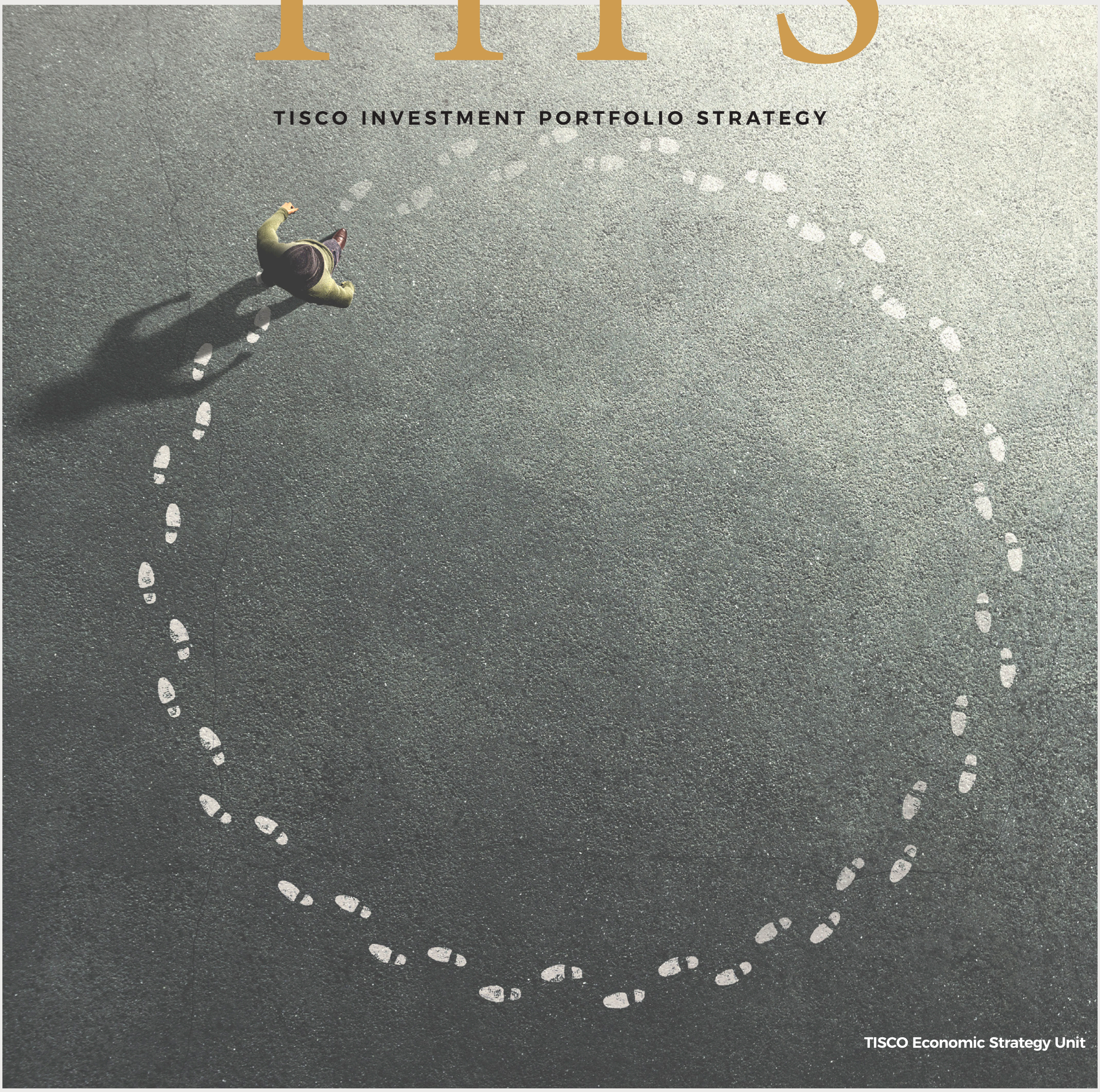
May 2023 | Issue 092

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

ตลาดหุ้นฟื้นตัวกลับสู่ระดับก่อนเริ่มเหตุการณ์แห่ถอนเงิน (Bank run) อย่างรวดเร็ว ท่ามกลางมาตรการช่วยเหลือทางการเงิน และคาดการณ์แนวโน้มดอกเบี้ยที่ลดลง

มองตลาดมี Upside จำกัด ในขณะที่กำไรของบริษัทยังอาจถูกปรับลดเพิ่มเติม ตามแนวโน้มเศรษฐกิจ และการลดลงของการปล่อยกู้จากธนาคารพาณิชย์

Valuation ที่เพิ่มขึ้นอาจไม่เพียงพอที่จะชดเชยการปรับลดคาดการณ์กำไร และทำให้ตลาดหุ้นมีแนวโน้มลดลงในระยะข้างหน้า

CONTENTS

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)
48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์
ถนนสาธรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก
กรุงเทพฯ 10500
โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0
โทรสาร : (66) 2633-6800
E-mail : wealth@tisco.co.th
www.tiscowealth.com

EXECUTIVE SUMMARY

ตลาดหุ้นฟื้นตัวกลับสู่ระดับก่อนเริ่มเหตุการณ์แห่ถอนเงิน (Bank run) อย่างรวดเร็ว ท่ามกลางมาตรการช่วยเหลือเสริมสภาพคล่อง และคาดการณ์แนวโน้มดอกเบี้ยที่ลดลง อย่างไรก็ดี เรามองว่าปัจจัยบวกจากสภาพคล่องน่าจะอยู่เพียงชั่วคราวเท่านั้น จาก 3 ปัจจัย ดังนี้ 1) สถานการณ์ในภาคธนาคารที่คลี่คลายลง ทำให้ธนาคารพาณิชย์ทยอยนำเงินที่ใช้เสริมสภาพคล่องชั่วคราวมาคืน Fed ตั้งแต่ช่วงต้นเดือน เม.ย. 2) Fed กลับมาทำ QT หรือปล่อยให้สินทรัพย์ที่ถืออยู่หมดอายุลงโดยไม่ซื้อกลับตามเดิม หลังจากที่ระงับไปในช่วงที่มีปัญหาขาดแคลนสภาพคล่อง 3) การผ่านกฎหมายประเด็นเพดานหนี้ ในช่วงไตรมาส 3 ซึ่งจะเปิดทางให้รัฐบาลสามารถกลับมาออกพันธบัตรได้ นับเป็นการดูดสภาพคล่องออกจากระบบ ทำให้สภาพคล่องมีแนวโน้มลดลงในระยะข้างหน้า

ในขณะที่ปัจจัยบวกจากแนวโน้มดอกเบี้ยที่ลดลง อาจจำกัดขึ้น เนื่องจากปัจจุบันค่า P/E ของดัชนี S&P500 ปรับขึ้นมาแล้ว +7% นับตั้งแต่วันที่ทำจุดต่ำสุดในต้นเดือน มี.ค. จากประเด็น Bank run ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยในอดีตที่ +10% หลังการปรับลดดอกเบี้ย 12 เดือน ชี้ว่าตลาดหุ้นน่าจะ price-in ปัจจัยบวกจากการปรับลดดอกเบี้ยไปมากแล้ว และน่าจะปรับขึ้นจากประเด็นนี้ได้จำกัดในระยะข้างหน้า

นอกจากนี้ ตลาดหุ้นยังมีความเสี่ยงจากกำไรของบริษัทที่อาจถูกปรับลดเพิ่มเติม ตามเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง และการปล่อยกู้จากธนาคารพาณิชย์ที่ลดลง โดยผลสำรวจความเข้มงวดในการพิจารณาสินเชื่อเพื่อการพาณิชย์และอุตสาหกรรม (Tightening Standards: Commercial and Industrial loans) ซึ่งเป็นดัชนีชี้นำการปล่อยสินเชื่อจริงอยู่ 12 เดือน และชี้นำแนวโน้มกำไรของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี S&P500 อยู่ 9 เดือน ได้ลดลงมาใกล้เคียงกับภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) ในอดีต ชี้ว่าภาคธุรกิจอาจเริ่มขาดแคลนสภาพคล่อง ในขณะที่กำไรของบริษัทใน S&P500 อาจหดตัวลงในปีนี้

ดังนั้น ในระยะข้างหน้า Valuation ที่ถูกผลักดันให้เพิ่มขึ้นจากมาตรการเสริมสภาพคล่องและคาดการณ์แนวโน้มดอกเบี้ยที่ลดลง อาจไม่เพียงพอที่จะชดเชยการปรับลดคาดการณ์กำไร ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง และการปล่อยกู้ที่ยากลำบากขึ้น ทำให้เรามองว่าตลาดหุ้นน่าจะมีแนวโน้มลดลงในระยะข้างหน้า

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- ตลาดหุ้นฟื้นตัวกลับสู่ระดับก่อนเริ่มเหตุการณ์แห่ถอนเงิน (Bank run) อย่างรวดเร็ว ท่ามกลางมาตรการช่วยเหลือทางการเงิน และคาดการณ์แนวโน้มดอกเบี้ยที่ลดลง
- อย่างไรก็ดี เรามองตลาดมี Upside จำกัด ในขณะที่กำไรของบริษัทยังอาจถูกปรับลดเพิ่มเติม ตามแนวโน้มเศรษฐกิจ และการลดลงของการปล่อยกู้จากธนาคารพาณิชย์
- Valuation ที่เพิ่มขึ้นอาจไม่เพียงพอที่จะชดเชยการปรับลดคาดการณ์กำไร และทำให้ตลาดหุ้นมีแนวโน้มลดลงในระยะข้างหน้า

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting					Themes
	Underweight		Neutral	Overweight		
ตราสารหนี้ไทย					●	- เรามอง Bond yield จะกลับไปที่ระดับ 3.8-4% จากเงินเฟ้อในภาคบริการที่จะยังทรงตัวสูงตามต้นทุนค่าจ้าง 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			●			- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวดีต่อเนื่องจากแรงหนุนของภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน - อย่างไรก็ดี การส่งออกมีแนวโน้มชะลอลงในระยะข้างหน้า จากอุปสงค์ที่จะชะลอลง ตามตลาดสหรัฐฯและยุโรป - ความเสี่ยงจากภาวะสุญญากาศทางการเมืองชั่วคราวหลังการเลือกตั้งในวันที่ 7 พ.ค. ซึ่งอาจทำให้การเบิกจ่ายเม็ดเงินงบประมาณชะลอลง และหากรัฐบาลชุดใหม่มีความล่าช้าในการอนุมัติร่างฯ FY2024 จะกระทบเพิ่มเติมต่อเม็ดเงินภาครัฐที่จะเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจในช่วงไตรมาส 4 ของปีนี้ - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน				●		- เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว ตามการเปิดเศรษฐกิจ - มีมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจากทั้งภาคการคลังและการเงินอย่างต่อเนื่อง แต่อาจดำเนินการอย่างระมัดระวัง ตามเป้า GDP ปี 2023 ที่ “ราว 5%” ซึ่งต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 5.3% และของปีก่อนที่อยู่ราว 5.5% - มีความเสี่ยงจากความไม่สงบระหว่างประเทศ ซึ่งทำให้สหรัฐฯ ออกกฎกีดกันทางการค้า และการผลิตที่เกี่ยวกับเทคโนโลยีขั้นสูงเป็นระยะ - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ			●			- ได้รับประโยชน์จากการเปลี่ยนพฤติกรรมของประชากร ที่หันมาใช้เทคโนโลยีมากขึ้น เนื่องจากมีสินค้าส่งออกประเภทเครื่องใช้อิเล็กทรอนิกส์ และส่วนประกอบคอมพิวเตอร์ เป็นสัดส่วนมาก - แนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว ตามการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ย ซึ่งจะทำให้ Demand ลดลง กระทบต่อการส่งออก แต่ถูกชดเชยจากการทยอยเปิดเศรษฐกิจจีนในปี 2023 - มีความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed และความขัดแย้งทางการเมืองระหว่างประเทศ - คงน้ำหนัก Neutral
ตลาดหุ้นอินเดีย			●			- อัตราเงินเฟ้อที่ปรับขึ้นสูง ทำให้ธนาคารกลางต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค - รัฐออกมาตรการเพื่อลดเงินเฟ้อ โดยเฉพาะราคาอาหาร โดยจำกัดการส่งออกสินค้าเกษตร ช่วยเหลือค่าแก๊สในครัวเรือน และลดภาษีนำเข้าพลังงาน และโลหะในภาคการผลิต - รัฐบาลพยายามลดการพึ่งพาการนำเข้า และให้เงินช่วยเหลือโครงการ Production Linked Incentive (PLI) มูลค่าราว 1% ของ GDP ให้บริษัทเอกชน เพื่อให้อินเดียเป็นศูนย์กลางภาคการผลิตที่มีมูลค่าเพิ่ม (Value-added) สูง - เศรษฐกิจในปี 2023 มีแนวโน้มชะลอตัวลง จากผลบวกที่ลดลงของการเปิดประเทศ และผลกระทบจากการปรับขึ้นดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา - Valuation อยู่ในระดับที่แพงมาก เมื่อเทียบกับประเทศในกลุ่ม Emerging Markets ด้วยกัน - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				●		- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น จากมาตรการกระตุ้นการคลังและภาคท่องเที่ยว ในขณะที่ภาคการผลิคและภาคส่งออกมีแนวโน้มชะลอตัวลงตามอุปสงค์โลก - นาย Kazuo Ueda ได้รับการแต่งตั้งเป็นผู้ว่าฯ BoJ คนใหม่ และกล่าวต่อสภาฯ ว่าการดำเนินนโยบายที่ผ่อนคลายในปัจจุบันมีความเหมาะสม และจะยังไม่มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายแบบทันทีหลังเข้ารับตำแหน่ง - ตลาดหุ้นมักจะไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป			●			- เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นดีกว่าคาด จากสถานการณ์ขาดแคลนพลังงานที่คลี่คลาย - มีความเสี่ยงจากสงครามที่ยืดเยื้อ และปัญหาหนี้รัฐบาลกลุ่มที่เศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น อิตาลี โปรตุเกส และกรีซ - นโยบายการเงินมีแนวโน้มเข้มงวดขึ้นต่อเนื่องเพื่อสกัดเงินเฟ้อ 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 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน			●			- อุปสงค์ มีแนวโน้มลดลงตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง - แต่อุปทานยังค่อนข้างตึงตัว ทั้งจากการลดโควต้า ของ OPEC+ และน้ำมันจากคลังสหรัฐฯ (SPR) ที่เหลือน้อยลง ซึ่งจะจำกัดความสามารถในการแทรกแซงราคาตลาดในภายภาคหน้า - 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	1,558	-0.4%	-2.2%	-2.1%	-7.4%	-2.1%	-6.6%	-7.8%
Philippines PCOMP	6,534	0.0%	0.8%	0.0%	-7.4%	9.2%	-0.5%	-7.5%
Indonesia JCI	6,822	0.0%	0.2%	2.1%	0.0%	-0.6%	-0.4%	-5.2%
Singapore STI	3,313	0.3%	-0.2%	3.1%	0.6%	11.5%	1.9%	-1.4%
Malaysia KLCI	1,422	0.0%	-0.8%	1.1%	-5.2%	-1.7%	-4.9%	-11.0%
Asia	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
HK HSI	20,050	-1.6%	-3.5%	0.7%	-9.0%	32.1%	1.4%	-2.9%
China H HSCEI	6,762	-1.9%	-4.2%	-0.5%	-9.6%	32.2%	0.9%	-3.0%
MSCI China	65	-2.0%	-3.9%	-1.6%	-11.2%	34.1%	1.3%	-1.7%
China CSI300	4,033	-2.0%	-2.8%	0.1%	-3.6%	11.0%	4.2%	0.5%
Taiwan TWSE	15,605	-0.7%	-2.2%	-1.9%	4.5%	21.4%	10.4%	-8.3%
Korea KOSPI	2,532	-0.7%	-1.7%	4.8%	5.7%	13.2%	13.2%	-6.4%
MSCI Korea	777	-0.5%	-1.0%	5.4%	6.5%	14.3%	15.9%	-4.3%
India SENSEX	59,655	0.0%	-1.3%	3.7%	-2.2%	-0.3%	-1.9%	4.3%
MSCI India	1,942	-0.1%	-1.1%	3.2%	-5.6%	-5.2%	-6.1%	-4.5%
Developed Market	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Australia AS 200	7,321	-0.4%	-0.8%	5.3%	-2.3%	8.0%	4.0%	-2.0%
Japan TOPIX	2,043	-0.2%	0.8%	4.5%	3.5%	8.2%	8.0%	7.2%
Japan Nikkei 225	28,673	-0.3%	0.6%	4.7%	5.0%	6.3%	9.9%	5.8%
Europe STOXX600	469	0.3%	0.4%	6.6%	3.4%	16.7%	10.4%	3.5%
Euro STOXX50	4,409	0.5%	0.4%	6.7%	6.2%	25.0%	16.2%	14.8%
US Dow Jones	33,809	0.1%	-0.2%	4.9%	0.2%	7.3%	2.0%	-0.0%
US S&P500	4,134	0.1%	-0.1%	4.1%	2.9%	8.9%	7.7%	-3.2%
MSCI US REITs	1,156	0.4%	2.2%	4.9%	-6.1%	6.0%	0.9%	-23.8%
J-REITs	1,834	-0.2%	0.8%	4.1%	-0.8%	-1.1%	-3.2%	-8.0%
Europe	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
UK FTSE 100	7,914	0.1%	0.5%	6.9%	2.0%	12.8%	6.2%	5.2%
Germany DAX	15,882	0.5%	0.5%	6.2%	5.2%	22.8%	14.1%	12.3%
France CAC 40	7,577	0.5%	0.8%	8.0%	7.5%	23.6%	17.0%	15.1%
Switzerland SMI	11,461	0.6%	1.0%	7.8%	0.5%	8.2%	6.8%	-6.5%
Portugal PSI 20	6,200	0.7%	0.8%	8.1%	4.4%	11.4%	8.3%	3.3%
Spain IBEX 35	9,416	-0.4%	0.6%	7.1%	5.0%	22.6%	14.4%	8.8%
Italy FTSE MIB	27,746	0.4%	-0.5%	7.2%	7.2%	26.2%	17.0%	14.3%
Latin America	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Brazil BOVESPA	104,367	0.0%	-2.0%	3.3%	-6.8%	-13.0%	-4.9%	-8.7%
Chile IPSA	5,227	-3.2%	-3.5%	-0.4%	-0.6%	2.3%	-0.7%	7.4%
Mexico MEXBO	54,175	-0.2%	-0.5%	2.7%	-1.3%	13.4%	11.8%	1.8%
Regional	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
MSCI Asia Pac ex Japan	518	-1.1%	-2.2%	0.7%	-6.1%	20.5%	2.4%	-7.4%
MSCI Latin America	2,229	-0.6%	-2.6%	7.3%	-3.7%	1.1%	4.7%	-9.6%
MSCI All Country World	653	-0.1%	-0.4%	4.4%	1.5%	13.6%	7.8%	-2.8%
Commodities	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
WTI Spot	77.41	0.8%	-4.2%	11.8%	-3.4%	-8.5%	-3.6%	-24.2%
Brent Spot	81.24	0.7%	-4.2%	8.3%	-5.7%	-12.9%	-5.4%	-23.8%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	3.83	-0.02	-0.10	-1.90	-2.17	-4.85	-1.82	-0.75
Gold Spot	1983.74	-1.1%	-0.4%	0.3%	2.6%	20.2%	8.8%	4.5%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2906.33	-0.0%	-0.0%	0.9%	0.1%	-1.9%	-0.3%	-12.5%
Bloomberg Agri Subindex	68.09	-1.3%	-3.1%	3.4%	1.4%	1.2%	-1.1%	-11.2%
Thai Bond index	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
ThaiBMA Govt Bond index	314.77	0.1%	0.1%	-0.6%	1.4%	9.4%	3.5%	7.2%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	214.76	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	1.2%	0.0%	1.2%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	307.96	0.1%	0.0%	-0.6%	-0.1%	4.4%	0.2%	3.6%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	408.95	0.3%	0.0%	-1.5%	0.1%	7.7%	1.4%	5.3%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	261.78	0.1%	0.0%	-0.6%	-0.0%	3.9%	0.4%	3.0%
Thai Bond Yields (bps)	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
1Y	1.77	-0	0	4	42	40	40	117
2Y	1.86	-0	1	10	23	-9	23	62
5Y	2.09	-1	1	12	16	-71	13	0
10Y	2.50	-3	2	11	6	-82	-14	-25
Spread 10Y-2Y	64	-3	1	1	-16	-73	-37	-87
Foreign Bond Yields (bps)	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
US 10Y	3.56	4	-4	19	11	-68	-31	66
Japan 10Y	0.47	0	-1	16	5	22	5	22
UK 10Y	3.76	-1	9	39	38	-30	9	175
German 10Y	2.48	4	4	19	30	6	-9	153
Spain 10Y	3.52	3	4	19	39	-1	-14	162
Italy 10Y	4.35	4	6	24	36	-39	-36	175
Others	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
VIX index	16.77	-0.4	-0.3	-5.0	-2.4	-13.1	-4.9	-11.4
Dollar index	101.69	-0.0%	-0.4%	-1.4%	-0.2%	-9.2%	-1.8%	0.5%
USD/THB	34.45	0.3%	-0.1%	0.7%	5.1%	-9.8%	-0.5%	1.0%
EUR/USD	1.10	0.2%	0.7%	2.1%	1.0%	11.3%	2.7%	2.6%
GBP/USD	1.24	-0.1%	0.7%	1.8%	1.0%	10.4%	3.0%	-2.2%
USD/JPY	134.10	0.0%	-0.3%	2.6%	3.1%	-10.0%	2.3%	5.0%
USD/CNY	6.89	0.3%	0.2%	0.4%	1.5%	-5.1%	-0.1%	5.1%
USD/CNH	6.90	0.3%	0.2%	0.5%	1.7%	-5.8%	-0.3%	5.0%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU) As of 4/24/2023

ตลาดหุ้น

ตลาดหุ้นฟื้นตัวกลับสู่ระดับก่อนเริ่มเหตุการณ์แห่ถอนเงิน (Bank run) อย่างรวดเร็ว ท่ามกลางมาตรการช่วยเหลือทางการเงิน และคาดการณ์แนวโน้มดอกเบี้ยที่ลดลง อย่างไรก็ดี เรามองว่าปัจจัยหนุนดังกล่าวน่าจะเป็นเพียงปัจจัยชั่วคราวเท่านั้น นอกจากนี้ กำไรของบริษัทยังอาจถูกปรับลดเพิ่มเติม ตามการลดลงของการปล่อยกู้จากธนาคารพาณิชย์ ทำให้ Valuation ที่เพิ่มขึ้นอาจไม่เพียงพอที่จะชดเชยการปรับลดคาดการณ์กำไร และทำให้ตลาดหุ้นมีแนวโน้มลดลงในระยะข้างหน้า

ตลาดหุ้นฟื้นตัวกลับสู่ระดับก่อนเริ่มเหตุการณ์ Bank run

ตลาดหุ้น (S&P500) ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ฟื้นตัวกลับสู่ระดับก่อนเริ่มเหตุการณ์แห่ถอนเงิน (Bank run) อย่างรวดเร็ว จากแรงหนุนจากสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้นตามมาตรการเสริมสภาพคล่องโดย Fed ผ่านการกู้ยืมจาก 4 ช่องทาง ได้แก่

1) Discount window ซึ่งเป็นช่องทางปกติที่สถาบันการเงินในสหรัฐฯ ใช้เมื่อต้องการสภาพคล่องจาก Fed ซึ่ง Fed คิดมูลค่าที่ราคาตลาด โดยมีระยะเวลากู้ยืมสูงสุด 90 วัน

2) โครงการ Bank Term Funding Program (BTFP) ซึ่งเป็นโครงการที่จัดตั้งในวันที่ 12 มี.ค. ที่ผ่านมา เพื่อเสริมสภาพคล่องจากการแห่ถอนเงินฝาก (Bank run) ครั้งนี้ โดย Fed ให้สินเชื่อกับสถาบันการเงิน แลกกับหลักทรัพย์ค้ำประกันที่คิดมูลค่าที่ราคาหน้าตั๋ว (Par value) เป็นระยะเวลาสูงสุด 1 ปี ทำให้สถาบันการเงินไม่จำเป็นต้องขายขาดทุนสินทรัพย์ตามราคาตลาด เพื่อเพิ่มสภาพคล่อง

3) Other credit extensions ซึ่งเป็นบัญชีเงินกู้ที่ตั้งขึ้นให้กับสถาบันคุ้มครองเงินฝาก (FDIC) เพื่อจัดสรรเงินฝากให้กับลูกค้าของธนาคาร Silicon Valley (SVB) และ Signature ที่ปิดกิจการไป

4) การทำธุรกรรมซื้อคืน (Repo agreement) ในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ของธนาคารกลางประเทศอื่น

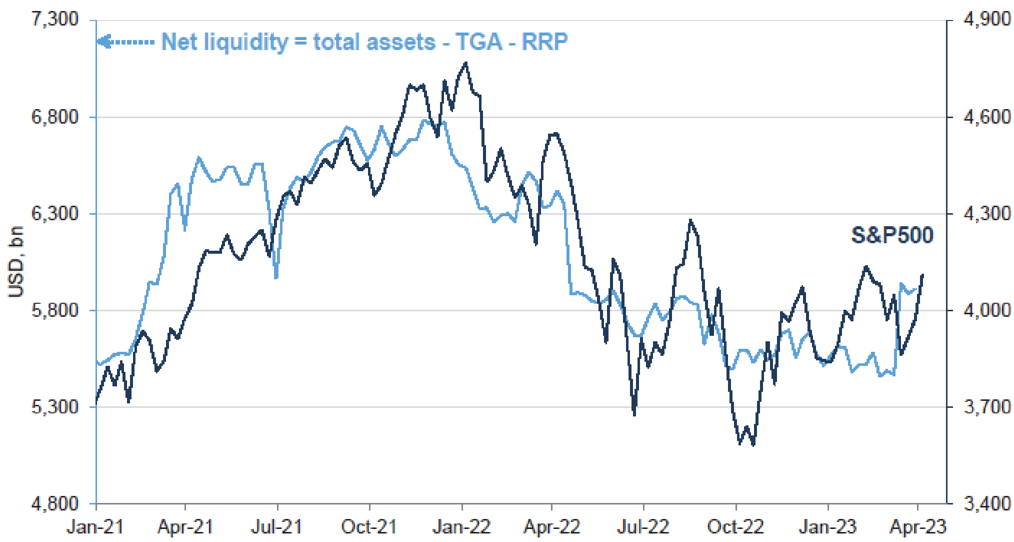
อย่างไรก็ดี มาตรการเหล่านี้ น่าจะส่งผลบวกต่อสภาพคล่องเพียงชั่วคราว ตามสถานการณ์ในภาคธนาคารที่คลี่คลายลงในปัจจุบัน ที่เริ่มแสดงให้เห็นในการเปลี่ยนแปลงงบดุล (Balance sheet) รายสัปดาห์ของ Fed ซึ่งธนาคารพาณิชย์ทยอยนำเงินที่ใช้เสริมสภาพคล่องชั่วคราวมาคืน Fed ตั้งแต่ช่วงต้นเดือน เม.ย.

ในขณะที่ Fed ก็กลับมาทำ QT หรือปล่อยให้สินทรัพย์ที่ถืออยู่หมดอายุลงโดยไม่ซื้อกลับตามเดิม หลังจากที่ระงับไปในช่วงที่มีปัญหาขาดแคลนสภาพคล่อง ทำให้ขนาดงบดุลของ Fed ลดลงมาแล้วประมาณ 1.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯจากที่เพิ่มขึ้นไปมากถึง +3.9 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในสัปดาห์ที่ 22 มี.ค. เหลือเพิ่มขึ้นสุทธิราว +2.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งหากเป็นเช่นนี้ต่อก็น่าจะส่งผลให้สภาพคล่องกลับมาลดลงอย่างต่อเนื่อง

นอกจากนี้ ในช่วงไตรมาส 3 สภาพคล่องอาจลดลงเพิ่มเติมจากประเด็นเพดานหนี้สาธารณะ โดยปัจจุบันหนี้สาธารณะของสหรัฐฯชนเพดานที่กำหนดอยู่ที่ระดับ 31 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ทำให้รัฐบาลไม่สามารถออกพันธบัตรเพิ่มเติมเพื่อกู้เงินจากประชาชนได้ และจำเป็นต้องใช้จ่ายโดยใช้เงินจากบัญชีเงินสำรอง ซึ่งเป็นการเพิ่มสภาพคล่องในระบบ ตลาดประเมินว่ารัฐบาลอาจมีเงินสำรองใช้จ่ายได้จนถึงช่วงเดือน มิ.ย. ถึง ส.ค. ขึ้นอยู่กับว่าจะมีรายได้จากภาษีเข้ามาเพิ่มเติมและต่ออายุได้นานแค่ไหน ทำให้เส้นตายที่สภาคองเกรสจำเป็นต้องผ่านกฎหมายยกระดับเพดานหนี้ หรือยกเลิกการกำหนดเพดานหนี้ชั่วคราวภายในช่วงเวลาดังกล่าว เพื่อหลีกเลี่ยงการผิดนัดชำระหนี้ของประเทศ ซึ่งท้ายสุดแล้ว เมื่อกฎหมายผ่าน รัฐบาลก็จะสามารถกลับมาออกพันธบัตรได้ นับเป็นการดูดสภาพคล่องออกจากระบบ

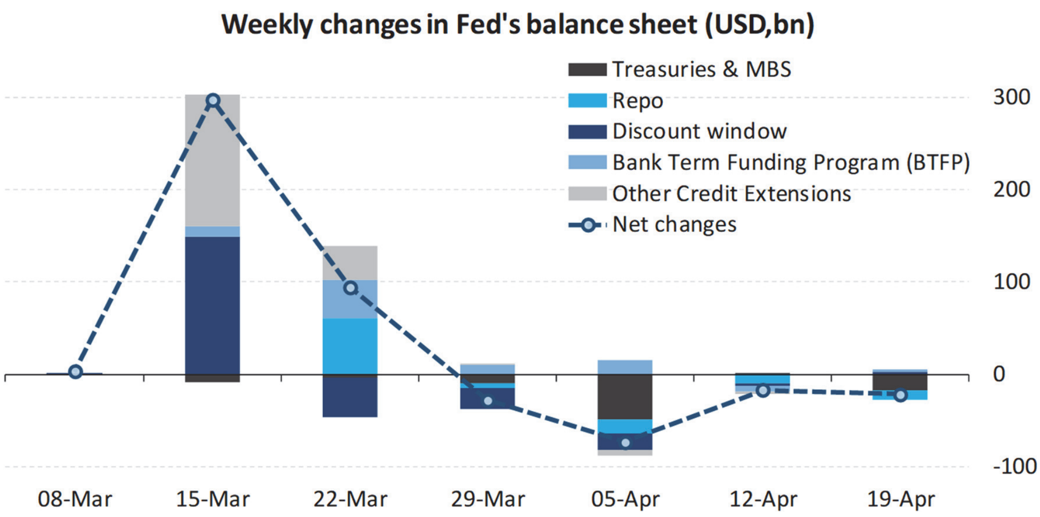
ดังนั้น ปัญหาในภาคธนาคาร และการชนเพดานหนี้สาธารณะ ซึ่งเป็นปัจจัยบวหนุนสภาพคล่องในช่วงที่ผ่านมา น่าจะกลับกลายเป็นปัจจัยลบ ในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 1: ตลาดหุ้นฟื้นตัวกลับสู่ระดับก่อนเริ่มเหตุการณ์แห่ถอนเงิน (Bank run) อย่างรวดเร็ว ท่ามกลางความช่วยเหลือทางการเงิน



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

แผนภาพที่ 2: ธนาคารพาณิชย์ทยอยนำเงินที่ใช้เสริมสภาพคล่องชั่วคราวมาคืน Fed ตั้งแต่ช่วงต้นเดือน เม.ย. ในขณะที่ Fed ก็กลับมาทำ QT หรือปล่อยให้สินทรัพย์ที่ถืออยู่หมดอายุลงโดยไม่ซื้อกลับตามเดิม



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

ตลาดมอง Fed ปรับลดดอกเบี้ยลงสู่ระดับ 3% ภายในปี 2024 เป็นปัจจัยหนุน Valuation

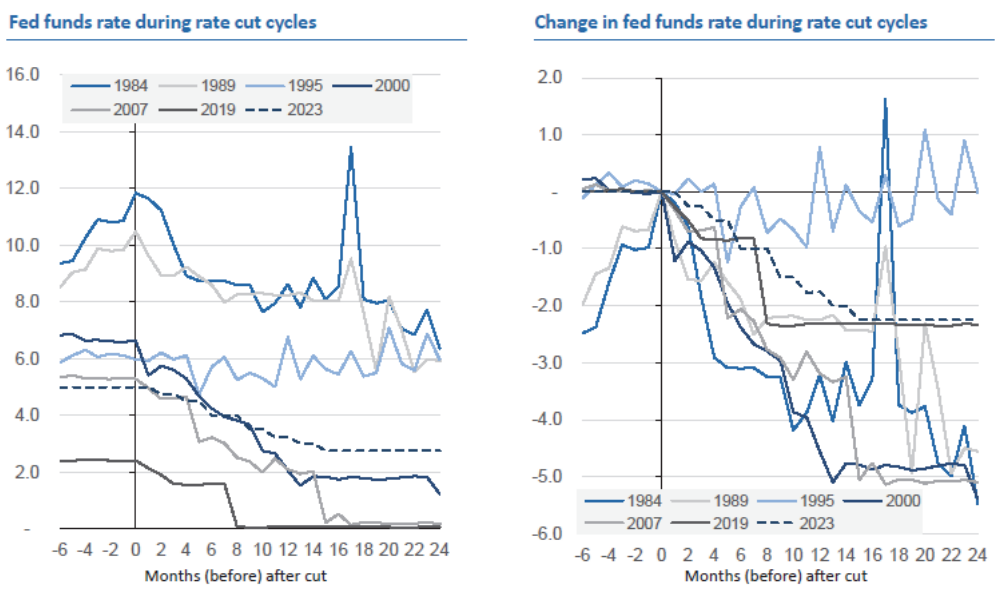
ปัญหาในภาคธนาคารที่เกิดขึ้นในช่วงต้นเดือน มี.ค. ส่งผลให้ตลาดประเมิน Fed อาจไม่จำเป็นต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยไปสูงมาก และอาจเริ่มปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ สู่ระดับ 3% ภายในปี 2024

แนวโน้มดอกเบี้ยที่ถูกปรับลดลง เป็นปัจจัยบวกต่อ Valuation ของตลาดหุ้น เห็นได้จากค่า P/E ของดัชนี S&P500 ที่ปรับเพิ่มขึ้น สอดคล้องกับในอดีต ทุกรอบหลังการปรับลดอัตราดอกเบี้ยย้อนหลังไปตั้งแต่ปี 1980

ในขณะที่ กำไรของบริษัทอาจยังมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่อง ตามเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง คล้ายกับในอดีตที่กำไรของบริษัทมักจะลดลงหลัง Fed เริ่มต้นปรับลดดอกเบี้ย โดยในอดีตมีเพียง 2 จาก 6 รอบที่กำไรยังปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง คือ ในปี 1984 และ 1995 ซึ่งเป็นรอบที่เศรษฐกิจไม่ได้เกิด Recession ตามมา หรือที่เรียกว่า Soft-landing ได้สำเร็จ

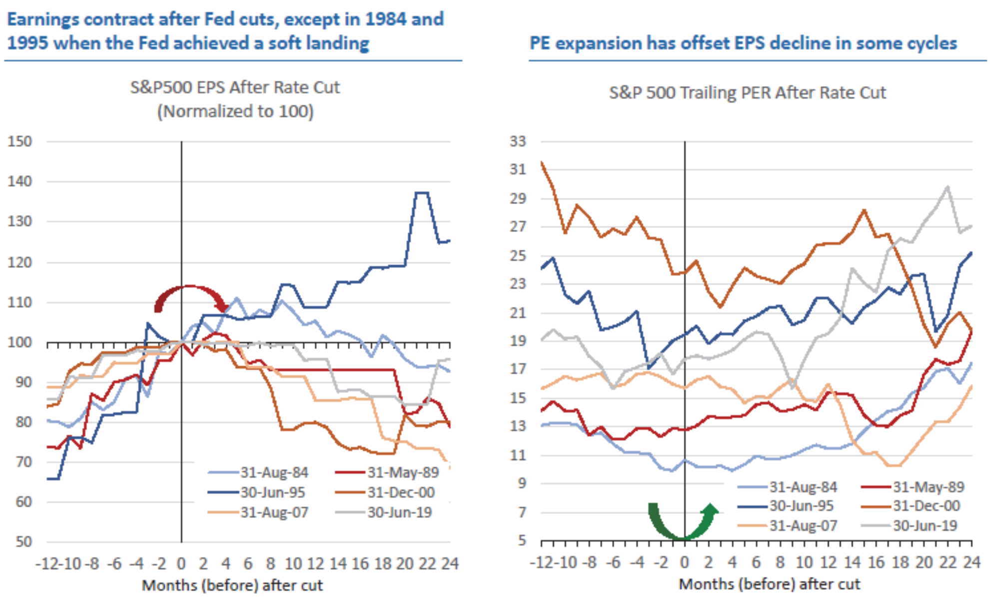
โดยเฉลี่ยหลังการปรับลดดอกเบี้ย 12 เดือน ค่า P/E ของดัชนี S&P500 จะเพิ่มขึ้น +10% แต่ถูกหักลบด้วยการลดลงของกำไรบริษัท -5% ทำให้ดัชนี S&P500 ปรับขึ้นเพียง +5% ปัจจุบันค่า P/E ที่ปรับขึ้นมาแล้ว +7% นับตั้งแต่วันที่ทำจุดต่ำสุดในต้นเดือน มี.ค. จากประเด็น Bank run ชี้ว่าตลาดหุ้นน่าจะ price-in ปัจจัยบวกจากการปรับลดดอกเบี้ยไปมากแล้ว และน่าจะปรับขึ้นจากประเด็นนี้ได้จำกัดในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 3: ตลาดมอง Fed ปรับลดดอกเบี้ยลงสู่ระดับ 3% ภายในปี 2024



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

แผนภาพที่ 4: P/E ของตลาดหุ้นปรับขึ้นหลัง Fed ลดอัตราดอกเบี้ย ในขณะที่ กำไรของบริษัทมักจะมีแนวโน้มลดลง



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

แผนภาพที่ 5: ค่า P/E ของ ดัชนี S&P500 จะเพิ่มขึ้นเฉลี่ย +10% หลังการปรับลดดอกเบี้ย 12 เดือน แต่ถูกหักลบด้วยการลดลงของกำไรบริษัท -5% ทำให้ดัชนี S&P500 ปรับขึ้นเพียง +5%

		Soft landing	Hard landing	Soft landing	Hard landing	Hard landing	Covid	
Trailing EPS and PER		Aug-84	May-89	Jun-95	Dec-00	Aug-07	Jun-19	Average
12m	PE chg	7.5%	21.1%	13.1%	8.7%	1.7%	9.9%	10.3%
	EPS chg	5.3%	-7.0%	8.9%	-20.0%	-14.4%	-4.1%	-5.2%
	Index chg	13.2%	12.7%	23.1%	-13.0%	-13.0%	5.4%	4.7%
24m	PE chg	63.7%	54.0%	29.7%	-17.0%	0.8%	52.6%	30.6%
	EPS chg	-7.3%	-21.0%	25.3%	-19.7%	-31.3%	-4.3%	-9.7%
	Index chg	51.7%	21.6%	62.5%	-33.4%	-30.8%	46.1%	19.6%

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

Yield curve กลับมาชันขึ้น หลังเกิด Bank run

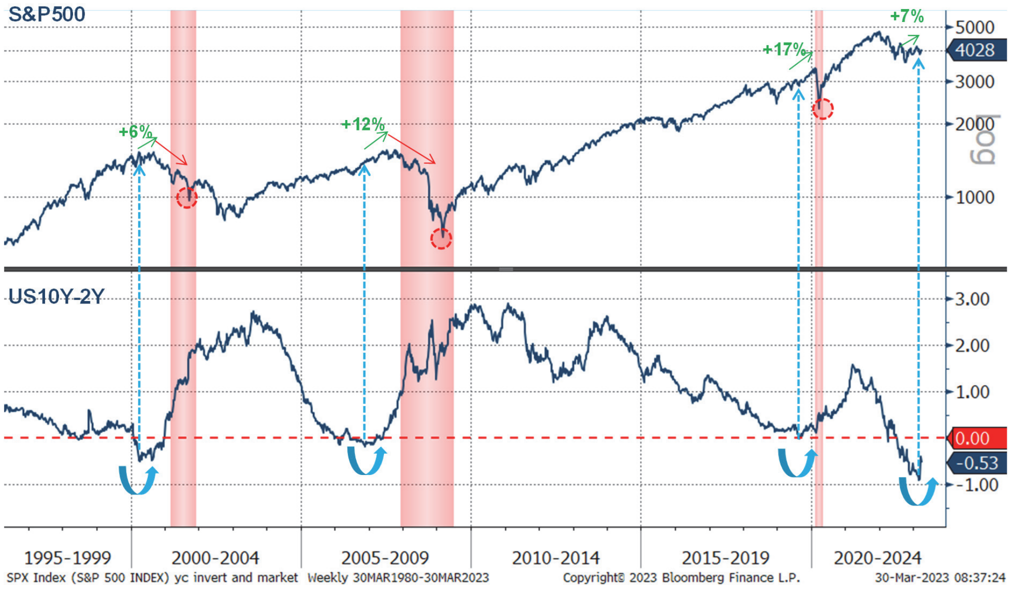
ตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯที่ชะลอตัวลงในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งเมื่อประกอบกับเหตุการณ์การแห่ถอนเงิน (Bank run) ที่เริ่มขึ้นในเดือน มี.ค. เป็นสัญญาณเตือนว่าการขึ้นดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมานั้น อาจมากเกินไปจนเริ่มส่งผลกระทบที่รุนแรงต่อระบบเศรษฐกิจ ซึ่งสถานการณ์ที่เกิดขึ้นสอดคล้องกับสภาวะในช่วงปลายวัฏจักรเศรษฐกิจ (Late-cycle) ซึ่งในท้ายที่สุดก็อาจเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession)

โดยนับตั้งแต่ที่ธนาคาร Silicon Valley (SVB) ล้ม Bond yield ระยะสั้นได้ปรับลดลงแรงและเร็วกว่า Bond yield ระยะยาว ทำให้ส่วนต่างระหว่าง Bond yield ระยะยาวและระยะสั้นติดลบน้อยลง โดยช่วง 1 เดือนที่ผ่านมาหรือหลังธนาคาร SVB ล้ม Bond yield ระยะสั้นได้ปรับลดลงแรง ตามคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยที่ลดลง สะท้อนตลาดที่มองว่า Fed อาจต้องปรับลดดอกเบี้ยลงในระยะข้างหน้า เมื่อเกิด Recession ในขณะที่ Bond yield ระยะยาว ปรับลดลงเช่นกันแต่ในอัตราที่น้อยกว่าตามความเสี่ยง Recession ที่เพิ่มขึ้นในระยะใกล้ ทำให้ Yield curve กลับมาชันขึ้น ซึ่งเป็นการเคลื่อนไหวที่ตรงกับในช่วงปลายวัฏจักรเศรษฐกิจ ก่อนเกิด Recession ซึ่งชี้ว่าตลาดพันธบัตรมอง Recession น่าจะเกิดขึ้นในเวลาไม่ช้านี้

ในขณะที่ตลาดหุ้นมีการตอบรับที่ช้ากว่าตลาดพันธบัตร ซึ่งเห็นได้จากการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นที่มักจะปรับเพิ่มขึ้นต่อราว +10% ในช่วง 6 และ 12 เดือน หลังส่วนต่างระหว่าง Bond yield ระยะยาว และระยะสั้น ทำจุดกลับตัว โดยตลาดหุ้นมักจะปรับลดลงก่อนที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ Recession ไม่นาน และจะลดลงทำจุดต่ำสุดเมื่อเศรษฐกิจเข้าสู่ Recession ไปแล้ว

นับจากวันที่ส่วนต่างระหว่าง Bond yield ระยะยาว และระยะสั้น เพิ่มขึ้น ตลาดหุ้น (S&P500) ปรับขึ้นมาแล้วราว +6% ทำให้ตลาดหุ้นน่าจะปรับขึ้นได้จำกัดต่อจากนี้

แผนภาพที่ 6: Yield curve กลับมาชันขึ้น หลังเกิด Bank run ชี้ว่าตลาดพันธบัตรมอง Recession น่าจะเกิดขึ้นในเวลาไม่ช้านี้



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

กำไรของบริษัทมีแนวโน้มหดตัวในปีนี้

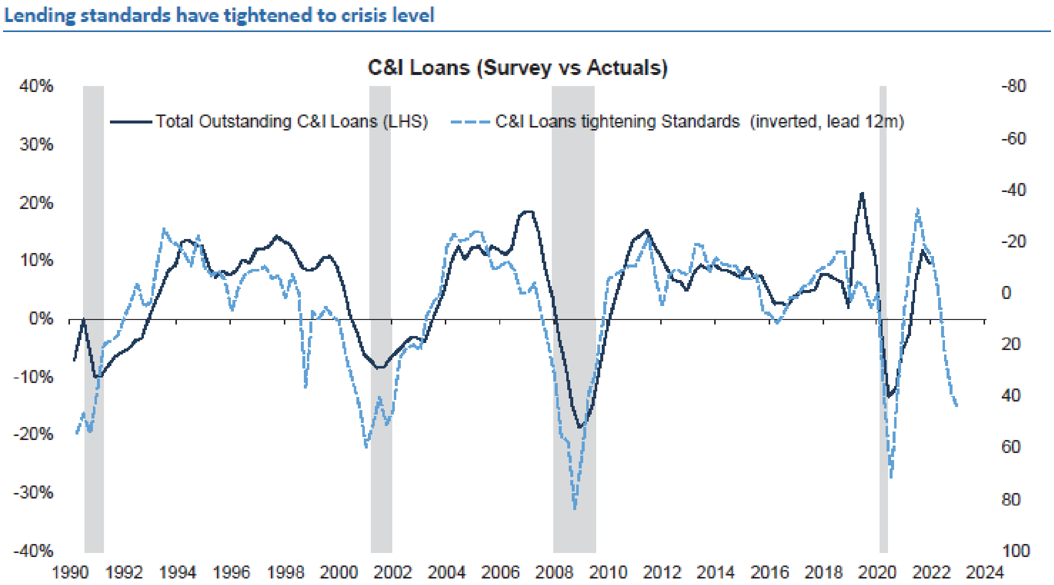
ข่าวการปิดกิจการของธนาคาร Silicon Valley (SVB) นอกจากจะเป็นสัญญาณเตือนถึงภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้น และความเสี่ยงจาก Recession แล้ว ได้ส่งผลกระทบโดยตรงต่อภาคธนาคารให้ปรับเพิ่มการถือเงินสำรองมากขึ้น โดยอาจปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ซึ่งเป็นการเพิ่มต้นทุน และอาจพิจารณาปล่อยสินเชื่อด้วยความระมัดระวังขึ้น ซึ่งจะกระทบรายได้และกำไรของภาคธนาคาร

ภาคธุรกิจอื่นๆ อาจได้รับผลกระทบที่ตามมา โดยเงินที่ได้รับจากธนาคารยากขึ้น อาจทำให้ธุรกิจขนาดเล็กที่พึ่งพาเงินหมุนเวียนจากธนาคารเป็นหลัก มีปัญหาติดขัดในการจ่ายค่าวัตถุดิบ อุปกรณ์ และค่าใช้จ่ายอื่นๆ หรือแม้กระทั่งธุรกิจขนาดใหญ่ จากเดิมที่วางเป้าหมายดำเนินงานมุ่งเน้นการเติบโตของผลประกอบการเป็นหลัก ก็อาจต้องปรับเป็นเน้นเพิ่มเงินสำรองภายในบริษัท ทำให้กำไรของบริษัทโดยรวมมีแนวโน้มลดลง

ผลสำรวจของ Fed ระบุสถาบันการเงินในสหรัฐฯมีการเพิ่มความเข้มงวดในการพิจารณาสินเชื่อเพื่อการพาณิชย์และอุตสาหกรรม (Tightening Standards: Commercial and Industrial (C&I) loans) มาตั้งแต่ปีก่อนแล้ว จนปัจจุบันอยู่ในระดับที่เข้มงวดสุดตั้งแต่วิกฤติ Covid และใกล้เคียงกับภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) ในอดีต

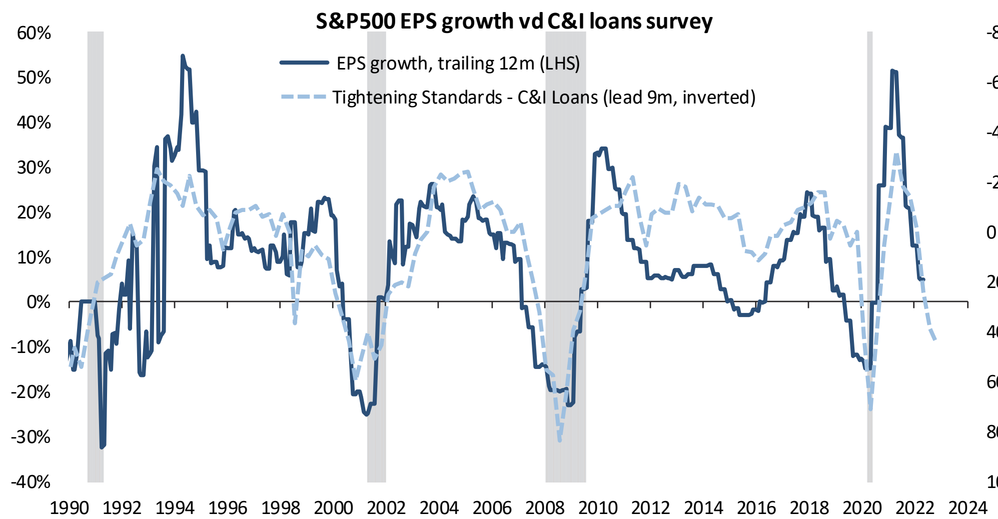
ผลสำรวจดังกล่าว เป็นดัชนีชี้นำการปล่อยสินเชื่อจริงอยู่ 12 เดือน และชี้นำแนวโน้มกำไรของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี S&P500 อยู่ 9 เดือน ชี้ว่าภาคธุรกิจอาจเริ่มขาดแคลนสภาพคล่อง ในขณะที่กำไรของบริษัทใน S&P500 อาจหดตัวลงในปีนี้

แผนภาพที่ 7: การปล่อยสินเชื่อมักจะชะลอตัวลงสอดคล้องตามทิศทางความเข้มงวดในการพิจารณาสินเชื่อเพื่อการพาณิชย์และอุตสาหกรรม (Tightening Standards: Commercial and Industrial (C&I) loans)



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

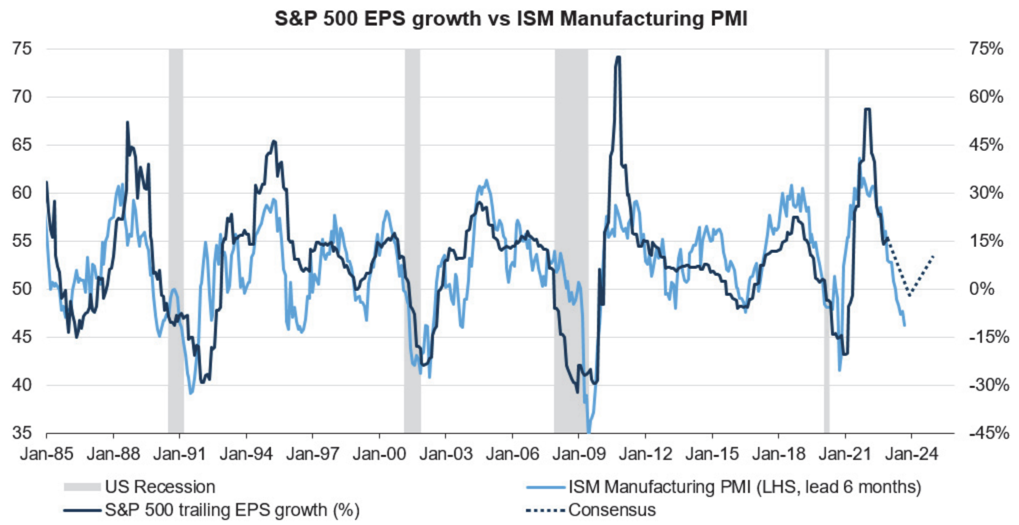
แผนภาพที่ 8: ความเข้มงวดในการพิจารณาสินเชื่อเพื่อการพาณิชย์และอุตสาหกรรม (Tightening Standards: Commercial and Industrial (C&I) loans) ชี้ว่ากำไรของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี S&P500 น่าจะหดตัวในปีนี้



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

นอกจากนี้ ผลสำรวจผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (Purchasing Managers' Index: PMI) ก็ชี้ถึงแนวโน้มในทิศทางเดียวกัน โดยดัชนี PMI ภาคการผลิตในปัจจุบันที่ระดับ 46 จุด ชี้ว่ากำไรของ S&P500 อาจหดตัวลงมากถึง -15% ในปีนี้ ในขณะที่ตลาดมองกำไรจะยังคงที่ใกล้เคียงกับปีก่อน ชี้ว่าตลาดหุ้นอาจยังไม่ได้ price-in ความเสี่ยงต่อกำไรมากพอ

แผนภาพที่ 9: ดัชนี PMI ภาคการผลิตในปัจจุบันที่ระดับ 46 จุด ชี้ว่า กำไรของ S&P500 อาจหดตัวลงมากถึง 15% ในปีนี้



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

โดยสรุป เรามองว่าสาเหตุที่ตลาดหุ้นฟื้นตัวกลับสู่ระดับก่อนเริ่มเหตุการณ์แห่ถอนเงิน (Bank run) อย่างรวดเร็ว มาจากมาตรการช่วยเหลือทางการเงิน และคาดการณ์แนวโน้มดอกเบี้ยที่ลดลง อย่างไรก็ดี เรามองว่าปัจจัยหนุนดังกล่าวน่าจะเป็นเพียงชั่วคราวเท่านั้น นอกจากนี้ กำไรของบริษัทยังอาจถูกปรับลดเพิ่มเติม โดยเฉพาะหลังเกิดเหตุการณ์ Bank run ตามการลดลงของการปล่อยกู้จากธนาคารพาณิชย์ ทำให้ Valuation ที่เพิ่มขึ้นอาจไม่เพียงพอที่จะชดเชยการปรับลดลงของคาดการณ์กำไร และทำให้ตลาดหุ้นมีแนวโน้มลดลงในระยะข้างหน้า

ตลาดตราสารหนี้

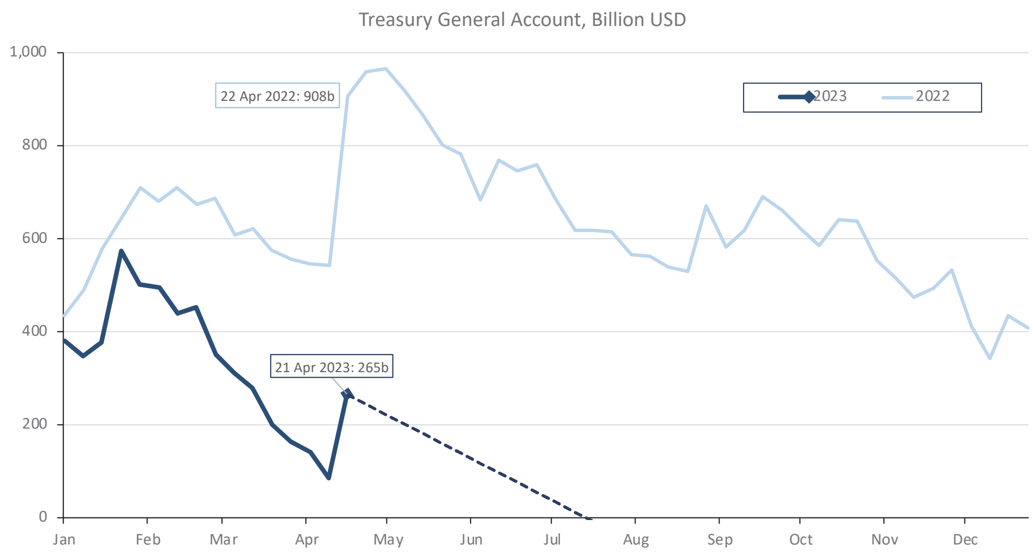
ผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ ถูกกดดันจากประเด็นเพดานหนี้สาธารณะ โดยเฉพาะในตลาดเงิน (Money market) ที่ผลตอบแทนตั๋วเงินคลังสหรัฐฯ (Treasury Bill) อายุ 1 เดือน ปรับลดลงมาต่ำกว่า 3.3% ต่ำกว่าระดับดอกเบี้ยนโยบายถึง -170 basis points ด้วยอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นจากเม็ดเงินที่ถูกย้ายมาจากภาคเงินฝากธนาคาร ประกอบกับความล่าช้าของการเจรจาขยายเพดานหนี้สาธารณะสหรัฐฯ ที่สร้างความเสี่ยงการผิดนัดชำระหนี้ เรามองว่าตราสารหนี้ระยะสั้นอายุ 1 – 6 เดือน จะมีความน่าสนใจเข้าลงทุนเมื่อประเด็นเพดานหนี้สาธารณะมีความคืบหน้ามากขึ้นภายใน 1 – 2 เดือนข้างหน้า ซึ่งจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนตั๋วเงินคลังรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 1 – 6 เดือน (US 1-Month to 6-Month Treasury Bills Yield) กลับมาอยู่ในระดับใกล้เคียงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ประมาณ 5%

ประเด็นเพดานหนี้สาธารณะสหรัฐฯ กดดันผลตอบแทน T-Bill อายุ 1 เดือนให้อยู่ต่ำกว่าระดับ 3.3%

หลังจากจำนวนหนี้สาธารณะของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นจนถึงระดับเพดานหนี้ (Debt ceiling) ตั้งแต่วันที่ 19 ม.ค. เป็นผลให้ตั้งแต่นั้นมา กระทรวงการคลังสามารถจำหน่ายตราสารหนี้เพื่อนำมาชะระหนี้เก่า (Re-roll) ที่ถึงกำหนดได้เท่านั้น ไม่สามารถออกจำหน่ายตราสารหนี้ใหม่เพิ่มเติมได้ จำกัดความสามารถในการใช้จ่ายของรัฐบาลสหรัฐฯ จนกว่าระดับเพดานหนี้จะถูกขยายขึ้น โดยเมื่อรัฐบาลไม่สามารถกู้เงินเพิ่มเติม การใช้จ่ายจะต้องนำงบสำรองที่ถูกเก็บไว้มาใช้ ในช่วงแรก นักวิเคราะห์คาดกันว่า “X Date” หรือวันที่เงินงบประมาณสำรองจะหมดลง น่าจะเกิดขึ้นประมาณเดือน ส.ค. 2023

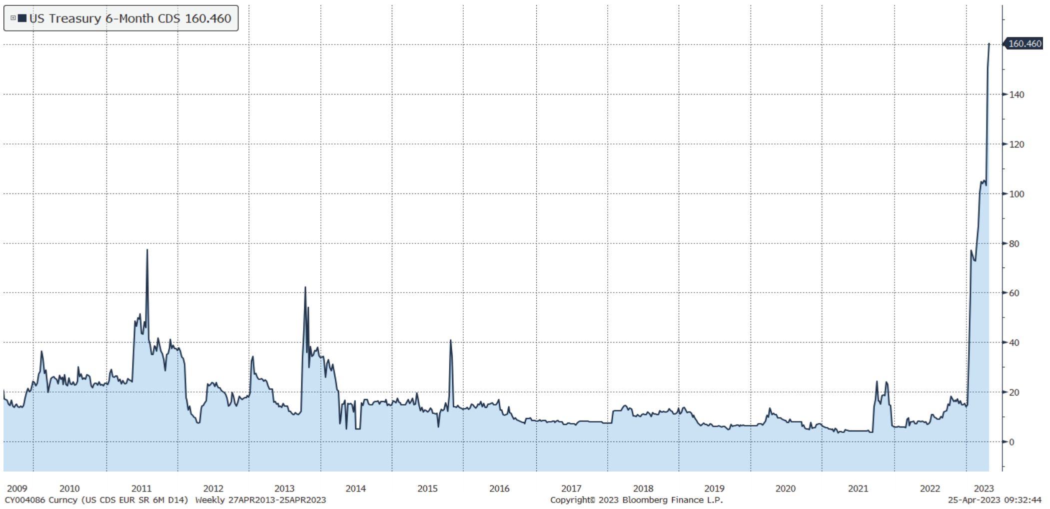
อย่างไรก็ดี นับตั้งแต่วันที่ 19 ม.ค. รัฐบาลสหรัฐฯ มีการใช้จ่ายเกินดุล (Fiscal deficit) สูงถึงประมาณวันละ 3.4 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จึงเป็นเหตุให้นักวิเคราะห์ตั้งข้อสังเกตว่า ในกรณีที่รัฐบาลสหรัฐฯ จัดการเก็บภาษีได้ต่ำกว่าคาด และยังมีรายจ่ายต่อเนื่องในอัตราใกล้เคียงปัจจุบัน ปริมาณเงินทุนสำรองที่ระดับ 2.65 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ อาจเพียงพอที่จะให้รัฐบาลใช้จ่ายได้ถึงช่วงเดือน มิ.ย. - ก.ค. เท่านั้น

แผนภาพที่ 10: ในกรณีที่รัฐบาลสหรัฐฯ จัดการเก็บภาษีได้ต่ำกว่าคาด และยังมีรายจ่ายต่อเนื่องในอัตราใกล้เคียงปัจจุบัน ปริมาณเงินทุนสำรองที่ระดับ 2.65 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ อาจเพียงพอต่อการใช้จ่ายได้เพียงอีกประมาณ 3 เดือน



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

แผนภาพที่ 11: ราคาของสัญญา Credit Default Swap ชนิดอายุ 6 เดือน เพื่อปกป้องความเสี่ยงผิดชำระของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ เพิ่มสูงสุดเป็นประวัติการณ์

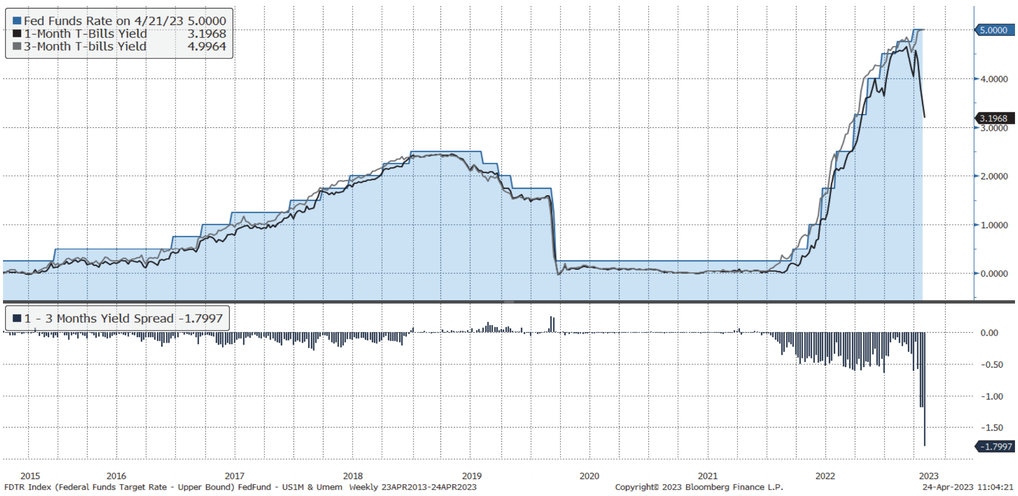


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความกังวล X Date ที่ขยับใกล้เข้ามา ประกอบกับเม็ดเงินที่ทยอยไหลออกจากเงินฝากธนาคารที่ให้ดอกเบี้ยเงินฝากต่ำ มาสู่กองทุนตลาดเงินที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า ซึ่งอาจเรียกได้ว่าเป็นปรากฏการณ์ "Bank Walk" ส่งผลให้กองทุนต้องมองหาตราสารหนี้ระยะสั้นที่ให้ผลตอบแทนที่เหมาะสมในขณะที่ต้องมีความปลอดภัยสูง ตั๋วเงินคลังชนิดอายุ 3 เดือนที่มีความเสี่ยงจากการได้เงินคืนล่าช้า ซึ่งจะส่งผลกระทบรุนแรงต่อการบริหารกองทุนและชื่อเสียง จึงกลายเป็นตัวเลือกรองลงมาจากตั๋วเงินคลังชนิดอายุ 1 เดือนที่มีความปลอดภัยสูงกว่าภายใต้สถานการณ์ปัจจุบัน จนส่งผลให้อุปสงค์ของตั๋วเงินคลังอายุ 1 เดือนในตลาดพุ่งสูงขึ้น กดดันผลตอบแทนลงมาต่ำกว่าระดับ 3.3% ในขณะที่ผลตอบแทนของตั๋วเงินคลังอายุ 3 เดือนยังคงอยู่ใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ระดับ 5%

เรามองว่าเมื่อการเจรจาเพดานหนี้สหรัฐฯ มีความคืบหน้า ตลาดจะเริ่มคลายกังวลความเสี่ยงการได้รับชำระหนี้ไม่ตรงเวลา และจะส่งผลให้ Yield ตั๋วเงินคลังของสหรัฐฯ อายุ 1 - 6 เดือน กลับมาอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกันที่ประมาณ 5% ใกล้เคียงกับระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ที่มีแนวโน้มยังไม่ปรับลดลงภายในปีนี้ ซึ่งเป็นจุดที่ให้ผลตอบแทนน่าสนใจเข้าลงทุน

แผนภาพที่ 12: ผลตอบแทนของตั๋วเงินคลังสหรัฐฯ อายุ 1 เดือน ลดลงต่ำกว่าระดับ 3.3% ในขณะที่ผลตอบแทนของตั๋วเงินคลังอายุ 3 เดือนยังคงอยู่ใกล้เคียงระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ราว 5%



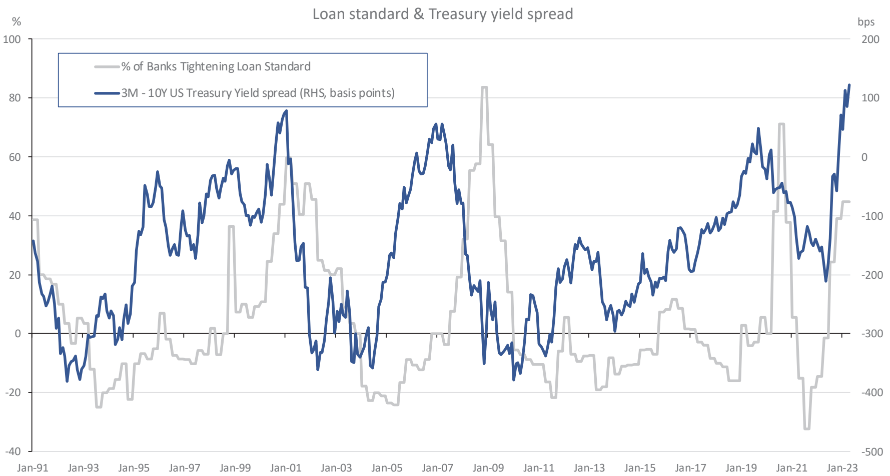
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สภาวะ Inverted Yield Curve ที่ยืดเยื้อมีแนวโน้มส่งผลลบต่อเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า

ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะสั้น มักเปลี่ยนแปลงตามแนวโน้มดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐฯ หรือ Fed ซึ่ง Fed จะตัดสินใจจากข้อมูลแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อและสภาวะของเศรษฐกิจ ณ ขณะนั้น จึงมีความผันผวนสูงกว่าผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาว ที่ขึ้นอยู่กับมุมมองของตลาดต่อความคาดหวังเงินเฟ้อระยะยาวและความสามารถในการเติบโตของเศรษฐกิจ (Long-term potential GDP growth) ในสถานการณ์ปกติ พันธบัตรระยะยาวจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าพันธบัตรระยะสั้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่มากขึ้น อย่างไรก็ดี ในปัจจุบัน อัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับสูงที่สุดในรอบหลายทศวรรษกดดันให้ Fed ต้องดำเนินนโยบายทางการเงินเชิงรัดกุม เป็นผลให้ผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นปรับตัวสูงกว่าอัตราผลแทนของพันธบัตรระยะยาว หรือที่เรียกกันว่า Inverted Yield Curve

สภาวะ Inverted Yield Curve ส่งผลกระทบโดยตรงต่อภาคธนาคาร เนื่องจากรายได้หลักของธนาคารคือดอกเบี้ยจากการปล่อยสินเชื่อที่มีอายุค่อนข้างยาว ในขณะที่ต้นทุนของธนาคารคือการจ่ายดอกเบี้ยเงินฝากที่มีอายุสั้น เมื่ออัตราผลตอบแทนของพันธบัตรระยะสั้น ที่เปรียบเสมือนต้นทุนทางการเงินของธนาคารอยู่สูงกว่าผลตอบแทนระระยาวอย่างต่อเนื่อง จึงส่งผลให้ธนาคารมีความระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อมากกว่าเดิม เป็นอุปสรรคต่อการจัดหาทุนเพื่อดำเนินธุรกิจของภาคเอกชน จนส่งผลลบต่อเศรษฐกิจโดยรวมในที่สุด

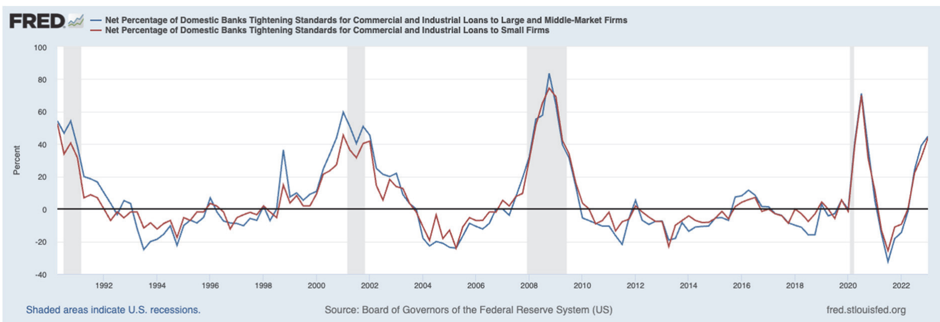
แผนภาพที่ 13: เมื่อผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นปรับเพิ่มสูงขึ้นเมื่อเทียบกับผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาว (เส้นสีน้ำเงิน) ติดต่อกันเป็นระยะเวลาหนึ่ง ธนาคารจะเพิ่มความรัดกุมในการปล่อยสินเชื่อ (เส้นสีเทา)



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

ในอดีต ก่อนที่ประเทศสหรัฐฯ จะเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย ในปี 1991, 2001 และ 2008 ธนาคารในสหรัฐฯ มากกว่า 40% ระบุว่าได้ปรับมาตรฐานในการปล่อยสินเชื่อให้มีความรัดกุมมากขึ้น (Tightening standards for loans) เราจึงมองว่าในปัจจุบัน ที่ธนาคารมากกว่า 40% ได้ระบุว่ามีการปรับมาตรฐานในการปล่อยสินเชื่อให้รัดกุมขึ้นแล้ว เป็นสัญญาณบ่งชี้ถึงโอกาสที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะพบเจอกับสภาวะเศรษฐกิจถดถอยมีสูงขึ้น ซึ่งในสภาวะดังกล่าว ความสามารถในการทำกำไรของภาคเอกชนมักจะลดลง ตราสารหนี้จึงเป็นตัวเลือกการลงทุนที่ปลอดภัยกว่าหุ้นในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 14: ในปี 1991, 2001 และ 2008 ธนาคารในสหรัฐฯ มากกว่า 40% ระบุว่าได้ปรับมาตรฐานในการปล่อยสินเชื่อให้มีความรัดกุมมากขึ้น ก่อนที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอย (แถบสีเทา) ในเวลาต่อมา



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

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

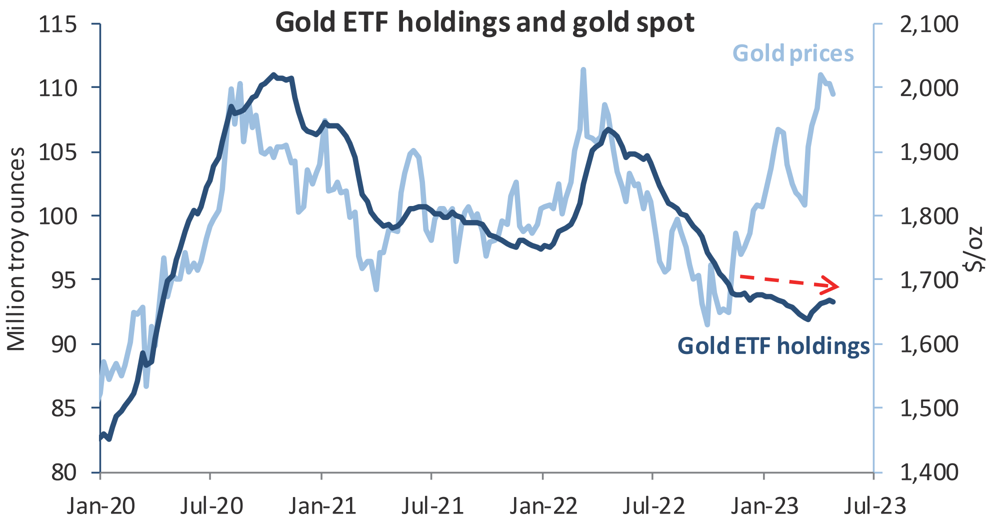
เรามองราคาทองคำที่ปรับขึ้นมาตั้งแต่เดือน มี.ค. มาจากการเข้าซื้อของธนาคารกลางเป็นหลัก ซึ่งในช่วง 3 เดือนแรกของปี มีการเข้าซื้อในสัดส่วนที่มากแล้วเมื่อเทียบกับเงินสำรองระหว่างประเทศ ทำให้เรามองปัจจัยหนุนราคาทองคำจากการเข้าซื้อของธนาคารกลางน่าจะจำกัดขึ้นในระยะข้างหน้า สำหรับราคาน้ำมัน เรามองราคาน้ำมัน (WTI) ทรงตัวอยู่เหนือระดับประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงไตรมาสที่ 2 ของปี พร้อมความเสี่ยงด้านสูงที่เพิ่มมากขึ้น จากความสามารถในการกำหนดราคาน้ำมันดิบ (Market pricing power) ของกลุ่ม OPEC+

ราคาทองคำ

ราคาทองคำปรับขึ้นสวนทางกับจำนวนทองคำใน ETF

ราคาทองคำปรับขึ้นสู่ระดับ 2,000 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ในเดือน เม.ย. จาก 1,810 ใน 1 เดือนก่อนหน้า อย่างไรก็ดี จำนวนการถือครองทองคำใน ETF กลับไม่ได้เพิ่มขึ้น โดยยังทรงตัวอยู่ที่ระดับ 93 ล้านออนซ์ ซึ่งต่างจากในอดีตที่ราคาทองคำมักจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกับจำนวนการถือครอง สะท้อนว่าราคาที่ปรับขึ้นมาไม่ได้มาจากการเข้าซื้อของ ETF ซึ่งเป็น Demand ในด้านการลงทุน

แผนภาพที่ 15: ราคาทองคำปรับขึ้นสวนทางกับจำนวนทองคำใน ETF



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

Demand ของทองคำถูกแบ่งออกเป็น 3 ส่วนหลัก ได้แก่ 1) Demand เพื่อการผลิตเครื่องประดับ (Jewellery) และสินค้าเทคโนโลยี อิเล็กทรอนิกส์ 2) Demand เพื่อการลงทุน ผ่านกองทุน ETF ทองคำแท่ง เหรียญทองคำ และ 3) Demand ของธนาคารกลาง

Demand ของทองคำจะมีการรายงานเป็นรายไตรมาส โดยสภาทองคำโลก (World Gold Council) ซึ่งล่าสุดยังไม่มีรายงาน Demand รวมของไตรมาส 1 แต่สามารถคาดการณ์ได้โดยเทียบเคียง Demand เพื่อการลงทุน จากรายงานปริมาณการถือครอง ETF ซึ่งรวบรวมโดย Bloomberg ในข้างต้น และ Demand ของธนาคารกลาง จากรายงานการถือครองทองคำแต่ละประเทศ ในขณะที่ Demand เพื่อการผลิตไม่มีการรวบรวมที่ใกล้เคียงและสมบูรณ์นัก แต่อาจประมาณการโดยอิงจากแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจได้

ปัจจุบันเศรษฐกิจกำลังมีแนวโน้มชะลอตัว อยู่ช่วยปลายวัฏจักรของเศรษฐกิจ ทำให้ราคาที่เพิ่มขึ้นนับตั้งแต่ต้นปี ไม่น่าจะมาจาก Demand เพื่อการผลิต ในขณะที่ จำนวนการถือครอง ETF ก็ไม่ได้เพิ่มขึ้นตามข้างต้น จึงไม่น่ามาจาก Demand เพื่อการลงทุน ทำให้เหลือเพียง Demand จากธนาคารกลางเท่านั้นที่น่าจะเป็นปัจจัยหลักหนุนราคาทองคำในช่วงที่ผ่านมา

ธนาคารกลางอาจเข้าซื้อทองคำอีกไม่มากนัก

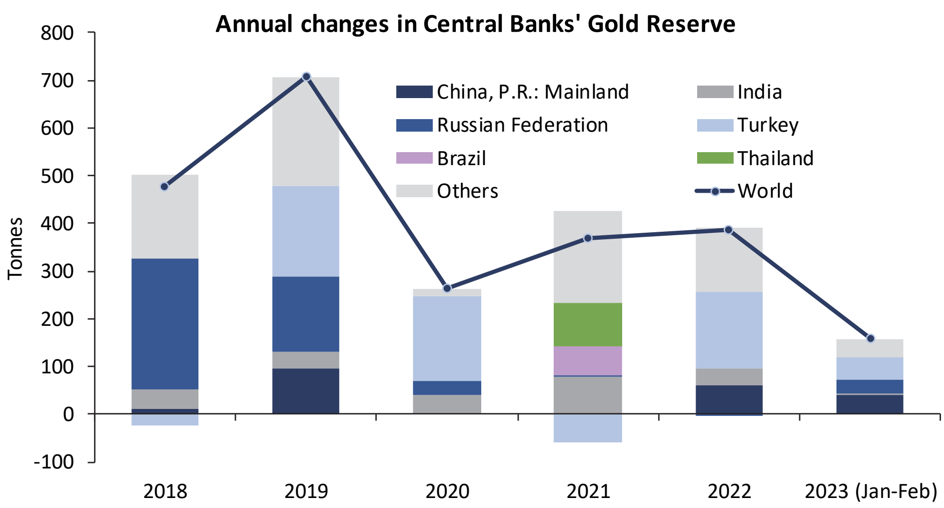
รายงานการถือครองทองคำโดยธนาคารกลาง พบว่าการเข้าซื้อส่วนใหญ่มาจาก 4 ธนาคารกลางในประเทศกำลังพัฒนา ได้แก่ รัสเซีย ตุรกี อินเดีย และจีน โดยมีการเข้าซื้อรวมกันมากถึง 60% ในระหว่างปี 2018-2022

เราได้ศึกษาข้อมูลการเข้าซื้อทองคำของธนาคารเหล่านี้ และพบว่ารัสเซียมีการเพิ่มสัดส่วนการถือทองคำต่อเนื่องมาตั้งแต่ปี 2008 ปีละราว +1.5pp ของเงินสำรองระหว่างประเทศ (International Reserve) และอินเดียเพิ่มขึ้นปีละราว +1pp ของเงินสำรองระหว่างประเทศในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา ส่วนตุรกีมีสัดส่วนการถือครองผันผวนอยู่ที่ระดับ 28% ของเงินสำรองระหว่างประเทศ

ในขณะที่จีนจะเพิ่มการเข้าซื้อในช่วงที่เศรษฐกิจภายในประเทศมีแนวโน้มชะลอตัวลง หรือมีความเสี่ยงด้านความสัมพันธ์ระหว่างประเทศสูง เช่นในปี 2015-2016 ที่จีนปรับค่าเงินหยวนอ่อนค่า, ปี 2019-2020 ที่เกิดสงครามการค้ากับสหรัฐฯ และตามด้วยการระบาดของ Covid และล่าสุดตั้งแต่ช่วงไตรมาส 4 ของปีก่อน ซึ่งความขัดแย้งประเด็นไต้หวัน กับสหรัฐฯ รุนแรงขึ้น โดยจีนจะเพิ่มสัดส่วนการถือครองทองคำครั้งละประมาณ +1pp ของเงินสำรองระหว่างประเทศ

ในช่วง 3 เดือนแรกของปี ธนาคารกลางรัสเซียเพิ่มสัดส่วนการถือทองคำมาแล้ว +2pp ของเงินสำรองระหว่างประเทศมากกว่าเฉลี่ยในอดีตที่ปีละ +1.5pp ในขณะที่อินเดีย และจีนเพิ่มขึ้นมาแล้วประเทศละ +0.5pp หรือครึ่งหนึ่งของสัดส่วนที่ขึ้นในอดีต ทำให้เรามองราคาทองคำน่าจะได้รับปัจจัยบวกที่จำกัดขึ้นจากการเข้าซื้อของธนาคารกลางต่อจากนี้ และน่าจะทำให้ราคาทองคำมี Upside ที่จำกัดขึ้น

แผนภาพที่ 16: การเข้าซื้อส่วนใหญ่มาจาก 4 ธนาคารกลางในประเทศกำลังพัฒนา ได้แก่ รัสเซีย ตุรกี อินเดีย และจีน

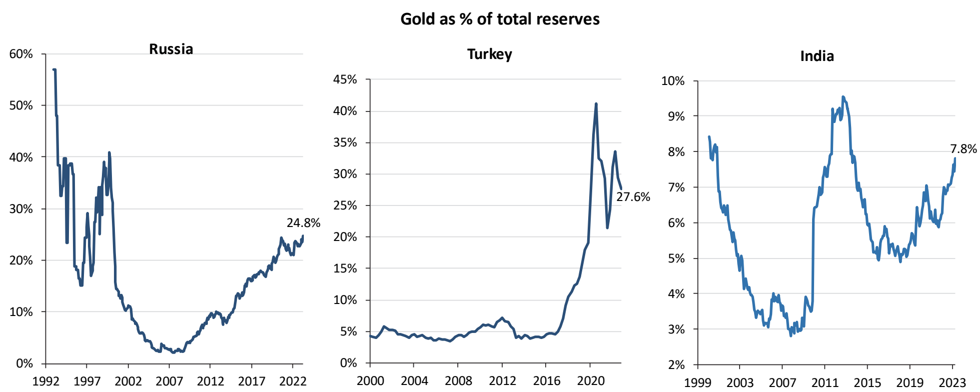


ที่มา: World Gold Council, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 17: จีนจะเพิ่มการเข้าซื้อในช่วงที่เศรษฐกิจภายในประเทศมีแนวโน้มชะลอตัวลง หรือมีความเสี่ยงด้านความสัมพันธ์ระหว่างประเทศสูง โดยจะเพิ่มสัดส่วนการถือครองทองคำครั้งละประมาณ +1pp ของเงินสำรองระหว่างประเทศ

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

แผนภาพที่ 18: รัสเซียมีการเพิ่มสัดส่วนการถือทองคำต่อเนื่องมาตั้งแต่ปี 2008 ปีละราว +1.5pp ของเงินสำรองระหว่างประเทศ (International Reserve) และอินเดียเพิ่มขึ้นปีละราว +1pp ของเงินสำรองระหว่างประเทศในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา ส่วนตุรกีมีสัดส่วนการถือครองผันผวนอยู่ที่ระดับ 28% ของเงินสำรองระหว่างประเทศ



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

น้ำมัน

เรามองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) ทรงตัวอยู่เหนือระดับประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงไตรมาสที่ 2 ของปี พร้อมความเสี่ยงด้านสูงที่เพิ่มมากขึ้น จากความสามารถในการกำหนดราคาน้ำมันดิบ (Market pricing power) ของกลุ่ม OPEC+ ที่เพิ่มสูงขึ้น เป็นผลมาจากการชะลอตัวของคู่แข่งอย่างอุตสาหกรรมผลิตน้ำมันดิบในประเทศสหรัฐฯ โดยนโยบายของ OPEC+ ที่ต้องการปรับลดการผลิตเพิ่มเติมอีก 1.16 ล้านบาร์เรลตั้งแต่เดือน พ.ค. 2023 มีแนวโน้มที่จะส่งผลต่อสภาวะตลาดน้ำมันโลกให้อยู่ในภาวะอุปสงค์ส่วนเกิน (Excess demand) ต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังของปี 2023 เป็นปัจจัยบวกสำคัญต่อราคา

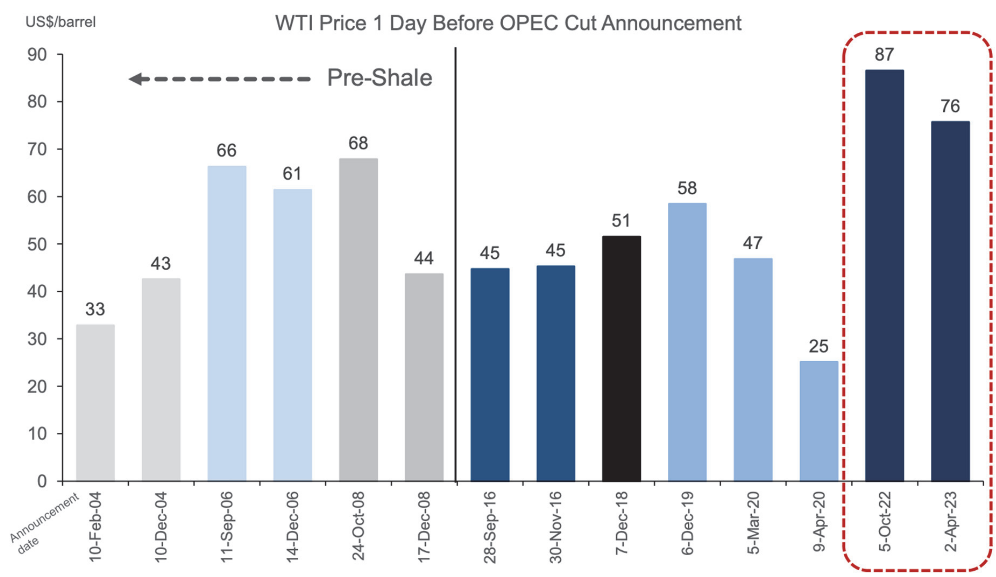
อำนาจการแทรกแซงราคาน้ำมันดิบที่กลับมาอยู่ในมือ OPEC และพันธมิตร เป็นปัจจัยสนับสนุนให้ราคาทรงตัวอยู่ในระดับสูง

กลุ่มผู้ผลิตและส่งออกน้ำมันดิบรายใหญ่อย่าง OPEC และพันธมิตร หรือที่รู้จักกันในชื่อ OPEC+ เป็นการรวมตัวของกลุ่มประเทศที่มีศักยภาพในการผลิตและส่งออกน้ำมันดิบสู่ตลาดสากล โดยมีจุดมุ่งหมายต้องการรักษาผลประโยชน์ของประเทศสมาชิก ผ่านการกำหนดโควต้าปริมาณการผลิต เพื่อรักษาระดับการผลิตน้ำมันโดยรวมอยู่ในระดับเหมาะสม ซึ่งจะส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบไม่ปรับตัวลงต่ำจนเกินไปจากภาวะอุปทานล้น (Excess supply) จากการแข่งขันผลิตน้ำมันออกมาขายเป็นจำนวนมาก ในปัจจุบัน อัตราการผลิตของสมาชิกใน OPEC+ รวมกันทั้งหมดคิดเป็นสัดส่วนสูงกว่า 44% ของการผลิตโลก

ในอดีต อำนาจการแทรกแซงราคาของกลุ่มผู้ผลิตดั้งเดิมอย่าง OPEC+ เริ่มลดลงหลังรูปแบบทิศทางตลาดน้ำมันโลกเริ่มเปลี่ยนแปลงตั้งแต่ช่วงปี 2011 เนื่องจากความก้าวหน้าของเทคโนโลยีขุดเจาะน้ำมันในชั้นหินดินดาน หรือ Shale oil ส่งผลให้ประเทศสหรัฐฯ ที่เคยเป็นผู้นำเข้าน้ำมันดิบอันดับ 1 เพิ่มศักยภาพการผลิตจนผันตัวกลายเป็นผู้ส่งออกน้ำมันสุทธิแทน (Net exporter) กลุ่มประเทศสมาชิก OPEC+ ที่พึ่งพาการส่งออกน้ำมันดิบเป็นรายได้หลัก ไม่สามารถลดปริมาณการผลิตลงได้มากเนื่องจากจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศอย่างมีนัยสำคัญ ต่างจากสหรัฐฯ ที่เป็นแหล่งเศรษฐกิจขนาดใหญ่และหลากหลาย มีอุตสาหกรรมพลังงานที่มีเทคโนโลยีช่วยให้การผลิตมีความยืดหยุ่นสูง รวมถึงคลังน้ำมันสำรองเชิงยุทธศาสตร์ (Strategic Petroleum Reserves) ปริมาณมหาศาล อำนาจการแทรกแซงราคาน้ำมันดิบโลกจึงถูกแบ่งมาที่สหรัฐฯ ในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา

อย่างไรก็ดี กลุ่ม OPEC+ เริ่มกลับมามีความสามารถในการควบคุมราคาน้ำมันดิบโลกอีกครั้ง หลังแนวโน้มการเติบโตของการผลิตน้ำมันดิบของคู่แข่งรายสำคัญอย่างสหรัฐฯ ชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง โดยความพยายามในการรักษาระดับราคาน้ำมันดิบ ด้วยการประกาศลดการผลิตใน 2 ครั้งล่าสุด ในเดือน ต.ค. 2022 และต้นเดือน เม.ย. ที่ผ่านมา เกิดขึ้นในช่วงที่ราคาน้ำมันดิบ WTI อยู่ที่ระดับประมาณ 87 ดอลลาร์สหรัฐฯ และ 76 ดอลลาร์สหรัฐฯ ตามลำดับ นับเป็นการประกาศลดการผลิตที่เกิดขึ้นในช่วงที่น้ำมันมีราคาสูงที่สุดเมื่อเทียบกับในอดีต สะท้อนความมั่นใจของกลุ่ม OPEC+ ที่เพิ่มสูงขึ้น

แผนภาพที่ 19: OPEC+ ประกาศลดการผลิตใน 2 ครั้งล่าสุด ในเดือน ต.ค. 2022 และต้นเดือน เม.ย. ที่ผ่านมา ในช่วงที่ราคาน้ำมันดิบ WTI อยู่ที่ระดับประมาณ 87 ดอลลาร์สหรัฐฯ และ 76 ดอลลาร์สหรัฐฯ ตามลำดับ นับเป็นการประกาศลดการผลิตที่เกิดขึ้นในช่วงที่น้ำมันมีราคาสูงที่สุดเมื่อเทียบกับในอดีต



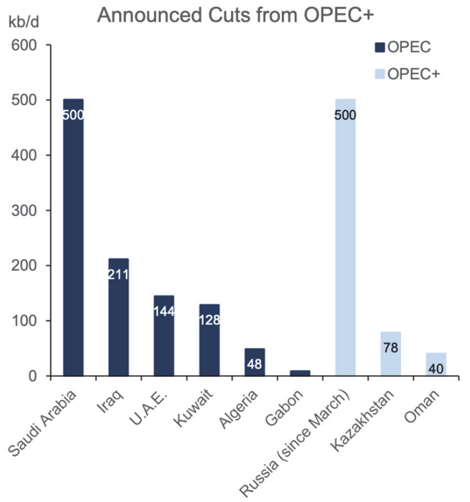
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

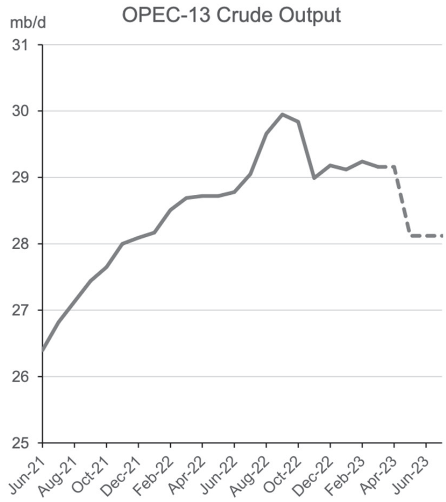
สมดุลตลาดน้ำมันโลกมีแนวโน้มพลิกกลับเป็นสภาวะอุปสงค์ส่วนเกิน (Excess demand) เกือบตลอดครึ่งหลังของปีนี้

วันที่ 2 เม.ย. OPEC+ ได้ออกมาแถลงถึงนโยบายลดกำลังผลิตโดยสมัครใจ (Voluntary output cuts) ของสมาชิกหลายประเทศ โดยจะมีการปรับลดการผลิตรวมทั้งหมดประมาณ 1.16 ล้านบาร์เรลต่อวันตั้งแต่เดือน พ.ค. 2023 ไปจนถึงสิ้นปี นำโดยประเทศผู้ผลิตรายใหญ่อย่างซาอุดีอาระเบีย (ลดการผลิต 500,000 บาร์เรลต่อวัน) อิรัก (211,000 บาร์เรลต่อวัน) สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ (144,000 บาร์เรลต่อวัน) และคูเวต (128,000 บาร์เรลต่อวัน) แถลงการณ์ครั้งนี้สร้างความเซอร์ไพรส์แก่ตลาดเป็นอย่างมาก เนื่องจากเป็นการปรับลดในปริมาณค่อนข้างมาก และเป็นมติจากการจัดประชุมเฉพาะกิจที่เกิดขึ้นก่อนการประชุมย่อยในระดับรัฐมนตรีของกลุ่ม OPEC (Joint Ministerial Monitoring Committee: JMMC) ครั้งที่ 48 ซึ่งตามกำหนดจะจัดขึ้น 1 วันหลังจากนั้น (3 เม.ย.)

นโยบายปรับลดการผลิตดังกล่าว หากประเทศสมาชิกปฏิบัติตามในระดับใกล้เคียงกับที่ประกาศไว้ (High compliance rate) จะส่งผลให้อัตราการผลิตน้ำมันดิบของกลุ่ม OPEC-13 ลดลงเหลือประมาณ 28 ล้านบาร์เรลต่อวัน (จากปัจจุบันที่ระดับ 29 ล้านบาร์เรลต่อวัน) ตั้งแต่เดือน พ.ค. นี้ และจะส่งผลให้แนวโน้มสภาวะตลาดน้ำมันโลก จากที่ถูกคาดว่าจะค่อนข้างสมดุล เปลี่ยนเป็นสภาวะอุปสงค์ส่วนเกิน (Excess demand) สูงถึงประมาณ 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในเกือบตลอดครึ่งหลังของปี เป็นปัจจัยเพิ่มความเสี่ยงด้านสูงให้แก่ราคาน้ำมันดิบ

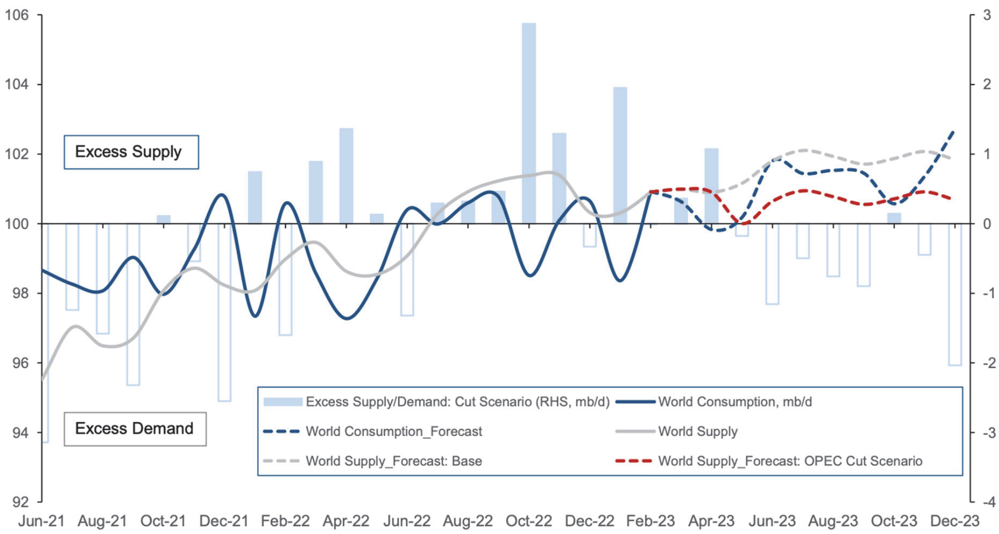
แผนภาพที่ 20: อัตราการผลิตน้ำมันดิบของกลุ่ม OPEC-13 อาจลดลงเหลือประมาณ 28 ล้านบาร์เรลต่อวัน (จากปัจจุบันที่ระดับ 29 ล้านบาร์เรลต่อวัน) ตั้งแต่เดือน พ.ค. นี้ ไปจนถึงสิ้นปี





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

แผนภาพที่ 21: หากสมาชิก OPEC+ ปรับลดการผลิตลงจริงในระดับใกล้เคียงกับที่ประกาศไว้ จะส่งผลให้แนวโน้มสภาวะตลาดน้ำมันโลก เปลี่ยนเป็นสภาวะอุปสงค์ส่วนเกิน (Excess demand) สูงถึงประมาณ 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในเกือบตลอดครึ่งหลังของปี



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

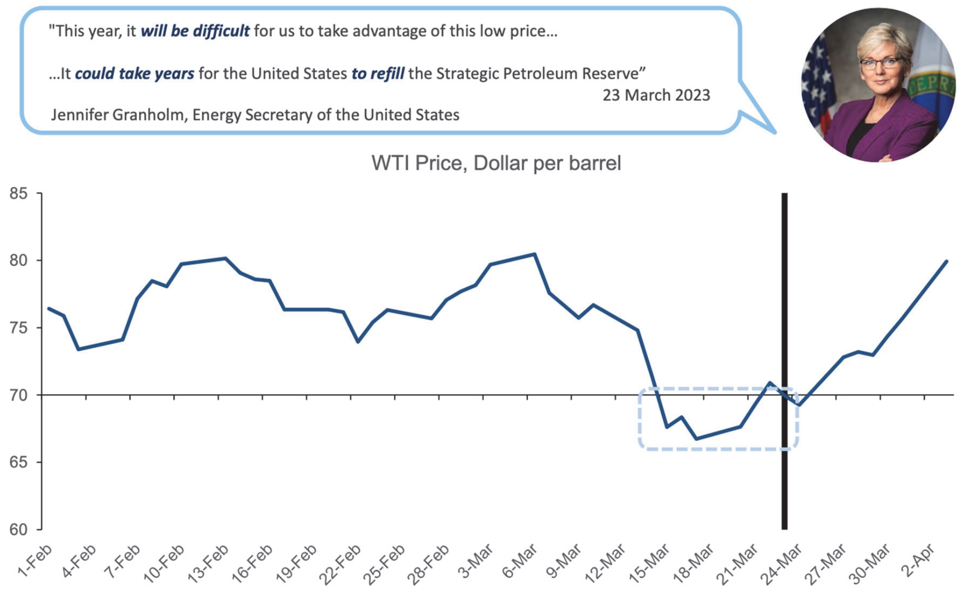
การเติบโตของอุตสาหกรรมการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ที่ชะลอตัวลง เพิ่มความมั่นใจให้กับ OPEC+ ในการเข้ามาพยุงราคาน้ำมันดิบในรอบนี้

อุตสาหกรรมการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ เริ่มเข้าสู่การเปลี่ยนผ่านจากธุรกิจเน้นการเติบโต (Growth stage) ในช่วงต้นของวงจรธุรกิจ กลายเป็นอุตสาหกรรมที่มีลักษณะอิ่มตัว (Mature stage) มากขึ้น ส่งผลให้แนวทางการดำเนินธุรกิจเป็นไปอย่างรอบคอบ ระมัดระวังกว่าในอดีต ผู้ถือหุ้นและผู้บริหารให้ความสำคัญกับการทำกำไรและรักษากระแสเงินสดในปัจจุบันมากกว่าอัตราการเติบโต การขยายกำลังการผลิตเกิดขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป แม้ราคาน้ำมันดิบจะอยู่ในระดับที่สูงกว่าในอดีตต่อเนื่อง การผลิตที่เพิ่มขึ้นช้ากว่าคาดเป็นเหตุผลสำคัญให้ทางรัฐบาลสหรัฐฯ ตัดสินใจนำน้ำมันดิบจากคลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ หรือ SPR ออกจำหน่ายเป็นจำนวนมากเป็นประวัติศาสตร์ในปีที่ผ่านมา จนระดับน้ำมันดิบในคลังสำรอง SPR เหลืออยู่เพียงประมาณ 370 ล้านบาร์เรล จากที่เคยมีเก็บไว้มากถึง 700 ล้านบาร์เรลในอดีต

ข้อมูลสำคัญที่บ่งชี้ถึงแนวโน้มอัตราการผลิตในระยะข้างหน้าอย่างจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบ หรือ Rig count ที่ตลาดจับตาดู ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องในช่วงประมาณ 5 เดือนที่ผ่านมา สอดคล้องกับข้อมูลดัชนีกิจกรรมทางธุรกิจของผู้ผลิตพลังงานในสหรัฐฯ จัดทำแบบสำรวจรายไตรมาสโดย Fed สาขา Dallas (Dallas Fed Energy Survey: Business Activity Index) ที่ในไตรมาส 1/2023 ที่ผ่านมา ค่าของดัชนีแม้ยังอยู่ในโซนเป็นบวก แต่ปรับลดลงเข้าใกล้ค่าศูนย์ สะท้อนถึงระดับกิจกรรมทางธุรกิจที่ไม่ขยายตัว โดยมีสาเหตุหลักมาจาก 1) ต้นทุนการขุดเจาะที่ปรับสูงขึ้น โดยในปีที่ผ่านมา บริษัทสำรวจและผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ระบุว่าการปรับเพิ่มขึ้นของต้นทุน (Cost inflation) สูงถึงกว่า 10% ส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบคุ้มทุนที่ผู้ผลิตจะเริ่มขุดเจาะหลุมใหม่ (WTI breakeven price) ปรับเพิ่มขึ้นเป็น 62 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล และ 2) ความไม่แน่นอนของภาวะเศรษฐกิจ โดยในปัจจุบัน ผลสำรวจนักเศรษฐศาสตร์โดย Bloomberg ชี้ว่ามีโอกาสกว่า 65% ที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะเข้าสู่สภาวะถดถอยภายในระยะเวลา 12 เดือนข้างหน้า

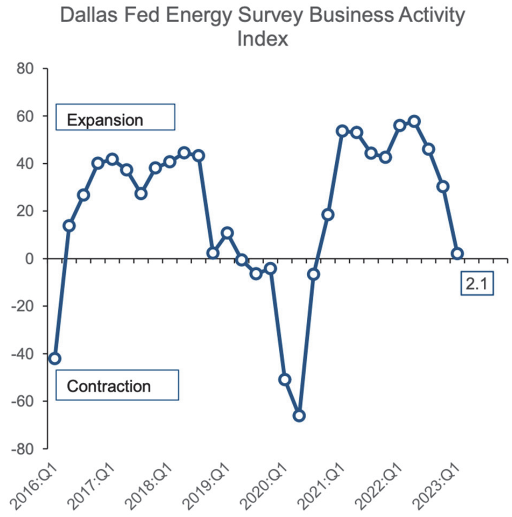
ภาคการผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง ประกอบกับระดับคลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ที่เหลืออยู่เพียงกึ่งหนึ่งของความจุทั้งหมด เป็นปัจจัยสนับสนุนให้อำนาจการควบคุมราคาน้ำมันดิบกลับไปอยู่ในมือกลุ่มผู้ผลิตดั้งเดิมอย่างกลุ่ม OPEC+ มากขึ้น ด้วยจำนวนอุปทานที่ถูกจำกัด สวนทางกับแนวโน้มความต้องการบริโภคที่ยังแข็งแกร่งในระยะสั้น – กลาง เราจึงคงมุมมองราคาน้ำมันดิบ WTI ยืนอยู่เหนือระดับ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในไตรมาสที่ 2/2023

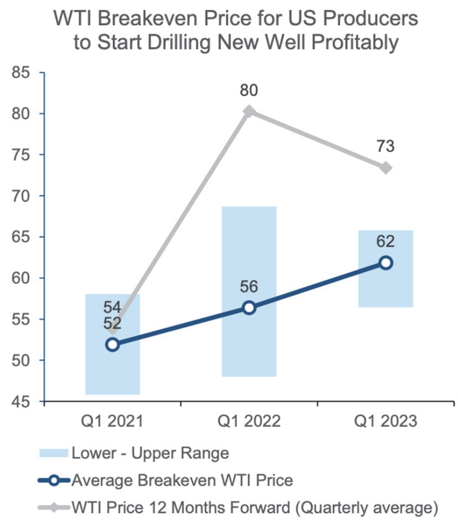
แผนภาพที่ 22: ทางการสหรัฐฯ ไม่เข้ามาซื้อน้ำมันดิบกลับเข้าเติมคลังสำรอง SPR ในช่วงที่ราคาน้ำมันดิบปรับลดลงต่ำกว่า 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ตามที่เคยกล่าวไว้ เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ OPEC+ ตัดสินใจเข้ามาแทรกแซงราคาด้วยตนเอง



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

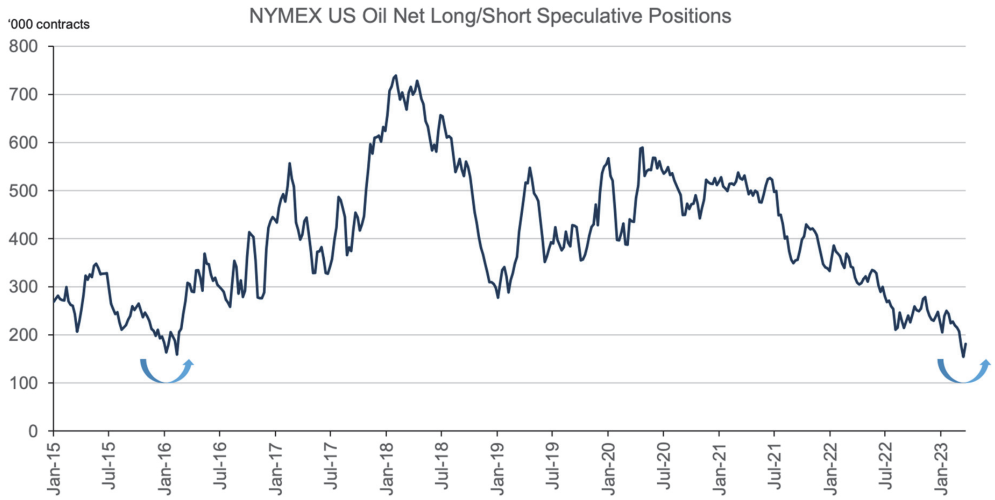
แผนภาพที่ 23: ดัชนีกิจกรรมทางธุรกิจของผู้ผลิตพลังงานในสหรัฐฯ (ภาพซ้าย) อยู่ในเกณฑ์ไม่ขยายตัวในไตรมาส 1/2023 โดยมีปัจจัยสำคัญคือต้นทุนการขุดเจาะ (ภาพขวา) ที่ปรับสูงขึ้นราว 10% ในปีที่ผ่านมา





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

แผนภาพที่ 24: จำนวนสถานะสะสม Net Long ของสัญญาน้ำมันดิบโดยนักลงทุนประเภท Hedge Funds มีโอกาสปรับตัวสูงขึ้น หลังการตัดสินใจของ OPEC+ เสริมความมั่นใจให้กับตลาด



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

GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- กิจกรรมเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังขยายตัวได้ดีแม้จะแผ่วลงจากช่วงต้นปีที่ได้ปัจจัยหนุนจากสภาพอากาศที่อบอุ่นกว่าปกติ ในระยะข้างหน้าเศรษฐกิจเผชิญความไม่แน่นอนมากขึ้นหลังเกิดประเด็นในภาคธนาคารอย่าง SVB ซึ่งอาจส่งผลให้การปล่อยสินเชื่อลดลงอย่างมีนัยยะ ขณะที่การดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวดของ Fed เริ่มส่งผลกดดันเศรษฐกิจ อย่างไรก็ดี สถานการณ์ในภาคธนาคารมีสัญญาณคลี่คลายลง ซึ่งหากเป็นเช่นนี้ เรามองผลกระทบต่อเศรษฐกิจและอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีจำกัด ซึ่งทำให้เรายังคงมุมมองที่ว่า Fed น่าจะปรับขึ้นดอกเบี้ยมากกว่าที่ตลาดคาดการณ์ (คาด Terminal rate ที่ 5.25-5.50%) และคงไว้ที่ระดับดังกล่าวตลอดทั้งปีนี้

- เศรษฐกิจยูโรโซนส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นต่อด้วยแรงหนุนจากภาคบริการสะท้อนผ่านดัชนี Services PMI ที่เพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 9 เดือน อย่างไรก็ดี การใช้จ่ายของผู้บริโภคยังคงอ่อนแอ ขณะที่เริ่มเห็นผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวดของ ECB โดยนอกเหนือจากยอดปล่อยสินเชื่อที่ชะลอลงต่อเนื่องแล้ว ปริมาณเงินในระบบได้ชะลอลงต่อเนื่องเช่นกัน โดยเฉพาะปริมาณเงิน M1 ที่มีสภาพคล่องสูงสุดและเป็นเครื่องชี้นำเศรษฐกิจได้ขยายตัวติดลบ ด้านสถานการณ์ในภาคธนาคารเริ่มคลี่คลาย ซึ่งเราประเมินว่าส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจและดอกเบี้ยนโยบายอย่างไม่มีนัยยะ และยังมองในกรณีฐานว่า ECB จะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก +75bps สู่ระดับ Terminal rate ที่ 3.75% (vs. ปัจจุบันที่ 3%)

- เศรษฐกิจญี่ปุ่นเดือน มี.ค. ฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องจากกิจกรรมในภาคบริการและแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ ด้านการเจรจาค่าจ้างของสหภาพแรงงาน (Shunto wage negotiation) ได้ออกตัวเลขการสำรวจครั้งที่ 4 (Fourth reading) ซึ่งออกมาอยู่ที่ 3.69% โดยนาย Kazuo Ueda ผู้ว่าฯ BoJ มองว่าตัวเลขดังกล่าวถือว่าเป็นสัญญาณที่ดี แต่ยังมองว่าความยั่งยืนของการขึ้นของค่าจ้างเป็นสิ่งที่สำคัญกว่าในการผลักดันเงินเฟ้อให้ขึ้นถึงระดับ 2% ได้อย่างยั่งยืน เรามองว่าตัวเลขที่ BoJ ใช้พิจารณาในการตัดสินใจปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินนั้น จะเป็นการเติบโตของค่าจ้างรายเดือน (Cash earnings) ที่มีการปรับขึ้นจริง ซึ่งต้องติดตามอย่างใกล้ชิดต่อไป

- เศรษฐกิจจีนยังคงฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็วโดยเฉพาะในส่วนของภาคบริการ และการค้าปลีก ส่วนการส่งออกฟื้นตัวดีขึ้นกว่าที่ตลาดคาดอย่างมาก รวมถึงตัวเลข GDP ไตรมาส 1/2023 ที่ขยายตัว 4.5% YoY สูงกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 4.0% ทำให้ตลาดปรับประมาณการเศรษฐกิจของจีนดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยปัจจุบันตลาดคาด GDP ปี 2023F จะขยายตัวได้ 5.3% ซึ่งสูงกว่าเป้าหมายที่ทางการจีนตั้งไว้ที่ราว 5% และด้วยเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นนี้ ทำให้ตลาดมองว่า PBoC อาจตัดสินใจปรับลด RRR ลงอีก 25bps ในช่วงไตรมาส 3 เพื่อเสริมสภาพคล่องให้กับภาคเศรษฐกิจจริง อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจจีนยังคงมีปัจจัยเสี่ยงที่ในปีนี้ โดยเฉพาะประเด็นด้านภูมิรัฐศาสตร์ที่มีแนวโน้มรุนแรงขึ้น

- การประชุม กนง. ครั้งล่าสุดเมื่อวันที่ 29 มี.ค. ได้มีการปรับประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติขึ้นเป็น 28 ล้านคน และปรับการบริโภคภาคเอกชนขึ้นเป็น 4% ขณะที่หั่นคาดการณ์ส่งออกสินค้าเป็นหดตัวที่ -0.7% ซึ่งสอดคล้องกับมุมมองของเราที่คาดว่าการส่งออกจะหดตัวในปีนี้ นอกจากนี้ กนง. ได้มีการปรับลดประมาณการการลงทุนภาคเอกชนและการบริโภคภาครัฐลงด้วยเช่นกัน ทำให้โดยภาพรวม กนง. ปรับลดคาดการณ์ GDP ในปีนี้ลงเล็กน้อยมาอยู่ที่ 3.6% ด้านเงินเฟ้อ กนง. ได้ปรับลดคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปีนี้ลงเป็น 2.9% ต่ำกว่ากรอบบนเงินเฟ้อเป้าหมายที่ 3% ทำให้เรามองว่าการปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายจะเกิดขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปในอัตราปกติ (+25bps) และเป็นการปรับให้สอดรับกับการเติบโตของเศรษฐกิจ โดยเรายังคงคาดการณ์ Terminal rate ที่ 2% (จากระดับปัจจุบันที่ 1.75%) โดยคาดว่า กนง. จะปรับขึ้นดอกเบี้ย +25bps ในการประชุมวันที่ 31 พ.ค.

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

กิจกรรมเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังขยายตัวได้ดีแม้จะแผ่วลงจากช่วงต้นปีที่ได้ปัจจัยหนุนจากสภาพอากาศที่อบอุ่นกว่าปกติ ในระยะข้างหน้าเศรษฐกิจเผชิญความไม่แน่นอนมากขึ้นหลังเกิดประเด็นในภาคธนาคารอย่าง SVB ซึ่งอาจส่งผลให้การปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ลดลงอย่างมีนัยยะหากสถานการณ์ลุกลาม ขณะที่การดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวดอย่างมากของ Fed ตั้งแต่ปีก่อนเริ่มส่งผลกดดันเศรษฐกิจ อย่างไรก็ดี สถานการณ์ในภาคธนาคารมีสัญญาณคลี่คลายลง ซึ่งหากเป็นเช่นนี้ เรามองผลกระทบต่อเศรษฐกิจมีจำกัด และไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งทำให้เรายังคงมุมมองที่ว่า Fed น่าจะปรับขึ้นดอกเบี้ยมากกว่าที่ตลาดคาดการณ์ (คาด Terminal rate ที่ 5.25-5.50%) และคงไว้ที่ระดับดังกล่าวตลอดทั้งปี

กิจกรรมเศรษฐกิจโดยรวมยังดีอยู่ แม้จะเริ่มมีสัญญาณแผ่วลง

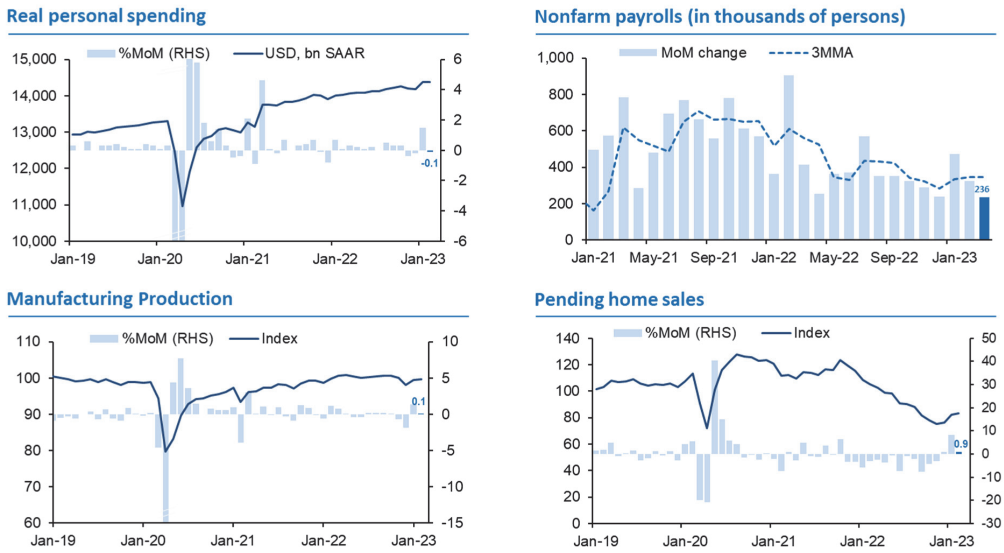
กิจกรรมเศรษฐกิจโดยรวมแผ่วลงบ้างจากที่ขยายตัวสูงในช่วงต้นปีที่ได้ปัจจัยหนุนจากสภาพอากาศที่อบอุ่นกว่าปกติ โดยการใช้จ่ายของผู้บริโภค (Personal spending) เดือน ก.พ. เพิ่มขึ้น 0.2% MoM ต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาดเล็กน้อยที่ 0.3% โดยชะลอตัวลงมากจาก 2.0% ในเดือนก่อน ขณะที่เมื่อหักผลของปัจจัยราคาหรือ Real Personal Spending พบว่าลดลง -0.1% MoM เท่ากับคาดการณ์ตลาด ชะลอตัวลงมากจากที่เพิ่มขึ้น 1.5% ในเดือนก่อน โดยการใช้จ่ายทั้งหมวดสินค้าและบริการลดลง -0.1%

ส่วนภาคการผลิต ผลผลิตไม่นับรวมหมวดสาธารณูปโภค หรือ Manufacturing Production เดือน ก.พ. เพิ่มขึ้น 0.1% MoM ชะลอตัวลงมากจากที่เพิ่มขึ้น 1.3% ในเดือนก่อน แต่ดีกว่าคาดการณ์ตลาดที่จะลดลง -0.3% จากการเพิ่มขึ้นของผลผลิตในหมวดคอมพิวเตอร์และ Electronics, เคมีภัณฑ์ และผลผลิตจากไม้ ขณะที่ผลผลิตรถยนต์ลดลง

ด้านกิจกรรมในภาคอสังหาริมทรัพย์ฟื้นตัวดีต่อ อาทิ ดัชนีความเชื่อมั่นผู้สร้างบ้าน (NAHB Housing Market Index) เดือน มี.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้นอีก +2 จุด เป็น 44 จุด สวนทางกับคาดการณ์ของตลาดที่จะลดลงเป็น 40 จุด และยอดขายบ้านรอปิดการขาย (Pending Home Sales) เดือน ก.พ. เพิ่มขึ้น 0.9% MoM ต่อเนื่องจากที่ขยายตัวสูง 8.1% ในเดือนก่อน และดีกว่าคาดการณ์ของตลาดอย่างมากที่จะลดลง -3.0%

นอกจากนี้ ตลาดแรงงานโดยรวมยังแข็งแกร่งในเดือน มี.ค. โดยการจ้างงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm payrolls) เพิ่มขึ้น 2.36 แสนตำแหน่ง สูงกว่าคาดการณ์ของตลาดเล็กน้อยที่ 2.30 แสนตำแหน่ง ขณะที่ตัวเลขเดือนหน้าก่อนถูก Revised เพิ่มขึ้น +1.5 หมื่นตำแหน่ง เป็น 3.26 แสนตำแหน่ง ยังคงสะท้อนภาพรวมการจ้างงานที่ยังดีอยู่ แม้จะชะลอลงต่อเนื่องและต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 3 เดือนก่อนหน้า (3.45 แสนตำแหน่ง) ด้านอัตราการว่างงาน (Umployment rate) ปรับลดลงเป็น 3.5% ต่ำกว่าเดือนก่อนและคาดการณ์ตลาดที่ 3.6% ซึ่งนับเป็นระดับใกล้เคียงระดับต่ำสุดในรอบกว่า 50 ปี

แผนภาพที่ 25: กิจกรรมเศรษฐกิจโดยรวมยังดีอยู่แม้จะมีสัญญาณแผ่วลง

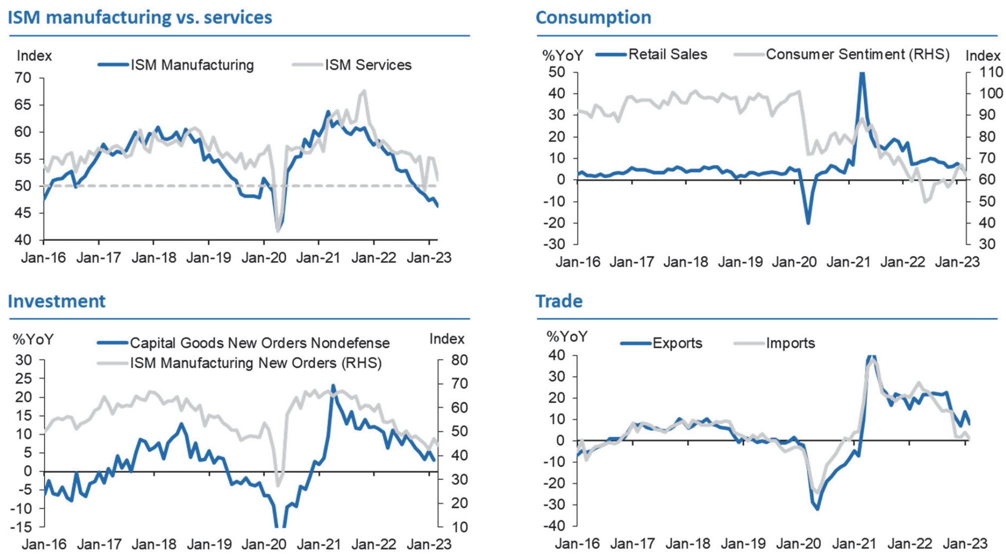


Note: MoM = month-over-month seasonally adjusted basis.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจเริ่มมีสัญญาณอ่อนแอลง โดยดัชนี ISM ทั้งภาคการผลิต (-1.4,46.3 จุด; ตลาดคาด 47.5 จุด) และบริการ (-3.9, 51.2 จุด; ตลาดคาด 54.4 จุด) ปรับตัวลดลงมากกว่าที่ตลาดคาดค่อนข้างมากในเดือน มี.ค. ตามยอดคำสั่งซื้อใหม่และการจ้างงานที่อ่อนแอลง นอกจากนี้ ความเชื่อมั่นผู้บริโภคโดย U. of Michigan ได้ปรับตัวลดลง (-5.0, 62.0 จุด) เป็นครั้งแรกในรอบ 4 เดือน ท่ามกลางความกังวลต่อสภาวะเศรษฐกิจในอนาคต โดยเฉพาะหลังเกิดประเด็นในภาคธนาคารขึ้น (จะกล่าวถึงเพิ่มเติมในหัวข้อถัดไป) ซึ่งยังคงติดตามอย่างใกล้ชิด

โดยรวมเรามองว่า Fed ยังมีความจำเป็นต้องเดินหน้าปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยต่อ จากแรงกดดันเงินเฟ้อจากด้านอุปสงค์ที่จะยังสูง ขณะที่เงินเฟ้อล่าสุดเดือน มี.ค. (5.0% YoY) ที่แม้จะชะลอลงต่อเนื่องแต่ก็ยังสูงกว่าเป้าหมายของ Fed ที่ 2% มาก ดังนั้น ในกรณีฐานเราคาดว่า Fed จะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก +50bps สู่ระดับสูงสุดหรือ Terminal rate ที่ 5.25-5.50% โดยคาดจะปรับขึ้น +25bps ในการประชุมเดือน พ.ค. และ มิ.ย. อย่างไรก็ดี เรามองคาดการณ์ดังกล่าวมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านต่ำมากขึ้น หลังเกิดประเด็นในภาคธนาคารที่อาจกดดันการปล่อยเงินกู้สู่ระบบเศรษฐกิจ

แผนภาพที่ 26: ดัชนี ISM ปรับตัวลดลงมากกว่าคาดทั้งภาคการผลิตและบริการในเดือน มี.ค. ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภคลดลงเป็นครั้งแรกในรอบ 4 เดือน สะท้อนเศรษฐกิจเริ่มมีสัญญาณอ่อนแอลง



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

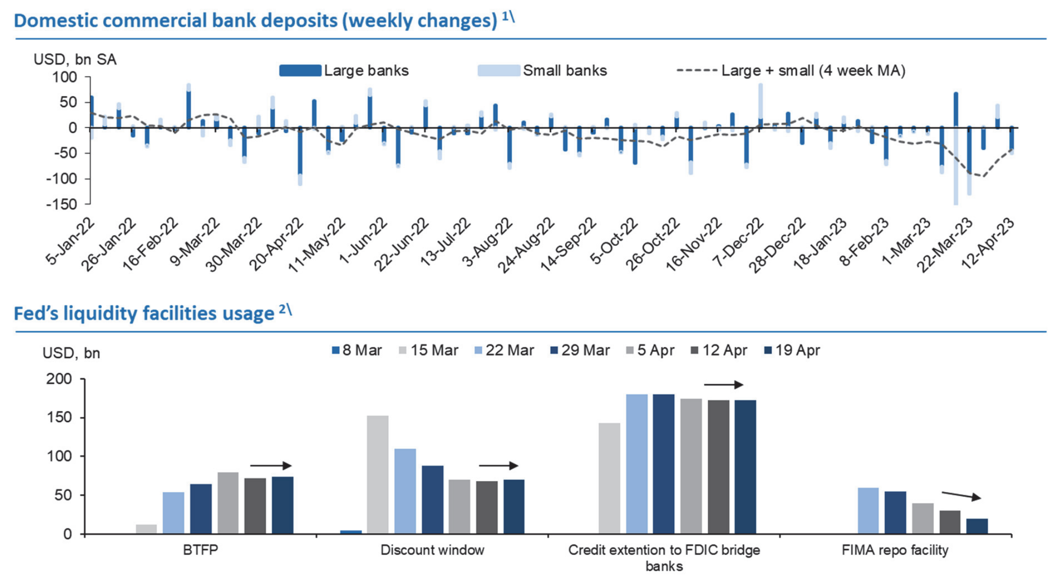
สถานการณ์ในภาคการเงินมีสัญญาณคลี่คลายลง แต่ยังคงต้องจับตาการไหลออกของเงินฝากและการปล่อยสินเชื่ออย่างใกล้ชิด

ความกังวลในภาคธนาคารหลังเกิดกรณีธนาคาร Silicon Valley Bank (SVB) ล้มละลายเมื่อช่วงต้นเดือน มี.ค. จนนำไปสู่การไหลออกของเงินฝากเป็นจำนวนมาก เริ่มมีสัญญาณคลี่คลายลง สะท้อนผ่านยอดขอสภาพคล่องผ่านมาตรการของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed’s liquidity facilities) ที่ยอดคงค้าง (Outstanding balance) โดยรวมค่อนข้างทรงตัว (ข้อมูล ณ สัปดาห์สิ้นสุดวันที่ 19 เม.ย.) หลังจากที่ได้มีการขอเป็นจำนวนมากในช่วงแรกที่เกิดประเด็น SVB โดยยอดขอสภาพคล่องผ่านหน้าต่างปกติ (Discount window) ที่มีอายุครบกำหนด 90 วัน ได้เพิ่มขึ้นเล็กน้อย (2.2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ vs. 1.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สัปดาห์สิ้นสุดวันที่ 15 มี.ค.) ขณะที่ยอดขอสภาพคล่องผ่านมาตรการฉุกเฉินอันใหม่ Bank Term Funding Program (BTFP) ที่มีอายุครบกำหนด 1 ปี เพิ่มขึ้นแต่ในอัตราที่ชะลอลงเมื่อเทียบกับตอนที่เพิ่งเกิดประเด็น SVB เช่นกัน (2.1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ vs. 4.2 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)

ด้านการไหลออกของเงินฝาก (Deposit outflow) ยังคงเกิดขึ้น ซึ่งเมื่อดูค่าเฉลี่ย 4 สัปดาห์ (แผนภาพ 27: กราฟด้านบน) ยังคงสะท้อนถึงโมเมนตัมการไหลออกของเงินฝากที่ยังคงอยู่แม้จะเริ่มคลี่คลายลง โดยล่าสุด (ณ สัปดาห์สิ้นสุดวันที่ 12 เม.ย.) ปริมาณเงินฝากในระบบของธนาคารพาณิชย์สหรัฐฯ (Domestically Chartered Commercial Banks) ได้ปรับตัวลดลง -4.9 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (vs. เพิ่มขึ้น +4.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในสัปดาห์ก่อน) ส่งผลให้ปริมาณเงินฝากในระบบลดลงมาอยู่ที่ระดับ 15,951.7 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ก.ค. 2021

อย่างไรก็ดี ปริมาณเงินฝากที่ลดลงในสัปดาห์ล่าสุด โดยหลักเป็นการลดลงมากในธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ใน 25 ลำดับแรกตามขนาดสินทรัพย์ (-4.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ซึ่งการลดลงของเงินฝากในธนาคารพาณิชย์เป็นสิ่งที่เกิดขึ้นมาต่อเนื่องนับตั้งแต่กลางปีก่อนท่ามกลางการปรับขึ้นดอกเบี้ยอย่างแข็งกร้าวของ Fed ขณะที่เงินฝากของธนาคารพาณิชย์ขนาดเล็กลดลงเพียงเล็กน้อย (-5.0 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ซึ่งถือได้ว่าค่อนข้างทรงตัวหลังจากที่ปรับลดลงมากในช่วงแรกหลังเกิดประเด็น SVB ดังนั้น ปริมาณเงินฝากที่ลดลงน่าจะเป็นผลจากการดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวดของ Fed เป็นหลัก ขณะที่ความกังวลต่อระบบธนาคารจากประเด็น SVB ได้มีลดลงไป

แผนภาพที่ 27: โมเมนตัมการไหลออกของเงินฝากยังคงอยู่ ขณะที่ความต้องการสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ได้มีลดลงไป



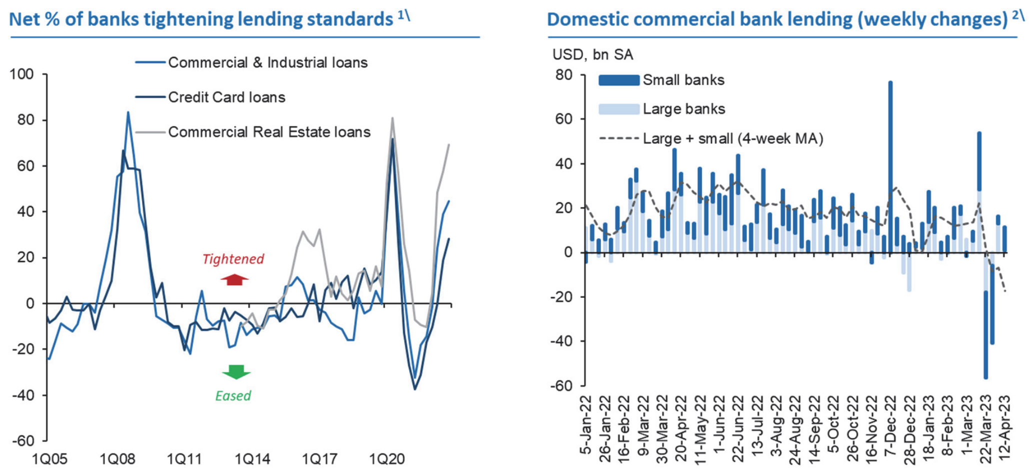
Note: 1\ Weekly changes, data as of 12 Apr. 2\ Data as of 19 Apr. FIMA repo facility is a repurchase agreement facility for foreign and international monetary authorities.
ที่มา: Bloomberg, Federal Reserves, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ด้านการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ซึ่ง Fed กำลังจับตาอย่างใกล้ชิดหลังเกิดประเด็น SVB เนื่องจากจะกระทบโมเมนตัมเศรษฐกิจและแนวทางการปรับขึ้นดอกเบี้ย ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเป็นสัปดาห์ที่สอง 11 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สัปดาห์สิ้นสุดวันที่ 12 เม.ย. (vs. 1.6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในสัปดาห์ก่อน) หลังจากที่ได้ลดลงมากในสองสัปดาห์ก่อนหน้านั้นที่เกิดประเด็น SVB ซึ่งนำไปสู่การไหลออกของเงินฝากเป็นจำนวนมาก

ในระยะสั้นเรามองว่าความกังวลในภาคธนาคารที่ดูคลี่คลายและการปล่อยกู้ที่ยังไม่ได้ลดลงอย่างมีนัยยะ จะเป็นปัจจัยที่ทำให้ Fed ยังสามารถปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อ +25bps สู่ระดับ 5.00-5.25% ในการประชุมวันที่ 2-3 พ.ค.นี้ ซึ่งเป็นสิ่งที่ตลาดคาดการณ์ (ให้น้ำหนักราว 80% ณ วันที่ 26 เม.ย.) ท่ามกลางเงินเฟ้อที่ยังสูงและตลาดแรงงานตึงตัว

อย่างไรก็ดี ยังต้องเฝ้าระวังสถานการณ์ในภาคธนาคารอย่างใกล้ชิดเนื่องจากยังไม่ได้กลับมาเป็นปกตินักหลังเกิดประเด็น SVB ขึ้น และยังต้องติดตามตัวเลขข้างต้นอย่างใกล้ชิดต่อไป โดยเฉพาะการปล่อยกู้ที่หากลดลงอย่างมีนัยยะ รวมถึงหากธนาคารพาณิชย์เพิ่มความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อมากขึ้น (รายงานภาวะการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ของ Fed หรือ SLOOS ซึ่งจะเปิดเผยในวันที่ 8 พ.ค.) ก็นับเป็นการเพิ่มความเสี่ยง Recession และเป็น Downside ต่อมุมมอง Terminal rate ของเราที่ 5.25-5.50%

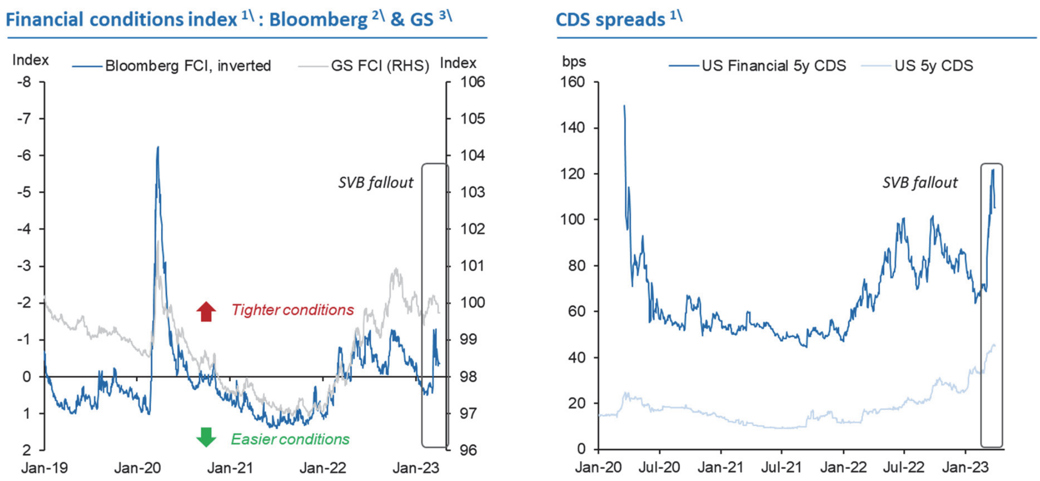
แผนภาพที่ 28: ธนาคารพาณิชย์ปล่อยสินเชื่อลดลงในช่วงสองสัปดาห์หลังเกิดประเด็น SVB (ก่อนที่จะกลับมาเพิ่มขึ้นอีกครั้งหลังจากนั้น) ขณะที่มีแนวโน้มเพิ่มความเข้มงวดในการปล่อยกู้ขึ้นอีก ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงต่อโมเมนตัมเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า



Note: 1\ Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices (SLOOS) which reports on a quarterly basis. Latest survey was in 4Q22. 2\ Weekly changes, data as of 12 Apr.
ที่มา: Bloomberg, Federal Reserves, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ด้านตลาดการเงิน สภาวะทางการเงินในตลาดสะท้อนผ่านดัชนี Financial Conditions ทั้งโดย Bloomberg และ Goldman Sachs รวมถึง CDS Spread ตึงตัวมากขึ้นตั้งแต่เกิดประเด็น SVB แต่ได้เริ่มผ่อนคลายลงบ้างแล้วในขณะนี้ สะท้อนถึงสถานการณ์และความกังวลต่อประเด็นในภาคธนาคารที่ทยอยคลี่คลาย

แผนภาพที่ 29: สภาวะการเงินในตลาดโดยรวมตึงตัวมากขึ้นตั้งแต่เกิดประเด็น SVB แม้จะเริ่มผ่อนคลายลงบ้างแล้ว



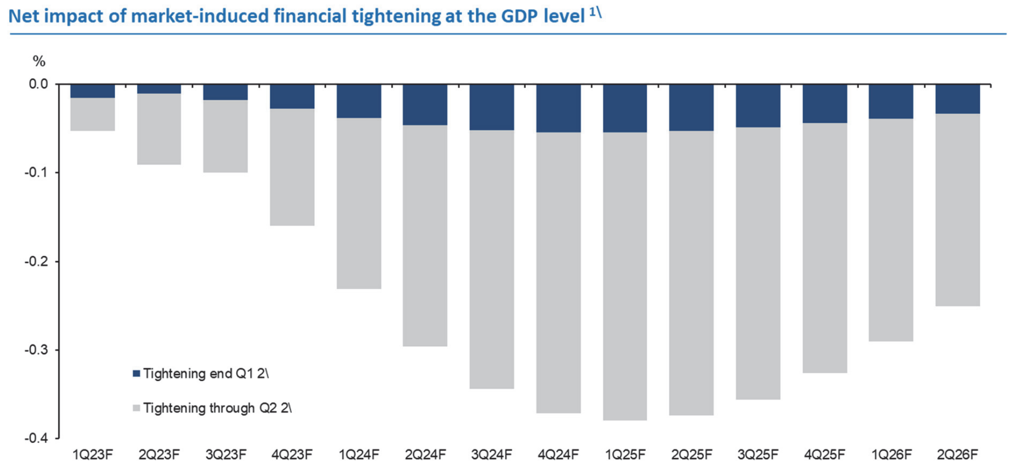
Note: 1\ Data as of 3 Apr. 2\ a Z-score indicates the number of S.D. by which current financial conditions deviate from normal levels, looking at: i) the difference between Libor & T-bills ii) Libor/OIS spread iii) Commercial paper/T-bills, iv) US High Yield/10y Treasury, v) US Muni/10y Treasury, vi) Swaption Volatility Index, vii) S&P500, and viii) VIX. 3\ a weighted average of riskless interest rates, the exchange rate, equity valuations, and credit spreads, with weights that correspond to the direct impact of each variable.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

คาดสภาวะทางการเงินที่ตึงตัวขึ้นจากประเด็น SVB ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจและอัตราดอกเบี้ยของ Fed อย่างจำกัด หากสถานการณ์ทยอยคลี่คลายลง

ต่อเนื่องจากสภาวะการเงินในตลาดที่ตึงตัวขึ้นมากจากประเด็น SVB เราได้ทำการศึกษาต่อว่าจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจและอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed มากน้อยแค่ไหน โดยใช้แบบจำลองของ Bloomberg Economics ซึ่งเราพบว่าสภาวะการเงินที่ตึงตัวมากขึ้น (โดยประเมินจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน, ความผันผวนในตลาดหุ้น และส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมของธุรกิจกับพันธบัตรรัฐบาล) ในช่วง 2 สัปดาห์สุดท้ายของไตรมาส 1 ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจอย่างมีนัยยะ โดยกระทบ GDP ราว 0.02-0.03% ต่อไตรมาสเท่านั้น (แท่งสีน้ำเงินในแผนภาพ 30 ด้านล่าง) หากสถานการณ์ในภาคธนาคารทยอยคลี่คลายลงต่อเนื่อง

อย่างไรก็ดี หากสถานการณ์ในภาคธนาคารไม่คลี่คลาย หรือมีประเด็นอะไรเกิดขึ้นมาอีก ซึ่งส่งผลให้สภาวะทางการเงินตึงตัวขึ้นมากต่อเนื่องตลอดในไตรมาส 2 จะส่งผลกระทบต่อ GDP ได้ถึง 0.4-0.5% ต่อไตรมาส

แผนภาพที่ 30: ผลกระทบต่อเศรษฐกิจจากประเด็น SVB ขึ้นอยู่กับสภาวะทางการเงินตึงตัวขึ้นต่อเนื่องยาวนานแค่ไหน ซึ่งหากทยอยคลี่คลายลงอย่างในปัจจุบันก็ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจอย่างมีนัยยะ (แท่งสีน้ำเงิน)

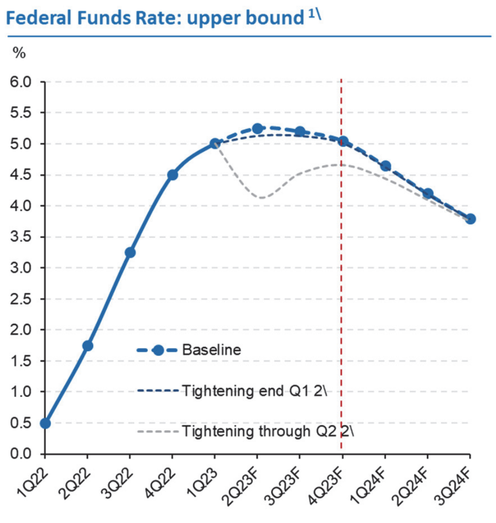


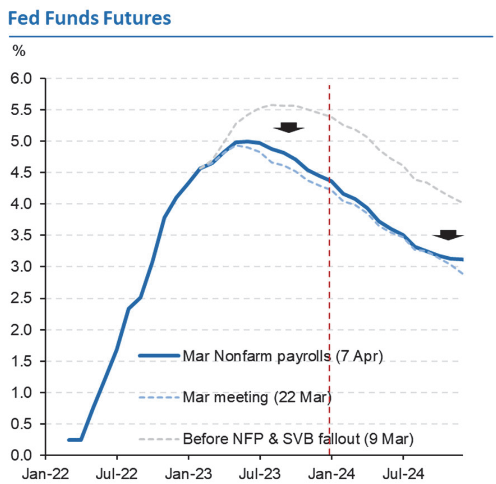
Note: 1\ Applying Bloomberg Economics model to estimate impact of market-induced financial tightening (via 3 factors: credit risk, uncertainty and exchange rate) from SVB collapse until 3 Apr. Exchange rate = Fed nominal broad dollar index; Uncertainty = VIX index, Credit risk = US BB+, BB or BB 5y corporate spreads from US 5y treasury yield. 2\ Impact only accounts for the day of the SVB collapse to the end of Mar or around 15 days in Q1.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed เราพบว่าสภาวะทางการเงินที่ตึงตัวขึ้นมากในช่วง 2 สัปดาห์สุดท้ายของไตรมาส 1 ไม่ได้ส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างมีนัยยะ (เส้นประสีน้ำเงินในแผนภาพ 31 กราฟซ้ายมือ) แต่ถ้าลากยาวไปในไตรมาส 2 ด้วย จะทำให้อัตราดอกเบี้ย ณ สิ้นปีนี้ ที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ไว้ถูกปรับลดลงราว 50bps ซึ่งสอดคล้องกับตลาดการเงิน (สะท้อนผ่าน Fed funds futures ในกราฟขวามือ) ที่เชื่อว่า Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยลง 60bps ในปีนี้

ดังนั้น ด้วยสภาวะทางการเงินที่ทยอยคลี่คลายลงในปัจจุบันและความกังวลในภาคธนาคารที่มีลดลง ทำให้เรามองว่า Fed น่าจะคงอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ระดับสูงตลอดปีนี้มากกว่า และมุมมองอัตราดอกเบี้ย ณ สิ้นปีของตลาดดูจะต่ำเกินไป ซึ่งน่าจะมีการกลับมา re-price ในระยะหน้า ซึ่งเราคาดระดับ Terminal rate ที่ 5.25-5.50%

แผนภาพที่ 31: ผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยของ Fed มีจำกัดเช่นกัน หากสถานการณ์ทยอยคลี่คลาย และมุมมองอัตราดอกเบี้ยของตลาด (ภาพขวามือ) ก็ดูจะต่ำเกินไป





Note: 1\ Applying Bloomberg Economics model to estimate impact of market-induced financial tightening (via 3 factors: credit risk, uncertainty and exchange rate) from SVB collapse until 3 Apr. Exchange rate = Fed nominal broad dollar index, Uncertainty = VIX index, Credit risk = US BB+, BB or BB 5y corporate spreads from US 5y treasury yield. 2\ Impact only accounts for the day of the SVB collapse to the end of Mar or around 15 days in Q1.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจยูโรโซนส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นต่อด้วยแรงหนุนจากภาคบริการสะท้อนผ่านดัชนี Services PMI เดือน มี.ค. ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องสูงสุดในรอบ 9 เดือน อย่างไรก็ดี การใช้จ่ายของผู้บริโภคสะท้อนผ่านยอดค้าปลีกยังคงอ่อนแอ ขณะที่เริ่มมีสัญญาณผลกระทบของการดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวดของ ECB โดยนอกเหนือจากยอดปล่อยสินเชื่อที่ชะลอลงต่อเนื่องแล้ว ปริมาณเงินในระบบได้ชะลอลงต่อเนื่องเช่นกัน โดยเฉพาะปริมาณเงิน M1 ที่มีสภาพคล่องสูงสุดและเป็นเครื่องชี้นำเศรษฐกิจได้ขยายตัวติดลบ ด้านสถานการณ์ในภาคธนาคารเริ่มคลี่คลาย ซึ่งเราประเมินว่าส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจและดอกเบี้ยนโยบายอย่างไม่มีนัยยะ และยังมองในกรณีฐานว่า ECB จะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก +75bps สู่ระดับ Terminal rate ที่ 3.75% ท่ามกลางแรงกดดันเงินเฟ้อที่ยังสูง

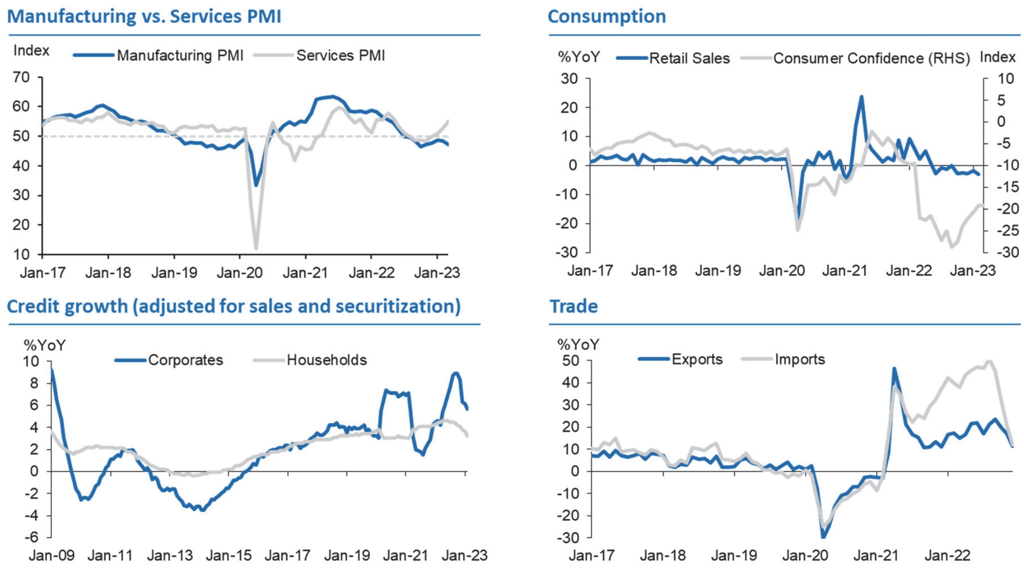
กิจกรรมเศรษฐกิจส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นต่อ แต่จะเริ่มได้รับแรงกดดันจากการดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวด

กิจกรรมเศรษฐกิจในยูโรโซนยังส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นต่อและยังคงหนุนโดยภาคบริการเป็นหลัก โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ภาคการบริการเดือน มี.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง +2.3 จุด เป็น 55.0 จุด สูงสุดนับตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2022 ขณะที่ภาคการผลิตปรับตัวลดลง- 1.2 จุด เป็น 47.3 จุด ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 9 แต่รายละเอียดสะท้อนภาพเชิงบวก โดยการลดลงของดัชนีเป็นผลจากระยะเวลาในการส่งมอบสินค้า (Suppliers' Delivery Times) ที่ปรับตัวลดลงต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ซึ่งสะท้อนถึงสถานการณ์ในห่วงโซ่อุปทานที่ปรับตัวดีขึ้น รวมถึงต้นทุนการผลิตและราคาขายที่ปรับตัวลดลง ขณะที่ดัชนีย่อยผลผลิตและการจ้างงานปรับตัวดีขึ้น

ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer confidence) เดือน มี.ค. ปรับตัวลดลงเล็กน้อย -0.1 จุด อยู่ที่ -19.2 จุด ขณะที่การใช้จ่ายของผู้บริโภคสะท้อนผ่านยอดค้าปลีก (Retail Sales) ยังคงหดตัวต่อเนื่อง YoY ในเดือน ก.พ. สะท้อนภาพการใช้จ่ายที่ยังอ่อนแอ

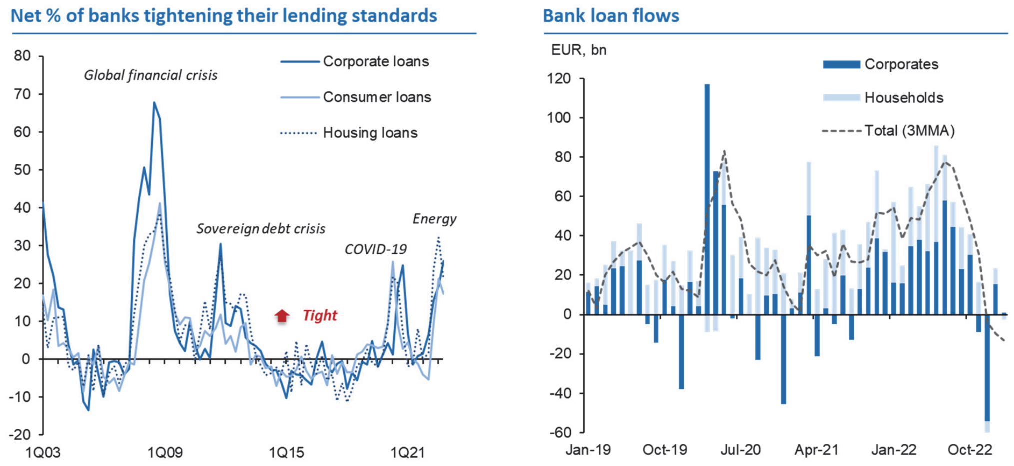
ด้านการปล่อยสินเชื่อ (Credit growth) ชะลอลงอย่างต่อเนื่องในเดือน ก.พ. โดยยอดปล่อยสินเชื่อภาคครัวเรือน (Household) ขยายตัวลดลงเป็น 3.2% YoY (vs. 3.6% เดือนก่อน) และยอดปล่อยสินเชื่อภาคธุรกิจ (Corporates) ขยายตัวลดลงเป็น 5.7% (vs. 6.1% เดือนก่อน) สะท้อนถึงผลกระทบจากการดำเนินนโยบายเข้มงวดต่อเนื่อง ของ ECB โดยเฉพาะการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยไปแล้ว +350bps (นับตั้งแต่เดือน ก.ค. 2022 จนถึงเดือน มี.ค. 2023) ขณะที่ได้เริ่มต้นลดการถือครองสินทรัพย์หรือ QT ที่ได้เริ่มต้นในเดือน มี.ค. ที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 32: ภาคบริการยังเป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจสะท้อนผ่าน Services PMI แต่ยอดค้าปลีกยังอ่อนแอ ขณะที่ยอดปล่อยสินเชื่อชะลอลงต่อเนื่อง



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

แผนภาพที่ 33: ธนาคารพาณิชย์เพิ่มความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อนับตั้งแต่ปลายปีก่อน ขณะที่โมเมนตัมการปล่อยสินเชื่ออ่อนแอลงต่อเนื่อง

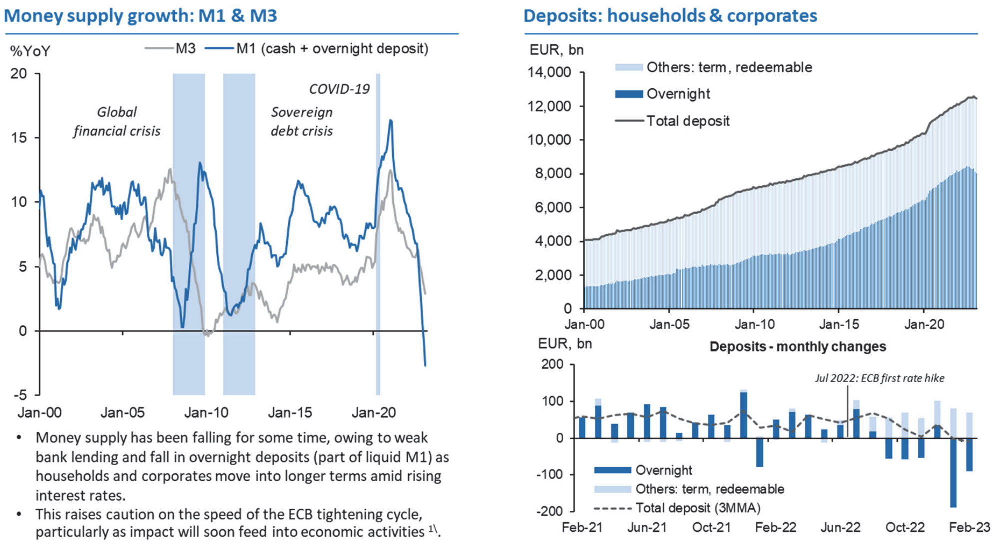


ที่มา: Bloomberg, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นอกเหนือจากการปล่อยสินเชื่อที่ชะลอลงอย่างต่อเนื่อง ก็เริ่มมีสัญญาณผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวดต่อเนื่อง โดยปริมาณเงินในระบบได้ชะลอตัวลงต่อเนื่อง โดยเฉพาะปริมาณเงินในระบบ M1 ซึ่งมีสภาพคล่องสูงสุด (ได้แก่ เงินและเงินฝากระยะสั้น) และเป็นตัวชี้นำการขยายตัวของเศรษฐกิจได้ชะลอลงต่อเนื่องและขยายตัวติดลบ YoY เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ที่มีการเก็บข้อมูล โดยหลักเป็นผลจากที่ภาคครัวเรือนและธุรกิจเคลื่อนย้ายเงินฝากระยะสั้น (Overnight deposits) ไปสู่เงินฝากประจำหรือระยะยาว (Term deposits) ที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า ท่ามกลางอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น

ปริมาณเงินในระบบ M1 ที่ชะลอลงต่อเนื่องและหดตัว นับเป็นสัญญาณที่ไม่ดีต่อแนวโน้มการขยายตัวของเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า โดย Deutsche Bank ประเมินว่าการขยายตัวของปริมาณเงิน M1 จะนำการขยายตัวของเศรษฐกิจ 3-5 ไตรมาส ดังนั้นปริมาณเงินในระบบ M1 ที่เริ่มชะลอลงชัดเจนนับตั้งแต่ไตรมาส 4/2022 คาดจะเริ่มส่งผลต่อเศรษฐกิจในช่วงครึ่งหลังของปีนี้

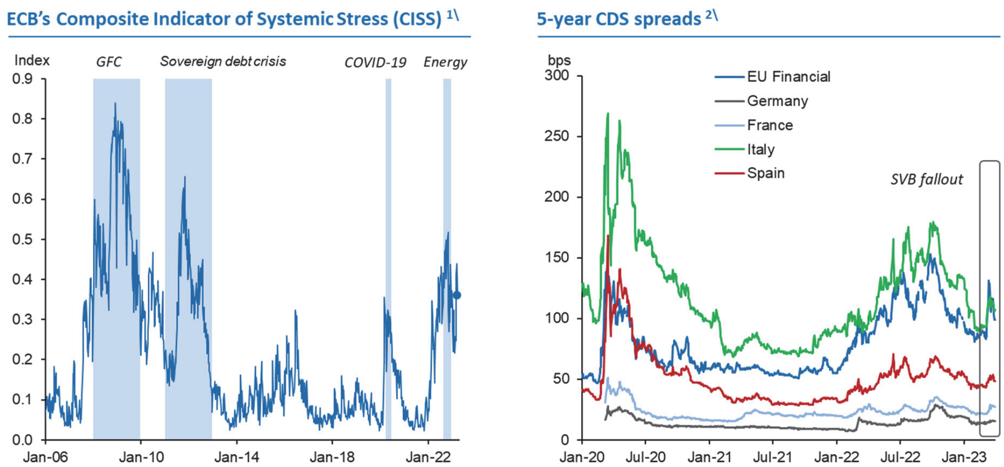
แผนภาพที่ 34: ปริมาณเงินในระบบชะลอลงต่อเนื่อง โดยเฉพาะปริมาณเงิน M1 ที่หดตัว (ภาพซ้ายมือ: เส้นสีน้ำเงิน) โดยหลักเป็นผลจากการเคลื่อนย้ายเงินฝากระยะสั้น (Overnight deposits) ไปสู่เงินฝากประจำหรือระยะยาว (Term, redeemable)



Note: 1\ According to Deutsche Bank, the usual empirical lag between (real) M1 growth & GDP growth is 3-5 quarters. With the decline in M1 starting in 4Q22, it would suggest that the main impact on growth should be visible in 2H23.
ที่มา: Bloomberg, ECB, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ด้านสถานการณ์ในภาคธนาคารที่เกิดขึ้นจากการล้มละลายของ SVB และ Credit Suisse ซึ่งส่งผลให้เกิดความกังวลอย่างมากในตลาดเงิน และสภาวะทางการเงินสะท้อนผ่านเครื่องชี้อาทิ Composite Indicator of Systemic Stress (CISS) ที่จัดทำโดย ECB ซึ่งรวมข้อมูลจากเครื่องชี้ภาคการเงิน 15 ตัว ทั้งตลาดหุ้น พันธบัตร และอัตราแลกเปลี่ยน และ CDS Spread ของประเทศหลักในยุโรป ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูง เริ่มมีสัญญาณคลี่คลายลง ซึ่งหากเป็นเช่นนี้ต่อ เราประเมินผลกระทบจากสถานการณ์ดังกล่าวต่อเศรษฐกิจและอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีจำกัด ซึ่งจะกล่าวถึงในหัวข้อถัดไป

แผนภาพที่ 35: สภาวะการเงินในตลาดเริ่มผ่อนคลายลง หลังตึงตัวขึ้นจากประเด็นในภาคธนาคาร



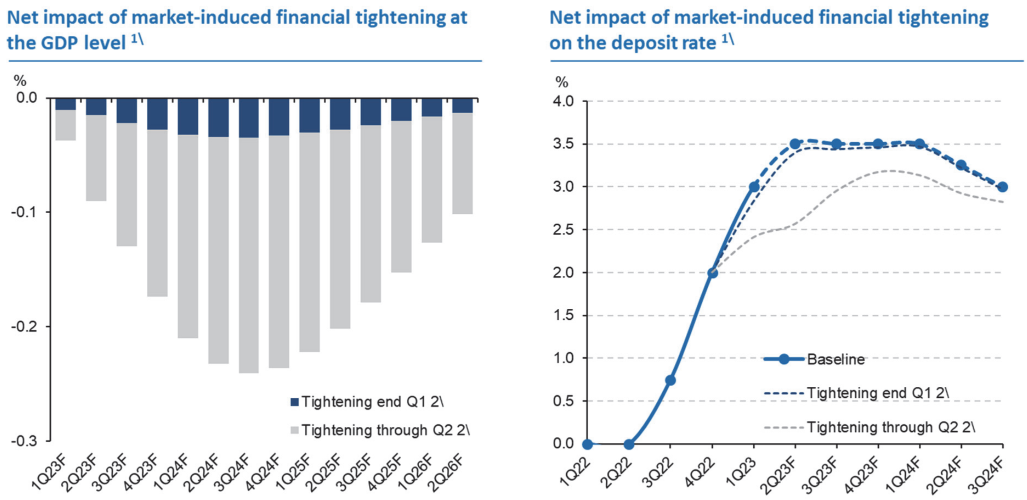
Note: 1\ CISS is computed for the Eurozone as a whole. It includes 15 raw, mainly market-based financial stress measures that are split equally into five categories, namely the financial intermediaries sector, money markets, equity markets, bond markets and foreign exchange markets. Data as of 31 Mar. 2\ Data as of 3 Apr.
ที่มา: Bloomberg, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ประเมินผลกระทบเศรษฐกิจจากสภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้นจากประเด็นภาคธนาคารมีจำกัดและไม่กระทบการดำเนินนโยบายการเงินของ ECB หากสถานการณ์ทยอยคลี่คลายต่อเนื่อง

จากประเด็นในภาคธนาคารอาทิ SVB และ Credit Suisse ที่เกิดขึ้นในช่วงต้นเดือน มี.ค. และนำไปสู่ความกังวลในตลาดการเงินและทำให้สภาวะทางการเงินตึงตัวขึ้นนั้น เราได้ลองทำการศึกษาต่อว่าได้ส่งผลกระทบเศรษฐกิจและการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ECB มากน้อยแค่ไหน โดยใช้แบบจำลองของ Bloomberg Economics เช่นเดียวกับในส่วนของสหรัฐฯ ซึ่งเราพบว่าสภาวะการเงินที่ตึงตัวมากขึ้น (โดยประเมินจากการเปลี่ยนแปลงของความผันผวนในตลาดหุ้น และส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมของธุรกิจกับพันธบัตรรัฐบาล) ในช่วง 2 สัปดาห์สุดท้ายของไตรมาส 1 ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของยูโรโซนอย่างมีนัยยะ หากสถานการณ์ทยอยคลี่คลายลง (แท่งสีน้ำเงินในแผนภาพ 123456 ด้านล่างซ้ายมือ) และผลกระทบน้อยกว่าที่เกิดขึ้นในสหรัฐฯ (GDP ลดลง 0.02-0.03% ต่อไตรมาส) โดยในกรณีที่สถานการณ์ในภาคธนาคารไม่คลี่คลาย หรือเกิดประเด็นอะไรเพิ่มเติมจนนำไปสู่สภาวะทางการเงินตึงตัวขึ้นต่อเนื่องตลอดไตรมาส 2 ก็จะกระทบ GDP ราว 0.2% ต่อไตรมาส

ด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ECB เราพบว่าผลกระทบจากสภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้นในไตรมาส 1 มีจำกัด และในกรณีที่สภาวะทางการเงินตึงตัวขึ้นลากยาวเข้าสู่ไตรมาส 2 จะทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นปีนี้ ที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ ไว้ (Deposit rate ที่ 3.5% ณ ตอนที่เราทำการประเมิน) ถูกปรับลดลงเพียงราว 25bps เท่านั้น

แผนภาพที่ 36: มองผลกระทบต่อเศรษฐกิจ (ซ้ายมือ) และอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จากสภาวะทางการเงินที่ตึงตัวขึ้นในไตรมาส 1 มีจำกัด

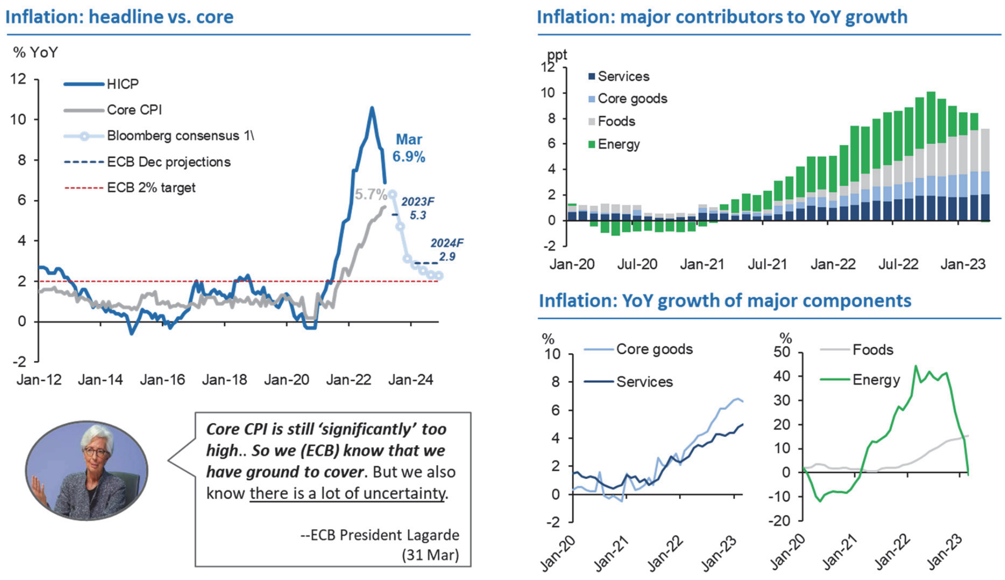


Note: 1\ Applying Bloomberg Economics model to estimate impact of market-induced financial tightening (via 2 factors: credit risk & uncertainty) from SVB collapse until 3 Apr. Uncertainty = VIX index, Credit risk = Eurozone 5y corporate spreads from 5y government bond yield. 2\ Impact only accounts for the day the SVB collapsed until end Mar or around 15 days in Q1.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

คาด ECB เดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ยต่ออีก +75bps ท่ามกลางแรงกดดันเงินเฟ้อที่ยังสูง

ด้วยผลกระทบจากประเด็นในภาคธนาคารต่อเศรษฐกิจและอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่มีจำกัด (ตามที่เราได้ประเมินในหัวข้อก่อนหน้า) ทำให้เรามองว่า ECB จะยังคงให้น้ำหนักเรื่องของอัตราเงินเฟ้อที่สูงเป็นหลักในการพิจารณาปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยเฉพาะอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) ที่เดือน มี.ค. ยังคงเร่งตัวขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 5.7% YoY (vs. 5.6% ในเดือนก่อน) ขณะที่อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) แม้จะชะลอลงต่อเนื่องอยู่ที่ 6.9% YoY แต่ก็ยังสูงกว่าเป้าหมายเงินเฟ้อที่ 2% อยู่มาก นอกจากนี้ ยังไม่มีสัญญาณการชะลอลงของเงินเฟ้อ (Disinflation) ในหมวดบริการและอาหารเลย ซึ่งแตกต่างจากสหรัฐฯ

แผนภาพที่ 37: อัตราเงินเฟ้อทั่วไปเดือน มี.ค. ชะลอลงต่อเนื่อง แต่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานยังเร่งตัวขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ โดยราคาในหมวดบริการและอาหารยังไม่มีสัญญาณชะลอลงชัดเจน

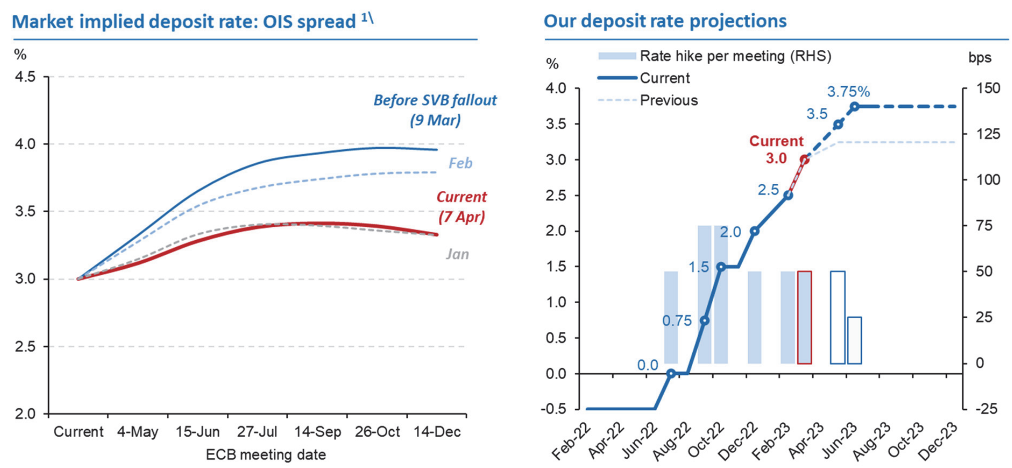


Note: 1\ Consensus as of 31 Mar.
ที่มา: Bloomberg, iNews, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ดังนั้น เรายังคงมองว่า ECB จะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก +75bps สู่ระดับ Terminal rate ที่ 3.75% โดยคาดจะปรับขึ้นในอัตรา +50bps ในเดือน พ.ค. และ +25bps เดือน มิ.ย. ซึ่งสูงกว่าคาดการณ์ของตลาดการเงินในปัจจุบันที่มองว่า ECB จะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีกเพียงราว 25-30bps เท่านั้น

อย่างไรก็ดี หากอัตราเงินเฟ้อทั่วไปเดือน เม.ย. ออกมาชะลอลงมากกว่าที่คาด และธนาคารพาณิชย์ได้เพิ่มความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อเพิ่มเติม (รายงานผลสำรวจการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ (BLS) ของ ECB จะเปิดเผยผลสำรวจของไตรมาส 1/2023 ในช่วงปลายเดือน เม.ย.) ก็อาจลดความจำเป็นที่ ECB จะต้องปรับดอกเบี้ยขึ้นในอัตราสูง +50bps ในการประชุมเดือน พ.ค. ซึ่งหากเป็นเช่นนั้น เรามองว่า ECB จะปรับดอกเบี้ยขึ้นในอัตรา +25bps ในการประชุมเดือน พ.ค., มิ.ย. และ ก.ค.

แผนภาพที่ 38: เรายังคาด ECB จะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก +75bps สู่ Terminal rate ที่ 3.75% ซึ่งสูงกว่าคาดการณ์ของตลาด (ภาพซ้าย) ที่มองจะปรับขึ้นอีกเพียง 25-30bps เท่านั้น



Note: 1\ Data at month end.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจจีนยังคงฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็วโดยเฉพาะในส่วนของภาคบริการ และการค้าปลีกส่วนการส่งออกฟื้นตัวดีขึ้นกว่าที่ตลาดคาดอย่างมาก รวมถึงตัวเลข GDP ไตรมาส 1/2023 ที่ขยายตัว 4.5% YoY สูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 4.0% เร่งตัวขึ้นจาก 2.9% ในไตรมาสก่อน ทำให้ตลาดปรับประมาณการเศรษฐกิจของจีนในปีนี้ดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยปัจจุบันตลาดคาดเศรษฐกิจจีนในปี 2023F จะขยายตัวได้ 5.3% ซึ่งสูงกว่าเป้าหมายที่ทางการจีนตั้งไว้ที่ราว 5% และด้วยเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นนี้ ทำให้ตลาดมองว่าธนาคารกลางจีน (PBoC) อาจตัดสินใจปรับลด RRR ลงอีก 25bps ในช่วงไตรมาส 3 เพื่อเป็นการเสริมสภาพคล่องให้กับภาคเศรษฐกิจจริงตามนโยบายของทางการ อย่างไรก็ตามเศรษฐกิจจีนยังคงมีปัจจัยเสี่ยงที่อาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจในปีนี้โดยเฉพาะประเด็นด้านภูมิรัฐศาสตร์ที่ดูมีแนวโน้มรุนแรงขึ้น

กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน มี.ค. ฟื้นตัวดีขึ้นในภาคบริการและการค้าปลีกส่วนการส่งออกฟื้นตัวดีขึ้นกว่าที่ตลาดคาดอย่างมาก

กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน มี.ค. ฟื้นตัวขึ้น ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน มี.ค. ปรับตัวลดลง -0.7 จุด เป็น 51.9 จุด แต่สูงกว่าตลาดคาดที่ 51.6 จุด ด้านดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.9 จุด เป็น 58.2 จุด และสูงกว่าตลาดคาดที่ 55.0 จุด เช่นกัน จากดัชนีภาคบริการที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.3 จุด เป็น 56.9 จุด ตามการผ่อนคลายมาตรการควบคุม COVID และดัชนีภาคก่อสร้างปรับตัวเพิ่มขึ้น +5.4 จุด เป็น 65.6 จุด

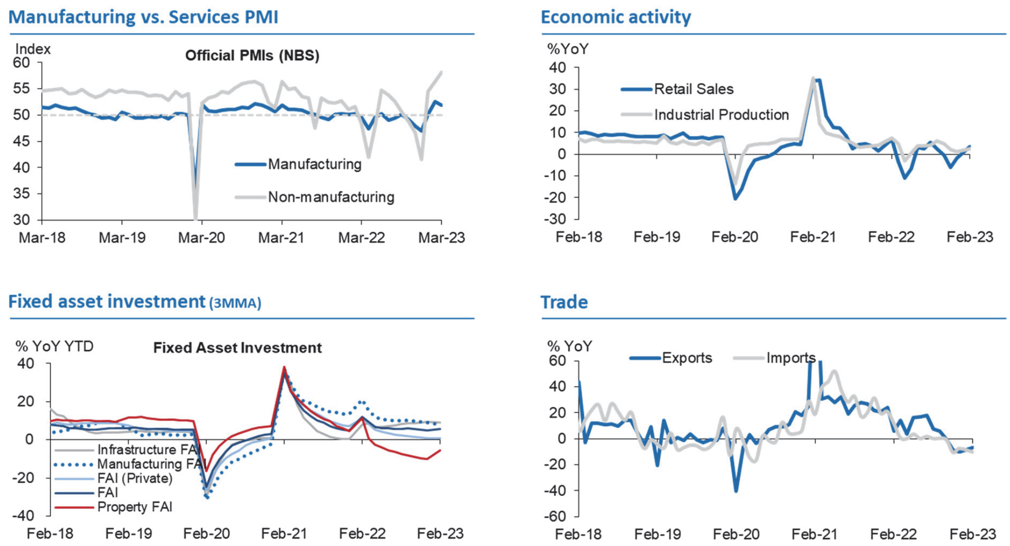
ด้านอุปสงค์ในประเทศ ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน มี.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น 10.6% YoY สูงกว่าตลาดคาดที่ 7.5% จาก 3.5% ในเดือน ม.ค.-ก.พ. การฟื้นตัวนำโดยหมวดร้านอาหาร (26.3% vs. 9.2% เดือน ม.ค.-ก.พ.), เครื่องสำอางค์ (9.6% vs. 3.8% เดือน ม.ค.-ก.พ.), รถยนต์ (10.6% vs. -9.4% เดือน ม.ค.-ก.พ.) และอุปกรณ์การสื่อสาร (1.8% vs. -8.2% เดือน ม.ค.-ก.พ.) ที่ปรับตัวดีขึ้นภายหลังการผ่อนคลายมาตรการควบคุม COVID

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน มี.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น 3.9% YoY จาก 2.4% ในเดือน ม.ค.-ก.พ. แต่ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 4.4% นำโดยผลผลิตรถยนต์ (13.5% vs. -14.0% เดือน ม.ค.-ก.พ.) และผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (8.1% vs. 3.6% เดือน ม.ค.-ก.พ.) ส่วนผลผลิตรถยนต์ไฟฟ้า (11.2% vs. 16.3% เดือน ม.ค.-ก.พ.) ชะลอตัวลงแต่ยังคงขยายตัวในระดับสูง

ส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เดือน มี.ค. ขยายตัว 5.1% YoY YTD ชะลอตัวลงจาก 5.5% ในเดือน ม.ค.-ก.พ. และสวนทางกับที่ตลาดคาดที่ 5.7% โดยการลงทุนชะลอตัวลงในโครงสร้างพื้นฐาน (8.8% vs. 9.0% เดือน ม.ค.-ก.พ.) และในภาคการผลิต (7.0% vs. 8.1% เดือน ม.ค.-ก.พ.) ขณะที่หดตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในภาคอสังหาริมทรัพย์ (-5.8% vs. -5.7% เดือน ม.ค.-ก.พ.)

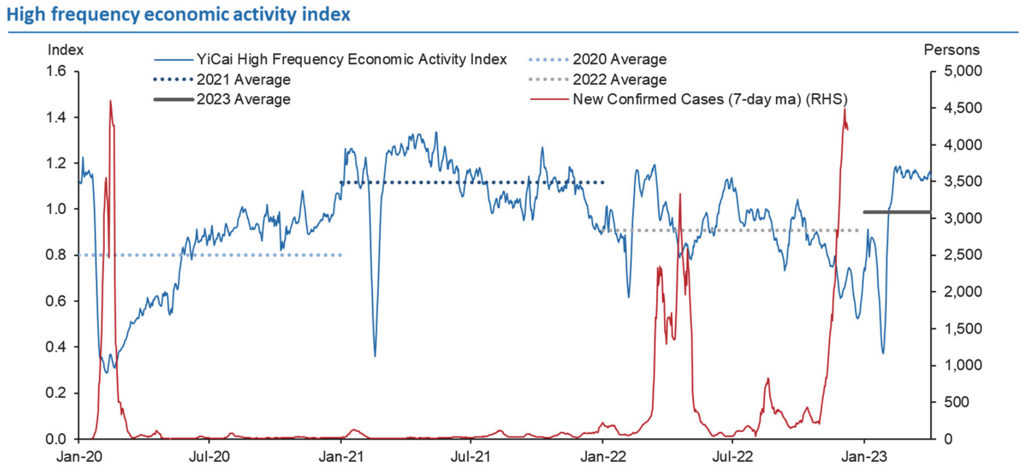
ด้านต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน มี.ค. พลิกกลับมาขยายตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 7 เดือนที่ 14.8% YoY จากที่หดตัว -1.3% ในเดือนก่อน และสวนทางกับที่ตลาดคาดว่าจะหดตัว -7.1% ด้านยอดนำเข้า (Imports) หดตัว -1.4% YoY จากที่ขยายตัว 4.2% ในเดือนก่อน แต่หดตัวน้อยกว่าคาดการณ์ตลาดที่ -6.4% ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน มี.ค. เกินดุล USD88.19bn เพิ่มขึ้นจาก USD16.82bn ในเดือนก่อน

แผนภาพที่ 39: ดัชนี PMI ของทางการจีนเดือน มี.ค. ยังคงขยายตัวต่อเนื่องโดยเฉพาะในภาคบริการ



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

แผนภาพที่ 40: กิจกรรมเศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็วภายหลังการผ่อนคลายมาตรการควบคุม COVID



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

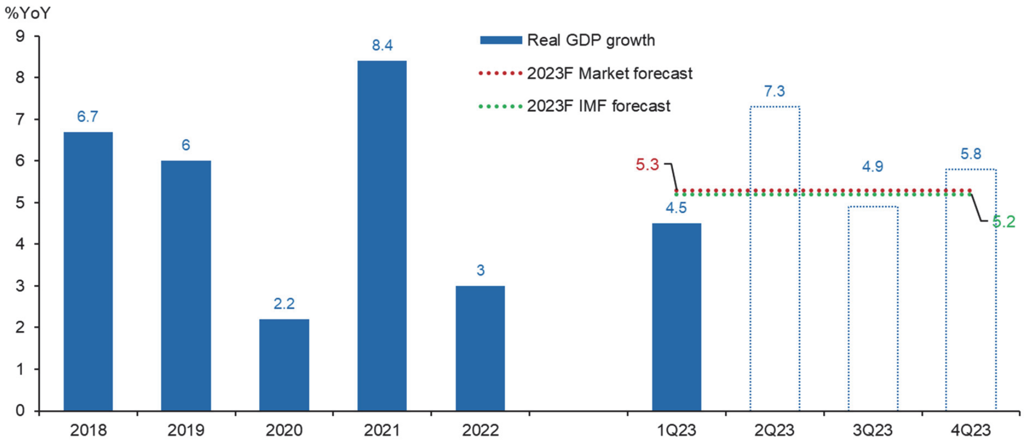
GDP ไตรมาส 1 ขยายตัว 4.5% YoY สูงกว่าตลาดคาดจากแรงหนุนของการเปิดประเทศ

GDP ไตรมาส 1/2023 ขยายตัว 4.5% YoY สูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 4.0% เร่งตัวขึ้นจาก 2.9% ในไตรมาสก่อน ขณะที่เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน GDP ขยายตัว 2.2% QoQ เร่งตัวขึ้นจาก 0.04% ไตรมาสก่อน จากผลของการยกเลิกมาตรการควบคุม COVID-19 ทำให้เศรษฐกิจจีนฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็วโดยเฉพาะในภาคบริการ ประกอบกับปัจจัยหนุนจากการเร่งออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่น และปัญหาในภาคอสังหาฯที่เริ่มส่งสัญญาณคลี่คลาย ช่วยหนุนกิจกรรมในภาคก่อสร้าง

นอกจากนี้ อุปสงค์โลกเริ่มมีสัญญาณฟื้นตัวขึ้นหลังสถานการณ์ในห่วงโซ่อุปทานทยอยคลี่คลาย ซึ่งอาจสะท้อนจากดัชนีระยะเวลาในการส่งมอบสินค้า (Suppliers' Delivery Times) ใน PMI เดือน มี.ค. ของยูโรโซนที่ปรับตัวลดลงต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ ซึ่งคาดว่าจะช่วยหนุนภาคการส่งออกของจีนในปีนี้ได้บ้าง

ด้วยปัจจัยที่กล่าวมาข้างต้นทำให้ตลาดปรับประมาณการเศรษฐกิจของจีนในปีนี้ดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยปัจจุบันตลาดคาดเศรษฐกิจจีนในปี 2023F จะขยายตัวได้ 5.3% ซึ่งสูงกว่าเป้าหมายที่ทางการจีนตั้งไว้ที่ราว 5% และด้วยเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นนี้ ทำให้ตลาดมองว่าธนาคารกลางจีน (PBoC) อาจตัดสินใจปรับลด RRR ลงอีก 25bps ในช่วงไตรมาส 3 เพื่อเป็นการเสริมสภาพคล่องให้กับภาคเศรษฐกิจจริงตามนโยบายของทางการ

แผนภาพที่ 41: GDP ไตรมาส 1 เร่งตัวขึ้นเป็น 4.5% YoY จาก 2.9% ไตรมาสก่อน โดยตลาดคาดเศรษฐกิจไตรมาส 2/2023 จะขยายตัวดีขึ้นเป็น 7.3% และทั้งปี 2023F คาด GDP จะขยายตัว 5.3%



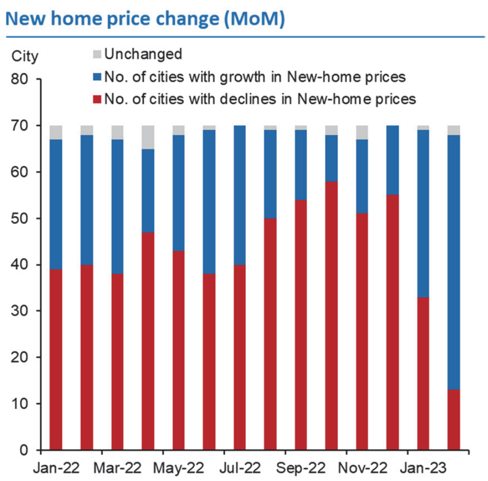
Note: Forecast are based on Bloomberg consensus as of 18 Apr.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ราคาบ้านเริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวสะท้อนตลาดบ้านที่มีเสถียรภาพมากขึ้น

ราคาบ้านใหม่โดยเฉลี่ยเดือน มี.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.44% MoM จาก 0.30% ในเดือนก่อน ซึ่งเป็นการขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 ติดต่อกัน โดยมีทั้งหมด 55 เมืองจากทั้งหมด 70 เมืองที่ราคาบ้านขยายตัวสะท้อนการฟื้นตัวในวงกว้าง

ด้วยแรงหนุนของการยกเลิกมาตรการควบคุม COVID ทำให้กิจกรรมเศรษฐกิจกลับมาดำเนินเป็นปกติมากขึ้นรวมถึงมาตรการช่วยเหลือจากภาครัฐที่ออกมาอย่างต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังของปี 2022

แผนภาพที่ 42: สถานการณ์ตลาดบ้านของจีนส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นในปี 2023



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

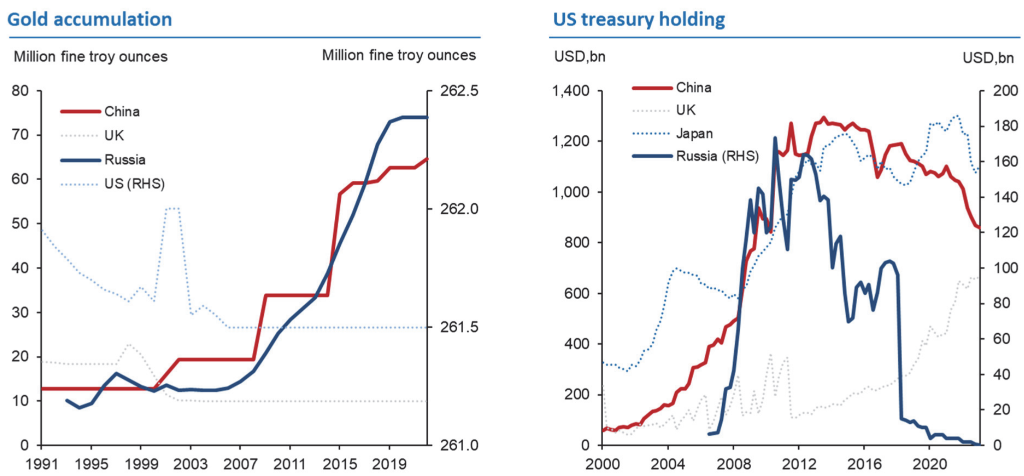
จีนมีการกระจายความเสี่ยงของเงินทุนสำรองโดยเพิ่มสัดส่วนการถือทองคำและลดสัดส่วนการถือพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ

จากข้อมูลของ IMF ณ วันที่ 17 เม.ย. จีนได้เพิ่มการถือครองทองคำเพิ่มขึ้นเป็น 66.5 ล้านออนซ์ จากเดิมที่เคยถืออยู่ที่ 62.6 ล้านออนซ์ ในปี 2022 ซึ่งเป็นการซื้อทองคำเข้าคลังครั้งแรกในรอบ 3 ปี อีกทั้งมีการลดปริมาณการถือครองพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ มาอยู่ที่ 848.8 พันล้านดอลล่าร์สหรัฐ ต่ำสุดในรอบ 14 ปี ซึ่งเป็นลักษณะเดียวกับที่เคยเกิดขึ้นกับรัสเซียเมื่อปี 2012 และ 2018 ขณะที่ประเทศพันธมิตรของสหรัฐอย่างญี่ปุ่นและสหราชอาณาจักรยังคงถือครองพันธบัตรในระดับสูง

แนวโน้มสถานการณ์ความขัดแย้งเชิงภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical risk) จะมีความท้าทายและผันผวนมากขึ้น และนับเป็นหนึ่งในประเด็นความเสี่ยงสำคัญต่อเศรษฐกิจที่ต้องติดตามอย่างใกล้ชิดในระยะข้างหน้าหากเกิดความขัดแย้งดังกล่าวที่เป็นรูปธรรม จะส่งผลกระทบในวงกว้างต่อภาวะเศรษฐกิจและห่วงโซ่อุปทานโลกอย่างมาก

ทั้งนี้ หากมีการโจมตีเกิดขึ้นจริงประเทศที่น่าจะได้รับผลกระทบสูงสุดคือประเทศที่มีการค้าในทะเลจีนใต้ในสัดส่วนที่สูง โดยจีนเป็นประเทศที่มีมูลค่าการค้าสูงสุดที่ 1.47 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ ส่วนเวียดนาม อินโดนีเซีย และไทยเป็นประเทศที่มีสัดส่วนพึ่งพาการค้าในทะเลจีนใต้ต่อการค้าทั้งหมดคิดเป็นสัดส่วน 86%, 85% และ 74% ตามลำดับ ในขณะที่ประเทศฝั่งตะวันตกอย่างสหรัฐฯ มีมูลค่าการค้าที่ 2 แสนล้านเหรียญสหรัฐฯ และพึ่งพาการค้าในทะเลจีนใต้ต่อการค้าทั้งหมดคิดเป็นสัดส่วนเพียง 6% เท่านั้น มีนัยยะว่าสหรัฐฯ จะได้รับผลกระทบต่อการค้าค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับประเทศในเอเชีย

แผนภาพที่ 43: จีนถือครองทองคำเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะขณะที่ลดการถือครองพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐลงอย่างมีนัยยะเช่นกัน



ที่มา: IMF, treasury.gov, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจในประเทศของญี่ปุ่นเดือน มี.ค. ฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องจากกิจกรรมในภาคบริการและแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ ด้านการเจรจาค่าจ้างของสหภาพแรงงาน (Shunto wage negotiation) ได้ออกตัวเลขการสำรวจครั้งที่ 4 (Fourth reading) ซึ่งออกมาอยู่ที่ 3.69% ต่ำกว่าตัวเลขการสำรวจครั้งที่ 2 และ 3 ที่ 3.74% และ 3.70% รวมทั้งตัวเลขเบื้องต้นที่ 3.80% โดยนาย Kazuo Ueda ผู้ว่า BoJ มองว่าตัวเลขในระดับดังกล่าวถือว่าเป็นสัญญาณที่ดี แต่ยังมองว่าความยั่งยืนของการขึ้นของค่าจ้างเป็นประเด็นที่สำคัญกว่าในการผลักดันเงินเฟ้อให้ขึ้นถึงระดับ 2% ได้อย่างยั่งยืน เรามองว่าตัวเลขที่ BoJ ใช้พิจารณาในการตัดสินใจปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินนั้น จะใช้การเติบโตของค่าจ้างรายเดือน (Cash earnings) ที่มีการปรับขึ้นจริง (ซึ่งรวมถึงรายได้อื่นๆ เช่น โบนัสไว้ด้วย ทั้งแรงงานที่อยู่ในสหภาพแรงงานและมิได้อยู่ในสหภาพแรงงานซึ่งมีมากกว่า 80%)

เศรษฐกิจในประเทศของญี่ปุ่นเดือน มี.ค. ฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องจากกิจกรรมในภาคบริการและแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ

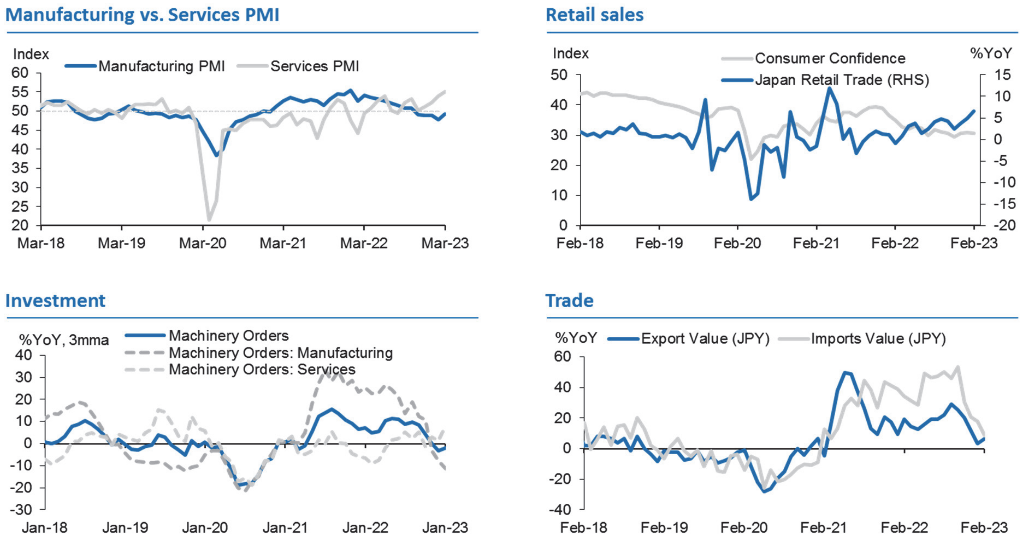
กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศเดือน มี.ค. ปรับตัวดีขึ้น โดยดัชนี Composite PMI ดัชนีปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.8 จุด เป็น 52.9 จุด และสูงกว่าตัวเลขเบื้องต้นที่ 51.9 จุด จากอุปสงค์ที่เร่งตัวขึ้นอย่างรวดเร็วหลังผลกระทบของการแพร่ระบาด COVID-19 ลดลง รวมถึงผลของมาตรการช่วยเหลือจากรัฐบาล ส่งผลให้ดัชนีภาคบริการเร่งตัวขึ้น (+1.0, 55.0) ขณะที่ภาคการผลิตดัชนีปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.5 จุด เป็น 49.2 จุด แต่อยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 5 โดยผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อใหม่เร่งตัวขึ้น ขณะที่ดัชนีราคาขายปรับตัวลดลงต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ส.ค. 2021 ส่วนราคาขายเพิ่มขึ้นเป็นเดือนที่ 2 ติดต่อกันเนื่องจากบริษัทได้ส่งต่อภาระต้นทุนที่สูงขึ้นบางส่วนให้กับลูกค้า

ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.พ. ขยายตัว 1.4% MoM, SA สูงกว่าตลาดคาดที่ 0.3% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกขยายตัว 6.6% YoY (vs. 5.0% เดือนก่อน) ส่วนตัวเลขเดือนก่อนถูกปรับลดลงมาจาก 1.9% เป็น 0.8%

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ก.พ. พลิกกลับมาขยายตัว 4.5% MoM, SA จากที่หดตัว -5.3% ในเดือนก่อน และขยายตัวมากกว่าตลาดคาดที่ 2.7% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมหดตัว -0.6% YoY (vs. -3.1% เดือนก่อน)

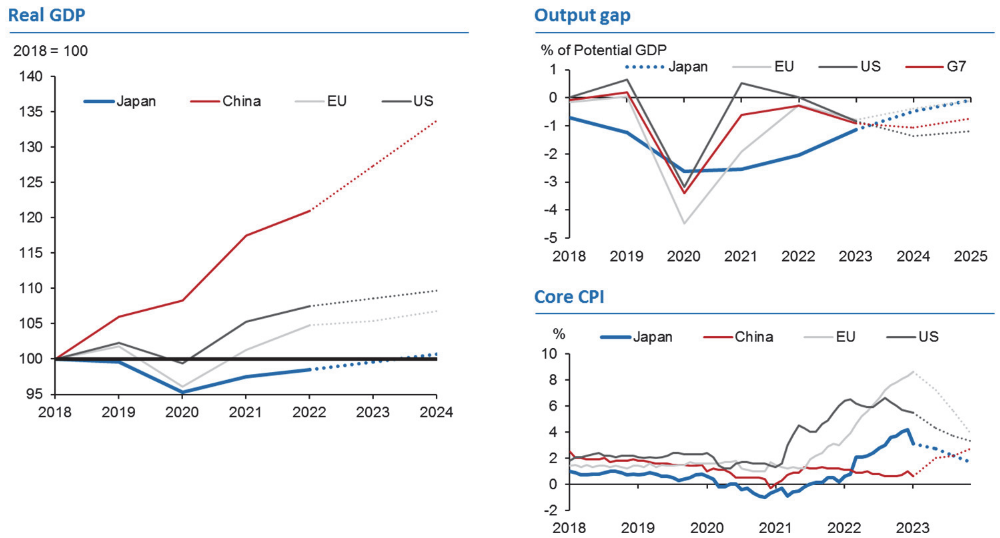
มูลค่าการส่งออก (Exports) เดือน มี.ค. ชะลอตัวลงเป็น 4.3% YoY จาก 6.5% ในเดือนก่อน แต่สูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 2.4% ด้านมูลค่าการนำเข้า (Imports) ชะลอตัวลงเป็น 7.3% YoY จาก 8.3% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 11.6% ส่งผลให้ดุลการค้า (Trade Balance) เดือน มี.ค. ขาดดุล -JPY754.5bn ลดลงจากที่ขาดดุล -JPY898.1bn ในเดือนก่อน แต่นับเป็นการขาดดุลต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 20

แผนภาพที่ 44: กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศฟื้นตัวต่อเนื่อง ขณะที่ภาคการผลิตยังคงชะลอตัว



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

แผนภาพที่ 45: เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังคงฟื้นตัวขึ้นตามหลังประเทศหลักอื่นๆ ส่วนเงินเฟ้อก็มีแนวโน้มจะชะลอตัวลง



Note: Real GDP and Core CPI forecast from Bloomberg consensus as of 7 Apr, Output gap forecast from IMF.
ที่มา: IMF, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

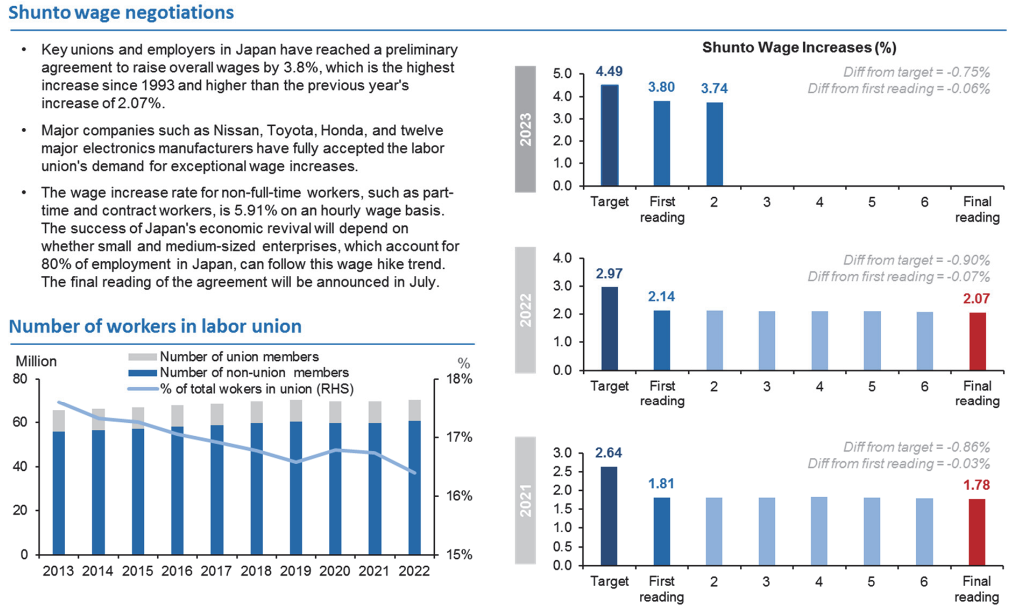
การเจรจาค่าจ้างประจำปีของสหภาพแรงงานแสดงตัวเลขที่ยังคงแข็งแกร่งแต่เรามองว่าการเติบโตของค่าจ้างรายเดือนจะสะท้อนการขึ้นค่าจ้างที่ครอบคลุมตลาดแรงงานมากกว่า

การเจรจาค่าจ้างของสหภาพแรงงาน (Shunto wage negotiation) ได้ออกตัวเลขการสำรวจครั้งที่ 4 (Fourth reading) ซึ่งออกมาอยู่ที่ 3.69% ต่ำกว่าตัวเลขการสำรวจครั้งที่ 2 และ 3 ที่ 3.74% และ 3.70% รวมทั้งตัวเลขเบื้องต้นที่ 3.80% โดยนาย Kazuo Ueda ผู้ว่า BoJ มองว่าตัวเลขในระดับดังกล่าวถือว่าเป็นสัญญาณที่ดี แต่ยังมองว่าความยั่งยืนของการขึ้นของค่าจ้างเป็นประเด็นที่สำคัญกว่าในการผลักดันเงินเฟ้อให้ขึ้นถึงระดับ 2% ได้อย่างยั่งยืน

ทั้งนี้ ข้อมูลการเจรจาค่าจ้างของสหภาพแรงงานในปัจจุบันเป็นเพียงข้อมูลการสำรวจครั้งที่ 4 จากทั้งหมด 7 ครั้ง ซึ่งน่าจะได้ข้อสรุปในเดือน ก.ค. และส่วนใหญ่แล้วตัวเลขการปรับขึ้นค่าจ้างในการสำรวจครั้งแรกๆ มักจะสูงกว่าตัวเลขที่เป็นข้อสรุป (Final reading)

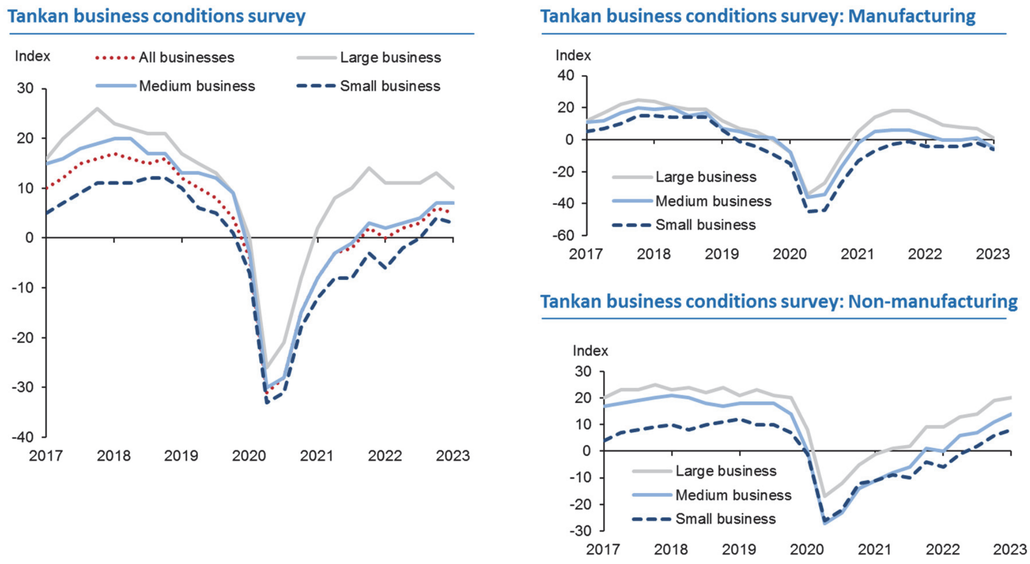
อย่างไรก็ตาม ยังคงมีแรงงานที่ไม่ได้อยู่ในสหภาพแรงงานอีกกว่า 80% ของแรงงานทั้งหมดซึ่งส่วนใหญ่เป็นแรงในบริษัทขนาดเล็ก-กลางซึ่งยังคงฟื้นตัวได้ช้ากว่าบริษัทขนาดใหญ่สะท้อนจาก TANKAN business survey ที่สำรวจโดย BoJ ทำให้ตัวเลขการเติบโตของค่าจ้างรายเดือน (Cash earnings) อาจไม่ได้สูงเท่าการเติบโตของตัวเลข Shunto wage negotiation

แผนภาพที่ 46: จำนวนผู้ที่อยู่ในสหภาพแรงงานคิดเป็นเพียงราว 17% ของแรงงานทั้งหมดเท่านั้น



ที่มา: Reuters, Rengo, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 47: ธุรกิจขนาดเล็ก-กลางยังคงฟื้นตัวได้ช้ากว่าบริษัทขนาดใหญ่ สะท้อนผ่านดัชนี Tankan business conditions



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

นาย Ueda ผู้ว่าฯ BoJ คนใหม่ มองว่านโยบายการเงินของญี่ปุ่นในขณะนี้มีความเหมาะสมกับสถานการณ์ปัจจุบัน

นาย Kazuo Ueda ผู้ว่าฯ BoJ คนใหม่ได้มีการแสดงมุมมองหลังเข้ารับตำแหน่งเมื่อวันที่ 9 เม.ย. ว่ามาตรการผ่อนคลายทางการเงินทั้ง Yield Curve Control (YCC) และอัตราดอกเบี้ยติดลบยังคงมีความเหมาะสมในสภาวะการณ์ปัจจุบันทั้งด้านเศรษฐกิจ ราคา และสภาวะทางการเงิน ซึ่งนับเป็นการส่งสัญญาณว่าจะยังไม่ปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินในระยะอันใกล้นี้

เรามองว่าตัวเลขที่ BoJ ใช้พิจารณาในการตัดสินใจปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินนั้น จะใช้การเติบโตของค่าจ้างรายเดือน (Cash earnings) ที่มีการปรับขึ้นจริง (ซึ่งรวมถึงรายได้อื่นๆ เช่น โบนัสไว้ด้วย ทั้งแรงงานที่อยู่ในสหภาพแรงงานและมิได้อยู่ในสหภาพแรงงานซึ่งมีมากกว่า 80%) ซึ่งรายงานโดยกระทรวงแรงงานเป็นหลัก ทำให้แม้ว่าจะมีการตกลงระหว่างสหภาพและบริษัทว่าจะปรับขึ้นค่าจ้างที่ระดับ 3.69% (Fourth reading) แต่ BoJ ก็จะยังไม่ทำการปรับเปลี่ยนนโยบายในทันที

ด้วยปัจจัยพื้นฐาน เรายังคงมองว่า BoJ จะยังคงนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายจนกว่าจะเห็นตัวเลขค่าจ้างรายเดือน (Cash earnings) ที่เติบโตอย่างยั่งยืนเกินกว่า 3% (ล่าสุดเดือน ก.พ. อยู่ที่ 1.1%) เพื่อเป็นการมั่นใจได้ว่าเงินเฟ้อจะกลับไปสู่เป้าหมายได้ที่ 2% อย่างไรก็ตาม หากจะมีการปรับเปลี่ยนนโยบายเกิดขึ้นบ้าง เรามองน่าจะต้องเกิดขึ้นจากแรงกดดันของตลาด อาทิ Bond yield อายุ 10 ปีของญี่ปุ่นปรับขึ้นแตะกรอบบนของ YCC ที่ระดับ 0.5% อีกครั้ง ซึ่งอาจทำให้ BoJ ต้องตัดสินใจขยายกรอบเพิ่มเติมเพื่อความยั่งยืนในการดำเนินนโยบายจากที่ได้ขยายไปแล้วในเดือน ธ.ค. 2022

แผนภาพที่ 48: เรามองว่าการขยายกรอบ YCC ยังคงเป็นทางเลือกที่เป็นไปได้มากที่สุดในกรณีที่จะมีการดำเนินนโยบายเข้มงวดมากขึ้น

BoJ – Potential Options

Widen the 10-year yield band again	**In our opinion, if the BoJ intends to gradually shift towards a tighter monetary policy due to economic improvement, or to allow the yen to depreciate to lessen the Ministry of Finance's intervention burden, the most probable course of action would be to adjust the 10-year yield band.**
Abandon YCC	The positive aspect of the situation is that economic figures have exceeded expectations, specifically in relation to monthly salaries and inflation rates. As a result, the BoJ has not needed to implement any easing policies. Conversely, there is a negative aspect to consider in that if the yen were to weaken substantially, with the exchange rate reaching above 150 yen per dollar, the Ministry of Finance may not be able to intervene. However, in our view, this is very unlikely.
Increase policy rate	It's the simplest adjustment, but we think the BoJ will probably choose to adjust the 10-year yield band first. In addition, policy rate hikes may have too much impact on households given that Japan has had a negative interest rate policy for a long time.

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

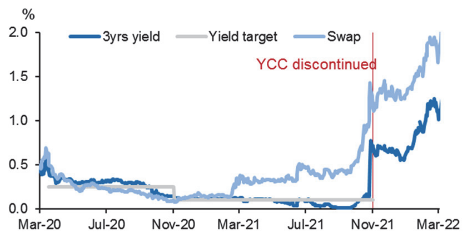
แผนภาพที่ 49: เรามองว่ากรณีที่จะมีการยกเลิก YCC ในทันที เหมือน RBA เป็นไปได้ยาก เนื่องจากแรงขายจากต่างชาติที่น่าจะมีต่ำกว่ามาก

RBA case study

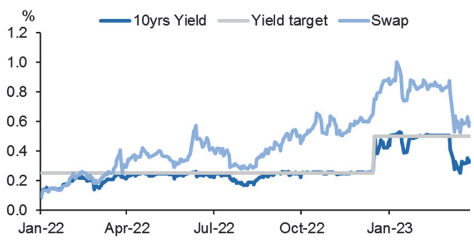
- **Stronger economic indicators have raised future yield expectations and reduced YCC effectiveness for the RBA.**
- Market turbulence during the YCC exit damaged the RBA's credibility, highlighting difficulty in containing market speculation.
- For this and other reasons, the RBA concluded that among unconventional policy options, the preferable future choice would be asset purchases, which allow for a more flexible exit than YCC and for which there is a greater record of experience.

- **If the BoJ expands its 10-year JGB yield range to 0% ±0.75%, we would see a similar reaction as in the past, with all investment groups selling, led by foreigners.**
- The selling would push the 10-year JGB yield to its upper range limit of 0.75%, followed by a drop to 0.6% as investors buy back positions for profits.
- Yield is expected to rebound and stabilize at around 0.75% due to increased selling, with the aim of encouraging the BoJ to expand the permissible trading range even further or eliminate it completely.

3-year Australia government bond yield during 2020



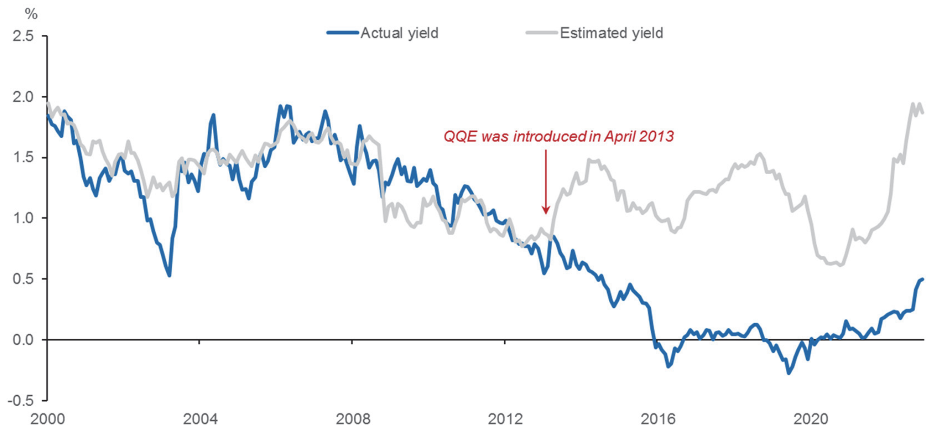
10-year Japan government bond yield



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

แผนภาพที่ 50: ในกรณีที่ยกเลิก YCC ผลตอบแทนพันธบัตรอาจปรับตัวสูงขึ้นถึง 2%

Japan bond yield assuming that QQE was not implemented



Note: Based on BoJ's estimation methodology: Estimated yield = 0.22 + 0.26 x Effective job openings-to-applicants ratio + 0.10 x Core CPI (%YoY) + 0.25 x US 10-year treasury yield (%)

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

เศรษฐกิจไทย

การประชุมครั้งล่าสุดเมื่อวันที่ 29 มี.ค. คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ได้มีการปรับประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติขึ้นเป็น 28 ล้านคน และปรับการบริโภคภาคเอกชนขึ้นเป็น 4% ขณะที่ได้มีการหั่นคาดการณ์การส่งออกสินค้าเป็นหดตัวที่ -0.7% ซึ่งสอดคล้องกับมุมมองของเราที่คาดว่าการส่งออกจะหดตัวในปีนี้ นอกจากนี้ กนง. ได้มีการปรับลดประมาณการการลงทุนภาคเอกชนและการบริโภคภาครัฐลงด้วยเช่นกัน ทำให้โดยภาพรวมแม้ กนง. จะประเมินว่า เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง แต่ได้ปรับลดคาดการณ์ GDP ในปีนี้ลงเล็กน้อยด้วยเช่นกันมาอยู่ที่ 3.6% ด้านเงินเฟ้อ กนง. ได้ปรับลดคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปีนี้ลงที่ 2.9% ซึ่งต่ำกว่าระดับกรอบบนเงินเฟ้อเป้าหมายที่ 3% ทำให้เรามองว่าการปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายจะเกิดขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปในอัตราปกติ (+25bps) และเป็นการปรับนโยบายการเงินให้สอดรับกับการเติบโตของเศรษฐกิจ ไม่ได้จำกัดการเติบโตของเศรษฐกิจ ทำให้เรายังคงคาดการณ์ระดับอัตราดอกเบี้ยสูงสุด (Terminal rate) ที่ 2% โดยคาดว่า กนง. จะมีการปรับขึ้นดอกเบี้ยอีก +25bps ในการประชุมครั้งหน้าวันที่ 31 พ.ค. (จากระดับปัจจุบันที่ 1.75%)

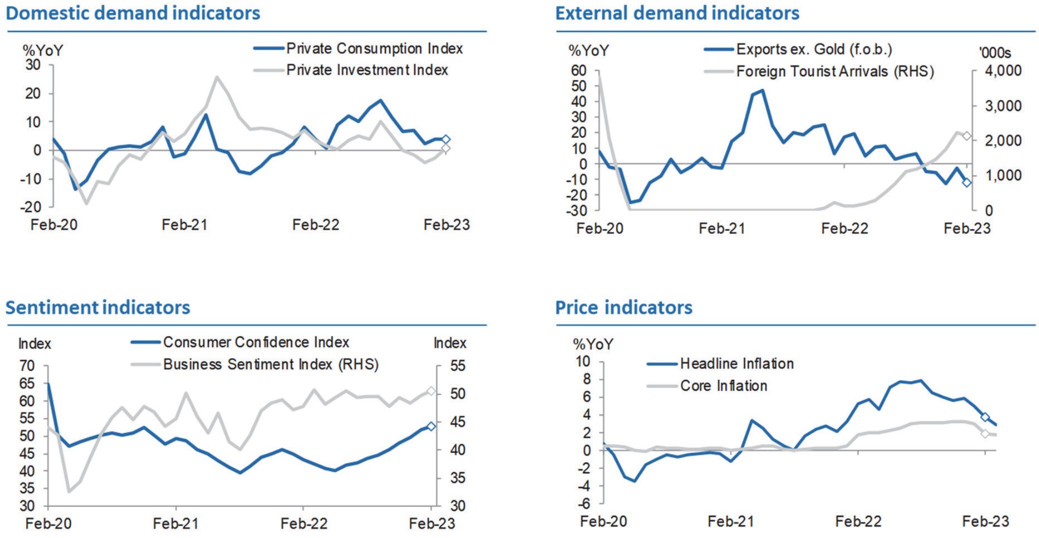
กิจกรรมเศรษฐกิจในภาพรวมปรับดีขึ้นต่อเนื่องในเดือน ก.พ.

เครื่องชี้เศรษฐกิจในภาพรวมเดือน ก.พ. ปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง โดยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติอยู่ที่ 2.11 ล้านคน (vs. 2.14 ล้านคน เดือนก่อน) ซึ่งได้ช่วยหนุนกิจกรรมภาคบริการ (SPI +16.9% YoY vs. +14.4% เดือนก่อน) โดยนักท่องเที่ยวจีนอยู่ที่ 1.3 แสนคน เพิ่มขึ้นเกือบ 60% จากเดือนที่ผ่านมา ด้านการบริโภคภาคเอกชน (PCI) ขยายตัว 3.9% YoY (vs. +4.0% เดือนก่อน) ซึ่งเกิดจากการปรับตัวดีขึ้นในวงกว้างขององค์ประกอบการใช้จ่าย อาทิ หมวดบริการ หมวดสินค้าคงทน และหมวดสินค้าไม่คงทน (+24.0%, +4.3% และ +3.4% ตามลำดับ) ด้านรายได้เกษตรกรเพิ่มขึ้น 13.3% หนุนจากทั้งด้านราคาและด้านผลผลิต

สำหรับการลงทุนภาคเอกชนปรับตัวดีขึ้น แต่ยังคงอ่อนแอ โดยดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) ขยายตัวเพียง 0.6% YoY (vs. -2.9% เดือนก่อน) ด้วยแรงฉุดจากยอดจดทะเบียนรถใหม่เพื่อการลงทุน (-10.7%) และยอดพื้นที่ขอรับอนุญาตก่อสร้าง (-6.9%) ที่หดตัว ขณะที่ยอดขายเครื่องจักรในประเทศเติบโต (+5.3%) ส่วนการใช้จ่ายภาครัฐ (ไม่รวมเงินโอน) เพิ่มขึ้นในส่วนของงบประจำ (+22.5% YoY) แต่หดตัวในส่วนของงบลงทุน (-7.6%) ซึ่งในส่วนของงบลงทุนที่เบิกจ่ายลดลงนั้นเกิดจากการได้เร่งเบิกจ่ายไปแล้วในช่วงก่อนหน้า

อย่างไรก็ดี ด้านการส่งออก (f.o.b.) พบว่า ดุลการค้าเกินดุล 1.3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยการส่งออกหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ห้าที่ -4.1% YoY (vs. -3.4% เดือนก่อน) ขณะที่การนำเข้าขยายตัว 1.8% (vs. +9.1% เดือนก่อน) ทั้งนี้ ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (MPI) ยังคงหดตัวต่อเนื่อง (-2.7% vs. -4.8% เดือนก่อน) เนื่องจากการผลิตที่หดตัวมากในส่วนของ HDD และสิ่งทอ & เครื่องนุ่งห่ม

แผนภาพที่ 51: กิจกรรมเศรษฐกิจในภาพรวมปรับดีขึ้นต่อเนื่องในเดือน ก.พ.

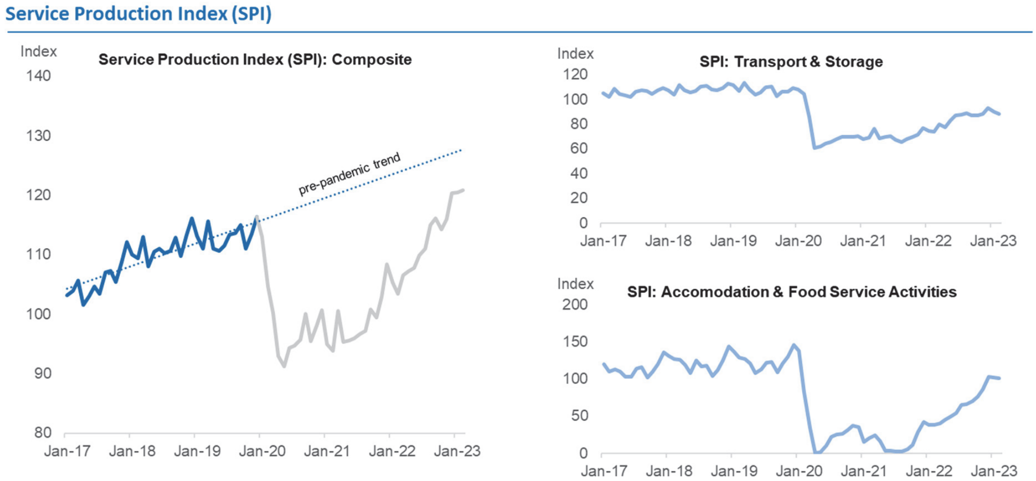


ที่มา: BoT, UTCC, MoC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แม้ กนง. มองการกลับมาของนักท่องเที่ยวต่างชาติจะเร่งตัวขึ้น แต่คาดว่าการส่งออกจะหดตัวในปีนี้

ในการประชุมครั้งล่าสุดเมื่อวันที่ 29 มี.ค. คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ของธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ได้มีการทบทวนประมาณการเศรษฐกิจและเงินเฟ้ออีกครั้ง โดยล่าสุด กนง. คาดการณ์ว่าการกลับมาของนักท่องเที่ยวต่างชาติจะฟื้นตัวได้ดีขึ้นกว่าที่เคยประเมินไว้ (ตามที่ได้ส่งสัญญาณไว้แล้วในการประชุมครั้งก่อนเมื่อวันที่ 25 ม.ค.) ซึ่งประมาณการว่าจะอยู่ที่ 28 ล้านคน (เดิมคาด 22 ล้านคน) ซึ่งจะเป็นสิ่งที่ช่วยหนุนการฟื้นตัวของกิจกรรมภาคบริการ การจ้างงาน และกระตุ้นการบริโภค (คาดการบริโภคภาคเอกชนขยายตัว 4.0%) อย่างไรก็ดี กนง. ได้มีการหั่นคาดการณ์การส่งออกสินค้าในปีนี้มาเป็นหดตัวที่ -0.7% (เดิมคาด +1.0%) ซึ่งสอดคล้องกับมุมมองของเราที่คาดว่าการส่งออกจะหดตัวในปีนี้ (vs. ESU คาด -3.5%) นอกจากนี้ กนง. ได้มีการปรับลดประมาณการการลงทุนภาคเอกชนและการบริโภคภาครัฐลงด้วยเช่นกัน (มาอยู่ที่ +2.1%) ทำให้โดยภาพรวม แม้ กนง. จะประเมินว่า เศรษฐกิจไทย "มีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง (should continue to expand)" แต่ได้ปรับลดคาดการณ์ GDP ในปีนี้ลงเล็กน้อยด้วยเช่นกัน จาก 3.7% มาอยู่ที่ 3.6% (vs. ESU คาด +3.3%) โดยมีปัจจัยสนับสนุนจากการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชนเป็นสำคัญ

แผนภาพที่ 52: การกลับมาของกิจกรรมภาคการท่องเที่ยวจะช่วยหนุนให้กิจกรรมภาคบริการโดยรวมเร่งตัวขึ้น



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

แผนภาพที่ 53: กิจกรรมภาคการผลิตของประเทศหลักของโลกยังคงมีโมเมนตัมที่อ่อนแอ

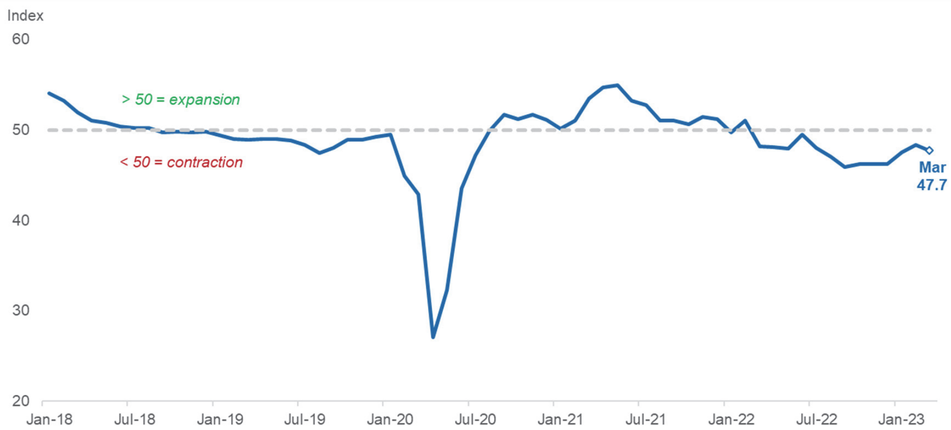
Global PMI: Manufacturing by country/region 1\

Country / Region	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22	Jan-23	Feb-23	Mar-23
Austria	57.9	56.6	51.2	51.7	48.8	48.8	46.6	46.6	47.3	48.4	47.1	44.7
Brazil	51.8	54.2	54.1	54	51.9	51.1	50.8	44.3	44.2	47.5	49.2	47
Canada	56.2	56.8	54.6	52.5	48.7	49.8	48.8	49.6	49.2	51	52.4	48.6
China	46	48.1	51.7	50.4	49.5	48.1	49.2	49.4	49	49.2	51.6	50
Czech Republic	54.4	52.3	49	46.8	46.8	44.7	41.7	41.6	42.6	44.6	44.3	44.3
Developed Markets	56.3	55	52.5	51.2	50.2	50.1	48.8	47.8	47.3	48.1	48.1	48.4
Emerging Markets	48.1	49.5	51.7	50.8	50.2	49.4	49.8	49.7	49.8	49.9	51.6	50.7
Eurozone	55.5	54.6	52.1	49.8	49.6	48.4	46.4	47.1	47.8	48.8	48.5	47.3
France	55.7	54.6	51.4	49.5	50.6	47.7	47.2	48.3	49.2	50.5	47.4	47.3
Germany	54.6	54.8	52	49.3	49.1	47.8	45.1	46.2	47.1	47.3	46.3	44.7
Greece	54.8	53.8	51.1	49.1	48.8	49.7	48.1	48.4	47.2	49.2	51.7	52.8
India	54.7	54.6	53.9	56.4	56.2	55.1	55.3	55.7	57.8	55.4	55.3	56.4
Indonesia	51.9	50.8	50.2	51.3	51.7	53.7	51.8	50.3	50.9	51.3	51.2	51.9
Ireland	59.1	56.4	53.1	51.8	51.1	51.5	51.4	48.7	48.7	50.1	51.3	49.7
Italy	54.5	51.9	50.9	48.5	48	48.3	46.5	48.4	48.5	50.4	52	51.1
Japan	53.5	53.3	52.7	52.1	51.5	50.8	50.7	49	48.9	48.9	47.7	49.2
Mexico	49.3	50.6	52.2	48.5	48.5	50.3	50.3	50.6	51.3	48.9	51	51
Netherlands	59.9	57.8	55.9	54.5	52.6	49	47.9	46	48.6	49.6	48.7	46.4
Poland	52.4	48.5	44.4	42.1	40.9	43	42	43.4	45.6	47.5	48.5	48.3
Russia	48.2	50.8	50.9	50.3	51.7	52	50.7	53.2	53	52.6	53.6	53.2
South Korea	52.1	51.8	51.3	49.8	47.6	47.3	48.2	49	48.2	48.5	48.5	47.6
Spain	53.3	53.8	52.6	48.7	49.9	49	44.7	45.7	46.4	48.4	50.7	51.3
Taiw an	51.7	50	49.8	44.6	42.7	42.2	41.5	41.6	44.6	44.3	49	48.6
Turkey	49.2	49.2	48.1	46.9	47.4	46.9	46.4	45.7	48.1	50.1	50.1	50.9
United Kingdom	55.8	54.6	52.8	52.1	47.3	48.4	46.2	46.5	45.3	47	49.3	47.9
United States	59.2	57	52.7	52.2	51.5	52	50.4	47.7	46.2	46.9	47.3	49.2
Vietnam	51.7	54.7	54	51.2	52.7	52.5	50.6	47.4	46.4	47.4	51.2	47.7
World	52.3	52.3	52.2	51.1	50.3	49.8	49.4	48.8	48.7	49.1	49.9	49.6

Note: 1\ Data compares Mar 2020 - Mar 2023.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

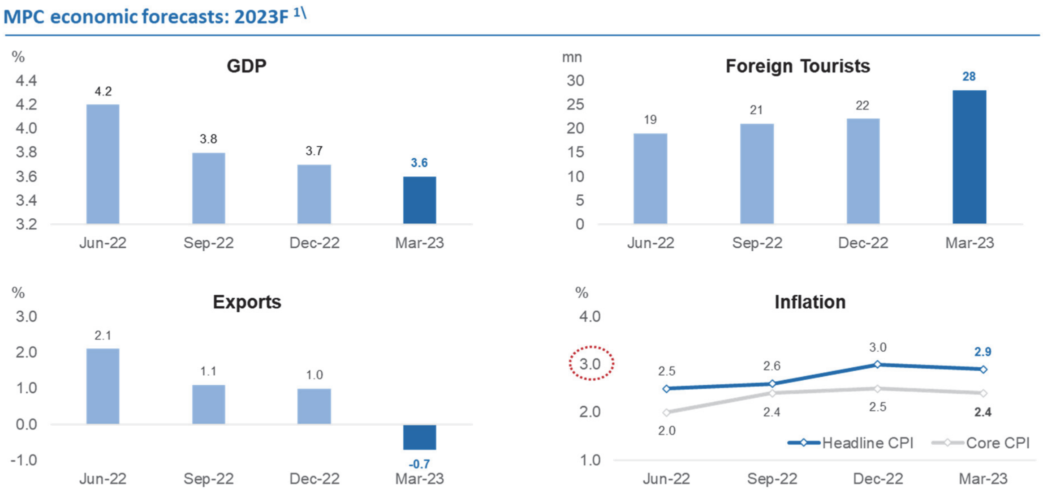
แผนภาพที่ 54: ยอดคำสั่งซื้อภาคการส่งออกของภาคการผลิตทั่วโลกยังคงต่ำกว่าระดับ 50 จุดต่อเนื่องในเดือน มี.ค.

Global PMI: New export orders (manufacturing)



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

แผนภาพที่ 55: แม้ กนง. มองการกลับมาของนักท่องเที่ยวต่างชาติจะเร่งตัวขึ้น แต่คาดว่าการส่งออกจะหดตัวในปีนี้ ขณะที่หั่นประมาณการอัตราเงินเฟ้อทั่วไปลงมาต่ำกว่าระดับ 3% (กรอบบนของเงินเฟ้อเป้าหมาย) ในปีนี้



Note: 1\ As of Jun, Sep and Dec 2022 and Mar 2023.
ที่มา: BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ทางด้านประมาณการเงินเฟ้อในปี 2023F กนง. ได้ปรับลดประมาณการอัตราเงินเฟ้อทั่วไปลงมาอยู่ที่ 2.9% (เดิมคาด 3.0%) ตามแรงกดดันด้านอุปทานจากราคาน้ำมันและค่าไฟฟ้าและราคาน้ำมันที่ทยอยคลี่คลาย โดยการปรับประมาณการดังกล่าวทำให้ประมาณการอัตราเงินเฟ้อกลับมาต่ำกว่ากรอบบนเงินเฟ้อเป้าหมายที่ 3% และยังได้ระบุไว้ในถ้อยแถลงว่า "อัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีแนวโน้มเริ่มกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมายในช่วงกลางปีนี้" (vs. ประชุมครั้งก่อนระบุว่า "อัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีแนวโน้มลดลง") ขณะที่ กนง. ได้ปรับลดประมาณการอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานลงเช่นกัน มาอยู่ที่ 2.4% (เดิมคาด 2.5%) อย่างไรก็ดี กนง. ยังระบุถึงความเสี่ยงที่เงินเฟ้ออาจจะอยู่ในระดับสูงนานกว่าที่คาดจากการส่งผ่านต้นทุนที่อาจเพิ่มขึ้นจากภาวะต้นทุนที่สูงต่อเนื่อง และแรงกดดันจากเงินเฟ้อด้านอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

แผนภาพที่ 56: นอกจากนี้ กนง. ได้ระบุว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปน่าจะสามารถกลับเข้ามาสู่กรอบเป้าหมายได้ในช่วงกลางปีนี้

MPC decision on 29 Mar vs. 25 Jan

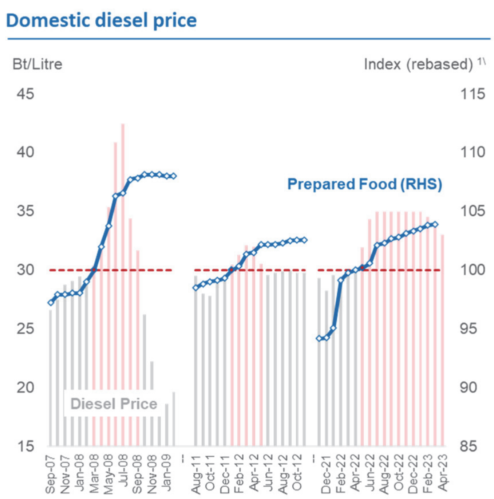
	25 Jan	29 Mar
Economy	• *"Thai economy will continue to gain traction with continued recovery in tourism and private consumption* • *"…growth of merchandise exports will moderate this year…"*	• *"Thai economy should continue to expand, driven by tourism and private consumption"* • *"…merchandise exports show signs of rebounding after contracting at the end of last year, and should gather momentum in the second half of this year"* • MPC now expects 28 million foreign tourists and 4% growth in household consumption • Nonetheless, the committee has cut its merchandise exports to negative territory (-0.7%) and lowered its estimate for private investment and public consumption this year • In sum, the BoT's GDP growth forecast for 2023 is trimmed to 3.6% from 3.7% prev
Prices	• *"Headline inflation is expected to decline"* • *"Core inflation remains at a high level with increased risks from demand-side inflationary pressures"*	• *"Headline inflation would likely return to the target range by mid-2023"* • *"Core inflation remains elevated with upside risks from higher cost pass-through and demand pressures"* • Inflation forecasts revised down by both 0.1ppt to 2.9% for headline and 2.4% for core prices
Monetary Policy Guidance	• *"Thai economic recovery remains on track. However, risks of rising demand-side inflationary pressures must be monitored"* • *"…is ready to adjust the size and timing of policy normalization should the growth and inflation outlook shift from the current assessment"*	• *"The broad contour of economic recovery is on track with some upside risks to inflation stemming from demand pressures"* • *"… is prepared to adjust the size and timing of policy normalization should the evolving growth and inflation outlook differ from the current assessment"*

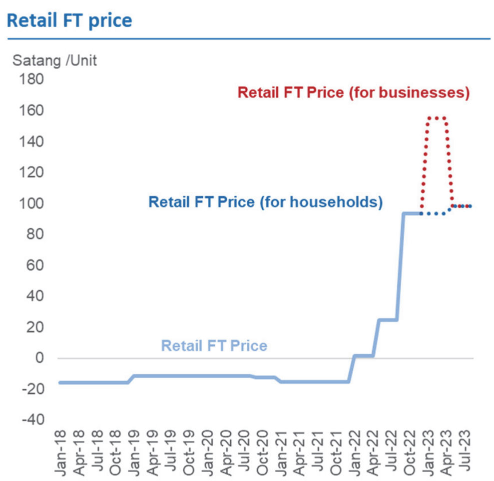
ที่มา: BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ดังนั้น เนื่องจากล่าสุด กนง. ได้คาดการณ์ว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปีนี้จะอยู่ที่ 2.9% ซึ่งต่ำกว่าระดับกรอบบนเงินเฟ้อเป้าหมายที่ 3% (และเป็นมุมมองเดียวกับเราที่คาดเงินเฟ้อทั่วไปที่ 2.8% ขณะที่ล่าสุดอัตราเงินเฟ้อทั่วไปเดือน มี.ค. ออกมาต่ำกว่าระดับ 3% แล้วที่ 2.8%) อีกทั้งเท่ากับคาดว่าเงินเฟ้อจะสูงเกินกว่ากรอบบนเป้าหมายเพียงปีเดียวคือปี 2022 ที่ผ่านมา และแตกต่างจากประเทศหลักอื่นๆ อย่างเช่น สหรัฐฯ และยุโรป ที่คาดว่าเงินเฟ้อจะเกินกรอบเป้าหมายไปอย่างน้อย 2 ปี ดังนั้น ทำให้เรามองว่าการปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายจะเกิดขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปในอัตราปกติ (+25bps) และเป็นการปรับนโยบายการเงินให้สอดรับกับการเติบโตของเศรษฐกิจ ไม่ได้จำกัดการเติบโตของเศรษฐกิจ (Restrictive levels) ทำให้เรายังคงคาดการณ์ระดับอัตราดอกเบี้ยสูงสุด (Terminal rate) ที่ 2% ซึ่งสอดคล้องกับระดับอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยในระยะยาว ดังนั้น คาดว่า กนง. จะมีการปรับขึ้นดอกเบี้ยอีก +25bps ในการประชุมครั้งหน้าวันที่ 31 พ.ค. (จากระดับปัจจุบันที่ 1.75%)

อย่างไรก็ดี เรามองว่าความเสี่ยงของเงินเฟ้อยังโน้มไปด้านสูง (Upside risk) โดยเฉพาะจากกรณีที่ความแข็งแรงของอุปสงค์ในประเทศ และการส่งผ่านต้นทุนมากกว่าที่ประเมินไว้ (โดยเฉพาะจากราคาน้ำมันดีเซลและค่าไฟฟ้าที่ยังอยู่ในระดับสูงแม้ส่งสัญญาณปรับลดลง) อาจทำให้แรงกดดันต่อเงินเฟ้ออาจเพิ่มสูงขึ้นกว่าที่ประเมิน และทำให้การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอาจสูงกว่ากรณีฐานที่ 2% อยู่บ้าง (Some increases)

แผนภาพที่ 57: แรงกดดันจากราคาน้ำมันดีเซลและค่าไฟฟ้ามีสัญญาณปรับลดลง แต่ยังอยู่ในระดับสูงกว่าปกติ





Note: 1\ The prepared food index was rebased to 100 at the first period when diesel price was above 30 baht/litre. Diesel price will be cut to Bt33/litre effective on 7 Apr.
ที่มา: MoC, CEIC, MEA, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Our Team

TISCO Economic Strategy Unit

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

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

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

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

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

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

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น 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
	เมกาบางนา 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	ฟิวเจอร์พาร์ค 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				
จันทร์ - ศุกร์	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		

สาขาธนาคารในเขตภูมิภาค

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