรการควบคุม COVID

High frequency economic activity index



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

รัฐบาลตั้งเป้า GDP ปีนี้ที่ “ประมาณ 5%” ต่ำกว่าปีก่อนที่ตั้งเป้าที่ราว 5.5%

ทางการจีนระบุแถลงการณ์การประชุมสภาประชาชนแห่งชาติจีน (National People's Congress หรือ NPC) เมื่อวันที่ 5 มี.ค. ว่ารัฐบาลจีนได้กำหนดเป้า GDP ปี 2023 ที่ “ราว 5%” ซึ่งนับเป็นเป้าหมายที่ต่ำกว่าตลาดคาดการณ์ที่ 5.3% และต่ำกว่าคาดการณ์ GDP ของ IMF ที่ 5.2% รวมทั้งต่ำกว่าเป้าปีก่อนที่อยู่ราว 5.5%

ด้านนโยบายการคลัง: เป้าขาดดุลงบกลาง (Fiscal deficits) กำหนดไว้ที่ 3% ของ GDP เพิ่มขึ้นจากปีก่อนที่ 2.8% ส่วนโควตาการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่น (Local government

bond) เพื่อใช้ในการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานปี 2023 เพิ่มขึ้นเป็น RMB3.80trn จาก RMB3.65trn ในปีก่อน

ด้านนโยบายการเงิน: ทิศทางการดำเนินนโยบายใกล้เคียงกับในรายงานนโยบายการเงินไตรมาส 4/2022 ที่เปิดเผยเมื่อเดือน ก.พ. โดยธนาคารกลางจีน (PBoC) ได้ย้ำจุดยืนของนโยบายการเงินที่จะเน้นการกระตุ้นภาคเศรษฐกิจจริง โดยจะเป็นไปอย่างรอบคอบระมัดระวัง โดยรัฐบาลคงเป้าการเติบโตของยอดสะสมทุนรวมสุทธิ (TSF) ต่อปริมาณเงินในระบบ M2 ให้ขยายตัวใกล้เคียงกับ Nominal GDP เช่นเดียวกับปีก่อน ส่วนเงินเฟ้อยังคงเป้าหมายเดิมไว้ที่ 3.0%

ด้านตลาดแรงงาน: ตั้งเป้าการจ้างงานใหม่ในเขตเมือง (New urban job creation) ที่ 'ประมาณ 12 ล้านตำแหน่ง' สูงกว่าปีก่อนที่ 'มากกว่า 11 ล้านตำแหน่ง' และตั้งเป้าอัตราการว่างงาน (Surveyed jobless rate) ที่ประมาณ 5.5% เท่ากับปีก่อน

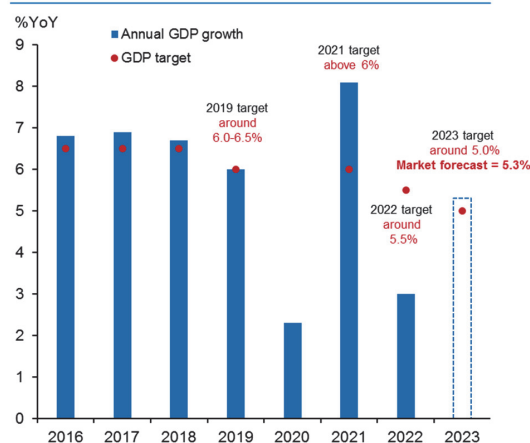
ด้านจุดยืนการต่อการเป็นเอกราชของไต้หวัน: ทางการเงิน ระบุจะใช้วิธีการที่แน่วแน่เพื่อต่อต้านการเป็นเอกราชของไต้หวัน

และจะพยายามรวมชาติโดยสันติวิธี โดยบทางการทหารของปีนี้ ก็เติบโต 7.2% ก็โตเยอะที่สุดในรอบ 3 ปีจากความขัดแย้งทางที่ มั่นเริ่มตัวขึ้นอย่างชัดเจนตั้งแต่ปีที่แล้วเป็นต้นมา

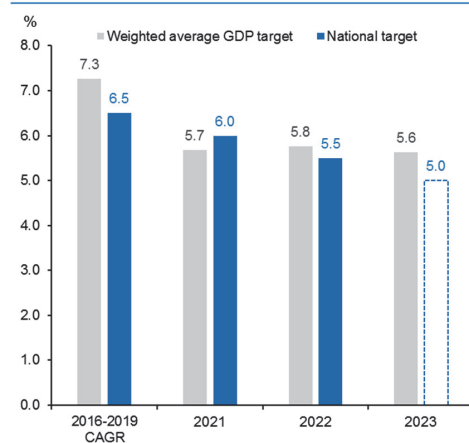
เรามองว่าการตั้งเป้า GDP ที่ราว 5% ซึ่งเป็นการตั้ง เป้าหมายที่ค่อนข้าง Conservative ทำให้เรามองว่าการกระตุ้น เศรษฐกิจผ่านนโยบายการเงินในปีนี้เป็นไปอย่างระมัดระวัง

แผนภาพที่ 39: การตั้งเป้าสอดคล้องกับภาพรวมในอดีตที่เป้า GDP ของประเทศ จะต่ำกว่าค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเป้า GDP ที่ตั้งไว้ในแต่ละพื้นที่

Real GDP growth



Weighted average GDP target vs. National target



Note: Weighted average GDP target calculated based on the goals set by individual provinces.

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

แผนภาพที่ 40: เป้าหมายเศรษฐกิจของรัฐบาลจีนปี 2023 เปรียบเทียบกับปีก่อนๆ

Main economic indicators

	2023 NPC	2022 NPC	2021 NPC	2020 NPC	2019 NPC
GDP (%YoY)	Around 5.0%	Around 5.5%	Above 6.0%	-	6.0-6.5%
Surveyed unemployment rate	Around 5.5%	Below 5.5%	Around 5.5%	Around 6.0%	Around 5.5%
Job creation (persons)	More than 12 Million	More than 11 Million	More than 11 Million	9 Million	11 Million
Fiscal target					
Fiscal deficit (% GDP)	3.0%	2.8%	3.2%	3.6% "or above"	2.8%
Local government bonds (RMB, trn)	3.80	3.65	3.65	3.75	2.15
Special central government bonds (RMB, trn)	-	-	-	1	-
Monetary policy					
Monetary policy stance	Prudent	Supportive	Prudent	Prudent, flexible and appropriate	Prudent
M2 and TSF	In line with GDP growth	In line with GDP growth	In line with GDP growth	Significantly higher than 2019	In line with GDP growth
CPI (%YoY)	Around 3%	Around 3%	Around 3%	Around 3.5%	Around 3%

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

แผนภาพที่ 41: เป้าหมายอื่นๆ ที่ไม่ได้เป็นตัวเลขของรัฐบาล เช่น จะมุ่งเน้นการกระตุ้นการบริโภคผ่านการจ้างงาน และการรักษาเสถียรภาพในภาคอสังหาริมทรัพย์

Other Topics in 2023 Government Work Report

Topics	Government Work Report statement
 Stimulate domestic demand and increase investment in society	- The GWR states that "government investment and policy incentives must effectively drive investment in the whole society". - The GWR calls for "increasing the income of urban and rural residents through multiple channels", with the hope that more disposable income will lead to higher levels of consumption.
 Tackle real estate industry risks	The GWR does not provide specifics on how to resolve the current issues but calls for "improving the status of assets and liabilities, preventing disorderly expansion, and promoting the stable development of the real estate industry".
 Promote China's green transition	"Strengthening the construction of urban and rural environmental infrastructure and continuing to implement major projects for the protection and restoration of important ecosystems." "Promoting the clean and efficient utilization of coal and technology R&D and accelerating the construction of a new energy system."
 Oppose Taiwan independence	- China will take resolute steps to oppose "Taiwan independence" and advance the process of the country's peaceful reunification - In 2023 China's defense budget grew by 7.2% to CNY1.55trn faster than 7.1% last year, the 6.8% increase in 2021 and 6.6% climb in 2020. In 2019, China's defense spending rose by 7.5% to CNY1.19trn.

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

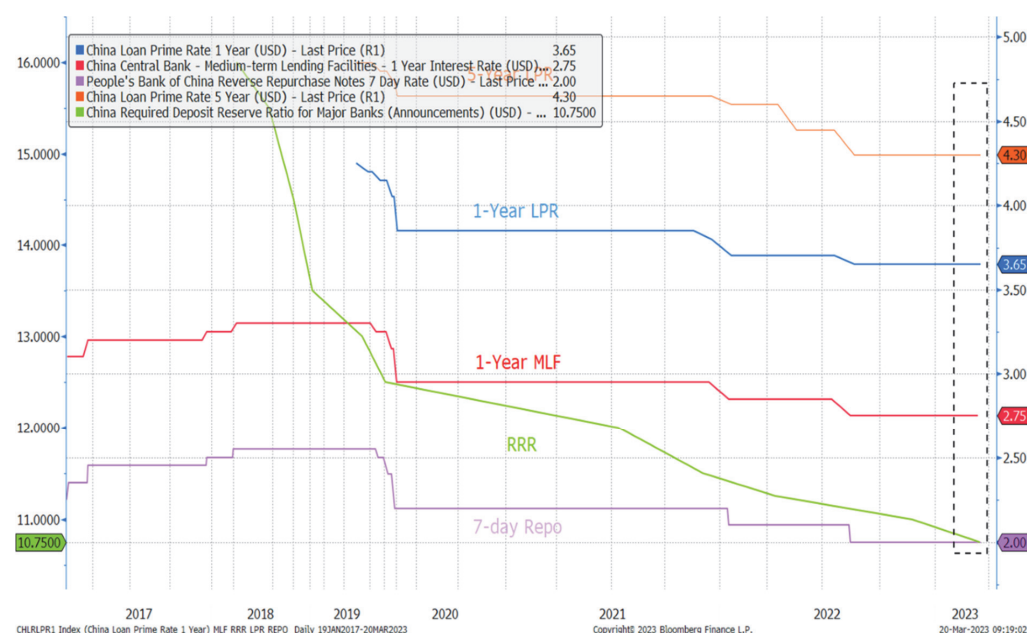
PBoC ประกาศปรับลด RRR ลง 25bps เพื่อส่งเสริมสภาพคล่องให้ระบบ

เมื่อวันที่ 17 มี.ค. ธนาคารกลางจีน (PBoC) ประกาศลดอัตราส่วนเงินกันสำรองขั้นต่ำ (Required Reserve Ratio: RRR) ลง -25 bps สำหรับธนาคารพาณิชย์ส่วนใหญ่ มีผลบังคับใช้วันที่ 27 มี.ค. โดย PBoC ระบุเพื่อเป็นการสนับสนุนสภาพคล่องในระบบธนาคารจากความต้องการสินเชื่อที่เพิ่มขึ้นภายหลังการยกเลิกมาตรการควบคุม COVID ที่ทำให้ความต้องการสินเชื่อทั้งภาคธุรกิจและครัวเรือนเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วง 2 เดือนแรกของปี 2023

การปรับลด RRR ครั้งนี้ ทำให้ค่าเฉลี่ย Weighted Average ของ RRR ปรับลดลงเป็น 7.6% (จากเดิม 7.8%) ซึ่งเทียบเท่ากับการเพิ่มสภาพคล่องในระบบ RMB500bn

โดยการปรับลด RRR ของ PBoC เป็นไปตามที่ตลาดคาดว่าจะมีการปรับลด RRR 25bps ในไตรมาส 1/2023 เพื่อเป็นการเสริมสภาพคล่องให้กับระบบการเงินหลังมีความต้องการสินเชื่อที่เพิ่มขึ้นทั้งในภาคธุรกิจและครัวเรือนหลังการเปิดเศรษฐกิจ

แผนภาพที่ 42: RRR ถูกปรับลดลงครั้งแรกในปี 2023 หลังจากที่ถูกปรับลดไปแล้ว 25bps ในเดือน ธ.ค. 2022



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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องจากแรงหนุนของภาคบริการแต่ภาคการผลิตยังคงถูกกดดันจากภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว ขณะที่อัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มจะชะลอตัวลงในช่วงที่เหลือของปีนี้ทำให้ในการประชุม BoJ ล่าสุดวันที่ 9-10 มี.ค. ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) คงนโยบายการเงินตามคาด ด้านสภาฯ ได้มีมติแต่งตั้งให้นาย Kazuo Ueda เป็นผู้นำ BoJ คนใหม่พร้อมทั้งรองผู้ว่าฯ 2 คน ได้แก่ นาย Shinichi Uchida และนาย Ryozo Himino โดยก่อนหน้านี้ทั้ง 3 คนได้กล่าวต่อสภาฯ ในทิศทางเดียวกันว่า การดำเนินนโยบายที่ผ่อนคลายในปัจจุบันของ BoJ มีความเหมาะสม และจะยังไม่มีแผนเปลี่ยนแปลงนโยบายแบบทันทีครั้งใหญ่ และในกรณีที่จะมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินนั้น จำเป็นที่จะต้องเห็นการเปลี่ยนแปลงแนวโน้มของราคาอย่างชัดเจนเสียก่อน

เศรษฐกิจในประเทศของญี่ปุ่นเดือน ก.พ. ฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องจากกิจกรรมในภาคบริการขณะที่ภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัวยังคงเป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจญี่ปุ่น

กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศเดือน ก.พ. ปรับตัวดีขึ้น โดยดัชนี Composite PMI ดัชนีปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.4 จุด เป็น 51.1 จุด จากอุปสงค์ที่เร่งตัวขึ้นอย่างรวดเร็วหลังผลกระทบของการแพร่ระบาดลดลง ส่งผลให้ดัชนีภาคบริการเร่งตัวขึ้น (+1.2, 52.3) ขณะที่ภาคการผลิตดัชนีปรับตัวลดลง -1.2 จุด เป็น 47.7 จุด อยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 ท่ามกลางอุปสงค์ที่อ่อนแอทั้งในประเทศและต่างประเทศ โดยผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อใหม่หดตัวต่ำสุดในรอบ 2 ปีครึ่ง ส่วนยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศปรับตัวลดลงต่ำสุดในรอบ 31 เดือน ด้านดัชนีราคาขายปรับตัวลดลงต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ส.ค. 2021

ยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน ม.ค. ขยายตัว 1.9% MoM, SA เร่งตัวขึ้นจาก 1.1% ในเดือนก่อน และสูงกว่าตลาด

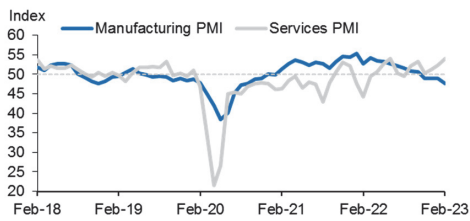
คาดที่ 0.4% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกขยายตัว 6.3% YoY (vs. 3.8% เดือนก่อน)

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ม.ค. พลิกกลับมาหดตัว -4.6% MoM, SA จากที่ขยายตัว 0.3% ในเดือนก่อน และหดตัวมากกว่าตลาดคาดที่ -2.9% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมหดตัว -2.3% YoY (vs. -2.4% เดือนก่อน)

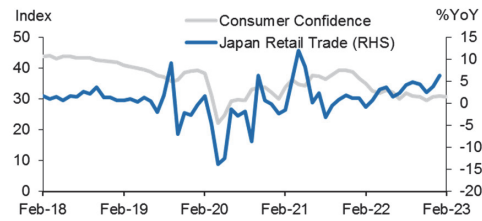
มูลค่าการส่งออก (Exports) เดือน ก.พ. เร่งตัวขึ้นเป็น 6.5% YoY จาก 3.5% ในเดือนก่อน แต่ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 7.0% ด้านมูลค่านำเข้า (Imports) ชะลอตัวลงเป็น 8.7% YoY จาก 17.5% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 12.4% ส่งผลให้ดุลการค้า (Trade Balance) เดือน ก.พ. ขาดดุล -JPY897.7bn ลดลงจากที่ขาดดุล -JPY3,498.6bn ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการขาดดุลต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 19

แผนภาพที่ 43: กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศฟื้นตัวต่อเนื่อง ขณะที่ภาคการผลิตยังคงชะลอตัว

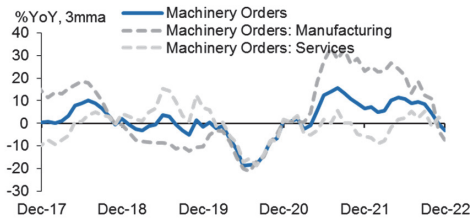
Manufacturing vs. Services PMI



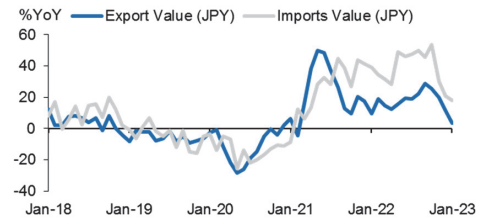
Retail sales



Investment



Trade



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

เงินเฟ้อ Core CPI เดือน ม.ค. เร่งตัวขึ้นสูงสุดในรอบ 41 ปี จากราคาอาหารและพลังงาน

อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (CPI) เดือน ม.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น 4.3 YoY จาก 4.0% ในเดือนก่อน เท่ากับตลาดคาด ท่ามกลางการเพิ่มขึ้นของราคาพลังงานและราคาอาหาร

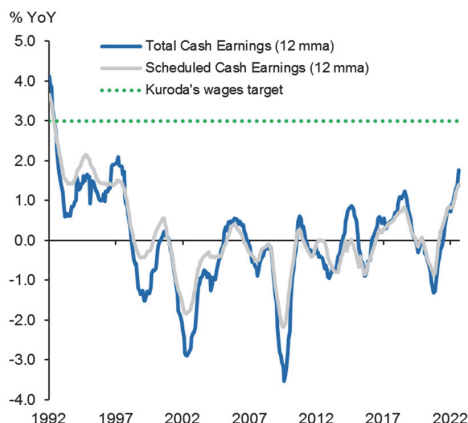
โดยหากไม่นับรวมอาหารสด (Core CPI) อัตราเงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นเป็น 4.2% YoY (vs. 4.0% เดือนก่อน) ต่ำกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 4.3% และสูงสุดในรอบ 41 ปี ขณะที่หากไม่นับ

รวมราคาอาหารสดและพลังงาน หรือ Core Core CPI จะเร่งตัวขึ้นเป็น 3.2% YoY (vs. 3.0% เดือนก่อน) ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 3.3%

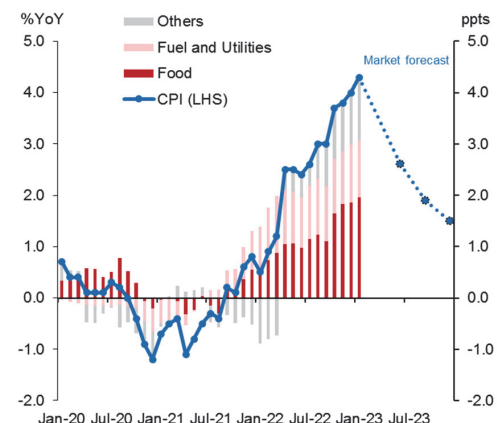
อย่างไรก็ตาม ตลาดคาดว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปจะชะลอตัวลงในช่วงที่เหลือนปีจากปัจจัยฐานและราคาพลังงานที่ปรับตัวลดลงต่อเนื่อง โดยตลาดคาดว่าตัวเลข CPI จะชะลอตัวลงเป็น 2.6% ใน 2Q23F และ 1.9% ใน 3Q23F และเหลือเพียง 1.5% ใน 4Q23F

แผนภาพที่ 44: เงินเฟ้อที่คาดว่าจะชะลอตัวและค่าจ้างที่ยังเติบโตไม่ถึงเป้าหมายทำให้เรามองว่าการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินน่าจะยังไม่เกิดขึ้นในระยะอันใกล้

Monthly wage growth



CPI



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

BoJ คงนโยบายการเงินเดิมตามที่ตลาดคาด โดยผู้ว่าฯ Kuroda ยังคงตอกย้ำความสำคัญของนโยบายการเงินที่ผ่อนคลาย โดยระบุว่า การดำเนินนโยบายในปัจจุบันมีผลบวกมากกว่าผลเสีย

ในการประชุมวันที่ 9-10 ม.ค. ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) คงนโยบายการเงินตามคาด โดยมีมติเป็นเอกฉันท์ในการคงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ -0.1% สำหรับเงินสำรองส่วนเกินของธนาคารพาณิชย์ (Excess Reserve) และคงเป้าหมายอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ไว้ที่ประมาณ "0%" และเคลื่อนไหวในกรอบ +/-0.5% และคงเป้าหมายการเข้าซื้อสินทรัพย์ต่างๆ ที่ประกาศก่อนหน้านี้ ได้แก่

- คงวงเงินการเข้าซื้อ ETFs และ REITs สูงสุดต่อปีที่ JPY12trn และ JPY180bn ตามลำดับ โดยระบุจะเข้าซื้อในอัตราที่เหมาะสมตามสภาวะตลาด

- คงการซื้อตราสารหนี้เอกชนระยะสั้น (Commercial Paper) ที่อัตรา JPY2trn และตราสารหนี้เอกชนระยะยาว (Corporate Bonds) ที่อัตรา JPY3trn ต่อปี

ภายหลังการประชุม นาย Haruhiko Kuroda ผู้ว่าฯ BoJ ได้ออกมาให้ความเห็น ว่า ผลดีของการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายในปัจจุบันยังคงมีมากกว่าผลเสีย ในวันเดียวกันสภาได้มีมติแต่งตั้งให้นาย Kazuo Ueda (อายุ 71 ปี) เป็นผู้ว่าฯ BoJ คนใหม่พร้อมทั้งรองผู้ว่าฯ 2 คน ได้แก่ นาย Shinichi Uchida และนาย Ryoza Himino โดยก่อนหน้านี้ทั้ง 3 คนได้กล่าวต่อสภา ในทิศทางเดียวกันว่า การดำเนินนโยบายที่ผ่อนคลายในปัจจุบันของ BoJ มีความเหมาะสม และจะยังไม่มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายแบบทันทีหลังเข้ารับตำแหน่ง และในกรณีที่จะมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินนั้น จำเป็นที่จะต้องเห็นการเปลี่ยนแปลงแนวโน้มของราคาอย่างชัดเจนเสียก่อน

แผนภาพที่ 45: ผู้ว่าฯ และรองผู้ว่าฯ BoJ ชุดใหม่มีจุดยืนทางนโยบายที่ใกล้เคียงกัน โดยยังคงมองว่านโยบายการเงินในปัจจุบันมีความเหมาะสม

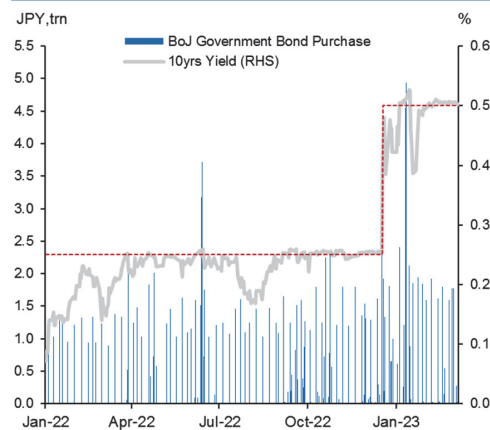
Statements from the Bank of Japan governor and deputy governor candidates

Deputy Governor		Kazuo Ueda (71) Professor and the dean of the business department at Kyoritsu Women's University	"The BOJ's current interest rate target levels, including the negative short-term rate, are appropriate. If Japan sees inflation reaching 2%, the target levels could be reviewed. But that won't come immediately " "It's true there are various side-effects emerging from the stimulus. But the BOJ's current policy is a necessary, appropriate means to achieve 2% inflation."
		Shinichi Uchida Executive Director of the Bank of Japan	" The BOJ must maintain monetary easing. It shouldn't modify easy policy just because there are side-effects. Rather, it must come up with ideas to mitigate the costs and help sustain stimulus" "If the BOJ were to conduct a comprehensive review of its policy framework, it could take one to one-and-a-half years"
		Ryoza Himino (62) Commissioner of the Financial Services Agency	"We must achieve the inflation target sustainably and stably along with wage hikes" " Given the current situation and outlook, the BOJ's current policy is appropriate, and it must underpin the economy with monetary easing"

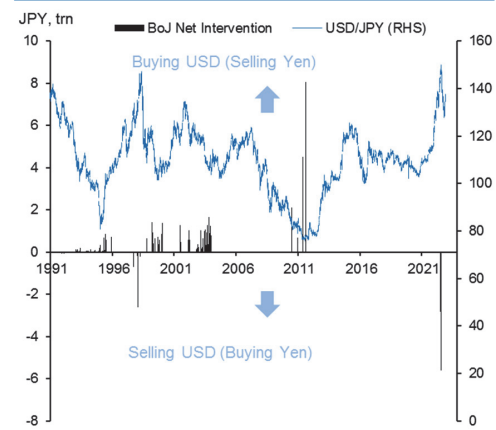
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 46: การเข้าซื้อพันธบัตรของ BoJ มีการชะลอตัวลงเมื่อเทียบกับเดือน ม.ค.

BoJ government bond purchase



MoF currency intervention



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

การเจรจาค่าจ้างของสหภาพแรงงาน (Shunto wage negotiation) เบื้องต้นเพิ่มขึ้น 3.8% ในปี 2023 สูงสุดในรอบ 30 ปี

การเจรจาปรับขึ้นค่าจ้างประจำปีของสหภาพแรงงาน (Japanese Trade Union Confederation - RENGO) เบื้องต้นได้ผลออกมาปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ยที่ 3.8% ซึ่งนับเป็นการเพิ่มขึ้นจาก 2.1% ในปี 2022 และสูงกว่าคาดการณ์ตลาดที่มองจะปรับขึ้นราว 3% แต่ก็ต่ำกว่าเป้าหมายโดยเฉลี่ยของสหภาพที่ 4.5% และต่ำกว่าเป้าหมายของ Japanese Trade Union Confederation (RENGO) ที่ 5.0%

โดยค่าจ้างในบริษัทขนาดใหญ่ (พนักงานมากกว่า 300 คน) ปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ย 3.81% โดยส่วนมากสามารถปรับขึ้นค่าจ้างได้ตามความต้องการของสหภาพท่ามกลางภาวะเงินเฟ้อและการขาดแคลนแรงงาน อย่างไรก็ตาม ค่าจ้างในบริษัทขนาดกลาง-เล็ก (SMEs) ปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ย 3.45% ซึ่งบริษัทส่วนใหญ่ไม่สามารถขึ้นค่าจ้างตามความต้องการได้จากแรงกดดันด้านต้นทุน

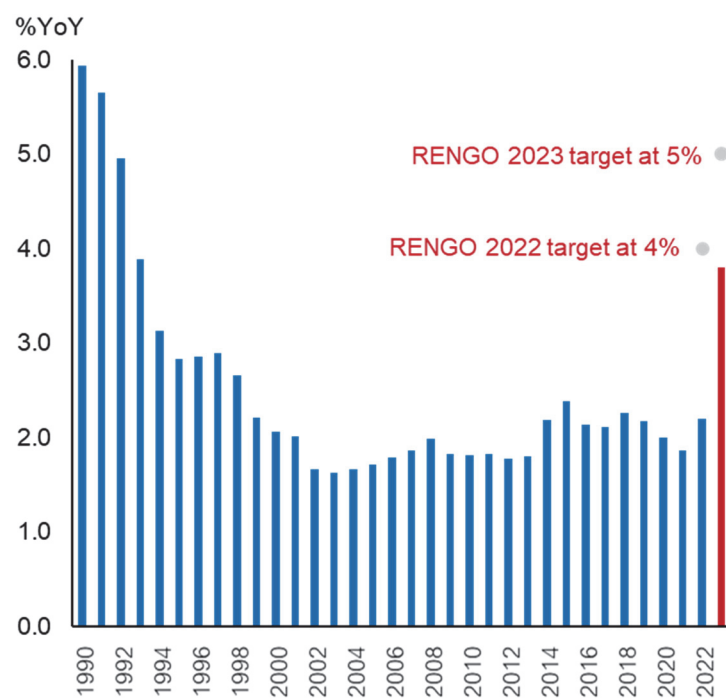
ด้านค่าจ้างของพนักงานชั่วคราว (Part-time) ที่คิดเป็น 1 ใน 3 ของการจ้างงานทั้งหมด ปรับตัวเพิ่มขึ้น 5.9% จากที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 2.3% ในปี 2022

ทั้งนี้ ข้อมูลปัจจุบันเป็นเพียงข้อมูลเบื้องต้นเท่านั้น โดยข้อมูลจะมีการอัปเดต 7 ครั้ง จนถึงข้อสรุปในเดือน ก.ค. โดยส่วนใหญ่แล้วตัวเลขการปรับขึ้นค่าจ้างเบื้องต้นจะสูงกว่าตัวเลขที่เป็นข้อสรุปเสมอ

เรามองว่าการเจรจาค่าจ้างของสหภาพแรงงานประจำปีจะเป็นตัวส่งสัญญาณของการขึ้นค่าจ้างตลอดทั้งปี 2023 ซึ่งการปรับเพิ่มขึ้น 3.8% นับเป็นการปรับขึ้นที่สูงกว่าเป้าหมายของนาย Kuroda ผู้ว่าฯ BoJ ที่ระบุว่าถ้าต้องการให้เงินเฟ้อญี่ปุ่นเติบโตสูงกว่า 2% อย่างยั่งยืนจำเป็นต้องให้ค่าจ้างเติบโตอย่างน้อย 3% ต่อปี

อย่างไรก็ตาม เรามองว่าตัวเลขที่ BoJ ใช้พิจารณาในการตัดสินใจปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินนั้น จะใช้ตัวเลขการเติบโตของค่าจ้างรายเดือน (Cash earnings) ที่มีการปรับขึ้นจริงที่รายงานโดยกระทรวงแรงงานเป็นหลัก ทำให้แม้ว่าจะมีการตกลงระหว่างสหภาพและบริษัทว่าจะปรับขึ้นค่าจ้าง 3.8% แต่ BoJ จะยังไม่มีการปรับเปลี่ยนนโยบายในทันที ประกอบกับแรงกดดันเรื่องของค่าเงินเยนและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล 10 ปี ที่ลดลงในปัจจุบัน ทำให้ BoJ ยังไม่มีความจำเป็นต้องเร่งปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินในตอนนี้ เพื่อรอติดตามการปรับขึ้นจริงของค่าจ้าง

แผนภาพที่ 47: นายจ้างตกลงปรับค่าจ้างเพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ยที่ 3.8% ในปี 2023 สูงสุดในรอบ 30 ปี แต่ต่ำกว่าเป้าหมายของสหภาพที่ต้องการ 5%



ที่มา: Japanese Trade Union Confederation, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจไทย

เครื่องชี้เศรษฐกิจไทยยังฟื้นตัวต่อเนื่องในเดือน ม.ค. โดยการท่องเที่ยวยังคงเป็นแรงหนุนสำคัญสำหรับกิจกรรมเศรษฐกิจในภาคบริการ จากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาไทยเพิ่มขึ้นกว่า 1,000% YoY อยู่ที่ 2.14 ล้านราย (vs. 2.24 ล้านรายในเดือนก่อน) ขณะที่การบริโภคภาคเอกชน (PCI) เติบโตขึ้นเป็น 4.1% YoY (vs. 2.6% เดือนก่อน) ตามการใช้จ่ายในหมวดสินค้าไม่คงทน สินค้าคงทน และหมวดบริการที่ฟื้นตัวดีขึ้น ขณะที่การเลือกตั้งในปีนี้ (14 พ.ค.) คาดว่าจะทำให้เกิดภาวะสุญญากาศทางการเมืองชั่วคราวและทำให้การเบิกจ่ายเม็ดเงินงบประมาณมีแนวโน้มชะลอลงในช่วงเปลี่ยนผ่านรัฐบาล ซึ่งคาดว่าจะได้รับรัฐบาลชุดใหม่เข้ามาบริหารประเทศได้คาดว่าจะเกิดขึ้นในเดือน ส.ค. หรือนับเป็นระยะเวลาราว 3 เดือนนับจากวันจัดการเลือกตั้ง อีกทั้ง ยังต้องจับตาความเสี่ยงจากรัฐบาลชุดใหม่มีความล่าช้าในการอนุมัติร่างฯ FY2024 ได้เข้าเหมือนดังที่เคยเกิดขึ้น จะกระทบเพิ่มเติมต่อเม็ดเงินภาครัฐที่จะเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจในช่วงไตรมาสสี่ของปี 2023 นี้ จึงนับเป็นหนึ่งในประเด็นสำคัญที่ต้องจับตาสถานการณ์การเลือกตั้งผ่านพ้นไป

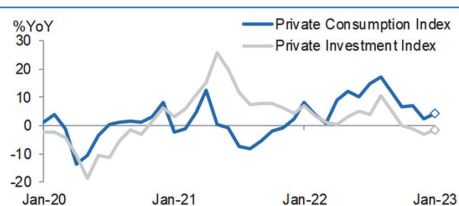
การบริโภคและการท่องเที่ยวหนุนกิจกรรมเศรษฐกิจเดือน ม.ค. ขณะที่ส่งออกยังคงเป็นปัจจัยฉุด

เครื่องชี้เศรษฐกิจไทยยังฟื้นตัวต่อเนื่อง โดยการท่องเที่ยวยังคงเป็นแรงหนุนสำคัญสำหรับกิจกรรมเศรษฐกิจในภาคบริการ จากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาไทยเพิ่มขึ้นกว่า 1,000% YoY อยู่ที่ 2.14 ล้านราย (vs. 2.24 ล้านรายในเดือนก่อน) โดยมีนักท่องเที่ยวชาวจีนเดินทางเข้ามา 9.2 หมื่นราย (vs. 5.4 หมื่นรายในเดือนก่อน) ด้านดัชนีผลผลิตภาคบริการ (SPI) เติบโตขึ้นเป็น 13.8% YoY (vs. 11.2% เดือนก่อน) ขณะที่การบริโภคภาคเอกชน (PCI) เติบโตขึ้นเป็น 4.1% YoY (vs. 2.6% เดือนก่อน) ตามการใช้จ่ายในหมวดสินค้าไม่คงทน สินค้าคงทน และหมวดบริการที่ฟื้นตัวดีขึ้น ด้านรายได้เกษตรกรชะลอลงเป็น 4.2%

YoY (vs. 13.3% เดือนก่อน) ขณะที่ตลาดแรงงานโดยรวม สะท้อนผ่านจำนวนผู้ประกันตนตามมาตรา 33 ฟื้นตัวตามภาวะเศรษฐกิจ สำหรับการลงทุนภาคเอกชนและการส่งออกอ่อนแอ โดยการลงทุนภาคเอกชน (PII) ยังคงอ่อนแอ (-1.5% YoY vs. -3.2% เดือนก่อน) และหดตัวในเกือบทุกหมวดหลัก โดยเฉพาะยอดจดทะเบียนรถยนต์เชิงพาณิชย์ (-14.7%) และการนำเข้าสินค้าทุน (-8.2%) ขณะที่ดุลการค้าขาดดุล 2.7 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จากยอดส่งออกที่หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 ที่ -3.4% ขณะที่ยอดนำเข้าขยายตัวสูง 9.1% อย่างไรก็ดี รายงานไม่ได้เปิดเผยรายละเอียดและตัวเลขเพิ่มเติม ด้านดุลบัญชีเดินสะพัดขาดดุล 2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เช่นกัน ส่วนดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (MPI) หดตัว -4.4% YoY ตามการส่งออกที่อ่อนแอ

แผนภาพที่ 48: การบริโภคและการท่องเที่ยวหนุนกิจกรรมเศรษฐกิจเดือน ม.ค. ขณะที่ส่งออกยังคงเป็นปัจจัยฉุด

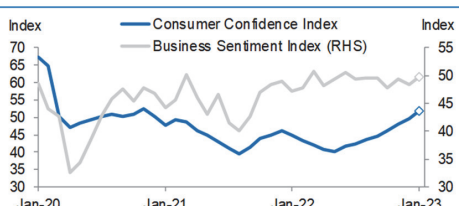
Domestic demand indicators



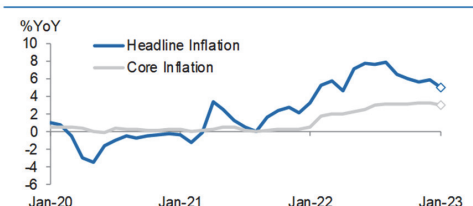
External demand indicators



Sentiment indicators



Price indicators



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

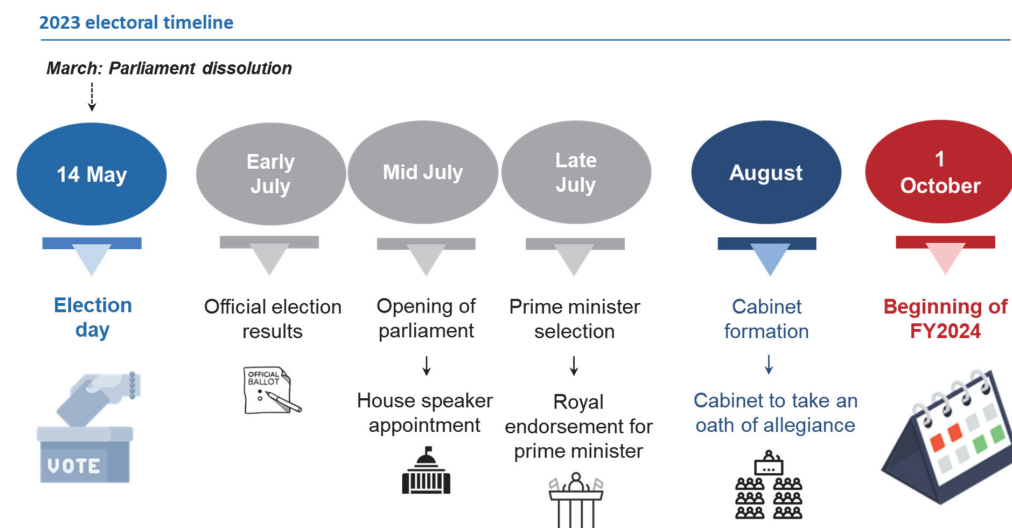
ในอดีตช่วงการเปลี่ยนผ่านรัฐบาลมักจะทำให้การเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐชะลอลง

ในปี 2023 นั้น เรามีมุมมองที่ระมัดระวังต่อเม็ดเงินใช้จ่ายจากภาครัฐที่จะเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจ เนื่องจากเม็ดเงินกระตุ้นเศรษฐกิจภายใต้ พ.ร.ก. กู้เงินฯ 1 ล้านล้านบาท และ พ.ร.ก. กู้เงินฯ 5 แสนล้านบาท รวมเป็นวงเงิน 1.5 ล้านล้านบาทนั้น ได้มีการเบิกจ่ายไปเกือบหมดแล้วในช่วงที่เศรษฐกิจเผชิญวิกฤต COVID-19 อย่างรุนแรง โดยล่าสุด (ณ 24 ม.ค.) มีการเบิกจ่ายเม็ดเงินไปแล้วกว่า 1.43 ล้านล้านบาท หรือคิดเป็นสัดส่วนกว่า 95.2% ของวงเงินรวม 1.5 ล้านล้านบาท (หรือ 96.4% ของวงเงินที่อนุมัติไปแล้ว 1.48 ล้านล้านบาท) ทำให้เหลือเม็ดเงินเพียงเล็กน้อยเท่านั้นที่ยังไม่ได้เบิกจ่ายที่จะเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจ

อีกทั้ง ในปีนี้จะมีการเปลี่ยนผ่านรัฐบาลเกิดขึ้น เนื่องจากจะมีการจัดการเลือกตั้งทั่วไปในวันที่ 14 พ.ค. นี้ (ตามกำหนดการของ

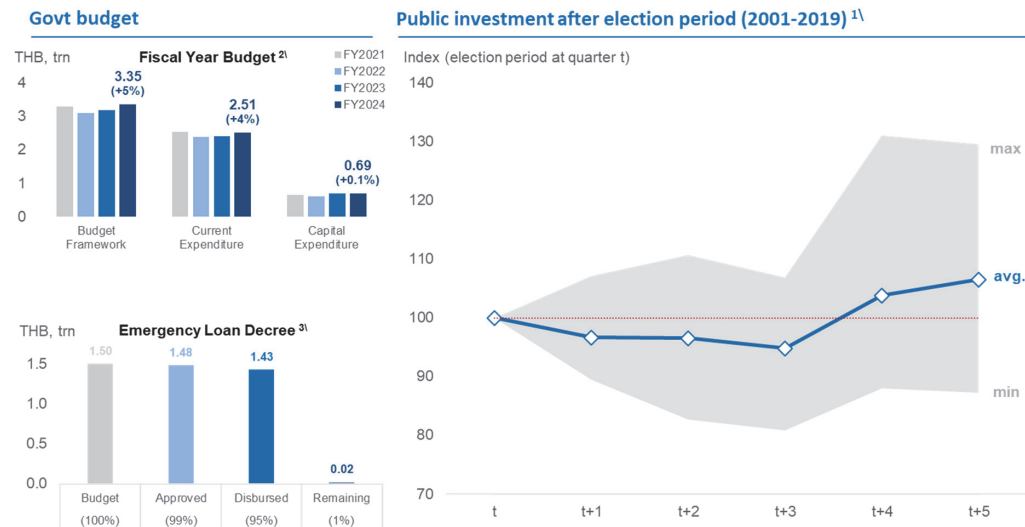
คณะกรรมการการเลือกตั้ง หรือ กกต. หลังรัฐบาลมีการประกาศยุบสภาเมื่อวันที่ 20 มี.ค. ที่ผ่านมา) ซึ่งเรามองว่าจะทำให้เกิดภาวะสูญญากาศทางการเมืองชั่วคราวและทำให้การเบิกจ่ายเม็ดเงินงบประมาณมีแนวโน้มชะลอลงในช่วงเวลาดังกล่าว โดยจากการศึกษาเม็ดเงินการลงทุนของภาครัฐที่เข้าสู่ระบบเศรษฐกิจในช่วงเวลาที่มีการเลือกตั้ง (ปี 2001-2019) จะพบว่าเม็ดเงินการลงทุนของภาครัฐจะลดลงราว 3 ไตรมาสหลังจากไตรมาสที่มีการเลือกตั้ง (ไตรมาสที่ t) ซึ่งเรามองว่าหลังการเลือกตั้งผ่านพ้นไปแล้ว ต้องมีกระบวนการในการนับคะแนน การสรุปผลและการยืนยันผลการเลือกตั้งอย่างเป็นทางการ รวมทั้งการเจรจาจัดตั้งรัฐบาลและตำแหน่งต่างๆ ในคณะรัฐมนตรี โดยการเลือกตั้งในปีนี้มีคาดการณ์ว่า น่าจะได้รัฐบาลชุดใหม่เข้ามาบริหารประเทศได้ในช่วงเดือน ส.ค. หรือนับเป็นระยะเวลาราว 3 เดือนนับจากวันจัดการเลือกตั้ง

แผนภาพที่ 49: การเลือกตั้งในปีนี้มีคาดการณ์ว่า น่าจะได้รัฐบาลชุดใหม่เข้ามาบริหารประเทศได้ในช่วงต้นเดือน ส.ค. หรือนับเป็นระยะเวลาราว 3 เดือนนับจากวันจัดการเลือกตั้ง



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

แผนภาพที่ 50: เม็ดเงินกระตุ้นเศรษฐกิจภายใต้ พ.ร.ก. กู้เงินฯ 1 ล้านล้านบาท และ พ.ร.ก. กู้เงินฯ 5 แสนล้านบาท รวมเป็นวงเงิน 1.5 ล้านล้านบาทนั้น ได้มีการเบิกจ่ายไปเกือบหมดแล้ว (รูปซ้าย) ขณะที่การเลือกตั้งจะทำให้เกิดภาวะสูญญากาศทางการเมืองชั่วคราวและทำให้การเบิกจ่ายเม็ดเงินงบประมาณมีแนวโน้มชะลอลงในช่วงเปลี่ยนผ่านรัฐบาล (รูปขวา)



Note: 1\ Bands represent max and min of public investment after election periods. 2\ The cabinet approved a FY2024 budget draft in Jan 2023. 3\ As of 24 Jan 2023.

ที่มา: Royal Thai Government, PDMO, NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

จับตาความเสี่ยงหากรัฐบาลมีความล่าช้าในการอนุมัติร่างฯ FY2024 จะกระทบเพิ่มเติมต่อเม็ดเงินภาครัฐที่จะเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจในช่วงไตรมาสสี่ของปี 2023

นอกจากประเด็นดังกล่าวข้างต้นแล้ว เรามองว่าความเสี่ยงสำคัญที่ต้องจับตาต่อไปคือ หลังการจัดตั้งรัฐบาลเกิดขึ้นแล้วในช่วงเดือน ส.ค. นั้น จะสามารถพิจารณาร่างงบประมาณประจำปี FY2024 ได้ทันก่อนขึ้นปีงบประมาณใหม่ในวันที่ 1 ต.ค. หรือไม่ เนื่องจากจะเหลือระยะเวลาในการพิจารณาน้อยกว่า 2 เดือนเท่านั้น ซึ่งนับเป็นความท้าทายและเป็นความเสี่ยงอย่างมากหากเทียบกับไทม์ไลน์ในการพิจารณาที่สำนักงานงบประมาณได้เคยกำหนดไว้ (ต.ค. 2022) ซึ่งตามกำหนดการดังกล่าว ส.ส. จะต้องเริ่มกระบวนการพิจารณางบประมาณฯ ในวาระที่ 1 ตั้งแต่ช่วงปลายเดือน พ.ค. ก่อนที่จะมีการพิจารณาในวาระที่ 2 และ 3 ในเดือน ส.ค. ก่อนที่จะส่งให้ ส.ว. พิจารณานุมัติ ก่อนที่จะนำขึ้นทูลเกล้าฯ ถวายในช่วงต้นเดือน ก.ย. เพื่อประกาศบังคับใช้เป็นกฎหมายได้ทันก่อนวันที่ 1 ต.ค. 2023 ซึ่งเป็นวันแรกของปีงบประมาณใหม่ 2024

โดยการเลือกตั้งครั้งก่อนหน้านี้ (เดือน มี.ค. 2019) ได้เกิดปัญหาความล่าช้าในการพิจารณาอนุมัติร่างงบประมาณประจำปี 2020 ขึ้น เนื่องจากความล่าช้าในการจัดตั้งรัฐบาลร่วม (Coalition government) ทำให้เกิดข้อจำกัดในการเบิกจ่ายงบประมาณเกิดขึ้นหลังเข้าสู่ปีงบประมาณใหม่ในเดือน ต.ค. 2019 (เข้าสู่เดือนแรกปีงบประมาณ FY2020) และล่าช้าไปเกือบราว 5 เดือน จึงทำให้ได้เห็นการหดตัวของงบการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐ โดย

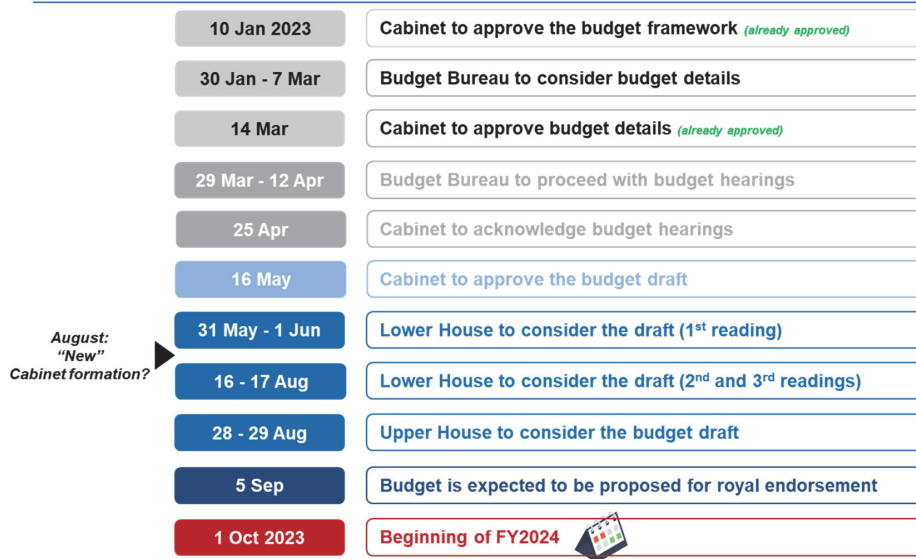
เฉพาะในส่วนของงบลงทุนที่หดตัวมากกว่า 50% YoY ในช่วงเดือน ต.ค. 2019 - ก.พ. 2020

ทั้งนี้ ตาม พ.ร.บ.วิธีการงบประมาณ 2018 (หมวด 2 มาตรา 12) ระบุไว้ว่า “ในกรณีที่พระราชบัญญัติ งบประมาณรายจ่ายประจำปี ออกไม่ทันปีงบประมาณใหม่ ให้ใช้งบประมาณรายจ่ายประจำปี งบประมาณที่ล่วงแล้วไป พลังก่อนได้” ซึ่งผู้อำนวยการสำนักงานงบประมาณในเวลานั้น ได้เปิดเผยเพิ่มเติมว่า ในช่วงเวลาดังกล่าวได้มีการกำหนดเพดานไว้ที่ 50% จากกรอบงบประมาณปีก่อนหน้า (ในภายหลังมีการปรับเพดานขึ้นเป็น 75% ซึ่งข้อกำหนดดังกล่าวเป็นไปตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่ผู้อำนวยการสำนักงานงบประมาณกำหนด และต้องได้รับการอนุมัติจากนายกรัฐมนตรี) ทำให้มีเพดานการใช้เงินงบประมาณไปพลางก่อนได้ 1.5 ล้านล้านบาท สำหรับ FY2020 ซึ่งจะใช้จ่ายได้เฉพาะในส่วนของงบประจำ และงบลงทุนที่มีภาระผูกพันเกิดขึ้นแล้ว โดยคาดว่าในช่วงสูญญากาศของบฯ FY2020 จะมีความต้องการเบิกจ่ายในส่วนของงบประจำ 1.1 ล้านล้านบาท และในส่วนของงบลงทุนอีก 4.2 หมื่นล้านบาทที่มีภาระผูกพันเกิดขึ้นแล้ว (ข่าว ณ 1 ก.ค. 2019)

ดังนั้น เรามองว่าหากรัฐบาลชุดใหม่มีความล่าช้าในการอนุมัติร่างฯ FY2024 ได้ช้าเหมือนดังที่เคยเกิดขึ้น จะกระทบเพิ่มเติมต่อเม็ดเงินภาครัฐที่จะเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจในช่วงไตรมาสสี่ของปี 2023 นี้ จึงนับเป็นหนึ่งในความเสี่ยงสำคัญที่ต้องจับตา หลังการเลือกตั้งผ่านพ้นไป

แผนภาพที่ 51: ความเสี่ยงสำคัญที่ต้องจับตาต่อไปคือ หลังการจัดตั้งรัฐบาลชุดใหม่เกิดขึ้นแล้วในช่วงเดือน ส.ค. นั้น จะสามารถพิจารณาร่างงบประมาณประจำปี FY2024 ได้ทันก่อนขึ้นปีงบประมาณใหม่ในวันที่ 1 ต.ค. หรือไม่ เนื่องจากจะเหลือระยะเวลาในการพิจารณาน้อยกว่า 2 เดือนเท่านั้น

Timeline of FY2024 budget process ^{1\}

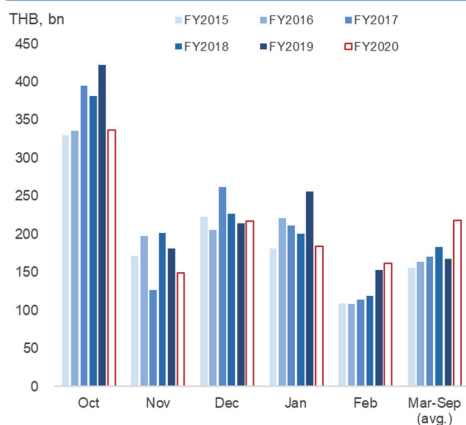


Note: 1\ As of 21 Oct 2022.

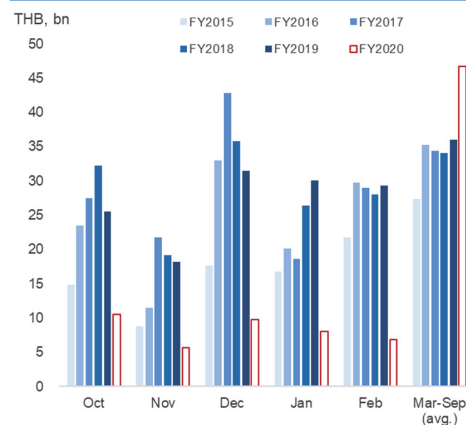
ที่มา: Flaticon, Budget Bureau, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 52: โดยการเลือกตั้งครั้งก่อนหน้านี้ (เดือน มี.ค. 2019) ได้เกิดปัญหาความล่าช้าในการพิจารณาอนุมัติร่างงบประมาณประจำปี 2020 ขึ้น เนื่องจากความล่าช้าในการจัดตั้งรัฐบาลร่วม (Coalition government) ทำให้เกิดข้อจำกัดในการเบิกจ่ายงบประมาณเกิดขึ้นหลังเข้าสู่ปีงบประมาณใหม่ในเดือน ต.ค. 2019...

Current expenditure disbursement



Capital expenditure disbursement



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

แผนภาพที่ 53: ... โดยเฉพาะในส่วนของงบลงทุนที่หดตัวมากกว่า 50% YoY ในช่วงเดือน ต.ค. 2019 - ก.พ. 2020 เนื่องจากมีข้อจำกัดในเรื่องของเพดานงบประมาณที่สามารถใช้จ่ายได้ รวมทั้งงบลงทุนที่มีภาระผูกพันเกิดขึ้นแล้วเท่านั้น

Budget Procedures Act, B.E. 2561

Budget Procedures Act, B.E. 2561 (Article 2, Section 12)

"If there is late approval of the budget, the govt is allowed to use the previous fiscal year's budget"

Budget Framework: FY2019-20 ¹⁾

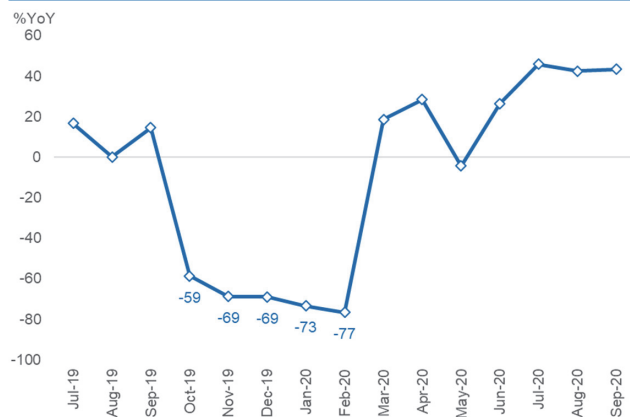
(Bt, trn)	FY2019	FY2020
Budget framework	3.0	3.2
Current expenditure	2.3	2.4
Capital expenditures	0.6	0.7
Other	0.1	0.2
Revenue	2.6	2.7
Budget balance	-0.5	-0.5

Dechapiwat Na Songkhla

(Former Budget Director, Budget Bureau)

- At such time, there is a 50% limit of the previous fiscal year's budget (equaling to Bt1.5trn) to be used for current and already-obligated capital expenditures during the approval delay period. ²⁾
- Changes to ceiling conditions depend on Budget Bureau Director's consideration and approval by the prime minister.

Capital expenditure disbursement



Note: 1\ A FY2020 budget draft. 2\ As of 1 July 2019.

ที่มา: FPO, Budget Bureau, Press, 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 กิตติศิริวัฒน์
Head of Economics
(66) 2633 6474
thammaratk@tisco.co.th



ทิพย์รัตน์ นันทปรีดาวัฒน์
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 เจริญสถาพร
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			